东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 19 日

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

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计——外资和公募再度分化

机构行为：外资偏好交通运输、电子和基础化工等行业，对食品饮料、商贸零售和通信等行业相对谨慎。公募基金抱团继续增强，风格偏向消费和金融的价值板块。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流入 254 亿元，上周净流入 594 亿元，净流入减少主要是公募基金发行和外资净流入减少所导致。

头尾部对比：从绝对股价、市盈率和净利润同比增速角度来看尾部均跑赢头部股票。

情绪及估值：大部分板块融资买入额和成交额都出现小幅度的增长，而所有板块换手率均出现下滑；行业间的分化较上周大幅增加。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

固收金工

固收点评：强力转债：电子化学品领先企业，技术补强巩固地位——转债投资价值分析

强力转债（123076.SZ）于 11 月 19 开始网上申购：总发行规模为 8.50 亿元，扣除发行费用后，将全部用于“年产 12,000 吨环保型光引发剂、年产 50,000 吨 UV-LED 高性能树脂等相关原材料及中试车间项目”及“补充流动资金项目”。

强力转债条款中规中矩；上市价格预计在 106-120 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-AA-，股价为 18.98 元/股。

风险提示：宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

行业

光伏设备：通威&天合合资扩产，垂直一体化利好各环节设备龙头

11 月 17 日通威与天合光能拟合作投资光伏产业链，包括年产 4 万吨高纯晶硅项目（40 亿）、 年产 15GW 拉棒项目（50 亿）、年产 15GW 切片项目（15 亿）、年产 15GW 高效晶硅电池项目（45 亿），通威在各项目均持股 65%。其中高纯晶硅项目拟于 2022 年底前竣工投产；拉棒及切片项目均于 2021 年 9 月底前完成首期 7.5GW 投产，2022 年 3 月前全部 15GW 竣工投产。

推荐个股及其他点评

东材科技（601208）：经营拐点已至，新材料布局将迎收获期

盈利预测与投资评级：我们预计公司在 2020~2022 年实现归母净利润分别为 2.02 亿元、3.04 亿元和 5.09 亿元，EPS 分别为 0.32 元、0.49 元和 0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 34X、22X 和 13X。考虑到公司的光学膜和电子树脂材料进入放量期，未来业绩确定性成长空间高，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：在建产能投产进度不及预期的风险；下游客户认证

不够顺利的风险；技术迭代不够顺利的风险。

通威股份（600438）：强强联手天合，硅料+硅片+电池全产业完善布局

事件：1）通威拟与天合签署协议共同投资项目，项目实施主体为合资公司，通威持股比例为 65%，天合 35%，遵循通威的经营决策管理体系：①年产 4 万吨高纯晶硅，投资约 40 亿；②年产 15GW 拉棒、切片、电池项目，投资分别约 50、15、45 亿；2）通威分别与美科硅能源、天合签署长单：①与美科硅能源签订 21-23 年多晶硅长单合计约 6.88 万吨，锁量不锁价；②与天合签订 21-23 年多晶硅长单合计约 7.2 万吨，锁量不锁价。

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计——外资和公募再度分化

机构行为：外资偏好交通运输、电子和基础化工等行业，对食品饮料、商贸零售和通信等行业相对谨慎。公募基金抱团继续增强，风格偏向消费和金融的价值板块。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流入 254 亿元，上周净流入 594 亿元，净流入减少主要是公募基金发行和外资净流入减少所导致。

头尾部对比：从绝对股价、市盈率和净利润同比增速角度来看尾部均跑赢头部股票。

情绪及估值：大部分板块融资买入额和成交额都出现小幅度的增长，而所有板块换手率均出现下滑；行业间的分化较上周大幅增加。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：强力转债：电子化学品领先企业，技术补强巩固地位——转债投资价值分析

事件

强力转债（123076.SZ）于 11 月 19 开始网上申购：总发行规模为 8.50 亿元，扣除发行费用后，将全部用于“年产 12,000 吨环保型光引发剂、年产 50,000 吨 UV-LED 高性能树脂等相关原材料及中试车间项目”及“补充流动资金项目”。

强力转债条款中规中矩；上市价格预计在 106-120 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-AA-，股价为 18.98 元/股。下修条款为“20/30、85”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 7.046%(11/17)计算，纯债价值为 79.38 元，债底保护性较弱。按照 11 月 17 日强力的收盘价为 19.58 元，转换平价为 103.16 元,平价溢价率为-3.06%。根据 2020 年 11 月 17 日强力收盘价 19.58 元计算，初始转换平价为 103.16 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计强力转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计强力转债上市价格约 115 元到 129 元之间，建议积极申购。

观点

行业发展机遇良好，国家政策继续助力。电子化学品行业是电子信息产业中重要的基础材料行业，处于电子信息产业链的最前端。国家各部委近年来陆续颁布的《产业结构调整指导目录（2019 年本)》、《战略性新兴产业分类（2018)》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等多项政策性产业规划文件中，均将电子化学品行业列为给予鼓励和重点扶持

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的行业。随着 PCB 光刻胶行业已基本完成向中国大陆的转移，LCD 光刻胶行业正在推进向中国大陆转移的进程，以及半导体光刻胶行业国产化的趋势，市场需求的扩大、行业自身的技术进步及国家政策的持续鼓励，电子化学品产业面临着良好的行业发展机遇。

行业技术壁垒较高，公司致力提高技术水平。公司是一家以应用研究为导向，立足于产品自主研发创新的高新技术企业，从事电子材料领域各类光刻胶专用电子化学品的研发、生产和销售。技术工艺和产品研发能力是公司可持续发展的核心竞争优势，公司所处的电子材料行业存在技术壁垒高的特点，同时，PCB 制程、LCD 部件制造、半导体制造、OLED 材料等下游产业技术也在不断的升级换代，公司加大研发力度，研发团队人数不断增加且研发团队学历水平整体提升，不断推出新产品以适应市场。

营业收入逐年增长，但增速边际趋缓。报告期内，公司主营业务收入来源主要是微电子光刻工艺用的各种光引发剂等电子化学品的销售。公司其他业务收入主要为加工费用、技术咨询服务和非电子化学品贸易业务等。收入方面，2019 年实现营业总收入 8.6 亿元，同比增长 16.9%%；利润方面，2019 年实现归母净利润 1.5 亿元，同比上升 17.5%。收益质量方面，公司 2019 年净利润为 1.48 亿元，同比上升 18%。受疫情影响，2020 上半年公司收入大幅下滑。随着疫情持续好转，产业链上下游逐渐恢复，公司经营状态在逐渐好转。

风险提示：宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

（证券分析师：李勇）

行业

光伏设备：通威&天合合资扩产，垂直一体化利好各环节设备龙头

事件：11 月 17 日通威拟与天合光能合作投资光伏产业链，拟投资 150 亿元用于硅料、拉棒、切片、电池片项目。

投资要点

光伏产业链又迎大规模扩产，硅片&电池片设备需求高增

11 月 17 日通威与天合光能拟合作投资光伏产业链，包括年产 4 万吨高纯晶硅项目（40 亿）、年产 15GW 拉棒项目（50 亿）、年产 15GW 切片项目（15 亿）、年产 15GW 高效晶硅电池项目（45 亿），通威在各项目均持股 65%。其中高纯晶硅项目拟于 2022 年底前竣工投产；拉棒及切片项目均于 2021 年 9 月底前完成首期 7.5GW 投产，2022 年 3 月前全部 15GW 竣工投产。

硅片环节：2019 年起隆基、中环、晶科、晶澳、上机数控、京运通等龙头相继启动硅片扩产，叠加 210 或者 18x 大硅片技术路线将继续拉长硅片扩产景气周期。考虑此次通威与天合光能合资扩产后，预计 2020-2022 年国内年均新增硅片产能达 70GW，对应每年新增硅片设备需求约 140

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元（2 亿元/GW）。

电池片环节：此次 15GW 电池片项目总投资额 45 亿元，对应每 GW 投资额 3 亿元。我们有以下预测：1、此电池片项目三种技术路线都包含（PERC,TOPCON,HJT 都有）。考虑到目前 PERC 电池单 GW 设备投资约 1.6 亿元，TOPCON 投资额约 2.3-2.4 亿元，HJT 电池单 GW 设备投资额 4-5 亿元，我们预计此电池片项目三种技术路线都包含。2、此次项目扩的是 N 型+210 为主的技术路线。理论上从 P 型转到 N 型硅片只需要更换热场，但实际操作层面有难度，面临炉体污染+清洗成本高等诸多问题。最优选择是选定一个技术路线，别轻易更换。故我们判断，通威此次扩产大概率扩的是 TOPCON 和 HJT 用的 N 型硅片。

晶盛机电系硅片设备行业绝对龙头，有望获得可观订单

晶盛机电凭借较强的产品实力，积累了较好的客户资源，和多家行业领先企业均建立了长期深入的合作关系。公司主要客户可分为三类：1）有部分硅片产能，但要垂直整合客户，包括晶澳、阿特斯等。由于硅片环节盈利能力较好，驱动组件厂商业务逐步向产业链上游延伸，参与硅片扩产潮；2）大硅片趋势带来的存量产能更新的客户，包括中环、晶科等。18X/210 大硅片降本增效优势明显，而长晶炉随硅片尺寸增大将会完全更新换代，带来大规模存量设备替换需求；3）没有硅片产能，新切入硅片环节的客户，包括通威、上机数控等。随着通威与隆基保护协议结束，通威此次也切入硅片环节，我们预计通威为提升各环节市占率，和提高自己对全产业链的控制力，未来有望持续扩张硅片产能。

电池片技术迭代将带来行业爆发，设备商红利有望逐步兑现

HJT 技术降本提效路径明朗，我们预计 HJT 设备订单即将进入放量阶段，预计 2020 年行业订单在 3-5GWh，未来三年复合增速超过 100%。目前设备折旧约占电池成本的 15%，未来有望通过设备国产化和设备效率的提升，将设备折旧降低到 7-8%。目前国产银浆和靶材价格仍然较高，伴随下游扩产加速，耗材价格有望快速下降。

投资建议：重点看好国内硅片设备龙头【晶盛机电】，公司 Q3 末在手订单 59 亿，同比+130%，前三季度新签光伏订单 45 亿元，未来 2 年业绩高增确定。重点看好【某丝网印刷机龙头，异质结具备整线能力】。【捷佳伟创】产品线广、协同性强的电池设备龙头。【奥特维】组件设备龙头。

风险提示：HJT 产业化进程不及预期风险、光伏行业装机量不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

推荐个股及其他点评

东材科技（601208）：经营拐点已至，新材料布局将迎收获期

投资要点

国内绝缘材料领军企业，多元化布局新材料：公司历史悠久，在绝缘材料领域深耕半个多世纪，自 2011 年上市以来，逐步在新材料领域多元化布局，目前光学膜材料已经进入业绩兑现期，电子树脂业务也正在放量，新材料业务的开拓不仅有效对冲了绝缘材料业务单一造成业绩大幅波动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的风险，更在进口替代的机遇中显著提升公司的业绩中枢。

高端光学基膜应用广泛，国产替代空间大：高端光学基膜的需求端主要液晶显示面板、触控板、柔性面板、各类电子器件等，根据我们测算，当前面板对光学基膜的需求合计超过 20 亿 m2，触控板领域需求约 1.7 亿 m2，仅 LCD 和触控板两个领域合计市场规模就达到 120 亿元。当前高端光学基膜市场份额主要为由日、韩厂商瓜分，目前公司光学膜产品在中高端离型膜和保护膜领域取得良好口碑，公司通过外延内生扩充光学膜产能，有望充分抓住上游材料国产化的机遇。

高端电子树脂受益于 5G、芯片产业，国产化进行中：5G 快速发展、芯片自主崛起，催生高频高速覆铜板的需求大幅提升，高频高速覆铜板的换代带动高端电子树脂的需求提升，我们预计高端电子树脂市场规模在百亿级。当前高频高速覆铜板用高端电子树脂仍以进口为主，公司开发出的碳氢树脂、马来酰亚胺树脂等有望抢抓进口替代机遇。

绝缘材料业务稳健发展：公司在绝缘材料领域的积累颇深，目前已经是国内绝缘材料龙头企业。绝缘材料下游主要应用于光伏和特高压行业，中长期看两个下游行业需求都有稳健的增长，公司行业地位稳固，业务不需额外的资本性投入，业务板块稳健运行。

盈利预测与投资评级：我们预计公司在 2020~2022 年实现归母净利润分别为 2.02 亿元、3.04 亿元和 5.09 亿元，EPS 分别为 0.32 元、0.49 元和 0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 34X、22X 和 13X。考虑到公司的光学膜和电子树脂材料进入放量期，未来业绩确定性成长空间高，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：在建产能投产进度不及预期的风险；下游客户认证不够顺利的风险；绝缘材料需求和价格大幅波动的风险。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

通威股份（600438）：强强联手天合，硅料+硅片+电池全产业完善布局

投资要点

事件：1）通威拟与天合签署协议共同投资项目，项目实施主体为合资公司，通威持股比例为 65%，天合 35%，遵循通威的经营决策管理体系：①年产 4 万吨高纯晶硅，投资约 40 亿；②年产 15GW 拉棒、切片、电池项目，投资分别约 50、15、45 亿；2）通威分别与美科硅能源、天合签署长单：①与美科硅能源签订 21-23 年多晶硅长单合计约 6.88 万吨，锁量不锁价；②与天合签订 21-23 年多晶硅长单合计约 7.2 万吨，锁量不锁价。

强强联手天合，电池+硅料龙头地位加速提升：电池端，公司截至 20 年产能 27.5GW，天合入股金堂一、二期项目加速电池产能释放，预计 21 年 Q1 通威金堂一期、眉山二期投产、21 年 10 月金堂二期投产（原定年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

底），21 年底产能达到 50GW，行业电池 TOP1 地位稳固。同时与天合合作电池项目，约定天合每年采购量不低于天合权益产量的 2 倍，即 15*0.35*2=10.5GW，保障电池出货；硅料端，公司截止 20 年末产能 8 万吨，21 年 Q4 乐山二期 3.5 万吨、保山 4 万吨项目投产，产能达到 15.5 万吨，天合参股包头二期 4 万吨项目拟于 20 年 12 月启动，21 年 5 月开工建设，22 年 9 月底前竣工投产，届时公司将拥有 19.5 万吨硅料产能，后续公司还有乐山三期及保山二期规划，预计 23 年底公司硅料产能将达 29 万吨，龙头地位加速提升。

切入硅片保障 210 硅片供应：公司携手天合切入硅片拉晶、切片领域，21 年 9 月首期 7.5GW 竣工投产，22 年 3 月底二期 7.5GW 竣工投产，合计产能 15GW，占公司电池产能约 30%，全为自供。公司切入硅片环节主要基于：1）对未来光伏装机需求增长的乐观判断；2）自身电池产能快速释放，希望能充分保障硅片的充分供应；3）对于电池片厂商而言，在生产节拍保持不变的情况下，硅片面积变大，等效产能增加，因此公司亦希望能保障 210 硅片的充分供应。

与隆基、天合深度绑定，坚持“制造为本”发展理念：纵观光伏产业链，近两年是时间窗口期，各环节集中度迅速提升，组件龙头集中趋势明显。而组件龙头隆基、晶科、晶澳均在硅片、电池环节有所布局，公司作为上游制造商，与隆基、天合等组件厂商通过参股方式深度绑定，可以充分保障制造端产品的外销。

大量锁定长单保证出货，硅料龙头地位稳固：硅料产能周期已过，未来 1-1.5 年没有新增有效产能释放，需求增长叠加海外产能退出，预计明年供需持续偏紧。公司作为行业硅料龙头，与硅片龙头长单锁量保证出货：与隆基锁量基础目标为每年 10.18 万吨、与晶科 3 年合计锁量 9.3 万吨、天合 3 年合计锁量 7.2 万吨。目前已公告长单量已达公司未来三年出货的 90%+，未来几年通威在硅料环节有望脱颖而出，成为硅料环节绝对龙头。

需求强劲，光伏基本面全面向好。短期看，据胶膜、组件厂反馈，Q4 供需持续偏紧，Q1 龙头胶膜厂订单排满，龙头组件厂 Q1 排产排满，Q2 排产 20-30%；中期看今年全球装机 120-125GW，明年装机 170GW+，同增 40%+；长期看碳减排打开行业空间，2025 年全球装机 300GW+.

投资建议：我们预计公司 20-22 年业绩为：46.33、56.77、68.97 亿元，同比+75.9%、+22.5%、21.5%，对应 EPS 为 1.08、1.32、1.61 元。目标价 36.96 元，对应 21 年 28 倍 PE，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