新时代证券-研究所晨报（20210315）

● 总量研究

宏观研究：一个分析通胀的新凯恩斯框架

通货膨胀涉及供给和需求，是宏观经济的核心变量，最能反映经济周期的位置，也会对货币政策以及资产价格产生重要影响。2020 年四季度中国产出缺口已经为正，那么 PPI 同比增速为什么没有转正？这是因为油价同比仍为大幅负增长，为经济带来良性成本冲击。这一环境在 2021 年会改变。CPI 方面，PPI 对核心 CPI 的传导较弱，仅依靠消费增速的回升，核心 CPI 增速可能难以大幅上涨。

基准情景下，中国通胀温和，需要关注碳中和以及输入型通胀是否会使中国通胀上升的高度及长度超出预期。

固收研究：难以避免的美债熊市与美联储的抉择

事件：进入 2 月后，美国国债收益率加速上行，10 年期美债收益率一个月内上行 33BP，并引发美股与全球主要资本市场近期频频震动。

美联储对于未来宽松操作的指引基本没有发生变化，最重视的两个核心关注点仍是就业和通胀。美债收益率上行对中国债市难免造成情绪上的压力，然而事实上，中债与美债收益率尽管周期图形相似，运行节奏却经常不一致，案例不胜枚举。因此，判断中债收益率走势还需立足于国内经济周期与政策周期所处的阶段。

因此，我们预计国内债市在上半年继续维持区间震荡，10 年期国债收益率震荡区间为 3.1-3.4%，进入下半年后伴随经济复苏动力减弱可能出现一定的下行空间。

● 公司研究

TCL 科技：面板行业周期向上，战略布局半导体及光伏新赛道

事件：公司发布 2020 年年度报告，按重组后同口径，2020 年公司实现营业收入 766.8 亿（同比+33.9%），归母净利润 43.9 亿（同比+67.6%），其中第四季度单季归母净利润 23.63 亿（同比+5743.90%）；资产负债率 65.1%，经营性净现金流入 167 亿。

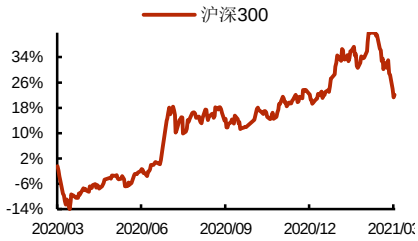
盈利预测评级：面板行业景气度持续上行，公司正式进入半导体及光伏领域，未来有望成为公司业绩增长驱动引擎，我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.68/0.88/1.04 元/股，对应 PE 分为 13.1/10.2/8.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：碳中和落实超预期；商品价格上涨超预期。

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	
公用事业	4.22%	计算机	-1.25%
休闲服务	2.07%	电子	-1.07%
电气设备	2.01%	有色金属	-0.97%
建筑装饰	1.51%	国防军工	-0.83%
建筑材料	1.47%	通信	-0.56%

相关报告

《一个分析通胀的新凯恩斯框架》2021-03-14

《难以避免的美债熊市与美联储的抉择》2021-03-11

《面板行业周期向上，战略布局半导体及光伏新赛道》2021-03-11

内容目录

1、总量研究 3
1.1、宏观研究：一个分析通胀的新凯恩斯框架 3
1.2、固收研究 3
2、公司研究 5
2.1、TCL 科技：面板行业周期向上，战略布局半导体及光伏新赛道 5

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：一个分析通胀的新凯恩斯框架

通货膨胀涉及供给和需求，是宏观经济的核心变量，最能反映经济周期的位置，也会对货币政策以及资产价格产生重要影响。我们的总供给—总需求模型中，总供给方程是新凯恩斯菲利普斯曲线，总需求方程由货币数量方程变化而来。

疫情期间，虽然美联储货币宽松，金融机构也在派生信用，但是企业、居民经济活动减弱，货币流动速度也随之下滑，总需求曲线并没有大幅右移。企业和居民获得的救助资金很大一部分没有支出，而是以金融资产等形式储蓄起来。但是随着疫苗接种人数扩大，新增病例下降，经济活动逐渐活跃，货币流通会加快，总需求扩张，通胀难以避免地上升。

即使疫情好转，生产回升、供给曲线右移也不至于降低通胀，最后的结果是产出增速和通胀双双回升。考虑到这次是美联储和财政部联合实施的货币宽松，加之低基数效应，此次通胀上升的高度和长度可能甚于次贷危机后。随着财政刺激减弱，美国通胀终将回到长期趋势。由于预防性储蓄增加、企业债务风险、轻资产化、贫富差距扩大等原因可能导致长期的需求无法恢复到疫情前，这意味着美国的长期通胀中枢可能低于疫情前。

2020 年四季度中国产出缺口已经为正，那么 PPI 同比增速为什么没有转正？这是因为油价同比仍为大幅负增长，为经济带来良性成本冲击。这一环境在 2021 年会改变。

2021 年财政支出超预期加上内生动力增强以及外需不错，需求曲线不会像年初人们预测的那样快速左移，再加上低基数效应，PPI 同比增速将持续上升，并在 2021 年中达到顶点，然后逐渐下降。这是基于国内经济自然走势的预测，但是存在碳中和、输入型通胀两个干扰项。虽然碳达峰、碳中和是个长期战略，但各个部门、各级政府已着手制定行动方案，这可能会对物价产生深远影响。美国大规模财政刺激，而且后面还可能有新基建计划，再加上疫苗接种速度比较快，经济活动活跃起来，这会引起大宗商品价格上涨，进而导致中国的供给曲线左移，为中国工业品通胀加一把柴火。和次贷危机后不一样，这轮全球经济修复对中国信用周期的依赖减弱，而美国财政刺激的作用相对增强，全球商品价格的韧性可能强于中国信用周期所暗含的。

CPI 方面，PPI 对核心 CPI 的传导较弱，仅依靠消费增速的回升，核心 CPI 增速可能难以大幅上涨。油价上涨会使消费品供给曲线左移，但是猪肉供给曲线右移，此消彼长，最终整体 CPI 增速仍可能是温和的。

基准情景下，中国通胀温和，需要关注碳中和以及输入型通胀是否会使中国通胀上升的高度及长度超出预期。

风险提示：碳中和落实超预期；商品价格上涨超预期。

1.2、 固收研究：难以避免的美债熊市与美联储的抉择

事件：进入 2 月后，美国国债收益率加速上行，10 年期美债收益率一个月内上行 33BP，并引发美股与全球主要资本市场近期频频震动。

债熊的节奏与结构特征：

疫情后的经济数据停止断崖式下滑后，美债收益率基本进入稳定期。如果将10年美债收益率拆解为10年TIPS收益率+预期通胀率，那么可以较为清晰的发现，预期通胀率在第一波疫情冲击后，呈现出较为线性平缓的上升趋势。

无独有偶，2008年金融海啸之后，预期通胀率迅速触底，并伴随美联储的持续宽松操作而趋势性回升，一直持续到美联储加息预期开始升温。考虑到当前美联储与其主席鲍威尔仍然释放偏鸽派信号，宽松进程预计至少应不会在2021年底之前结束，那么当前2.2%左右的预期通胀率仍不是上行的终点。

实际收益率在2021年2月明显加速上行，单月上行31BP，成为近期推动美债收益率上行的主要结构性原因，而预期通胀率单月仅上行2BP。因此将近期美债的弱势行情主要归于通胀及通胀预期的上行是可疑的。既然2月以来实际收益率的上行才是主要矛盾，且通胀预期与美联储的积极态度没有明显变化，那么新一轮财政刺激、疫苗与经济基本面改善带来影响就显得尤为重要。

美联储的抉择:

美联储对于未来宽松操作的指引基本没有发生变化，最重视的两个核心关注点仍是就业和通胀。考虑到2015年12月美联储启动加息时失业率为5%，而疫情前失业率长期保持在4%左右的水平，因此启动下一轮加息操作时失业率不会太高，起码要接近5%左右，甚至更低。而2021年2月失业率仍有6.2%，且往后下降的速度会越来越慢，触发实际加息仍有很长的路要走。当前通胀与通胀预期上行速度均较快，2021年1月核心PCE已升至1.53%，较4月低点已回升0.6个百分点，已经高于2015年12月启动加息时的1.18%。但与之前不同的是，美联储关于通胀目标的框架已经发生了调整，由点目标调整为平均目标，那么下一轮加息提前操作的必要性将大大降低。

尽管鲍威尔释放出鸽派信息，但美债投资者对鲍威尔本人和美联储仍较为失望。从货币政策制定与执行的角度，当前时点确实不宜释放更为宽松的信号。首先，疫情对经济冲击最严重的阶段无疑已经过去，而美联储也因此结束了资产负债表的快速扩张阶段，当前的宽松程度足够支持疫情后的经济修复，贸然加大宽松力度容易导致通胀预期过快上行与资产价格加速泡沫化，为未来实现软着陆增加难度，且劳动力市场吸纳就业人口需要一个较长的过程，过度刺激边际效用降低。其次，当前10年期美债名义收益率（1.55%，2021年3月9日）与实际收益率（-0.66%，2021年3月9日）既处在二战以来最低水平附近，又没有明显高于上一轮加息前的低点，不会产生“高利率阻碍经济复苏”的不良后果，除非美股出现更为剧烈的波动（可能影响经济），否则美联储不会轻易改变既定路线。此外，近期美债利率的加速上行更多地是由于一系列短期事件叠加带来的综合效果，属于一次性冲击，预期调整完成后，美债收益率应会由快速上行转为慢速上行，过程中还需要更好的经济增长、就业、通胀数据支持，且可能不乏波折。

对中国债市的影响有限:

美债收益率上行对中国债市难免造成情绪上的压力，然而事实上，中债与美债收益率尽管周期图形相似，运行节奏却经常不一致，案例不胜枚举。因此，判断中债收益率走势还需立足于国内经济周期与政策周期所处的阶段。中国人民银行已率先于2020年5月份明显收紧货币政策，至今已有10个月左右，而美联储目前仍保持极宽松的货币政策，政策节奏错位已经十分明显，致使中美债利差一度达到249BP，后来随着美债收益率上行利差逐步缩小，预计未来还会随着美国经济复苏的持续而继续缩小，但并不会对中债造成明显压力。从当前国内实际形势与政策取

向来看，货币政策必然需要“以我为主”来应对内需偏弱的情况。2020 年，中国出口大幅超预期走强，月同比增速最高超过 20%，而国内消费仍没有回到 2019 年的增速水平，国内经济整体并没有出现过热迹象，通胀率仍然偏低，唯独杠杆率上升速度略快，需要适度调整。那么，2021 年的货币信贷政策就需要在引导社融增速适度降低（可能由 13%左右降至 11%左右）的同时，避免社会融资成本过于明显的上升，政策利率预计以稳为主，不会轻易上下调整。

因此，我们预计国内债市在上半年继续维持区间震荡，10 年期国债收益率震荡区间为 3.1-3.4%，进入下半年后伴随经济复苏动力减弱可能出现一定的下行空间。

风险提示：美国经济超预期复苏导致美联储提前紧缩，国内外通胀超预期上行，国内货币政策意外收紧。

2、 公司研究

2.1、 TCL 科技：面板行业周期向上，战略布局半导体及光伏新赛道

事件：公司发布 2020 年年度报告，按重组后同口径，2020 年公司实现营业收入 766.8 亿（同比+33.9%），归母净利润 43.9 亿（同比+67.6%），其中第四季度单季归母净利润 23.63 亿（同比+5743.90%）；资产负债率 65.1%，经营性净现金流入 167 亿。

面板供需偏紧，行业周期向上，景气度持续提升。公司作为全球半导体显示龙头之一，充分把握行业发展机遇逆周期扩张，不断增强规模优势，大尺寸业务保持全球领先，市场地位进一步提升。显示产业在 2020 年 6 月迎来周期拐点，受全球液晶产品市场需求增长，大尺寸面板价格持续上涨；TCL 华星盈利能力显著提升：2020 年 TCL 华星实现净利润 24.2 亿元（同比+151.1%），其中第四季度实现净利润 18.6 亿元，同比改善 21.9 亿元。公司大尺寸面板保持领先优势，中小尺寸产品结构优化，公司在 TV 面板市场份额达全球第二。此外，华星收购的三星显示苏州工厂预计在二季度并表，能显著增强公司大尺寸业务综合竞争优势，市场份额及行业地位将进一步提升。目前面板产业正加速从日韩向中国转移，全球面板产能无大规模新增计划，而下游终端回暖及 TV 平均尺寸继续增长共同拉动面板需求，我们预计面板的实际供应依旧保持偏紧的状态，2021 年面板价格预计将继续保持强势，公司将迎来规模高速增长叠加行业改善的双驱动发展阶段。

战略布局半导体和光伏，未来发展可期

2020 年公司通过收购天津中环电子 100%股权，战略布局半导体光伏和半导体材料产业赛道。中环半导体身处半导体、光伏优质双赛道，主要从事光伏硅片与半导体硅片的研发与生产，是全球光伏与半导体材料顶尖企业，竞争优势明显，正处于快速成长阶段。我们认为半导体及光伏产业有技术门槛高、投资额大、产业周期长等特点，而公司在显示产业体现出来的长远战略管理能力，能够帮助中环半导体进行产业协同、运营效率优化，其发展空间将进一步打开，有望逐步成为公司业绩增长的主引擎之一。

盈利预测及投资建议：面板行业景气度持续上行，公司正式进入半导体及光伏领域，未来有望成为公司业绩增长驱动引擎，我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.68/0.88/1.04 元/股，对应 PE 分为 13.1/10.2/8.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险，疫情影响超预期等。

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/