

万联晨会

2023年06月12日 星期一

概览

核心观点

上周五 A 股三大指数集体收涨，上证指数收涨 0.55%，深证成指收涨 0.66%，创业板指上涨 0.9%，市场成交额达到 9896 亿元，北上资金净流出 14.41 亿元，上周周度依然为净买入的状态。通信、传媒、计算机行业涨幅居前，游戏、CPO 概念股大涨，随着版号发放常态化，AIGC 驱动降本创新，以及本土游戏出海给游戏板块带来多重利好。房地产、建材、家电行业领跌。短期市场依然担心经济基本面偏弱的问题，出口增速转负，PPI 下行至新低，CPI 延续低位，当前需求疲弱的问题依然存在。随着近期政策预期改善，商品价格逐步企稳，A 股有望逐步回暖，本周将公布经济、金融数据，短期依然承压，可以挖掘 A 股结构性投资机会。

中国人民银行行长易纲赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作。会议提及我国经济处于疫情冲击后的恢复阶段，生产活动有序开展，市场主体资产负债表正在修复。预计二季度 GDP 同比增速会比较高（主要是基数效应），CPI 下半年有望逐步回升。央行将继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。行业方面可以关注：1）需求担忧逐步缓解，美联储预期 6 月停止加息，关注黄金、铜等行业。2）本周股份制银行跟随下调部分期限存款利率，央国企改革的“中特估”逻辑下，关注金融行业估值修复的机会。

研报精选

大算力时代下先进封装大有可为
半导体设备业绩亮眼，消费电子需求回暖
科技助推民营银行快速发展

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,231.41	0.55%
深证成指	10,793.93	0.66%
沪深 300	3,836.70	0.43%
科创 50	1,032.55	2.53%
创业板指	2,143.01	0.90%
上证 50	2,543.93	0.15%
上证 180	8,237.53	0.46%
上证基金	6,508.54	0.70%
国债指数	202.08	0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,876.78	0.13%
S&P500	4,298.86	0.11%
纳斯达克	13,259.14	0.16%
日经 225	32,265.17	1.97%
恒生指数	19,389.95	0.47%
美元指数	103.56	0.23%

主持人：于天旭

Email: yutx@wlzq.com.cn

核心观点

上周五 A 股三大指数集体收涨，上证指数收涨 0.55%，深证成指收涨 0.66%，创业板指上涨 0.9%，市场成交额达到 9896 亿元，北上资金净流出 14.41 亿元，上周周度依然为净流入的状态。通信、传媒、计算机行业涨幅居前，游戏、CPO 概念股大涨，随着版号发放常态化，AIGC 驱动降本创新，以及本土游戏出海给游戏板块带来多重利好。房地产、建材、家电行业领跌。短期市场依然担心经济基本面偏弱的问题，出口增速转负，PPI 下行至新低，CPI 延续低位，当前需求疲弱的问题依然存在。随着近期政策预期改善，商品价格逐步企稳，A 股有望逐步回暖，本周将公布经济、金融数据，短期依然承压，可以挖掘 A 股结构性投资机会。

中国人民银行行长易纲赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作。会议提及我国经济处于疫情冲击后的恢复阶段，生产活动有序开展，市场主体资产负债表正在修复。预计二季度 GDP 同比增速会比较高（主要是基数效应），CPI 下半年有望逐步回升。央行将继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。行业方面可以关注：1）需求担忧逐步缓解，美联储预期 6 月停止加息，关注黄金、铜等行业。2）本周股份制银行跟随下调部分期限存款利率，央国企改革“中特估”逻辑下，关注金融行业估值修复的机会。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

研报精选

大算力时代下先进封装大有可为 ——电子行业深度报告

投资要点：

先进封装成为后摩尔时代提升系统性能的主流趋势。摩尔定律持续推进带来的经济效能达到瓶颈，先进封装是超越摩尔定律、提升芯片系统性能的关键路径之一。先进封装的四要素是 Bump、RDL、Wafer 和 TSV，其中 TSV 是使封装技术从二维向三维拓展的关键技术。先进封装的技术与形态会根据应用侧需求不断变化与迭代，从 WLP、2.5D/3D、SiP 等技术类型出发，各厂商发展出了满足多样化需求的封装解决方案。

先进封装市场空间广阔，为半导体设备行业带来增量。据 Yole 预测，2021-2027 年间先进封装的年化复合增速为 9.6%，且先进封装占封装行业的比重将逐渐超越传统封装，为封测市场贡献主要增量。细分技术方面，倒装封装目前是营收规模最大的技术方案，嵌入式、3D 堆叠和晶圆级扇出型等高阶封装成长速度较快。此外，先进封装对传统封装设备的使用需求和精度要求都有所提升，且工艺延伸至前道环节，增加了前道设备的需求，为半导体设备行业带来增量。

高性能计算驱动半导体产业发展，先进封装实现算力提升。随着数字经济的发展和产业智能化转型的推进，高性能计算超越手机成为新一轮半导体周期的第一大驱动力。高性能计算的应用场景不断拓宽，对算力芯片性能提出更高要求，进而拉动了先进封装及 Chiplet 工艺的需求。Chiplet 技术需要采用先进封装工艺实现，其在设计灵活性、良率以及成本等方面优势明显。在国内发展先进制程外部条件受限的环境下，Chiplet 是国产芯片“破局”路径之一。

龙头积极布局先进封装，中国大陆封装厂商蓬勃发展。英特尔、台积电和日月光等半导体龙头企业以较高的资本支出对先进封装产业进行布局，英特尔致力于实现每毫米

立方体里功能最大，台积电推出了“3DFabric”先进封装平台，日月光推出了“VIPack”先进封装平台。英特尔、台积电等是晶圆厂的代表，其在前道制造环节的经验更丰富，能深入发展需要刻蚀等前道步骤的TSV技术，因而在2.5D/3D封装技术方面较为领先；而以日月光为代表的后道封装厂商则更熟悉异质异构集成，因此在SiP技术的发展方面更有优势。中国大陆封测厂长电科技、通富微电、华天科技等近年来发展迅速，其中长电科技的先进封装技术布局全面且背靠中芯系，在国内封测厂中具有领先优势。

投资建议：把握大算力时代浪潮下先进封装行业的投资机会：1) 先进封装是后摩尔时代下确定性的产业趋势，重点关注传统封装厂商技术升级带来的投资机会；2) Chiplet有望成为高端算力芯片的主流封装方案，助力国产芯片“破局”，重点关注Chiplet技术领先、具备量产能力的龙头厂商；3) 国内先进封装产业的蓬勃发展将拉动国产设备需求，重点关注布局封装环节设备的优质厂商。

风险因素：中美科技摩擦加剧；技术研发不及预期；国产化进程不及预期；算力需求不达预期；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

半导体设备业绩亮眼，消费电子需求回暖

——电子行业深度报告

行业核心观点：

电子行业2023年一季度行情表现较好，4月中旬至5月中旬回调较多，自5月中旬起又进入上涨通道。截至5月31日，行业PE-TTM为51.13倍，处于历史中位水平。电子行业整体经营能力向好，库存水位仍处于较高水平。子行业中，半导体行情的回调幅度较大，电子化学品、消费电子、元件和光学光电子行情回暖较为明显。此外，半导体存货环比增长，消费电子去库存效果较好，需求有所回暖。

投资要点：

一季度营收规模收缩，合同负债规模环比恢复增长：申万电子行业2022年营收增速放缓，2023Q1收入规模有所收缩。合同负债规模环比恢复增长，反映出行业的营收规模有望恢复稳健增长态势。大市值规模标的营收表现较好，抗风险能力较强。个股增速区间同比向左偏移，主要是由于半导体行业景气度下滑，处于去库存阶段，且消费电子、面板等行业周期筑底所致。子行业中，消费电子和半导体设备表现较优，半导体材料合同负债环比提升，主要受益于国产替代需求。消费电子零部件及组装、面板、印制电路板和其他电子贡献主要营收，CR4合计贡献收入比例约75%。

期间费用率平稳，毛利率、净利率同比下滑，盈利能力有所下降：2022年及2023Q1申万电子行业毛利率同比略有下滑，子行业表现分化，其中，集成电路制造2022年毛利率同比大幅提升，2023Q1却同比大幅下滑，毛利率水平波动较大。行业整体期间费用率保持稳定，研发投入保持较高水平且持续加强。行业净利率水平下滑，主要是由于毛利率水平下滑所致。子行业中，光学光电子表现较差，半导体设备较好。

行业整体利润端承压，半导体设备业绩较优：申万电子行业2022年及2023Q1归母净利润有所下滑，主要是由于行业整体营收规模同比收缩，且盈利能力下降所致。中等市值及大市值规模标的归母净利润表现较好，个股增速区间向左偏移，由盈转亏的数量同比明显增加。子行业中，消费电子贡献主要利润，利润贡献集中度提升。光学光电子拖累行业整体利润，半导体设备和电子化学品表现较优。

投资建议：把握周期性、成长性和国产替代三因素共同影响下，半导体、消费电子、元件和光学光电子领域的投资机会：1) 晶圆厂加速建设，国产化率持续提升，重点关注半导体设备、半导体材料和先进封装赛道；2) 消费需求复苏，行业持续去库存，重点关注折叠屏手机、VR头显终端等新品产业链；3) 面板周期筑底回升，重点关

注车载面板和 OLED 赛道；4) AI 大模型带动算力需求，重点关注服务器芯片、PCB 等上游赛道。

风险因素：中美科技摩擦加剧；消费需求不及预期；技术研发不及预期；国产化进程不及预期；新品销量不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

科技助推民营银行快速发展

——银行行业深度报告

投资要点：

大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑：本文仅对微众银行以及网商银行的发展情况进行回顾，观察科技驱动型银行发展的总体情况以及发展趋势。我们认为大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑。从业务发展韧性角度看，无论是聚焦小微客群、普惠业务、绿色金融，以及不断扩展的理财等新业务都是可持续发展的重要方向。未来高速增长期过后，长期看或面临向平台型模式转型的压力。

两家银行仍保持高速增长的动能：2022 年，微众银行实现 ROE 和 ROA 分别为 27.9% 和 2.0%；网商银行的 ROE 和 ROA 分别为 17.94% 和 0.82%。微众银行聚焦个人消费贷和小微企业金融服务，企业贷款占比 42%，零售消费贷占比零售贷款比重达到 93%，按照期初期末余额均值粗略估算的贷款平均收益率为 10.31%，并积极拓展财富管理业务，网商银行聚焦个人经营贷业务，占贷款总额的比重达到 84%，按照期初期末余额均值计算的贷款平均收益率为 7.37%，其中，企业贷款的收益率为 4.6%，零售贷款的收益率为 8.12%。资产质量方面，2022 年末，微众银行的不良率和关注率分别为 1.47% 和 1.79%。网商银行的不良率为 1.94%。2022 年末，微众银行和网商银行的拨备覆盖率分别为 414% 和 257%。两家银行仍处于快速增长期，科技投入仍在增长，占当期的营收比重仍在高位。综合，业务发展方向以及结构、较高的科技投入、盈利指标以及资产质量情况看，两家银行仍保持高速增长的动能。

投资策略：大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑。从面向未来发展的角度看，无论是聚焦小微客群、普惠业务、绿色金融，以及不断扩展的理财等新业务都是可持续发展的重要方向。我们维持 2023 年 5 月 16 日发布的《总量适度节奏平稳》报告中的投资观点不变。货币政策执行报告强调总量适度，节奏平稳，保持利率水平合理适度，整体上看仍保持稳健基调。后续宏观经济运行有望保持整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。2023 年个股选择上，我们建议关注两条主线：第一是债务风险缓释，经济持续改善，板块的估值修复行情可期。建议关注低估值的大型银行。第二是受规模扩张的支撑，营收端稳定高增的公司，总体业绩增速也相对较好。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场