行业观点

● 宏观

经济复苏较有韧性，结构问题仍待修复-12 月宏观月报

报告要点：

？ PMI 稳中略降，成本攀升影响小企业

12 月中采制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点，略低于市场预期，连续 10 个月位于荣枯线之上。非制造业 PMI 指数为 55.7%，较上月回落 0.7 个百分点，继续位于较高景气区间。综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月回落 0.6 个百分点。总体来看，制造业稳步恢复，供给端维持良好趋势，生产指数与新订单指数仅低于上月的年内高点；需求端服务业维持高景气区间。但受原材料成本上涨、物流成本高企等原因影响，小型企业盈利空间遭受挤压，PMI 较上月明显回落至 48.8%。

？ CPI 由降转涨 PPI 持续修复，工业维持高增长

12 月 CPI 同比+0.2%，由降转涨，较上月回升 0.7 个百分点，食品价格上涨为主要驱动因素。PPI 同比下降 0.4%，维持温和修复趋势。12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%，增速较上月回升 0.3 个百分点；2020 年全年工业增加值累计同比增长 2.8%，增速维持回升趋势。

？ 消费低于预期、投资增速趋缓，进出口均景气

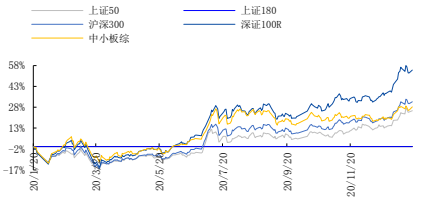
消费方面，12 月社零同比增速为 4.6%，较上月小幅回落 0.4 个百分点，低于市场预期。必需消费品增速总体上回归常态，粮油食品，中西医药仍维持相对高增，日用品增速基本与上月持平；部分可选消费品分项增速放缓，汽车当月同比增速出现较大幅度回落，较上月下滑 5.4 个百分点。制造业投资渐进恢复，全年制造业投资累计增速回升至-2.2%，较 1-11 月收窄 1.3 个百分点。房地产投资保持韧性，基建投资仍然偏弱。进出口方面，12 月我国进出口同比增长 12.9%，位于年内高位。其中，受海外经济边际复苏及节假日需求高增影响，出口同比增长 18.1%；进口同比增长 6.5%，增速整体回升，但其中大宗商品需求仍偏弱。

？ 社融小幅回落，信贷结构改善

12 月社融余额同比增速 13.3%，较上月小幅回落 0.3 个百分点。随着 12 月投资保持良好态势、财政支出回归常态，M2 出现小幅下滑但仍保持相对高增。社融增速小幅回落，政府债券融资出现边际回升。企业中长期贷款延续高增，信贷结构进一步改善。

整体上看，12 月宏观经济复苏较有韧性，但结构问题仍明显。生产与消费有所分化，工业增加值维持高增，制造业稳步回暖；而消费增速弱于预期，投资增速趋缓，但在海外疫情恶化环境下进口仍位于高景气区间。货币金融方面，社融小幅回落，M2 保持相对高增。由于打击资金空转和房地产融资监管进一步趋严，表外融资仍将影响社融增速。

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
C 华骐	78.72	467.56	0.00	0.00
C 盈建科	237.54	317.03	0.00	0.00
神通科技	9.66	64.01	0.00	0.00
欧普康视	113.36	30.63	21.85	39.54
正丹股份	8.33	30.56	92.82	56.87

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
美好置业	2.21	-20.22	-42.75	-43.19
孚日股份	3.63	-17.31	-15.38	-17.87
哈工智能	6.21	-12.41	-3.12	5.43
路畅科技	33.01	-11.79	22.35	44.91
拓尔思	8.75	-11.53	14.23	4.67

报告作者

分析师 房倩倩
执业证书编号 S0020520040001
邮箱 fangqianqian@gyzq.com.cn
电话 021-51097188-1892

2021 年初，受多地疫情反复以及原地过年倡议影响，预计节假日对生产的影响小于往年同期，但疫情可能对春节消费旺季造成冲击。考虑到春节前后流动性趋紧，后续需关注货币政策变动对资金面的影响情况。

风险提示：疫情变化超预期，中美关系超预期，政策不及预期

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

- **机械**

埃斯顿（002747）点评报告：与三一大订单落地，拉开 Cloos 国产化应用新篇章

事件：

1 月 19 日，公司发布公告，子公司 Cloos（北京）与三一重装签订合同共计 10,362.81 万元（含税），主要提供机器人焊接相关设备及技术服务。

报告要点：

(1)1 亿大订单落地，Cloos 国产化整合开局靓丽

2019 年 1-10 月，Cloos 全球收入约 10.5 亿元，其中亚洲地区收入约 2.33 亿元，与三一重装 1 亿订单约占其 2019 年 1-10 月亚洲地区收入的 58%，对 Cloos 在中国市场发展意义重大。Cloos 是德国百年焊接专家，在中厚板焊接领域技术领先。埃斯顿收购 Cloos 后，借助 Cloos 的技术优势，定制化适合中国市场的焊接产品，满足中国市场各种应用需求。三一重装由三一集团创建，主要从事大型煤炭机械综合成套设备制造，是行业技术的引领者。此次合同的签署表明埃斯顿收购 Cloos 后的整合工作进展良好，对后续埃斯顿帮助 Cloos 拓展国内细分应用市场起到了积极、乐观的示范效应。

(2)非公开发行加快落地，有望进一步夯实公司核心竞争力

1 月 16 日，公司发布公告，终止此前的非公开发行预案并重新申报，拟发行不超过本次发行前总股本的 30%，募集资金总额不超过 8 亿元（含本数）。此次修改的定增方案相对发行进展要更快，将有效解决公司的资金压力、降低资产负债率。同时，公司与国家制造业转型升级基金签订战略合作协议，将借助大基金优质的资源整合能力，促进与大基金有协同效应的企业进行合作对接，从而向“成为中国机器人的世界品牌”，在 2025 年进入全球机器人产业第一阵营的愿景迈进。

(3)下游制造业持续复苏，带动公司经营持续向好

12 月 PMI 指数为 51.9，连续十个月保持荣枯线以上，表明整个制造业仍在持续向好。以机器人为代表的工业自动化设备销量不断走高，2020 年 1-12 月工业机器人累计产量 23.7 万套，同比+19.1%，创历史新高，12 月单月工业机器人产量同比增长 32.4%，增速仍保持较高水平。疫情之下，中国制造业韧性将进一步得到验证，制造业加速恢复有望催生出如食品、仓储、光伏等企业对自动化设备的需求，从而带动公司业绩持续向好。

投资建议与盈利预测

预计公司 20-22 年归母净利润 1.18/2.59/3.23 亿元，对应 PE 分别为 220/101/81X，考虑到公司国产机器人龙头地位，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；下游需求不及预期；公司并购产生的协同整合效果不明显。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

● 消费

消费数据跟踪 2021 年第一期：消费增速逐季恢复，离岛免税高增长

报告要点：

*社零数据：12 月增速 4.6%，餐饮收入季度转正
12 月社零增速 4.6%，环比回落 0.4pct，全年社零总额同比下降 3.9%。分消费类型看，12 月商品零售同比增长 5.2%，环比回落 0.6pct，餐饮收入同比增长 0.4%，环比转正。分渠道看，全年网上零售额同比增长 10.9%，其中实物商品同比增长 14.8%，占社零总额比重上升至 24.9%；线下渠道各类业态中，全年超市零售额同比增长 3.1%，百货店/专业店专卖店同比分别下降 9.8%/5.4%/1.4%。分消费类目看，全年必选消费粮油食品/日用品/中西药品增长稳定，可选消费服装纺织/化妆品/金银珠宝/烟酒/通讯器材增速分化较大，12 月通讯器材、烟酒同比增长超过 20%。

*渠道：离岛免税高增长，电商平台规则调整
1）免税：离岛免税高增长，新政释放需求。据海南省商务部，2020 年全年离岛免税销售额达到 327.40 万亿，同比增长 127%，日均销售额自 7 月 1 日新政实施以来，由不到 1 亿上升至 1.3 亿，2021 年元旦期间达到 1.8 亿，免税消费需求迎来释放。2）电商平台：入驻规则调整，内容化程度加深。天猫、京东调整了入驻规则调整，对化妆品、个护、服装等热门品类进行开店限制。此外，天猫同时提升了店铺续签条件，要求只有年度累计销售额+基础服务考核分均达标者，才能续签经营。内容化上，淘宝直播升级为点淘，消费者只需点一点直播/视频中的产品，即可跳转购买链接。3）线下渠道：2021 年全国拟开业购物中心数量超 1000 个，华东地区占比近四成，上海地区拟开业数量全国第一。截至 2019 年底，全国购物中心存量突破 6000 家，受疫情影响，2020 年开业进程几乎停滞。

*消费品类横向比较：宠物线上增速持续爆发
2020 年 12 月，天猫+京东平台销售额前三行业为大家电、手机和女装，销售额分别达到 452.4 亿/395.5 亿/391.4 亿，同比增速 5.01%/10.40%/-5.65%。增速前三行业为宠物、处方药、医疗及健康服务，同比增长 1092.13%/476.29%/149.27%，宠物增速连续 6 个月超 1000%。均价前三行业依然是手机、医疗及健康服务、大家电，分别达到 2798.47 元/1230.72 元/1213.42 元，均价过千元，前三地位稳固。

*投资建议
积极关注可选消费龙头、免税及线上渠道，关注标的：珀莱雅、华熙生物、御家汇、上海家化、青松股份、周大生、稳健医疗、中国中免、值得买。

*风险提示
疫情影响，需求不及预期，政策风险

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：徐熠雯

● 传媒

游戏行业 2020 年数据跟踪第十二期：20 年出海收入同比增 33%，大厂新游上线表现优异

报告要点：
*行业数据跟踪

（1）行业：2020 年中国游戏市场销售收入 2786.87 亿元，同比增长 20.71%。手游市场销售收入 2096.76 亿元，同比增长 32.61%，手游用户规模达 6.54 亿人，同比增长 4.8%。出海方面，2020 年中国自主研发游戏实现海外销售收入 154.50 亿美元，同比增长 33.25%。
（2）产品及厂商收入：12 月 iOS 畅销榜头部产品保持稳定，大厂新品表现强势。腾讯《使命召唤手游》、网易《天谕》、三七互娱《荣耀大天使》等新游均进入畅销榜前列。
（3）版号情况：2020 年，共有 690 个运营单位、1405 款游戏成功获得了版号，其中国产游戏过审 1308 款，进口游戏为 97 款。12 月共发放版号 131 个，其中 89 个为国产游戏，42 个为进口游戏。心动网络《骰子元素师》，完美世界《非常英雄救世奇缘》，网易《王牌竞速》等国产作品获得版号。吉比特《魔法洞穴 2》，腾讯《罗布乐思》、《耀西的手工世界》《坎巴拉太空计划》，网易《糖果缤纷乐》、《游戏王：决斗链接》、《漫威超级战争》等多款进口游戏获批。
（4）重点厂商新游排期：2021 年 Q1 多款手游将集中上线。腾讯《妖精的尾巴》、《梦想新大陆》、《征服与霸业》、《秦时明月世界》分别于 1 月 20 日、3 月 3 日、3 月 26 日上线。字节代理 MMO 手游《镖人》将于 1 月 20 日上线。雷霆游戏《像素危城》、《一念逍遥》将分别于 1 月 21 日、2 月 1 日公测。
（5）渠道及买量：2020 年素材投放量同比增幅达 96.55%，图片素材投放量同比增长 11.11%，视频素材投放量同比增幅达 240%，短视频创意成为游戏营销的核心竞争力。市场头部效应加剧，规模靠前的买量公司榜中，腾讯、网易等游戏大厂和老牌买量厂商占据半数以上。随着版号管控以及渠道版号政策的趋严，市场流量将进一步向精品优质内容倾斜，素材精品化、运营精细化成为趋势。
*重点上市公司跟踪
完美世界：蒸汽平台上线在即，员工持股计划彰显长期发展信心。三七互娱：《荣耀大天使》首发表现优异，在研产品布局逐渐多元。吉比特：《问道》新年服带动流水，《一念逍遥》上线在即。游族网络：《少年三国志：零》S2 赛季正式开启，出海产品排名回升。腾讯：《使命召唤手游》进入畅销榜 TOP10，《妄想山海》上线。网易：端改手 IP《天谕》上线、《游戏王：决斗链接》暂未上线主流安卓应用商店。
*投资建议
2020 年中国游戏市场同比增长 20.71%，移动游戏市场同比增长 32.61%，出海收入同比增长 33.25%。长期看 5G 背景下云游戏开启新增长阶段，维持行业“推荐”评级。关注具备自研实力的完美世界，具备买量优势的三七互娱，具备长线化运营能力的吉比特，海外发行能力凸显自研进入收获期的宝通科技。
*风险提示
游戏流水表现不及预期、版号发放不及预期、政策监管等。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

● 电子

半导体行业跟踪：华虹半导体，国产功率器件行业风向标

报告要点：
？ 华虹半导体是国产功率器件行业指标，持续关注公司验证高景气逻辑
我们认为华虹半导体是国内功率器件市场景气度的重要指标之一，因为公司具有全球最大的功率器件代工产能以及国内领先的特色工艺技术，可以根据公司各季度排产情况逐期验证景气度持续情况。上一轮功率器件景气周期介于 17Q2-19Q1 期间，持续大概 6 个季度，该段时间公司单季度营收和毛利率持续改善。基于景气度持续假设下，我们认为产能利用率攀升和产品结构调整将持续改善公司基本面。
？ 上一轮通讯领域拉动需求，工业/汽车、电子消费品、通讯有望成为主力需求
5G 通信设备、汽车电子元件、清洁能源用功率器件多依赖特色工艺平台，从下游应用领域看，上一轮周

期中通讯类占比明显提升。公司分立器件营收占比 5 年间从 20%提升至 40%左右，对行业景气度验证具备参考价值。我们认为汽车、电子消费品和通信领域有望成为本轮景气度需求主力，驱动因素来自于基站建设、手机换机潮、新能源车高增长以及平价上网。

? 8 吋线满产+12 吋线产能利用率攀升速度超预期，公司有望持续建立产能优势

从产能方面看，上一轮周期公司 8 吋产线产能利用率处于接近满载的状态持续到 19Q1。目前，公司 8 吋产线产能利用率自 20Q1 触底反弹，近两个季度保持 100%以上的满产状态，12 吋新产线产能利用率攀升速度超预期，20Q3 达 56.4%，12 吋嵌入式闪存、逻辑射频及低压功率三大平台持续量产出货，后续将导入高压功率 IGBT 和超级节产品。

? 海外分立器件企业交货周期延长，疫情叠加国产替代多因素影响行业景气度

一般功率 MOSFET、晶闸管等功率分立器件交货周期是 8-12 周，根据富昌电子 20Q4 报告显示，分立器件国际大厂各类功率器件交期延长到 12-37 周不等，价格部分上调，目前货期延长状态达到上一轮周期大概 17Q4 水平。有别于上一轮周期，本次需求紧缺是从中游制造环节开始向上下游延伸，但是因为疫情对海外供应商影响较大加上国产替代趋势等多因素影响，景气度延续性需要持续跟踪验证。

投资建议

随着疫情影响降低，海外供应稳定，景气度延续性受具体下游需求驱动。我们对国内市场 2021 全年维持高景气度持相对乐观态度，因为除需求旺盛外还叠加国产替代逻辑。华虹半导体作为产能和工艺技术领先的龙头企业具有行业指标属性，建议持续关注。

风险提示

外部冲击风险；行业景气度持续时间不及预期；产能爬坡不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

重点报告

国元证券公司首次覆盖报告-海油工程（600583）：景气周期再现，把握业绩拐点

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓慧

报告要点：

1、油价突破 60 美元/桶在即，类似 2019 年的油服行业景气周期将再现。

海油工程是国内从事海上石油工程总包的龙头企业，业务涉及海上平台建造、海底管线铺设等，收入主要来自中海油国内开发支出。由于能源安全政策执行，2019 年尽管油价处于 60-70 美元/桶，中海油国内开发支出同比增长 40%。2020 年疫情爆发，全球经济受到冲击，油价暴跌，中海油缩减了原先乐观的资本支出预算。目前美国制造业新增订单同比已经实现正增长，中、美、欧元区制造业 PMI 已恢复至 50%以上，随着原油消费大国经济恢复，2020Q3 全球原油消费量环比提升 10%至 91 百万桶/天，有望不久后回到 2019Q4 的 101 百万桶/天水平，油服行业景气周期将再现。

2、订单量、钢材加工量等领先指标显示工作量不断增长。

海洋工程总包从设计、采购、预制到安装整个周期长达 2-3 年，订单可以作为判断后续工作量和业绩的指标之一，2020 年前三季度公司累计签订新订单 206 亿元，同比增长 13%。海洋工程设施普遍采用钢结构，钢材加工发生于导管架和模块的陆地制造阶段，钢材加工量在判断工作量的变化趋势上领先收入 4-6 个季度。2020Q3 钢材加工量同比增长 32%，表明公司工作量在不断增加，未来收入将随之增长。

3、收入规模、钢材价格、分包费用共同影响公司盈利能力。

总包对船队和建造基地要求高，行业资本密集，在经营杠杆作用下，盈利能力对收入规模非常敏感，收入提升往往伴随利润率改善。钢材作为主要的原材料，其价格直接影响到公司的营业成本，目前钢材价格水平已经处于历史高位，上涨空间受到挤压。2019 年工程费用占收入比重达到 48%，同比大幅提升，其主要构成是陆地建造分包费、船舶分包费等费用，公司为国内海洋工程唯一总包商，对分包商的议价能力强。

4、投资建议与盈利预测

随着全球经济好转，原油需求回暖以及能源安全政策执行，中海油国内开发支出增速有望重回高位。我们预计 2020/2021/2022 年海油工程收入分别为 180/228/313 亿元，归母净利润分别为 6/12/21 亿元，1 月 13 日，可比公司中油工程、博迈科 PE 平均值分别为 20/14/11 倍，考虑到公司领先的营运能力，给予 2021 年 19 倍 PE，首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。

风险提示

经济恢复低于预期、油价长期低于 60 美元/桶运行、中海油开发支出低于预期、钢材价格大幅提升、与分包商议价能力下降等。

重要新闻

- 工信部科技司司长刘多表示，支持北京打造全球最大的 5G 试验外场，组织基础电信企业以及国内外企业开展技术研发试验。
- 乘联会秘书长崔东树表示，2021 年乘用车市场全年增速批发在 9%左右，零售在 7%左右，全年呈现前高后稳的增长态势。
- 中国信通院：去年四季度我国互联网投融资活跃度维持高位，总金额大幅上涨，同比增长超过 110%；超 1 亿美元融资案例迎来爆发，规模几乎等于前三季度之和

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

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

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