民生证券研究院

研究周观点

民生研究周观点

研究周观点 2020 年 4 月 13 日

民生宏观策略周观点

1. 信贷全面回升，企业信贷增长最为明显。3 月新增贷款创历年同期最高。3 月新增人民币贷款 2.85 万亿，大幅高于市场预期的 1.8 万亿，同比多增 1.16 万亿。这是继今年 1 月份新增贷款创历年同期 最高之后，又一次单月增量创历年同期最高。一季度合计新增 7.10 万亿，同比多增 1.29 万亿，也 是历年同期最高。结构上全线回升，新增居民短期贷款 5144 亿，同比多增 850 亿；新增居民中长 期贷款 4738 亿，同比多增 133 亿。新增企业短期贷款 8752 亿，同比多增 5651 亿；新增企业中长期 贷款 9643 亿，同比多增 3070 亿；新增票据融资 2075 亿，同比多增 1097 亿。

2. 3 月新增社融创历史最高。3 月新增社融 5.16 万亿，同比多增 2.20 万亿，打破了今年 1 月份刚刚创下 的历史最高纪录，成为新的历史最高。一季度合计新增 11.08 万亿，同比多 2.47 万亿。结构上也是 全线回升，新增本外币贷款 3.15 万亿，同比多 1.19 万亿；新增表外融资（委托贷款+信托贷款+未 贴现票据）2208 亿，同比多增 1385 亿；企业债券净融资 9953 亿，同比多 6407 亿，也创下历史最高 ；政府债券净融资 6363 亿，同比多 2951 亿。

3. 3 月份信用债发行创历史新高，继续维持前两月的态势。其中大部分都是 AAA 评级的主体所发行 。分产业看，建筑、公共事业、交运等于基建相关的行业发行量较大，一定程度反映出基建发力的可能。

4. 存款基准利率下调可能没那么快。未来几个月，在疫情造成的需求收缩影响下，通胀将持续处于 下行通道，不再是制约货币宽松的因素。对于市场普遍关注的存款基准利率，日前中央发文提到 ，要稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，这意味着利率市场化的既定方针不变。

我们策略团队认为：市场短期可能仍有反复，中长期看 A 股已进入重要择时区域核心观点：疫情对经济和风险偏好的抑制可能导致市场短期仍有反复。但沪指 2600 点附近有较强支撑，市场 下行空间不大。中长期视角看，A 股目前已经处于重要择时区域，建议长线资金积极把握当前极佳的择时买 点。

本周市场小幅反弹后持续震荡整理，A 股表现明显弱于美股。一方面，海外市场是从暴跌后反弹，类似于 A 股 2 月份从疫情的恐惧中缓解，而 A 股前期由于疫情的下跌幅度远远小于海外市场，而且国内的货币财政刺激相 对克制，因此反弹相对乏力。另一方面，市场依然担忧疫情的反复及对经济的影响，美国新增病例在 4 月 5 日出 现回落后又小幅走高，且疫情对海外需求的影响可能在二季度才会全面体现。此外，4 月 7 日跳空高开后沪指留 下缺口，技术层面来看近期股市也有回落补缺口的动力。

短期市场可能仍有反复但下行空间不大。①以美国为代表的海外疫情虽然出现反复，但 4 月 11 日美国新增 病例再次回落，后续大概率不会超过 3.6 万人的高点，欧美的疫情底部已经出现。②市场当前普遍担忧 A 股二季 度业绩是否会受海外疫情拖累。这一不确定性消除需要等待两个信号，一是 4 月末时部分中小创企业会随一季报 披露中报预告，二是欧美开始大规模复工。上述信号可能会在 4 月下旬出现，届时科技股可能会走出低谷，在此 之前市场可能还会出现反复。③技术层面来看，沪指有回补缺口及获利盘兑现的压力，市场可能仍有反复，但 在 2600 点附近有强支撑，短期市场反复但下行空间有限。

民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： 010-85127892

邮箱： taoyigong@mszq.com

本周重点研究报告

1. 【民生食品饮料】民生食品饮料行业动态报告：20Q1 伊利延续空中投放下滑策略，两强均强化基础白奶
2. 【民生银行】行业动态报告:社融再创新高，存款降息等待东风
3. 【民生策略】危机概率降低，从债市向股市倾斜——大类资产模拟组合投研笔记（二）
4. 【民生策略】疫情下供给收缩需求刚性的涨价品种
5. 【民生策略】A 股择时全因素分析 0407
6. 【民生家电】长期空间不改，估值修复可期——厨电行业深度报告

中长期看当前是重要择时买入时点。中长期来看，估值底、流动性底、政策底、疫情底均已出现，虽然二 季度盈利可能不会出现大幅反弹，但经济最差的时候已经过去。A股极具中长期配置价值，建议长线资金把握左 侧布局良机逐步加仓。

北上资金流入规模较上周小幅提升。北上资金逐渐回流A股，加仓规模较高的个股是贵州茅台、五 粮液、海天味业等，减仓规模较高的个股是宁德时代、中兴通讯、格力电器等。

本周产业资本净减持规模仍低于2019年至今周均净减持规模72亿元。减持规模较高的个股是中兴 通讯、京东方A。

- **行业点评**

【民生食品饮料】：20Q1伊利延续空中投放下滑策略，两强均强化基础白奶

2020Q1蒙牛、光明电视广告（硬广）投放量同比大增，伊利同比下滑

2020Q1伊利电视广告投放次数/总时长分别为3.54万次/150.42小时，同比分别-34.84%/-33.78%。总体预测2020年伊利空中费用投放收缩趋势明显，预计地推等直接促销所占比重将有所上升。蒙牛广告投放总次数/总时长分别为2.38万次/175.29小时，同比+125.96%/+173.09%，同比出现大幅上升。光明广告投放总次数/总时长分别为0.31万次/9.53小时，同比+27.54%/+56.31%，同比出现大幅上升，但小于蒙牛同比上升幅度。2020Q1伊利的硬广投放更加追求投放效率；蒙牛加大对伊利的追赶力度，大幅提高电视广告投放强度；光明空中费用投放同比上行显示公司扩张态势。

伊利大部分区域投放下滑、蒙牛则全面加强，光明补强华中、央视投放

伊利广告投放力度在东北地区出现大幅增长（去年基数较低，对比意义相对较小），华北、华中、西南地区小幅下滑，其他地区同比大幅下滑。伊利的广告策略是保持强势地区的广告投放影响力，削减其他地区的广告投入。蒙牛受益于今年广告投放力度的整体加强，Q1在除央视以外区域投放力度均大幅上升。光明电视广告投放力度在华中、全国（央视）同比大幅增长，华东地区小幅上升，由此可见增加华中市场和全国影响力是光明近期主要策略。

2020Q1伊利、蒙牛加大基础白奶广告投放力度，光明加强低温白奶

伊利广告投放的重点品种是白奶、酸奶，两者合计占比为83.06%。核心单品品种是金典+安慕希，基础白奶占比有所提高。金典+安慕希组合占比超过90%，核心地位稳固。2020Q1伊利基础白奶广告投入同比+7.43%。

蒙牛广告投放重点是白奶和酸奶，两者占比合计76.82%。核心单品是特仑苏、纯甄、基础白奶，特仑苏核心地位稳固。特仑苏+纯甄组合占比为87.25%。2020Q1蒙牛坚持特仑苏核心地位，并加强了基础白奶的投放。在疫情大背景下，伊利、蒙牛选择在严守高端核心单品的同时，均加大基础白奶广告投放策略。上述策略选择显示在高端产品增长受疫情影响较大的同时，两强均寄希望于放大低端产品对整体收入的拉动作用。

光明广告投放重点是酸奶、白奶、系列奶，白奶+酸奶占比67.86%。核心单品是莫斯利安、优倍、致优，优倍投入增长较快，三者合计占比接近100%。光明由于在上海市场的区域优势，低温奶在生产和配送上具备更强的竞争力，因此光明在紧守莫斯利安单品的同时，大幅增加对优倍等低温白奶的支持力度，并与两强形成差异竞争。

投资建议

20Q1伊利空中费用投放延续19H2以来的收缩战略，预计费用将部分转入地推以维持收入增长；光明乳业加强低温奶推广力度并坚持差异化竞争。维持伊利股份、光明乳业的“推荐”评级。

- **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。

2020 年 4 月组合精选重点财务数据

名称	行业	EPS18A	19E	20E	PE18A	19E	20E	周涨跌幅
宁德时代	电力设备及新能源	1.54	1.99	2.48	78	60	49	-4.2%
立讯精密	电子	0.51	0.89	1.32	75	42.9	29	-5.6%
东珠生态	环保公用	1.02	1.24	1.59	16	16	12	6.1%
晋亿实业	机械	0.22	0.35	0.47	27.02	17.31	12.89	1.4%
老板电器	家电	1.55	1.67	1.87	13.0	16.9	15.1	0.3%
海螺水泥	建材	5.6	6.3	6.9	5.2	8.8	8.1	5.8%
牧原股份	农林牧渔	0.25	2.77	8.51	458	41	13	2.8%
欧派家居	轻工制造	3.74	4.42	5.23	21	21	18	0.3%
洋河股份	食品饮料	5.38	4.87	5.40	15	17	15	8.0%
普洛药业	医药生物	0.31	0.47	0.61	24	28	32	0.3%

资料来源：WIND，民生证券研究院（周涨跌幅区间为 4 月 6 日-4 月 10 日）。

一、行业周观点汇总

1、计算机行业观点：政策利好不断释放，主推新基建、信创和医疗 IT 三条主线

整体观点：我们持续看好新基建、信创和医疗 IT 三条投资主线。1）新基建作为扩大内需、提升企业复工效率、推动经济数字化转型的关键，自三月份政治局会议提出以来，相关政策持续落地，产业有望加速发展。建议关注 5G 相关基础设施，服务器：浪潮信息、中科曙光；IDC：宝信软件；网络可视化：中新赛克、恒为科技、迪普科技。关注 5G 下游行业应用，云计算：用友网络、金山办公、石基信息、广联达；智能驾驶：中科创达、千方科技、四维图新；超高清视频：当虹科技、淳中科技；关注工业互联网：东方国信。2）工信部表态将实施国家软件重大工程，华为鲲鹏计算产业快速发展，信创领域的研发和落地有望加速，国产替代空间巨大。建议关注：中国软件、中国长城、太极股份、诚迈科技、东方通。3）医疗 IT 在政策催化下，行业景气度有望延续，同时，疫情带来行业建设增量，互联网医院、公共卫生平台的补充建设将给行业需求端带来提振。建议关注：卫宁健康、创业慧康、久远银海。

2、有色行业观点：持续推荐贵金属和钴锂

（1）相关性：从黄金股与 COMEX 黄金的相关性来看，山东黄金、银泰黄金相关性最高，赤峰黄金、紫金矿业、盛达资源与金价相关性不断增强。（2）估值：对比历史估值的中位数，当前山东黄金、恒邦股份估值偏高，随着金价同比继续提升（2020.1-4 国内黄金均价 359 元/g，同比提升超 40g），黄金股估值将大幅下降。持续推荐山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、紫金矿业。

3、教育行业观点：好未来轻课风波有限，继续看好职教+培训

本周关注好未来轻课事件和各省市错峰开学时间陆续公布。好未来轻课事件属员工个人行为，且问题出在 B 端业务中，而好未来是以 C 端业务为主，C 端数据可被追踪且造假难度较高。因此从轻课营收占比、内控流程、事情结果处理看，公司治理相对完善，内审制度完备。考虑本次事件发生以后，公司会进一步加强对各业务部的监管。因此，我们认为本次事件属偶然性事件，对公司基本面影响有限。各省市错峰开学时间已出台，合肥市发布公告称 5 月 6 日后或将恢复线下校外培训，可见正常教学秩序在逐步恢复。

教育板块我们建议关注两大主线，1）职业教育、2）K12 教育培训；职业教育：毕业生人数的上升叠加黑天鹅事件，导致就业进一步严峻。国家出台政策将就业需求往国企、事业单位和基础岗位上倾斜，预计后续选择考公、考事业单位、考研、考师的毕业生人数将进一步上升，为提升自身就业能力，选择参与专业机构培训的学生人数和参培率有望同步提升。因此，我们看好业内公司受益行业需求增长；K12 教育培训：疫情导致线下教育业务停滞时间或将超过 3 月，无法触网的小微型教育机构将因成本仍需支付但缺少收入来源导致陆续关闭。一方面，行业供给端进入出清阶段，头部机构凭借充足的资金储备、线上课程的快速转化，可继续吸引和服务学生。另一方面，面对中高考的指挥棒，K12 教培需求不因疫情而有所下降。此外，考虑在线教育持续受益政策利好，龙头培训公司存在资金、品牌优势。因此，我们看好行业供给格局往头部集中，看好头部对维护和吸引学生的能力。职教板块推荐中公教育；K12 教培板块推

荐立思辰，建议关注昂立教育、新东方在线（HK）；其他推荐佳发教育，建议关注新开普、三爱富、中教控股（HK）、希望教育（HK）。

4、军工行业观点：VT-4 坦克再次出口，武器外贸市场持续发展

短期观点：周内，前期持续调整的军工板块涨幅达 4.63%，超跌反弹的华讯方舟涨幅最大，其次北斗卫星领域的中国卫通、华力创通以及飞机制造领域的爱乐达、中航沈飞涨幅较好。从本周起军工板块开始陆续披露 2020 年一季度预告，其中核心资产一季报延续稳定增长，高德红外（+1909-2579%）、景嘉微（+6.9%-31%）、光威复材（+0-10%）、中简科技（+10-25%）、中航电测（+0-20%）、爱乐达（+8-15%），短期我们认为可以持续关注业绩超预期个股。

长期观点：我们认为军工板块中长期有望获得超额收益，坚定看好“成长+改革”逻辑：成长方面，①2019 年我国军费预算增速为 7.5%，且近年来增速保持稳定；②《新时代的中国国防》披露，2017 年我国装备费占军费的比例上升至 41.1%，武器装备采购投入增加；③从已披露的部分军工上市公司业绩情况看，军工行业业绩保持稳定增长，行业基本面持续向好。改革方面，①央企混改不断推动，目前南北船战略性重组已经完成，未来军工资产证券化率有望持续提升；②国务院颁布最新的央企上市公司股权激励政策，后续相关公司股权激励计划值得期待；③军品定价机制改革落地有望改善行业生产效率。

5、交通运输/餐饮旅游行业观点：加码海南免税布局，国旅竞争优势延续

重申社服和交运板块主要以完成估值修复为主，在该阶段有政策驱动+内需驱动的个股将有相对收益。推荐：（1）快递：需求端受疫情影响较小，推荐业务量逆势增长的顺丰控股，供应链业务中长期有望为其带来第二增长曲线；（2）景区：推荐游客结构以省内为主，且具备外延扩张逻辑的峨眉山 A、天目湖、宋城演艺；（3）免税：行业中长期逻辑未变，政策放松预期强烈，推荐估值处于底部区域的免税龙头公司、上海机场。

6、医药行业观点：API 普涨，强调前向一体化和洼地红利主逻辑

上周医药板块上涨 4.18%，跑赢沪深 300 指数 2.67 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 4 名。2020 年初以来，医药板块上涨 13.55%，跑赢沪深 300 指数 21.54pct，位列所有行业涨幅第 2 位，显示在大盘震荡过程中的刚性。根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均实现了不同程度的上涨，其中化学原料药、医疗服务板块涨幅较多，分别为 6.79%、6.58%；化学制剂、生物医药、中成药、医疗器械、医药流通板块都有实现 3%-4%的涨幅，中药饮片涨幅最小仅 1.92%。考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.4.7-2020.4.10）整体呈现上涨趋势，其中特色原料药涨幅高达 11.32%，仿制药、创新药、医疗服务实现 6%-7%的涨幅。基于近期 API 主要供应区域印度封国、WHO 清单、G20 峰会点名，特色原料药板块普涨，其中美诺华（+25.42%）、奥翔药业（+15.81%）和海正药业（+15.63%）涨幅较高。我们认为板块未来 5 年持续高景气，核心逻辑并非价格周期、产能转移周期，我们认为核心逻辑是：从制造业的本质看 ROE 持续提升，强调我们提出的“前向一体化”和“洼地红利”主逻辑。我们推荐关注“枢纽性”和内需驱动型板块，枢纽性领域包括内需进口替代、对外体现全球竞争力的细分领域（创新药、中高端医疗设备、特色原料药、

医药外包等）、内需驱动型（血制品、疫苗等生物制品）板块的投资机会。

二、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

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

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。