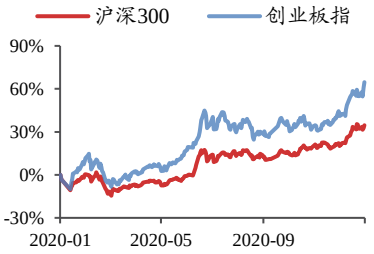
2021 年 01 月 22 日

开源晨会 0122

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	3.53
电气设备	2.99
综合	2.95
食品饮料	2.29
家用电器	2.29

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-0.92
房地产	-0.89
通信	-0.28
商业贸易	-0.06
建筑装饰	0.09

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】还周期以“成长”，看金融以“当下”——投资策略专题-20210121

在社融回落同时，三重信号也指示前期“宽货币”难重现，信用收缩与货币收紧或中性匹配。利率上行与经济不弱提供配置金融板块的最佳窗口期，市场已经开始定价银行的资产质量改善，下一个定价因子是盈利能力。而信用收缩与经济不差的组合将意味着银行将因供、需改善带来净息差提升，当前正处于银行业绩反转的时点，披露业绩快报的三家银行已经有所体现。我们测算得出基建与地产在 2021 年或许无法成为周期行业的增长点，但并不构成重要拖累：在海外生产与需求恢复中，原材料与中间品的短期业绩弹性将继续体现。

行业公司

【传媒】“获客、留存、变现”—六大视频平台深度对比——六大视频平台深度对比-20210121

（1）产品形态：共性为“泛娱乐”属性，差异在于内容受众、生产模式及产品定位。

（2）用户获取：共性为依托“内容+营销”吸引用户，差异在于平台用户画像。

（3）用户留存：共性为通过用户互动增强平台粘性，差异在于社区氛围、弹幕文化和互动形式导致的用户粘性。

（4）用户变现：会员与广告为主要收入来源，差异在于直播、电商等货币化新模式。

【电子：华天科技(002185.SZ)】定增募资扩充产能，把握先进封装发展机遇——公司信息更新报告-20210121

随着摩尔定律极限逼近，先进封装因能同时提高产品功能和降低成本成为未来主流发展方向。公司已自主研发出达到国际先进水平的多芯片封装（MCP）技术、多芯片堆叠（3D）封装技术、薄型高密度集成电路技术、集成电路封装防离层技术、16nm 晶圆级凸点技术、基于 C2W 和 TSV 的声表面滤波器封装技术等先进封装技术，加之募投项目对产品结构优化调整，未来公司有实力受益先进封装发展。我们维持公司原盈利预测，预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.28/0.38/0.45 元，归母净利润 7.63/10.36/12.47 亿元，当前股价对应 PE 55.3/40.7/33.8 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】还周期以“成长”，看金融以“当下”——投资策略专题-20210121

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

宏观环境变化：注重成长性的同时更要关注当下

在社融回落同时，三重信号也指示前期“宽货币”难重现，信用收缩与货币收紧或中性匹配。信用收缩对于流动性的影响的确认是快速的，但是对于经济预期来说可能是缓慢的：货币信用体系主导的基建地产产业链的下行可能比以往更具有“时滞”；另一方面当下制造业产能利用率已经回升至历史高位，其背后是制造业十年来投资需求的压抑和出口高增的共同结果，此背景下全球经济复苏中出口由替代效应走向需求效应的拉动，上述因素又不完全依赖于“社融”驱动的需求本身，而制造业的信贷环境本身也并未收紧。以上因素最终导致当下的宏观场景是：流动性开始逐步收紧，但是经济上行的动能尚未出现衰减信号。即使成长性仍然是股票投资的第一属性，但贴现率的上行将进一步要求：近期权重上升，远期权重下降。

金融：宏观环境进入最有利区间

利率上行与经济不弱提供配置金融板块的最佳窗口期，市场已经开始定价银行的资产质量改善，下一个定价因子是盈利能力。而信用收缩与经济不差的组合将意味着银行将因供、需改善带来净息差提升，当前正处于银行业绩反转的时点，披露业绩快报的三家银行已经有所体现。银行将面对两层逻辑的改善：第一，信贷更多向制造业倾斜的银行具有更大的业绩弹性甚至有成长性待发掘，此前在银行中已经出现了零售银行的成长性定价的先例；第二，在贴现率上行让资产近期权重提升后，成长性本身会弱化。银行的业绩拐点将从 ROE 回升的角度迎来 PB 的修复。同样出现资产端与负债端改善的还有保险业。而高 ROE 与低 PB 的房地产行业也将在上述宏观环境下具备配置价值。

周期龙头仍是优选，但重在平衡成长性与当期业绩

我们测算得出基建与地产在 2021 年或许无法成为周期行业的增长点，但并不构成重要拖累：在海外生产与需求恢复中，原材料与中间品的短期业绩弹性将继续体现。需要认识到的是，中期成长性对股价驱动弱化，但仍将形成支撑：重视制造业参与国际竞争，产能扩张形成了新的成长性。2020 年的疫情使中国制造显现出了产业链的完备性和成本优势，部分行业的产能扩张伴随着全球其它国家的产能退出，将形成盈利的成长性。纺织服装、化学纤维、运输设备当前已经形成了稳固的供给格局，以有色金属、大炼化、建材（钛白粉）为代表的行业甚至形成了成本优势和资源壁垒，表现为 ROE 和 ROIC 脱离周期性。

配置解法：关注当下，兼顾“成长”

长期成长性是资产选择的基石，但是受限与贴现率上行，短期业绩与估值性价比应该被赋予更高权重（高 ROE 同时兼顾低 PB）。我们推荐：（1）宏观环境转向金融定价的有利区间，资产端质量改善的银行以及在经济复苏中资产负债端均改善的保险将迎来机遇，同样的，房地产的长期价值正在出现；（2）在全球复苏共振与产业链重塑中寻找周期成长，但应赋予短期业绩更高权重：炼化、化纤、铜、油服、钛白粉、机械设备（生产用模具与施工设备）。

风险提示：疫苗效果不及预期；货币政策超预期宽松。

行业公司

【传媒】“获客、留存、变现”—六大视频平台深度对比——六大视频平台深度对比-20210121

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

（1）产品形态：共性为“泛娱乐”属性，差异在于内容受众、生产模式及产品定位。

（2）用户获取：共性为依托“内容+营销”吸引用户，差异在于平台用户画像。

（3）用户留存：共性为通过用户互动增强平台粘性，差异在于社区氛围、弹幕文化和互动形式导致的用户粘性。

（4）用户变现：会员与广告为主要收入来源，差异在于直播、电商等货币化新模式。

风险提示：（1）疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；（2）视频平台格局变迁受到多方面因素影响；（3）内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

【电子：华天科技(002185.SZ)】定增募资扩充产能，把握先进封装发展机遇——公司信息更新报告-20210121

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043

定增扩产，盈利能力有望提升，维持买入评级

2021 年 1 月 19 日，公司发布定增预案，拟非公开发行股票不超过 6.8 亿股，募资不超过 51 亿元。其中 9 亿元用于集成电路多芯片封装扩大规模项目，项目建成将达到年产 MCM(MCP)系列产品 18 亿只的产能；10 亿元用于高密度系统级集成电路封装测试扩大规模项目，项目建成后将形成年产 SiP 系列产品 15 亿只的产能；12 亿元用于 TSV 及 FC 集成电路封测产业化项目，项目建成后将形成年产晶圆级产品 48 万片、FC 系列产品 6 亿只产能；13 亿元用于存储及射频类集成电路封测产业化项目，项目建成后将形成年产 BGA、LGA 系列产品 13 亿只产能；项目建设期均为 3 年，另有不超过 7 亿元用于补充流动资金。我们维持原盈利预测，预计 2020-2022 年公司可实现 EPS 0.28/0.38/0.45 元，归母净利润 7.63/10.36/12.47 亿元，当前股价对应 PE 55.3/40.7/33.8 倍，维持“买入”评级。

封测产能紧俏，定增项目扩产同时增强规模效应

短期来看，受新冠疫情和国际地缘政治等因素影响，集成电路产能转移和国产替代步伐加速，封测产能严重吃紧，由此带动的封测厂涨价效应显著；长远来看，5G 通信、物联网、人工智能、大数据、云计算、汽车电子等新应用将推动集成电路产业快速发展，进一步扩大对封测产能的需求。叠加封测行业是规模效益较为明显的行业，公司定增募投在扩充产能同时扩大规模效应，盈利能力有望提高。

华天南京一期产能爬坡顺利，先进封测基地逐步起量

随着摩尔定律极限逼近，先进封装因能同时提高产品功能和降低成本成为未来主流发展方向。公司已自主研发出达到国际先进水平的多芯片封装（MCP）技术、多芯片堆叠（3D）封装技术、薄型高密度集成电路技术、集成电路封装防离层技术、16nm 晶圆级凸点技术、基于 C2W 和 TSV 的声表面滤波器封装技术等先进封装技术，加之募投项目对产品结构优化调整，涵盖了 MCM（MCP）、TSV、FC、SiP、WLCSP、Bumping 等系列未来发展的主流封装产品，因此，未来公司有实力受益先进封装发展，进一步提高市场占有率。

风险提示：募投项目进展不及预期、下游需求发展不及预期。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn