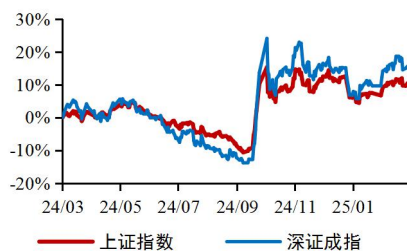


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 6 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,341.96	0.53
深证成指	10,709.46	0.28
沪深 300	3,902.57	0.45
中小板指	6,634.77	0.28
创业板指	2,190.36	0.01
科创 50	1,083.82	0.29

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

- 【衍生品研究】密卫转债投资价值分析-危化品物流龙头，仓储区位和资质壁垒凸显
- 【衍生品研究】台 21 转债投资价值分析-优秀正股的偏债型转债，转股溢价率偏高
- 【行业评论】【山证电新】20250305 光伏产业链价格跟踪



【今日要点】

【衍生品研究】密卫转债投资价值分析-危化品物流龙头，仓储区位和资质壁垒凸显

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **密卫转债（113658.SH）：**
- AA-级，截止 2025/3/4 债券余额 8.72 亿元，剩余期限 2.54 年，收盘价 119.82 元，转股溢价率 37%，纯债溢价率 12.94%，YTM -1.79%。
- **正股：密尔克卫（603713.SH）：**
- **最新总市值 78.05 亿元，PE TTM 15.0x。** 公司是我国领先的专业化工供应链综合服务商，涵盖货运代理、仓储、运输及化工品交易等，业务聚焦危化品物流领域。实控人陈银河等，合计持股约 47.7%（Q324 数据）。
- **密卫转债主要看点：**
- **危化物流市场持续增长，行业集中度提升可期。** 根据中物联危化品物流分会数据，危化品物流市场 2015-2023 年复合增速 9.16%，预计 2025 年继续增长至 2.85 万亿元。危化品运输高要求、高门槛，强监管下中小企业加速出清。密尔克卫是我国危化品物流龙头，深度绑定巴斯夫、陶氏等国际化工巨头，或受益行业集中度提升趋势。
- **稀缺仓储资产构筑护城河，协同优势助力业务不断拓展。** 通过自建+并购，公司搭建起全国物流网络，拥有逾 60 万平米危化品仓库且多位于核心化工园区。监管趋严下，公司仓储资源难以复制，区位和资质壁垒凸显。2020 年公司业务延伸至化工品交易；近两年，再度拓展至新能源、快消等领域，并布局船舶资产、加速国际化步伐。
- **业绩稳健增长，中长期增长逻辑清晰。** 受益于公司在危化品运输领域的领先地位，以及物流导流贸易、贸易反哺物流的协同效应，公司实现高客户粘性和业绩稳健增长。2024.1-3Q 营收同比+25.3%，归母净利润同比+21.7%。WIND 一致预期，2025-26 年归母净利润同比+18.33%、15.97%。
- **密卫转债：** 正股 PE、PB 估值均处于历史底部。转债绝对价格不高，债券余额小，即将进入回售期，未来下修概率提升。
- **转债合理估值推导**
- 基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，不考虑强赎和下修，我们认为密卫转债合理估值在 123-134 元。

- 风险提示：市场需求不足；行业集中度提升低于预期；安全事故风险等

【衍生品研究】台 21 转债投资价值分析-优秀正股的偏债型转债，转股溢价率偏高

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 台 21 转债（113638.SH）：
 - AA 级，债券余额 6.00 亿元，占发行总额 99.96%，剩余期限 2.82 年。最新收盘价 115.32 元，转股溢价率 71.26%，纯债溢价率 6.54%，YTM -0.007%。
 - 正股：台华新材（603055.SH）：
 - 最新总市值 98.56 亿元，PE TTM 13.3x。公司深耕锦纶产业，是我国锦纶生产一体化龙头，高技术壁垒，已形成浙江嘉兴、江苏苏州、江苏淮安三大生产基地。实控人施氏姐弟，合计持股超 50%。
 - 台 21 转债主要看点：
 - 全产业链发展，高技术壁垒构建护城河。公司布局“锦纶纺丝-织造-染色”全产业链，重点强化锦纶 66、再生锦纶等高端产品竞争力，与迪卡侬、优衣库、安踏、lululemon 等保持长期稳定合作关系。在工艺、设备、原材料、客户、规模等多方面已构建起同业短期难以逾越的护城河。
 - 价值得到验证，业绩保持高增长。公司坚持差异化、高质量、高效益、可持续发展，毛利率长期高于同业。2024 年 1-3Q，差异化产品放量并产能利用率提升，营收同比+47.46%，归母净利润同比+89.19%。根据最新业绩预增公告，2024 年全年归母净利润 7.0-7.6 亿元，同比预增 55.86%到 69.22%。
 - 淮安基地建成投产，股权激励进一步落实。转债项目安徽淮安基地一期已投产，设计产能年产 10 万吨再生差别化锦纶丝和 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝，24 年底满负荷运转，取得较好效益。二期织染项目预计 25 年逐步投产。2024 年 7 月推出的限制性股票激励计划，覆盖 32 名高管及核心骨干，有序推进中，有望绑定核心人才，提升团队稳定性，为公司长期发展注入动能。
 - 台 21 转债：绝对价格不高，债券余额小，即将进入回售期，不排除未来下修可能。正股估值处于历史底部，同时，锦纶 66 应用于人形机器人防护服、机械臂包覆的可能或成为正股估值提升的催化剂。
 - 转债合理估值推导
 - 基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，不考虑强赎和下修，我们认为台 21 转债合理估值在 121-128 元。
 - 风险提示：下游需求不足；竞争加剧至毛利率下降；原材料价格波动等

【行业评论】【山证电新】20250305 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格上涨**：根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 40.0 元/kg，较上周上涨 2.6%；颗粒硅均价为 38.0 元/kg，较上周上涨 2.7%。受下游需求提升影响，头部企业上调报价，带动本周多晶硅价格小幅上涨。近期拉晶企业提货增加，硅料库存小幅下降，预计短期内价格维持稳中上涨态势。
-
- **硅片 价格结构性上涨**：150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较上周持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.18 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.35 元/片，较上周上涨 3.8%。一体化企业开工率提升，预计 3 月预计硅片排产环比上升 2-3GW 左右。考虑到下游需求向好，电池片排产增加，预计短期内硅片价格还有上涨空间。
-
- **电池片 价格有升有降**：M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.32/W，较上周下降 3.0%；TOPCon 均价为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；182*210mm N 型电池片价格为 0.30 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 1.8%。组件排产提升带动电池片需求，电池片新增订单提升较多，供需双增，预计电池片价格延续温和上涨趋势。
-
- **组件 价格结构性上涨**：182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较上周持平；182TOPCon 双玻组件价格 0.70 元/W，较上周上涨 0.7%。政策影响下，分布式项目抢装需求明确，对组件价格形成支撑。部分 EPC 企业即使付全款仍需等待 2 周以上。受益于需求逐渐升温，组件厂家开工率有不同程度提升，预计短期内价格还有上升空间。
-
- **光伏玻璃 价格大幅上涨**：3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 22.0 元/m²，较上周上涨 12.8%；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 14.0 元/m²，较上周上涨 12.0%。
-
- **重点推荐**：BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：福莱特； 海外布局方向：阿特斯、阳光电源、德业股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。
-
- **风险提示**：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

