东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 15 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：12 月出口为何再超预期？

尽管当前国内外疫情形势仍不容乐观，但疫苗已经在全球范围内逐步接种，且接种人数增长迅速（图 7/8），可以判断随着疫苗广泛推行，全球对防疫物资的需求会逐渐回落至正常水平。但另一方面海外工业的全面恢复也会带来传统物资需求的增加，以及市场可能忽视的一点是疫情期间部分产品（例如光伏组件）出口受到抑制（图 9），这类产品的潜在出口在贸易正常化后可能迎来释放。

此外，2020 年末 RCEP 协定、中欧投资协定先后达成，且拜登上台后存在取消关税的可能性，构成 2021 年中国出口上行催化。

固收金工

固收周报：债市净流入触底反弹，需提防“再通胀交易”回调——股债资金流向双周报（2021 年第 1 期）

全球债市整体资金流向：债券市场继续延续去年 4 月以来资金净流入的趋势，资金净流入规模反弹。12 月第 4 周，全球债市流入资金 97.35 亿美元；12 月第 5 周，全球债市流入资金规模 165.71 亿美元。从全球股票市场的资金流出入来看，纾困利好接近结束，变异毒株和参议院补选重新推高不确定性。全球股市呈现净流出后重回净流入的态势。12 月第 4 周流出 60.07 亿美元，12 月第 5 周流入 147.86 亿美元。从全球股债市场资金流向可以看出，12 月第 4 周，对于变异毒株的担忧推动欧洲债券市场净流入，权益市场净流出，美股美债也出现这一情况，中国得益于良好的疫情防控，股债绝对净流入均居全球市场前列；

行业

非银金融：注册制提高直融比例，龙头券商成最大赢家

注册制有利于推动我国直接融资比例，提升股票发行效率并使我国逐渐向成熟资本市场靠拢。未来注册制与金融工具和退市机制结合提升上市企业质量，优化投资者结构，使国内资本市场充满活力。注册制将提升券商投行收入、推动券商业务结构转型，同时促进投行与各部门进行有机联动。投资建议：关注优质龙头券商：中信证券、东方财富和招商证券。风险提示：监管趋严；国内外疫情控制不及预期；股市进一步调整。

推荐个股及其他点评

中教控股（00839）：重庆翻译学院转设获批，独立学院转设持续推进，业绩有望进一步增厚

盈利预测与投资评级：我们认为公司业务领域政策风险相对较小，扩张路线清晰，未来规模化优势或将进一步体现，同时公司积极推进旗下独立学院转设，经营效率和业绩有望进一步提升。我们预测 FY2021-23 公司归母净利润为 12.09/15.18/17.99 亿元，同比增速为 90.9%/25.6%/18.5%，12 日收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：12 月出口为何再超预期？

事件

12 月中国出口（以美元计）同增 18.1%，位于我们预期区间上沿水平，前值增 21.1%。2020 全年中国出口同比 3.6%，略超我们预期。

观点

哪些因素支撑 12 月出口高基数下仍有双位数增长？

考虑基数原因，12 月出口 18.1%的增长并不比 11 月 21.1%表现差。一方面，11 月以来欧洲疫情再起，封锁程度回升（图 1），而中国出口一国同比与该国相对中国封锁程度具有正相关关系（图 2），这从防疫物资及地产链产品出口均有体现，12 月两类产品出口同比分别为 25.8%、13%（图 3），较 11 月仅略下滑。另一方面，美国制造业景气度近期已回升至 2018 年高位水平（图 4），12 月出口美国同比达 34.5%（图 5）；出口东盟、欧盟同比分别为 18.4%、4.3%，表明全球需求回暖，这从韩国、越南 12 月出口双位数增长亦有体现。

2020 全年哪些产品份额提升最多？

根据 WTO 预测的 2020 年全球出口增速-9.2%，2020 年中国出口份额提升 1.88pct 至 15.2%。在我们构建的杜邦分析框架下，中国出口 2020 年取得正增长完全由份额提升所贡献。

那么，哪些产品支撑了份额提升？如图 6 所示，以纺织制品、塑料制品、医疗设备为代表的防疫物资类（+0.54pct，出口份额提升幅度，下同），以集成电路、电脑、手机、音视频设备为代表的居家办公类（+0.39pct），以家电、家具、灯具为代表的地产链类（+0.25pct），以汽车、玩具、通用机械设备等为代表的传统需求类（+0.13pct），以上四类产品对 2020 年中国出口份额的提升形成 70%以上的贡献。

如何看 2021 年中国出口表现？

尽管当前国内外疫情形势仍不容乐观，但疫苗已经在全球范围内逐步接种，且接种人数增长迅速（图 7/8），可以判断随着疫苗广泛推行，全球对防疫物资的需求会逐渐回落至正常水平。但另一方面海外工业的全面恢复也会带来传统物资需求的增加，以及市场可能忽视的一点是疫情期间部分产品（例如光伏组件）出口受到抑制（图 9），这类产品的潜在出口在贸易正常化后可能迎来释放。

此外，2020 年末 RCEP 协定、中欧投资协定先后达成，且拜登上台后存在取消关税的可能性，也构成 2021 年中国出口上行的催化。

风险提示：疫苗效果不及预期，地缘政治风险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

固收金工

固收周报：债市净流入触底反弹，需提防“再通胀交易”回调——股债资金流向双周报（2021 年第 1 期）

观点：

全球债市整体资金流向：债券市场继续延续去年 4 月以来资金净流入的趋势，资金净流入规模反弹。12 月第 4 周，全球债市流入资金 97.35 亿美元；12 月第 5 周，全球债市流入资金规模 165.71 亿美元。目前，美国国债市场的定价驱动力有 3 点：（1）蓝色浪潮意味着更大规模的财政刺激，推动通胀走高，名义收益率随之上行；（2）疫苗接种进度低于预期，使经济中长期前景转好或比之前预期来的更慢，欧美国家 10 年期以上的国债收益率短期内继续上行动能减弱，资金流入新兴市场国家的步伐也将放缓，但仍需警惕感染规模下滑早于预期；（3）欧美国家的经济刺激计划中，伴随新一轮财政刺激，预计欧美等发达经济体将会加大债券发行力度，支持其庞大的刺激计划，短期来看，利空欧美国家的债券市场。

全球股市整体资金流向：从全球股票市场的资金流出入来看，纾困利好接近结束，变异毒株和参议院补选重新推高不确定性。全球股市呈现净流出后重回净流入的态势。12 月第 4 周流出 60.07 亿美元，12 月第 5 周流入 147.86 亿美元。目前，全球权益市场的定价驱动力有多点：（1）蓝色浪潮后定价逻辑有所改变，大规模财政刺激顺利通过和短期纾困再加码的预期降低美国经济短期遭遇的不确定性，对股市形成利好，然而潜在的税率提升在中长期或削弱美股整体盈利水平，美股估值承压，另外部分行业特定政策将导致例如新能源/化石能源等板块轮动；（2）变异毒株对经济叙事的影响仍待进一步明确，英国于 12 月第 4 周陡然提升防疫强度迅速推高投资者避险情绪，目前研究显示新毒株有更强的传染性，但在致病性和病死率方面似乎没有太大差异，疫苗是否对其有效目前尚无确定性结论，对经济的影响还需进一步观察；（3）新兴市场国家在欧美国家的经济复苏预期下将会迎来强流入态势，尤其是当前的主流投资者并未将“重返新兴权益市场”完全纳入眼帘。全球资金流向似乎已开始逐步上演“重返新兴市场”。

发达、新兴经济体股债市场资金流向概览：（1）发达国家股票市场资金近两周资金流入呈现超调后恢复常态的走势，12 月第 4 周净流出 124.78 亿美元，12 月第 5 周流入 117.27 亿美元。新兴市场国家资金持续净流入，12 月第 4 周净流入 62.67 亿美元，12 月第 5 周净流入 29.14 亿美元。新兴市场仍具有吸引力，但佐治亚二轮决选结果对新兴市场国家股市的资金净流入有一定挤出效应；（2）另外债市方面，发达国家 12 月第 4 周净流入 61.49 亿美元，12 月第 5 周净流入 145.27 亿美元；新兴市场国家 12 月第 4 周净流入 34.65 亿美元，12 月第 5 周净流入 19.51 亿美元。

全球各主要经济体股债市场资金流向概览：从全球股债市场资金流向可以看出，对变异。12 月第 4 周，对于变异毒株的担忧推动欧洲债券市场净流入，权益市场净流出，美股美债也出现这一情况，中国得益于良好的疫情防控，股债绝对净流入均居全球市场前列；12 月第 5 周，出于对佐治亚决选带来的不确定性，全球主要经济体都呈现债券市场相对净流

请务必阅读正文之后的免责声明部分

入量跑赢权益市场的场景，美债连续两周净流入领衔。此外由于英国脱欧协议达成，英镑计价资产估值逆转前期下修趋势，进入估值修复阶段。

具体做观察，12 月 21 日-12 月 26 日期间，流入中国-债市相对规模为 1.15%，较上周有所提升，流入印度-股市相对规模为 0.45%，各自领衔股债市场；12 月 28 日-1 月 1 日，流入美国-债市相对规模领衔 10 国债券市场，报 0.27%，流入印度-股市相对规模 0.26%，领衔 10 国股市。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

非银金融：注册制提高直融比例，龙头券商成最大赢家

投资要点

注册制有利于推动我国直接融资比例，提升股票发行效率并使我国逐渐向成熟资本市场靠拢：1）海外资本市场发展成熟，直接融资渠道广，直接融资占比超过 50%，而我国目前融资比例仅占 13.67%。未来注册制的落地，有望降低企业的融资成本，鼓励企业股权融资从而提高直接融资比重。2）较于核准制，注册制在新股审查方面进一步放宽，发行受理程序及上市条件大大简化，创业板的平均受理时间从原来的 18.5 月缩短至 3.4 个月。2020 下半年以来顶层不断发声，全面注册制愈行愈近。3）在成熟的资本市场中，交易所仅作为企业融资的平台，不会对企业做出过多的考察。注册制对新股发行条件的逐渐放宽，使中国市场逐步向成熟资本市场靠拢。

未来注册制与金融工具和退市机制结合提升上市企业质量，优化投资者结构，使国内资本市场充满活力：1）科创板和创业板注册制打破了传统 23 倍市盈率的定价机制，平均首发市盈率分别提升至 74 和 35 倍，未来企业 IPO 定价将面临市场的考验。两融和股指期货的发展将引导更多外资和中长期资金进入资本市场，为国内资本市场注入更多新活力。2）目前国内退市比率（0.4%）明显低于国际各大交易所（美国 9.5%）。随着今年退市新规的落地，强化退市指标（如 1 元退市代替面值退市，组合财务指标替换单一财务指标以及两年触碰财务指标强制退市），退市机制将优化上市企业质量。3）我国逐步放开外资持股比例，目前外资持有流通 A 股比例已经达到 3.77%，我国投资者结构逐渐得到丰富。对标美国市场的历史经验，在经过注册制等一系列资本市场改革，家庭部门占比从 91%降至 34%，未来我国个人投资者占比也将逐渐缩小。

注册制将提升券商投行收入、推动券商业务结构转型，同时促进投行与各部门进行有机联动：1）2020 年 Q3，科创板与创业板的发行家数达到了 118 家占总家数的 67%，同比+349%，募集规模为 1782 亿元占募集总额 82%，同比+239%。投行 IPO 收入达到了 183 亿元，同比+53%。我们预测未来全面开放注册制有望增加主板和中小板的 IPO 规模（中性：3757 亿元，同比+167%），券商的保荐承销相关收入将得到进一步提升（中性：150 亿元，同比+170%）。2）国内龙头券商正逐渐转变为以资本和专业为主的业务结构，向国际券商靠拢。随着国内资本市场改革，未来券商可借鉴美国的大型全能投行、精品投行、财富管理机构、特色投行和交易

请务必阅读正文之后的免责声明部分

做市商的发展经验，形成多层次的竞争格局。3）“保荐+跟投”作为一项创新制度，为券商带来新的投资机会，但会对券商投行的研究能力和定价能力、提出新要求。注册制下券商的各业务协同增加形成有机整体，未来将构建以投资银行为核心的券商新模式。

投资建议：关注优质龙头券商：1）截至 2020Q3，龙头券商在 IPO 承销保荐业务和 IPO 项目储备上具有较大的优势（中信建投、中金公司和中信证券保荐发行规模共 1147 亿元，占总发行规模 38%；储备项目共 378 家，占总储备项目 31%）。关注高过会率的龙头券商（如：中信证券，国金证券和国泰君安）但同时也要警惕存在高 ST 项目的券商（如：国泰君安和广发证券）。2）龙头券商投行员工规模普遍较大，重点关注具有高员工效率（投行净收入/投行人数）的龙头券商（如：中金公司，中信证券和中信建投）。3）未来注册制全面推行投行收入将迎来大幅增长，当前板块估值处于相对中位（2020 年 1 月 8 日估值为 1.99 倍 PB；平均估值 1.93 倍 PB，2012 年至今历史中位数 1.8 倍 PB，最高位 4.87 倍 PB），综合储备项目，过会率以及员工效率等因素考虑，建议关注优质投行业务和财富管理龙头券商：中信证券、东方财富和招商证券。

风险提示：监管趋严；国内外疫情控制不及预期；股市进一步调整。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

推荐个股及其他点评

中教控股（00839）：重庆翻译学院转设获批，独立学院转设持续推进，业绩有望进一步增厚

事件公告

公司旗下独立学院四川外国语大学重庆南方翻译学院获教育部批准转设。公司于 1 月 12 日公告，旗下独立学院四川外国语大学重庆南方翻译学院近日已经获得教育部批准，转设为民办普通本科学校，转设完成后学校将更名为重庆外语外事学院。

事件点评

独立学院转设完成后管理费减免，公司业绩将得到提升。独立学院转设后，公司预计将支付给四川外国语大学一笔一次性的“分手费”，参考行业情况，金额约为重庆翻译学院上年管理费的 5 倍不到，而公司每年需交给四川外国语大学的管理费则会逐年减少（目前公司给大校每年的管理费约占学校收入的 10%-20%），利润有望得到增厚。

转设完成后学校的专业设置和招生将更加灵活，学额和学费均有望提升。截至 2020 年 10 月，重庆南方翻译学院在校生 1.56 万人，设有 11 个学院和 8 个科研机构，提供 34 个普通本科课程，涵盖外国语（11 种东方和西方外国语）、管理学、文学、传媒、音乐和艺术学，转设完成后，学校在专业的设置和招生方面灵活性更高，学额和学费都有望打开上升空间。

剩下两所独立学院转设积极推动中，未来业绩可期。除重庆南方翻译学院外，公司旗下还有两所独立学院，分别为广州松田学院和山东泉城学院，其中广州松田学院也已获得教育部同意，转设也在积极推进过程中。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

管理费有望得到大幅降低。

中教控股是我国民办高校的龙头企业，规模优势明显，运营能力领先。中教控股我国民办高校的龙头公司之一，截至 2020 年 11 月，公司运营位于中国六个省市的 7 所高等教育学校和 4 所职业教育学校，以及澳大利亚国王学院及英国里士满大学，在校生人数规模达约 23.8 万人。FY2020 实现营收 26.78 亿元，同比增长 37.0%，实现调整后归母净利润 9.84 亿元，同比增长 28.7%。

盈利预测与投资评级：我们认为公司业务领域政策风险相对较小，扩张路线清晰，未来规模化优势或将进一步体现，同时公司积极推进旗下独立学院转设，经营效率和业绩有望进一步提升。我们预测 FY2021-23 公司归母净利润为 12.09/15.18/17.99 亿元，同比增速为 90.9%/25.6%/18.5%，12 日收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：招生不及预期，并购推进不及预期等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

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