民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 07 月 20 日

客户观点反馈

下半年经济延续复苏态势，但回升速度可能趋缓，短期将以震荡为主，长期从快牛转向结构性慢牛。目前看好估值相对便宜，且三季度景气度向上的地产产业链，关注价格上涨的周期品种以及近期将召开的年中政治局会议。

总量观点

【民生宏观】从货币乘数变化看下半年降准空间

（解运亮，分析师S0100519040001，18911895931）

央行如欲保证下半年 M2 高增长，要么增加基础货币，要么压缩超储率，要么降准

根据存款派生理论，货币供应量=基础货币×货币乘数，根据政府工作报告精神和易纲行长在陆家嘴论坛的发言，下半年广义货币供应量增速有望维持在 11%以上。央行如欲保证 M2 高增长，要么通过公开市场操场或再贷款、再贴现投放基础货币，要么提高货币乘数。而提高货币乘数的方法有两种，一种是压缩超储率，另一种是下调法定存款准备金率。

根据历史经验，近几年基础货币维持稳定，央行更多通过降准来提高货币供应量

央行通常通过 MLF、SLF、TMLF 等公开市场操作或再贷款、再贴现来投放基础货币，但前者主要面向银行占比较高的一级交易商，会带来流动性分层问题；后者在投放方面有严格限制。相比之下，降准既不会带来流动性分层问题，也能有效降低银行成本。因此央行更多通过降准来满足货币供应量增长需求。

超储率不可能被无限压缩，预计下半年需要降准两次

6月份货币乘数为6.92，创历史最高纪录。根据公式推导，货币乘数的提高需满足三个条件之一：降低现金漏损率、降低法定存款准备金率、压缩超储率。现金漏损率近几年较为稳定，且受央行影响较小。在近两个月未降准的情况下，央行更多通过压缩超储率来满足货币供应量增长需要，但这种行为难以持续，因为超储率过低会导致银行和非银体系流动性紧张。未来来看，在超储率不被继续压缩的前提下，下半年央行需降准两次才能满足货币供应量增长需要。

风险提示：超储率继续被压缩、央行加大基础货币投放、货币供应量增速不及预期等。

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生宏观】从货币乘数变化看下半年降准空间

【民生电子】立讯精密（002475）事件点评：收购纬创工厂，打造万亿代工版图

【民生电子】大族激光（002008）：剥离欧洲研发运营中心，改善资产质量

【民生有色】明泰铝业（601677）公告点评：Q2 恢复强劲，持续看好高附加值产能释放

● 个股观点

【民生电子】立讯精密（002475）事件点评：收购纬创工厂，打造万亿代工版图

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

一、事件概述

公司 17 日公告签署收购框架协议，拟与控股股东一起以现金收购纬创投资（江苏）及纬新资通（昆山）的 100%股权， 其中上市公司拟出资不超过 6 亿元。

二、分析与判断

进击的龙头，扩张脚步永不停歇

纬创工厂此前参与 iPhone 代工业务，此次收购有利于立讯短时间直接切入大客户 iPhone 代工业务，进一步完善公司在代工业务领域的版图。此前公司已经参与 airpods 组装，并维持 pro 版本主力供应商地位，并且预计今年参与新一代 watch 代工业务，此次收购进一步完善公司在大客户产品线布局。纵观消费电子产业链，目前代工业务主要由台系厂商把持，我们认为大陆公司在 A 客户培养下制造能力持续提升，更多大陆公司有望切入代工业务，立讯未来凭借公司成本管理能力，一方面有望提高代工份额，另一方面，有望继续横向开拓 pad 以及 mac 等业务，万亿市场开拓在即。

大客户多产品全面开花，全年高增长有望延续

展望今年，我们预计 2020 年 Airpods 全年销量有望同比增长达到 50%左右，并且明年仍然有望达到 50%以上增长。同时公司在 iPhone 多产品进展顺利，随着 Airpods 持续热卖以及 5G 版 iPhone 发布，公司大客户成长逻辑不变，声学、马达、无线充电、天线等产品持续上量。同时通信业务有望持续突破，并且安卓客户全年开拓，或可成为公司未来增长的新支点。

三、投资建议

预计公司营业收入 900/1180/1450 亿元，归母净利润 69.4/99.4/126.7 亿元，对应估值 55.5/38.7/30.4 倍，参考 SW 电子最新 TTM 估值 56.6 倍，考虑到公司在精密制造的龙头地位，我们认为公司低估，给予“推荐”评级。

风险提示：疫情控制不达预期、中美贸易摩擦升级、下游客户出货量不及预期。

【民生电子】大族激光（002008）：剥离欧洲研发运营中心，改善资产质量

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

一、事件概述

公司公告，拟将全资子公司大族传动出售给公司第一大股东大族控股，交易对价 10.30 亿元，以现金支付，预计可贡献投资收益约 140 万元。大族传动成立于 2019 年 4 月 2 日，是公司欧洲研发平台在国内的最终母公司，持有的主要资产为公司欧洲研发运营中心相关土地及附属建筑物。大族控股为公司第一大股东，持股比例为 15.19%，大族控股实控人为大族激光董事长高云峰，持股比例为 99.875%。本次交易完成后，大族激光将不再持有大族传动股权。

二、分析与判断

剥离不良资产优化资产结构，持续提升竞争力

大族传动的主要资产为公司欧洲研发运营中心相关土地及附属建筑物。该研发中心规划用途为欧洲研发平台的办公、研发培训和试验场地，自 2011 年开建以来，受居民投诉、基坑工程地下水处理等诸多因素影响，施工进度严重低于预期，工程预算大幅增加，叠加欧美疫情仍处扩散态势，严重影响到了该中心的后续使用，已无法达到原有的定位和规划用途。剥离该不良资产有助于优化公司资产结构、提升运营效率、交易所得资金将用于公司日常经营，有望进一步提升公司未来的市场竞争力和可持续发展水平。

中报业绩预告超预期，PCB+口罩机贡献主要动力

2020H1 公司实现归母净利润 6.07 亿元-6.45 亿元，同比增长 60%-70%。照区间中值 6.26 亿元计算，2020Q2 单季度公司实现归母净利润 5.19 亿元，相比 2019Q2 单季度业绩 2.19 亿元，同比大增 137.14%；相比 2020Q1 单季度 1.07 亿元，环比大增 383.09%，业绩提升明显，主要动力来自于 PCB 和口罩机业务景气度旺盛。

分享 5G 成长红利，看好公司长期发展

公司是行业内极少数覆盖 PCB 成型、钻孔、曝光、测试四大工艺环节的设备提供商，和深南电路、生益电子、方正电路、景旺电子、沪电股份、健鼎科技等 PCB 龙头企业保持战略合作关系。今年以来，5G 和服务器行业的持续向好，显著带动 PCB 行业对加工设备的需求。在受到疫情影响的情况下，公司的 PCB 业务 2020 年一季度仍保持良好增长。其中，3 月份发货量创历史新高。当前，公司 PCB 业务在手订单充足。

受益 5G 时代射频、结构件、摄像头等部件的创新叠加 5G 带来的换机潮，大客户对激光器需求量迎来增长趋势不变。公司是大客户激光设备最大供应商，在资金实力、人员配备情况、设备稳定性、大规模供货能力、现金流、商务关系等多方面均具备较强竞争力，有望保持较高的市场份额，享受 5G 市场红利。

三、投资建议

我们预测公司 20/21/22 年 EPS 分别为 1.28/1.56/1.77 元（原预测 20/21 年 EPS 为 0.99/1.57 元，上调主要因 PCB 和口罩机业务超预期），参考可比公司 2020 年 58 倍 P/E，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情持续发酵的影响、PCB 和苹果业务可能不及预期、国际局势动荡带来公司业绩可能不及预期。

【民生电子】明泰铝业（601677）公告点评：Q2恢复强劲，持续看好高附加值产能释放

（方驭涛，分析师 S0100519070001，15021817583）

一、事件概述

公司于 7 月 16 日晚公告 2020 年上半年业绩预告，预计实现归母净利润 3.5 亿元，同比增长 6.38%。

二、分析与判断

业绩：下游需求恢复，Q2 订单增长明显，医用订单是亮点

按业绩预告计算，公司 2020Q2 实现归母净利润 2.3 亿元，环比增长 89.26%；同比增长 22.72%；Q2 扣非归母净利润 2.16 亿元，同比增长 29.4%，Q2 公司的业绩增速较快。主要源于：（1）疫情期间，公司积极生产医药用铝箔和医疗装备用铝材，医用订单增长明显。（2）国内疫情缓和以后，下游需求恢复较为强劲，Q2 电解铝现货库存去化超过 94 万吨，下游铝型材、铝箔等企业开工率均维持高位，公司订单饱满，原有业务产能逐步放量。

业务：持续向高附加值产品转型，积极拓展军工、航天用铝

公司近年来一直致力于转型升级，重点布局新能源、交运、汽车、5G、特高压输电、航空航天及军工等高端领域的应用。“高精度交通用铝板带项目”、“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”、“年产两万吨交通用铝型材项目”等项目逐步投产。公司目前已获得武器装备科研生产单位三级保密资格证书，郑州明泰已获得航空航天认证，未来将积极拓展军工、航空航天领域市场。

三、投资建议

持续看好公司高附加值产品放量和占比提升带来的盈利能力提高。考虑 2019 年非经常性损益影响及 2020 年疫情影响，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.3/1.36/1.42 元，对应 PE 分别为 7/7/6 倍，考虑扣除非经常性损益以后，公司的业绩增速仍在 10%左右，当前公司估值处于近 5 年历史低位（15%分位数以内），维持“推荐”评级。

风险提示：海外订单不及预期风险。

- **风险提示**

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。