行业观点

● 电子

国元证券公司研究-斯达半导(603290)公司点评报告：定增建设芯片产线+扩充模块产能，未来成长可期

事件：

公司于 3 月 3 日披露，拟非公开发行股票募集资金不超过 35 亿元，募集资金主要用途有：1）高压特色工艺功率芯片和 SiC 芯片研发及产业化项目 20 亿元；2）功率半导体模块生产线自动化改造项目 7 亿元；3）补充流动资金 8 亿元。

报告要点：

？高压领域国替代空间巨大，加深新能源布局长期逻辑清晰

公司目前主要应用领域是新能源车和工业控制，本次募资主要是以现有技术为依托，加快推进国产化率极低的高压功率芯片和 SiC 芯片产业化，利于丰富产品结构和提升综合竞争力。除电网、轨交等高压领域巨大的潜在国产替代空间外，我们认为新能源产业需求是公司未来最主要的成长点。据 Yole 统计，2018 年全球新能源汽车用 IGBT 模组市场规模达 9.09 亿美元，预计 2024 年达 19.10 亿美元，年复合增速 13.17%。SiC 功率器件是一种极具潜力的替代方案，预计未来新能源车市场将采取混合解决方案。公司作为目前国内最大的新能源汽车 IGBT 供应商，布局 SiC 芯片具备必然性和合理性，为未来成长赋能。

？建设高压和 SiC 芯片产线+扩充模块产能，公司发展未来可期

募投项目：1）公司拟投资建设 6 吋功率芯片制造产线，主要面对智能电网、轨交牵引和 SiC 宽禁带芯片研发和量产，预计形成 36 万片/年产能。2）对现有功率半导体模块生产线进行自动化改造，预计形成新增 400 万片/年产能。目前公司已经实现 650-1700V 中低压 IGBT 芯片国产化，但是在 3300V 以上高压和 SiC 等细分品类仍依赖进口。我们认为公司通过自建小尺寸晶圆产线实现高压和宽禁带芯片的研发和量产，有利于丰富和完善产品结构和产业链上下游布局，功率模块产线自动化改造将进一步扩大产能，提高市场占有率。

？投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 9.78、13.19、17.79 亿元，归母净利润 1.98、2.80、3.87 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 192、136、98 倍，维持“增持”评级。

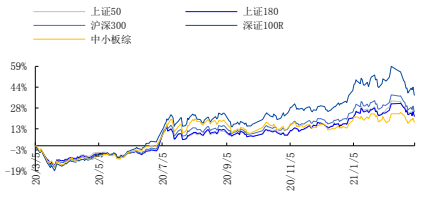
？风险提示

行业竞争加剧风险；新能源汽车及工业控制行业发展不及预期；新建项目进度不及预期。？下游家具市场景气度提升、新产能释放带动业绩大幅提升

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5452.21	1.92	0.27	4.62
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	14932.38	1.23	0.42	3.19
中小板综	13191.28	1.20	0.94	3.64
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
C 德固特	112.98	1243.40	0.00	0.00
极米科	907.39	578.52	0.00	0.00
惠云钛	20.08	23.42	12.62	14.29
吉峰科	5.62	20.09	27.73	19.57
金健米	10.89	20.07	20.33	-2.16

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
美迪凯	20.61	-20.58	0.00	-45.56
天夏退	0.33	-19.51	-40.00	-58.75
冠中生	50.79	-17.48	0.00	-55.29
优彩资	12.26	-17.44	0.33	32.40
园林股	17.86	-15.87	0.00	-33.53

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

分析师：贺茂飞 （执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

重点报告

《日韩债市开放历程回顾研究》

——债市开放专题研究系列一

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

报告要点：

近年来中国债券市场对外开放已经取得长足的进步，回顾研究日韩债券市场对外开放历程中的经验特点对我国债券市场未来的发展具有重要的借鉴意义。本篇报告作为债市对外开放研究系列的第一篇，重点回顾了日本与韩国债券市场对外开放的发展历程及发展现状，对二者开放历程中的经验特点进行总结，并进一步分析了影响外资进入一国债券市场的相关因素。

? 日本债券市场对外开放历程复盘及分析

日本债券市场作为全球第三大，亚洲第二大债券市场，其债券市场对外开放历程已持续半个世纪。回顾日本债市对外开放发展历史，我们大致可以将日本债券市场对外开放的历程划分成初步开放阶段(1970-1983年)，渐进放松阶段(1984-1992 年)，加速放开阶段(1993-2008 年)以及稳步发展阶段(2009 年-至今)。整体上看，现阶段日本债券市场的规模较大，但债券市场结构发展很不均衡。同时日本债券市场整体开放程度相对较高，但与包括美国在内的发达债券市场和亚洲部分新兴经济体国家比仍有差距，包括长期监管限制、泡沫后的经济特征以及长期低利率水平等因素均对日本债市对外开放产生一定影响。

? 韩国债券市场对外开放历程复盘及分析

相较于日本债券市场较为曲折漫长的对外开放进程，韩国债券市场虽对外开放起步较晚，但整体完成债券市场对外开放速度较快，且发展结构与节奏相对较好。回顾韩国债券市场对外开放的发展历史，我们大致可以将韩国债券市场对外开放的历程划分成初步开放阶段(1980-1993 年)，加速开放阶段(1994-1999年)，基本开放后的稳步发展阶段(2000 年-至今)三个阶段。总体上看，现阶段韩国债券市场规模较大且债券市场结构发展较为合理，对外开放程度已达到较高水平。影响韩国债券市场对外开放的因素主要包括良好的经济基本面、韩美利差与汇率的变化情况、以及稳健的金融体制与政策改革措施。

? 影响外资进入一国债券市场因素的分析

影响外资进入一国债券市场的因素既包括内部与外部的驱动，也包括主动与被动的影响。首先我们认为本国经济基本面持续稳定向好是外资愿意流入本国债券市场的重要前提条件。金融政策管制限制大小以及金融体制改革、金融对外开放推进程度、债券市场的发展水平亦是影响外资在债券市场中比重的重要前提。同时国债收益率水平及与美国国债的利差走势会影响境外投资者的投资意愿。汇率的变动情况以及稳定性也会对外资流入一国债券市场有一定影响，汇率变动所导致的汇兑损益会影响到外资的投资行为，但汇率并不是影响外资流入一国债券市场的决定性因素。最后我们认为全球系统性因素的变动也会影响外资流入的速度。

风险提示：全球系统性风险，政策变化超预期

《中国债市对外开放分析及展望》

——债市开放专题研究系列二

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

报告要点：

自 2002 年 QFII 引入拉开中国债市对外开放的序幕以来，外资正逐步成为中国债市的重要参与者之一。本文首先对 2020 年外资在中国债市的现状及对外开放政策进行回顾分析，同时对中国债券市场开放进程与近 5 年外资在国内债市的发展趋势进行复盘，并对影响因素进行分析总结，最后对 2021 年外资对中国债市的影响进行展望。

? 2020 年外资在中国债市现状及债市开放政策回顾

2020 年外资进入中国债市的步伐进一步加速。从 2020 年全年境外机构在中国债市的规模及占比走势看，境外机构债券总托管量全年增加约 10000 亿元，截至 2020 年 12 月，境外机构在中国债市中的债券托管量已超过 32000 亿元，达到历史新高；同时境外机构持债规模在中国债市中的占比也达到 3.2%，外资已逐渐成为中国债市的重要参与者之一。其中国债与证金债仍为外资最主要的配置品种。此外现阶段中国债市中的境外投资者构成以商业银行、包括对冲基金在内的各类资管机构以及中央银行为主。2020 年中国债券市场对外开放政策实现了突破性进展。2020 年我国先后完善了外资外汇风险管理、交易结算服务以及熊猫债市场业务规范化等问题。此外 2020 年进一步明确及简化了境外机构投资者境内证券期货投资资金管理的相关要求并对外资投资中国债市做出了更加完善与标准的监管。

? 2002 年以来中国债券市场开放进程回顾及近 5 年外资债券投资趋势

自 2002 年证监会与央行颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》以来，我国债市对外开放历程已走过近 20 年，我们大致可将我国债市对外开放进程划分为前期初步发展阶段(2002-2009 年)，渐进放松限制阶段(2010-2016 年)以及加速创新开放阶段(2017 年-至今)。近 5 年外资在中国债券市场的流入速度逐渐加快，这主要归功于新型投资渠道的创设，相关限制的放松以及国际化背景下中国债券逐渐纳入国际债券指数。外资在中国债市中的占比整体保持增长但仍然较小，配置品种基本保持稳定，交易活跃度及交易杠杆率均相对较低。

? 2021 年外资进入中国债市展望及影响因素分析

整体上看，我们认为 2021 年外资或仍将延续较强的流入趋势，预计 2021 年前三季度外资流入中国债市的速度将延续 2020 年的平稳高速增长，第四季度随着中国国债纳入富时罗素世界国债指数（WGBI），外资流入速度或将进一步提升。但同时也要看到扰动外资流入中国债市的因素仍然较多，包括海内外经济景气度恢复情况、中美利差走势、汇率变化情况、债券市场对外开放政策变化情况、债券指数被动配置变化情况等因素都可能对外资 2021 年流入中国债市产生影响。

风险提示：经济修复速度不及预期，政策变化超预期，汇率变化超预期

《超越安防，赋能行业》

——视频物联行业研究报告

分析师：耿军军 （执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

？两大巨头持续领航行业，视频物联迎来第二增长曲线

视频物联行业呈现双寡头的格局，本篇报告主要以海康威视与大华股份的视角，对行业的发展变化进行一定的分析和阐释。两家公司技术领先，护城河深厚，多年来营业收入与归母净利润稳健增长，在外部环境不确定性及疫情冲击下呈现较强的抗风险能力。我们认为，当下的视频物联行业在行业景气度回升、企业智能化业务快速推进以及软件 AI 附加值持续提升等因素的共同促进下，有望迈入新的阶段。

？驱动因素一：政府支出持续回暖，行业景气度逐步回升

目前，国内疫情已经得到有效控制，经济社会发展各项工作走上正轨，财政收入回归正常，政府支出持续回暖，有望拉动行业景气度持续回升。根据海康威视 2020 年 11 月 6 日的公开调研纪要：“政府端业务整体趋势向好，部分细分领域看到明显复苏迹象，部分细分领域负增长收窄”。我国安防行业规模持续增长，根据中安协数据，2020 年行业总收入预计可达 8000 亿元，年增长率达 10%以上。

？驱动因素二：企业智能化蓝海，打开行业天花板

智能化改造业务有望起到引擎作用，带动企业端业务快速增长。随着国内各行业集中度逐步提升，企业管理难度随着规模增长而变大，智能化改造有望为企业带来资源优化和效率提升。以海康威视为例，2019 年，在贸易环境和宏观经济环境的不利影响下，EBG 业务同比增长 23.88%，成为三大 BG 中增速最快的业务；2020 年上半年，在新冠疫情的不利影响下，EBG 业务逆势增长 20.15%。

？驱动因素三：软件 AI 价值提升，打破市场刻板认知

软件与 AI 在产品与解决方案中占比的不断增大有望打破市场对行业既有的刻板印象。我们认为，海康威视与大华股份以视频能力为核心，嵌入式软件和平台软件能力持续提升，叠加 AI 能力持续赋能，已经逐渐从“安防”这一固有标签中脱离出来，成为提供智能物联网解决方案和大数据服务的供应商，估值水平有望提升。

？投资建议：

我们认为视频物联行业有望迎来新的发展阶段：1）行业景气度持续回升；2）企业智能化业务打开万亿蓝海市场；3）软件与 AI 附加值持续提升改变市场认知；4）供应链风险不断减小，海外业务逐步恢复，创新业务高速发展。建议关注：海康威视、大华股份。

？风险提示：

新冠肺炎疫情反复；企业数字化转型的需求不及预期；海外市场拓展不及预期；创新业务发展不及预期；行业竞争加剧等。

《政策技术双轮驱动，数字政府建设加速》

——政务信息化行业报告

分析师：耿军军 （执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

？政策驱动技术支撑，“互联网+政务服务”蓬勃发展

政策是政务信息化行业发展的核心驱动力。推进“互联网+政务服务”工作是党中央、国务院作出的重大决策部署，是深化简政放权、落实“放管服”改革、转变政府职能的关键之举。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》强调：加快数字化发展，加强数字政府建设，提升公共服务、社会治理等数字化智能化水平。技术支撑是政务信息化行业发展的有力保障。以移动互联网、大数据、云计算、人工智能等为代表的新兴技术快速迭代更新，在供给端为政务信息化的快速发展提供了科技保障。

？政务信息化市场规模稳健增长，软件及服务市场占比不断提升

根据智研咨询的数据，2019 年中国电子政务市场规模达到 3330.2 亿元，同比增长 7.19%，2013-2019 年 CAGR 达到 12.60%，预计 2025 年政务信息化市场规模将达到 5200 亿元，2019-2025 年 CAGR 达到 7.71%。在政务信息化需求持续增长的背景下，行业对软件及服务需求不断增长。根据智研咨询的数据，2019 年硬件市场规模为 1072.70 亿元，网络设备市场规模为 471.89 亿元，软件市场规模为 787.26 亿元，服务市场规模为 998.35 亿元，软件及服务的市场规模占比过半。

？抢占发展制高点，各部委信息化建设持续推进

以习近平同志为核心的党中央把网络安全和信息化提升到前所未有的高度。为贯彻落实习近平总书记关于网络安全和信息化的重要论述，把信息化作为我国抢占新一轮发展制高点、构筑国际竞争新优势的契机，各部委积极推进信息化建设。自然资源部：以自然资源“一张网”、“一张图”、“一个平台”为支撑，建设面向自然资源部调查评价、监管决策和政务服务的信息化体系。应急管理部：构建“四横四纵”，形成“两网络”、“四体系”、“两机制”整体框架，确保全国“一盘棋”推进应急管理信息化建设。最高人民法院：以促进审判体系和审判能力现代化为目标，建成人民法院信息化 4.0 版，形成支持全业务网络办理，全流程审判执行要素依法公开，面向法官、诉讼参与人、社会公众和政务部门提供全方位智能服务的智慧法院。最高人民检察院：加强智慧检务理论体系、规划体系、应用体系“三大体系”建设，形成“全业务智慧办案、全要素智慧管理、全方位智慧服务、全领域智慧支撑”的智慧检务总体架构。公安部：以提升公安机关核心战斗力为主要目标，以实施大数据战略为路径，八大警务创新应用和四大智慧赋能工程为核心，构建智慧警务应用生态的四梁八柱。

？投资建议

建议重点关注：超图软件（国产 GIS 龙头，国土空间规划及自然资源统一确权登记助力公司新一轮成长）；辰安科技（国内公共安全与应急领域先锋，四大业务板块驱动公司持续成长）；华宇软件（法律科技信息化领导者，借力信创政策打开智慧政务业务成长空间）；美亚柏科（电子数据取证行业龙头和公安大数据领先企业，拓展业务赛道打开未来持续成长空间）。

？风险提示

新冠肺炎疫情反复；宏观经济下行，政府部门的 IT 预算收缩进而影响 IT 投资；政务信息化相关政策落地

低于预期。

重要新闻

- “十四五”期间，金融业如何高质量发展备受两会代表委员关注。支持实体经济是金融的本源，在夯实防风险根基的基础上，不少代表委员建议，提高直接融资比重、加快推动绿色金融发展、持续推进金融对外开放应成为金融业改革发展的重点。
- 全国人大财经委副主任委员刘新华表示，建议制定不动产投资信托基金管理条例。具体举措包括简化不动产投资信托基金(REITs)产品结构，明确 REITs 直接公开发行与上市规则；明确国务院证券监督管理机构对 REITs 进行集中统一监管；明确 REITs 的税收政策。
- 2020 年信用债大规模发行带来的影响正在显现。据统计，今年 3 月，将有 1.09 万亿元的信用债到期，规模创历史新高，对债券滚续提出较大挑战。在业内人士看来，虽然前 2 个月债市并没有出现明显滚续问题，但无论是从到期规模还是节后市场的情绪来看，3 月信用市场面临的问题都更大，是一季度末需要跨过的坎。
- 中国银行业协会秘书长刘峰表示，银行业金融机构要保持现有优惠金融支持政策总体稳定，坚持开发式帮扶，激发内生发展动力，助力完成好巩固拓展脱贫攻坚成果、推进乡村全面振兴、加强农村低收入人口常态化帮扶三项重点任务；要毫不松懈防范化解金融风险，大力规范整治重点业务，切实加强对互联网平台金融活动监管，继续做好防范化解金融风险各项工作，努力跑在系统性风险前面。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188