民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 11 月 30 日

- **客户观点反馈**

在海外风险释缓、外资回流及国内经济复苏持续背景下，整体指数有望展开跨年行情，顺周期的相对景气和估值优势将进一步强化板块行情，顺周期工业板块继续关注：基本金属、能源金属和化工；可选消费板块，重点关注家电、汽车、白酒、家居以及受益后疫情时代出行恢复的酒店、景区等。

- **总量观点**

【民生宏观】宏观杠杆率高点已过，即将自然回落

（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

2020年三季度宏观杠杆率比无疫情情形累计提高17.1个百分点。宏观杠杆率比无疫情情形累计提高17.1个百分点。在未发生疫情的情况下，假定2020年名义GDP和债务保持平稳增长，到2020年三季度宏观杠杆率为254.7%；疫情发生后，截至2020年三季度，宏观杠杆率为271.9%，累计比无疫情情形提高了17.1个百分点。

GDP端是宏观杠杆率大幅上升主要原因。对前三季度宏观杠杆率上升因子进行分解，可以发现，今年一季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高9.4个百分点，GDP端和债务端贡献分别为6.7个和2.6个百分点；今年二季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高14.7个百分点，GDP端和债务端贡献分别为8.9个和5.6个百分点；今年三季度，宏观杠杆率较无疫情情形提高17.1个百分点，GDP端和债务端贡献分别为9.6个和7.2个百分点。

2021年全年GDP增速预计达10%左右。用环比预测同比的方法预测2021年GDP，悲观情形下，2021年Q1-Q4 GDP增速分别为20.5%、8.8%、7.0%、5.9%，全年增速为9.9%；基准情形下，2021年Q1-Q4 GDP增速分别为20.6%、9.1%、7.5%、6.4%，全年增速为10.2%；乐观情形下，2021年Q1-Q4 GDP增速分别为20.6%、9.3%、7.9%、6.9%，全年增速为10.5%。也就是说，2021年中国GDP增速预计达到10%左右。

在GDP加速复苏下，宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程。从定义上看，宏观杠杆率等于债务余额与现价GDP的比值，分子和分母的变动都会引起宏观杠杆率的相应变动。考虑到未来债务余额增速将稳中有降、GDP增速将继续提高直到2021年一季度达到高点，这意味着2020年四季度和2021年一季度宏观杠杆率将经历一个自然回落的过程（图11）。这对货币政策的含义是，尽管货币政策可能会出现一次性收紧，但2021年没有持续收紧的必要。

风险提示：通胀超预期、疫情恶化超预期、信用违约超预期等。

【民生宏观】库存周期即将开启的三个证据

（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

第一个证据是10月PMI产成品库存降幅远大于PMI原材料库存

10 月 PMI 产成品库存为 44.9，相比 9 月的 48.4 下降 3.5；10 月 PMI 原材料库存为 48.0，相比 9 月的 48.5 仅下降 0.5，产成品库存降幅大于原材料库存，说明由于需求旺盛，工业企业出现被动去库存的现象，补充原材料的速度赶不上产成品消耗的速度。

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生有色】持续推荐铜铝锂，关注稀土涨价

【民生计算机】银行 IT 景气度不断提升，格局改善利好核心厂商

【民生教育】行动教育过会，A 股教育再添生力军

【民生传媒】关注顺周期复苏和细分板块绩优龙头

第二个证据是5月以来PMI新订单与PMI生产差值缩小

5 月以来 PMI 新订单与 PMI 生产的差值逐渐缩小，从 2.3 缩小至 1.1，PMI 新订单主要反映工业企业需求端景气程度，PMI 生产主要反映工业企业供应端景气程度，二者差值缩小说明随着需求的恢复，工业领域供过于求的状态逐步得到缓解，需求上升预计能带动库存回补。

第三个证据是PMI生产经营活动预期恢复至历史较高水平

PMI 生产经营活动预期指数体现了制造业企业对未来 3 个月内生产经营活动整体水平预计，10 月该指数为 59.3，处于历史较高水平，说明工业企业企业对未来 3 个月生产经营处于乐观状态，在这种情况下，工业企业有进一步补库存的动机。

未来展望：复苏阶段继续看好周期股

根据 WHO 预测，明年欧美大部分人群有望接种新冠疫苗，发达国家疫情可能初步得到控制。在这种背景下，明年全球经济有望反弹，带动石油等大宗商品价格上行，对周期股形成利好。我们维持明年原油中枢从 40 美元/桶上行至 60 美元/桶的判断，复苏阶段继续看好周期股。

风险提示

海外疫情发展超预期，社融增速下降超预期，房地产政策收紧等。

● 行业观点

【民生电子】功率半导体量价齐升，国产替代正当时

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

下游需求旺盛，带动功率半导体市场空间持续增长

功率半导体应用领域广泛，下游需求旺盛带动功率半导体市场规模持续增长。1）新能源车渗透率提升带动功率半导体需求增长，预计 2025 年中国新能源汽车用功率半导体市场规模将达 104 亿元。配套充电桩数量增长叠加快速充电需求驱动充电桩功率提升，预计 2025 年充电桩用功率半导体市场空间将达 35 亿元。2）新能源发电市场规模持续扩张，预计 2025 年光伏逆变器用功率半导体市场空间约为 44 亿元。3）5G 时代，基站数量扩充且功率提升，叠加云计算、雾计算扩容，加大功率半导体使用需求。4）家电变频化&消费电子快充化，驱动功率半导体用量进一步增加。据 Omdia 预测，全球功率半导体市场规模将从 2020 年的 430 亿美元增至 2024 年的 525 亿美元，复合增速约为 5%。

晶圆代工产能紧张，功率半导体价格有望上涨

疫情“宅经济”推动电脑、平板类产品需求增长，三季度起汽车、家电市场景气度持续回暖，5G、物联网等产业持续推进，加上芯片厂商因供应链安全需要提高安全库存，晶圆代工产能需求大增，代工厂产能利用率始终处在高位，此外 8 英寸新产能投产还需时日，预计短期内 8 英寸产能紧张仍将持续。近期部分代工厂已宣布提高 8 英寸晶圆代工价格，联电通过法说会证实了目前部分晶圆代工厂 8 英寸晶圆涨价的信息，并考虑调高 2021 年第一季度价格。世界先进目前也正在与客户商谈 8 英寸晶圆代工价格上涨事宜。预计 8 英寸晶圆代工的涨价情况将向下游传导，以 8 英寸晶圆为主要应用平台的功率半导体价格有望上涨。

性能优势&成本下降，第三代半导体材料将加速渗透

与硅基材料相比，GaN、SiC 等第三代半导体材料具有更宽的禁带宽度、更高的击穿电场、更高的热导率等性能优势，更适于制作高温、高频、抗辐射及大功率器件。随着“冷切技术”等生产工艺的进步，将带动成本进一步下降。Yole 预计 2023 年 SiC/GaN 在功率半导体器件中的使用占比将达到 3.75%/1%，且呈加速渗透趋势，并预计 2022 年全球 SiC/GaN 功率半导体市场空间将超过 10/4.6 亿美元，CAGR 接近 40%/79%。

国内厂商有望凭借技术进步、成本优势和快速响应能力实现国产替代

当前功率半导体国产化率较低主要集中在高端产品领域。但功率半导体行业因为技术迭代较慢、产品生命周期长、投资强度相对较小的特点，有望成为国产替代的最佳赛道。当前国内功率半导体厂商凭借持续的研发投入，部分产品的性能已达到国际主流水平，在国内政策积极支持的有利条件下，有望凭借技术进步、产能扩张、快速响应能力和成本优势完成国产替代，实现市场份额的大幅提升。

风险提示

下游需求不及预期、客户认证不及预期、国产替代不及预期等。

- **风险提示**

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

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，保证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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。