东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 24 日

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

宏观策略

宏观专题报告：新框架看 2021 年中国出口

考虑在疫苗的不同效果下，2021 年全球经济可能“较快恢复”，也可能“无明显边际改善”。综合两种情形，我们对 2021 年中国出口三个分项的主要判断为：（1）基数效应下全球经济增速 4.4%~5.2%；（2）在美元走弱、全球流动性宽松环境下全球贸易重回活跃，出口强度提升 0.4pct~0.7pct；（3）中国出口产品结构优势、供应链优势支撑中国出口份额维持稳健，变化区间设为 0pct~0.5pct。基于这三个分项的假设，我们预计 2021 年中国出口增速 7%-10%。

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济继续修复，海外形势仍不容乐观（2020 年第 44 期）

随着经济的快速恢复和持续向好，央行的货币政策空间也会更加合理稳定。财政政策方面，财政收入降幅收窄，同时由于经济好转趋势保持不变，税收收入有望持续回升。财政支出存在发力空间，在决胜全面小康的最后阶段，可重点投向民生领域。减税降费目标可实现，财政资金直达机制有望常态化。信用债收益率的变化趋势与国债收益率一致，均呈上升趋势。受市场负面情绪影响，信用利差整体走阔，AA 级和 AA-级信用债的信用利差扩大趋势尤为明显。近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，下游汽车、家电，以及上游化工等主动补库存的周期性行业。疫苗迎来利好，不会出现“政策悬崖”。

金工专题报告：【东吴金工 扬帆起航】基金业绩与规模增长的秘密

全文要点：本篇报告从量化的角度出发，探究了基金业绩与基金份额之间的关系，总结得到五个规律：强者恒强、头部效应、记忆效应、精益求精、量价齐飞。上述规律能够帮助基金管理人更好地理解市场对基金业绩的反馈，有利于促进基金规模的增长。

行业

汽车行业深度报告：软件定义汽车，全栈自研国产龙头华为

零部件方面，看好与华为汽车业务的（潜在）合作方：华阳集团（智能座舱+智能驾驶），中国汽研（车路协同+智能网联平台），中科创达（中间件），德赛西威（智能座舱+智能驾驶），四维图新（地图），宁德时代（电池），富临精工（减速器），湘油泵（压铸件）等。整车标的上不仅看好汽车产业的重生，更看好自主品牌的崛起！传统车企：长城/吉利/长安/比亚迪/广汽/上汽。造车新势力：蔚来/小鹏/理想。

化工行业 2020 年 11 月第 3 周周报：产品涨价潮持续，全面推荐化工顺周期板块

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股万华化学、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

龙蟒佰利、华鲁恒升、玲珑轮胎，以及技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技和震安科技。
风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

推荐个股及其他点评

中控技术（688777）：流程工业“头号玩家”，科技引领进口替代

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润分别 4.22 亿、5.38 亿、6.71 亿，同比分别增长 15.2%、28.3%、24.1%，按发行前总股本 4.42 亿股，本次发行 4913 万股测算，发行后 EPS 分别 0.86、1.10、1.37 元/股。目前公司是国内内资流程自动化控制系统龙头，未来仍有较大成长空间，工业软件、仪器仪表赋予新的增长点，给予公司 2021 年 50-70 倍作为公司二级市场合理估值，对应二级市场合理市值区间 269.0~376.6 亿，每股合理估值 55.0~77.0 元。
风险提示：宏观经济下行、新市场开拓不及预期、竞争加剧

中公教育（002607）：定增有助缓解怀柔项目资金压力，长期提升竞争力及稳定性

公司公告拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，本次非公开发行预计募集资金总额不超过 60 亿元（含本数），在扣除发行费用后全部用于怀柔学习基地建设项目（42 亿）及补充流动资金（18 亿）。我们认为投资项目有助于提升公司长期竞争力，增发落地后将缓解公司新项目带来的资金压力。本次增发对于每股收益摊薄影响较小，暂不考虑增发及募投项目影响，维持盈利预测及投资评级。

国电南瑞（600406）：拥抱电网转型，巨轮扬帆起航

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-22 年公司归母净利润分别 53.34 亿/62.86 亿/74.33 亿元，EPS 分别为 1.15/1.36/1.61 元，同比分别增长 22.8%/17.8%/18.3%。国电南瑞是国网能源互联网新战略的核心支撑单位，信通业务高速成长、特高压项目延续性强，同时电网自动化业务周期向上，有望开启新一轮成长周期。给予公司目标价 32.6 元，对应 2021 年 24 倍 PE，维持“买入”评级。
风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期，政策推进不及预期等

宏观策略

宏观专题报告：新框架看 2021 年中国出口

观点

本报告中，我们采用“杜邦分析”框架来回顾 2020 年和展望 2021 年的中国出口。借鉴“杜邦分析”思路，我们将中国出口拆解为全球经济、全球出口强度及中国出口份额三个分项。

在该框架下，2020 年中国出口持续走强完全由份额提升这一因素所贡献，这与过去三年明显不同。今年疫情对全球经济和贸易的打击是巨大的，然而截至 10 月中国出口累计增速已转正，美/日/韩/德截至 9 月仍在-18%~-8%区间。一正一负的增速表现必然带来中国出口份额的提升。

如何理解中国出口的竞争优势？随着全球疫情不断演变，用单一因素解释中国出口的持续强劲较为局限，我们认为分两阶段理解中国出口的强劲更合理。在疫情最严重的时期，全球供需缺口、防疫物资及供应链优势三因素主导出口持续走强；随着疫情好转，全球经济活动回暖、全球贸易环境改善释放了巨额传统外需，同时结构上海外房地产链产品接替防疫物资支撑中国出口维持强劲。

展望 2021 年，三个分项中全球出口强度的提升或为市场最易忽视的因素。在判断 2021 年全球出口强度时，我们从该指标涵义出发，考虑其实际上衡量的是全球供应链活跃度。而在全球化分工下，供应链活跃受融资环境影响较大，这就为我们判断明年出口强度提供了一个很好的视角。我们观察到历史上全球出口强度与美元指数之间存在较强的负相关关系（不难理解，美元越强，则融资成本越高），因此基于明年美元趋势性走弱的判断，我们有较大把握认为明年全球贸易将重回活跃。

除全球出口强度外，全球经济活动复苏、中国出口份额稳健也有望共同支撑中国出口韧性延续，实现 7%-10%的增长。

考虑在疫苗的不同效果下，2021 年全球经济可能“较快恢复”，也可能“无明显边际改善”。综合两种情形，我们对 2021 年中国出口三个分项的主要判断为：（1）基数效应下全球经济增速 4.4%~5.2%；（2）在美元走弱、全球流动性宽松环境下全球贸易重回活跃，出口强度提升 0.4pct~0.7pct；（3）中国出口产品结构优势、供应链优势支撑中国出口份额维持稳健，变化区间设为 0pct~0.5pct。基于这三个分项的假设，我们预计 2021 年中国出口增速 7%-10%。

风险提示：全球经济修复动能不足的下行风险；海外政策调整超预期。

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹　研究助理：赵艺原）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济继续修复，海外形势仍不容乐观（2020 年第 44 期）

观点

利率债：本周（11.16-11.22）央行公开市场净投放 5500 亿元，周一进行 8000 亿元一年期 MLF 操作，周二进行 500 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 1500 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 700 亿元逆回购 7D 操作，有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 800 亿元逆回购 7D 操作，有 1600 亿元逆回购 7D 到期。下周（11.23-11.29）央行公开市场有 3000 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：尽管信用债市场近期出现违约事件，利率端有所上行，但央行及时并频繁的进行公开市场操作，为市场提供合理的流动性。随着经济的快速恢复和持续向好，央行的货币政策空间也会更加合理稳定。财政政策方面，财政收入降幅收窄，同时由于经济好转趋势保持不变，税收收入有望持续回升。财政支出存在发力空间，在决胜全面小康的最后阶段，可重点投向民生领域。减税降费目标可实现，财政资金直达机制有望常态化。

信用债：本周一级市场的总发行量较上周小幅下降，总偿还量较上周大幅上升，净融资额则在本周呈现出大幅下降。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，交易量的主要上升动力来自短期融资券。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率一致，均呈上升趋势。受市场负面情绪影响，信用利差整体走阔，AA 级和 AA-级信用债的信用利差扩大趋势尤为明显。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 5500 亿元，下周仍有 3000 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。10 月工业增加值表现较好，同比增长 6.9%，在 10 月工作日同比减少 2 天的情况下仍高于预期，反映出生产端工业生产力度强劲。此外，投资增速明显加快，消费延续复苏势头，预计四季度将维持增长势头。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注低估值绩优蓝筹股，下游汽车、家电，以及上游化工等主动补库存的周期性行业。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块。应谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（1）疫苗迎来利好，不会出现“政策悬崖”：欧洲及美国单日新增仍处高位，上周一和本周一两支针对新冠肺炎的 mRNA 疫苗三期试验初步数据出炉，疫情、疫苗消息存在对抵效应，资本市场反应相对克制，我们认为经济活动已经出现逐渐适应疫情发展趋向的苗头，货币及财政前期的发力边际效力尚存，二波疫情不会造成前期 1-2 季度相似的情况；（2）美房地产市场依然维持强劲：美国 11 月 19 日公布 10 月成屋销量 685 万户，预期 645 万户；同期自动车销量报 1670 万台，复苏势头相对有所放缓；我们认为美国房地产市场的强劲或暗示美国私人部门资产负债表修复的速度快于市场预期，房地产中上游产业存在周期性扩产能需要；（3）美国零售反弹强劲，补库存需求依然存在：美国 11 月 17 日公布 9 月库售比 1.22，显著弱于去年同期的 1.46；美国 9 月份整体零售同比增长 5.9%，较 8 月份 2.8%上升势头显著；我们认为零售数据向好同

请务必阅读正文之后的免责声明部分

样构成当前共和、民主两党关于二波纾困金“多少量，怎么配”争议的原因，仍需提防二波疫情超预期的风险。（4）大类资产表现：原油、铜走升；美利率债收益率走低、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：中＞欧＞美；债市：信用债>利率债；汇市：日元>英镑>欧元>美元>人民币；大宗：原油>铜＞黄金>白银＞天然气。

风险提示：利率债：国外疫情不容乐观，海外订单量仍波动。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系走向不明。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

金工专题报告:【东吴金工 扬帆起航】基金业绩与规模增长的秘密

全文要点：本篇报告从量化的角度出发，探究了基金业绩与基金份额之间的关系，总结得到五个规律：强者恒强、头部效应、记忆效应、精益求精、量价齐飞。上述规律能够帮助基金管理人更好地理解市场对基金业绩的反馈，有利于促进基金规模的增长。

强者恒强：本文以开放型主动基金为研究样本，统计发现基金的份额增长具有较强延续性，过去份额增长率排名较高的基金，未来份额增长率排名也相对较高。这一规律随时间间隔的增加而减弱，共持续约四个季度。

头部效应：对所有基金按年度业绩排名，从高到低等分为 10 组，分别统计每组样本次年一季度基金份额变化率的中位数，发现年度业绩排名位于前 10%的基金，次年第一季度的份额变化率明显优于其余基金；而业绩排名位于后 90%的基金，次年第一季度份额变化率的差异相对较小。由此看来，基金优良的年度业绩将对次年第一季度的份额增长带来显著的促进作用，但该作用仅限于年度业绩排名前 10%的基金，排名越高的基金份额增长的越快。因此将基金业绩做到前 50%或 30%都是不够的，只有努力跻身最前列，才有机会获得投资者的密切关注。

记忆效应：基金的年度业绩对基金份额的影响力会随着时间的推移逐渐减弱。“头部效应”的记忆性大约可以维持 2 个季度，本年的年度业绩排名对本年四季度基金份额的影响最大，次年一季度次之，从次年二季度开始，影响不显著。因此基金管理者应当及时把握营销的黄金时间。

精益求精：基金的季度业绩对份额增长同样具有显著的拉动作用。从统计结果来看，当季度基金业绩、上季度基金业绩对当季度份额增长影响最大，综合二者的前半年度业绩与当季度份额变化率的秩相关系数均值达 0.169，t 值高达 10.59，说明这一影响显著且稳定。综合年度与半年度业绩来看，两者之间不能互相替代，年度业绩固然重要，但同时也不能忽略了季度业绩。

量价齐飞：过去同时满足高份额增长率、高超额收益的基金未来份额增速更快。这是由于高的份额增长率代表了过往优秀的业绩，长期优秀的业绩给投资者充分的信心。因此想把基金规模快速做大，持续保持高业绩排名是一条捷径。

风险提示：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：高子剑）

行业

汽车行业深度报告：软件定义汽车，全栈自研国产龙头华为

投资要点

汽车智能电动化催生万亿市场，华为入局汽车领域。根据华为数据，当汽车智能化渗透率每提高 1%，全球汽车零部件（除美国市场外）市场扩大 33 亿美元；若智能化和电动化同时提高 1%，全球汽车零部件市场将扩大 60 多亿美元，以此作为测算依据，若智能化+电动化渗透率共同提高 50%，全球将新增超万亿元市场。在智能电动浪潮下，汽车产业正发生巨变，汽车架构以“电子+电气”为核心逐步演变为“通信+计算”为核心，核心体现为硬件、软件、通信架构三大升级。芯片+操作系统+中间件+应用算法软件+数据构建核心技术闭环，谁把握其中一环，或将实现产业链地位的提升。

华为 ICT 技术深厚，奠定坚实基础。华为在 ICT 领域奠定的核心技术优势包括：芯+OS+AI 算法+云+传感器。1）芯：海思通用五大类芯片，为汽车芯蓄力，包括 AI 芯片昇腾系列、CPU 鲲鹏芯片、手机 SOC 芯片麒麟系列、5G 基站芯片天罡和 5G 基带芯片巴龙、联接芯片凌霄系列。2）OS：研发鸿蒙操作系统储备基础软件技术，转化为汽车鸿蒙座舱操作系统 HOS、智能驾驶操作系统 AOS、智能车控操作系统 VOS 以及跨域集成软件框架 VehicleStack。3）AI 算法：依托昇腾 AI 芯片+AI 机器学习算法基础实现计算的快/准/巧。4）云：依托依托昇腾+鲲鹏等芯片，实现无时无刻的云服务。5）传感器：布局激光雷达+摄像头+毫米波雷达。华为的深厚技术远不止于此，在此次全球智能电动化汽车竞争中，助力中国汽车工业加速崛起。

华为以云-管-端协同全方位布局，向汽车 SAY：Hi!华为云-管-端布局指：云：智能云平台，管：智能网联，端：智能驾驶、智能座舱、智能电动。华为定位汽车增量市场，发布 Hi 全栈智能汽车解决方案包括：1）1 个计算与通信与通信架构，实现：硬件可扩展，软件可持续 OTA 升级更新。华为在计算与通信架构之上提出跨域集成软件堆栈（VehicleStack），共同构建数字系统，实现三个操作系统的互联互通，基于服务理念而构造，为车企搭建可持续的盈利模式。2）5 大智能系统：智能车云、智能网联、智能驾驶、智能座舱、智能电动。3）激光雷达等全套的智能化部件。HI 技术帮助汽车产业实现技术升级，快速开发领先的智能电动汽车，为消费者带来最佳出行体验。

投资建议：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。华为以芯片、操作系统、机器学习算法、云服务、传感器等众多核心技术进军汽车领域，定位核心增量部件，为智能汽车提供全栈式解决方案。零部件方面，看好与华为汽车业务的（潜在）合作方：华阳集团（智能座舱+智能驾驶），中国汽研（车路协同+智能网联平台），中科创达（中间件），德赛西威（智能座舱+智能驾驶），四维图新（地图），宁德时代（电池），富临精工（减速器），湘油泵（压铸件）等。整车方面，受益于电动智能车可不断 OTA

请务必阅读正文之后的免责声明部分

升级，使车企与用户关系从一锤子买卖变成持续性服务，不仅改变未来居民生活方式且带来社会效率进一步提升。美国特斯拉目前是引领者，而中国车企有望通过与华为深度合作，借助华为在智能电动领域积累的核心技术优势厚积薄发，最终有望实现自主崛起。标的上不仅看好汽车产业的重生，更看好自主品牌的崛起！传统车企：长城/吉利/长安/比亚迪/广汽/上汽。造车新势力：蔚来/小鹏/理想。

风险提示：自动驾驶行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，中美贸易摩擦加剧的风险

（证券分析师：黄细里）

化工行业 2020 年 11 月第 3 周周报：产品涨价潮持续，全面推荐化工顺周期板块

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3377.73，本周累计上涨 2.04%，深证成指本周上涨 0.71%，化工板块（申万）上涨 2.12%。

本周化工板块分化明显，DMC、钛白粉行情显现：本周化工板块涨幅居前的个股有润禾材料、金浦钛业、新安股份、广信股份、新凤鸣、硅宝科技、泛亚微透、红宝丽、桐昆股份、青松股份、宝丰能源。其中，受益于 DMC 景气度高企，新安股份、硅宝科技等有机硅标的持续上涨；钛白粉库存偏紧、主流厂家挂牌价持续上调，金浦钛业、龙蟒佰利等钛白粉标的涨幅居前；此外，服装出口外贸持续好转，化纤相关标的新凤鸣、桐昆股份强势上涨。

库存周期推动涨价潮，经济复苏预期提振市场情绪：本轮周期回升的逻辑是疫情的冲击持续削弱海外生产力，叠加国内前期供给侧改革、环保核查等阶段性影响，导致只有国内部分生产力能够满足全球需求的库存周期见底过程。年初国内疫情的影响使得企业的扩产节奏按下暂停键，虽然悲观情绪在 2 月份以后得到持续修复，但原材料和产成品库存尚未明显反弹，化工品出现涨价潮，价差持续拉大。随着全球新冠疫苗研发取得重大进展，经济全面复苏的预期不断抬升，化工顺周期板块有望维持强势。

重点化工品跟踪，液氯大幅上涨：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，本周涨幅前五的产品有水合肼(+52.63%)、包衣维生素 C(+25.0%)、丙酮（+19.1%)、醋酸丁酯(+16.3%)和环氧丙烷（+15.3%）。其中，由于水合肼原料烧碱、液氯、液氨价格均有上涨，推动水合肼在国内市场持续上涨。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股万华化学、龙蟒佰利、华鲁恒升、玲珑轮胎，以及技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技和震安科技。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

推荐个股及其他点评

中控技术（688777）：流程工业“头号玩家”，科技引领进口替代

投资要点

浙大起家，中国制造“隐形冠军”。93 年身为浙大教授的褚健创办中控前身——浙江大学自动化公司，在“顶级科学家”褚健领导下、经过技术背景高管团队二十余年的开拓，将中控技术培育为中国流程自动化领军企业。公司业务定位为流程自动化的完整解决方案，产品包括自动化控制系统、工业软件、自动化仪表等主要品类。2019 年实现收入 25.37 亿、归母净利润 3.65 亿，综合毛利率始终在 40%以上。

深耕自动化优质赛道，成长、进口替代空间大。工控行业兼具成长性与周期性，19 年市场空间 1800 亿，其中产品市场 1200 亿、流程行业占比一半左右，核心环节 DCS 系统空间近百亿，流程性行业下游以化工、电力、石化、市政、医药等行业为主，供应格局外资占比过半、内资以中控、和利时两家独大，进口替代是主旋律。工业软件是未来工业自动化的核心环节，生产管理类软件 19 年市场空间 250-300 亿，核心产品 MES19 年规模达 26.8 亿，行业成长空间大，格局目前分散、外资林立。

龙头进击，控制系统为盾、工业软件为剑，仪表产品丰富解决方案。1）控制系统为盾，中控拥有完整控制系统产品阵列（DCS、SIS、PLC 等），DCS、SIS 市占率分别 27%/26%，居国内第一、第二，聚焦中石化、中石油、中海油等大客户，市场壁垒扎实深厚，未来公司不断巩固化工、石化等优势行业，积极开拓电力等行业领域，把握医药、公用事业等行业成长机会，有望维持稳健增长；2）工业软件为剑，中控拥有 MES、APC、RTDB、OTS 等软件产品系列，拳头产品 MES、APC 市占率分别达到 4.5%、26%，位居第四、第一，工业软件市场成长性强，公司进口替代空间大、动能充沛，有望高增长；3）自动化仪表是系统的“手脚”和“神经”，本次募投产能对应产值 10 亿以上，丰富了解决方案能力。

技术、营销共振，护城河深厚。技术层面，依托浙大、经过二十多年技术攻关，公司形成了“3 平台+8 技术+5 产品线”的技术堡垒，研发费用持续占比 10%以上；营销方面，通过构建“区域+行业+产品”的销售组织架构，持续发力中高端市场，同时通过 PlantMate？高端服务运营品牌建立了销售与服务的创新模式，在化工园区打造 5S 自动化管家店，不断提升业务获取能力、品牌影响力。业务护城河深厚。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润分别 4.22 亿、5.38 亿、6.71 亿，同比分别增长 15.2%、28.3%、24.1%，按发行前总股本 4.42 亿股，本次发行 4913 万股测算，发行后 EPS 分别 0.86、1.10、1.37 元/股。目前公司是国内内资流程自动化控制系统龙头，未来仍有较大成长空间，工业软件、仪器仪表赋予新的增长点，给予公司 2021 年 50-70 倍作为公司二级市场合理估值，对应二级市场合理市值区间 269.0~376.6 亿，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

每股合理估值 55.0~77.0 元。

风险提示：宏观经济下行、新市场开拓不及预期、竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈显帆　证券分析师：郝彪）

中公教育（002607）：定增有助缓解怀柔项目资金压力，长期提升竞争力及稳定性

投资要点

事件：公司公告拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，发行价格不低于定价基准日（发行期首日）前 20 个交易日股票交易均价的 80%。本次非公开发行预计募集资金总额不超过 60 亿元（含本数），在扣除发行费用后全部用于怀柔学习基地建设项目（42 亿）及补充流动资金（18 亿）。

投资项目有助于提升公司长期竞争力。怀柔学习基地建设项目投资总额为 421,440 万元，预计建设周期 3 年，项目新建教学、办公、宿舍等建筑，最高可同时容纳 2 万名学员。通过该项目建设能够提升教学效果，提升公司的服务品质和整体品牌形象，进一步提升市场份额。

增发落地后将缓解公司新项目带来的资金压力。截止 Q3 期末，上市公司归属于母公司所有者权益合计 32.99 亿元，资产负债率达到 78.51%，本次增发落地后将充分缓解新项目对公司带来的资金周转压力。

怀柔项目造成的财务影响：提升毛利率，增加折旧摊销费用。由于怀柔项目拟建设的学习基地均为自有房产，因此相较于租赁方式将产生折旧摊销费用。但公司将在很大程度上提高对物业管理和经营活动的稳定性，降低现金支出和营业成本，有利于提高公司毛利率。

本次增发对于每股收益摊薄影响较小。按定增公告发布日收盘价计算，60 亿元增发对应 15,504 万股，仅占公司当前总股本（616,740 万股）的 2.5%，对于每股收益的摊薄影响较小，值得注意的是本次非公开发行是公司借壳上市以来的首次股权融资。

持续看好 20Q4 及 2021 年增速恢复。Q3 各省及国家公务员联考陆续开展，报名及招录人数均较去年有较大提升。同时 2021 年国家公务员考试报名人数达到与去年同期相比增加 11 万余人，平均竞争比也略高于 2020 年，显示公务员职位在就业市场中的竞争力仍在进一步提升，我们同时看好后续包括教师招录、医疗卫生等赛道的增长潜力。

投资建议：鉴于本次增发及募投项目均尚未有明确落地时点，我们暂维持前期股本及盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年公司归母净利润分别为 25.7/35.0/45.6 亿元，对应 PE 分别为 93/68/52 倍，看好职业培训大赛道的长期成长空间及公司的高竞争力，维持公司“买入”评级。

风险提示：疫情超预期，招录政策变化，教学事故等。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖　证券分析师：吴劲草）

国电南瑞（600406）：拥抱电网转型，巨轮扬帆起航

投资要点

展望“十四五”，电网面临着什么？目前国内坚强智能电网逐步成型，电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

网供电能力与可靠性均大幅提升，但未来 10 年仍临挑战：1）新能源高比例渗透、带来电源侧大幅波动的特征；2）新兴负荷增长，随机冲击性负荷大规模接入；3）电力电子设备大幅提升。针对这些矛盾，我们认为“十四五”电网发展的重要落点或体现在网架建设（特高压、区域电网）、要素发展（源网荷储协同互动）、能源互联网、突破技术瓶颈（核心器件、大数据、5G）等方面。

国电南瑞是国网新战略的核心支撑。国网 2020 年发布“建设具有中国特色、国际领先的能源互联网企业”的新战略，计划 2025 年“初步建成”、2030 年“全面建成”。而国电南瑞是国网新战略的核心支撑单位，电网自动化、电网信通、柔直特高压等业务板块均服务于国网能源互联网的建设。

聚焦前沿：信通排头兵、IGBT 产业化推进、特高压长期方向确定。“十四五”南瑞规划千亿合同额目标，其中前沿业务贡献增量：1）信通方面，国网能源互联网方向确定，而南瑞作为国网能源互联网建设的核心单位，全面参与基础研发、重点项目的建设和设备供应，且在电网信通领域格局稳固、平均市占率 2-4 成，有望受益信通高景气增长；2）核心器件方面，南瑞 IGBT 项目不断推进，1200V/1700VIGBT 已经在相关产品上开始试点，今年预计有小批量订单落地、明年开始产生收入，预计中长期贡献 30-50 亿收入；3）特高压方面，“十四五”期间直流项目持续性强，涵盖至少 5 条特直项目、多条跨国直流联网项目待建，长期空间确定。

巩固主业：电网自动化细分业务迎景气周期，继保稳健。其中：1）新一代调度系统开始迭代，南瑞有望延续垄断地位；2）电网的新挑战使得安全稳压系统要求提升，南瑞有望复制调度的主导优势；3）用电侧智能电表等产品是电力物联网的基础设施，物联表开始迭代、充电桩建设快速推进；4）配网、变电、继保等传统优势领域预计稳健增长。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-22 年公司归母净利润分别 53.34 亿/62.86 亿/74.33 亿元，EPS 分别为 1.15/1.36/1.61 元，同比分别增长 22.8%/17.8%/18.3%。国电南瑞是国网能源互联网新战略的核心支撑单位，信通业务高速成长、特高压项目延续性强，同时电网自动化业务周期向上，有望开启新一轮成长周期。给予公司目标价 32.6 元，对应 2021 年 24 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期，政策推进不及预期等

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

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