民生证券研究院
会议纪要/晨会

晨会纪要

客户观点反馈

经济、企业盈利从底部开始爬坡，数据短期空窗期，QFII 额度限额取消，一定程度上缓解了客户对外资流入的担忧， 结合一季报，会重点挑选业绩与估值相匹配的公司，关注现金流稳定、业绩稳定、高分红、外资重仓的核心资产机会和新旧基建、气车智能化的龙头公司。

总量观点

【民生宏观】基础设施REITs的六个问题——REITs专题研究（分析师：解运亮，S0100519040001，18911895931）

近日，证监会与国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。REITs 能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。同时，REITs 作为中等收益、中等风险的金融工具，具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点，有利于丰富资本市场投资品种，拓宽社会资本投资渠道。

一、为什么在这个时候推行基础设施 REITs？

解决地方财力困难，提高基建投资效率是基础设施 REITs 推出的原因之一。今年一季度以来，受疫情冲击，地方政府财税收入大幅下降，但其依旧承担补助中小企业和困难居民户的任务，财政开支压力较大。另一方面，根据政治局会议所传达出来的精神，预计未来财政政策将进一步发力，基建投资增速有提高空间。这就对地方财力造成挑战。推出基础设施 REITs，可在一定程度上将资金引入到基建行业，并盘活政府资本存量。

推出基础设施 REITs 能在一定程度上满足控杠杆要求。今年一季度，宏观杠杆率再次大幅上升，从去年年底的 245.4%上升至 259.3%，创历史新高，其中非金融企业部门宏观杠杆率上升最快，政府部门和居民部门也均有所上升。央行行长易纲在论文《再论中国金融资产结构及政策含义》中明确提出：要稳住宏观杠杆率。综合考虑经济增长对债务融资的需求，以及防范杠杆过快上升可能导致的风险，保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择。文章建议要发展好直接融资尤其是股权融资，减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。因此，推行基础设施 REITs，属于拓宽直接融资的渠道，能在一定程度上缓解宏观杠杆率过快攀升的问题。

二、为什么采用权益型而非抵押型 REITs？

根据投资形式的不同，REITs 通常可被分为权益型和抵押型。权益型 REITs 投资于房地产并拥有所有权，权益型 REITs 越来越多的开始从事房地产经营活动，如租赁和客户服务等，但是 REITs 与传统房地产公司的主要区别在于，REITs 主要目的是作为投资组合的一部分对房地产进行运营，而不是开发后进行转售。抵押型 REITs 是投资房地产抵押贷款或房地产抵押支持证券，其收益主要来源是房地产贷款的利息，抵押型通常有很强的加杠杆的行为。

对我国而言，发展 REITs 的目的是为了拓宽直接融资渠道，降低宏观杠杆率，抵押型 REITs 由于可能会造成一定程度的加杠杆行为，且其对监管要求更高，相比之下，权益型 REITs 更适合我国当前的国情，在一定程度上可以作为一种股本金

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】基础设施 REITs 的六个问题——REITs 专题研究

【民生电子】大族激光（002008）公司年报、一季报点评：疫情拖累一季度业绩，长期向好趋势不变

【民生建材】2019 年报、2020 一季报总结：受益地产韧性和基建回暖，建材景气度高

【民生策略】新 QE 将再次带来新兴市场资本流入，人民币资产吸引力凸显

来看待。

三、为什么是契约型而非公司型 REITs？

根据组织形式，REITs 可分为公司型以及契约型两种。公司型 REITs 以《公司法》为依据，通过发行 REITs 股份所筹集起来的资金用于投资房地产资产，REITs 具有独立的法人资格，自主进行基金的运作，面向不特定的广大投资者筹集基金份额，REITs 股份的持有人最终成为公司的股东。契约型 REITs 则以信托契约成立为依据，通过发行受益凭证筹集资金而投资于房地产资产。契约型 REITs 本身并非独立法人，仅仅属于一种资产，由基金管理公司发起设立，其中基金管理人作为受托人接受委托对房地产进行投资。

本次 REITs 采用公募基金+ABS 结构，在某种程度上可以看做是契约型 REITs。之所以不采用公司型，其中一个原因在于中国缺乏税收制度上的优惠。而契约型 REITs 在香港已经有一段发展历程，为大陆积累了一定经验。而公募基金+ABS 的发展模式，一方面提高了进入门槛，但也使参与者专业化程度较高，降低了操作风险。另一方面过去几年国内 ABS 供需两旺，发展势头较好，可以在一定程度上给 REITs 的发展提供一些参考经验。

四、基础设施 REITs 更适合什么机构？

险资和养老金有望受益。由于基建起始投资高、项目周期长，传统的基建类投资项目往往存在期限错配问题。相比之下，险资和养老金机构是最适合基建类项目的，因为久期较为匹配。另一方面，在低利率的背景下，险资和养老金机构风险偏好抬升，投资股性更强的 REITs 能为其带来更高回报。另一方面，从目前的趋势来看， REITs 更偏永续型资产，没有具体到期日，可以随时增发。对于持有人来说，可以自由转手买卖，流动性较好。这就可以在很大程度上盘活整个不动产的流动性。对于险资和养老金来说，持有 REITs 也可以增加其对不动产投资的切入点。

五、基础设施 REITs 的增长空间？

REITs 增长空间极为广阔。当前来看，国内基础设施预估规模为上百万亿元，根据 IMF 估算，2017 年我国广义政府资本存量为 123.7 万亿元。假如其中一小部分以 REITs 的方式盘活，将有很大的投资空间。未来来看，除了基础设施 REITs 之外，房地产 REITs 也有可能成为新的投资品种，我国房地产市场规模庞大，且城镇化尚未结束，一二线城市人口流入趋势依旧存在，房地产市场仍有很大投资空间。如果房地产 REITs 也能推出，将会使盘活整个房地产行业的存量资本。

六、基础设施 REITs 重点支持范围？

经济重镇和短板行业受到重点支持。根据文件内容，区域方面，优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，这些区域要么是我国经济重镇，要么承担改革开放的重要使命。行业方面，优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目，鼓励信息网络等新型基础设施。值得注意的是，过去 PPP 项目，很多也是城镇污水垃圾处理、固废危废处理等项目。基础设施 REITs 可以和 PPP 形成一定程度的互补。

风险提示：项目收益较差、地方财力较弱导致产品增信较为困难、类明股实债问题等。

【民生策略】新 QE 将再次带来新兴市场资本流入，人民币资产吸引力凸显（杨柳，分析师：S0100517050002，18510626525）

历史上发达国家量化宽松阶段往往带来新兴市场持续的资本流入

受益于QE带来的资金流入，金融危机后新兴市场股市普遍上涨。金融危机后美国、欧盟、日本在低利率的基础上普遍采取了量化宽松政策以重振经济，宏观流动性非常宽松，资金持续流入新兴市场，推动资产价格上涨。印尼、韩国、俄罗斯和泰国都出现了外资净流入和股指的双升，但当时中国资本项目尚未完全开放，A

股涨幅要落后于其它新兴市场。

本轮发达国家央行扩表速度与规模空前，有望再次带来新兴市场资本大幅流入

高息差和高资产弹性，新兴市场有望获得国际资本大幅流入。本轮危机发达国家政策刺激力度要大于金融危机时期，一般宽松政策退出要晚于经济底30个月，量化宽松政策的退出时滞要更长，这意味着宽松流动性环境会长时间存在。流动性宽松会使得新兴市场资产吸引力较大，新兴市场资产受益于相比发达市场更高的息差和弹性，会吸引资金持续流入，目前资金流出新兴市场状况已经开始大幅改善。

当前人民币资产在新兴市场中的投资价值凸显

人民币资产在增速和稳定性优于其他新兴市场。人民币资产相对优势体现在：中国债券收益率处于新兴市场国家中间水平，但波动性最小；权益资产方面，A股估值也要低于主要新兴市场国家。

中国对外开放程度提高为外资流入提供便利。本次危机中中国金融市场的对外开放程度已经大幅提高，国际资本流入的制度性障碍被大幅扫清。中长期的视角来看，中国本轮政策刺激相对比较克制，这更有利于危机后经济可持续增长和人民币资产质量，进而吸引长期资金而非热钱的流入。

目前A股中哪些资产对外资更具吸引力

关注银行、家电、交运和非银。我们认为满足以下三个条件的个股有望受益于外资回流：①疫情期间持仓回落，当前有较充足的加仓空间；②疫情期间估值回落，且当前估值处于较低水平；③景气度有改善预期。满足疫情期间遭减持、PB低于历史70%分位数的外资重仓股个股集中于银行、家电、交运和非银行业。以上行业还存在基本面改善预期。国内经济复苏叠加政策引导存款利率市场化改革，银行净息差收窄压力边际释缓。竣工增速回升支撑地产后周期消费。资本市场改革加速利好券商，疫情影响出清保险和交运复苏。

风险提示：海外疫情持续时间超预期，疫情后国际政治环境转向逆全球化。

● 行业观点

【民生建材】2019年报、2020一季报总结：受益地产韧性和基建回暖，建材景气度高（杨侃，分析师：S0100516120001，0755-22662010）

错峰限产推动水泥自2015年进入新一轮景气周期。

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24.8亿吨出现在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，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，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。

玻璃自15年以来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），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2019年业绩增长持续，2020Q1业绩受疫情影响下滑较大

建材板块2019年营收和净利润继续保持增长，其中营收6019亿，同比增长15%，净

利润701亿，同比增长17%。2019年板块ROE为17%（同比下滑1个百分点），毛利率为30%（同比持平）。2019年的资产负债率为49%，相对2018年的44%，上升了4个百分点。

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为49%，相对2019Q1的42%，上升了7个百分点。

投资建议

展望2020Q2，房地产回暖和疫情后基建发力将成为建材板块最大的业绩催化因素，结合估值水平及业绩增速，水泥板块建议关注海螺水泥，华新水泥，上峰水泥，祁连山，青松建化，天山股份，；玻璃建议关注旗滨集团等；其他建材建议关注东方雨虹，科顺股份，坚朗五金，蒙娜丽莎，东宏股份等。

风险提示：地产开工数据下滑，基建增速下滑。

- **个股观点**

【民生电子】大族激光（002008）公司年报、一季报点评：疫情拖累一季度业绩，长期向好趋势不变（王芳，分析师：S0100519090004，18916064780）

一、事件概述

公司发布2020年第一季度报告和2019年年报。

二、分析与判断

一季度受疫情影响导致开工不足，拖累业绩

2020Q1公司实现营收15.10亿元，同比-28.96%，实现净利润1.02亿元，同比-35.82%，实现归母净利润1.07亿元，同比-33.25%，实现扣非归母净利润0.63亿元，同比-55.69%。报告期毛利率39.48%，相比去年同期提高2.16pct，净利润6.76%，相比去年同期略减少0.73pct。2020Q1公司营收和业绩同比双双下滑主要因新冠疫情影响开工不足，发货减少所致。

2019年全年业绩稳健增长，关闭亏损工厂持续改善经营状况

2019年全年实现营收95.63亿元，同比-28.96%，实现净利润6.16亿元，同比-64.29%，实现归母净利润6.42亿元，同比-62.63%，实现扣非归母净利润4.62亿元，同比-68.21%。全年毛利率34.02%，相比去年同期减少3.46pct，净利率6.44%，相比去年同期-9.2pct 。2019年业绩下滑主要因A客户设备创新乏力带来设备需求量减小。与2018年相比，2019年因汇兑损失增加1亿元财务费用、因计提坏账增加1.15亿元信用减值及资产减值费用、因处置深圳市明信测试设备有限公司及Prima的部分股权带来1.87亿元收益。

5G大趋势不变，看好公司长期发展

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有望走出2019年低谷，迎来增长。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。2020年虽疫情带来下游不确定性，但我们认为5G大趋势不变，公司向好趋势不变。

三、投资建议

我们预测公司20/21/22年EPS分别为0.99/1.57/1.79元（原预测20/21年EPS为1.46/1.74元，下调主要因疫情带来下游需求的不确定性），选取华工科技（激光设备商）、锐科激光（激光器供应商）、汇川技术（大陆工控龙头）及苹果核心供应商立讯精密、鹏鼎控股和韦尔股份做可比公司，参考可比公司2020年45倍P/E，

维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情持续发酵的影响、苹果业务可能不及预期、公司其他业务可能不及预期、国际局势动荡带来公司业绩可能不及预期。

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。