新时代证券-研究所晨报（20210125）

● 总量研究

策略研究：因为这是个牛市！

随着牛市的深化，很多习惯了震荡市的投资者，会越来越困惑。为什么部分板块业绩没有变化，股价反而越涨越快？为什么板块中三线四线都涨了，还不调整？为什么银行补涨，指数没见顶？为什么利率和社融出现拐点，股市资金反而更多了？为什么全球疫情恶化，股市完全不受影响？这些问题每一个都很复杂，但有一个原因可以一次回答所有这些问题——“因为这是个牛市”。

● 公司研究

通威股份：21 年硅料价格上涨或将超预期，量价齐升增厚公司业绩

买 21 年硅料价格上涨或将远超预期：目前市场普遍从供给角度出发，认为 21 年硅料供需紧平衡，硅料价格由边际供应者的成本决定，即 21 年硅料价格中枢在 85 元/kg 左右。我们认为从需求角度出发，硅片、电池片、组件扩产迅速，对硅料的需求远远超过硅料自身产能。）成本优势突出，通威威 21 年硅料产能已被全部锁定，量价齐升利润有望大幅增厚。公司依托低电价区域优势，通过生产效率提升和费用管控，平均生产成本 3.95 万元/吨位列业内最低，未来随着新产能不断释放，成本仍有优化空间。

盈利预测评级：我们预计 2020~2022 年归母净利润分别为 45.7/66.1/70.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.02/1.47/1.56 元。考虑到光伏行业景气上行，行业估值中枢抬升，给予公司 2021 年 PE 估值 45~50 倍，对应股价 66.2~73.5 元，维持“强烈推荐”评级。

光线传媒：疫情后行业有望迎来强劲复苏，看好公司动画电影长期发展

电影内容领域龙头，疫情后业务经营已恢复正常。公司为电影内容领域龙头，业务以影视剧项目的投资、制作、发行为主，同时覆盖动漫、文学、实景娱乐等领域。受疫情影响，公司 2020 年前三季度实现营业收入 4.81 亿元，同比下降 80.46%，实现归母净利润 0.64 亿元，同比下降 94.26%。2020Q3 公司实现归母净利润与扣非归母净利润回正，分别 4315 万元、2934 万元，经营边际情况得到改善。2020 电影行业受到疫情冲击，2021 电影市场有望转暖。202 年元旦期间获得 13.03 亿票房，而 2020 年元旦票房仅为 5 亿，除疫情影响外，国内观影需求依然旺盛。随着疫情逐渐得到有效控制，2021 年电影市场有望恢复高速增长。公司 2021 电影项目储备丰富，致力于优质动画电影的创作。

盈利预测评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4.33 亿、11.42 亿和 14.47 亿；当前股价对应 PE 分别为 88、33、26 倍。

风险提示：下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）
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	
医药生物	3.69%	房地产	-2.41%
电气设备	3.17%	通信	-2.26%
休闲服务	2.94%	采掘	-2.25%
综合	2.45%	非银金融	-1.88%
化工	0.65%	银行	-1.77%

相关报告

《因为这是个牛市！》2021-01-24

《疫情后行业有望迎来强劲复苏，看好公司动画电影长期发展》2021-01-24

《21 年硅料价格上涨或将远超预期，量价齐升增厚公司业绩》2021-01-21

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：因为这是个牛市！ 3
2、 公司研究 4
2.1、 通威股份：21 年硅料价格上涨或将超预期，量价齐升增厚公司业绩 4
2.2、 光线传媒：疫情后行业有望迎来强劲复苏，看好公司动画电影长期发展 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：因为这是个牛市！

随着牛市的深化，很多习惯了震荡市的投资者，会越来越困惑。为什么部分板块业绩没有变化，股价反而越涨越快？为什么板块中三线四线都涨了，还不调整？为什么银行补涨，指数没见顶？为什么利率和社融出现拐点，股市资金反而更多了？为什么全球疫情恶化，股市完全不受影响？这些问题每一个都很复杂，但有一个原因可以一次回答所有这些问题——“因为这是个牛市！”。这是《股票大作手回忆录》中，利弗莫尔从投资前辈帕特里奇那里学到的经验。当有人走过来告诉帕特里奇某只股票会回调，建议他暂时先卖出盈利的筹码，然后以更便宜的价格买回来的时候。帕特里奇总是说：“你知道的，这是个牛市。”

（1）为什么部分板块业绩没有变化，股价反而越涨越快？这一轮牛市最核心的板块是食品饮料，其领涨始于 2016 年。2013-2014 年，食品饮料 ROE 大幅下行，板块整体大幅跑输指数。2016-2019 年，食品饮料 ROE 持续上行，板块绝对和相对收益均较大。但是从 ROE 的变化力度来看，2016-2017 年改善速度是最快的，2018 年食品饮料的 ROE 有阶段性下降，2020 年 ROE 基本是高位震荡。最近 2 年 ROE 改善的速度明显放慢，但板块的相对收益和绝对收益都在加速。主流的解释是，投资者不关心短期的 ROE 波动，而关注板块的中长期现金流折现。我们认为，这个解释很正确，但如果脱离了牛市，可能也很难这么强。2018 年熊市的时候，长期现金流折现的逻辑已经广为流传，但食品饮料 2018 年的跌幅也是不小的。

（2）为什么银行补涨，指数没有调整？在震荡市中，部分交易型资金总结了一个板块轮动的规律。市场每一波上涨都是从基本面最好的板块和个股开始，之后是二线三线标的的表现，在上涨的末端，投资者认可度较差的个股和板块（比如银行）会出现最后补涨。补涨一旦出现，则是需要开始防御的时候。但是从 2020 年 7 月以来，这一规律逐渐不那么好用了。很重要的原因是，震荡市中，市场是存量资金的博弈，板块一旦轮动到基本面认可度最低的板块，则意味着市场达到了情绪和仓位的高点。但是在牛市中，存在源源不断的增量资金，存量资金仓位高点后，还有增量资金的买入。

（3）为什么利率和社融出现拐点，股市资金反而更多了？由于中国疫情防控得力，从 2020 年 6 月开始，全面货币宽松已经告一段落，利率出现了较大的上行，目前已回到了疫情前的水平。但是与此同时，我们看到股市资金格局不但没有受影响，权益基金发行量反而进一步加速，1 月权益基金发行速度已经超过了 2020 年 7 月。背后的核心是因为，居民认为股市是个牛市。股市的上涨、权益基金的高收益、和理财收益率的下降共同促成了居民对股市认可度的趋势性变化，这一变化促成了牛市的氛围。牛市氛围一旦形成，想要完全破坏掉，需要较大的外部力量，目前的利率只回到了 2019 年的水平，还不足以扭转这一趋势。

（4）为什么全球疫情恶化，股市几乎不受影响？入冬以来，虽然疫苗开始接种，但并未挡住新一波确诊病例增加，国内也出现了局部的疫情扩散。与此同时，全球经济和股市都没有受到太大的影响。背后很重要的原因是，疫情的反复，已经不足以改变全球经济逐步恢复的趋势了，只会影响到恢复的速度（二阶导）。在震荡市中，经济二阶导的变化，足以让股市出现一波调整，但这是牛市。在牛市中，利多会被强化，利空会被弱化，二阶导的变化还不是大变化。

（5）短期策略判断：新一轮上涨的初段。2021 年 Q1，居民资金将会从多渠

道流入股市，公募基金发行、两融余额均已经出现了较快的回升，按照比较常见的季节性规律，居民资金最热的时候可能要到 3 月。如果 1-2 月上涨过快（比如达到了 7 月的速度），可能会提前透支。经济层面新的催化剂重点关注 1 月的信贷和 3 月份开工情况。整体来看，未来一个季度，主导市场的力量是增量资金，目前市场处在新一轮上涨的初期。

风险提示：下房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 通威股份：21 年硅料价格上涨或将超预期，量价齐升增厚公司业绩

通威以农业、新能源为双主业，子公司永祥股份光伏领域十年沉淀，电池片业务 2015 年从赛维合肥工厂开始规模化起步，现已形成硅料、高效电池片双料龙头，致力打造世界级多晶硅生产企业和世界级清洁能源公司。

短期变化/有别于市场的观点：21 年硅料供需偏紧，量价齐升增厚利润。（1）21 年硅料价格上涨或将远超预期：目前市场普遍从供给角度出发，认为 21 年硅料供需紧平衡，硅料价格由边际供应者的成本决定，即 21 年硅料价格中枢在 85 元/kg 左右。我们认为从需求角度出发，硅片、电池片、组件扩产迅速，对硅料的需求远远超过硅料自身产能。根据 Solarzoom 数据，截至 2020 年底硅片企业产能为 189GW，预计 2021 年将扩产至 283.5GW，同比增长 50%。如果按 2021 年单瓦硅耗 2.9g 计算，对应所需硅料为 82.2 万吨，远超 21 年硅料的有效产能 64.9 万吨。且硅料超过 80%产能已被长单锁定，剩余硅料将更加紧俏，预计 21 年硅料价格或将超预期上涨。

（2）成本优势突出，通威威 21 年硅料产能已被全部锁定，量价齐升利润有望大幅增厚。公司依托低电价区域优势，通过生产效率提升和费用管控，平均生产成本 3.95 万元/吨位列业内最低，未来随着新产能不断释放，成本仍有优化空间。公司 2021 年硅料规划产能 17 万吨，有效产能 11.5 万吨，市占率约 17.7%，目前已被下游厂商全部锁定。21 年通威硅料业务量价齐升，公司利润有望大幅增厚。

长期观点：硅料和电池片业务驱动公司业绩快速增长。从供需格局看，多晶硅仍是晶硅产业链格局最优环节。通威成本、产能优势明显，现金成本行业领先，订单充足将持续高产销。电池片多种技术路线并举，高效大尺寸溢价进一步突出。预计 2021 年通威电池片产能将达到 40GW，且以大尺寸产能为主。

盈利预测、估值与评级：我们预计 2020~2022 年归母净利润分别 45.7/66.1/70.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.02/1.47/1.56 元。考虑到光伏行业景气上行，行业估值中枢抬升，给予公司 2021 年 PE 估值 45~50 倍，对应股价 66.2~73.5 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：全球光伏新增装机规模不及预期；硅粉价格大幅波动；硅料新建产能投放进度不及预期；产业技术进步导致单位硅耗下降超预期等。

2.2、 光线传媒：疫情后行业有望迎来强劲复苏，看好公司动画电影长期发展

电影内容领域龙头，疫情后业务经营已恢复正常。公司为电影内容领域龙头，业务以影视剧项目的投资、制作、发行为主，同时覆盖动漫、文学、实景娱乐等领

域。受疫情影响，公司 2020 年前三季度实现营业收入 4.81 亿元，同比下降 80.46%，实现归母净利润 0.64 亿元，同比下降 94.26%。2020Q3 公司实现归母净利润与扣非归母净利润回正，分别为 4315 万元、2934 万元，经营边际情况得到改善。疫情后公司参投的《八佰》及主投+独家发行的《姜子牙》分别获得 31 亿、16 亿票房，分列 2020 年综合票房第一与第三，业务经营已基本恢复正常。

2020 电影行业受到疫情冲击，2021 电影市场有望转暖。受疫情影响，2020 年中国电影市场仅实现 204.17 亿票房，仅为 2019 年的三成。2020 年共有 294 部影片上映，其中《八佰》《我和我的家乡》《姜子牙》三部电影占据了 25.65%的票房，行业进一步向龙头集中。虽然疫情给 20 年的电影市场造成打击，但是中国仍然超过北美成为全球第一大电影市场。2021 年元旦期间获得 13.03 亿票房，而 2020 年元旦票房仅为 5 亿，除疫情影响外，国内观影需求依然旺盛。随着疫情逐渐得到有效控制，2021 年电影市场有望恢复高速增长。

公司 2021 电影项目储备丰富，致力于优质动画电影的创作。公司 2021 年电影储备丰富，由刘德华、肖央主演的《人潮汹涌》定档 2021 年大年初一，爱情电影《你的婚礼》定档 5 月 20 号。此外还有《我的佣兵生涯》、《坚如磐石》、《天才游戏》、《会飞的蚂蚁》等电影即将在 2021 年推出。公司致力于优秀国产动画电影的出品与制作，旗下彩条屋工作室出品的三维动画电影《哪吒之魔童降世》获得 50.13 亿票房、亚洲动画票房第一；二维动画《大鱼海棠》获得第 15 届布达佩斯国际动画电影节最佳动画长片奖。随着“Z 世代”消费能力的提高和二次元群体的不断扩大，动画电影将突破“子供向”的特征，在内容上进一步深刻化。与真人电影相比，动画电影具备更强的 IP 衍生价值。目前公司动画电影《深海》、《西游记之大圣大闹天宫》、《大鱼海棠 2》正在制作中，彩条屋旗下的一本漫画 APP 也在为公司电影项目持续输送《救丙传》、《妙先生之彼岸花》等优质 IP 内容。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4.33 亿、11.42 亿和 14.47 亿；当前股价对应 PE 分别为 88、33、26 倍。

风险提示:：行业竞争加剧风险，宏观经济导致广告行业不景气等风险。

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/