东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 02 日

晨会编辑 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：三分钟看中观：猪价连续上涨，黄金创八年新高

宏观：6 月 PMI 小幅回升
上游：黄金价格上涨
中游：水泥持续下跌，玻璃延续上涨
下游：猪价上涨
交运：BDI 延续大幅回升
科技：部分存储器价格上涨
风险提示

固收金工

固收点评：定向降息力度空前，货币财政合力可期

2020 年 7 月 1 日，央行下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%。再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。

行业

汽车行业点评：滴滴 Robotaxi 上线，国内 ADAS 加速升级

我们看好“5G/AI 技术进步+特斯拉催化”带来的新一轮自动驾驶行情。核心推荐 2 条产业链：1）全球域控制 AI 芯片龙头英伟达加速向中国进军，通过深度绑定英伟达带来 ASP 提升的【德赛西威】（域控制器）；2）基于通信/手机产业链优势加速向汽车渗透的华为汽车产业链，新增受益【华阳集团】（智能座舱+自动驾驶），推荐【中国汽研】（车路协同+智能网联平台），【中科创达】（中间件，通信组覆盖）、关注【四维图新】（地图）。另外，建议关注自主 AI 芯片【寒武纪+地平线】，关注底盘电子【伯特利+科博达】。

推荐个股及其他点评

九毛九（09922）：【东吴社服.汤军】九毛九：极简与创新、加减法并举的快时尚餐饮龙头

从山西面馆到多元化快时尚餐厅佼佼者。品牌独立+团队持股，高品控+标准化孕育优质品牌。深化快时尚餐饮布局，未来可期。

龙马环卫（603686）：环服现市场份额&盈利双拐点，装备现金流利润率改善迎高质量增长

环卫大行业趋势机械化+智能化管理，装备公司迎发展良机，关注公司两点边际改善 1）环服订单放量份额提升：19 年新签订单总额大增 173.67%，行业排名第 1，份额大幅提升；2）盈利能力触底回升：环服项目稳定运营&优化装备客户结构，盈利水平明显改善。

中联重科（000157）：三年业绩预计翻倍，估值向上大幅修正

混凝土机械+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强，且市场份额不断集中，公司行业龙头地位稳固，将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测2020-2022年公司实现归母净利润分别为65.3/78.6/87.9亿元，三年内业绩有望翻倍，当前股价对应PE分别为7.5/6.2/5.6倍；参考国内外可比上市公司，我们认为公司PE估值被显著低估，我们给予2020年目标估值至11倍PE，对应市值718亿，上调目标价至9.1元，维持“买入”评级。

福莱特（601865）：半年报业绩同比增长60%~80%，产能加码未来可期

投资要点

事件：公司发布2020H1业绩预告，2020H1归母净利润为4.20-4.70亿元，同比增长60.92%-80.08%，扣非归母净利润4.1-4.6亿元，同增73.73%-94.92%，符合预期。其中Q2归母净利润预计2.05~2.55亿元，环比-4.7%~+18%，扣非归母净利润2.01~2.5亿元，环比-3.8%~+19.7%。

天孚通信（300394）：天孚通信：把握5G和数据中心大发展机遇，布局高速光引擎、深耕400G+及硅光前沿

我们持续看好天孚通信未来业务发展，预计2020-2022年营业收入分别为7.11亿元、9.34亿元以及12.75亿元，实现归母净利润分别为2.09亿元、2.82亿元以及3.86亿元，EPS分别为1.05元、1.42元以及1.94元，对应的PE分别为57X/42X/31X，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：三分钟看中观：猪价连续上涨，黄金创八年新高

宏观：6 月 PMI 小幅回升

上游：黄金价格上涨

中游：水泥持续下跌，玻璃延续上涨

下游：猪价上涨

交运：BDI 延续大幅回升

科技：部分存储器价格上涨

风险提示

（证券分析师：王杨）

固收金工

固收点评：定向降息力度空前，货币财政合力可期

事件

2020 年 7 月 1 日，央行下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%。再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。

观点

定向降息力度空前，政策工具灵活调度。再贷款、再贴现、金融稳定再贷款都属于货币政策工具，此次降息为定向降息，主要利好农业、小微企业，以及金融风险较高的中小金融机构。其中，再贷款、再贴现降息力度达到 25 个基点，金融稳定再贷款的降息力度则达到 50 个基点，均超过 4 月 20 日 LPR20 个基点的降息力度，降息力度较大。本次再贷款利率为今年以来第二次下调。2 月 27 日央行即将支农、支小再贷款利率从原来的的 2.75%下调 0.25 个百分点至 2.5%，发挥好激励撬动作用。央行再贴现利率上一次调整则是在 2010 年 12 月 26 日，与本次调整时隔将近 10 年。2020 年以来，央行已经宣布发放的再贷款、再贴现额度达到 1.8 万亿元，下半年不出意外还会增加。

总量政策谨慎调整，金融机构合理让利。此次央行下调再贷款再贴现利率，我们分析原因有以下几点：第一，我们认为此次降息是金融系统向实体经济让利的方式之一，未来央行将更多采用结构性工具进行调节，有助于进一步增大这一政策工具对商业银行的吸引力，提升再贷款再贴现余额，引导金融资源重点向农业、小微企业等领域精准投放，增强银行投放小微三农贷款的动力。第二，今年疫情发生以来，疫情趋势不确定性较高，以及国内经济稳增长的需要，央行多次出台再贷款再贴现支

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持政策，总量货币政策工具不断调整，此前国常会曾宣布，2020 年金融系统将向实体经济让利 1.5 万亿，包括此次定向降息。再贷款再贴现等结构性工具可以提高货币政策传导效率，降低实体经济融资成本，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。第三，今年商业银行面临资产端利率下行、不良资金压力加大、资本金缺乏等问题，支持实体的可持续性与意愿不强，难以满足国常会金融向实体让利 1.5 万亿对银行提出的降低贷款利率的要求。因此央行降低再贷款与再贴现利率，可有效降低银行支持小微和涉农企业的信贷成本，提高银行调降对小微企业与涉农企业贷款利率意愿，缓解银行的息差和资本金压力。

稳中求进基调不变，货币财政合力可期。数据显示，6 月大、中型企业 PMI 均有所上升，小型 PMI 则降至荣枯线以下，比上月下降 1.9 个百分点。表明当前经济的修复是由大型企业驱动的结构性修复，小微企业的生产经营活动与生存环境则依然不佳。因此下阶段我们分析，随着疫情防控整体态势逐渐趋于稳定，央行将更注重改善农业与小微企业生产环境，促进企业复工复产进程提速。6 月 24 日，央行货币政策委员会 2020 年第二季度例会在货币政策方面指出，要“创新和完善宏观调控”，“稳健的货币政策要更加灵活适度”，把“支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置”，新提出要“坚持总量政策适度”、“坚持稳中求进总基调”等新要求，因此下半年据分析，货币政策除强调总量适度外，仍将保持稳中求进的基调，继续加大对实体经济的支持力度，通过降准、再贷款等方式保持流动性合理充裕。

风险提示：定向降息力度空前，监管超预期强化。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业点评：滴滴 Robotaxi 上线，国内 ADAS 加速升级

投资要点

事件要点:6 月 27 日，滴滴无人驾驶正式上线，落地上海，在嘉定汽车会展中心附近进行自动驾驶网约车开放道路体验，依相关规定配备安全员，可随时接管车辆，应对突发情况。

Robotaxi 模式引领 L4 级落地，无人驾驶走进现实

早在 2018 年 12 月，Waymo 推出自动驾驶载人服务在凤凰城上线，实现 Robotaxi 的全球首次商用。国内首次落地是在 2019 年 9 月百度 Apollo 在长沙开启 Robotaxi 载人试运营。进入 2020 年 AutoX 面向上海市民开放体验，6 月 27 日滴滴宣布 Robotaxi 服务正式上线。L4 级的落地具有很强的示范意义，无人驾驶逐渐由概念走进现实，也让消费者真正体验高级自动驾驶的乐趣和功能安全性，推动消费者更乐意为自动驾驶产品买单，车企也将加速推出高级自动驾驶产品以实现市场竞争力提升。

分布式架构实现无人驾驶成本高昂，E/E 架构升级势在必行

根据滴滴出行公众号称，本次滴滴测试车辆基于沃尔沃 XC60 改装，其上安装了 1 个 64 线激光雷达，2 个 16 线激光雷达，7 个摄像头，4 个毫米波/超声波雷达，单车造价成本高达 100 万以上。测试车较沃尔沃

请务必阅读正文之后的免责声明部分

XC60 新增成本量主要为自动驾驶相关的感知-决策-执行层，若采用传统分布式架构，虽规模量产后成本可实现一定程度的降低，但整体造价依旧十分高昂。因此，E/E 架构升级动力凸显，通过架构升级可实现在相同功能/性能情况下，整车成本更低。E/E 架构升级主要体现为硬件/软件/通信架构三大升级。1）硬件架构升级：由分布式 ECU 向域控制/中央集中架构方向发展。2）软件架构升级：通过 AutoSAR 等软件架构提供标准的接口定义，模块化设计，促使软硬件解耦分层，实现软硬件设计分离；ClassicAutoSAR 架构逐步向 ClassicAutoSAR 和 AdaptiveAutoSAR 混合式架构方向发展。3）通信架构升级：车载网络骨干由 LIN/CAN 总线向以太网方向发展。

继续战略性看好软件定义汽车产业链，建议超配！

我们看好“5G/AI 技术进步+特斯拉催化”带来的新一轮自动驾驶行情。区别于 2015-2016 年，这轮行情三大不同点：1）软件取代硬件定义汽车，E/E 架构升级成为关键已是行业共识；2）用户版 L3 级 ADAS 功能渗透率快速提升从而带来单车价值量上升；3）AI 芯片作为未来汽车产业链基石，发展先行，三强多级格局初步形成。这轮自动驾驶行情我们基于芯片出发，核心推荐 2 条产业链：1）全球域控制 AI 芯片龙头英伟达加速向中国进军，通过深度绑定英伟达带来 ASP 提升的【德赛西威】（域控制器）；2）基于通信/手机产业链优势加速向汽车渗透的华为汽车产业链，新增受益【华阳集团】（智能座舱+自动驾驶），推荐【中国汽研】（车路协同+智能网联平台），【中科创达】（中间件，通信组覆盖）、关注【四维图新】（地图）。另外，建议关注自主 AI 芯片【寒武纪+地平线】，关注底盘电子【伯特利+科博达】。

风险提示：智能网联汽车行业发展不及预期，法律限制智能汽车发展

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

九毛九（09922）:【东吴社服.汤军】九毛九：极简与创新、加减法并举的快时尚餐饮龙头

投资要点

从山西面馆到多元化快时尚餐厅佼佼者。九毛九创始人于 1995 年海口开设首家山西面馆，而后进军中式快时尚餐饮市场；目前已形成核心品牌九毛九面馆、太二酸菜鱼；新兴品牌 2 颗鸡蛋煎饼、“怂”冷锅串串以及“那未大叔是大厨”精品粤菜多元化品牌矩阵，19 年底合计门店达到 336 家；2019 年公司营收 26.9 亿元（+42.0%），归母净利 1.64 亿（+122.6%），其两大核心品牌在西北菜、酸菜鱼等多个细分市场处于领先地位，合计营收贡献超过 98%。

品牌独立+团队持股，高品控+标准化孕育优质品牌。一、架构独立，利益绑定激发活力：2018 年将各品牌并列为同级公司独立运作，管理权下放给予品牌经理更多自主性；公司给予各品牌团队相应品牌 15-20%股权，深度绑定团队利益充分调动积极性。二、“麦当劳式”优质运营体系：多位管理层均有麦当劳任职经历，品牌沿袭麦当劳特质，从供应链到门店经营标准化程度高，运营高效、品控稳定，孕育优质中式快时尚

请务必阅读正文之后的免责声明部分

餐厅。

强大品牌力持续输出。1）明星品牌太二酸菜鱼主打高品质酸菜鲈鱼，SKU 仅 26 种，低热量鱼片搭配酸辣口感，获年轻女性消费者追捧；门店运营高效，翻座率/客单价齐高（4.8 次/天、75 元），经营利润率行业领先（21.5%）；其在品牌营销方面匠心独运，有效提高黏性同时保障品牌热度及年轻化输出；2）九毛九面馆主打西北美食，聚焦家庭及聚餐消费者，截至 2019 年共拥有门店 143 家，客单价 58 元，疫情下更加速面馆战略调整与布局，未来有望迎来二次扩张与增长。

深化快时尚餐饮布局，未来可期。公司主战场位于华南及一线城市，未来将继续加密一线布局，逐步扩张全国非一线城市，太二酸菜鱼盈利能力显著将是公司布局重点，我们预计 20-22 年开店 80/110/130 家，到 2022 年达到 446 家。九毛九面馆由于疫情战略收缩低效/微亏门店，同时公司将加快打磨面馆经营模型，预期 21-22 年开店 3/7 家，未来或迎来二次增长。

盈利预测与投资评级：基于核心品牌太二快速扩张，面馆疫情下战略收缩逻辑，疫情下谨慎预计 20-22 年公司总营收 27.1/48.2/69.6 亿元，同比增长 1.0%/77.7%/44.2%，预计归母净利 1.0/4.3/6.4 亿元，同比增速-37.2%/311.8%/49.4%，当前股价对应动态 PE163/40/27 倍。公司多细分赛道优势领先。太二盈利能力优异，高速扩店助力公司业绩持续提升；面馆有望于 21 年迎来二次扩张；此外公司持续品牌多元化扩张，考虑公司产品创新与迭代能力较强、外卖业务发展潜力以及中长期开店超预期潜力，给予 21 年 50 倍 PE 估值，对应目标价 16.9 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复带来宏观经济波动风险；扩张、品牌推广、盈利能力不及预期风险；行业竞争激烈风险；食品安全与负面新闻风险。

（证券分析师：汤军）

龙马环卫（603686）：环服现市场份额&盈利双拐点，装备现金流利润率改善迎高质量增长

投资要点

核心要点：环卫大行业趋势机械化+智能化管理，装备公司迎发展良机，关注公司两点边际改善 1）环服订单放量份额提升：19 年新签订单总额大增 173.67%，行业排名第 1，份额大幅提升；2）盈利能力触底回升：环服项目稳定运营&优化装备客户结构，盈利水平明显改善。

环卫装备&环卫服务双轮驱动，盈利能力/现金流水平现拐点。15 年制定“环卫装备+环卫服务”协同发展战略，环服业务发展迅猛，19 年收入占比超 42%，四年复合增速达 166%。19 年多项财务指标好转，实现营收 42.28 亿元，同增 22.78%；归母净利润 2.7 亿元，同增 14.40%；毛利率同增 1.06pct 至 25.73%，ROE 同增 0.64pct 至 11.24%，经营性现金流净额回正，大幅增长 190.9%至 3.23 亿元。

行业趋于标准化&机械化，凸显装备壁垒优势。1）行业趋于标准化&机械化，龙头营收 6 年可扩张 5.58 倍：标准化造就环卫一体化大项目，经济性优势&政策要求驱动机械化，核心城市大单频出验证趋势；2）全国机械化程度提升空间达 38.66pct，应用面积因子与强度因子反映实际环卫机械化程度，机械化驱动装备壁垒持续体现，全国环卫企业人力成本

请务必阅读正文之后的免责声明部分

占比高于海外 37.59pct，机械化提升空间大。

装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力份额提升，环服订单强势放量毛利率改善。1）公司作为装备领先企业，显现装备制造、产业链协同优势；2）依托装备销售服务网络，累积丰富客户资源和项目经验，切入环服业务 5 年，已累计承揽 17 个省市环服运营项目，体现良好的跨区域市场开拓及运营能力，增强拿单能力。3）自主研发智慧环卫系统打造精细管理模式，助于提升运营效率。4）订单强势放量：19 年新签首年订单金额达 12.27 亿元，同增 91.12%，排名行业第 2；新签订单总金额达 111.30 亿元，同增 173.67%，排名行业第 1。19 年订单收入比达 6.22，相较于 2018 年提升 1.6 倍，在手订单充裕，保障未来业绩快速增长。5）在手订单平均服务年限远高于行业平均，存量项目累积提高市占率，利于长期现金流稳定。6）项目进入成熟运营期，19 年毛利率同增 2.43pct 至 20.10%，未来仍有持续提升的空间。

环卫装备需求量长期释放，优化客源盈利能力提升。综合考虑环卫投资强度提升及新能源设备替代节奏，预计 25 年环卫装备市场规模为 1076 亿元，年化增速达 12.82%，装备需求长期释放。CR6 近 50%，行业竞争格局稳定，公司依托其品牌与技术优势，多年保持行业前 3，领先地位巩固。公司积极优化客户/产品结构共促降本增效，19 年装备毛利率同比提升 2.43pct 至 30.29%，盈利能力有望持续提升；加强回款力度，加快去库存，制造效率及现金流水平明显改善。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.94/1.13/1.38 元，对应 PE 为 25/21/17 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，环卫装备销售不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理）

中联重科（000157）：三年业绩预计翻倍，估值向上大幅修正

投资要点

行业层面：景气持续性拉长，后周期产品迎来复苏高峰

2020-2022 年工程机械后周期产品更新高峰持续，同时下游地产基建投资预期不悲观，人工成本上行带动机械化率提升，工程机械行业的强政策与强周期属性弱化，行业景气持续性拉长，我们预计三年内行业有望维持正增长；同时本轮复苏中行业竞争格局更加优化和理性，龙头增速预计高于行业。

混凝土机械：2020-2022 年迎来更新高峰，我们预测 2020-2022 年国内混凝土泵车行业销量增速为 31.7%/18.7%/4.2%，搅拌车行业销量增速为 37.6%/15.9%/3.8%。公司是混凝土机械龙头，预计业务收入增速高于行业。

工程起重机：2020 年更新替换高峰持续，基建与风电项目拉动下行业景气度正在不断提升，我们预计 2020-2022 年工程起重机行业销量增速为 7.2%/0.1%/0%。公司起重机份额处于持续扩张阶段，业务增长高于行业整体，我们预计 2020 年公司工程起重机收入增速有望达 20%。

塔式起重机：受益于装配式建筑渗透率提升对中大吨位塔机的带动，我们预计塔机行业销量未来几年内将维持 10%以上的复合增速，公司作为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

龙头企业，将充分发挥在中大吨位塔机上的竞争优势，份额将进一步提升。

公司层面：聚焦未来 2 年工程机械行业增长最快机种，业绩释放具有高弹性

中联重科是国内混凝土机械双寡头之一，汽车起重机市占率排名前三、塔式起重机排名第一。其主要业务混凝土机械、工程起重机和塔式起重机，均为工程机械后周期产品，有望接力挖掘机成为近两年内增长最快的机种。2019 年这三项业务在总收入中占比达 83%，中联在后周期产品复苏高峰将显著受益。

龙头规模效应显著，业绩释放具有高弹性。2009-2019 年近十年内，公司净利率与收入规模呈现同向波动趋势，龙头规模效应显著。随着后周期产品销量高增，我们预计近两年公司收入规模仍将保持显著增长，行业供需改善及公司规模效应下，净利率有望进一步上行。

盈利预测与投资评级：混凝土机械+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强，且市场份额不断集中，公司行业龙头地位稳固，将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年公司实现归母净利润分别为 65.3/78.6/87.9 亿元，三年内业绩有望翻倍，当前股价对应 PE 分别为 7.5/6.2/5.6 倍；参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被显著低估，我们给予 2020 年目标估值至 11 倍 PE，对应市值 718 亿，上调目标价至 9.1 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；公司国内市场拓展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

福莱特（601865）：半年报业绩同比增长 60%~80%，产能加码未来可期

投资要点

事件：公司发布 2020H1 业绩预告，2020H1 归母净利润为 4.20-4.70 亿元，同比增长 60.92%-80.08%，扣非归母净利润 4.1-4.6 亿元，同增 73.73%-94.92%，符合预期。其中 Q2 归母净利润预计 2.05~2.55 亿元，环比-4.7%~+18%，扣非归母净利润 2.01~2.5 亿元，环比-3.8%~+19.7%。

2020H1 量利双增，业绩略超预期：受益于产能扩张和双玻需求增加，公司光伏玻璃销售量预计同比增长 30%左右（按平米），同时销售单价同比略有增长，公司 2020H1 毛利率预计判断将同比提升 10~12 个百分点，盈利能力大幅提高。二季度在光伏玻璃价格大幅下降的背景下（3.2 玻璃 Q1 均价为 29 元/平米，Q2 降至 24 元/平米；2.0 玻璃 Q1 均价 24.5 元/平米，Q2 降至 20~20.5 元/平米），但公司 Q2 业绩环比仍增长，超出市场预期。

双玻渗透率提升&原材料价格下降带动公司单平米盈利提高：1）受益于 2.0mm 玻璃产业化，今年双玻渗透率快速提升，目前公司 2.0mm 玻璃出货占比约 30%，较年初提高 15 个百分点，由于 2.0 玻璃产能供给有限且生产工艺难度更大，目前 2.0mm 玻璃毛利率预计高于 3.2mm 玻璃约 3~4 个百分点；2）光伏玻璃成本结构中主要为分为原材料和燃料两大类，其中原材料的主要构成为纯碱和石英砂，燃料动力的主要构成为石油类

请务必阅读正文之后的免责声明部分

燃料、天然气和电。今年上半年纯碱价格处于历史地位，燃料、天然气也处于近两年低位，预计判断进一步推高公司 2020H1 毛利率至 40%左右的水平。

持续扩产，强化龙头地位：目前公司产能为 5400 吨/日（3*1000 吨/日+4*600 吨/日），其中 600 吨/日产能今年 5 月下旬开始冷修，预计 6-9 个月冷修完成，因此今年 5 月份至年底实际在产产能为 4800 吨/日。目前在建项目中：1）越南 2 条产能 1000 吨/日窑炉在建，计划 20Q4 点火；2）转债项目对应的凤阳 2 条产能 1200 吨/日窑炉预计 21 年点火；3）定增项目对应的凤阳 2 条产能 1200 吨/日窑炉预计 21 年下半年及 22 年上半年各点火一条。目前在产产能中，公司及信义 CR2 大约为 55%左右，但新扩产能中公司及信义 CR2 占比大约为 75%，龙头地位持续强化。

光伏需求将逐季攀升，平价后市场值得期待：行业竞价项目的出炉，国内市场逐步打开，平价项目也很值期待，申报 39.85GW（19 年 14.78GW）超预期，Q4 随着海外疫情消退和组件价格下跌新项目快速恢复起量、国内进入 20 年 1231 抢装，有望迎来史上最强旺季。展望明年，大尺寸&MBB&电池新技术&组件价格下降都将进一步推动度电成本下降，看好 20 年后平价市场空间，预计 21 年全球 160GW（国内 50、海外 110），同增 25-30%，龙头份额继续提升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：10.20、14.46、17.82 亿元，同比+42.26%、41.69%、23.26%，对应 EPS 为 0.52、0.74、0.91 元。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）

天孚通信（300394）：天孚通信：把握 5G 和数据中心大发展机遇，布局高速光引擎、深耕 400G+及硅光前沿

投资要点

事件：6 月 30 日，天孚通信发布公告，拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过 7.86 亿元（含本数），募集资金扣除相关发行费用后将用于投资面向 5G 及数据中心的高速光引擎建设项目。

募资布局高速光引擎，强化战略性核心竞争力：天孚通信拟募资 7.86 亿元，主要用于激光芯片集成高速光引擎、硅光芯片集成高速光引擎以及高速光引擎用零组件，本次项目内部 IRR（税后）为 21.05%，经营效益良好。我们认为本次项目战略意义大于经济意义，公司定位于 400G、800G 等高端光模块市场需求，随着光交换速率提升带来的光电交换容量、功耗以及兼容等问题，对于核心器件高速光引擎提出更高的要求，因此加码高速光引擎研发力度，能有效丰富天孚通信战略性核心研发能力，夯实光通信元器件领域的研发基础，不断强化核心竞争力。

逆风起跑，前瞻卡位硅光技术，是竞争所趋、行业所需：硅光作为光模块下一代技术变革的关键，当前以英特尔等国外企业为主，国内硅光技术仍处于前期发展阶段，但是随着国产化进度的不断推进以及需求不断释放，具备硅光技术的内资企业将更具竞争力。我们认为，前瞻布局硅光技术是持续领跑的必要前提。首先，天孚通信作为国内领先的光器件“一体化”解决方案提供商，布局硅光等前瞻技术，是保持自身核心竞争力的必要前提；其次，天孚通信作为业内领跑者，是带动行业技术及

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产品升级迭代的主力，更是加快光模块行业向前的驱动力。

电信与数通共振光模块景气度持续向上：政策频频力挺科技新基建，5G和数据中心确定性提升，激发光器件更多增量需求与升级需求。首先，全球 5G 网络进入商用建设，前传光模块需求逐步起量，刺激电信光模块需求持续稳增；其次，随着流量增速即将触底回升，数通市场将是更大看点，同时数据中心光模块速率将持续进行 400G 以上迭代升级，也将促进光器件行业新一轮发展机遇与需求增长。

盈利预测与投资评级：我们持续看好天孚通信未来业务发展，预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.11 亿元、9.34 亿元以及 12.75 亿元，实现归母净利润分别为 2.09 亿元、2.82 亿元以及 3.86 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.42 元以及 1.94 元，对应的 PE 分别为 57X/42X/31X，维持“买入”评级。

风险提示：高端光模块需求不达预期的风险；光器件市场竞争加剧的风险；海外经营环境恶化的风险。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

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