新时代证券-研究所晨报（20210322）

● 总量研究

策略研究：A 股的核心发动机还很正常

展望 2021 年剩下的时间，我们认为，只要盈利改善的趋势持续，股市资金循环的正反馈大概率不会停止。虽然由于港股通的影响，股市正反馈的速度会受到很大的限制，但年度级别的正反馈要想转变为年度级别的负反馈，大概率要等经济进入趋势性下行，短期很难看到。由于股市的盈利格局和居民资金均比 2016-2017 年好，股市跌破 2017 年估值下限的可能性很低。在偏悲观的假设下，股市是存量资金博弈，年内依然有机会触碰估值上沿。中性假设下，居民资金流入的趋势大概率还未改变，下半年股市依然存在往上突破的动力。

宏观研究：几种测算合意美债利率的方法

我们将归纳几种常见的测算合意的美债利率的方法，并进行适当评述。第一种，图表分析法。第二种，数据拟合法。第三种，自然利率法。

我们总结了几种测算合意美债利率的方法，普遍认为合意的十年期美债利率区间为 2%-2.5%。然而，正如次贷危机改变了经济增速和自然利率的关系，疫情也可能有长期影响，历史不意味着未来，我们边走边看。

● 公司研究

科大讯飞：实控人定增提振市场信心，AI2.0 阶段利润有望高增

事件：语音龙头以 B/C 双轮驱动，业务稳步增长。公司自 1999 年成立以来始终专注智能语音等相关技术研究，AI 相关技术全球领先，技术+生态壁垒坚固。公司始终坚持平台+赛道战略，ToB 和 ToC 双轮驱动。2019 年，公司营收、归母净利润、经营净现金流分为 100.79 亿元、8.19 亿元、15.31 亿元，近三年 CAGR 分为 44.79%、19.14%、72.32%。2019 年，公司 AI 战略进入“人工智能 2.0 阶段”，规模化应用红利即将释放。

盈利预测、估值与评级：公司是国内 AI 龙头厂商，技术全球领先，业务布局全面。B 端市场稳步放量，C 端产品不断创新，生态持续完善，董事长加持提振市场信心，看好公司在 AI2.0 阶段利润释放。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.55、0.77、1.10 元，对应 PE 为 84、59、41 倍，维持“强烈推荐”评级。

捷捷微电：行业高景气，丰富产品矩阵助力长期成长

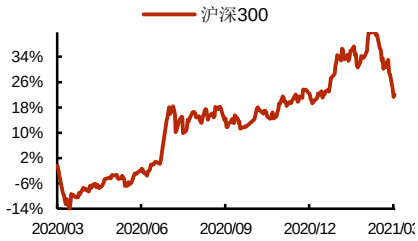
事件：由于疫情后需求恢复和供给端结构性原因，半导体缺货仍在持续，紧张局面预计将持续到 2021 年底。产品提价和良好需求将直接给公司带来业绩弹性，增厚公司利润。随着行业景气度持续，2021 年产品出货均价的提升将为公司带来进一步业绩成长。

公司研发投入继续加大，研发费用同比增长 100%，研发投入占比 7.36%，研发人员数量上升为 208 人，同比增长 73%，人数占比 16.26%。公司丰富

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	
国防军工	1.09%	银行	-3.05%
公用事业	0.94%	电气设备	-2.94%
综合	0.61%	化工	-2.8%
钢铁	-0.35%	食品饮料	-2.65%
商业贸易	-0.71%	房地产	-2.35%

相关报告

《A 股的核心发动机还很正常》2021-03-21

《几种测算合意美债利率的方法》2021-03-21

《行业高景气，丰富产品矩阵助力长期成长》2021-03-20

《实控人定增提振市场信心，AI2.0 阶段利润有望高增》2021-03-17

的产品矩阵将持续给公司带来增量，我们看好公司长期成长动力。

盈利预测、估值与评级：公司 2020 年实现营业收入 10.11 亿元，同比增长 49.99%，归母净利润 2.82 亿元，同比增长 48.88%。其中公司半导体芯片业务营收同比增长 82.54%，半导体器件业务营收同比增长 41.21%。2020 年既有疫情冲击又发生行业大面积缺货，公司抓住机遇充分发展实现收入和利润继续创新高。随着行业高景气和新产品继续放量 2021 年公司业绩将继续增长，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 3.60/4.75/6.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.97/1.25，对应 3 月 19 日收盘价 PE 分别为 49/37/29 倍，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：A 股的核心发动机还很正常 4
1.2、 宏观研究：几种测算合意美债利率的方法 5
2、 公司研究 5
2.1、 捷捷微电：行业高景气，丰富产品矩阵助力长期成长 5
2.2、 科大讯飞：实控人定增提振市场信心，AI2.0 阶段利润有望高增 6

1、 总量研究

1.1、 策略研究：A 股的核心发动机还很正常

展望 2021 年剩下的时间，我们认为，只要盈利改善的趋势持续，股市资金循环的正反馈大概率不会停止。虽然由于港股通的影响，股市正反馈的速度会受到很大的限制，但年度级别的正反馈要想转变为年度级别的负反馈，大概率要等经济进入趋势性下行，短期很难看到。由于股市的盈利格局和居民资金均比 2016-2017 年好，股市跌破 2017 年估值下限的可能性很低。在偏悲观的假设下，股市是存量资金博弈，年内依然有机会触碰估值上沿。中性假设下，居民资金流入的趋势大概率还未改变，下半年股市依然存在往上突破的动力。

（1）2020 年 7 月以来的估值波动区间和 2016-2017 年类似。2020 年 7 月以来，A 股的估值中枢并没有大幅抬升，整体 PB 的波动区间范围与 2016-2017 年非常类似。2016-2017 年股市的盈利大幅改善，而流动性层面受到去杠杆的大幅影响，导致估值只能维持区间震荡。

2020 年 7 月以来，股市整体的 PB，波动上下限均和 2016-2017 年区间一致，背后的大环境是，虽然盈利预期大幅抬升，但股市资金受到利率上行和资金外流的影响，增加的幅度并不足以让股市很快突破投资者长期的心理上限。

（2）1 月股市为何没能突破估值区间上限？2021 年初，股市有过一次估值突破的尝试，期间我们观察到基金发行进一步加速，这与 A 股历史上牛市加速阶段的特征非常像。但春节后，上涨戛然而止，事后来看，之所以突破失败，我们认为很重要的微观原因是，2020 年 7 月以来，通过陆港通流出的资金远大于流入的资金，两者差值接近 5000 亿，同期，股票型基金和混合型基金总份额增加约 1.5 万亿。南下的资金大幅分流了居民的资金，从而限制了 A 股对估值中枢的突破，特别是在 2021 年 1 月。

这一现象在 A 股历史上是没有出现过的。在 A 股最常见的牛市中，随着盈利的改善或政策的支持，牛市的“核心发动机”开始运转，股市估值开始抬升。持续一段时间后，居民对股市的认可度将会大幅抬升，进而带来场外资金的加速流入。此时股市估值的抬升将会开始不依赖于盈利，而只依赖于“资金永动机”的运转。

这一波动规律在 2006-2007 年和 2014-2015 年牛市的中后段均出现过，所以，A 股历史上的大牛市都是越涨越快，直到尽头。但 2020 年 7 月以来，股市上涨速度明显放缓，这并不是股市的核心发动机（盈利改善）停止了运转，而是资金的永动模式发生了很大的变化。股市赚钱效应确实吸引了大量的居民资金入场，但是由于制度的变化，这一部分资金大量分流到了港股，从而大幅削弱了股市永动机的循环速度。

（3）是否会跌破估值区间下限。如果是考虑最悲观的情形假设，什么情况下股市会跌破估值区间。类比 2009-2010 年和 2016-2017 年，股市系统性跌破估值中枢都是由于经济进入了年度级别的趋势性下行。我们认为，这种悲观情形出现的可能性很低。

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：几种测算合意美债利率的方法

我们将归纳几种常见的测算合意的美债利率的方法，并进行适当评述。第一种，图表分析法。首先来看趋势法。这种方法可能暗含了经济趋势和经济周期的原理。根据这种方法，十年期美债利率的顶点在 2.3%左右，远高于目前的水平。利差图表法可以用来预测长端利率。其背后的机制是经济周期，或许还有套利因素。经济周期机制是，当利差达到 2.5%左右后，美国货币政策往往会开始收紧，短端利率回升，经济主体预期货币条件收紧、经济下行压力增加，长端利率下降。套利机制是，当十年期与两年期利差达到 2.5%之后，套利会将利差固定在一定范围，这会限制十年期债券收益率上升。但实际情况下，当利差达到 2.5%之后，长端利率有时上升有时下降。所以，根据利差可以判断货币政策，但预测长端利率的有效性可能要打折扣。再看历史位路法。疫情前十年期美债利率低于 2%，当前的失业率高于疫情前，合理的美债利率是否应低于疫情前的水平？不一定。十年期美债收益率反映的是未来十年经济状况的预期，不同经济周期的位路下，即使实际经济增速相同，其蕴含的合意债券利率也不同。

第二种，数据拟合法。简单的是找一个指标，复杂的是找多个指标，通过回归等方式进行拟合。拟合十年期美债利率的最简单指标是美国制造业 PMI。美债利率和 PMI 基本上同趋势，但是 2020 年 5 月之后，两者的缺口开始扩大。SLR 收紧之后，美债利率将继续向 PMI 收敛，但收敛到何种程度不好说，因为美联储会实施配套措施，减轻 SLR 收紧的影响。多指标拟合法，通常选择短期利率、通胀、失业率、经济增长等指标进行回归拟合。根据此法，也可以看到 2020 年 5 月之后美债利率拟合值和实际值存在缺口。其原因和上文解释的一样。特别需要注意的是，经济指标和债券利率的关系可能是变化的，拿经济指标来预测利率存在风险。一个非常明显的例子是，次贷危机之后美国利率和经济增速背离。

第三种，自然利率法。其困难在于自然利率测算复杂，不同的方法测算的结果差异很大。同时，受疫情干扰，短期自然利率和长期自然利率出现较大分化，自然利率大幅波动。疫情会通过劳动参与率、资源配路效率、预防性储蓄等渠道影响长期自然利率，也可以通过居民消费行为、财政刺激影响短期自然利率。经济稳定情况下，测算自然利率是可行的，对政策利率也有指导意义。但是，在自然利率大幅波动的情况下，测算自然利率几乎不具可行性。

我们总结了几种测算合意美债利率的方法，普遍认为合意的十年期美债利率区间为 2%-2.5%。然而，正如次贷危机改变了经济增速和自然利率的关系，疫情也可能有长期影响，历史不意味着未来，我们边走边看。

风险提示：历史不代表未来。

2、 公司研究

2.1、 捷捷微电：行业高景气，丰富产品矩阵助力长期成长

事件：行业需求持续增长，顺势扩充产能和品类长期成长可期。功率半导体应用于计算机、消费电子、汽车电子、工业电子等各种产业，是电力电子的核心器件。2013 年至 2019 年国内半导体分立器件市场需求保持 12.14%的年均复合增长，2019 年国内半导体分立器件市场需求达到 2784 亿元，据中国半导体行业协会预测，到 2022 年市场需求将达到 3447 亿元。由于疫情后需求恢复和供给端结构性原因，半导体缺货仍在持续，紧张局面预计将持续到 2021 年底。产品提价和良好需求将直

接给公司带来业绩弹性，增厚公司利润。晶闸管和防护器件产品公司均已实现 IDM 模式发展，IDM 总体产能约 250 万片/年，在行业缺货情形下公司充分受益。MOSFET 产能与中芯绍兴已建立战略合作，产能供给充足。随着行业景气度持续，2021 年产品出货均价的提升将为公司带来进一步业绩成长。

期间费用增长合理，丰富产品矩阵打造长期成长。20 年销售、管理、财务费用分别同比增长 25.91%、49.83%、102.45%，符合业绩增长规模，财务费用增长较大主要系 20 年结构性存款的利息收入调整为投资收益。公司研发投入继续加大，研发费用同比增长 100%，研发投入占比 7.36%，研发人员数量上升为 208 人，同比增长 73%，人数占比 16.26%。通过不断的研发投入，公司已经建立丰富产品矩阵：捷捷半导体主打晶闸管和防护器件，捷捷上海主打 SGTMOS 等车规级产品设计，捷捷无锡主打各类中低压 MOS 产品，捷捷新材料主打半导体材料，捷捷南通主打车规级产品封装。20 年 MOS 产品业务增长快速，收入占比由 19 年 15%上升为 19%。公司丰富的产品矩阵将持续给公司带来增量，我们看好公司长期成长动力。

盈利预测、估值与评级：2020 全年利润继续高增长，维持“强烈推荐”评级。公司 2020 年实现营业收入 10.11 亿元，同比增长 49.99%，归母净利润 2.82 亿元，同比增长 48.88%。其中公司半导体芯片业务营收同比增长 82.54%，半导体器件业务营收同比增长 41.21%。2020 年既有疫情冲击又发生行业大面积缺货，公司抓住机遇充分发展实现收入和利润继续创新高。随着行业高景气和新产品继续放量 2021 年公司业绩将继续增长，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 3.60/4.75/6.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.97/1.25，对应 3 月 19 日收盘价 PE 分别为 49/37/29 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期、疫情影响超预期、募投项目不达预期。

2.2、 科大讯飞：实控人定增提振市场信心，AI2.0 阶段利润有望高增

事件：语音龙头以 B/C 双轮驱动，业务稳步增长。公司自 1999 年成立以来始终专注智能语音等相关技术研究，AI 相关技术全球领先，技术+生态壁垒坚固。公司始终坚持平台+赛道战略，ToB 和 ToC 双轮驱动。2019 年，公司营收、归母净利润、经营净现金流分为 100.79 亿元、8.19 亿元、15.31 亿元，近三年 CAGR 分为 44.79%、19.14%、72.32%。2019 年，公司 AI 战略进入“人工智能 2.0 阶段”，规模化应用红利即将释放。

定增提振市场信心，变更总裁制为长远发展蓄力。2021 年 1 月 19 日，公司发布公告，拟向刘庆峰及言知科技非公开发行股票拟募资总额 20 亿元-26 亿元。发行完成后，公司实际控制人控制表决权的比例变为 18.99%。定增方案彰显董事长对 AI 行业和公司未来发展前景的坚定信心，有利于公司长期稳定发展公司。此外，公司调整为总裁制，有利于更加优化高管人员工作分工，使董事长的精力更多地集中于未来的发展战略与公司核心机制的建设，加强人才的培养，有利于公司的经营管理和持续发展。

智医助力稳步推广，“AI+医疗”市场空间广阔。公司从 2015 年开始重点布局智慧医疗，依托 AI 技术，基层医疗机构电子病历的规范率从 10%提升到 96%，基层医生的诊断的合理率从 70%提升到了 88%。2020H1，公司医疗业务实现营收 7443 万元，同比增长 665%。2017 年，科大讯飞“智医助理”以 456 分的成绩在全球首次通过了国家临床执业医师笔试测试，超过 96.3%的人类考生。智医助理已在全国 110 个区县常态化应用。智医助理解决分级诊疗关键问题，未来市场需求有望被打开。

AI2.0 战略目标千亿营收，人员增长 5 倍。AI2.0 阶段，公司目标实现千亿营收，带动万亿的产业生态。对经营质量，公司要求：（1）利润增长高于收入；（2）现金流的健康度高于利润指标的数据；（3）持续盈利的能力高于短期业绩的增速。

盈利预测、估值与评级：公司是国内 AI 龙头厂商，技术全球领先，业务布局全面。B 端市场稳步放量，C 端产品不断创新，生态持续完善，董事长加持提振市场信心，看好公司在 AI2.0 阶段利润释放。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.55、0.77、1.10 元，对应 PE 为 84、59、41 倍，维持“强烈推荐”评级。

●**风险提示：**宏观经济下行，项目订单不及预期，C 端产品销售不及预期。

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/