民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 06 月 10 日

客户观点反馈

部分客户对权益市场保持中性偏多的态度。客户认为在货币宽松的环境下，指数下跌风险不大，但地产政策的严控叠加外部因素的不确定性，市场向上空间依然有限。看好绩优蓝筹股，并认为各细分领域的小蓝筹增速或高于其龙头标的。另外，市场对疫情的担忧尚未解除，关注新老基建、内需及低估值品种。

总量观点

【民生宏观】为什么我们认为下半年CPI大概率由正转负—暨2020年通胀形势展望

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

疫情管制带来的需求减少，是生猪补栏速度超预期原因。今年春节乃至整个2月份期间，各城市实施疫情管制措施，限制运送蔬菜和肉类等生鲜食品的货车进城。这带来了两个结果：1、2月份城市食品供应大幅减少，食品价格超预期上涨；2、是2月乃至3月份禽类和畜类库存积压严重，特别是生猪，由于出栏量大幅下降，生猪超预期补栏，特别是能繁母猪数量明显增长，使生猪供应快速恢复。

生猪存栏是猪价领先指标，猪价或超预期回落。生猪存栏量是猪肉价格领先指标，领先时间大约为六个月，由于春节期间生猪出栏受阻、政策支持生猪养殖、猪瘟疫苗研发成功等因素的利好，生猪快速补栏。从供给端来看，未来猪肉价格或快速回落。

“链式拉式”的统计方法导致下半年猪肉占CPI权重提升，提高猪价回落对通胀影响。由于统计局采用“链式拉式”统计方法，猪肉同比CPI权重由去年同期猪肉开支占总消费比重来确定，猪肉环比CPI权重由上个月猪肉开支占总消费比重来确定。而猪肉开支占总消费比重与猪肉价格和猪肉消费量有关，因此，在猪肉消费量稳定的时期，猪肉CPI权重主要考虑基期猪肉价格变动情况。以此来看，今年下半年，猪肉占CPI的权重将逐渐上升，这会放大猪肉价格大幅回落对CPI的拖累程度。

猪周期进入后半场，预计今年下半年CPI快速滑落至负区间。CPI方面，根据测算，今年下半年由于猪肉价格将快速回落，带动CPI快速下行，受猪价回落的影响，叠加去年同期基数较高，今年下半年CPI可能滑落至负区间。

风险提示：疫情好转超预期、猪瘟二次爆发、财政扩张超预期等。

个股观点

【民生电子】东山精密（002384）公司点评：中报业绩预告超预期，受益消费电子需求复苏

（王芳，分析师 S0100519090004 ，18916064780）

6月8日，公司发布中报业绩预告修正公告：预计归母净利润为5.03亿元至5.63亿元，同比增长25%至40%；扣非后归母净利润为4.33亿元至4.87亿元，同比增长60%-80%。

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】为什么我们认为下半年 CPI 大概率由正转负—暨 2020 年通胀形势展望

【民生电子】东山精密（002384）公司点评：中报业绩预告超预期，受益消费电子需求复苏

【民生医药】成都先导（688222）公司深度研究：DEL 平台赋能的未来创新药企

业绩预告超预期，在手订单充裕。公司在一季报中预计20H1归母净利润同比+10%~+30%，扣非后归母净利润同比+40%~+60%，本次业绩预告相比上次大幅上调。预计20Q2归母净利润为2.95亿元至3.56亿元，同比+45%至75%，扣非后归母净利润2.97亿元至3.51亿元，同比增长71%至102%。公司二季度产能利用率处于高位，在手订单充裕，市场份额持续提升，随着海外复工复产推进，将受益消费电子需求复苏和5G换机周期。

定增获得核准批复，进一步夯实内资PCB龙头地位。1、公司拟定增不超过3.21亿股，募资不超过28.92亿元，用于FPC、Multek PCB技改、无线模块、Multek 5G PCB技改项目，目前定增已取得证监会核准批复。据Prismark，19-24年全球PCB市场整体增速为4.3%。本次定增项目投产后，公司将扩充软板、硬板、5G PCB等产能，升级技术工艺，进一步受益5G基建和服务器高景气趋势。2、FPC规划产能40万平方米/年，建设期2年，达产后营收19.2亿元、净利润1.13亿元；Multek PCB技改项目达产后新增软硬结合板产能9万平方米/年、多层电路板产能7万平方米/年、HDI产能5万平方米/年、整机装配75万台/年，建设期1年，达产后营收12.6亿元、净利润0.93亿元；无线模块规划产能16万个/年，无线点系统产能16万个/年，达产后营收15.2亿元、净利润1.05亿元；Multek 5G PCB技改项目规划产能20万平米/年，建设期1年，达产后营收8.9亿元、净利润7058万元。

FPC用量增长+手机主板升级，受益5G换机趋势。5G手机功能增加叠加零组件升级驱动FPC使用料号提升，安卓手机FPC用量相比IOS手机还有较大空间。安卓系高端手机HDI主板向三阶或者Any-layer HDI升级，单机价值量提升。此外，TWS、watch、AR/VR、汽车电子等对FPC需求较为旺盛。我们认为，公司FPC业务在全球排名第三，随着海外FPC公司份额下降，公司5G新机FPC料号和客户份额将持续增长，受益智能手机HDI升级趋势。

【民生医药】成都先导（688222）公司深度研究：DEL平台赋能的未来创新药企（孙建，分析师 S0100519020002，13641894103）

创新药研发产业链早期的公司：小公司、大空间。以成都先导、维亚生物、药石科技为代表的一批公司的上市，让资本市场对于处于新药研发产业链早期的公司关注度提升，他们在资产属性（往往轻资产的模式）、研发投入（远高于 CXO 的研发费用率）、盈利能力（高净利率）等方面和我们熟悉的 CXO 公司存在较大的差异，但是普遍享受比较高的估值，我们认为一方面因为这些公司的商业模式的可拓展性提供了比较大的天花板提升空间，另一方面这种高净利率水平也让投资者认为他们的壁垒远高于一般的 CXO 公司。作为我们医药创新产业链研究的一部分，我们对此开展了系统化研究。总体，我们认为这个领域是具有“小公司、大空间”特点的细分领域，商业模式存在服务型和产品型两条路径。本篇我们就 DEL 技术相关的成都先导，跟投资者做沟通分享。

DEL：药筛平台，有技术和资源优势的公司优享应用成熟化红利。2019 年 8 月 28 日发布 DEL 的专题报告《从 DEL 看药物筛选平台的商业路径选择》中，我们提出：针对不同的 DEL 平台变现模式，我们认为未来产品变现（自研）和高溢价服务变现（外包）模式可能并行发展。目前 DEL 领域企业形成了两种主要技术变现模式，一种是 GSK 和 Nuevolution 利用 DEL 平台进行创新药自主研发，通过最终药物上市的技术到产品变现模式（已有雏形，还在验证中），另外一种就是像 X-Chem、DiCE Molecules、药明康德和康龙化成等依靠 DEL 平台为创新药研发企业提供高溢价的创新性药物筛选外包服务的技术到服务变现模式（已得到验证）。我们认为未来 DEL 筛选平台甚至整个药物筛选领域将最终形成产品变现和高溢价服务变现并行式发展的经营模式，有技术和资源优势的公司有望率先受益于该技术成熟化的红利。

成都先导：模式拓展，由服务变现到产品变现的延伸。2016-2019 年公司业

绩的高增长主要是在收入快速增长的同时，研发费用率的降低导致，表观上体现了作为研发密集型公司研发效率的体现；从公司的商业模式看，研发投入打造的先导库和自身新药研发平台成为公司商业模式变现的基础。两条路径下，先导库的变现已经通过筛选服务、定制库服务、化合物 IP 转让、筛选方法使用费等业务持续的导流体现，且随着公司研发人员的持续增长，我们认为该业务有望保持持续的快速增长趋势；自身新药研发平台的业绩体现，我们认为类似 Biotech 公司，建议重点关注临床品种的临床推进节奏，目前公司进展最快的品种处于临床 I 期。我们认为，短期先导库延伸来的 CXO 服务依然是公司业绩稳定增长的基础，公司过去几年筛选服务合同定价、定制的客户持续丰富及化合物转让业务均体现了公司竞争力提升的趋势，我们看好该服务业务增长的持续性。

投资建议：我们认为公司 DEL 平台逐步步入成熟期，随着平台在药物发现领域商业化的认可，在化合物筛选及 DEL 库的定制两大主营业务上可能获得更多的订单。DEL 平台的优质药物筛选将对 DEL 库定制服务起到导流的作用，而自有 DEL 库化合物结构信息和筛选方法使用费收入这一 2019 年新增业务也可能随着建库订单的增加导致营收进一步扩增。我们认为由于公司优质的 DEL 筛选能力及全球独家的 DEL 库定制能力，成都先导的营收增速将有望继续保持。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.30、0.41 和 0.52 元，2020 年 6 月 8 日收盘价格对应 PE 为 166 倍，参考可比公司我们给予“中性”评级。

风险提示：公司完全依仗 DEL 技术平台，存在技术商业化不够成熟且技术局限性的风险；DEL 技术开放的商业模式对公司业务拓展存在不利影响的风险；公司净利润依赖政府补贴的风险；海外业务收入比例较高，存在受到中美贸易摩擦影响的风险及公司基于 DEL 技术自主研发的新药项目存在风险。

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。