东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 26 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：类杜邦分解下的 2021 年房地产投资

2021 年在融资再度收紧的条件下，我们预计房地产开发到位资金的利用率将小幅提高，房地产贷款在房地产开发到位资金中的占比则小幅下降，从而使得房地产投资/房地产贷款这一比例升至 2.61，对房地产投资增速的拉动为 5.4 个百分点。

综合来看，杜邦分析预测 2021 年房地产投资的增速在 7.4%左右。

固收金工

固收周报：一周观点报：流动性，汇率及黄金（2021 年第 1 期）

近期央行公开市场净投放量经历了由丰转平的过程。元旦后公开市场连续净回笼和“地量”投放加剧了市场对于货币政策转向的担忧，货币市场利率快速攀升。站在现在的时间点，我们认为短期内对资金面的预期可以乐观些，资金充裕的预期主要来源于央行春节对于流动性的常规呵护，短端利率虽难现之前低位，但仍然存在下行空间，同时本土疫情的零星爆发也从基本面的角度支撑了短期债市看多的逻辑。前期短端利率快速下行的交易性机会难再现，适当配置 5 年期国债更符合当下的资金面和基本面逻辑。海外美元方面我们 2021 年底展望到 93-95 区间，中间回撤幅度不会很大。黄金方面我们 2021 年底展望到 1950-2050 区间，也就是弱牛、慢牛行情。

行业

电气设备与新能源行业点评：基金 Q4 持仓：新能源汽车持仓持续提升，光伏、工控略有下滑

投资要点

上游材料 2020Q4 由 2020Q3 的 4.83%上升至 7.87%，钴锂龙头持仓明显增加。主要持仓增加来源于华友钴业 13.68%（+11.61pct）、赣锋锂业 16.36%(+2.97pct); 华友钴业 19Q4-20Q4 分别为 11.70%、5.36%、3.50%、2.08%、13.68%；赣锋锂业 19Q4-20Q4 分别为 4.33%、8.69%、11.06%、13.39%、16.36%；天齐锂业 19Q4-20Q4 分别为 6.09%、1.20%、2.83%、3.08%、2.16%。

计算机应用行业：公募 2020Q4 持仓分析：集中度继续提升，主配云计算

从 2014 年开始，除了 2016 年，其余年份计算机板块 Q1 季度涨幅均跑赢创业板指数；除了 2016 年和 2017 年，其余年份计算机板块 Q1 季度涨幅均跑赢沪深 300 指数。我们认为计算机行业的春季行情主要是当年预期下的估值切换，叠加年初流动性往往较好，所以能跑赢大盘指数。去年 7 月以来，计算机行业指数已经回落超过 20%，今年春季跑赢大盘的几率较大。同时由于过去三年计算机板块在春节前后均走出春季估值切换和躁动行情，在市场学习效应下，今年行情有可能提前。

半导体设备行业月度点评：晶圆厂产能紧张+国产化提速双重驱动国内设备行业景气上行

投资建议：重点推荐【中微公司】进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；【至纯科技】国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；【晶盛机电】大硅片设备龙头。关注【华峰测控】已进入台积电供应链的测试设备龙头；

推荐个股及其他点评

天孚通信（300294）：出台业绩高增长股权激励计划，彰显管理层经营信心足，行业景气度高

我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元、4.11 亿元，EPS 分别为 1.22/1.55/2.07 元，对应的 PE 估值分别为 39/31/23X，维持“买入”评级。

锦浪科技（300763）：国内海外双双超预期，21 年出口持续高增！

20 年业绩 3.0-3.6 亿元，同比增长 137.0%-184.4%，超预期！20 年预计实现归母净利润 3.0-3.6 亿元，同增 137.0%-184.4%；Q4 归属母公司净利润 0.89-1.49 亿元，同比增长 64.8%-175.9%，环比增长-3.26%-61.96%，公司报告期内非经常性损益约 0.44 亿元，20 年扣非归母净利润 2.56-3.16 亿元，同增 111.6%-161.2%。按中值测算，公司 Q4 收入 7.48 亿元，同比增长 105.5%，环比增长 20%，归母净利润 1.19 亿元，同比增长 120.4%，环比增长 29%。总体收入和利润增长超出市场预期。

宏观策略

宏观点评：类杜邦分解下的 2021 年房地产投资

观点

在本篇报告中，我们尝试采用类似杜邦分解的方法，来考察近年来中国房地产投资的韧性来源，并预测 2021 年的房地产投资增速。随着房地产贷款集中度管理的实施，当前信贷和监管政策对房地产投资的影响在路径上日渐清晰，这也就给预测 2021 年房地产投资增速提供了可行性。

借鉴“杜邦分解”思路，本文将房地产投资分解为三个分项（其中人民币贷款和房地产贷款均是流量的概念）。

这一拆解是为了从信贷投放的力度和资金流向来考察房地产投资。其中第二项即是信贷资金投向房地产的比例，这也是近年来房地产调控的一个政策工具；第三项是一单位房地产贷款对应的房地产投资，反映出房地产投资对于房地产贷款这一资金来源的依赖程度。

自 2017 年以来，房地产贷款在每年新增贷款中的占比是持续下降的。因此，这期间房地产投资之所以能一直保持韧性，无非贷款总量的大幅扩张（2018 年）、或是地产开发商增加了房地产贷款以外的融资来源（2019 年），或者两者兼而有之（2017 年、2020 年）。

上述前两项的可预测性较强。尤其是随着近年来信贷总量调控的加强（比如央行预定的 2020 年新增贷款目标为 20 万亿）。我们预计 2021 年新增人民币贷款 20 万亿左右，2021 年新增房地产贷款占新增人民币贷款的比例约为 29%，与 2020 年持平。因此这两项对 2021 年房地产投资增速的拉动在 2 个百分点左右。

至于第三项房地产投资/房地产贷款，可以进一步分解为如下两项，其中第一项衡量的是房地产开发到位资金的利用率，而第二项的倒数正是房地产开发到位资金中的房地产贷款占比。

2021 年在融资再度收紧的条件下，我们预计房地产开发到位资金的利用率将小幅提高，房地产贷款在房地产开发到位资金中的占比则小幅下降，从而使得房地产投资/房地产贷款这一比例升至 2.61，对房地产投资增速的拉动为 5.4 个百分点。

综合上述类杜邦分解的结果，我们预测 2021 年房地产投资的增速在 7.4%左右。

风险提示：全球经济修复动能不足向国内传导；海外政策调整超预期。

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

固收金工

固收周报：一周观点报：流动性，汇率及黄金（2021 年第 1 期）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

观点：央行公开市场“地量”投放和大额净投放交替进行，如何看待后期市场流动性和债市走向:近期央行公开市场净投放量经历了由丰转平的过程。元旦后公开市场连续净回笼和“地量”投放加剧了市场对于货币政策转向的担忧，货币市场利率快速攀升。站在现在的时间点，我们认为短期内对资金面的预期可以乐观些，资金充裕的预期主要来源于央行春节对于流动性的常规呵护，短端利率虽难现之前低位，但仍然存在下行空间，同时本土疫情的零星爆发也从基本面的角度支撑了短期债市看多的逻辑。前期短端利率快速下行的交易性机会难再现，适当配置 5 年期国债更符合当下的资金面和基本面逻辑。

美元自 2020 年 12 月以来在 90 点位持续震荡，2021 年后市的方向如何来思考：美元方面我们 2021 年底展望到 93-95 区间，中间回撤幅度不会很大，中性偏多的理由来自以下几点：（1）“蓝潮”后市场的预期或过于乐观，1.9 万亿美元纾困金落地或仅接近 1 万亿美元，第二轮围绕基建做文章的宽财政落地时点或滞后至 2022 年初；（2）美债 10Y 不会上行太快，整条曲线趋势上仍趋陡，2021 年中枢看向 1.5%，近期存在回撤的空间；（3）联储方面希望美债 10Y 抬升，但偏爱“缓抬升”，而非“急抬升”，“缓抬升”剧本将促使联储于 2021 年底释放缓扩表预期，而“急抬升”剧本将促使联储于 2022 年初才释放缓扩表预期，以抑制美债 10Y 过快抬升；（4）名义抬升速率>通胀预期抬升速率即为过快，因为会使得实际利率反弹，并超过自然实际利率水平，进而对实体经济扩张形成抑制；（5）综上所述，我们认为美元在 2021 年会迎来“筑底”，反弹幅度不会过大，真正的强美元回归需要耐心等到 2022 年初。

人民币已连续 8 个月走升，2021 年后市的方向如何来思考：人民币方面我们 2021 年底展望到 6.6-6.8，走贬是大方向的理由来自以下几点：（1）中美利差已经于 2020 年 11 月见顶 259BPs，资本移动套利尚未结束，中债收益率和美债收益率当前已经收敛至约 200BPs，若人民币升值预期在 2021 年中趋向下降，我们或许会看到人民币同资金流的双降；（2）疫情的对于人民币的非对称性利好在 2020 年底接近峰值，英国脱欧，美国 11 月大选以及日首相换届等利多因素皆以释放完全，疫情防控进入新常态，中国的补外国产能的增量部分或将迎来峰值回落，经常账户盈余拉动的人民币升值动能或边际下行。

黄金在 2020 年 8 月一度冲上 2000 美元/盎司后，一路疲软，2021 年后市的方向如何来思考：黄金方面我们 2021 年底展望到 1950-2050 区间，也就是弱牛、慢牛行情，核心还是在于对“再通胀”强弱的判断上，我们认为（1）首先至 2021 年底，全球 QE 净投放速率不会放缓，黄金作为对整体信用货币体系的对冲避险资产，处于这个“叙事（narrative）”逻辑中的地位仍难以动摇；（2）美元我们判断全年格局在于中性偏看多，属于“筑底”行情，微笑曲线的底部时长可能超过市场当前预期；（3）基于美债 10Y 这一价值中枢来做思考，我们认为只 2021 年底，美债 10Y 看向 1.5%，通胀预期看向 3.0%，10YTIPs 看向-1.5%，这意味着实际利率仍有约 40-60BPs 的下探空间，对黄金起到支撑作用；（4）10YTIPs 已经自 2020 年 8 月（同黄金疲软的时点相契合）起在-1.0%附近徘徊了约 4-5 个月，近期由于美债 10Y 抬升速率过快，一度拉扯 10YTIPS 也出现了约 15BPs 的反弹;这意味着美国的自然实际利率水平可能处于-1.0%~0 区间，而非-1.5%~-1.0%区间，这决定了我们认为黄金在 2021 年的格局更趋向于弱牛、慢牛，重点在于“再通胀”的强弱上。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：疫情防控非对称性风险再度走扩，产能集聚效应超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

电气设备与新能源行业点评：基金 Q4 持仓：新能源汽车持仓持续提升，光伏、工控略有下滑

投资要点

上游材料 2020Q4 由 2020Q3 的 4.83%上升至 7.87%，钴锂龙头持仓明显增加。主要持仓增加来源于华友钴业 13.68%(+11.61pct)、赣锋锂业 16.36%（+2.97pct); 华友钴业 19Q4-20Q4 分别为 11.70%、5.36%、3.50%、2.08%、13.68%；赣锋锂业 19Q4-20Q4 分别为 4.33%、8.69%、11.06%、13.39%、16.36%; 天齐锂业 19Q4-20Q4 分别为 6.09%、1.20%、2.83%、3.08%、2.16%。

中游：电池、六氟磷酸锂及电解液、隔膜、正极、负极环节持仓增加，增幅从大到小依次为六氟磷酸锂及电解液、隔膜、正极、电池、负极。中游 2019Q4-2020Q4 基金持仓占比分别为 4.19%、4.16%、6.33%、6.56%、7.96%。1）六氟磷酸锂及电解液大幅上升 4.16pct；2）隔膜上升 1.21pct；3）正极上升 1.18pct；4）电池上升 1.02pct；5）负极上升 0.34pct。电机电控 2020Q4 小幅下降，前十大基金持仓比例 9.45%（-0.04pct）。

核心零部件、充电桩、整车 Q4 均小幅下降。具体数值来看，核心零部件 2019Q4-2020Q4 分别为 5.37%、8.10%、10.24%、9.37%、9.20%；充电桩 2019Q4-2020Q4 分别为 1.55%、1.92%、1.32%、1.10%、0.86%；整车 2019Q4-2020Q4 分别为 0.77%、2.31%、2.36%、3.21%、2.21%。

新能源：光伏仓位下降、风电、核电板块持仓稳定。光伏板块持仓下降至 7.96%（-1.86pct），2019Q4-2020Q4 持仓比例分别为 3.84%、3.57%、6.06%、9.82%、7.96%；风电板块略微上升至 2.54%（+0.08pct），2019Q4-2020Q4 持仓比例分别为 2.54%、2.15%、2.45%、2.46%、2.54%; 核电板块持仓略有下降至 0.95%（-0.02pct），2019Q4-2020Q4 分别为 0.65%、0.52%、0.64%、0.97%、0.95%。

电力设备：整体持仓略有下降，二次设备微升。电力电子 2019Q4-2020Q4 分别为 2.91%、3.46%、4.89%、7.56%、7.48%，其中汇川技术在高持仓占比的基数上下降，持仓比例达到 14.22%（-1.00pct），2019Q4-2020Q4 分别为 5.48%、7.52%、10.45%、15.22%、14.22%；特高压 19Q4-20Q4 分别为 0.05%、0.23%、0.32%、0.51%、0.31%，略有下降；低压板块有所下降、智能电表上升、电线电缆下降、中压板块持平；二次设备 2019Q4-2020Q4 分别为 1.79%、2.28%、1.54%、1.07%、1.10%，环比微升

风险提示

股市波动风险，宏观经济波动风险，政策变动风险。

（证券分析师：曾朵红）

计算机应用行业：公募 2020Q4 持仓分析：集中度继续提升，主配云计算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数上涨 4.03%，沪深 300 指数上涨 2.05%，创业板指数上涨 8.68%。从 2014 年开始，除了 2016 年，其余年份计算机板块 Q1 季度涨幅均跑赢创业板指数；除了 2016 年和 2017 年，其余年份计算机板块 Q1 季度涨幅均跑赢沪深 300 指数。我们认为计算机行业的春季行情主要是当年预期下的估值切换，叠加年初流动性往往较好，所以能跑赢大盘指数。去年 7 月以来，计算机行业指数已经回落超过 20%，今年春季跑赢大盘的几率较大。同时由于过去三年计算机板块在春节前后均走出春季估值切换和躁动行情，在市场学习效应下，今年行情有可能提前。根据基金年报披露的数据，截止去年 Q3，基金在计算机板块重仓持仓合计市值的前五、前十、前二十公司占持有总市值的 56.6%、76.6%、89.5%，较 2020Q3 的 47.9%、66.0%、80.7%提升明显，并且持仓前十的公司里有 6 家属于云计算板块。目前计算机同子板块内的一二线品种估值差距逐步拉大，这种现象很大程度源自基金头部化，关注监管政策对投资者结构变化的影响。在当前位置，继续推荐云计算、信创、网安，弹性方向金融 IT，另外关注景气新赛道：智能网联汽车和工业软件。一线白马关注：用友网络、金山办公、广联达、科大讯飞、中国长城、深信服、恒生电子；其它品种关注：中国软件、奇安信、启明星辰、东方通、安恒信息、中国海防等。

2020Q4 基金持有计算机公司市值和比例下降，持仓集中度继续提升：根据 Wind 统计数据，2020 年 Q4，基金持有计算机板块（申万一级，下同）总市值为 884 亿元；持有计算机板块市值占全部持股总市值的 3.24%，较 2020 年 Q3（4.31%）下降。截至 2020Q4，计算机板块总流通市值 23606 亿，在 A 股总流通市值中占比 3.68%,即公募基金低配计算机板块 0.43pct，2020Q3 超配 0.10%。2020Q4，基金重仓持仓合计市值的前五、前十、前二十占持有总市值的 56.6%、76.6%、89.5%，较 2020Q3 的 47.9%、66.0%、80.7%提升明显。

持仓前十集中在云计算：2020 年 Q4，基金持仓的计算机板块中，持股总市值前 10 的公司分别为：金山办公、广联达、恒生电子、深信服、用友网络、中科创达、金蝶国际、宝信软件、金山软件、华宇软件。与 2020 年 Q3 持股总市值前 10 的公司相比（恒生电子、广联达、金山办公、深信服、用友网络、宝信软件、中科曙光、金山软件、启明星辰、华宇软件），新增中科创达、金蝶国际。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：薛翔）

半导体设备行业月度点评：晶圆厂产能紧张+国产化提速双重驱动国内设备行业景气上行

投资要点

全球半导体销售额保持高速增长，半导体设备需求仍旺盛

11 月份全球半导体的销售额为 394.1 亿美元，同比+7.5%，环比+1%，其中中国地区销售额为 138.6 亿美元，同比+6.6%。集成电路进出口方面，11 月进口额为 331.8 亿美元，同比+13.0%，保持高速增长，主要系市场需求回暖，同时考虑到全球疫情对供应链影响，下游客户积极备货加大

请务必阅读正文之后的免责声明部分

采购力度所致；11 月出口额为 114.7 亿美元，同比+26.4%。半导体设备供应链营运表现维持稳定，11 月北美半导体设备制造商出货额为 26.1 亿美元，较去年同期的 21.2 亿美元同比增长 23%。

12 寸大硅片对进口依赖度高，管制措施下加速国产化利好设备商

全球半导体硅片行业市场集中度极高，目前硅片市场主要被国外龙头占据。目前全球前五大半导体硅片企业合计市场份额达 90%（排名依次为：信越化学、SUMCO、环球晶圆、Siltronic、SKSiltron）。2020 年 12 月，环球晶圆宣布以 37.5 亿欧元收购 Siltronic，2020 年 1 月将收购总金额提高至 40 亿欧元。此次第三名的环球晶圆收购第四名的 Siltronic 完成后，环球晶圆有望成为全球第二大硅片制造商，市场份额提升至 26.7%。此轮并购再次印证硅片下游需求旺盛致使龙头硅片厂抢先锁定产能，我们预计未来 2-3 年硅片供不应求仍将延续。

硅片环节的设备龙头【晶盛机电】已几乎 100%全覆盖 8 寸硅片设备，12 寸核心设备长晶炉、多款抛光机已经获得客户订单，其他辅助设备均实现突破。未来大硅片国产化势在必行，除中环外的其他国产硅片厂家扩产均有望采购晶盛机电设备。此外在 SiC 设备方面，我们预计 2021 年晶盛将实现 6 寸长晶炉量产，8 寸 SiC 长晶炉出样片。未来随着新能源汽车和射频芯片市场打开，SiC 相关业务是公司未来重要看点，但目前晶盛 SiC 业务的盈利模式尚未确定，我们认为可以参考蓝宝石业务发展模式（蓝宝石炉子空间小，但是蓝宝石晶体市场空间大），晶盛在 SiC 业务的盈利模式未来很有可能向材料端延伸。

龙头代工厂台积电上修 2021 年资本支出，利好其所有设备供应商

2021 年 1 月 14 日，台积电上修 2021 年 CAPEX 为 250-280 亿美元，利好其所有设备供应商。其中全球半导体设备龙头 AMAT,ASML,LAM,KLA，DNS 等最为受益。国产设备商中，中微公司的 5nm【刻蚀机】，华峰测控的【测试机】，芯源微均已进入台积电供应商体系，也会有一定程度受益。

最核心的晶圆制造环节：美国制裁背景下，中微公司和北方华创承担着国内代工厂的设备采购点的重要角色。我们看好 2021 年设备订单需求爆发，同时在美国制裁影响下，国产新机台的验证周期有望加速和倒逼国产设备采购量上一个新的量级台阶。

最容易国产化的环节：清洗机和测试机有望率先实现全面国产化。清洗机环节，国内年市场空间 50-70 亿元人民币，2020 年的国产率仅 10%。2020 年【至纯科技】单片设备和槽式设备出货量超 30 台，其中单片设备订单超 10 台，单片设备订单金额超 3 亿元。随着国内清洗机公司的进步加速，我们判断 2025 年左右可以实现绝大多数清洗机机型的国产化。

封测环节：测试机空间大、进口替代难度小。【华峰测控】是国内最大的半导体测试系统供应商，在国内模拟类测试设备细分领域市占率达 40%。

投资建议：重点推荐【中微公司】进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；【至纯科技】国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；【晶盛机电】大硅片设备龙头。关注【华峰测控】已进入台积电供应链的测试设备龙头；

风险提示：晶圆厂扩产不及预期；设备国产化不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

推荐个股及其他点评

天孚通信（300294）：出台业绩高增长股权激励计划，彰显管理层经营信心足，行业景气度高

投资要点

事件：1 月 23 日，发布 2021 年限制性股权激励计划，拟授予激励对象的限制性股票数量为 202.10 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 19,856.791 万股的 1.02%。

核心技术（业务）人员是本次股权激励的重点：本次股权激励对象共计 247 人，包括公司董事、高级管理人员、以及核心技术（业务）人员；其中核心技术（业务）人员合计 240 人，获授的限制性股票数为 183.10 万股，占授予总量（202.10 万股）的 90.60%，授予价格为 40.55 元，重视核心技术及业务人员利益，充分调动员工积极性，确保公司未来发展占略和经营目标的实现。

股权激励彰显业绩公司经营及行业景气高增长信心：营业收入能够直接体现公司主营业务的经营情况，同时间接体现公司市场占有率，其次净利润能够体现公司的经营情况和真实盈利能力。从业绩指标的设定来看，以 2019 年营业收入（5.23 亿元）为基数，2021 年-2023 年营业收入增长率分别不低于 90%、120%、150%或以 2019 年净利润（1.67 亿元）为基数，2021 年-2023 年净利润增长率分别不低于 90%、120%、150%，我们认为，本次股权激励更加体现公司管理层对于公司经营以及行业景气度的高增长信心。

技术为基，市场为导向，战略前瞻卡位核心竞争优势：天孚通信一直坚持中高端市场定位和高品质产品理念，目前是行业内领先的一站式光器件产品解决方案提供商，同时收购天孚精密，推进光纤阵列透镜产品布局，紧抓数据中心发展机遇；并购北极光电，在产品协同、客户协同等多个层面推动公司进一步升级，为“高速光引擎项目”提供有力的技术和产品支撑。最后前瞻卡位硅光技术，夯实光通信产品领域竞争优势。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.42 亿元、3.09 亿元、4.11 亿元，EPS 分别为 1.22/1.55/2.07 元，对应的 PE 估值分别为 39/31/23X，维持“买入”评级。

风险提示：5G 产业进度不及预期，光通信产业进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

锦浪科技（300763）：国内海外双双超预期，21 年出口持续高增！

投资要点

20 年业绩 3.0-3.6 亿元，同比增长 137.0%-184.4%，超预期！20 年预计实现归母净利润 3.0-3.6 亿元，同增 137.0%-184.4%；Q4 归属母公司净利润 0.89-1.49 亿元，同比增长 64.8%-175.9%，环比增长-3.26%-61.96%，公司报告期内非经常性损益约 0.44 亿元，20 年扣非归母净利润 2.56-3.16 亿元，同增 111.6%-161.2%。按中值测算，公司 Q4 收入 7.48 亿元，同比增长 105.5%，环比增长 20%，归母净利润 1.19 亿元，同比增长 120.4%，环比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

增长 29%。总体收入和利润增长超出市场预期。

疫情加速出海+国内户用超预期，国内海外收入双双超预期：预计公司 20 年收入 20~21 亿元，其中海外占比 60%+，对应约 12~13 亿元，同比增长约 75%~80%，国内收入占比约 40%，对应约 8~9 亿元，同比增长 200%+。（1）疫情加速国内逆变器企业出海：20 年疫情影响下，海外装机韧性极强，前 11 月组件出口 67.4GW，同增 8.9%，预计全年海外装机 90GW+，同比 20 年有所增长，但疫情对海外制造企业有一定影响，加速了国内逆变器龙头出海；（2）国内户用大超预期：20 年国内户用装机大超预期，全年户用新增 10.1GW，同比增长 68%，公司作为国内户用龙头，充分受益。

逆变器格局加速集中，公司脱颖而出：公司逆变器全年总体出货 30 多万台，约 8-9GW，同比增长 100%+。20 年疫情加速行业集中，国内龙头加速出海国产替代，20 年公司全球市占率 6.5%左右，相比 19 年翻倍增长，位列全球前五。

海外龙头地位强化，出口金额市占率同比翻番：从出口金额来看，预计国内逆变器出口金额 24 亿美元+，同比持平或略增，公司全年海外出口金额约在 1.8-1.9 亿美元，出口市占率接近 8%，19 年仅约 4%，同比翻番！

国内户用装机超预期，公司户用龙头地位稳固：根据国家能源局公布数据，20 年户用新增 10.1GW，公司国内户用全年出货预计 3.6-4GW，测算市占率 35-40%，同比提升 5-10pct！预计全国工商业装机 6-8GW，公司市占率 20%左右，测算全年出货 1.5GW 左右；电站方面公司 255kW 大机型业内首推，极具竞争优势，目前国内、海外均有电站项目中标，预计 20 年出货小几百兆瓦，电站业务稳步推进，预计是 21 年业绩重要增量。

21 年看海外加速拓展，公司出口持续高增：公司海外市场持续拓展，欧洲、美国、东南亚、澳大利亚、拉美等市场持续领先，近两年储备拓展了日本、韩国高端市场，预计 21 年开始放量；同时美国市场 20 年有意控制体量，21 年预计重点发力，公司是最早进入美国市场的中国逆变器企业之一，叠加美国市场 21 年高增，原有市场持续扩张+高端增量市场加速拓展贡献 21 年业绩增量。20 年海外同比略增，公司出货同比接近翻番，21 年海外增长 40-50%，预计公司出货增长 80%+。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：3.26、5.55、7.77 亿元，同比+157.5%、+70.2%、+40.0%，给予目标价 229 元，对应 21 年 60X，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn