东吴证券晨会纪要

2021 年 04 月 15 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：今年的新增专项债投了哪些项目？

截至 4 月 11 日，地方政府专项债共发行 4681 亿，其中再融资 4170 亿，占比 89%，新增专项债 510 亿，占比 11%，今年以来新增专项债主要投向棚改、补充银行资本金、乡村建设、产业园区、交通运输、社会事业等六个方向，其中以棚改为主，鉴于今年有确定性收益的基建项目储备有限，短期内棚改类项目已成为新增专项债发行有效补充。

固收金工

固收点评：2021 年 3 月进出口数据点评—内需景气回升外需强劲，进出口维持高速增长

事件

数据公布：2021 年 4 月 13 日，海关总署公布了我国 3 月进出口数据。按人民币计价，3 月我国货物贸易进出口总值 3.02 万亿元人民币，比去年同期增长 24.0%。其中，出口 1.56 万亿元，增长 20.7%；进口 1.47 万亿元，增长 27.7%；贸易顺差 879.8 亿元，去年同期为顺差 1394.2 亿元。按美元计价，今年 3 月，我国进出口总值 4684.7 亿美元，增长 34.2%。其中，出口 2411.3 亿美元，增长 30.6%；进口 2273.4 亿美元，增长 38.1%；贸易顺差 138 亿美元，去年同期为顺差 199.0 亿元。今年一季度，我国外贸进出口总值累计 8.47 万亿元，1 至 3 月累计同比增长 29.2%。

行业

汽车行业月报：3 月交强险销量超预期，芯片影响有限

业绩为王，优中选优。鉴于市场风格转变+板块估值处于历史高位+行业处在百年变革中，2021 年汽车板块投资策略从全面看多转为优中选优。符合优中选优的个股标准：1）已经积极应对变革能够在未来产业中有明确地位；2）2021-2022 年处于明确向上的业绩周期；3）业绩增长能够很好消化估值。整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：推荐长城汽车+吉利汽车。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：推荐福耀玻璃+拓普集团+中国汽研+德赛西威+华阳集团，关注星宇股份。

推荐个股及其他点评

天风证券（601162）：混改标杆机制优异，立足研究协同可期

公司立足武汉，依托国资实力+民营市场化机制高速增长，研究实力强劲，未来有望实现财富管理转型和大投行业务布局。预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 4.40、7.53 和 9.73 亿元，对应 PE 分别为 75.50x、44.07x、34.12x，对应 PB 分别 1.80x、1.74x、1.66x。首次覆盖给予“买入”评级。

维尔利（300190）：2020 年年报点评：碳中和&垃圾分类有望带动订单释放

公司 2020 年营收 32.03 亿元，同增 17.29%；归母净利润 3.57

亿元，同增 12.82%；扣非归母净利润 3.02 亿元，同增 0.97%；加权平均 ROE 同比提高 0.33pct，至 8.77%。

宏观策略

宏观点评：今年的新增专项债投了哪些项目？

观点

截至 4 月 11 日，地方政府专项债共发行 4681 亿，其中再融资 4170 亿，占比 89%，新增专项债 510 亿，占比 11%，今年以来新增专项债主要投向棚改、补充银行资本金、乡村建设、产业园区、交通运输、社会事业等六个方向，其中以棚改为主，鉴于今年有确定性收益的基建项目储备有限，短期内棚改类项目已成为新增专项债发行有效补充。

专项债发行规模同期放缓，新增专项债启动滞后于往年。截至目前（图 1），专项债发行规模共计 4681 亿，较去年同期下降 58%，考虑到 2020 年政策因素，我们用 2019 年及 2020 年同期专项债发行的均数来看，今年专项债发行规模较均数下降 49%。今年新增专项债自 3 月启动，首只为四川发行的为补充银行资本金专项债，2019 年及 2020 年新增专项债均在 1 月开始发行，今年新增专项债启动时间较往年滞后。

专项债资金投向发生哪些变化？截至目前新增专项债 510 亿，投向棚改、补充银行资本金、乡村建设、产业园区、交通运输、社会事业六个方向（图 2）。对比往年，主要变化有：

1）今年已发新增专项债投向以棚改为主，发行规模为 206 亿，占比 40%，2020 年同期新增专项债投向主要为交通运输及社会事业，该时期棚改类专项债受限。对比 2019 年同期，2019 年专项债投向主要为棚改及土储，其中投向棚改的专项债规模为 2348 亿，占比 35%。

2）从 2020 年全年来看，专项债主要投向仍是传统建设领域（图 5），其中，新基建、社会事业等领域主要受益于政策鼓励，棚改类及土储类专项债受限，我们预计今年专项债将会继续为基建提供支持，同时，棚改类及租赁住房建设土储类专项债将边际放宽，预计 2021 年全年棚改类及租赁住房建设土储类专项债占比较去年将有所回升。此外，政策鼓励各地申报文旅类专项债（表 1），包括国家重大区域发展战略有关项目、国家文化公园建设、重点景区基建、旅游公共服务保障设施建设等，我们预计此类专项债今年占比将会上升。

预计二季度新增专项债发行加快，将带动财政支出增速提升。2021 年 1-2 月全国政府性基金预算支出 10977 亿元，累计同比增速-14.8%，前值为-10.4%。支出端同比下滑，或受 1-2 月专项债均为再融资类影响。参考 2020 年新增专项债发行节奏（图 6），新增专项债额度下达后的两个月将会发行完毕，如 2020 年 4 月下达 1 万亿元，2020 年 5-6 月新增专项债发行规模为 10791 亿元。2021 年 3 月财政部已提前下达 1.77 万亿，根据我们测算（表 2），今年 4 月即将迎来新增专项债发行小高峰，二、三季度将持续专项债快速发行节奏。

专项债资金使用与以往有何不同？为规避专项债项目进展缓慢，资金使用效率不高等问题，监管对专项债项目实施穿透式监测，涉及项目准备情况、项目建设情况、项目运营情况、项目专项收入情况四个方面，对专项债券管理实行“一竿子插到底”穿透式监控。在 4 月 13 日发布的《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中再一次强调了稳步扩大直达资金范围，强化从资金源头到使用末端的全过程、全链条、全方位监管，资金监管“一竿子插到底”。监管趋严体现了对政府债务的关注

请务必阅读正文之后的免责声明部分

度开始提升，我们预计今年将会加大隐性债务化解力度，防风险或将成为“十四五”期间重点。

风险提示：专项债发行不及预期，融资环境超预期变化

（证券分析师：陶川　研究助理：周璐）

固收金工

固收点评：2021 年 3 月进出口数据点评—内需景气回升外需强劲，进出口维持高速增长

事件

数据公布：2021 年 4 月 13 日，海关总署公布了我国 3 月进出口数据。按人民币计价，3 月我国货物贸易进出口总值 3.02 万亿元人民币，比去年同期增长 24.0%。其中，出口 1.56 万亿元，增长 20.7%；进口 1.47 万亿元，增长 27.7%；贸易顺差 879.8 亿元，去年同期为顺差 1394.2 亿元。按美元计价，今年 3 月，我国进出口总值 4684.7 亿美元，增长 34.2%。其中，出口 2411.3 亿美元，增长 30.6%；进口 2273.4 亿美元，增长 38.1%；贸易顺差 138 亿美元，去年同期为顺差 199.0 亿元。今年一季度，我国外贸进出口总值累计 8.47 万亿元，1 至 3 月累计同比增长 29.2%。其中，出口累计 4.61 万亿元，累计同比增长 38.7%；进口累计 3.85 万亿元，累计同比增长 19.3%；贸易顺差 7592.9 亿元，去年同期为顺差 983.3 亿元。按美元计价，前 3 月我国外贸进出口累计 13036.0 亿美元，1 至 3 月累计同比增长 38.6%。其中，出口累计 7099.8 亿美元，累计同比增长 49.0%；进口累计 5936.2 亿美元，累计同比增长 28.0%；贸易顺差 1163.5 亿美元，去年同期为顺差 132.0 亿美元。

观点

出口方面：出口增速维持高位，海外需求强劲提供支撑。2021 年 3 月以美元口径计量的出口总金额为 2411.3 亿美元，同比增速收于 30.6%，增速较上月有所下降。3 月出口同比增速仍维持高位的原因主要有二：第一、2019 年 3 月出口当月值为 1986.7 亿美元，2020 年 3 月为 1851.5 亿美元，形成低基数效应。第二、疫苗逐步接种，全球疫情复发仍处于可控范围内，经济逐步复苏。3 月主要发达经济体制造业 PMI 均大幅上涨，其中德国、美国和欧元区制造业 PMI 分别达 66.6%，64.7%和 62.5%，海外需求强劲支撑我国出口继续维持两位数高增长。

进口方面：进口总量大幅增长，大宗商品价格涨幅扩大。今年 3 月我国进口总金额为 2273.4 亿美元，同比增速为 38.1%，较前值大幅增长。进口增速持续上行的原因主要有三：第一、3 月我国制造业 PMI 指数维持景气区间，PMI 新订单指数重回荣枯线之上，民营企业与中西部地区进口活力提升，内需有所改善。第二、大宗商品价格涨幅扩大，如原油、金属等价格持续攀高，3 月我国进口金额增速涨幅最大的前三位即为原油、铁矿砂及其精矿与未锻造的铜及铜材，支撑我国进口增速的上升。第三、我国坚持扩大对外开放尤其是“一带一路”政策带动沿线国家经贸合作持续深化，带动我国对沿线贸易伙伴进口所有增长。

展望后期：上半年出口有望持续高增长，未来不确定性因素仍需警惕。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

疫苗逐步接种，全球疫情零星复发但仍处于可控区间，主要经济体制造业 PMI 大幅上涨，为我国出口带来外需持续强劲的景气信号。随着生产的逐步稳定，国内 PMI 新订单指数重回荣枯线以上，内需不断改善，进口增速显著上升。同时值得关注的是，我国“一带一路”政策有力地拓展了沿线国家贸易合作，在不断扩大的对外开放下，RCEP 签订、中国-东盟自贸区全面建成、中美经贸摩擦和劳动密集型产业的向外转移等推动因素都使得我国与东盟等经济体进出口贸易的增长表现突出，预计未来疫苗等防疫药品用品、传统商品的出口等都将继续上涨，我国出口在上半年有望持续增长。展望后期，我国外贸面临的不确定因素仍然较多，出口方面需要关注出口转移与出口替代的边际效应，进口方面需关注财政部、海关总署、税务总局新发布的 2021 年-2030 年支持新型显示产业发展进口税收政策相关通知。

风险提示：全球疫情复发风险，警惕外贸不确定性因素。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业月报：3 月交强险销量超预期，芯片影响有限

投资要点

产销层面：芯片短缺影响下，3 月产批同比 2019 年小幅下滑。狭义乘用车 3 月产量 182.1 万辆（同比 2019/2020 年 3 月分别为-9.09%/+86%，环比+60.8%），Q1 累计产量 481.7 万辆（同比 2019/2020 年 Q1 分别为-5.15%/+87.5%，环比-27.26%）；狭义乘用车 3 月批发销量 183.8 万辆（同比 2019/2020 年 3 月分别为-4.6%/+83.3%，环比+61.6%），Q1 累计批发销量 500.4 万辆（同比 2019/2020 年 Q1 分别为-2.9%/+77.2%，环比-24.82%）。新能源乘用车 3 月产量 19.2 万辆（同比+309.3%，环比+70.5%），Q1 累计产量 48.1 万辆（同比+389.1%）；新能源乘用车 3 月批发 20.2 万辆（同比+261.3%，环比+101.1%），Q1 累计批发 46.8 万辆（同比+315.9%）。交强险口径：狭义乘用车零售销量实现 167.15 万辆（同比+64.6%，环比-34.0%，同比 2019 年 3 月+13.7%，Q1 累计同比 2019 年+3.9%），其中新能源零售实现 18.9 万辆（同比+293.8%，环比+98.9%），宏光 mini/Model3/ModelY 分列前三，自主整体强于合资。3 月轿车市场日系份额下降，德系/自主份额回升，SUV 市场日系（主要为东风本田）/德系（主要为一汽大众）份额上升，总体波动较为平稳。3 月传统乘用车消费结构小幅变动：中高端消费占比微增，低端消费占比下滑。重点车企产销层面，一汽大众+长城汽车表现优秀。

库存层面：3 月企业库存增加 2.0 万辆，渠道库存增加 8.1 万辆。3 月传统车企业库存增加 2.0 万辆，2015 年 1 月以来累计-62 万辆（2015 年以来历史同期最低值）。渠道库存增加 8.1 万辆，2015 年 1 月以来累计 333 万辆，3 月渠道库存系数为 1.7 月。新能源乘用车 3 月库存增加 1.2 万辆，2015 年 1 月以来累计 56.6 万辆，历史高位。主流自主&合资品牌补库。自主中奇瑞/比亚迪库存系数较高，合资中广汽本田库存系数较高。

价格层面：3 月下折扣率微幅上涨。车价格监控结论：折扣率持续增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 10.71%，环比 3 月上+0.14pct。长城汽车重点车型中坦克 300 维持无折扣；第二代哈弗 H6/第三代哈弗 H6/哈弗大狗/哈弗初恋折扣率环比为+0.08pct/+0.51pct/+0.46pct/+0.57pct。吉利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

汽车重点车型中星瑞无折扣，博越指导价下降，折扣率环比-3.86pct，领克 01/领克 05/领克 06 成交价小幅变动，折扣率环比+0.05pct/+0.06pct/+0.07pct。2）多数车企 3 月上折扣率增加，幅度较大的是广汽丰田+一汽捷达+华晨宝马，仅吉利汽车折扣率缩减。

投资建议：业绩为王，优中选优

业绩为王，优中选优。鉴于市场风格转变+板块估值处于历史高位+行业处在百年变革中，2021 年汽车板块投资策略从全面看多转为优中选优。符合优中选优的个股标准：1）已经积极应对变革能够在未来产业中有明确地位；2）2021-2022 年处于明确向上的业绩周期；3）业绩增长能够很好消化估值。整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：推荐长城汽车+吉利汽车。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：推荐福耀玻璃+拓普集团+中国汽研+德赛西威+华阳集团，关注星宇股份。

风险提示：疫情控制低于市场预期；乘用车需求复苏低于市场预期

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

天风证券（601162）：混改标杆机制优异，立足研究协同可期

投资要点

市场化机制优异研究实力强，混改标杆加速崛起：1）混改标杆，市场化机制优。天风证券成立于 2000 年，总部设于湖北省武汉市，是一家拥有证券全牌照的全国性综合类上市证券公司。2012-2015 年天风证券经历四轮增资扩股，2012 年公司完成股份制改革后，从仅拥有单一经纪业务的区域性券商变身为混合所有制的全牌照综合性券商，先后增加了融资融券资格、证券保荐资格、代销金融产品资格和向期货公司提供中间介绍业务。2）作为混合所有制改革标杆，截至 2020 年 Q1~3 公司不存在控股股东和实际控制人，股权较为分散，股东结构多元。国资实力背景+民营机制活力优势互补，公司在优异的市场化机制下迅速发展壮大。3）公司整体业绩表现优异，业务结构均衡发展。截至 2020Q1~3，公司业绩触底反弹，实现营业收入 34.32 亿元（同比+39.39%）、归母净利润 7.02 亿元（同比+262.34），ROE 达到 4.65%，综合规模已基本跻身准中型券商行列。经纪、自营、投行是拉动公司业绩的“三驾马车”，公司盈利呈现高弹性特征。

经纪业务加速财富管理转型，机构分仓高增彰显研究实力，业务协同效应有望逐步显现：1）经纪业务：增量机构客户驱动佣金率+市占率量价齐升（2018 年市占率已至 0.61%，较 2016 年末上升 36pct.；净佣金率逆市上升至 0.049%，显著高于行业均值）。公司加速经纪业务的财富管理转型，与恒泰证券发挥协同作用（机构+零售），稳步推进资源整合。2）天风证券研究所 2016 年组建后迅速崛起，以灵活机制+优厚激励吸引明星分析师加盟，研究实力和影响力大幅提升（2020 年“新财富”评选中共 11 个团队上榜，研究所获得本土最佳研究团队第五名），2020 年机构佣金分仓收入排名 16（2015 年时排名仅为 78）。依托强大的市场影响力和号召力，天风证券正着手打造国家级产业研究智库，提升未来市场的话语

请务必阅读正文之后的免责声明部分

权和定价权，同时孵化战略新兴产业资源，聚合资金、资产、资源构建金融生态圈，将研究打造成公司综合金融服务驱动力。

资管价值率领先行业，投行整体市占率进一步提升：1）资管业务：截至2020年上半年，公司资管业务总规模1495亿，其中集合资管、定向资管和专项资管规模分别为589亿、298亿、559亿。费率方面，受市场整体资管规模低迷的影响，2020年上半年公司资管业务年化综合费率为0.28%（以资管业务净收入/受托管理资金总规模测算，2019年为0.426%），但仍大幅领先行业均值0.139%。2）投行业务：2020年公司投资银行业务市占率有所提升，截至2020Q3定增市占率达0.94%（2018为0.15%）；债券承销市占率2.3%（2018年：0.95%）。投行业务深耕湖北，实施集团化，行业化战略，提供全方位创新服务，大力拓展香港的央企业务，形成境内境外互相引流的协同效应。3）受疫情及宏观环境影响下，公司自营业务在2020年采用以高夏普率、宏观驱动为主导的管理思路。截至2020Q3实现自营业务收入12.91亿元，同比增长41%。

盈利预测与投资评级：公司立足武汉，依托国资实力+民营市场化机制高速增长，研究实力强劲，未来有望实现财富管理转型和大投行业务布局。预计公司2020~2022年归母净利润分别为4.40、7.53和9.73亿元，对应PE分别为75.50x、44.07x、34.12x，对应PB分别1.80x、1.74x、1.66x。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1）疫情控制不及预期导致市场波动加剧；2）行业竞争加剧风险；3）监管趋严抑制行业创新；4）外资金融机构的竞争风险；4）经营管理风险。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

维尔利（300190）：2020年年报点评：碳中和&垃圾分类有望带动订单释放

投资要点

事件：公司2020年营收32.03亿元，同增17.29%；归母净利润3.57亿元，同增12.82%；扣非归母净利润3.02亿元，同增0.97%；加权平均ROE同比提高0.33pct，至8.77%。

归母净利润同增12.82%，环保工程毛利率同增0.79pct至29.30%。2020年公司营收同增17.29%至32.03亿元；归母净利润同增12.82%至3.57亿元；计提减值准备7862.54万元，其中汉风商誉减值损失1592.80万元；毛利率29.91%，同降0.60pct。分业务来看，1）环保工程：营收19.44亿元，同增14.28%，毛利率29.30%，同升0.79pct；2）环保设备：营收5.75亿元，同增25.60%，毛利率36.76%，同降5.37pct；3）BOT项目运营：营收3.29亿元，同增60.99%，毛利率33.14%，同降1.02pct。

2020年新签订单合同超36亿元，加强国资合作拓展核心业务。2020年公司新增有机废弃物资源化项目订单30.09亿元，新增工业节能环保订单6.02亿元。具体来看，1）工程类：新增EPC订单79个，签订合同15.27亿元，确定收入订单129个，确认收入16.35亿元，期末在手订单17.37亿元。2）特许经营类：新增订单4个，投资金额3.79亿元，施工期订单14个，本期完成投资8.05亿元，确认收入3.09亿元，处于运营期订单31个，运营收入4.64亿元。公司相继与国投生态、上海建工、中交上海航道局、湖南省建筑设计院合作，整合外部资源拓展核心业务。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

期间费用率上升 0.73pct 至 16.20%。2020 年公司期间费用率上升 0.73pct 至 16.20%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.13pct、下降 0.34pct、上升 0.15pct、上升 1.05pct 至 4.1%、5.77%、3.45%、2.89%。

经营性现金流净额同增 85.57%至 3.63 亿元。2020 年，1）公司经营活动现金流净额 3.63 亿元，同增 85.57%。2）投资活动现金流净额-14.01 亿元，同减 163.94%。3）筹资活动现金流净额 10.18 亿元，同增 502.14%。

碳中和释放节能减排空间 CCER 增厚项目收益，垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海。碳中和带动工业节能需求释放，子公司汉风科技作为工业节能先锋通过精细化管理使项目节电率达 35%，高于行业平均水平。公司餐厨厨余项目减碳效应显著，未来开发 CCER 有望增厚收益。根据垃圾分类政策要求，我们预计 2019-2025 年厨余垃圾投资市场空间累计达 1915 亿元，其中核心设备市场空间达 364 亿元，2025 年运营市场空间达 146 亿元。据推广节奏测算，我们预计厨余垃圾投资需求或于 2020 年开始大幅释放，之后每年呈现稳定态势。餐厨厨余处理行业方兴未艾，公司有望凭借优异的技术工艺及协同优势率先突围，实现业绩高增长。

盈利预测：受疫情影响 2020 年行业招投标放缓，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.64/0.77 元下调整至 0.61/0.74 元，预计 2023 年 EPS 为 0.89 元；当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 12/10/8 倍。考虑到碳中和对工业节能和 CCER 需求的推动，以及垃圾分类的推进带动厨余市场释放，维持“买入”评级。

风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，现金回款风险

（证券分析师：袁理）

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