国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20210225

【财经新闻】

- 国家综合立体交通网规划纲要出台
- 通胀抬升之际美联储安抚市场
- 港府突然上调印花税 港股表现受影响

【行业动态与公司要闻】

- 竞逐新能源“战场”：粤电力斥资百亿入局
- “芯片之母”华大九天拟上创业板 大基金系重要股东

【国都策略视点】

- 策略观点：结构性牛市已换挡，中期防范政策拐点

【重点公司公告摘要】

- 格力电器：2 月 24 日首次实施第二期回购计划
- 奥马电器：TCL 家电集团将成为第一大股东

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3564.08	-1.99
沪深 300	5437.57	-2.55
深圳成指	14870.66	-2.44
中小板综指	13068.94	-2.06
恒生	29718.24	-2.99
国企	11509.73	-3.36
恒生 AH 溢价	135.83	1.06
标普 500	3925.43	1.14
NASDAQ	13597.97	0.99
MSCI 新兴市场	1398.20	0.04

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌
纽约原油	63.45	3.68
纽约期金	1804.00	-0.08
伦敦期铜	9497.50	2.68
伦敦期铝	2203.00	2.27
波罗的海干散货	1709.00	-1.04

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：陆星挺
电 话： 010-84183211
Email： luxingting@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

【财经新闻】

■ 国家综合立体交通网规划纲要出台

【中国证券报】近日，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。《规划纲要》明确，到 2035 年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网。

《规划纲要》提出，加快提升交通运输科技创新能力，推进交通基础设施数字化、网联化。全方位布局交通感知系统。推进智能网联汽车、智能化通用航空器应用。创新投融资政策，健全与项目资金需求和期限相匹配的长期资金筹措渠道。构建形成效益增长与风险防控可持续发展的投资机制，防范化解债务风险。

建设 4 大国际性综合交通枢纽集群

《规划纲要》明确发展目标是，到 2035 年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。交通基础设施质量、智能化与绿色化水平居世界前列。到本世纪中叶，将全面建成现代化高质量国家综合立体交通网。

《规划纲要》围绕优化国家综合立体交通布局明确，一是构建完善的国家综合立体交通网，到 2035 年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里左右；二是加快建设高效率国家综合立体交通网主骨架，实体线网里程 29 万公里左右；三是建设多层级一体化国家综合交通枢纽系统，建设面向世界的京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈 4 大国际性综合交通枢纽集群；四是完善面向全球的运输网络。

全方位布局交通感知系统

《规划纲要》强调，推进交通与相关产业融合发展。推进交通与现代物流融合发展。加强现代物流体系建设，优化国家物流大通道和枢纽布局。加快构建农村物流基础设施骨干网络和末端网络。发展高铁快运，推动双层集装箱铁路运输发展。加快航空物流发展，加强国际航空货运能力建设。培育壮大一批具有国际竞争力的现代物流企业等。

《规划纲要》表示，提升智慧发展水平。加快提升交通运输科技创新能力，推进交通基础设施数字化、网联化。推动卫星通信技术、新一代通信技术、高分遥感卫星、人工智能等行业应用，打造全覆盖、可替代、保安全的行业北斗高精度基础服务网，推动行业北斗终端规模化应用。构建高精度交通地理信息平台，加快各领域建筑信息模型技术自主创新应用。全方位布局交通感知系统，与交通基础设施同步规划建设，部署关键部位主动预警设施，提升多维监测、精准管控、协同服务能力。

《规划纲要》提出，加强智能化载运工具和关键专用装备研发，推进智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）、智能化通用航空器应用。鼓励物流园区、港口、机场、货运场站广泛应用物联网、自动化等技术，推广应用自动化立体仓库、引导运输车、智能输送分拣和装卸设备。构建综合交通大数据中心体系，完善综合交通运输信息平台。完善科技资源开放共享机制，建设一批具有国际影响力的创新平台。

《规划纲要》明确，加快既有设施智能化。利用新技术赋能交通基础设施发展，加强既有交通基础设施提质升级，提高设施利用效率和服务水平。运用现代控制技术提升铁路全路网列车调度指挥和运输管理智能化水平。推动公路路网管理和出行信息服务智能化，完善道路交通监控设备及配套网络。

《规划纲要》提出，创新投融资政策，健全与项目资金需求和期限相匹配的长期资金筹措渠道。构建形成效益增长与风险防控可持续发展的投资机制，防范化解债务风险。健全公益性基础设施建设运营支持政策体系，加大对欠发达地区和边境地区支持力度。进一步调整完善支持邮政、水运等发展的资金政策。支持各类金融机构依法合规为市场化运作的交通发展提供融资，引导社会资本积极参与交通基础设施建设。

■ 通胀抬升之际美联储安抚市场

【21 世纪经济报道】美国东部时间 2 月 23 日周二，美联储主席鲍威尔出席参议院银行委员会作证。鲍威尔在听证会上强调，美国经济复苏仍有很长的路要走，当前美国通胀率和就业率仍远低于美联储的目标，这意味美联储暂时不会结束量化宽松，也不会加息。鲍威尔的“鸽派”言论安抚了美国资本市场的“军心”。在经历了多天低迷之后，美股三大股指在美国东部时间 2 月 23 日止住颓势、探底回升，道指、标普 500 指数均由跌转涨。

多位受访专家对 21 世纪经济报道记者表示，美国经济的确已经步入复苏阶段，但是复苏的程度仍需视疫情的发展而定。他们预计，美联储将于 2023 年开始考虑是否加息。

美债收益率攀升引发市场“振荡”

自 2021 年初以来，美债收益率快速走高，基准的 10 年期美债收益率已经升破 1.3%，30 年期美债收益率于 2 月 23 日升至 2.2%，触及一年高点。

长端的美债收益率节节攀升预示着美国经济可能发生通胀，引发了投资者对美联储加息的忧虑，因此美股进入 2 月以来走势较为震荡。2 月 22 日，纳斯达克指数收盘大跌 300 多点，跌幅达到近 2.5%，前期大涨的科技巨头纷纷跳水。

资深金融学家李徽徽对 21 世纪经济报道记者表示，美股近期下跌主要是源于投资者对于美联储货币政策边际紧缩的担忧。“美债利率的快速上行，特别是长端利率，造成的国债收益率曲线陡峭，引发美国通胀预期的抬头。”

李徽徽补充称，投资者担忧美股的估值偏高。“美股的三大指数，市盈率现值都远超于 2003 年以来的中位数，具有代表性的标普 500 现值已达 32，而美国上市企业今年的盈利增长预测为单位数，从 PEG 角度来看盈利跟不上估值增长。”

不过，在鲍威尔发表讲话之后，美股三大股指探底回升，道指由原本的大跌 360 点转涨 15.66 点。截至美国东部时间 2 月 23 日收盘，道琼斯工业平均指数上涨 0.05%，报 31537.35 点；标普 500 指数上涨 0.13%，报 3881.37 点；纳斯达克综合指数下跌 0.5%，报 13465.20 点，跌幅为 0.50%。

鲍威尔在听证会上表示，尽管今年美债收益率大幅上升，且市场对通胀的忧虑加剧，但物价压力基本上仍较为温和，美国经济前景仍“高度不确定”。

鲍威尔在听证会的发言稿中指出，“美国经济距离我们的就业和通胀目标还有很长的路要走，可能还需要一段时间才能取得进一步实质性进展。”

鲍威尔强调，美联储“致力于使用我们的所有工具来支持经济，并帮助确保从困难时期复苏的势头尽可能强劲”。不过，鲍威尔并未在发言稿中提及市场最紧迫的担忧，即较长段的美债收益率在近期上升至新冠病毒大流行暴发以来的最高水平。投资者担心，联邦刺激计划导致的价格飙升可能迫使美联储提高短期借贷成本。

Bleakley Advisory Group 首席投资官 Peter Boockvar 在一份报告中称，“美联储关注就业，似乎非常愿意消化通胀上升和金融市场的过度行为等影响金融市场稳定的因素。但是，就像收益率曲线的长期端所看到的那样，市场在这方面也有发言权，它们正在大声疾呼。希望在某个时候美联储官员会听取意见。”

继续坚持“鸽派”立场

虽然市场担忧通胀预期抬升将令美联储决定加息，但是鲍威尔在听证会上重申了美联储不会加息。“我们将继续增持国债和机构抵押贷款支持证券，至少以目前的速度增持，直到我们制定的目标取得实质性的进展。这些购买行为和与之相关的扩表行为在很大程度上为经济提供了实质性的支持。”

李徽徽对记者解释称，“美联储之所以坚持不加息主要由三个原因决定。第一，实际通胀预期还是在可控范围内，即排除溢价因素之后，目前实际通胀率在 1.8%左右，还是低于 2%的目标。第二，就业比通胀更重要：通胀表现有周期性的因素，而就业将是支持物价上行的持续支撑，所以美联储和财政部都更关注就业数据。美国 1 月的失业率和新增非农就业人数都远低于预期，而且面临着结构性失业的问题，所以拉升就业和改善就业结构是美联储重中之重的任务。第三，美国经济的杠杆率太高，需要低利率支撑。不管是美国的财政赤字，还是美国企业的杠杆率，都是处于高水位，债务风险极大，如果贸然加息，债务成本上升，带来大量的违约和信用危机。”

鲍威尔认为，新冠病毒大流行“还对美国通货膨胀留下了重大影响”。他解释称，“在去年春季大幅下跌之后，去年剩余时间消费价格出现了部分反弹。然而，对于受疫情影响最严重的一些行业，物价依然特别疲软。总体而言，通货膨胀率仍然低于我们 2%的长期目标。”

中国人民大学重阳金融研究院研究员、合作研究部主任刘英对 21 世纪经济报道记者表示，美国经济已经进入复苏阶段，但是并不稳固，仍需货币政策的支持。

鲍威尔还表示，美联储去年修订了其应对通胀的方法。美联储采取了一个新的框架，允许平均通胀率在一段时间内高于 2%，然后再采取紧缩的货币政策。鲍威尔强调，“这一变化意味着，我们不会仅仅为了应对强劲的就业市场而收紧货币政策”。

至于美联储何时开始加息，李徽徽认为，随着新一轮的财政刺激，以及政策结构和侧重点调整，美联储加息和结束量化宽松的时间窗口会从 2025 年底提前至 2023 年底。

刘英认为，美联储或将从 2023 年第二季度才考虑加息，不过前提条件是经济稳固复苏以及疫情得到较好的控制。

疫情决定经济前景

鲍威尔指出，美联储和国会的积极政策是美国经济复苏的重要因素。尽管美国经济有所复苏，但是对于美国经济的前景，鲍威尔仍持谨慎态度，其认为美国增长仍然“不均衡，远未完成复苏”。

根据美国劳工统计局（BLS）公布的数据显示，1 月美国非农就业增加 4.9 万人，略低于市场预期的 5 万人，失业率则从 6.7%回落至 6.3%。

虽然美国失业率有所下降，但鲍威尔和其他高级经济官员指出失业率实际上约为 10%。与新冠病毒大流行开始前的 2 月相比，美国失业人数仍接近 1000 万。他同时强调，最近新增新冠肺炎确诊病例数量的下降和疫苗的持续接种给人们带来了希望。

不过，美国食品和药物管理局前局长 Scott Gottlieb 认为，美国从新冠病毒大流行中复苏不会是一个“线性进程”，即疫情风险逐月降低。他警告称，冬季可能更具挑战性，因为这是一种呼吸道病原体。“一旦 2021 年、2022 年再次进入冬季，我们就需要采取一定的预防措施。”

美国国家过敏症和传染病研究所所长安东尼·福奇此前曾表示，75%到 85%的人需要产生免疫力才能创造一把“保护伞”，实现群体免疫。

展望美国经济前景，鲍威尔表示，“尽管我们不应低估目前面临的挑战，但事态发展表明，今年晚些时候的前景将有所改善。特别是，疫苗接种方面正在取得的进展应该有助于加速恢复正常活动。与此同时，我们应该继续听从健康专家的建议，保持社交距离，并佩戴口罩。”

李徽徽向记者表示，美国经济已经进入复苏的阶段，预计今年的美国 GDP 增速会达到 5.6%左右。不过这一增速基于两个前提条件：一是美国的疫苗全面接种需在二季度展开；二是财政政策的侧重点调整到对于中小企业和居民的弥补损失方面，并通过直接现金补贴的方式。

刘英预计，美国经济将在今年下半年步入稳定复苏的阶段，复苏程度将视疫情情况而定，预计 2021 年美国 GDP 增速约为 5%。

■ 港府突然上调印花税 港股表现受影响

【券商中国】2 月 24 日午间，香港财政司司长陈茂波表示，香港计划将股票交易印花税提高至 0.13%。预算案提到，目前不适宜调整利得税及薪俸税税率，也不具备条件引入新税项。特区政府会持续审视、适时调整，并就新税项作研究及准备，适时开展讨论，寻求共识。

在此之前，香港经济日报就放出风声，印花税将提升。但很快，这条消息就撤了。而在今年 2 月 3 日，财经事务及库务局局长许正宇做出书面回应称，“有意见认为应调高股票交易印花税率以增加库房收入，同时亦有持相反意见者要求调低甚至取消股票交易印花税。

受此影响，香港股市出现大幅下挫。香港恒生指数一度暴跌 3%，恒生科技指数狂泻 5%。港交所下午开盘之后一度急杀 12%，随后有所企稳。南向资金亦疯狂卖出近 150 亿。

据香港财经事务及库务局提供的数据显示，香港政府除了 2016 至 2017 财政年度，最近 5 个财年的股票交易印花税实际收入均超过 330 亿港元。另据香港税务局资料显示，自 1993 年以来，香港股票印花税税率呈现连续下降态势：1993 年 4 月 1 日至 1998 年 3 月 31 日，税率为 0.15%；1998 年 4 月 1 日至 2000 年 4 月 6 日，税率降至 0.125%；2000 年 4 月 7 日至 2001 年 8 月 31 日，税率降至 0.1125%。2001 年 9 月 1 日至今，税率再度下降，至 0.1%，并沿用至今。

在港府《财政预算案》发布前，有建议考虑增加股票印花税，香港 01、文汇报、香港经济日报等本地媒体在过去一周都进行了较多讨论，猜测上调 0.01-0.1%不等。今日上午 11 时，香港经济日报发表报道，称财政司司长陈茂波将会增加股票印花税由现时的买卖双方各付 0.1%上调到 0.13%。

有反对的议员认为加税 0.1 个百分点，港股成交量至少减少 2 成。目前程式/量化交易投资者占现货市场 10-20%，衍生品市场 40-60%（衍生品市场目前无需交印花税）。有专业人士测算，从印花税从双边 0.1%上调到 0.13%，影响可能<5%。

印花税上调后，买卖双方合计将缴纳 0.26%的印花税，相比 A 股（0.1%）、新加坡（0.2%）稍高，仍低于英国（0.5%）。考虑到交易成本因素，这对个人投资者的交易意愿可能有一定影响，但对机构客户影响相对有限。

有业内人士认为，根据财政预算案，香港财政赤字达到 3000 亿元达到回归以来最高，退税上限由前两年的 20000 元下降到 10000 元，也不再像前两年派钱。根据文汇报报道，上调印花税率的提议获得了建制派的支持。投资者可能会担心，上调印花税等交易成本可能成为趋势；中长期香港财政可能出现一些问题。

【行业动态与公司要闻】

■ 竞逐新能源“战场”：粤电力斥资百亿入局

21 世纪经济报道讯 2 月 24 日 A 股遭遇深度调整之时，广东电力发展股份有限公司（下称粤电力，000539.SZ）的股价却逆势收涨。

这与该公司近日发布的一则消息相关：粤电力与新疆生产建设兵团第三师图木舒克市签署了合作协议，拟在图木舒克市境内投资建设规划装机总容量为 1.5GW 的光伏发电项目和 0.5GW 的风力发电项目，总投资约 105 亿元。

“大力促进公司能源清洁低碳化转型。”粤电力坦言，上述合作的签订对该公司走高效、清洁、低碳之路具有重大意义。

一个更为现实的问题是，拓宽新能源业务的发展边界，或许能成为粤电力重新激发业务活动的关键一步。财务数据显示，自 2013 年以来，该公司的营收“波澜不惊”，其盈利能力也一度有所退坡。反映到资本市场上，粤电力 A 失去了 2015 年一度逼近 600 亿市值的风光时刻，近期已经跌破 200 亿元。

然而，受“3060”碳目标以及“十四五”期间新能源发展高预期的影响，眼下的新能源“战场”已经“火药味十足”。前有五大发电集团相继发布“十四五”和“碳中和”发展目标，大力发展新能源；后有京能集团、浙能集团、申能股份等一众地方能源国企紧跟步伐，抢夺新能源发展资源。

群雄逐鹿之下，国内新能源领域正在掀起一场考验资金力和持久力的竞争。

早已落子风电领域

21 世纪经济报道记者查阅历史公告发现，粤电力所公布的图木舒克市新能源投资规模，已经创下了该公司新能源投资的历史纪录。

官方资料显示，粤电力是中国首批电力上市公司之一，其发电业务结构包括燃煤发电、天然气发电、水力发电、风力发电等。截至 2020 年底，粤电力拥有可控装机容量 23.27GW，控股装机 21.61GW。具体到各类能源装机情况：燃煤发电控股装机容量 17.15GW，占比 79.35%；天然气发电控股装机容量 3.72GW，占比 17.21%；风电、水电等可再生能源发电控股装机容量 70.74GW，占比 3.43%。装机容量结构显示，粤电力的主营业务以燃煤发电为主，这意味着煤电的经营状况将对该公司的业绩产生重大影响。

财务数据显示，自 2013 年以来，粤电力的业绩出现波动。与 2013 年相比，该公司近些年来的营收数据虽有反弹，但未能突破 300 亿元。而在 2016 年至 2018 年，粤电力的净利润连续三年遭遇较大幅度下滑，并在 2018 年一度低至 4.74 亿元。

而盈利波动的背后，燃料成本对该公司的业绩造成较大影响。以 2018 年为例，当年受市场化交易价差扩大以及动力煤价格居高不下的影响，粤电力发电业务的利润遭遇严重下滑。这其中，该公司 2018 年的燃料成本高达 179.39 亿元，占营业成本的 73.98%，因煤价持续上涨和发电量增加，较 2017 年上升 9.21 亿元。

但随着动力煤价格自 2019 年以来回落，粤电力的盈利得到修复。业绩预告显示，2020 年，该公司预计实现归属于上市公司股东的净利润为 16 亿元至 20 亿元，同比增长 39.52%至 74.40%。公司表示，“报告期内，受燃料成本降低等影响，火力发电主营业务利润同比上升。”

煤电结构占比过重，不仅左右粤电力的业绩，同时也不符合能源结构转型的发展。为此，入局新能源成为该公司的必然选择。

凭借地处广东的区位优势和资源优势，粤电力在新能源领域首先落子风电行业。

2018 年 3 月份，粤电力发布公告称，其全资子公司广东粤电曲界风力发电有限公司拟投资建设广东粤电湛江外罗海上风电项目（一期）工程，装机规模为 198MW，总投资为 37.39 亿元。根据当时的公告内容，湛江外罗海上风电项目（一期）工程风能资源较丰富，具备建设风电场的潜力，是已获得核准的广东省首批海上风电示范项目。该项目建成后，每年可为电网提供清洁电能 470.2GWh。按替代标准煤耗 315g/kWh 计算，每年可节省标煤消耗约 14.81 万吨。

21 世纪经济报道记者结合公开资料统计发现，截至目前，粤电力旗下共计持有风电项目总装机量 55.87 万千瓦。且在 2020 年，该公司旗下风电项目累计发电 12.79 亿千瓦时，发电量较 2019 年显著提升。

此次斥资百亿投资光伏和风电项目后，粤电力也就此拓宽了新能源业务的边界。填补光伏业务的空白后，该公司的电源结构优化具备了更多的想象空间。

地方能源国企竞逐新能源

在新能源领域的布局，粤电力不是第一家，也不会是最后一家地方能源国企。

2 月 24 日，乐山电力在投资者互动平台回复称，“公司密切关注国家太阳能光伏发电政策，依托公司参股的四川晟天新能源发展有限公司，利用四川省西部三州地区的高海拔、丰富的光照资源优势和地理优势，积极开发建设三州地区太阳能光伏项目，

并拓展业务规模，逐步开发西藏、云南、湖南等地太阳能光伏项目。”

这是地方能源国企积极开展新能源业务的一个缩影。

在过去一年，受“3060”碳目标以及“十四五”规划的影响，国内新能源行业迎来了井喷式的发展热情。且不论五大发电集团相继发布新能源发展规划，京能集团、浙能集团、申能股份等一众地方能源国企更是加大了新能源业务的投入。

在“地方军”中，京能集团对新能源业务的布局可谓是雄心勃勃。

2020 年的最后一天，京能集团旗下 H 股上市公司京能清洁能源私有化要约事项正式开始。这家能源上市企业私有化回归，引发了外界对京能集团旗下新能源资产整合的联想。

京能集团旗下共有四家能源类上市公司——A 股的京能电力、昊华能源，H 股的京能清洁能源、北京能源国际。这其中，两家 H 股上市公司承载着京能集团新能源资产。借助京能清洁能源、北京能源国际两家上市平台，京能集团在风电光伏领域大刀阔斧。

2020 年 12 月，京能清洁能源与 A 股上市公司嘉泽新能签署了装机容量近 500MW 的光伏、风电项目收购协议，拟继续加码新能源业务；2020 年 6 月，北京能源国际与中国新疆维吾尔自治区玛纳斯县地方政府订立开发新能源综合示范项目，该项目将配备光伏发电、光热发电、储能和制氢业务的设备，预期总装机容量将不少于 1000MW，预期项目总投资额约为 100 亿元。

根据京能集团近期发布的通知，该集团表示，“将大力实施‘风光战略’，择优建设一批百万千瓦级平价项目基地，依托特高压外送线路布局一批千万千瓦级新能源基地，到‘十四五’末，确保新增风电、光伏装机不低于 1500 万千瓦，集团内可再生能源发电装机占比不低于 50%。”

值得一提的是，新能源业务的投入是一场资金实力的比拼。为此，各大企业加快旗下新能源资产平台的上市步伐。

2020 年 12 月，浙能集团旗下浙江新能 IPO 过会，拟募资 19.1 亿元，加码海上风电项目。公开资料显示，浙江新能主营业务为水力发电、光伏发电、风力发电等可再生能源项目的投资、开发、建设和运营管理。截至 2019 年 6 月 30 日，该公司已投产电站控股装机容量为 1756.22MW，其中水电 795.20MW、光伏发电 947.52MW、风电 13.50MW。

同样在去年 12 月份，浙江新能源以 1834 万元收购了晶科科技全资子公司 70%股权，以提升光伏、风电容量占比。

■ “芯片之母”华大九天拟上创业板 大基金系重要股东

证券时报讯 EDA（电子设计自动化：Electronic Design Automation）是用来设计芯片的一种软件，被誉为“芯片之母”，是芯片产业皇冠上的明珠。作为国内规模最大、技术最强的 EDA 企业北京华大九天科技股份有限公司（简称“华大九天”）正式启动上市。

2 月 23 日，证监会披露了华大九天上市辅导信息。华大九天拟首次公开发行股票并在创业板上市，辅导机构为中信证券。中信证券与华大九天在今年 1 月 13 日签署了辅导协议。

华大九天成立于 2009 年，中国电子信息产业集团（CEC）旗下集成电路业务板块二级企业，现第一大股东为中国电子。华大九天董事长刘伟平在 EDA 和集成电路设计领域辛勤耕耘三十余年，是著名的熊猫 ICCAD 系统工具研发项目的亲历者。

创业已 11 年

2009 年，刘伟平带领原华大电子 EDA 事业部创立华大九天，致力于面向半导体行业提供一站式 EDA 及相关服务，是目前国内规模最大、技术实力最强的 EDA 龙头企业。华大九天总部位于北京，在南京、上海、成都和深圳设有全资子公司，并在日本、韩国、东南亚等地设有分支机构。

刘伟平在 EDA 和集成电路设计领域辛勤耕耘三十余年，是著名的“熊猫”EDA 工具研发项目的亲历者。刘伟平曾先后被聘担任全国 ICCAD 专家委员会委员、信息产业部全国软件专家委员会委员、国家 863 集成电路设计专项专家组成员、“核高基”国家科技重大专项实施专家组专家。

在 EDA 方面，华大九天可提供模拟/数模混合 IC 设计全流程解决方案、数字 SoCIC 设计与优化解决方案、晶圆制造专用 EDA 工具和平板显示（FPD）设计全流程解决方案，拥有多项全球独创的领先技术。

华大九天客户覆盖国内集成电路细分领域的众多企业，如晶圆制造领域的中芯国际、华力微电子、华虹宏力等，IC 设计领域的华为海思、中兴微电子、紫光展锐等，国内主要的 CPU 设计企业飞腾、兆芯、龙芯、华芯通等，以及液晶平板显示领域的京东方、华星光电、维信诺、咸阳彩虹、熊猫电子、重庆惠科等。

股东方面，华大九天是中国电子信息产业集团（CEC）旗下集成电路业务板块二级企业。天眼查显示，华大九天第一大股东为中国电子，持有公司 33.45%股份。另外，国家集成电路产业投资基金，即“大基金”也是华大九天的重要股东，持有 14%股份。

此外，上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“建元基金”）持有华大九天 17.42%股份，上市公司申通地铁作为有限合伙人，在 2019 年投资 7 亿元于建元基金，持有建元基金 70%合伙份额。

申通地铁公告称，建元基金是一个多元投资的组合，各项目收益有盈有亏，公司在建元基金中为有限合伙人，不执行合伙事务，公司只是财务投资者，不参与日常经营管理，只获得投资收益，预期年化收益在 7.8%，无其他收益。但受此消息刺激，去年从 5 月 18 日起，申通地铁连拉 9 个涨停板，一度区间累计涨幅高达 135%。

国内 EDA 企业仍在追赶

数据显示，全球 EDA 软件市场规模约 105 亿美元，其中 Synopsys、Cadence、MentorGraphics 三大 EDA 企业市场份额约分别为 32%、22%、10%，海外三大 EDA 软件厂商全球市场份额超过 64%，在中国的市场份额更是超过 95%。

除华大九天外，国内还有芯愿景、广立微、芯禾科技、概伦电子等一批国产 EDA 企业。但相比海外龙头，国产 EDA 企业差距不小。

从全球市场来看，2018 年，中国以华大九天、广立微、芯禾科技为首的 10 余家 EDA 公司销售额约 3.5 亿元，只占到全球市场份额的 0.8%。从国内市场来看，2018 年，我国 EDA 软件市场份额约为 5 亿美元左右，中国 EDA 企业占 5%左右，而国际三巨头占了其中 95%。行业内的高度垄断，也导致了国内公司（华为、联想等）使用 EDA 软件时依赖国外厂商。

相对国际巨头，国产 EDA 差距有三方面：一是缺少数字芯片设计的核心工具模块，无法支撑数字芯片全流程设计。二是对先进工艺支撑不够，暂未进入先进代工厂的联盟。三是缺乏制造及测试 EDA 系统，无法支持集成电路封测的应用需求。

虽然国产 EDA 企业难以提供全流程产品，但在部分细分领域具有优势，个别工具功能强大。例如，广立微电子的良率优化、博达微的快速参数测试、仿真端的华大九天和概伦电子实力强劲、后端的芯禾实力较强。

值得注意的是，同属 EDA 行业的芯愿景去年冲击科创板最终折戟。去年 5 月，芯愿景科创板 IPO 获得受理，成为国内首家申请 IPO 的 EDA 企业。

芯愿景成立于 2002 年，主营业务是依托自主开发的 EDA 软件，开展集成电路分析服务和设计服务。本次 IPO 拟募资 4.65 亿元，投向新一代集成电路智能分析平台研发项目、面向物联网芯片的 IP 核和设计平台开发及产业化项目、面向高端数字芯片的设计服务平台研发项目、研发中心升级强化项目及补充流动资金。

芯愿景的定位与华大九天等公司有些许不同，公司产品主要包括 IC 分析服务、IC 设计服务及 EDA 软件授权三大板块。其中，在 EDA 软件授权板块，芯愿景表示，公司将软件用途定位于 IC 分析服务和设计服务领域，以其作为保障主业开展的基础技术工具及核心技术。长期以来，公司直接授权客户使用软件获得的收益相对较小，商业模式、产品适用范围等与同行业的华大九天、铿腾电子、新思科技、明导国际等存在差异，可比性较弱。

纵观芯愿景的 IPO 历程，公司在去年 5 月 19 日招股书获得受理，之后在去年 6 月 15 日进入已问询状态，截至去年 12 月底终止审核，芯愿景对外披露了一轮问询回复。

【国都策略视点】

■ 策略观点：结构性牛市已换挡，中期防范政策拐点

1、结构性牛市步入业绩驱动的下半场。随着 20 年 5 月货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，20 年下半年起流动性驱动力边际收敛，结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

从估值水平来看，当前各主要消费、科技板块的估值普遍位于近十年偏高位置；当前申万一级行业的 PE、PB 分位数普遍位于近十年的 70%以上，仅建筑、房地产、银行、公用事业、商贸、传媒、纺织服装、有色、钢铁等周期为主板块的 PB 分位数位于 40%以下；当前万得全 A（剔除金融、两油）的 PE、PB 分位数位于近十年的 79%、69%，沪深 300、创业板指的 PE/PB 分位数各位于 95/71%、85/89%。

综合研判，本轮 A 股的结构性牛市，已由 18 年底至 20 年 6 月的提估值炒预期的上半场，自 20 年 7 月起切换至看业绩提估值的下半场；预计随着未来半年内宏观经济及上市公司业绩加速回升，估值相对安全的顺周期板块有望进入业绩与估值双升的戴维斯双击阶段而领涨；同时中长期内的科技龙头、消费白马股，业绩景气有望超预期上行，股价有望进入业绩快增而估值缓降的第二波上涨期。

2、上市公司业绩增速进入快速回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。考虑到公司业绩增速与名义 GDP 较强的正相关性，预计上市公司业绩同比增速自 20Q2 起的逐季上行态势，有望持续至 21Q1 见顶，21Q2 后逐季缓降但仍保持正增长。3Q20 主要指数的单季度业绩均普遍加速转正至两位数增长，三季度

万得全 A、万得全 A（剔除金融两油）、中小板、创业板、科创板的净利润同比增速分别恢复至+17.4%、+20.5%、+27.6%、+31.2%、+86.0%；预计万得全 A（剔除金融、两油）的 20、21 净利润同比增长+4%、+25%附近，此前 20Q3、20H1、20Q1、19 年净利润累计同比-2.9%、-14.6%、-41.9%、-3.6%。

3、A 股上市公司整体盈利能力转入上行期。三季报数据表明 A 股整体业绩增速逐季回暖，全年有望转正，且未来两个季度有望继续上行，盈利能力也触底回升，滚动 ROE 正处于上行周期并有望延续至 21Q3-22Q2 区间，上市公司整体基本面向好预期巩固。

统计近十年 ROE 变化曲线，经历了三轮下行、两轮上行周期，且每轮上行、下行周期平均约 8、7 个季度或两年；

其中，下行周期具体包括：

11Q1 至 13Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 9 个季度；

15Q1 至 16Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓降周期，时长 5 个季度；

18Q4 至 20Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 6 个季度；

上行周期具体包括：

13Q2 至 14Q3-Q4，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 6-7 个季度；

16Q2 至 18Q3，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 10 个季度，仅创业板因外延式受阻、商誉减值高峰而下降；

最近来看，各主要指数的 ROE(TTM)普遍于 20Q1 见底，并已连升两季，全 A 的 ROE 于 20Q2 见底、Q3 起回升；按 ROE 历史周期曲线推测，预计本轮 ROE 上行有望持续至 21Q3-22Q1 区间。

4、未来半年重点关注的两大关键变量：疫情防控与疫苗接种效果、中美货币政策转向信号

1）国内宏观政策显著转向信号：最敏感时段分别在国内经济内生修复动力持续性确认，全球疫情控制逐步见效、欧美经济确认复苏趋势，最大概率分别在 4 月中旬、6-7 月年中前后；

1 月中旬起欧美重视科学防控，叠加疫苗接种计划的实施，双管齐下后疫情趋势显著缓和，日新增病例已自顶点回落至目前的 30 万例附近，按期间日均下降例数、并参考近一个月的疫苗接种进度线性推测，乐观预计全球疫情有望于 3-4 月大为缓解，届时日新增例数有望降至万级别以内。

2）美元宽松政策逐步退出：若疫苗大规模接种后美国疫情防控见效，经济修复动力与趋势确立，则美联储大概率考虑逐步退出非常规宽松政策，届时美元流动性趋紧，对全球资产价格会带来估值收缩压力；结合以上美国疫苗接种进度来看，预计最快或在 7 月份附近。

3）近中期 A 股两大杀估值风险：一是国内外政策转向收紧压力，导致无风险利率上升，引发高估值的白马股或大幅杀跌。拜登赢得下任美国总统后，美国民主党掌控参众两院，大幅提升市场对于下届美国政府加大财政刺激方案通过实施的预期，已推升长端 10Y 美债利率近期快速重回 1.3%上方，创 20 年 3 月 20 日以来新高；中期来看，若未来拜登主政下的美国疫情防控与新冠疫苗接种有效快速落实，则疫情曲线回落下美国经济修复预期升温，或将推动 10Y 美债利率继续上升至疫情暴发前的 1.5-2.0%区间，突破 1.5%阈值后，境外资金对 A 股白马龙头股的估值容忍度或将大幅下修。

二是预期打得很足的新能源、电动汽车等板块，一旦高频数据不及预期或盈利释放未达预期，则容易引发预期下修的杀估值行情；1 月底以来以上板块部分龙头已开始释放高位震荡压力。

盯紧几个关键窗口期与数据：两会前后政策、4、7 中下旬季度中央经济工作会议的政策定调；新冠新增病例曲线变化、全球月度经济数据、7 月美联储议息会议。

风险提示：国内外流动性边际超预期收紧、海外市场大幅震荡等风险。

【重点公司公告摘要】

- **格力电器：2 月 24 日首次实施第二期回购计划**
- **奥马电器：TCL 家电集团将成为第一大股东**

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上