新时代证券-研究所晨报（20210406）

● 总量研究

策略研究：经济分歧是好的买点

利率上行是 2 月以来市场的主要担心，近期随着国内利率稳步下行，股市迎来了反弹，部分投资者反而开始担心经济，特别是社融拐点的出现。我们认为，由于企业盈利情况很好，利率上行速度可控，这一次社融拐点只会导致经济分歧，而很难马上导致经济拐点。历史上，每一轮经济改善，都会出现多次经济分歧，事后来看，经济分歧都是很好的买点。

宏观研究：拜登财政政策的三层逻辑

可以从三层逻辑来理解拜登政府的财政政策，这三层逻辑层层递进，分别是：短期来看财政政策刺激经济，中期来看征税未必严重抑制经济，长期来看拜登经济学提升潜在经济增速。

● 公司研究

中芯国际：2020 业绩符合预期，未来继续受益于国产替代与行业高景气

事件：公司发布 2020 年报。2020 年实现营收 274.7 亿元，同比增长 24.8%；归母净利润 43.3 亿元，同比增长 141.5%；扣非归母净利润 16.97 亿元，扭亏为盈。2020Q4 单季度实现营收 66.71 亿元，归母净利润 12.52 亿元，分别同比增长 10.3%、93.5%。

主要系受益于晶圆代工产能紧张，成熟制程需求增加，公司晶圆销量增加及平均售价上升共同影响（约当 8 英寸晶圆销量增加 13.3%，均价由上年 4269 元增至本年 4733 元）而导致的收入增加、政府项目资金增加、投资联营企业和金融资产取得的投资收益增加。

同时公司在年报中给出指引：2021 年公司计划上半年收入目标约 139 亿元；全年毛利率目标为 10%-20%中部。

盈利预测、估值与评级：公司系大陆晶圆代工龙头，先进制程稳步推进，成熟制程方面，下游需求强劲，目前公司产能利用率达到高位，公司将于国产替代加速、行业持续高景气、资本与政策多因素共振下深度受益，预计公司 2021-2023 年的营业收入为 299.7/335.7/386 亿元，归母净利润分别为 28.10/36.46/46.57 亿元，EPS 分别为 0.36/0.46/0.59 元/股，4 月 1 日收盘价对应 PE 为 157/121/95 倍，维持“**强烈推荐**”评级。

福达股份：进军新能源汽车市场，产品、客户结构持续优化

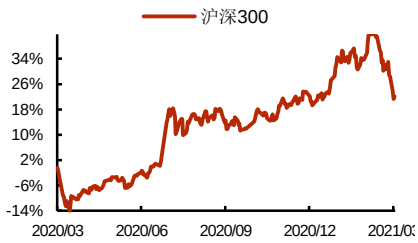
事件：2020 年营收 17.70 亿元（+16.87%），净利 2.01 亿元（+50.47%）；进军新能源汽车市场，产品、客户结构持续优化；与德国阿尔芬合资进军大型曲轴，市场开发成绩优异；商用车稳增，豪华车、非道路是未来增长亮点。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.45/3.21/4.37 亿元，增速分别为 22.1%/31.0%/36.3%；EPS 分别为

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
食品饮料	4.04%	公用事业	-1.88%
休闲服务	2.89%	钢铁	-1.74%
电子	2.63%	银行	-1.13%
农林牧渔	1.39%	采掘	-0.98%
汽车	1.10%	建筑装饰	-0.56%

相关报告

《进军新能源汽车市场，产品、客户结构持续优化》2021-04-01

《2020 业绩符合预期，未来继续受益于国产替代与行业高景气》2021-04-02

《拜登财政政策的三层逻辑》2021-04-04

《经济分歧是好的买点》2021-04-05

0.41/0.54/0.74 元，对应市盈率分别为 15.4/11.7/8.6 倍。公司竞争优势明显、份额提升可期，拓展豪华乘用车及“脖子”的大型曲轴业务打开更大成长空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

内容目录

1、 总量研究 4
1.1、 策略研究：经济分歧是好的买点 4
1.2、 宏观研究：拜登财政政策的三层逻辑 4
2、 公司研究 5
2.1、 中芯国际：2020 业绩符合预期，未来继续受益于国产替代与行业高景气 5
2.2、 福达股份：进军新能源汽车市场，产品、客户结构持续优化 6

1、 总量研究

1.1、 策略研究：经济分歧是好的买点

利率上行是 2 月以来市场的主要担心，近期随着国内利率稳步下行，股市迎来了反弹，部分投资者反而开始担心经济，特别是社融拐点的出现。我们认为，由于企业盈利情况很好，利率上行速度可控，这一次社融拐点只会导致经济分歧，而很难马上导致经济拐点。历史上，每一轮经济改善，都会出现多次经济分歧，事后来看，经济分歧都是很好的买点。

（1）经济分歧已经取代利率成为当下投资者主要的担心。利率上行是 2 月以来投资者主要的担心，近期随着国内利率稳步下行，股市迎来了反弹。随着而来的困惑在于，近期的反弹能否持续？背后最核心的变量是经济和盈利，目前宏观领域的主流判断是，由于社融拐点已经出现，所以 2021 年上半年的某个时候大概率就是经济的最高点（已经剔除了基数的影响）。如果这一判断成立，2 月中的股市高点，在季度和年度都是很难突破的。

我们认为，这一判断有很大的问题。最大的问题在于单个数据的拐点是非常不稳定的，以社融为例，可以观察三个指标，社融当季同比、社融规模存量同比、社融 12 个月滚动同比，能够看到不同指标之间拐点会有很大的偏差。这三个变量中，最不稳定的是社融当季同比。而从数据上来看，真正已经产生拐点的社融，恰恰是最不稳定的当季同比，而更具代表性的社融存量同比和 12 个月滚动同比均表现为较慢的下行。

较慢的社融下行对经济是不会产生太大伤害的，因为存量的社融还是很多的，只要不收缩太多，经济依然会继续靠经济循环的加速继续改善。比如 2006 年年中-2007 年年中，2016 年底-2007 年上半年。

（2）历次经济复苏周期，均会出现多次经济分歧。经济分歧在每次经济周期中均会多次出现。经济拐点都伴随着经济分歧，但并不是每次经济分歧都是经济的拐点。商品和债券是各类资产中和经济相关性最高的两个，回顾历次经济改善周期能够看到，历次经济改善周期，一般中途的时候，都会出现 1-2 次经济分歧。经济分歧阶段，舆论的声音也非常类似，主流的判断有，经济只是周期性反弹，缺乏中长期内生动力，库存回补已经完成，货币政策并不是很友好，很多经济指标已经从低位修复到了合理水平，很难继续超预期了。但事后来看，经济分歧出现的次数远大于经济拐点出现的次数。

（3）经济分歧越大，买点越好。我们一直坚信，经济改善的力度和时间均会超预期。短期来看，由于基数效应的影响，年初的各类宏观和盈利数据可能会有同比非常大的增长，很多数据没法完全通过剔除基数来观察，所以投资者对经济未来趋势的年度判断可能会有一段时间非常混乱。这种混乱和分歧经常出现在上半年，分歧过后，股市将会出现很好的买点，类似的情况先后出现在 2010 年上半年、2013 年 Q2 和 2017 年上半年。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

1.2、 宏观研究：拜登财政政策的三层逻辑

可以从三层逻辑来理解拜登政府的财政政策，这三层逻辑层层递进，别是：短期来看财政政策刺激经济，中期来看征税未必严重抑制经济，长期来看拜登经济学

提升潜在经济增速。

第一层，短期来看，财政政策刺激经济。拜登“美国就业计划”打算 8 年内投入 2.25 万亿美元，主要投向基建、能源、就业、研发等领域。2.25 万亿美元分配到 8 年内，每年约占 GDP 的 1%。“美国家庭计划”，涉及保健、医疗方面，约 1 万亿美元。

估计财政支出对经济的影响，还要考虑乘数效应，而财政支出乘数则受到融资方式、利率环境、贫富差距、疫情等因素的影响。征税何时落地还不确定，基建计划前期可能还是依靠发债融资。在政策利率接近 0 且通过发债融资时，财政支出乘数最大，约为 1.5。那么，拜登 BuildBackBetter 计划两部分加起来，前期可拉动美国名义 GDP 增长约 3 个百分点。后期美联储加息的话，财政支出乘数将会下降至 1.1 附近，财政刺激对经济的拉动也会减弱。不过疫情的好转，会抵消支出乘数的部分下降。

第二层，中期来看，征税未必严重抑制经济。税收对财政支出的挤出效应取决于贫富差距、征税方式。一些新经济企业利用垄断能力获得超额利润，又进行“合理”避税，对这些企业征税很有必要。同时，美国经济的轻资产化以及更加垄断，已经使企业的投资动力减弱。对企业征税可能会影响企业利润，但是对实体经济投资的影响或许没那么严重。对高收入人群征税带来的消费的挤出效应可能没那么大。高收入人群的休闲机会成本较高，也不会因为收入征税而减少劳动供给。可见，从垄断企业以及高收入人群征税，对经济增长的负面影响没那么可怕。征税并不是完全地挤出投资，征税下的财政支出乘数在 0.6 左右。综合考虑融资方式、利率环境、疫情、财政支出节奏，拜登财政刺激对经济近期的影响强于后期。

第三层，长期来看，拜登经济学提升潜在经济增速。拜登的供给侧改革有助于抵御疫情对经济的长期负面影响，并提升潜在经济增速。税收减少贫富差距，长期有助于提升日益萎缩的需求，改善企业的盈利，增加企业研发投入。同时，工人薪资上涨，也会增加休闲的机会成本，吸引退出劳动力市场的人们重新工作。这些都会拉升潜在经济增速。除了经济方面，缩小贫富差距还具有重要的社会、政治意义。故，从短期来看，在经济上升期，拜登财政刺激的时机、规模、资金来源或许有争议，但从长期来看，如果做到缩小贫富差距，仅此一项就使拜登经济学意义非凡。

风险提示：政策落实不及预期。

2、 公司研究

2.1、 中芯国际：2020 业绩符合预期，未来继续受益于国产替代与行业高景气

事件：公司发布 2020 年报。2020 年实现营收 274.7 亿元，同比增长 24.8%；归母净利润 43.3 亿元，同比增长 141.5%；扣非归母净利润 16.97 亿元，扭亏为盈。2020Q4 单季度实现营收 66.71 亿元，归母净利润 12.52 亿元，分别同比增长 10.3%、93.5%。

主要系受益于晶圆代工产能紧张，成熟制程需求增加，公司晶圆销量增加及平均售价上升共同影响（约当 8 英寸晶圆销量增加 13.3%，均价由上年 4269 元增至本年 4733 元）而导致的收入增加、政府项目资金增加、投资联营企业和金融资产取得的投资收益增加。

同时公司在年报中给出指引：2021 年公司计划上半年收入目标约 139 亿元全年毛利率目标为 10%-20%中部。

先进制程稳步推进、保障经营连续性，亟待突破。先进制程方面，公司依然面临美国“实体清单”管制不确定因素的影响。2020 年公司完成了 1.5 万片 FinFET 安装产能目标，第一代量产稳步推进，第二代进入风险量产。2020 年 28/14nm 的营收占比由 2019 年 4.3%上升至 9.2%，20Q4 由 Q3 的 14.6%下降至 5%，Q4 先进制程承压明显。根据公司年报，公司 2021 年继续与供应商、客户及相关政府部门紧密合作、积极沟通，推进出口许可申请工作，尽最大努力保障运营连续性。

成熟制程持续加码，有望持续带来可观增量。成熟制程方面，下游需求强劲，产能满载。公司在电源管理、超低功耗、射频、图像传感、指纹识别、特殊存储器等产品平台，特别是 0.15/0.18 微米、55/65 纳米、40/45 纳米等工艺节点，达到行业领先水平。营收结构来看，2 年全年 40nm 及以上成熟制程收入占 90.8%（其中 55/65nm 与 0.15/0.18 微米占比分别为 30.5%与 32.6%），Q4 单季度约占 95%。

2021 年计划资本开支为 280.9 亿元，其中大部分用于成熟工艺的扩产，小部分用于先进工艺、北京新合资项目土建及其它。2020Q4 晶圆产能（约当 8 英寸）约 52.10 万片/月，计划 2021 全年晶圆产能方面 12 英寸增加 1 万片,8 英寸增加不少于 4.5 万片。目前下游消费电子、新能源等持续发展，成熟程需求将维持强劲，随新产能于下半年逐步释放，将持续带动公司收入高增长。

盈利预测及投资建议：公司系大陆晶圆代工龙头，先进制程稳步推进，成熟制程方面，下游需求强劲，目前公司产能利用率达到高位，公司将于国产替代加速、行业持续高景气、资本与政策多因素共振下深度受益，预计公司 2021-2023 年的营业收入为 299.7/335.7/386 亿元，归母净利润分别为 28.10/36.46/46.57 亿元，EPS 分别为 0.36/0.46/0.59 元/股，4 月 1 日收盘价对应 PE 为 157/121/95 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：竞争加剧、中美贸易关系紧张、产能扩建进程不及预期、先进制程研发不及预期、客户拓展不及预期。

2.2、 福达股份：进军新能源汽车市场，产品、客户结构持续优化

事件：2020 年营收 17.70 亿元（+16.87%），净利 2.01 亿元（+50.47%）。2020 年营收 17.70 亿元，同比增长 16.87%；归属于上市公司股东的净利润 2.01 亿元，同比增长 50.47%；稀释每股收益 0.34 元，同比增长 54.55%。

进军新能源汽车市场，产品、客户结构持续优。新市场开拓：在新能源汽车方面，除原有配套城市公交离合器减震器外，公司为比亚迪混动车型开发的 472、476 曲轴已进入量产，上汽通用定点开发的曲轴毛坯锻件也将应用在其混合动力新能源汽车上；新产品开拓：上汽通用、奔驰、康明斯、戴姆勒、沃尔沃、卡特彼勒等重点客户新品开发进展良好。

随着公司市场渠道的不断拓宽，产品业务的升级转型，客户结构的合理优化，公司的发展空间也进一步得到拓展。目前公司非道路机械配套产品收入占比和国际客户收入占比均已达到 30%。

与德国阿尔芬合资进军大型曲轴，市场开发成绩优异。在新市场和新产品开发方面，MTU 和瓦锡兰新产品样件验证通过；玉柴电产品实现了 3 个量产和 2 个开发；获得大连中车的产品开发许可；完成重庆康明斯、潍柴、中船重工等多家知名

发动机厂商的技术交流和报价。工艺改进、质量提升和效率提升方面，实现进口设备刀具的国产化替代，兰迪设备程序设计和产品调试自主化，在中频淬火、回火方面取得很大突破，曲轴性能得到进一步改善，大大节约了能耗，并提高了生产效率。

商用车稳增，豪华车、非道路是未来增长亮点。竞争优势方面，基于业务/人才/技术三位一体的国际化战略，工艺技术及装备领先优势，公司拓展精密锻件降本增收，不断优化客户结构、进军高端市场。未来成长方面，预计公司在商用车领域稳定增长，在豪华乘用车曲轴领域潜力巨大，在大型曲轴领域量价齐升。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.45/3.21/4.37 亿元，增速分别为 22.1%/31.0%/36.3%；EPS 分别为 0.41/0.54/0.74 元，对应市盈率分别为 15.4/11.7/8.6 倍。公司竞争优势明显、份额提升可期，拓展豪华乘用车及“卡脖子”的大型曲轴业务打开更大成长空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：商用车市场波动、乘用车客户开发、大型曲轴业务不达预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁爽销售总监** 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	**阎喜蒙销售副总监** 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	**丁培培销售经理** 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/