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 03 日

客户观点反馈

客户表示在当前时点，货币政策边际已经有所收紧，小幅抬升了资金利率中枢。但与市场更为相关的信用政策环境依然保持宽松。目前市场整体的估值位于历史 55%分位左右的合理位置，存在提升空间。

下半年市场的核心矛盾将从对疫情二次爆发的担心逐步转向观察经济复苏的力度。具体到 A 股行业配置长期看好食品饮料、医药、科技等领域头部企业的投资价值。其次重视经济周期的边际变化。在组合中适度增加宏观风险因子的暴露度，周期敏感性行业可能开始有相对收益，较为看好的行业有保险、家电、地产、造纸等。

总量观点

【民生宏观】百战归来，稳步复苏——2020年中期宏观展望

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

疫情冲击：经济走出低点走上复苏道路。一季度经济降幅创历史记录，确认了疫情的冲击。随着疫情逐步得到控制，中国经济正在沿着“生产修复-信心重建-需求恢复”的路径逐步复苏。

政策取向：货币财政政策靶向性将提升。上半年，逆周期调节力度明显加大，但要注意，疫情应对期间的支持政策具有阶段性。下半年，政策靶向性将提高，财政政策继续侧重支持基建和新型城镇化，货币政策体现总量适度结构发力。

复苏节奏：主要指标呈现稳步复苏特征。基准情形下，北京等地第二波疫情将在短期内得到控制，工业基本正常化可于三季度初完成，服务业正常化可于三季度末完成，全年GDP可达到2%以上。

全球对比：中国经济的相对优势将凸显。疫情目前仍在全球蔓延，将对全球经济造成巨大打击。美国前期激进复工导致疫情反弹，美国经济真实基本面比数据显示的更差，中国经济的相对优势凸显。

风险提示：全球疫情持续蔓延，中国逆周期调节不及预期等。

行业观点

【民生银行】行业动态报告:估值修复行情开启，把握配置窗口期

（郭其伟，分析师S0100519090001，18588460632）

银行板块7月迎来开门红。7月2日银行指数上涨2.20%，7月连续两个交易日累计涨幅达到4.10%。其中市场关注度较高的标的，如光大银行、宁波银行、招商银行、平安银行、兴业银行等，7月两天涨幅分别达到9.45%、5.68%、4.93%、4.92%、4.81%。

经济弱复苏修复了银行的基本面逻辑。经济复苏呈现从量变到质变的趋势。6月制造业PMI 50.9%，连续第四个月站在荣枯线以上。其中新出口订单指数环比大幅增加7.3个百分点到42.6%，反映随着海外复工速度加快，外需压力也出现了边际缓解，将有利于降低银行的贷款信用风险。而且因为原油价格反弹，第三季度PPI有望触底回升，工业品价格上涨将推动银行资产端定价筑底。从高频数据看，“利率底”的确已经出现。5月以来银票转贴现利率持续上扬，短端利率率先反应。

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

【民生医药】CXO 行业专题研究:从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展

【民生传媒】宝通科技 2020H1 业绩预告点评：20H1 归母净利润同比增长 30%-50%，看好公司下半年自研游戏再突破

【民生计算机】用友网络（600588）非公开发行预案点评：募资助力技术进步，受益云化+国产化机遇

下半年人行的货币政策从“过度宽松”向“适度宽松”的转变，都有利于提高银行的资产端议价能力。

资金寻找下半年低估值板块进行配置。从资金面上看，过了6月末投资机构的考核时间点，现在正是资金寻找下半年低估值板块进行配置的黄金窗口期。银行板块基本面预期改善，但是估值和仓位双低，所以会持续受到配置资金的青睐。银行板块PB只有0.7倍，已经是历史新低的底部区间。PE在6倍左右，股息率高达3.81%，在低利率环境下具备显著的投资价值。主动基金对银行股的配置降到近年来的新低，只有约4.7%，向下空间非常有限。而北向资金从3月底开始率先增持。以机构重仓的招商银行为例，北向资金持股占其流通A股的比例从3月下旬最低的4.22%，历经3个月稳步提升到4.57%。

市场对于“金融支持实体”的理解回归理性化。首先，在6月中旬金融对企业合理让利1.5万亿元的消息，明确了金融让利的边际，对板块实现了靴子落地的效果。其次，大型银行的“让利”和中小银行的“减负”并行不悖。在6月上旬《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》就明确提出，全国性银行“要合理让利”，但是中小银行“可结合自身实际，实施内部转移定价优惠或经济利润补贴”。让利主体主要为全国性银行。今年要做好“六稳”“六保”工作，必须以服务中小企业的中小银行作为政策的核心抓手。又因为中小银行（尤其是非上市银行）基本面羸弱，所以对中小银行给予政策性利好，也是金融支持实体的关键一环。这创造了结构性的投资机会。

投资建议：我们推荐的组合沿着两个方向走，一是零售小微标的。下半年的消费刺激政策将改善零售贷款的信用风险，“保就业”的政策目标为零售风险的暴露确定了政策底。我们主要推荐常熟银行、宁波银行、平安银行、招商银行。二是低关注度低估值标的。前期因为疫情冲击估值被过度压制，但是业绩稳定，风控能力突出，业绩预期将保持乐观。对此我们建议关注**南京银行、杭州银行、兴业银行、光大银行**。

风险提示：资产质量波动，息差下行压力，政策出台不及预期。

【民生建材】2020中期投资策略报告：地产韧性，基建政策加码，水泥或持续景气

（杨侃，分析师 S0100516120001，18611567286）

错峰限产助力水泥持续景气。我国的水泥表观需求量从1999年以来经历了快速增长期和平台期两个阶段：快速增长期的年化复合增速为10%，峰值24.8万吨出现在2014年；平台期的需求约为22-24亿吨。从月度产量同比增速数据来看，我们水泥产量自2015年至今，月度产量同比增速回暖到正值，并且在2018年6月以来有加速上升的趋势。从房屋新开工面积的口径看，本轮回暖开始于2014年，而本轮回暖期（2015年至今）基建同比增速是持续下滑的，由此可以判断地产是本轮需求回暖的主因。我国的水泥价格受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个主要方面的影响，可以分为两个时期：平台期2013-2015年，错峰限产在产能过剩的背景下稳定了水泥价格；上涨期，错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨。

玻璃进入价和量的平台期。玻璃自15年以来进入价和量的平台期。我国玻璃行业的发展大概可以分为两个时期：第一阶段总产能和在产产能同步快速增长期（2002-2015年），总产能年化复合增速为15%；第二阶段为在产产能的平台期（2015年至今），具体特点为在产产能保持约9亿吨，与此同时总产能还在扩张，产能利用率持续下滑。

建材行业2020Q1业绩受疫情影响下滑较大。受疫情影响，建材板块2020Q1营收和净利润继续均大幅下滑，其中营收831亿，同比下降23%，净利润67亿，同比下降38%。2020Q1板块ROE为2%（同比下降1个百分点），毛利率为28%（同比

持平）。2020Q1，板块整体资产负债率仅为49%，相对2019Q1的42%，上升了7个百分点。

建材行业2020年下半年投资策略

1、**行业观点：错峰限产格局好，地产韧性，基建政策加码在即，水泥板块有望持续景气。**

（1）水泥产量：下游复工好，2020年5月全国产量月度同比增速8.6%，高于2019年5月1.4个百分点；

（2）水泥价格：年初至今价格下行，4月中旬触底反弹（西南、西北、中南表现较好）；

（3）下游需求：2020年3月份以来地产基建增速均开始反弹；

（4）水泥的供给：淘汰落后产能力度减小，水泥产能主要受错峰限产影响

（5）重点公司：行业龙头海螺水泥，弹性最大冀东水泥，PE最低上峰水泥，PB最低天山股份。分区域看，西部大开发关注天山股份，中部崛起关注华新水泥，粤港澳大湾区关注塔牌集团

2、**个股观点：推荐海螺水泥，华新水泥，塔牌集团和东宏股份**

风险提示：地产开工数据下滑，基建加码节奏慢于预期，疫情出现反复。

【民生石化】2020中期投资策略报告：原油供需边际改善，关注油服、PDH及长丝等

（杨侃，分析师 S0100516120001，18611567286）

油价：预计2020年布油中枢在45美元/桶左右。2020年以来，国际油价在产油国联盟的恶性竞争及疫情影响下大幅暴跌。截止06月29日，布伦特原油期货结算价41.71美元/桶，较年初下降24.54美元/桶（-37.04%）；WTI原油期货结算价为每桶39.70美元/桶，较年初下降21.48 美元/桶（-35.11%）。展望后市，我们判断国际油价在需求回暖、协议减产等背景下供需边际改善有望持续，预计布伦特中枢在45美元/桶。

业绩：19年石化板块营收增速放缓，净利下滑。受益于国际油价中枢的上移，2019年石化板块营收保持增长，2019年年报营业收入达到63917亿元，同比增长3%；实现归母净利润1369亿，同比下降4%。2020年Q1营收同比减少主要是由于全球疫情原因且2020年Q1油价较低；归母净利润为-313.94亿，同比下滑-203.14%，主要是由于第一季度油价暴跌导致利润下降。

石油开采：2019年营收实现同比增长，但增速有一定的回落。2020年Q1营收下降，降幅在20%左右，净利润增速同比下降近300%。

石油化工：2019年石油化工板块的营收创五年高点，主要是受益于现行的产品定价机制以及2019年油价上涨库存收益的增加。2020年Q1受到油价下跌影响，营收明显下降，净利润受库存损失影响暴跌。

油田服务：受益于石油公司资本开支增加带来的项目订单增长，油田服务行业底部复苏，最近两年不仅收入增长，净利润也实现扭亏为赢，2019年实现归母净利润64亿，同比增长104%。2020年Q1净利润虽然只有5亿，但增速达到108%，盈利势头良好。

石化行业2020年下半年投资策略展望：2020年下半年原油供需边际改善有望持续，我们判断以布伦特40美元/桶为中枢震荡为主。预计Q2油价低于去年同期水平，上游石油开采和中游石油化工Q2业绩同比下降，而油田服务业务主要受益于石油公司资本开支的增加，受油价短期波动影响较小，建议关注中海油服、海油工程。PDH盈利持续向好，建议关注卫星石化、东华能源。长丝盈利回暖，建

议关注恒力石化、桐昆股份。标准升级带来高成长个股，建议关注龙蟠科技。关注当前低估值的行业领军公司，中国石油（0.64倍PB）、中国石化（0.69倍PB）。

风险提示：国际油价大跌，石油公司资本开支下滑。

- 个股观点

【民生医药】普洛药业（000739）半年度业绩预告点评:盈利能力改善，看好CDMO贡献业绩增量

（孙建，分析师 S0100519020002， 13641894103）

2020 年 7 月 1 日，普洛药业发布 2020 年半年度业绩预告，在收入端，公司上半年营业收入在 39.05-40.82 亿元，同比增长 10.02-15.01%；利润端，上半年归母净利为 4.08-4.36 亿元，同比增长 45.28-55.25%，基本每股收益为 0.3462-0.37 元/股。

收入结构调整下，二季度盈利能力边际改善。根据公司业绩预告，2020Q2 公司收入在 22.04-23.81 亿元，同比增长 17.6-27.1%（2020Q1 同比增长 1.53%）；归母净利 2.53-2.81 亿元，同比增长 48.8-65.3%（2020Q1 同比增长 39.95%）；归母净利率为 10.6-12.8%（2020Q1 为 9.1%），相比 2019Q2 同比提升 1.6-3.7pct。整体上看，公司在 2020Q2 期间盈利能力边际改善，2020Q1 的业绩有望成为全年的相对低点。

我们认为，公司二季度盈利能力提升部分源于收入结构调整带来的高利润率。根据公司 2020 年 4 月 19 日投资者关系活动记录，2020 年 Q1“公司一季度营业收入制剂下降了约 25%，贸易中的进口部分也有所下降”，“去除制剂和贸易因素影响，自有的原料药和 CDMO 都有近 20%的增长”；毛利率上“一季度毛利率总体略降，其中制剂下降多一些，从 70%多下降到了 60%多，CDMO 毛利率上升有 6%左右，原料药毛利率基本持平”。2020Q1 制剂业务收入占总收入比重下降但归母净利同比明显增长，从侧面体现出相对于制剂业务，公司 API 和 CDMO 业务具有较强的盈利能力。分析 2020Q2，我们认为，考虑到二季度医院诊疗活动逐步恢复，公司制剂业务降幅有望缩窄；根据公司业绩预告，2020 年半年报“业绩变动的主要原因是本期原料药和 CDMO 销售收入、毛利同比增加而费用同比下降”，我们推测公司 API 和 CDMO 业务占比有望进一步提高。考虑到制剂业务相对较高的销售费用率，我们看好 2020 年公司 API 和 CDMO 业务的成长弹性及其对盈利能力的提升。

API 及 CDMO 业务：产能扩张、订单放量驱动的景气周期开启。CDMO 方面，中短期内看好项目拓展加速和订单业绩的逐步放量。根据公司 2020 年 3 月 11 日投资者关系活动记录，公司“目前有 100 多个项目在运作”，“今年有 3 个项目在商业化供应，另外有六七个项目在转移落地”，CDMO 研发团队方面上海“现在有 30 人左右，今年计划扩招到 80-100 人”，“横店现在有 70 多人，也会增加到近 100 人”。我们认为，CDMO 业务订单获取并非一蹴而就，公司目前正处于收入结构调整、CDMO 增量贡献业绩的阶段，公司已在发酵类、合成类 API 生产方面积累的工艺优势、成本控制优势有望增强公司在 CDMO 业务中的比较优势，公司近期的人员扩充计划从侧面印证公司发展 CDMO 业务的信心、决心。

API 方面，看好公司 API 产能扩张增强的业绩弹性。根据公司 2020 年 3 月 11 日投资者关系活动记录，未来 2-3 年新增产能中，“比例上来说 API 产能可能扩得会更多”，而“新的产能的提升也不仅是简单重复的提升，而是做更高效的、更低成本的改进”；此外在前向一体化拓展方面，公司未来会发展“自身有优势的，原料药制剂一体化的品种”，“此类品种以后可能会是成本竞争型，我们要利用原料药的优势去做好制剂”。我们认为，在环保趋严、国内制剂市场规范化的背景下，API 行业的价值回归，公司基于技术壁垒的多元化拓展，有望快速验证公司在 API 方面的质量和规模优势。

投资建议：短期看，中间体原料药的盈利能力提升及 CDMO 业务进入加速放量阶段，将成为未来 2-3 年公司业绩增长主要驱动力。中长期看，CDMO 业务和制剂业务的国内外规模化放量，构成公司经营天花板提升的主要驱动变量。考虑到制剂业务的逐步恢复和 CDMO 业务爬坡，我们认为下半年业绩有望维持较快增长。基于这样的考虑，我们上调公司 2020 年盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67、0.84、1.09 元，2020 年 7 月 1 日收盘价对应 2020 年 PE34.5 倍（2021 年 27.3 倍），考虑未来 3 年利润端复合增速有望，保持 30%左右的复合增速，我们维持“推荐”评级。

风险提示：产能投入周期的波动性风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险，CDMO 订单波动性风险。

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。