行业观点

● 宏观

1、国元策略（2020 年第 11 期）十二月金股组合及投资逻辑

A 股策略：顺周期策略在疫苗大规模投入使用前大概率有效

顺周期的逻辑已经在中国权益市场开始演绎。目前市场的分歧在于其持续性。我们认为可以从两个角度思考这个问题：

1. 中国信贷脉冲一般领先经济复苏 9-12 个月，目前信贷脉冲逐渐减弱，但经济转弱可能仍然有一段时间。

2. 欧美经济依然在复苏初期，在疫苗大规模运用之前，库存去化速度难以证伪。

综上所述，我们认为目前的顺周期逻辑依然可以持续一段时间。在此基础上，我们认为港股的保险行业可能在两个驱动力下表现优于大盘：

- 2021 年海外市场流动性可能比中国市场更宽松，港股有可能受益于流动性溢价；
- 全球无风险回报率可能在疫情得到控制后回升。

全球策略：财政悬崖后的复苏预期

目前欧美市场的矛盾在于，一方面疫情的恢复大概率在明年春夏发生，但在此之前，财政政策和货币政策需要默契配合才能维持当前高估值市场的稳定。

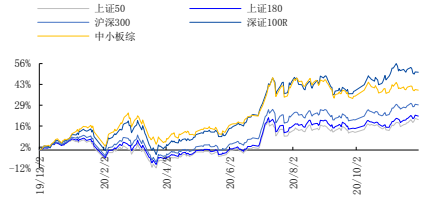
我们认为欧美货币政策大概率维持宽松，以扩表为代价实行宽松的财政政策。这意味着长债收益率的上行可能存在波折。在财政政策通过之后看过美国长债收益率可能更为保险。有鉴于此，考虑到过去两年铜金比和美国十年期国债收益率的高相关性，我们认为短期铜金比有回撤的可能，但长期依然看涨。

投资策略：顺周期投资策略，关注香港市场保险行业股票和铜金比。

风险提示：全球经济持续低迷，疫情发展超预期

分析师：虞珂（执业证书：S0020519070004），陈大鹏，房倩倩

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
国联水产	6.53	24.14	47.74	53.65
宏辉果蔬	13.55	20.02	28.19	41.40
润禾材料	42.57	20.02	15.33	191.63
声迅股份	38.51	20.01	0.00	15.92
高新发展	10.69	19.98	26.06	8.31

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
凯迪退	0.14	-22.22	-41.67	-83.53
龙洲股份	4.69	-20.10	16.67	8.22
永鼎股份	4.47	-20.04	-35.50	0.76
仁东控股	35.09	-20.01	-44.11	135.82
洛凯股份	10.49	-17.34	-13.45	-1.78

2、PMI 创年内新高，基本面持续向好-11 月 PMI 点评

报告要点：

？ 11 月 PMI 创年内新高

11 月中采制造业 PMI 指数为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，高于市场预期，连续 9 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.4%，较上月上升 0.2 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.7%，较上月上升 0.4 个百分点。

？ 供需协同发力，原材料价格上涨

整体上看，供需协同发力，各项分类指数普遍改善。11 月生产指数为 54.7%，较上月增长 0.8 个百分点；新订单指数为 53.9%，较上月增长 1.1 个百分点，其中新出口订单指数上行 0.5 个百分点至 51.5%。生产指数与新订单指数均为年内高点，工业生产延续良好趋势。11 月价格指数明显上行，原材料价格较上月增长 3.8 个百分点至 62.6%，出厂价格较上月增长 3.3 个百分点至 56.5%。

？ 小企业景气度均回升，服务业持续改善

11 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 53.0%、52.0%、50.1%，较上月分别上升 0.4、1.4、0.7 个百分点。伴随市场需求持续改善，大中小型企业景气度均有所回升。在疫情防控常态化态势下，经济基本面持续修复，居民消费需求回暖，服务业和建筑业保持在较高的景气度区间。

风险提示：政策不及预期，中美关系超预期，疫情发展超预期

分析师：虞坷（执业证书：S0020520070001）

重点报告

2021 年电子行业策略报告：电子产业创新与格局重构

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃，王舒磊，李雪峰

报告要点：

？ 本土 IC 设计亟待成长，精选赛道享双重红利

IC 设计作为半导体行业中极其重要的一环，是国产替代的重要组成部分。细分赛道来看，计算连接方面：5G、AIoT 技术的持续渗透将带动下游应用百花齐放，2021 年我国将进入 5G 新基建集中、大规模部署阶段，将全面开启 5G 数字化转型。处理器芯片、无线蓝牙芯片作为下游产品的核心芯片将会优先受益。与此同时中美摩擦下，关键芯片国产化进程已刻不容缓，RISC-V 架构开源的特点有利于国产芯片实现自主可控，中国作为 RISC-V 阵营的中坚力量，一直致力于 RISC-V 生态体系建设，随着其深入发展未来将会加速国产芯片实现自主可控。建议关注新能源汽车、AIoT 下国产主流 APU、MCU 以及 Wi-Fi 蓝牙芯片厂商的发展机遇。

存储芯片方面：NOR Flash 需求继续提升。我们认为 2021 年 NOR Flash 的需求将继续提升，显著的驱动力来自于：①可穿戴产品功能的提升带来产品空间提升的需求，如未来新款 AirPods 有望搭载 256MB 的内存；②以智能电表为代表的新兴物联网领域以及③AMOLED 屏幕渗透率的进一步提升。大宗存储方面，伴随着 3D NAND 堆叠层数的提高，单位容量的 NAND Flash 的价格将持续走低；而受智能手机和服务器明年需求量提升的预期影响，DRAM 价格有望全年呈上升的趋势。

模拟芯片方面：继续把握国产替代带来的成长性。展望明年模拟芯片市场，国内企业将继续通过扩展新品+国产替代的逻辑继续成长。下游领域方面，通讯基站建设、消费电子需求提升等领域仍将是国产模拟芯片的主要增量需求。在此逻辑之下，具备更强烈国产替代需求的客户将为模拟芯片企业带来更好的成长

性。

? 功率器件传统应用需求稳定，新兴领域为行业赋能

功率半导体用于泛电力电子领域，传统需求增速缓慢，未来主要依靠新能源汽车、可再生能源发电、变频家电等带来的巨大需求缺口。IHS 统计，国内成熟市场规模约 940 亿元，我们经过测算国内新能源汽车、充电桩、光伏和风电四个新兴纯增量市场空间约 200 亿元。短期受益于功率器件价格调涨和疫情后经济复苏需求，长期看好新能源领域的海量新增需求。

? 半导体制造是电子行业底部支柱，国产化趋势持续向好

整个集成电路拥有极长的产业链，其中制造和封装测试环节是将 IC 设计方案具体落实成实物芯片的基础，也是支撑整个电子计算机行业大生态的底部核心支柱。

代工和封测底层逻辑：5G、汽车电子、AIOT 等新需求有望推动半导体行业进入新一轮景气度上行周期，对应产业链中下游制造产能和技术需求。

代工：1）短期受美国制裁影响，先进制程承压，中长期我们看好新一代 N+1 工艺在增效降本方面的改善，以及下游对 14/28nm 平台旺盛需求。2）成熟制程目前产能供不应求，产能紧缺情况有望延续到明年年中，5G、新能源、消费增量需求有望快速填补新建 12 寸成熟工艺产线空缺。封测：封测需和晶圆制造产能匹配，预期新兴需求带来的巨大增量使封测线产能利用率维持在高位，封装集成化趋势推进高级封测需求。

半导体设备和材料底层逻辑：产能扩张+国产替代趋势给国内供应商更多机会，设备对应扩产期，材料对应扩产后期，短期受益于周期内的上行区间，长期受益于渗透率的提升。

设备：未来两年中国大陆存储和逻辑产能建设进入洪峰期，20/21 年新增晶圆厂 12/8 座，国产设备龙头技术储备整体处于 14/28 纳米，对接大陆新增产线技术需求，预计未来两年设备企业盈利将持续改善，且在客户多样化需求驱动下逐渐丰富机台种类，提升国际影响力和技术竞争力。材料：作为晶圆制造的日常耗材，遵循产能建设后期逻辑，材料市场需求扩容。我们认为未来材料端国产替代进程将从易到难、从低端到高端循序渐进，目前替代速度较快的是靶材、电子特气和湿法化学品，而硅片和光刻胶相对滞后。

? 消费电子：关注智能手机与可穿戴的投资机会

智能手机方面，由于疫情的发展减缓了 2020 年手机市场需求的提升，2021 年手机市场有望在疫苗研发顺利、5G 换机继续进展的情况下迎来景气周期。手机下游各细分市场中，我们认为可以关注如下投资机会：光学领域的国产厂商有望逐步提高高像素的份额占比，进而获得业绩提升；手机充电领域也非常值得关注，一方面无线充电的渗透率整逐步提升，另一方面伴随着苹果取消附赠充电头，三方快充头将成为明年重要的需求方向。

可穿戴领域来看，TWS 仍为 2021 年明确方向，在苹果取消随机附赠耳机后，将会催化 TWS 耳机成为智能手机配套产品迎来更大市场空间。我们看好在可降噪等主要功能升级后安卓端市场的成长性；智能手表方面，在疫情催化下其差异化定位属性凸显，看好在续航、医疗健康等技术提升后，智能手表行业迎来拐点。

投资建议

计算芯片：晶晨股份、全志科技、寒武纪、瑞芯微、富瀚微、中颖电子

连接芯片：乐鑫科技、博通集成、澜起科技、恒玄科技、卓胜微

传感芯片：韦尔股份、汇顶科技、敏芯股份

存储芯片：兆易创新、北京君正、聚辰股份

模拟芯片：圣邦股份、思瑞浦、晶丰明源、芯朋微、芯海科技

功率器件：斯达半导、华润微、新洁能、闻泰科技、扬杰科技、捷捷微电、士兰微

晶圆代工：中芯国际、华虹半导体

设　备：北方华创、中微公司、华峰测控、精测电子、芯源微、盛美半导体
材　料：雅克科技、立昂微、晶瑞股份、菲利华、安集科技、金宏气体、鼎龙股份
封装测试：华天科技、长电科技、通富微电、晶方科技
消费电子：歌尔股份、信维通信、韦尔股份、水晶光电、电连技术、蓝特光学
风险提示
下游需求发展不及预期；技术研发不及预期；晶圆代工风险；外部冲击风险。

2021 年计算机行业策略报告：后疫情时代，数智化加速

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：
2020 年计算机行业涨幅居中游水平，业绩拖累行业表现
截至 2020 年 11 月 27 日收盘，年内计算机（申万）指数上涨 10.78%，涨幅在申万各行业中排名第十七，处于中游水平，表现一般，我们认为原因包括：新冠肺炎疫情导致下游政企客户的 IT 预算和支出受到一定影响；新冠肺炎疫情导致招投标和现场服务受限，交付进度延缓，影响收入实现；执行新收入准则，部分公司的收入确认受到一定影响。
疫情加速科技产业深度变革，聚焦高价值高成长黄金赛道
当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革加速推进，云计算、5G、人工智能、大数据、区块链等新一代信息技术快速发展，新兴商业模式不断推陈出新。云计算、在线办公等在今年的新冠肺炎疫情中充分体现了优势，未来各行业有望加速数智化转型。展望 2021 年，我们认为：云计算、5G、人工智能等是全球科技产业变革的核心领域，技术创新和资本涌入驱动相关公司快速成长。同时，B2B、金融信息服务等行业充分利用现代信息技术的优势，加速商业模式的变革，不断丰富产品和服务内容，已经逐步走向繁荣。
“十四五”开局，各领域信息技术应用创新有望加速推进
2020 年 11 月 3 日，《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：制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战。我们认为，“十四五”期间，在政策的推动下，信息技术应用创新有望在各个行业全面展开，国产基础软硬件产品将由“可用”向“好用”演化，万亿级别的市场空间有望全面打开。从细分领域来看，工业软件、网络安全、政府信息化、智能安防、金融科技、医疗信息化等领域，有望迎来新一轮成长周期。

投资建议
云计算：广联达（数字造价 SaaS 服务转型效果逐步体现，数字施工开拓蓝海市场）、用友网络（企业级软件龙头聚力云服务，高成长确定性强）、金山办公（乘信创东风，国产办公软件龙头持续高成长可期）、石基信息（下一代酒店云解决方案助力公司全球化）；
5G 应用：中科创达（掌握操作系统核心技术，赋能万物互联时代）；
网络安全：安恒信息（聚焦新兴网络安全领域，持续快速成长）、奇安信-U（高研发投入驱动公司高速成长，盈利能力逐步改善）；
金融科技：长亮科技（聚焦银行核心系统，进军国有大行市场）；
医疗信息化：卫宁健康（新一代产品 WiNEX 助力公司高质量成长）；
政府信息化：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）。

风险提示

新冠肺炎疫情反复；宏观经济下行，政企客户的 IT 预算收缩，IT 投资减少；信创产业相关政策落地低于预期；医改落地低于预期，相关信息化建设进展缓慢；金融科技监管趋严，相关 IT 投资进度不及预期；5G 投资低于预期，下游应用发展受影响等。

机械行业 2021 年投资策略：乘风向上，国产崛起

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓辉，秦亚男，李嘉伦

报告要点：

2021 年装备制造业周期上行，看中国制造自信崛起。

按照历史经验，2020 年制造业将启动新一轮复苏周期，但是 2020 年年初爆发的新冠疫情打破了市场自身运行的节奏，导致需求骤降、库存被动累积，随后国内疫情得到控制，需求逐步回暖，被动上升的库存才开始去化。2020 年 10 月，我国工业产成品存货累计同比+6.9%，相比于 9 月份的累计同比增速 8.2%仍有所下降，我们判断，随着下游需求逐渐爬坡，工业生产信心持续恢复，2021 年我国库存周期有望从“被动去库存”转为主动补库存。观测如工业机器人、金属切削机床、叉车等主要的中游通用资本品产量数据可见，产销量同比大幅增长，且走势相对一致，表明下游需求已率先实现复苏；根据历史销量呈现的规律，预计 2021 年中游通用装备需求仍延续上升态势。值得关注的是，在此轮叠加国内外疫情压力测试的上升周期中，中国制造全球供给替代明显，产业链的完整性和稳定性优势凸显，逐渐承接了欧美日等国的订单，替代进口的进程日益加速。例如，工程机械领域，三一重工、徐工机械等国内主机厂加速取代外资主机厂的历史地位，恒立液压、艾迪精密逐步取代 KYB、川崎重工、力士乐等传统液压件品牌，国产机器人厂商埃斯顿和机器人“四大家族”差距越来越小。国内优质装备龙头厚积薄发，迎来绝佳弯道超越的历史机遇。

通用设备：全面复苏，坚定看好

2021 年处于装备制造业全面景气上升的爆发阶段，下游需求持续旺盛，中游各类装备产量销量有望大幅增长。建议重点关注国产工业机器人龙头埃斯顿、埃夫特、拓斯达，激光产业链上的光纤激光器龙头锐科激光和激光切割控制系统龙头柏楚电子，国产工控龙头汇川技术和信捷电气，叉车行业双龙头安徽合力和杭叉集团以及机床板块的细分龙头创世纪、亚威股份、海天精工、国盛智科等。

专用设备：择木而栖，优选龙头

主线 1：工程机械。受益于新增投资+更新替代+人工替代等多重因素叠加，我国工程机械行业需求韧性十足，仍延续景气向上趋势。长期看，我国城镇化率不断提升以及人工成本呈现持续上升的不可逆趋势，我国工程机械保有量仍有望温和上升。建议重点关注主机厂龙头三一重工、浙江鼎力、中联重科、徐工机械以及液压零部件龙头恒立液压。主线 2：木工机械。受益于地产投资韧性带动的国内竣工后周期以及家具出口超景气，木工机械行业需求持续旺盛。建议重点关注产业链及产能布局完善并且逐渐突破大客户的弘亚数控。主线 3：光伏设备。当前硅片端扩产持续，除中环、隆基等硅片端龙头外，上机数控、晶科等企业也积极布局硅片端，建议重点关注单晶炉龙头晶盛机电。主线 4：油服装备。2020 三季度起，以中国和美国为代表的原油消费国经济均有好转，抑制油价的主要不利因素在逐渐消除。国内三大石油公司“七年行动计划”的执行带来油价恢复盈亏平衡点后国内资本支出的报复性上涨可能。建议重点关注杰瑞股份、石化机械和中海油服。

风险提示：

固定资产投资增速下滑；市场竞争加剧；疫情反复加剧的风险。

重要新闻

- 据 Gartner 统计，三季度全球售给终端用户的手机销量总计 4.01 亿部，同比下降 8.7%。三星和 小米 今年首次实现增长，其中 小米 手机销量同比增长 34.9%，并首次超过苹果位居第三， 华为 手机销量同比下降 21.3%。
- IDC《中国可穿戴设备市场季度跟踪报告》显示，第三季度，成人手表市场出货量 450 万台，同比增长 76.8%，创下近一年来增速新高。
- 教育部科学技术司一级巡视员高润生透露，正在积极推进教育信息化的中长期发展规划和“十四五”规划的编制，也正在研究出台“互联网+教育”的指导意见，从宏观层面为我国教育信息化发展加强顶层设计，指明发展方向。

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