新时代证券-研究所晨报（20210209）

● 总量研究

策略研究：开始下注疫情后

未来半年，对资本市场影响最大的变化可能会是疫情的持续改善，现在已经到了开始布局的时候了。按照基本假设，2021 年 Q1 是全球疫情的高点，二三季度，随着疫苗接种人数增加、气温升高，大部分发达国家的疫情可能会有很快的下降，全球经济可能会再次上升一个台阶。

● 公司研究

联创电子：股权激励彰显成长信心，光学业务三年复合增速超 50%

事件：公司 2021 年 2 月 3 日发布 2021 年限制性股票激励计划草案，拟授予激励对象 360 人限制性股票 1578.5 万股，约占公司总股本的 1.51%，授予价格为 5.60 元/股。股权激励力度空前，凝聚公司核心骨干，彰显发展信心。此次股权激励数量为公司上市以来最多，达 1578.5 万股。ADAS 光学镜头最佳卡位优势凸显，光学业务整体高增长可持续。

盈利预测评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入为 75/97/123 亿元，归母净利润分别为 1.72/4.12/5.11 亿元，EPS 分别为 0.16/0.39/0.49 元/股，2 月 4 日收盘价对应 PE 为 62/26/21 倍，维持“强烈推荐”评级。

中芯国际：先进制程短期承压亟待更大突破，加码成熟制程空间广阔

事件：公司发布 2020 年四季度业绩快报：2020Q4 实现营收 66.71 亿元，同比增长 10%，环比下降 12%。先进制程短期承压、高研发投入亟待更大突破。

盈利预测评级:我们预计公司 2020-2022 年的营业收入为 274.7/3392/379 亿元，归母净利润分别为 43.33/45.8/51.72 亿元，EPS 分别为 0.56/0.59/0.67 元/股，2 月 5 日收盘价对应 PE 为 117/103/92 倍，维持“强烈推荐”评级。

比亚迪：刀片电池、DM-i 助力新能源车龙头两翼齐飞

DM-i 性能和经济性更优，预计带动公司插混销量超 30 万辆。从潜在市场空间来看，比亚迪 DM-i 车型价格最低下探到 10 万元级别，创插混车售价新低。DM-i10~23 万元的价格带对应着乘用车 60%左右的市场，潜在市场广阔。

盈利预测评级：我们预计将会带动公司汽车业务向上。我们调高 2020~2022 年汽车业务的业绩预测，预计营收有望分别达到 595、1068 和 1222 亿元，同比-6%、+80%和+14%。公司整体营收分别为 1508、2305 和 2795 亿元，归母净利润分别为 55、79、88 亿元，EPS 分别为 1.93、2.75 和 3.06 元，当前股价对应的 PE 分别为 129、91 和 81 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。

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	
有色金属	3.88%	纺织服装	-0.7%
化工	3.52%	非银金融	-0.46%
农林牧渔	3.39%	综合	-0.34%
休闲服务	3.35%	国防军工	-0.28%
建筑材料	2.96%	钢铁	-0.25%

相关报告

《刀片电池、DM-i 助力新能源车龙头两翼齐飞》2021-02-08

《开始下注疫情后》2021-02-07

《股权激励彰显成长信心，光学业务三年复合增速超 50%》2021-02-05

《先进制程短期承压亟待更大突破，加码成熟制程空间广阔》2021-02-07

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：开始下注疫情后 3
2、 公司研究 4
2.1、 联创电子：股权激励彰显成长信心，光学业务三年复合增速超 50% 4
2.2、 中芯国际：先进制程短期承压亟待更大突破，加码成熟制程空间广阔 4
2.3、 比亚迪：刀片电池、DM-i 助力新能源车龙头两翼齐飞 5

1、 总量研究

1.1、 策略研究：开始下注疫情后

未来半年，对资本市场影响最大的变化可能会是疫情的持续改善，现在已经到了开始布局的时候了。按照基本假设，2021 年 Q1 是全球疫情的高点，二三季度，随着疫苗接种人数增加、气温升高，大部分发达国家的疫情可能会有很快的下降，全球经济可能会再次上升一个台阶。货币紧缩的担心会一直存在，但只要政策目标利率不上调，这一担心可以推迟到二季度以后，最近两周的调整已经比较充分了。

（1）全球疫情出现快速下降。从 2020 年底开始，全球多个国家开始集中接种疫苗，1 月以来，全球新增新冠病例数出现较大幅度下降，这次下降的速度是 2020 年没有出现过的。虽然目前尚无法确认趋势能否持续，或者即使趋势持续，疫情能否控制到很低的规模也是无法确定的。但从投资的角度，不可能等一切都确定了再下注，提前布局疫情后的各种可能，将会是决定 2021 年投资者收益的胜负手。

在基本假设下，2021 年 Q1 是全球疫情的高点，二三季度，随着疫苗接种人数增加、气温升高，大部分发达国家的疫情可能会有很快的下降，甚至不排除到夏季的时候，大部分发达国家经济重启。但是到了秋冬季，可能还会再次有疫情冲击，不过规模 2020 年高点低很多。如果是这种情形的话，二三季度全球经济的热度可能会再次上升一个台阶。

（2）疫情后的经济，分歧大，机会也大。目前投资者对疫情后经济格局存在着很大的分歧，主要焦点是经济复苏、货币紧缩哪个力度大。乐观派认为由于美联储历史性的货币扩张，全球经济也将出现历史性的恢复和通胀，对盈利的正面影响可能会是历史性的。悲观派认为疫情后经济会恢复，但可能是缓慢的，很难恢复到比疫情前高的水平，而一旦货币紧缩，将会让全球资本市场出现系统性的估值下行。由于这一次疫情冲击和美联储货币扩张规模很大，由此产生的多空分歧也是历史罕见的。

我们的预测是偏乐观的。一方面，由于制度层面的因素，各国央行要“确定”经济很热，才会紧缩货币，如果提前太早，一旦错判，将会承担极大的压力。如果看 2008 年次贷危机后美联储的资产负债表，能够看到，央行资产收缩出现的时间会很晚。另一方面，从微观数据来看，大宗商品里，需求受疫情影响最大的是原油。在需求还未完全恢复的情况下，原油行业通过自我的产能和库存调节，已经让价格恢复到了疫情前的水平了。这充分反映了周期行业（包括很多制造业）产能格局非常健康，在产能健康的周期里，一旦需求能够持续回升，利润的弹性一般都会超预期。

（3）短期策略判断：调整已经充分。春节前后，投资者依然在关注短期的流动性，我们认为，只要央行不上调政策目标利率，流动性的冲击已经结束。春节后，全球经济有可能进一步摆脱疫情影响，进入新的回升周期，节后疫情和开工数据将会是推升市场上行的新动力。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 联创电子: 股权激励彰显成长信心，光学业务三年复合增速超 50%

事件：公司 2021 年 2 月 3 日发布 2021 年限制性股票激励计划草案，拟授予激励对象 360 人限制性股票 1578.5 万股，约占公司总股本的 1.51%，授予价格为 5.60 元/股，业绩考核目标为：2021 至 2023 年公司主营业务收入分别不低于 80 亿、100 亿、120 亿元，其中光学产业营收不低于 26 亿、45 亿、60 亿元。

股权激励力度空前，凝聚公司核心骨干，彰显发展信心。此次股权激励数量为公司上市以来最多，达 1578.5 万股；人数覆盖面最广，达 360 人，基本覆盖了公司所有中高层以及核心技术业务人员；行权条件也非常积极，2021 至 2023 光学产业收入年复合增长率超 50%。业绩设路高增长目标彰显公司对光学业务快速发展的信心和决心，凝聚公司核心骨干，实现公司长期健康发展。

ADAS 光学镜头最佳卡位优势凸显，光学业务整体高增长可持续。公司纯玻镜头和玻塑混合镜头方面处于行业领先水平，凭借镜头领域深厚技术积累。2020 年公司手机镜头及模组收入同比增长约 56%，车载镜头及模组收入同比增长约 123%。分市场来看，手机升级逐步聚焦光学领域，单机镜头成倍增加为镜头厂商带来业绩弹性，公司具备 6P/7P 等高阶产品及玻塑镜头制造能力，客户结构优质，手机镜头产能将由 20Q4 的 18KK/月扩充到 21 年的 36KK/月，手机镜头将持续放量；智能驾驶趋势带来镜头搭载量大幅提升，根据 ICVTank 数据显示，全球车载摄像头市场规模将由 2019 年的 112 亿美元提升到到 2025 年的 270 亿美元，公司车载镜头已获得世界主流方案商 Mobileye，英伟达等公司认可，已导入北美 T 客户、国内 W 客户等新造车势力，已提前完成技术、客户、资金、产能等产业资源准备，占据行业最佳卡位，为全球车载 ADAS 镜头核心供应商，未来随行业爆发，公司车载光学将连续迎来倍数级增长。此外，在智慧安防、无人机等新兴领域也正在大量导入客户体系。光学业务持续高增长可期。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入为 75/97/123 亿元，归母净利润分别为 1.72/4.12/5.11 亿元，EPS 分别为 0.16/0.39/0.49 元/股，2 月 4 日收盘价对应 PE 为 62/26/21 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。

2.2、 中芯国际：先进制程短期承压亟待更大突破，加码成熟制程空间广阔

事件：公司发布 2020 年四季度业绩快报 2020Q4 实现营收 66.71 亿元，同比增长 10%，环比下降 12%；归母净利润 12.52 亿元，同比增长 94%，环比下降 26%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比下降 82%，环比下降 96%，下降主要系第四季度计提的存货跌价损失增加所致。2020 年全年公司实现营收 274.70 亿元，归母净利润 43.33 亿元，分别同比增长 25%、142%，实现扣非归母净利润 16.97 亿元，扭亏为盈，主要系晶圆销量增加及平均售价上升共同影响而导致的收入增加、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。

先进制程短期承压、高研发投入亟待更大突破。受美国实体名单及美国对海思限制影响，公司先进制程产能扩充及收入短期承压，28/14nm 的营收占比由 20Q3 的 14.6%大幅下降至 Q4 的 5%，导致 20Q4 整体毛利率环比下降 4.83pct，为 21.46%（同比上升 0.14pct）。根据公告，公司会考虑加强第一代、第二代 FinFET 多元平台

开发和布建，并拓展平台的可靠性及竞争力，从研发支出来看，20Q4 研发支出为 1.94 亿美元，环比增长 22.6%，同比增长 14.4%，先进工艺亟待更大突破。

成熟制程需求强劲，产能持续加码，开拓空间。公司成熟制程需求强劲，产能满载，于产能扩充方面继续加码。公司 20Q4 营收结构中，40nm 及以上成熟制程约占 95%，其中 55/65nm 与 0.15/0.18 微米占比分别为 34%与 32.5%。根据公告公司 2020 年资本开支为 57 亿美元，主要用于上海 300mm 晶圆厂、控股的北京 300mm 晶圆厂以及天津 200mm 晶圆厂的产能扩充，2020Q4 晶圆产能(约当 8 英寸)约 52.10 万片/月，环比提升 2.1%，同比提升 16.1%，2021 年计划的资本开支约为 43 亿美元，其中大部分用于成熟工艺的扩产，小部分用于先进工艺。目前下游消费电子、新能源等持续发展，成熟制程需求将维持强劲，将带动公司收入高增长。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入为 274.7/3392/379 亿元，归母净利润分别为 43.33/45.8/51.72 亿元，EPS 分别为 0.56/0.59/0.67 元/股，2 月 5 日收盘价对应 PE 为 117/103/92 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：竞争加剧、先进制程研发不及预期、客户拓展不及预期。

2.3、 比亚迪：刀片电池、DM-i 助力新能源车龙头两翼齐飞

观点更新:：公司 1 月发布了比亚迪 DM-i 车型，我们认为 DM-i 系列车型的性能与经济性在同价位中更优，极具竞争力，我们预计将带动公司插混销量超 30 万辆。同时也将推动公司的整车业务市值提升。

国内插混车价格主要在 20 万元以上。从供给端来看，国内插混车在售车型价格较高，在 12 万元以上。插混销量市场主要是由 20 万元以上的 B 级车构成。目前国内插混车型销量占新能源车的比例约在 20%左右。在节能减排的背景下，插混汽车市场还有较大提升空间。

DM-i 性能和经济性更优，预计带动公司插混销量超 30 万辆。从潜在市场空间来看，比亚迪 DM-i 车型价格最低下探到 10 万元级别，创插混车售价新低。DM-i10~23 万元的价格带对应着乘用车 60%左右的市场，潜在市场广阔。从产品竞争力来看，DM-i 车型比同价格级别的竞品车型在动力性能和经济性上更优。细分来看，在 10~13 万元和 18~23 万元价格区间内 DM-i 车型尚无直接的竞争对手；在 13~18 万元区间内，DM-i 车型比其他插混车型的经济性表现更佳。我们预计在保守、中性和乐观情形下，21 年公司插混汽车合计销量分别为 26、32 和 40 万辆，其中 DM-i 车型分别为 20、26 和 34 万辆。

DM-i 系统优化，凸显高效和经济性。DM-i 车型优化配置：发动机搭载高效的骁云-插混专用发动机，变速箱变为单档减速器，电池则由三元电池变为刀片 LFP，电机和电控也做了深度的集成优化。根据我们的测算，DM-i 车型在材料成本方面进一步向燃油车靠拢，比燃油车只多出了 0.6~2 万元。

盈利预测、估值与评级：我们预计营收有望分别达到 595、1068 和 1222 亿元，同比-6%、+80%和+14%。公司整体营收分别为 1508、2305 和 2795 亿元，归母净利润分别为 55、79、88 亿元，EPS 分别为 1.93、2.75 和 3.06 元，当前股价对应的 PE 分别为 129、91 和 81 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，疫情波动风险。

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	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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/