民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 6 月 8 日

客户观点反馈

客户认为当前 A 股市场态势较好，有望继续震荡回升，结构性行情依然是主要特征，受益于政策利好、业绩和品牌推动等因素，科技板中的 5G、新能源汽车、消费电子等板块仍值得重点关注。美股方面，由于美储放水以及劳动力市场好转，美股已率先反弹，这也对 A 股市场回升有一定推动作用。

总量观点

【民生宏观】探究非农数据的两个问题（解运亮，分析师 执业证号：S0100519040001，18911895931）

非农失业率真的失真吗？

美国劳工局称该错误源于统计人员在调查中将许多“暂时停薪留职（furloughed）”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员这一类别，因此有大批人虽然失业，但并未计入在失业率内。但是，修复的数据显示 5 月失业率仍是较 4 月有所下降，表明劳动力市场确实在改善

为什么失业金人数与非农存在背离？

经济学家们依赖失业金高频人数预测非农失业率。由于财政政策的时滞性，一般都会忽略财政政策效果。5 月持续失业金人数较 4 月高出数百万，导致全部经济学家预测失业率仍会上升。但是，疫情补助法案（PUA）在 4 月生效，大幅扩大失业保险覆盖人群和降低工时等申请标准，可能导致失业金人数过度“膨胀”。过往存量转当前增量可能使得失业金人数低估了经济重启的作用。

结构数据均符合经济重启特征，大量临时工依赖政策持续发力

5 月非农工时、新增就业行业分布等数据均证明了美国经济活动正在重启，薪资增速下滑说明低收入者正在重返就业市场，政策的道德风险并没想象的突出。薪酬保护政策是支撑大量临时工保留工作的主要因素，需要关注政策紧迫感是否会下降以及其带来的影响

风险提示：疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，种族摩擦超预期

公司观点

【祥生医疗】探索便携化、专科化差异竞争的彩超新星- -祥生医疗深度报告（杨侃，分析师 执业证号： S0100516120001，18611567286）

企业：市占率超 4%，处于集中推出新品的快速发展期

祥生医疗在 2018 年全球超声市场份额为 4.47%、国内市场份额为 4.06%，国内厂家超声设备出口排名第三。经过成立初期以黑白超为主、后期启动彩超的自主研发并实现产业化后，现在寻求便携化、专科化的差异化竞争，处于集中推出新品的快速发展期。

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

【民生策略】中观行业观察：地产、汽车 5 月销售同比增长均创两位数

【民生电子】欧菲光（002456）时间点评：增发加码光学。享受行业高景气

【民生环保】维尔利（300190）调研简报：有机固废处置专家，轻资产模式保障可持续增长

行业：中高端超声市场替代进口任重道远，关键在于技术突破

根据 Signify Research 预测数据，2019 年全球超声销售额约 72.7 亿美元，同比增长 6.0%；销售量约 21.4 万台，同比增长 11.1%。中长期来看，我们认为市场化、全球化竞争是医疗器械市场的最终形态，具备较强国际竞争力的企业优势明显。

当前超声设备的技术代差集中于高端机型、具备较大的进口替代空间，提升整体性能为替代进口的关键。因此，关键技术实现突破、核心部件实现自产、主要性能指标达标的国产企业，有较大的发展潜力。

综上，我们认为可以从是否具备全球化竞争力、是否完成关键技术突破两个维度来筛选优质的超声企业，例如迈瑞医疗、开立医疗及祥生医疗等

产品：聚焦小型化、专科化、高端化，探索前沿领域

通过对祥生医疗的产品线梳理，我认为其产品发展有三大趋势：

（1）便携小型化：小型化是超声发展的重点方向之一，当前便携式超声基数低、增速快，且新冠肺炎疫情减轻科室推广的阻力。公司相继推出国内首款平板彩超 SonoTouch、高端笔记本彩超 SonoBook、新兴机型掌上超声 SonoEye，减少了传统超声对用户、场景等的限制；同时与公司原有诊所、医学影像中心等渠道相协同，有望迎来高增长。

（2）专科专用化：推出了 PICC 平板彩超并与 BD 强强联合、互补合作；并试水针对中国妇女的乳腺专用三维超声仪，力争 2020 年国内上市。公司计划进一步拓展产品临床应用范围，由现有的医学诊断、超声介入向术中监控、急救应用等新领域拓展。

（3）品牌高端化：代表产品为 2019 年底推出的 XBit 90，支持高端探头和功能，并载入人工智能（SonoAI），在腹部、产科、浅表、心脏的扫查方面体现出优越的性能；一上市即中标，为未来赶超国际巨头蓄能。

此外，公司还大力发展超声人工智能、云平台、远程诊疗等新兴技术，以加持产品应用性能和提升信息传递效率。

营销：销售能力优异，人均创收/创利处于较高水平

截至 2019 年底，公司销售人员 167 名，占在职员工数量的 27.56%；人均创收和人均创利分别为 221 万元和 63 万元（较 2018 年同期分别提高 18 万元和 4 万元），仅低于迈瑞医疗，高于开立医疗、理邦仪器。我们认为，公司的销售能力优异，在后续产品的推广上将发挥更大的作用。

投资建议：我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.91、2.40、2.93 元，2020 年 6 月 4 日收盘价对应 2020 年 38 倍 PE，低于同为彩超领域企业的估值水平（参考 Wind 一致性预期，迈瑞医疗 2020 年 58 倍 PE、开立医疗 2020 年 67 倍 PE）；结合公司在便携彩超领域的领先地位以及业务增长的可持续性，我们认为公司相对同行企业的估值较低、且具备较大的发展潜力。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：产品研发失败风险、新产品注册风险、产品结构单一风险、贸易摩擦风险、汇率波动风险。

【民生石化】成本优势突出，炼化项目带来盈利新契机- -恒力石化深度报告（孙建，分析师 执业证号：S0100519020002，13641894103）

本报告试图解决：从成本优势角度评估恒力石化的盈利优势

本报告将从成本优势角度去评估该公司，希望对投资者理解石油化工行业及领先公司恒力石化的盈利能力，有更多帮助。恒力石化的成本优势主要体现在规模优势带来的成本下降。

公司逻辑：规模优势显著，成本优势突出

公司规模和一体化优势降低成本。炼化项目投产以后，公司产品单位吨成本显著降低。2019 年 PTA 单位吨成本为 3134 元，较 2018 年下降 995 元；涤纶长丝单位吨成本为 7347 元，较 2018 年下降 184 元。

产能扩张带来新的业绩增长点。炼化项目丰富了公司的产业链，公司开始具备 450 万吨 PX 产能和 150 万吨乙烯产能。此外，项目完全投产后，公司聚酯产品产能将突破 400 万吨，PTA 产能达到 1160 万吨。

行业逻辑：2020-2022 年化纤产业链利润将向下游转移

2020-2022 年 PX 产能利用率总体下滑。2019 年我国 PX 产能为 2053 万吨，表观消费量为 2771 万吨。若 2020-2022 年的表观消费量增速是 2014-2018 年表观消费量的平均增速 9%，且 PX 进出口净额与 2019 年相同为 1494 万吨，则 2020-2022 年的产能利用率分别为 56%、53%和 50%，总体上 PX 将产能过剩，利好下游 PTA、涤纶长丝等产品。

2020-2022 年 PTA 产能利用率总体下滑。未来三年我国新增产能分别为 1270 万吨、1220 万吨和 1560 万吨。2018 年 PTA 表观消费量为 4034 万吨，假定 2020-2022 年增速是 2014-2018 年的平均增速 7%，且此三年的 PX 进出口净额与 2019 年相同为 26 万吨，则 2020-2022 年 PTA 产能利用率分别为 55%、52%和 49%。但由于 2020 年部分 PTA 装置因故停产，加快 PTA 产能方面的布局仍可以在短期内享受红利。

2020-2022 涤纶长丝产能利用率上升，利好相关石化企业。2019 年国内涤纶长丝的产能为 4134 万吨，表观消费量为 3509 万吨，2020-2022 年涤纶长丝产能增加量分别为 212.5 万吨、192.5 万吨和 125 万吨。2017-2019 年涤纶长丝表观消费量平均增速为 14%，受宏观条件影响，假设 2020 年、2021 年和 2022 年涤纶长丝的表观消费量增长率为 10%，则未来三年涤纶长丝的产能利用率分别为 89%、92%和 100%，利好相关产业。

盈利能力预测与投资建议

2019 年 5 月炼化项目投产以后，公司化工品和 PTA 毛利占比分别为 35%和 31%，成为公司重要的营收来源。

由于油价大幅下跌，我们假设 2020-2022 年成品油和化工品平均售价增长率为-25%、10%和 10%，PTA 和聚酯产品平均售价增长率为-20%、10%和 10%，

基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.81、2.23 和 2.66 元，对应 PE 分别为 8.0 倍，6.5 倍，5.4 倍，参考可比公司估值平均估值为平均估值为 14.4 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：产品价格下跌风险、产能投放进度拖后

● 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，英国南安普顿大学经济学学士，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。