新时代证券-研究所晨报（20201116）

● 总量研究

策略研究：利润拐点推升周期

从 10 月份至今各板块的表现来看，A 股表现出明显的“顺周期交易”的特征，风格切换已经悄然发生。展望未来一到两个季度，我们认为市场可能大致存在三条主线：1.受益于经济复苏的顺周期主线。如汽车、化工、有色、机械、银行等以金融周期为主的行业。2.受益于疫情消失的主线。如机场、影院、餐饮等在疫情中遭受巨大打击，行业修复依赖线下消费场景放开的行业。3.低估值补涨主线。如房地产等基本面受到压制，估值处于历史低位，在市场估值中枢抬升时有补涨机会的行业。

配置建议：近期消费科技中部分白马股出现较大调整，我们认为这已经预示着风格的转变了，时间上至少一个季度，甚至可能长达两个季度。原因有三个：（1）6-7 月基金发行量井喷，导致部分资金被迫配置消费科技，由此提前透支了消费科技的基本面。（2）年底前后，投资者开始布局 2021 年，估值的重要性提升。（3）经济改善的趋势依然在继续，将会对金融周期的基本面有正面影响。建议增配金融周期。重点关注汽车、机械、有色、券商、银行、化工。

● 公司研究

中芯国际：Q3 利润翻番，先进制程占比提升促本土龙头崛起

事件：公司发布 Q3 财报，归母净利翻番。公司前三季度实现营业收入 208 亿元，同比增长 30.2%；归母净利 30.8 亿元，同比增长 168.6%。Q3 单季营收 76.38 亿元，同比增 31.7%、环比增 13.0%，归母净利 16.94 亿元，同比增 105.5%——均续创新高。经测算，全年营收预计在 275.22-276.75 亿元，同比增速在 25.0%-25.7%。营收大幅增长主要源自晶圆业务量价齐升：经测算，公司前三季销售折合 8 寸晶圆 424 万片，同比增 14%；单片价格达 4596 元，同比增 11%，晶圆收入达 194.9 亿元，同比增 26%。净利翻番系几方面因素：1）营收规模增长及 ASP 上升；2）销售费用减少；3）投资收益及交易性金融资产收益，较上年大幅增加；4）2019 年确认的部分存货跌价损失在 2020 年转回。

盈利预测评级：我们看好公司作为半导体代工龙头在先进制程上的追赶。预计公司 2020-2022 年将实现营收 276/332/381 亿元；实现归母净利 41/46/52 亿元；以最新股本计算，对应 EPS 分别为 0.53/0.59/0.67 元/股，对应 PB 分别为 4.9X/4.7X/4.5X。考虑到公司未来的成长性和稀缺性，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）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
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	
国防军工	2.55%	食品饮料	-2.15%
有色金属	1.24%	银行	-1.91%
汽车	1.01%	房地产	-1.7%
计算机	0.11%	非银金融	-1.61%
电子	0.05%	休闲服务	-1.12%

相关报告

《利润拐点推升周期》2020-11-12

《Q3 利润翻番，先进制程占比提升促本土龙头崛起》2020-11-12

内容目录

1、总量研究 3
1.1、策略研究：利润拐点推升周期 3
2、公司研究 4
2.1、中芯国际：Q3 利润翻番，先进制程占比提升促本土龙头崛起 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：利润拐点推升周期

从 10 月份至今各板块的表现来看，A 股表现出明显的“顺周期交易”的特征，风格切换已经悄然发生。展望未来一到两个季度，我们认为市场可能大致存在三条主线：1.受益于经济复苏的顺周期主线。如汽车、化工、有色、机械、银行等以金融周期为主的行业。2.受益于疫情消失的主线。如机场、影院、餐饮等在疫情中遭受巨大打击，行业修复依赖线下消费场景放开的行业。3.低估值补涨主线。如房地产等基本面受到压制，估值处于历史低位，在市场估值中枢抬升时有补涨机会的行业。

我们认为受益于经济复苏的顺周期主线是未来一两个季度内最有可能领涨的主线，甚至有可能超预期。这种乐观主要源于三个方面:（1）尽管地产和基建“不太给力”，但工业生产和消费需求很旺盛，经济的内生动能正在被激发，复苏正扩散到可选消费领域。（2）海外订单回流为部分长时间处于周期低谷的行业带来了新的增量需求，在淡季展现出了异常的繁荣。一方面国内龙头公司凭借技术和产能优势将会收获更多的订单和利润，龙头价值风格将会继续强化并扩散。另一方面部分上游行业已经出现库存骤降的现象，我们认为这是下游需求旺盛的征兆。由此带来的补库效应叠加龙头的产能周期，将大概率带来经济年度级别的周期回升。（3）外资和公募等两类大资金不约而同地开始按照经济复苏的脉络做配置和布局。考虑到过去两年投资者对顺周期相关行业的预期压制得非常低，我们认为一旦基本面确认反转，ROE 拐点出现，将会出现绝佳的反身性机会，叠加目前的估值优势，可能会形成 1-2 个季度领涨的戴维斯双击行情。

从 10 月份各板块的表现来看，A 股表现出明显的“顺周期交易”的特征，风格切换已经发生。涨幅前 15 名的行业中，除了电子和食品饮料等前期主线之外，其余的行业基本全部为金融周期和可选消费。

（1）基本面比较：周期和可选消费（特别是汽车）中的部分行业已经走出数年内的周期底部，正在进入上行周期。

（2）估值比较：金融周期行业仍具有估值优势，电子看起来不那么“贵”了。

（3）资金流向的脉络：外资和公募等两类大资金不约而同地开始按照经济复苏的脉络做配置和布局。

配置主线探讨：我们认为金融周期的比较优势较为明显，在临近年末的当下将会有更高的胜率。考虑到过去两年投资者对金融周期的预期压制得非常低，我们认为一旦基本面确认反转，将会出现绝佳的反身性机会，可能会形成 1-2 个季度领涨的戴维斯双击行情。

配置建议：近期消费科技中部分白马股出现较大调整，我们认为这已经预示着风格的转变了，时间上至少一个季度，甚至可能长达两个季度。原因有三个：（1）6-7 月基金发行量井喷，导致部分资金被迫配置消费科技，由此提前透支了消费科技的基本面。（2）年底前后，投资者开始布局 2021 年，估值的重要性提升。（3）经济改善的趋势依然在继续，将会对金融周期的基本面有正面影响。建议增配金融周期。重点关注汽车、机械、有色、券商、银行、化工。

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、 中芯国际：Q3 利润翻番，先进制程占比提升促本土龙头崛起

事件：公司发布 Q3 财报，归母净利翻番。公司前三季度实现营业收入 208 亿元，同比增长 30.2%；归母净利 30.8 亿元，同比增长 168.6%。Q3 单季营收 76.38 亿元，同比增 31.7%、环比增 13.0%，归母净利 16.94 亿元，同比增 105.5%——均续创新高。经测算，全年营收预计在 275.22-276.75 亿元，同比增速在 25.0%-25.7%。营收大幅增长主要源自晶圆业务量价齐升：经测算，公司前三季销售折合 8 寸晶圆 424 万片，同比增 14%；单片价格达 4596 元，同比增 11%，晶圆收入达 194.9 亿元，同比增 26%。净利翻番系几方面因素：1）营收规模增长及 ASP 上升；2）销售费用减少；3）投资收益及交易性金融资产收益，较上年大幅增加；4）2019 年确认的部分存货跌价损失在 2020 年转回。

智能家居需求爆发，28nm 以下制程营收贡献加速提升。从下游应用看，手机领域 Q3 营收贡献为 46.1%，较 Q246.7%持平，但较 19Q3 升近 4pct；智能家居 Q3 营收占比达 20.5%，同比升 3.5pct、环比升 4.1pct。手机和智能家居 Q3 营收贡献合计 66.6%，同比升 7.3pct，显现了 IoT 生态的强劲渗透。制程方面，14/28nm 营收贡献从 19Q3 的 4.3%升至 20Q3 的 14.6%，升近 10pct，40/45nm 则从 Q2 的 15.4%升至 17.2%——这源自良率成熟、及第二代技术进入小批量试产。90nm 及以上的营收贡献同比维持稳定，主要系电源 IC、射频、指纹和图像传感领域的需求增长显著。

产能紧张预计持续到明年，中长期看国产代工龙头的崛起。新产能释放带来营收增长：1）晶圆产能短缺，公司积极扩产，计划今年增加 3 万片/月 8 寸和 2 万片/月 12 寸产能。研发投入及资本、政策扶持，先进制程突破：1）公司 2017-2020 年研发投入增速均在 15%以上，高强度研发投入下，公司有望在 N+1 及以下制程取得加速突破；2）SN1 项目将承载 14nm 及以下制程，公司近 200 亿元募资为此提供充足资金保障；3）集成电路纳入十四五规划，公司作为国产代工龙头，未来崛起受益于良好政策环境。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司作为半导体代工龙头在先进制程上的追赶。预计公司 2020-2022 年将实现营收 276/332/381 亿元；实现归母净利 41/46/52 亿元；以最新股本计算，对应 EPS 分别为 0.53/0.59/0.67 元/股，对应 PB 分别为 4.9X/4.7X/4.5X。考虑到公司未来的成长性和稀缺性，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。

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/