

中天研究

2021 年第 4 期

中天证券股份有限公司

目录

财经动态

3 月财经动态 2

投资策略研究

2021 年 4 月投资策略 14

投资组合

“中天一号”股票池 20

重点行业研究

浅析牙科行业上游 25

碳中和衍生有色行业“加减”投资机会 28

“碳达峰、碳中和”背景下的水泥建材 35

2020 年汽车经销商现状 38

免责声明

责任编辑：于文声　　执业证书编号：S1390519060001

3 月财经动态

2021 年 3 月 1 日～2021 年 3 月 31 日

3 月 1 日	
经济金融	国家统计局周日发布《2020 年国民经济和社会发展统计公报》，《公报》显示，2020 年，全年国内生产总值达 101.6 万亿元，比上年增长 2.3%，是全球唯一实现经济正增长的主要经济体，占世界经济的比重预计超过 17%。粮食产量再创新高，连续 6 年保持在 1.3 万亿斤以上，产业链供应链基本稳定。 国家统计局 28 日发布，2 月份中国制造业采购经理指数为 50.6%，较上月下降 0.7 个百分点，已连续 12 个月位于 50%的临界点以上。装备制造业 PMI 为 52.2%，生产指数和新订单指数均位于 53.5%以上。 当地时间 2 月 27 日，美国会众议院投票通过 1.9 万亿美元纾困计划，以应对新冠肺炎疫情对经济的冲击。其中包括直接向符合条件的美国人支付 1400 美元的补助金，为符合条件的失业者提供每周 400 美元的失业救济金。
3 月 2 日	
经济金融	工业和信息化部负责人介绍，“十三五”期间，我国工业增加值由 23.5 万亿增加到 31.3 万亿，连续 11 年成为世界最大的制造业国家。我国制造业“十三五”时期对世界制造业贡献的比重接近 30%。 中国 2 月财新制造业 PMI 为 50.9，前值 51.5。虽然连续第十个月位于扩张区间，但已连降三个月，降至 2020 年 6 月以来的最低值，显示制造业复苏边际效应进一步减弱。
3 月 3 日	
经济金融	李克强对全国春季农业生产工作电视电话会议作出重要批示强调，稳定生猪生产，做好重大动物疫病和病虫害防控，全力保障国家粮食安全和重要农副产品有效供给。 银保监会主席郭树清表示，中国金融杠杆率明显下降，金融资产盲目扩张得到根本扭转；把防范风险作为金融业的永恒主题，强化反垄断和防止资本无序扩张；房地产领域的核心问题还是泡沫比较大；预计今年贷款利率会有所回升。
3 月 4 日	

经济金融	全国政协十三届四次会议将于 3 月 4 日下午在北京开幕，全国政协主席汪洋将作全国政协常委会工作报告。十三届全国人大四次会议将于 3 月 5 日在京召开。 住建部督导杭州无锡楼市，坚决遏制投机炒房。近日，住建部副部长倪虹带队赴浙江省杭州市、江苏省无锡市调研，会商督导房地产市场平稳健康发展长效机制落实情况。倪虹强调，要坚持问题导向，加强市场监测分析，及时发现问题，及时采取针对性措施，引导好预期，坚决遏制投机炒房。 美团优选、多多买菜等 5 社区团购企业因价格欺诈等被罚市场监管总局 3 月 3 日宣布，对橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团、食享会等五家社区团购企业不正当价格行为作出行政处罚。其中，除食享会被罚款 50 万元之外，其余四家社区团购企业分别处以 150 万元罚款。2020 年下半年，部分社区团购企业利用资金优势，大量开展价格补贴，扰乱市场价格秩序，引发社会各界广泛关注。2020 年 12 月中下旬，市场监管总局直接对 5 家社区团购企业立案调查。经市场监管总局调查，橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团、食享会这五家在市场中占有较大份额的社区团购企业，存在以下行为：一是通过巨额补贴， 存在以低于进货成本销售商品的“低价倾销”行为。二是利用价格欺诈手段，诱骗消费者与其进行交易。市场监管总局决定依法对 5 家企业低价倾销、价格欺诈行为，共计处以罚款 650 万元。
3 月 5 日	
经济金融	十三届全国人大四次会议新闻发言人张业遂介绍，十三届全国人大四次会议将于 3 月 5 日上午开幕，11 日下午闭幕。 财政部发布海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策。全岛封关运作前，对海南自由贸易港注册登记并具有独立法人资格的企业进口自用的生产设备，除法律法规和相关规定明确不予免税、国家规定禁止进口的商品，《海南自由贸易港“零关税”自用生产设备负面清单》所列设备外，免征关税、进口环节增值税和消费税。
3 月 8 日	
经济金融	人大会议开幕，李克强作政府工作报告。中新网客户端北京 3 月 5 日电，十三届全国人大四次会议 5 日上午 9 时在人民大会堂开幕，听取国务院总理李克强关于政府工作的报告，审查国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要草案，审查国务院关于 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社

会发展计划草案的报告及 2021 年国民经济和社会发展计划草案，审查国务院关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告及 2021 年中央和地方预算草案，听取全国人大常委会副委员长王晨关于中华人民共和国全国人民代表大会组织法修正草案的说明、关于中华人民共和国全国人民代表大会议事规则修正草案的说明、关于全国人民代表大会关于完善香港特别行政区选举制度的决定草案的说明。下午，各代表团举行全体会议，审议政府工作报告。大会发言人张业遂 4 日介绍，这次大会会期 7 天，将于 3 月 5 日上午开幕，11 日下午闭幕，共安排 3 次全体会议。据介绍，本次大会的会期将适当缩短。大会将坚持既定会议议程，召开形式不变、要素不减、预备会议、全体会议、主席团会议、主席团常务主席会议和代表团全体会议、代表小组会议等，都严格遵守法律规定和法定程序召开。在媒体安排方面，大会将以网络视频的方式组织新闻发布会、记者会、“代表通道”、“部长通道”等采访活动。

3 月 6 日，习近平在看望参加政协会议的医药卫生界教育界委员时强调：要集中力量开展关键核心技术攻关，加快解决一批药品、医疗器械、医用设备、疫苗等领域“卡脖子”问题。要继续加大医保改革力度，常态化制度化开展药品集中带量采购。要做好中医药守正创新、传承发展工作，使传统中医药发扬光大。

李克强 3 月 6 日参加了经济界委员联组会，李克强强调，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，保持经济运行在合理区间，避免大起大落，稳定市场预期。紧扣民生改善需求释放内需潜力，巩固经济稳定恢复基础。激励企业提高创新能力，发展数字经济等新兴产业，稳固提升产业链供应链。培育壮大节能环保产业，提高绿色低碳发展水平。

海关总署 7 日公布，今年前 2 个月，我国进出口总值 5.44 万亿元，比去年同期增长 32.2%。其中，出口 3.06 万亿元，同比增长 50.1%；进口 2.38 万亿元，同比增长 14.5%。前两个月欧美等主要经济体生产、消费景气度回升，外需增加带动了我国出口增长。

美国国会参议院 6 日午间投票通过 1.9 万亿美元的经济救助计划。该计划将交回众议院重新审议和投票。当天通过的经济救助计划修改了众议院通过版本中有关失业救济福利的部分，将每周失业救济额外福利从 400 美元下调至 300 美元并将该福利适用时间延长至 9 月 6 日，同时删除了众议院民主党人主张的将法定联邦最低工资从每小时 7.25 美元提高至 15 美元的内容。

3 月 9 日

经济金融	国家发展改革委相关负责人介绍了“十四五”规划《纲要草案》相关内容。在设定目标值时坚持科学合理。没有设置 GDP 增长具体量化目标，而是改为年均增长“保持在合理区间，各年度视情提出”，这种表述方式在五年规划史上还是首次。为应对不确定性留有空间，也有利于引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。
证券市场	近日，证监会召开上市公司监管工作会议。证监会副主席阎庆民强调，下一步，要细化工作举措，层层压实责任，切实抓好重点任务，全面贯彻落实退市制度改革方案；切实抓好风险防控，继续化解上市公司各类风险，确保质押风险不反弹，保持对重点公司的监管敏感性。
3 月 10 日	
经济金融	习近平在出席解放军和武警部队代表团全体会议时强调，实现“十四五”时期国防和军队建设良好开局，以优异成绩迎接中国共产党建党 100 周年。 经合组织发布最新中期经济展望报告：该报告指出，近几个月来，得益于全球范围内新冠疫苗的有效部署，一些国家宣布增加财政预算，全球经济前景得到显著改善。预计 2021 年全球 GDP 增长率为 5.5%，2022 年为 4%。该报告预测，在 G20 成员国经济体中，2021 年中国经济将增长 7.8%，2022 年预计将增长 4.9%。
3 月 11 日	
经济金融	今日下午 3 时，第十三届全国人民代表大会第四次会议将在人民大会堂举行闭幕会。下午 16 时，国务院总理李克强将在人民大会堂三楼金色大厅出席记者会并回答中外记者提问。 中国人民银行 10 日发布的数据显示，2021 年 2 月我国人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元，2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元。2 月末，我国人民币贷款余额 177.68 万亿元，同比增长 12.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.8 个百分点。2 月份人民币贷款分部门看，住户贷款增加 1421 亿元，其中，短期贷款减少 2691 亿元，中长期贷款增加 4113 亿元；企（事）业单位贷款增加 1.2 万亿元，其中，短期贷款增加 2497 亿元，中长期贷款增加 1.1 万亿元，票据融资减少 1855 亿元；非银行业金融机构贷款增加 180 亿元。存款方面，2 月份人民币存款增加 1.15 万亿元， 同比多增 1294 亿元。2 月末人民币存款余额 217.29 万亿元，同比增长 10.4%。从货币供应看，2 月末，广义货币(M2)余额 223.6 万亿元，同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.7 个和 1.3 个百

	分点；狭义货币(M1)余额 59.35 万亿元，同比增长 7.4%，增速比上月末低 7.3 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点。央行同日发布的社会融资数据显示，2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元。2 月末社会融资规模存量为 291.36 万亿元，同比增长 13.3%。
3 月 12 日	
经济金融	十三届全国人大四次会议于昨日闭幕。李克强在北京人民大会堂出席记者会时表示，去年我们没有搞所谓量化宽松，今年也没必要急转弯。今年要保持政策的连续性和可持续性来着力稳固经济，推动向好。中国的老龄人口已经有两亿六千万，老龄产业也可以说是一个巨大的朝阳产业，它带来了多样化的需求。 李克强表示，我们说 GDP 目标 6%以上是开了口子的，实际过程中也可能会增长得更高一点。但是我们不是在定计划，我们是引导预期，希望把预期引导到巩固经济恢复增长基础，推动高质量发展。 外交部发言人赵立坚宣布：应美方邀请，中共中央政治局委员、中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪、国务委员兼外长王毅将同美国国务卿布林肯、总统国家安全事务助理沙利文于 3 月 18 日至 19 日在安克雷奇举行中美高层战略对话。 当地时间 3 月 11 日，美国总统拜登签署了 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案，标志着该法案正式生效。该法案是拜登政府任内的首个重大立法项目，同时也标志着拜登完成了此前对选民的承诺——上任 100 天内为符合条件的美国人分发 1400 美元的支票。此次纾困救助法案的几项主要措施包括：每人最多可获得 1400 美元的纾困金，大约 90%的家庭和个人将有资格获得。联邦政府每周将增加 300 美元失业救济金。扩大儿童免税额，每名儿童税收抵免额至多可达到 3600 美元。拨款 3500 亿美元作为州和地方援助金，以及拨款数十亿美元帮助受新冠肺炎疫情影响的小企业，疫苗的研究、开发和分发，以及用于 K-12 学校，帮助中小学学生返回课堂。将食品券福利增加 15%，并延长至 9 月份。帮助低收入家庭支付租金。增加联邦政府的《平价医疗法案》补贴，并向农村医院和医疗服务机构提供 85 亿美元。
3 月 15 日	
经济金融	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》全文正式发布，其中要点包括，推动实现适度生育水平，深入实施制造强国战略，加快补齐基础零部件及元器

	件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板等等。 当地时间 3 月 12 日，美国联邦通信委员会（FCC）公共安全部和国土安全局（HHS）将包括华为在内的五家中国公司纳入不可信供应商名单。上述公司生产的部分通信产品和服务，将在美国境内被拆除。这五家企业除华为外，还有中兴通讯股份有限公司、海能达通信股份有限公司、杭州海康威视数字技术有限公司和大华科技有限公司。
证券市场	2 月 28 日康得新披露调整后的财务报表显示 4 年连续亏损，作为一家 4 年虚增利润 115 亿元的造假大户，康得新触及强制退市的相关动态社会高度关注。3 月 12 日，证监会新闻发言人就相关问题回答了记者提问。发言人证实，除“四连亏”外，康得新还存在虚增利润 115 亿元、对外提供关联担保以及信披不真实等违法违规事实。发言人表示，在退市过程中，证监会将始终把保护投资者特别是广大中小投资者的合法权益作为首要考虑，尽最大努力帮助投资者挽回损失。同时，财联社记者注意到，证监首次公开表明对于“退市过程中出现的对抗监管、不正当维权甚至煽动群体性事件等行为，进行严厉打击”。
3 月 16 日	
	习近平主持召开中央财经委员会第九次会议，会议指出，“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期，要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。加快推进碳排放权交易，积极发展绿色金融。充实反垄断监管力量，增强监管权威性，金融活动要全部纳入金融监管。 李克强主持召开国务院常务会议，确定《政府工作报告》重点任务分工，要求扎实有力抓好落实，推动经济稳中加固、行稳致远。尽快实施提高制造业企业研发费用加计扣除比例政策。保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。 国家统计局公布 1—2 月份我国国民经济运行情况，中国 1-2 月规模以上工业增加值同比增 35.1%，1-2 月固定资产投资（不含农户）同比增 35%，1-2 月社会消费品零售总额同比增 33.8%，1-2 月全国房地产开发投资同比增 38.3%。
3 月 17 日	
经济金融	国务院副总理韩正 16 日主持召开京津冀协同发展领导小组会议。韩正强调，要加快推进一体化交通基础设施建设，构建“轨道

	上的京津冀”，完善区域公路网，提高京津冀机场群和港口群管理水平。 央行副行长刘桂平撰文称，有必要专门制定“金融稳定法”，建立跨行业跨部门的金融稳定总体工作机制；在“金融稳定法”中构建防范、化解和处置金融风险，维护金融稳定的制度框架，建立健全权威、高效、专业的金融风险处置机制。
3 月 18 日	
经济金融	韩正在国家发改委召开座谈会。韩正指出，要确保粮食安全，牢牢守住 18 亿亩耕地红线，优化能源结构，保障能源安全，扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。要解决好大城市住房突出问题，大力增加保障性租赁住房供给，持续加强房地产市场调控。要调整优化产业结构，继续推进重点行业去产能，提升产业链水平，维护产业链供应链安全。 美联储宣布维持基准利率在 0%至 0.25%区间不变，与市场预期基本一致。委员会寻求实现充分就业和 2%的长期通胀率。由于通胀持续低于这一长期目标，委员会目标允许通胀在一段时间内略高于 2%，以便使长期平均通胀达到 2%，且使长期通胀预期牢牢锚定在 2%的水平。委员会预计将保持宽松的货币政策立场，直到这些结果实现。委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%。委员会预计合适的做法是，维持这一目标区间直到劳动力市场状况已经达到符合委员会评估的充分就业水平，且通胀已经上升到 2%，并在一段时间内适度超过 2%的轨道上。此外，美联储将继续以每月至少 800 亿美元和 400 亿美元的幅度增持美国公债和抵押贷款支持证券，直到在实现委员会的充分就业和物价稳定目标的过程中取得了进一步实质性进展。这些资产购买有助于促进平稳的市场运作和宽松的金融环境，从而支持信贷流向家庭和企业。
3 月 19 日	
经济金融	财政部数据显示，1-2 月印花税收入 1004 亿元，同比增长 65.5%；其中证券交易印花税 665 亿元，同比增长 90.5%。 商务部新闻发言人高峰表示，应美方邀请，中美双方将于 3 月 18 日至 19 日举行高层战略对话。
3 月 22 日	
经济金融	当地时间 3 月 19 日，中美高层战略对话正式结束。当地时间 18 日、19 日，中美双方共举行了 3 场会谈，这是美国新政府执政以来中美首次面对面会晤，也是中美元首除夕通话后的首次高层接触。

	杨洁篪在接受媒体采访时表示，这次战略沟通是坦率的、建设性的、有益的，当然，我们之间还是存在一些重要分歧。中国将坚定维护国家主权、安全和发展利益，中国的发展壮大不可阻挡。 央行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会上表示，我们有较大的货币政策调控空间。中国货币政策始终保持在正常区间，工具手段充足，利率水平适中。我们需要珍惜和用好正常的货币政策空间，保持政策的连续性、稳定性和可持续性。实现碳中和需要巨量投资，引导金融体系提供所需要的投融资支持。
证券市场	证监会主席易会满表示，部分学者、分析师关注外部因素远远超过国内因素，对美债收益率的关注超过 LPR、Shibor 和中国国债收益率，对境外通胀预期的关注超过国内 CPI。注册制绝不意味着放松审核要求。现在科创板、创业板发行上市，交易所都要严格履行审核把关职责。不少中介机构尚未真正具备与注册制相匹配的理念、组织和能力。 证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》证监会 19 日消息，为落实 2020 年 3 月 1 日起施行的新证券法，进一步简政放权，完善证券公司股权监管，提升监管效能，证监会日前发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》（以下简称《股权规定》）以及《关于修改<关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的规定>的决定》（以下简称《实施规定》），自 2021 年 4 月 18 日起施行。此次《股权规定》修订内容主要涉及以下四个方面：一是修改证券公司主要股东定义。参考国内外金融监管经验，结合证券公司股权日渐分散的趋势，将证券公司主要股东从“持有证券公司 25%以上股权的股东或者持有 5%以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司 5%以上股权的股东”。二是适当降低证券公司主要股东资质要求。取消主要股东具有持续盈利能力的要求； 将主要股东净资产从不低于 2 亿元调整为不低于 5000 万元人民币；不再要求主要股东具备相匹配的金融业务经验；不再要求主要股东为行业龙头等。三是落实新证券法，调整证券公司变更注册资本、变更 5%以上股权的实际控制人相关审批事项。对《股权规定》 援引证券法的条款和内容对照新证券法进行了更新。四是对新问题予以规制，为新情况留出空间。包括禁止证券公司股权相关的“对赌协议”；完善控股股东变更为唯一股东的备案程序；明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过 50%的例外情形；进一步明确对上市证券公司、股份转让系统挂牌证券公司持有 5%以下股权的股东可以免除适用的条款等。据悉，证监会同步修订了《实施规定》，修订内容包括进一步精简整合申报材料，删除现在已不适用的程序性过渡条款，修改新《证券法》 取消的审批事项相应表述等。

3 月 23 日	
经济金融	习近平总书记 22 日赴福建考察调研。当天下午，他先后来到南平市武夷山国家公园智慧管理中心、星村镇燕子窠生态茶园、朱熹园，了解生态文明建设、茶产业发展和传统文化传承等情况。 中共中央、国务院印发《关于实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接的意见》。意见提出，持续改善脱贫地区基础设施条件。继续加大对脱贫地区基础设施建设的支持力度，重点谋划建设一批高速公路、客货共线铁路、水利、电力、机场、通信网络等区域性和跨区域重大基础设施建设工程。 国务院总理李克强 3 月 22 日晚表示，我们需要平衡好增长、收入、就业之间的关系，也不能以高耗能、高污染来换取经济增长。与此同时，还要努力提高市场主体的活跃度和效益，持续推动城镇化进程，释放巨大的内需潜力，增强消费对拉动经济的作用。 3 月 22 日，国务委员兼外长王毅在广西桂林与俄罗斯外长拉夫罗夫会晤。双方首先就共同关心的国际和地区问题进行了战略沟通，达成广泛共识。双方相互通报了各自对美关系近况。

3 月 24 日	
经济金融	中国人民银行行长易纲出席 2021 年世界经济论坛“达沃斯议程”对话会时表示，中国的货币政策将继续支持经济，财政政策和货币政策都追求就业的最大化；预估今年中国的 GDP 增速将恢复到正常区间内，符合预期；确保央行采取的政策是具有一致性、稳定性和一贯性的，而不会去过早地放弃此前发布的支持政策。 中俄外长发表联合声明：以“推进民主”为借口干涉他国内政不可接受新冠肺炎疫情持续蔓延促使国际格局加速演变，全球治理体系进一步失衡，经济发展进程遭受冲击，全球性新威胁新挑战层出不穷，世界进入动荡变革期。我们呼吁国际社会搁置分歧，凝聚共识，加强协作，维护世界和平与地缘战略稳定，推动构建更加公正、民主、合理的多极化国际秩序。一、所有人权是普遍、不可分割、相互联系的。可持续发展是提高每个国家人民生活水准和福利的基础，由此可促进享有所有人权。发展与实现各项人权和基本自由相辅相成。各国应以此为出发点，根据本国国情，在政治、社会、经济、文化、环境领域保护和践行人权，促进人的全面发展，增进人民福祉。倡导和保护人权也是国际社会的共同事业，各国应同等重视、系统推进各类人权，反对将人权问题政治化，摒弃借人权问题干涉别国内政和搞双重标准，在平等和相互尊重的基础上开

	展该领域对话，造福各国人民。二、民主是人类发展成就之一，其标志是以立法形式确保权力属于人民，即公民有权管理国家事务及合法行使权力。民主模式不存在统一的标准。应尊重主权国家自主选择发展道路的正当权利。以“推进民主”为借口干涉主权国家内政不可接受。三、国际法是人类社会发展的基石。各国无一例外均应坚定维护以联合国为核心的国际体系、以国际法为基础的国际秩序。我们重申 2016 年《中华人民共和国和俄罗斯联邦关于促进国际法的声明》，重申《联合国宪章》具有关键意义，其宗旨和原则对维护世界和平安全，促进国际法发挥着重要作用。国际事务的处理之道应基于公认的国际法原则，由国际社会共同制定、共同遵守。我们呼吁，世界大国特别是联合国安理会常任理事国应增强互信，带头维护国际法和以国际法为基础的国际秩序。在国际政治动荡加剧的背景下，亟需召开联合国安理会常任理事国峰会，以便通过直接对话探讨全人类共同问题的解决途径，维护全球稳定。
3 月 25 日	
经济金融	李克强主持召开国务院常务会议，决定将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划进一步延至今年底。对符合条件的地方法人银行发放小微信用贷款，继续按本金的 40%提供优惠资金支持。部署实施提高制造业企业研发费用加计扣除比例等政策。
3 月 26 日	
经济金融	为全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，深入落实中央经济工作会议精神和十三届全国人大四次会议通过的《政府工作报告》部署，做好今年政府工作，实现经济社会发展目标任务，按照国务院常务会议精神，《分工意见》将《政府工作报告》提出的 2021 年工作任务，分解为 12 个部分、38 个方面、44 项重点，明确国务院有关部门和有关地方的分工责任及完成时限。《分工意见》要求，各地区、各部门要精心组织，落实工作责任制，明确时间表、责任人和成果形式，把各项工作往前赶，全力以赴抓落实，把政府对人民的承诺变成促发展、惠民生的新成效。要锚定 2035 年远景目标，进一步细化实化“十四五”时期经济社会发展目标任务，统筹安排做好年度工作和“十四五”工作，确保取得实实在在的成效。有关地区和部门要对照分工意见抓紧制定重点工作分工实施方案报国务院。 中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度（总第 92 次）例会于 3 月 24 日在北京召开。会议指出，国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻。稳健的货币政策要灵活精

	准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
3 月 29 日	
经济金融	国家统计局数据显示，1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润 1.11 万亿亿元，同比增长 1.79 倍，比 2019 年 1-2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%，延续了去年下半年以来较快增长的良好态势。 针对美国、加拿大基于谎言和虚假信息于 3 月 22 日对中国新疆有关人员和实体实施单边制裁的行径，中方宣布对美国、加拿大有关人员和实体实施制裁。同时，此前中方对美方在涉疆问题上严重损害中方主权和利益人员的制裁仍然有效。
证券市场	央行、发改委等将联手加大对中国债券市场信用评级的监管，加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度；完善公司治理和内部控制，坚守评级独立性；加强信息披露，强化市场约束机制。 交易商协会根据《公司信用类债券信息披露管理办法》及配套制度，组织市场成员修订形成了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则（2021 版）》及《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期信息披露表格体系（2021 版）》，于近日发布实施。本次修订包括：强化信息披露主体与人员责任；完善细化定期报告中非财务信息的披露内容；规范违约处置及投资者保护机制的披露要求；强化定向发行产品的规则约束，允许定向发行产品约定定期报告披露频次、重大事项类型等内容，提升产品灵活性。
3 月 30 日	
经济金融	1 至 2 月我国国有企业营业总收入 101929.2 亿元，同比增长 33.7%财政部 29 日对外发布，今年前 2 个月，全国国有及国有控股企业营收和利润都实现两位数甚至翻倍增长，即便扣除低基数因素，增速依然不低。具体来看，1 至 2 月，国有企业营业总收入 101929.2 亿元，同比增长 33.7%，扣除低基数因素后，增长率为 8.2%。其中，中央企业 59987.3 亿元，同比增长 25.5%，扣除低基数因素后增长率为 7.4%；地方国有企业 41941.9 亿元，同比增长 47.5%，扣除低基数因素后增长率为 9.5%。同期利润方面，数据显示，国有企业利润总额 5489.4 亿元，同比增长 1.5 倍，扣除低基数因素后，增长率为 10.2%。其中，中央企业 4077 亿元，同比增长 96.9%，扣除低基数因素后，增长率为 10.7%；地方国有企业 1412.4

	亿元，同比增长 9.6 倍，扣除低基数因素后，增长率为 8.8%。（人民日报）
3 月 31 日	
经济金融	中共中央政治局 3 月 30 日召开会议，审议《关于新时代推动中部地区高质量发展的指导意见》。会议强调，中部地区发展要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，着力构建以先进制造业为支撑的现代产业体系。要把创新作为引领发展的第一动力，以科技创新引领产业发展，形成内陆高水平开放新体制。

2021 年 4 月投资策略

研究发展中心 研究员 曹宇

执业证书编号：S1390520010002

3 月市场整体呈现探底回升、震荡筑底的走势。沪指创出了本轮调整的最低点也是今年以来的最低点 3328 点，跌破沪指半年线，沪指走势相对较强，从 3 月中旬到下旬，一直围绕沪指 120 日线及 3400 点震荡筑底。创业板走势更弱，不但跌破半年线，而且跌到了年线 2600 点的位置，甚至在 3 月 25 日一度跌破年线，随后指数出现反弹。本轮调整从 2 月下旬开始到 3 月上旬，市场风格上看，机构抱团股最先开始下跌，如白酒为首的消费股、医药股、电动车产业链等等，在机构抱团股下跌的过程中，以铝为首的周期股有所表现，但在 3 月下旬，机构抱团股止跌企稳后，周期股出现一轮明显的补跌，随后企稳，3 月 25 日，近期最活跃的环保股亦完成补跌，这样一来，市场所有的前期强势股基本上都完成一轮下跌，并短期企稳。3 月 25 日，市场整体成交额跌破 7000 亿元，是去年 12 月至今的地量水平，短期市场基本见底，后续市场有望迎来反弹。

一、宏观经济稳定向好

国家统计局数据显示，1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润 11140.1 亿元，同比增长 1.79 倍，比 2019 年 1-2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%，延续了去年下半年以来较快增长的良好态势。1—2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 35.1%，比 2019 年 1—2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.69%。分三大门类看，1—2 月份，采矿业增加值同比增长 17.5%；制造业增长 39.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 19.8%。1—2 月份，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%；比 2019 年 1—2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。从环比速度看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 2.43%。社会消

费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%；比 2019 年 1—2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 63076 亿元，增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。扣除价格因素，2021 年 1—2 月份社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。受 2020 年同期基数较低等因素影响，1-2 月经济主要指标同比增速较高，扣除基数影响，与 2019 年数据同比看，主要指标增势平稳，1-2 月份经济运行保持恢复性增长。

2021 年 2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，低于上月 0.7 个百分点，连续 12 个月位于临界点以上，制造业景气水平较上月有所回落。2 月份 PMI 比上月回落 0.7 个百分点，表明我国经济总体扩张态势有所放缓，春节错位是主要影响因素之一，但考虑到去年 2 月份全国正在抗击新冠肺炎也影响生产，因此制造业回落这个情况值得重视。2 月份生产指数和新订单指数分别为 51.9%和 51.5%，较上月回落 1.6 和 0.8 个百分点，继续保持在扩张区间。新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，低于上月 1.4 和 0.2 个百分点，表明进出口景气度在下降。中、小型企业受春节假日影响较为明显，PMI 分别低于上月 1.8 和 1.1 个百分点。3 月份的 PMI 数据，不会再受到春节因素的影响，其运行情况更能体现制造业的景气情况。

2021 年 2 月份，全国居民消费价格同比下降 0.2%。1—2 月平均，全国居民消费价格比去年同期下降 0.3%。2021 年 2 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 1.7%，环比上涨 0.8%；工业生产者购进价格同比上涨 2.4%，环比上涨 1.2%。1—2 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 1.0%，工业生产者购进价格上涨 1.6%。国家统计局测算，CPI 在 2 月份 0.2%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.8 个百分点，新涨价影响约为 1.6 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比由上月下降 0.3%转为持平。受翘尾因素支撑影响，3 月 CPI 将转正，预计同比增速将超过 1%。PPI 同比涨幅比上月扩大 1.4 个百分点，主要是生产资料价格上涨 2.3%的影响。主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业等。统计局测算，在 2 月

份 PPI1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为 1.8 个百分点。今年年初以来商品价格的涨幅大超市场预期，预计 PPI 在 3 月份的同比增速将超过 3%。

海关总署发布数据显示，2021 年前 2 个月，我国货物贸易进出口总值 5.44 万亿元，同比增长 32.2%。其中，出口 3.06 万亿元，增长 50.1%；进口 2.38 万亿元，增长 14.5%；贸易顺差 6758.6 亿元，去年同期为逆差 433 亿元。2 月份，我国外贸进出口 2.42 万亿元，增长 57%。其中，出口 1.33 万亿元，增长 139.5%；进口 1.09 万亿元，增长 10.3%；贸易顺差 2472.8 亿元，去年同期为逆差 4266.5 亿元。前两月进出口总值同比大幅增长，主要是去年同期受疫情影响，基数较低造成的。从 2 月 PMI 数据看，进出口景气度有所下降。2 月新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，低于 1 月 1.4 和 0.2 个百分点，处于景气区间之下。目前海外疫情影响减弱，经济复苏迹象初显，出口企业生产经营活动预期指数为 60.8%，位于高位景气区间，表明多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观。

二、从政府工作报告看后续市场热点

3 月 5 日，国务院总理李克强关于政府工作的报告，审查国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要草案，审查国务院关于 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展计划草案的报告及 2021 年国民经济和社会发展计划草案，审查国务院关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告及 2021 年中央和地方预算草案。从政府工作报告看，时隔一年，经济增速目标重现，国内生产总值增长 6%以上，城镇新增就业 1100 万人以上、居民消费价格涨幅 3%左右，就业、通胀政策目标共同优化，预算赤字率、新增地方政府专项债券规模等均有不同程度下降，继续推动减税降费，今年不再发行抗疫特别国债，处处彰显经济运行与宏观政策有序回归常态的信号，社会关注的一些应急政策的到期退出和接续问题也得到明确，“不急转弯”给出定心丸。报告将金融服务实体经济的功能放到了更加突出的位置，强调推动实际贷款利率进一步降低，并继续引导金融系统向实体经济让利。资本市场方

面，今年政府工作报告对资本市场发展更为重视，提出“稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道”。预计主板注册制改革将平稳快速推进，最快有望在 2021 年中落地。2021 年政府工作报告把十四五工作目标放在了第二部分，体现了十四五规划的重要性。十四五规划主要包括九个方面：着力提升发展质量效益，保持经济持续健康发展；坚持创新驱动发展，加快发展现代产业体系；形成强大国内市场，构建新发展格局；全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略；优化区域经济布局，促进区域协调发展；全面深化改革开放，持续增强发展动力和活力；推动绿色发展，促进人与自然和谐共生；持续增进民生福祉，扎实推动共同富裕；统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国。两会及政府工作报告聚焦产业的相关投资机会，包括新基建、数字服务、人工智能、生物育种、乡村振兴、绿色发展、能源革命、国防军队现代化等。

三、货币政策未“急转弯”，美国量化宽松亦可期

央行 3 月 10 日发布金融数据显示，2021 年 2 月我国人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元，2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元。2 月末，我国人民币贷款余额 177.68 万亿元，同比增长 12.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.8 个百分点。从货币供应看，2 月末，广义货币(M2)余额 223.6 万亿元，同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.7 个和 1.3 个百分点；狭义货币(M1)余额 59.35 万亿元，同比增长 7.4%，增速比上月末低 7.3 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点。央行同日发布的社会融资数据显示，2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元。2 月末社会融资规模存量为 291.36 万亿元，同比增长 13.3%。2 月金融数据超预期，尤其 M2 增速重回 10%以上区间，环比回升 0.7 个百分点，表明 1 月份 M2 增速的回落是季节性因素导致，流动性未发生急转弯，对股市是正面影响。具体数据看，2 月新增人民币贷款比去年同期多增虽然与去年疫情影响基数低有关，但也说明本月信贷供需都比较旺盛。新增贷款结构明显优化，中长期贷款贡献了新增的主要部分。2 月 M2 增速回升，

主要是前两个月新增贷款强劲，存款派生增加，加上财政加大支出，金融体系流动性整体保持宽裕。M1 增速回落较大，主要由于春节过后活期存款逐渐转化为定期存款的影响。2 月新增社融超预期，主要受表内和表外贷款影响。表内信贷(人民币贷款+外币贷款)新增 1.39 万亿元，比去年同期多增 6410 亿元。表外融资减少 396 亿元，但比去年同期少减 4461 亿元。虽然 2 月份金融数据超预期，但政策上强调广义货币增速和名义 GDP 相匹配，预计未来 M2 和社融增速将逐渐回归，需要警惕未来流动性收紧的风险。预计货币政策将加强结构性调节，加大对制造业、普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的信贷支持力度。

从股市流动性看，股指及机构抱团股的下跌并没有引起公募主动股票型基金的大规模净赎回。以 A 股历史上剧烈调整的时段为例，2007 年 4 季度到 2008 年 4 季度，公募主动股票型基金的存量净申购率为别为+12.7%/+2.8%/-1.4%/-2.2%/-2.5%，2016 年到 2020 年同类基金产品平均每季度净赎回率为 2.57%，比较直观的可以看到，尽管股指快速大幅下跌，但公募股票型基金的净赎回率仅回落到股指平静期的平均水平，不会出现大规模净赎回。从新发基金的规模看，后续资金仍然较为充裕，到 3 月 28 日已披露的数据统计，3 月共有权益类基金产品 144 只完成发行，合计募集资金规模为 1800 亿份，3 月预计新产品发行规模约有 2000 亿左右。2020 年 12 月份共有 103 只权益类公募基金完成发行，规模约有 1600 亿份。现在看，公募权益类产品的发行规模，基本没有受到市场下跌的影响。但是有一些现象，需要引起关注，权益类基金发行近期明显降温，很多基金产品认购天数延长，新基金产品募集规模低于目标的产品明显增多。

当地时间 3 月 11 日，美国总统拜登正式签署 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案，标志着该法案正式生效。在 3 月 25 日首场总统新闻记者会上，拜登表示，计划在 3 月末、4 月初公布一项价值数万亿美元的基础设施提案，将确保美国加大对量子计算、人工智能和生物技术等有前景新技术的投资。充裕的流动性，提振了美股风险偏好，维持美股“牛市”，同时有利于美国经济复苏，另外也推升了全球量化宽松

的预期，短期内全球货币宽松有望延续，大宗商品的价格有望保持坚挺。

四、四月策略

展望 4 月，预计 4 月上旬市场将延续反弹走势，但整体上仍处于区间震荡行情，持续向上的可能性不大，超额收益更多来自个股的把握。基本面上，国内宏观经济持续稳定向好，货币政策仍处于观察期，稳货币常态化。国际上，中美贸易摩擦没有进一步加剧，进入谈判阶段，白宫发布声明称，已经邀请中国、俄罗斯等 40 国领导人出席 4 月美国举办的首次全球气候峰会，中美关系有所缓和。技术上看，沪指 3731 点开始下跌至 3 月 26 日，周线 5 连阴，3 月第四周以一根阳星收盘。历史数据显示，沪指 2015 年 5178 点以来，共有 5 次 5 连阴出现，后续都出现一波较大幅度的反弹。4 月份亦进入一季报的披露期，数据统计显示，4 月个股的涨跌幅度与一季报的业绩增减变化有着较强的相关性，个股选择首选一季报预增个股。风格选择上，首选中小盘个股。财联社统计显示，春节后共有 481 只个股接受机构调研，市值分布看，19 只个股超过 1000 亿元，占比 3.95%；18 只个股介于 500 到 1000 亿元，占比 3.74%；191 只个股为 100 到 500 亿元，占比 39.71%；130 只个股为 50 到 100 亿元，占比 27.03%；123 只个股低于 50 亿元，占比 25.57%；50 到 500 亿元市值的中小盘个股占比为 66.74%，机构投资者对中小盘个股的关注度较高。当前行业重点关注：银行、化工、有色、食品饮料、军工、旅游酒店、汽车零部件等。主题热点可关注碳中和等。

风险提示：国内经济恢复不及预期，货币政策转向流动性收紧，中美冲突加剧。

二〇二一年四月“中天一号”投资组合

（2021年4月1日—2021年4月30日）

证券代码	证券名称	所属行业	市盈率 PE(TTM)	预测 2020 年每股收益（元）	总市值（亿元）	收盘价（元）
601601	中国太保	非银金融	14.81	3.05	3309.10	37.84
688189	南新制药	医药生物	42.03	1.34	55.89	39.92
002039	黔源电力	公用事业	10.88	1.44	48.25	15.80
002601	龙蟒佰利	化工	25.83	1.71	640.08	28.58
002236	大华股份	电子	18.94	1.51	739.01	24.67
603357	设计总院	建筑装饰	11.75	0.92	42.68	9.39
300007	汉威科技	机械设备	22.37	0.98	45.98	15.69
002010	传化智联	交通运输	16.36	0.61	239.76	7.25
000001	平安银行	银行	14.77	1.68	4271.24	22.01
000776	广发证券	非银金融	11.90	1.61	1099.00	15.67

注：以2021年3月31日收盘数据计算

“中天一号”股票池个股点评

中国太保（601601.SH）

投资要点：2020 年公司保险业务收入 3620.64 亿元，同比增长 4.2%；内含价值 4593.2 亿元，同比增长 16%，公司内含价值稳健增长。

股价催化剂：公司持续延展资产久期，加强投资研究及战术资产配置流程建设，实现净值增长率 7.5%，同比上升 0.2 个百分点；总投资收益率 5.9%，同比上升 0.5 个百分点。

风险提示：寿险改革不及预期；利率持续下行；权益市场波动；

南新制药（688189.SH）

投资要点：公司是一家创新药企业，致力于重大疾病、突发性疾病新药和特效药的研究及产业化，如流感、肿瘤等。公司披露 2020 年报，营业总收入 10.88 亿元，同比去年增长 7.29%，净利润为 1.33 亿元，同比去年 45.37%，基本 EPS 为 1.01 元，平均 ROE 为 13.76%。公司大单品帕拉米韦注射剂销量亮眼，2020 年在疫情之下，依然实现 54%增速。

股价催化剂：帕拉米韦吸入溶液有望 022 年获批，成为下一个公司重量级单品。

风险提示：新药上市不及预期；

黔源电力（002039.SZ）

投资要点：公司所属 9 座水电站均位于贵州“两江一河”（北盘江、芙蓉江、三岔河）流域，河流来水情况较好是公司全年营收实现较快增长的主要因素。贵州 2020 年降水偏丰，年降水量达 1449.7 毫米，较常年平均水平多 22.8%，创造 1961 年以来历史记录。受益于来

水偏丰及年初蓄能值同比上升，公司 2020 年度发电量 104.13 亿 kWh，同比增长 26.13%，带动公司营收和利润较快增长。

股价催化剂：公司于 2020 年成功投资建设了 3 座水光互补农业光伏电站。3 座电站总装机 75 万千瓦，通过水电光伏打捆上网的方式接入电网，且均已于 2020 年底实现并网发电，并被纳入国补。

风险提示：贵州流域来水偏枯；上网电价大幅下降；

龙蟒佰利（002601.SZ）

投资要点：公司是一家致力于钛、锆精细粉体材料研发和制造的大型无机精细化工集团。集团目前已形成河南焦作、四川德阳、攀枝花、湖北襄阳等多个生产基地，公司钛白粉产能居亚洲前列。公司积极拓向产业链上下游拓展，海绵钛产能不断扩大，另外，继续推进石膏资源的利用。

股价催化剂：钛白粉厂家主动提价，海外订单增加。

风险提示：钛白粉价格大幅波动；

大华股份（002236.SZ）

投资要点：公司是全球领先的以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商，以技术创新为基础，提供端到端的视频监控解决方案、系统及服务。

股价催化剂：公司抓住当前企业数字化转型的需求节点，针对客户需求以精细化管理方式，增强了对市场动向的把握，公司积极关注行业趋势开发产品，未来有望实现稳健增长。2020 年公司实现营业收入 264.66 亿元，同比增长 1.21%；实现归属于上市公司股东的净利润 39.03 亿元，同比增长 22.42%，盈利能力不断提高。公司 2020 年毛利率为 42.70%，比 2019 年同期上升 1.58 个百分点。

风险提示：行业需求低于预期；智能化发展低于预期的风险；

设计总院（603357.SH）

投资要点：公司是一家为公路、水运、市政、水利行业的建设工程提供专业技术服务的工程咨询公司和国家高新技术企业，是交通部交通节能环保技术与装备研发中心。3 月 27 日公司正式披露年报，营业总收入 19.1 亿元，同比去年增长 17.96%，净利润为 3.63 亿元，同比去年 11.84%。

股价催化剂：公司 2020 年全年新签合同额 37.14 亿元，同比增长 82.22%；在手订单 52.00 亿元，同比增长 47.13%。新签合同额和在手订单快速增长，为 2021 年业绩持续增长提供了保障。

风险提示：宏观经济下行风险；

汉威科技（300007.SZ）

投资要点：公司深耕气体传感器行业 22 年，掌握全球主流的核心技术，具备自主可控能力，可以生产半导体类、催化燃烧类等 17 大系列、200 多个品种的传感器，气体传感器和检测仪表市占率处于国内行业前列。公司近些年在增加传感器品类以及拓宽行业应用方面持续发力巩固龙头地位。

股价催化剂：公司凭借传感器的技术优势，构建了“传感器+监测终端+数据采集+空间信息技术+云应用的”的完整物联网生态圈，业务涵盖智慧安全、智慧环保、智慧城市、智慧公用、智能家居等领域，21 年一季报预告净利润增长 25-40%，持续研发投入+定增扩大产能，奠定公司未来业绩增长基础。

风险提示：新业务拓展不及预期；

传化智联（002010.SZ）

投资要点：公司以智能信息系统和支付系统为核心，依托公路港城市物流中心，融合互联网物流业务与金融业务，为城市、城市群以及行业提供供应链平台服务，打通供应链各环节，实现供应链端到端一单到底的业务场景，形成供应链闭环生态圈。

股价催化剂：立足线下公路港，公司构建了完整的公路货运场景，从增值服务渗透至物流交易和供应链协同，加速线下加油站业务拓展。

风险提示：国内经济下行超预期；公路港建设不及预期；

平安银行（000001.SZ）

投资要点：2020 年报显示，公司营收增长保持稳定，营收增长 11.3%；盈利能力逐步改善，净利同比增长 2.6%；负债成本持续优化，负债平均成本率同比 2019 年下降 32 个基点；非息收入稳定增长，非利息净收入同比增长 12.3%；资产负债规模稳健增长，资产总额同比增长 13.4%；风险指标全面改善，不良贷款率较上年末下降 0.47 个百分点。公司经营稳健，业绩向好态势明显，2021 年公司外部环境明显改善，业绩有望续创新高，带动估值进一步抬升。

股价催化剂：一季报业绩超预期

风险提示：宏观经济波动的风险，货币政策转向的风险

广发证券（000776.SZ）

投资要点：广发证券 2020 年实现营业收入 291 亿元，同比+28%；归母净利润 100 亿元，同比+33%；对应 EPS 1.32 元，对应 ROE10.6%. 第四季度实现营业收入 77 亿元，同比+42%；归母净利润 19 亿元，同比-1%。

股价催化剂：20 年实现投资净收益（含公允价值变动）收入 68 亿元，同比+2%。公司权益投资坚持价值投资思路，配臵方向为蓝筹股，衍生品类投资抓住阶段性市场机会，均取得较好投资业绩。

风险提示：市场持续低迷导致业务规模下滑；市场监管进一步加强；

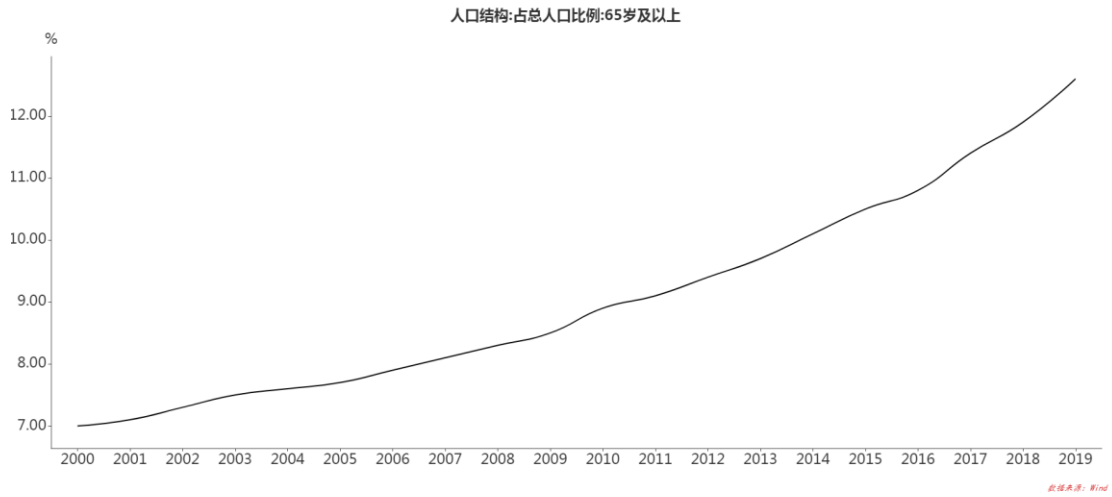
浅析牙科行业上游

研究发展中心 研究员 王博

执业证书编号：S1390518070001

参考国外发达国家的人口结构和经济水平，我们发现国内的牙科行业发展正处于黄金发展期。一方面，我国国民消费水平正在逐年提高，根据国家统计局数据显示，2020 年全国居民人均可支配收入为 32189 元，相当于美国 1975~1985 年的水平，当时美国人均可支配收入从 5000 美元不断上升到 10000 美元，随着可支配收入的提高，牙科消费也开始强劲增长。牙科消费具有两大特点，一是消费的持续性，二是部分项目属于可选消费，由于部分牙科项目价格较高，且不在医保报销范围内，因此需求弹性很高，居民收入提升将直接影响牙科业务的需求。另一方面，中国社会开始老龄化加速，从下图可以看出，2019 年中国 65 岁以及以上人口占比高达 12.6%，《中国发展报告 2020：中国人口老龄化的发展趋势和政策》预测，到 2022 年左右，中国 65 岁以上人口将占到总人口的 14%，实现向老龄社会的转变。人口结构的变化也将驱动口腔修复、种植牙等牙科业务的高速发展。根据灼识咨询报告，中国牙科护理服务市场由 2015 年的 132 亿美元增至 2019 年的 246 亿美元，复合年增长率为 16.9%，并有望于 2030 年达到 752 亿美元。相比之下，美国牙科护理服务市场由 2015 年的 1,189 亿美元增至 2019 年的 1,331 亿美元，复合年增长率为 2.9%，并有望于 2030 年达到 1,636 亿美元，2019 年至 2030 年间的复合年增长率预计为 1.9%。随着人均可支配收入以及中国消费者对牙齿健康、美学的重要性意识逐渐升高，预计中国及美国牙科护理市场之间的差距未来将会缩小。此外，近年来，在有利政策的推动下，包括综合性医院、牙科医院和诊所等医疗机构数量有所增加，也会加快这一进程。

图表 1：人口结构



综合行业壁垒、毛利率等因素，我们认为处于牙科上游的口腔正畸器以及牙科用影像设备是发展前景良好且具有成长空间的优秀赛道。下面简单介绍一下口腔正畸业务，正畸治疗主要有两种方法，即传统正畸疗法及隐形矫治疗法。传统疗法采用金属牙套、舌侧矫治器、陶瓷牙套及其他可见矫治器。隐形矫治疗法作为一种先进疗法，采用定制生产的隐形可摘矫治器。在对牙齿诊断后，牙科医生通常根据患者错颌畸形情况、问题严重程度及预期治疗效果以及患者的喜好确定合适特定患者的正畸治疗方案。市场空间方面，全球隐形矫治市场由 2015 年的 40 亿美元增至 2019 年的 131 亿美元，复合年增长率为 35.0%。发展中国家（如中国）隐形矫治市场的发展是推动全球隐形矫治市场增长的主因。此外，全球隐形矫治正畸案例数目由 2015 年的 0.8 百万例增至 2019 年的 3.1 百万例，复合年增长率为 39.0%。中国隐形矫治市场在 2019 年成为世界第二大市场，市场规模由 2015 年的 2 亿美元增至 2019 年的 14 亿美元，复合年增长率为 56.0%。中国隐形矫治正畸案例数目由 2015 年的 47,800 例增至 2019 年的 303,900 例，复合年增长率为 58.8%。此外，中国的隐形矫治市场仍处于萌芽阶段。2019 年，中国约有 1,037 百万例错颌畸形病例，远高于美国的约 244 百万例错颌畸形病例。然而，2019 年中国接受治疗的 2.9 百万例错颌畸形病例中，仅有 10.5%使用隐形矫治器；而美国接受治疗的 4.5 百万例错颌畸形病例中有 33.1%使用隐形矫治器。如此明显的差异表明中国隐形矫治市场的渗透率严重不足。行业壁垒方面，强大的跨学科能力，尽管传统正畸需要正畸医生自己设计治疗方案，牙科医生在提供隐形矫治器治疗

时，期望能在整个治疗过程中获得隐形矫治解决方案提供商的全面医疗和技术支持。因此，隐形矫治解决方案提供商必须具备强大的跨学科能力，包括正畸学、生物力学、材料科学、计算器科学及智能制造技术，这些技术壁垒对于新的进入者耗时且昂贵。牙科医生和患者对品牌的认可。由于对错颌畸形病例的治疗通常需要约两年且中途难以更换治疗方法，牙科医生在为其患者选择隐形矫治解决方案时一般倾向于高度严谨。建立品牌知名度和客户忠诚度需要大量时间和精力，这也对新的市场进入者造成困难。

综上，从市场潜在空间、行业壁垒以及社会发展趋势来看，牙科上游都属于一个具有长期投资价值的优秀赛道。相关公司美亚光电、通策医疗、时代天使。美亚光电：公司是一家专注于光电识别核心技术与产品研发的高新技术企业。主营产品包括色选机、X 射线检测设备以及牙科影响设备。牙科诊所的核心业务是正畸和种植，这两项业务都需要对口腔内部进行精确的三维建模，因此每个诊所都离不开口腔 CT 设备。口腔 CT 分为 CBCT、螺旋 CT、全景机三种，从成像效果来看，CBCT 要优于传统设备，目前国内 CBCT 的渗透率还较低，对比日本等发达国家，还有较大的提升空间。通策医疗：公司是国内第一家以口腔医疗连锁经营为主要经营模式的上市公司。公司的 OrthoLink 优领数字化正畸平台与 Hibeauty 隐秀矫治器技术方面均已基本发展成熟、均已开始在公司旗下主要医院全面进行推广，正畸旋风计划有望树立公司的核心技术壁垒。时代天使：公司是中国领先的隐形矫治解决方案提供商。公司成立于 2003 年，专门从事口腔隐形正畸技术的研发、生产、销售。根据灼识咨询报告显示，截至 2020 年 9 月 30 日，国内隐形矫治解决方案市场方面，时代天使与隐适美市场占有率高达 80%以上，其中时代天使以 41.3%的市场占有率位居国内第一。

碳中和衍生有色行业“加减”投资机会

研究发展中心 研究员：张雷
执业证书编号：S1390514040003

中国碳减排关乎全球减排全局，力度和决心大

碳排放一般是指以 CO_2 为主的温室气体的排放，它会使全球气温上升，破坏地球的生态环境，是关乎全人类生存发展的重大议题。

早在 1988 年 11 月，世界气象组织（WMO）和联合国环境署（UNEP）共同成立了政府间气候变化专业委员会（IPCC），开展全球气候变化的科学评估活动；1990 年 12 月，第 45 届联合国大会决定制定《联合国气候变化框架公约》，并于 1992 年 5 月 9 日通过，规定了发达国家与发展中国家的温室气体排放水平，以及他们为应对气候变化所承担的义务；此后在《公约》基础上，缔约国先后通过了《京都议定书》、《哥本哈根协议》，并在 2015 年 12 月通过《巴黎协定》。《巴黎协定》重申了 2℃的全球温升控制目标，提出要努力实现 1.5℃的目标，在本世纪下半叶实现温室气体人为排放与清除之间的平衡，同时形成了以“国家自主贡献+每五年一次全球集体盘点”为核心的全球气候治理新机制。

在世界各国共同努力下，全球碳排放控制取得了积极成效，碳排放增速有所放缓，其中发达国家已经陆续实现了达碳峰，如欧洲的英国、法国、德国在上世纪 70 年代已经实现碳达峰，美国和日本也分别于 2007 年和 2013 年实现碳达峰。

尽管中国单位 GDP 碳排放已经大幅下降，但由于经济仍处于增长期，中国碳排放总体仍在增长。根据 BP（英国石油公司）数据，2019 年中国碳排放达到 98 亿吨，约占全球碳排放总量的 29%，是全球第一大碳排放国，也是全球碳排放增长的重要来源。可见，中国碳中和关乎全球碳排放控制的全局。

中国政府高度重视碳排放控制，2015 年发布了《中美气候变化联合声明》，宣布中国计划 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值且将努力

早日达峰，并计划到 2030 年非化石能源占一次能源消费比重提高到 20%左右。此后中国出台一系列政策，力促达成碳排放目标，2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在联合国大会上首次表示中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，争取在 2060 年前实现碳中和；在 2021 年“两会”政府报告提出，2021 年要制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。这显示了中国实现减排目标和承诺的大国担当，碳排放控制将对有色在内各行业产生深远的影响。

有色碳排放主要来自间接排放，电解铝是“牛鼻子”

有色金属行业碳排放包括有色金属矿采选和有色金属冶炼及压延两个子领域，其中有色金属冶炼及压延占据主导地位，占有色碳排放总量的占比超 90%。有色行业直接碳排放较少，2017 年排放总量约 6380 万吨，在全国碳排放的占比约为 0.7%，且从 2008 年开始有色直接的碳排放已经达峰，之后缓步下行。从间接碳排放角度看，有色位列四大高耗能行业，生产过程需要大量电力，而我国电力以煤炭为主，因此，有色间接碳排放远高于直接碳排放。

有色金属位列四大高耗能行业（有色、钢铁、化工和建材成为高耗能行业），用电量大，2020 年用电量 6797 亿千瓦时，占全社会用电的 9%。由于我国是有色金属冶炼大国，我国有色金属行业用电主要在冶炼子行业，占有色金属行业用电的比重超过 90%。

分产品看，原铝生产电解环节电单耗大（冶炼 1 吨电解铝需耗电 1.35 万度电），是高耗能行业，产量又居于工业金属之首，因此，铝冶炼是中国有色冶炼中消耗电力的主体，2020 年用电量达到 5052 亿千瓦时，在有色金属冶炼及压延子行业和有色行业 2020 年耗电量的比重分别高达 74%和 78%。按照火电碳排放强度 841 克/千瓦时，86%铝冶炼采用火电现状测算，2020 年我国电解铝冶炼的碳排放约 3.7 亿吨。如把冶炼电解环节阳极消耗相关间接的碳排放（强度为 1.8 吨二氧化碳/吨铝）考虑在内，则 2020 年我国电解铝间接碳排放约 4.4 亿吨，在我国碳排放占比约为 4%。

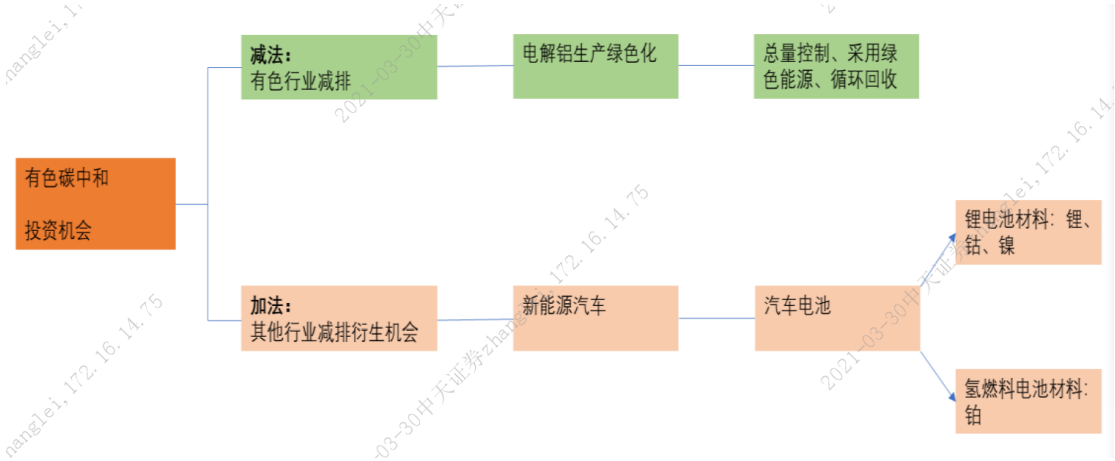
由此，我们可以看出，有色金属行业碳排放主要造成来自电力使用量带来的间接碳排放，其中高能耗的电解铝产品又是有色金属间接

碳排放的主体，是有色碳排放控制的“牛鼻子”。从某种意义上说，有色碳排放控制实际上是电解铝的碳排放控制。

碳中和背景下，有色“加减”投资机会

除了上述有色行业减排（我们称之“减法”）外，我们认为有色的碳中和投资机会还存在于其他行业减排对有色金属需求带来的机遇（我们称之为“加法”）。目前其他行业碳减排对有色有正面影响的主要是碳排放问题比较突出的交通运输领域，特别是新能源汽车带来的有色需求增加的机遇，主要的品种是和新能源汽车电池相关的金属投资机会。

图 1：碳中和实现路径和投资机会

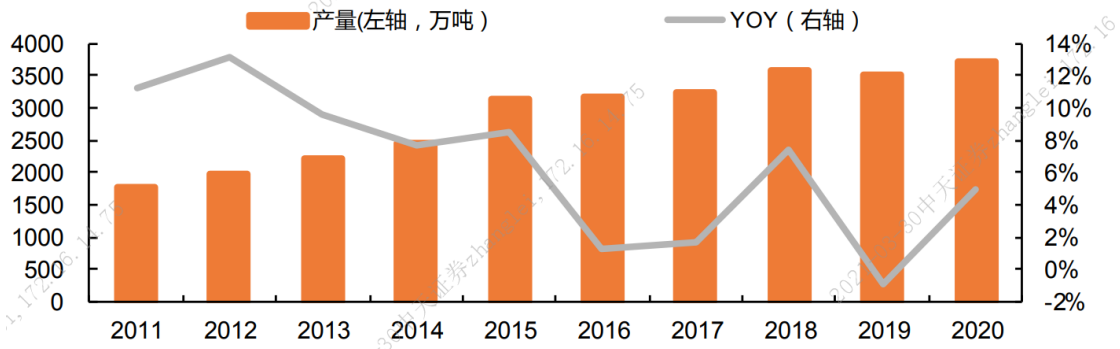


资料来源：中天证券研究发展中心

减法机会：碳中和下水电铝受益，再生铝前景看好

2017 年电解铝供给侧改革后，我国电解铝产能尤其是未经核准的非法产能无序增长得以控制。根据咨询机构阿拉丁数据，我国电解铝总产能由 2017 年的 4357 万吨降低到 2018 年的 3986 万吨。随后的产能增长主要来自原有合规产能转移和置换，到 2020 年我国电解铝产能仅小幅增长至 4256 万吨。预计中长期看，产能置换完毕后，我国电解铝产能上限约为 4500 万吨。由于产能受控，2018 年以来，我国电解铝行业开工率维持在 85%以上较高水平。

图 2：我国电解铝产量



数据来源：wind

反观电解铝的原材料氧化铝因其碳排放问题并不突出，受政策的制约较少，产能增长较快，2020 年已达 8812 万吨，按照 1 吨电解铝消耗 2 吨氧化铝测算，可满足 4400 万吨电解铝生产需求，大于目前我国电解铝对氧化铝需求，氧化铝的价格也持续低迷。且未来氧化铝的产能将继续增长，根据百川资讯，2021 年中国仍有 840 万吨氧化铝产能投放，同比增长约 10%。在电解铝产能受限背景下，我国氧化铝产能过剩基本成为定局。

在碳中和背景下，我国电解铝供给侧改革的成果将有望巩固。现有电解铝在产产能面临各地政府在碳减排压力下，控制电力供给，从而影响开工率的风险。而氧化铝产能过剩格局难以改变，处于碳中和核心的电解生产环节在产业链的地位将大幅提升，电解铝行业利润或持续向电解环节倾斜。

目前我国电解铝生产所需的电力以火电为主，根据安泰科数据，火电在我国电解铝电力消耗量占比为 86%，绿色能源中水电份额仅约 10%，其他绿色能源风电、核电和太阳能合计占比仅约 4%。由于火力发电以煤炭为燃料，产生大量碳排放，造成电解铝间接排放。为此，除了产能总量控制，提升绿色能源在电解铝电力消耗量比重是电解铝碳减排的重要途径。

近年来，我国电解铝产能持续向水电资源丰富西南地区转移，西南地区电解铝产量份额不断上升，其中云南和广西提升较为明显，前者在全国电解铝产量的份额有 2017 年的 4.2%提高到 2020 年的 7.4%；而后者在全国电解铝产量的份额由 2017 年的 2.5%提高到 2020 年 6.1%。

我们认为在碳中和背景下，未来我国电解铝向水电资源丰富的西南地区转移将持续，西南地区在我国电解铝产业的地位将有较大提升。

再生铝能耗低，未来发展前景广阔

根据原料不同，铝可分为原生铝和再生铝，其中原生铝是以铝土矿为原料，经过氧化铝、电解和铸锭等生产工艺生产的高纯度的铝。由于电解环节耗电量大，原铝又被称为电解铝；而再生铝是以可循环利用的废铝和铝合金为原料，经过集约化收集、熔炼、加工等工艺得到的铝金属和合金。

再生铝的原材料包括新废料和旧废料，其中新废料是铝合金在各种深加工过程中产生的可以直接回炉重熔，生产特定牌号铝合金产品的废料；旧废料是各类铝合金产品使用期结束和报废后产生废料。

再生铝有流程短、能耗低等优点，具有良好的生态及社会效益。和生产等量的电解铝相比，生产 1 吨再生铝的能耗仅为电解铝能耗的 3%~5%，并可减少 0.8 吨二氧化碳排放，节省 10 吨以上的水，在铝行业碳减排发挥重要作用。

再生铝也是我国鼓励发展的领域，在我国实现了长久的发展，2019 年产量达到 725 万吨，是 2010 年规模的 1.8 倍。但和世界先进国家相比，我国再生铝仍有较大发展空间。目前再生铝在我国铝生产比重约为 18%，远低于日本、美国和德国为代表的发达国家，也低于世界平均水平的 21%。根据测算，全球可回收的铝制品资源总量达 4.13 亿吨，其中中国为 6500 万吨，再生铝发展潜力较大。

预计随着我国 2000 年以来消费铝产品陆续进入报废期以及对再生铝在碳减排的重要作用重视，我国再生铝规模将较快增长，2025 和 2030 年的产量将分别超过 1000 万吨和 1700 万吨，成为铝供给增长的重要来源。

加法机会：铜及能源金属受益新能源汽车快速发展

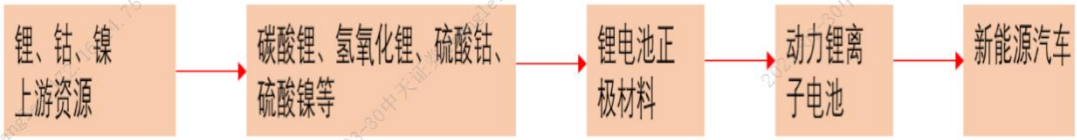
交通运输是我国第四大碳排放行业，在我国碳排放占比约 8%，也是碳排放的重点行业之一。为减少碳排放，世界各国出台相关政策鼓励现有燃油车向新能源汽车转变，部分国家如英国、德国、法国、荷兰、印度提出了燃油汽车禁售时间表，丰田、大众、沃尔沃等汽车巨头纷

纷宣布将进入全电动化时代。全球及中国新能源汽车进入黄金发展期，相关的金属产品将从中受益。

新能源汽车快速发展，锂电池能源金属增长空间大

锂离子电池发展基础好，技术进步较快，性价比持续提升，是目前主流新能源汽车动力电池。锂离子电池正极所需的锂、钴、镍三种金属通常被称为“能源金属”。

图 3：锂离子电池相关的能源金属产业链



资料来源：中天证券研究发展中心

按照正极材料分，动力锂电池的正极材料包括磷酸铁锂、三元材料和锂硫电池，其中锂硫电池技术尚不成熟；磷酸铁锂容量较低，但经过结构改变后的“刀片电池”，尽管仍存在低温启动性能差、体积较大的短板，但续航里程大幅提高，未来在动力电池将占有一席之地；和磷酸铁锂不同，三元正极锂电池添加了钴和镍，尽管安全性不如磷酸铁锂，但电池容量有较大提升，未来发展前景看好。近年来，三元动力电池在我国动力电池占比不断提升，2020 年为 63%，占据主导地位。

从不同技术路线的能源金属使用量看，无论采用哪种正极，锂金属不能被替代且用量不减少，正极路线变化对锂用量影响较小；而钴和镍随着三元正极导入成为能源金属，且未来随着三元正极向高镍正极演进，镍在三元正极的单位电量使用量将增加，单位电量钴的使用量则有所减少。

综上，能源金属锂受锂动力电池技术路线影响较小，受益锂电新能源汽车快速发展带来的需求增长；钴和镍受益三元正极动力电池发展，其中尽管钴单位电量用量减少，但锂电新能源汽车快速发展仍将带动需求增长。可见，三种锂电池能源金属中长期增长确定，空间大。根据有关机构测算，2020~2025 年全球及中国锂需求复合增速分别为 23%

和 26%；2020~2025 年全球及中国钴需求复合增速为 10%和 13%；2020~2025 年全球及中国镍需求复合增速为 4.4%和 4.1%。

由于新能源汽车中电池、电机、电线等部件铜用量较大，锂电新能源汽车铜的单车用量远高于燃油车。根据咨询公司 IDTechEX 数据，纯电动汽车单车用铜量约 83 公斤，约为传统燃油车的 4 倍，而巴士等大型纯电动车单车铜的用量更高达 220~370 公斤。此外，新能源汽车配套充电桩也需使用一定的铜。为此，新能源汽车发展也将带动铜需求的增长。

基于新能源汽车的较快发展以及单车铜用量，在不考虑充电桩情形下，我们预计中国新能源汽车领域铜的用量将从 2020 年 11 万吨提高到 2025 年的 49 万吨和 2030 年的 103 万吨；而全球新能源汽车铜的用量将从 2020 年的 25 万吨提高到 2025 年 101 万吨和 2030 年的 232 万吨。

结论：

我们认为碳中和将对有色行业产生深远的影响，衍生出来的投资机会可分减量和增量的机会。减量机会主要是针对能耗高的电解铝产品，碳中和下电解铝行业格局优化，以绿色水电为能源的龙头企业将从中受益。同时碳中和下加大再生铝生产成为必然趋势，再生铝龙头企业未来发展前景看好。

增量的投资机会主要来自新能源汽车带来相关金属需求增长，其中锂电池新能源汽车发展将带来能源金属锂、钴、镍以及工业金属铜的需求增加。

风险提示

1、有色碳中和相关政策低于预期的风险

2、新能源汽车发展低于预期的风险

3、再生金属行业发展低于预期的风险

“碳达峰、碳中和”背景下的水泥建材

研究发展中心 研究员：赵瑞祺

执业证书编号：S1390520020001

2020 年 9 月，习近平在第七十五届联合国大会上提出，中国将采取有力政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。2021 年 1 月 16 日，中国建材联合会发出全行业行动倡议：建材行业要在 2025 年前全面实现碳达峰，水泥等行业要在 2023 年前率先实现碳达峰。

推进碳中和碳达峰，水泥建材行业压力与动力并存

建材行业一直以来是一个能耗高、排放多、产能过剩的行业，建材工业能源消耗品种主要是煤炭、电力、燃料油及少量的天然气、煤气、焦炭等。其中，煤炭作为所有化石能源中含碳量最高的一种，无论是作为能源被直接燃烧还是被用于原料、还原剂等非能源使用目的，都不可避免会产生大量二氧化碳。燃煤产生的二氧化碳排放总量大约占我国二氧化碳排放总量的 85%以上。水泥行业是建材行业中的“碳排放大户”，也是全球二氧化碳排放的主要“贡献者”之一。据测算，全球水泥行业二氧化碳排放约占全球总排放的 7%。按照 2015 年巴黎协议约定，全球水泥行业必须在 2050 年达到碳中和的目标，也就是说在 2030 年实现减碳 40%。水泥行业碳排放主要源于燃料燃烧排放和过程排放，在水泥生产过程中，原材料碳酸盐分解产生的二氧化碳排放这种过程排放占到 60%-70%。2020 年，我国水泥产量为 23.77 亿吨，同比增长 1.6%。鉴于熟料产量是影响水泥行业碳排放的最大因素，2020 年我国水泥行业碳排放在全球碳排放下降 7%（受疫情影响）的背景下，不降反升，达到 13.75 亿吨，占全国碳排放总量约 13.5%。目前我国水泥企业的情况是，每生产 1 吨水泥熟料将产生约 860 公斤二氧化碳，与《巴黎协定》要求相比仍然偏高（协定要求每生产 1 吨水泥二氧化碳排放量必须降到 520-524 公斤）。我国水泥需求量总体已进入平台期，预计水泥熟料产量在“十四五”期间将达到消费和产量峰值，2023 年实现碳达峰的倡议将大大加快这一进程。

水泥建材实现碳达峰目标的路径

碳达峰不仅是碳减排问题，更是引领行业未来转变发展方式的体现。从实现路径上看，水泥行业预计将从技术减排和结构减排两个方向同步推进。具体包括：

鼓励水泥企业延伸产业链，利用水泥产业的天然优势实施碳减排，如水泥窑协同处置市政污泥、城市垃圾以及垃圾焚烧飞灰等危险废弃物；加快绿色矿山、绿色工厂等建设工作，加强监管，促使行业提标改造、转型升级，倒逼落后产能退出。

加速低碳技术研发推广，加快推进规模化储能、氢能、碳捕集利用与封存等技术发展。碳捕集与封存技术涉及了非常丰富的科学与工程技术，是目前世界上最先进的环保技术之一，也被认为是未来大规模减少温室气体排放、缓解全球变暖最经济可行的方法。作为水泥熟料生产环节碳减排的“兜底”手段，碳捕集、利用和封存将作为重要技术路径为水泥行业碳中和作出重要贡献。

水泥建材行业减排的探索与实践

中国建材集团作为建材行业唯一央企集团，走在了行业绿色可持续发展道路的最前端。集团每年使用 1.5 亿吨工业废弃物替代原材料，为水泥生产线全部配套余热发电系统，每年减排二氧化碳约 600 万吨。此外，集团在太阳能发电、风力发电两大清洁能源领域涉足已久，尤其在风电叶片领域居国际领先地位，在减碳目标的激励下，未来集团光伏和风能的装机量将快速增加。

台泥集团在碳权研究、碳数字化、水泥工厂社区化、矿山复绿等方面具有领先优势。在国际权威非营利组织 CDP（碳排放信息披露计划）发布的 2020 年度的榜单中，台泥集团在 9000 余家企业中以优异成绩跻身世界前列，正式跨入领先等级（A-）行列。在世界水泥同业中，台泥集团仅次于海德堡和拉法基豪瑞，位居第三位。

海螺集团是中国水泥行业的龙头，2018 年，海螺集团在白马山水泥厂建成了世界首条水泥窑烟气二氧化碳捕集纯化环保示范项目，将水泥厂中的烟气二氧化碳转化为二氧化碳产品，可用于工业、食品保鲜、干冰生产、激光、医药等领域。经计算，可年产 5 万吨液态二氧化

碳（其中食品级 3 万吨，工业级 2 万吨），实现“变废为宝”，产生了较高的经济效益，为碳减排探索了一条崭新路径。

华新水泥，在水泥行业率先形成具有国际先进水平的水泥窑协同处置废物技术和环保解决方案，率先推动并开展可替代原料、可替代燃料和余热发电等节能减排解决方案，成功实现从传统水泥生产企业向绿色环保企业的转型。在碳交易方面，华新早在 2011 年就投资 1 亿元建成华新企业能源管理中心并投入使用，建立了覆盖全国生产基地的能源生产、分配、消耗等信息系统。截至目前，华新共有 20 家分子公司被纳入试点地区碳市场。

风险提示：行业“碳达峰”目标推进不及预期，宏观经济波动风险

2020 年汽车经销商现状

研究发展中心 研究员 张帆

执业证书编号：S1390519020001

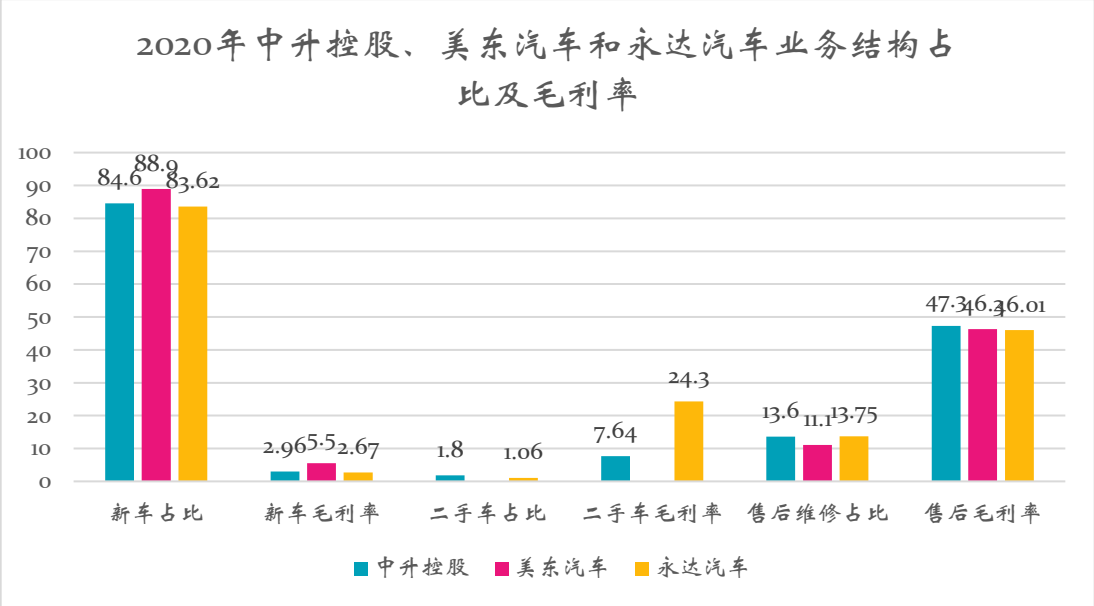
2020 年我国汽车生产和销售分别完成 2522.5 万辆和 2531.1 万辆，同比分别下降 2%和 1.9%，汽车市场整体的负增长拖累汽车经销商的业绩。此外，疫情期间人们出行次数减少，汽车平均行驶里程降低，导致汽车售后回厂量降低，经销商售后板块业绩下降明显。为了缓解汽车经销商的压力，疫情期间整车厂出台取消或降低考核标准、提升返利额度等帮扶政策，2020 年盈利的汽车经销商比例由 2019 年的 27.9%上升至 39.4%，亏损的汽车经销商比例由 2019 年的 41%下降至 33.8%，达到收支平衡的汽车经销商占 26.8%。价格出现倒挂的经销商较 2019 年降低 6.4 个百分点至 73.2%，具体来看，普通合资的外资品牌有八成经销商价格出现倒挂，自主品牌有七成经销商出现价格倒挂，豪华品牌有六成半经销商出现价格倒挂。价格严重倒挂造成经销商越卖越亏，随着整车厂年底冲量，汽车销售价格进一步下探，经销商在新车销售上的盈利也随之下降，新车销售业务难以支撑经销商日常经营。2020 年中国汽车流通协会先后递交了《关于在疫情防控期间对汽车流通行业经销商提供金融服务支持的紧急报告》、《关于二手车经销商增值税减按 0.5%征收后相关情况的报告》、《关于深化汽车生产流通领域放管服改革的意见》等政策建议，将有助于汽车经销商市场从下行趋势走出，实现正增长。

一、汽车经销商业务结构

汽车经销商主要包括新车销售、售后及零配件、二手车和汽车金融衍生品等四大主营业务。新车销售业务中，经销商主要赚取进销差价和整车厂的激励性返利，以中升控股、美东汽车和永达汽车为例，新车销售业务在收入中的占比均超过 80%，然而新车销售毛利率在 2%-5%左右，相对较低。售后及零部件业务是以新车销售为基础的后市场业务，主要通过提供车辆维修服务和销售车辆零配件赚取差价。售后服务业务占比较低，普遍在 11%-14%左右，而毛利率均超过 40%，汽车保有量的增加推动售后服务逐渐成为经销商未来着重发展的业务板块之一。二手车业务主要通过二手车购销差价、维修翻新、保险和消费

贷款盈利，二手车业务营收占比不足 2%，但毛利率有较大的上涨空间。从二手车使用年限分析，3-6 年车龄的二手车在二手车流通市场中占比最高，说明乘用车一般以 3-6 年为一个换购周期，2017 年乘用车销量达到近年峰值，从 2021 年开始将陆续释放较强的换购需求，为乘用车销量带来足够的韧性，经销商作为重要的中间商将获益。金融衍生业务中，经销商主要赚取手续费和佣金，金融渗透率由 2019 年的 43%上升至 2020 年的 51%，各经销商在金融衍生业务中的收入不断上升。

图表 1：几大巨头业务结构情况

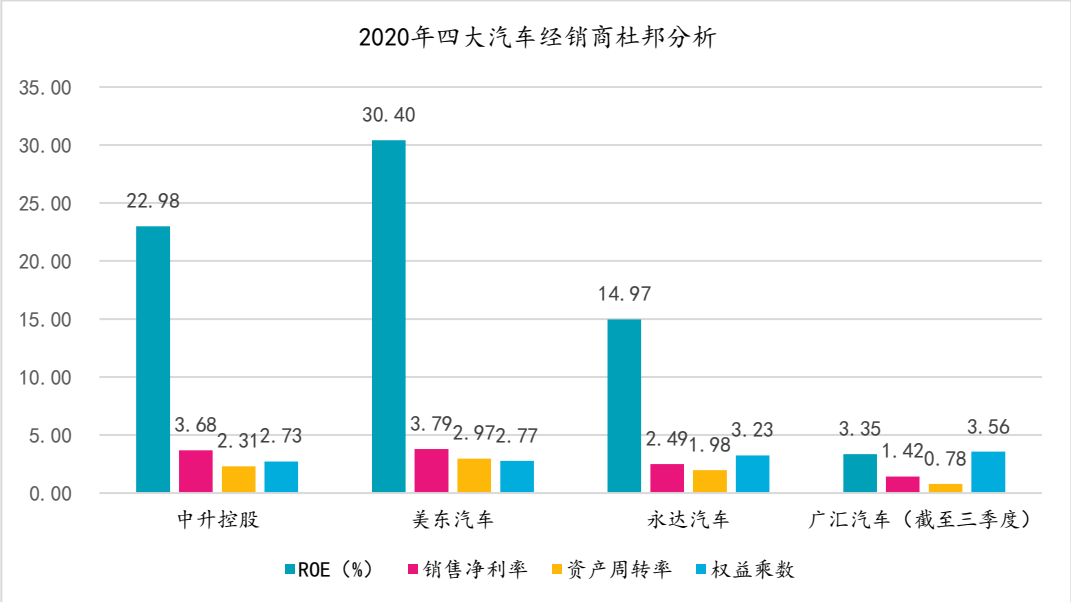


数据来源：wind，中天证券研究发展中心

二、财务分析

2020 年美东汽车、中升控股、永达汽车和广汇汽车（截至三季度）的净资产收益率分别为 30.40%、22.98%、14.97%和 3.35%。通过杜邦分析可知，推动汽车经销商拥有较高净资产收益率的因素为净利率和资产周转率，即优秀的盈利能力和运营能力，而权益乘数较高的永达汽车和广汇汽车净资产收益率反而较低。

图表 2：杜邦分析



数据来源：wind，中天证券研究发展中心

汽车经销商是资产密集型行业，公司通过抵押车辆生产合格证去银行融资并将资金用于日常经营和进货，因此门店存货周转速度越快，资金周转率越高，越有利于公司长期健康稳定的运营。由下图可知，除广汇汽车外，其他三家经销商的存货周转率逐年增加，总资产周转率方面，中升控股保持逐年增加，美东汽车近五年的总资产周转率在2.9%附近波动，永达汽车和广汇汽车则基本保持逐年下降。

中升控股和美东汽车主要代理豪华品牌。2020 年中升控股共有经销店 373 家，其中包括 218 家豪华品牌经销店及 155 家中高端品牌经销店，豪华门店占比为 58.44%，公司目前代理的品牌组合涵盖梅赛德斯奔驰、雷克萨斯、奥迪、宝马、沃尔沃、捷豹路虎等豪华品牌，以及丰田、日产、本田等中高端品牌。公司 2020 年新车销量达 500,609 台，同比增长 9.9%，其中，豪华品牌销量达到 275,417 台，同比增加 20.8%，占公司总销量的 55.0%；美东汽车共有经销店 63 家，其中包括豪华品牌保时捷、宝马、雷克萨斯、奥迪和中高端品牌丰田和现代，豪华门店占比为 79.36%。豪华品牌为公司核心收益来源，占新车销售的 84.0%左右。在消费升级的背景下，豪华品牌汽车的销量好于中高端汽车，存货周转率较高，另外由于豪华汽车的溢价更高，推动中升控股和美东汽车的单店收入告于其他两家经销商。

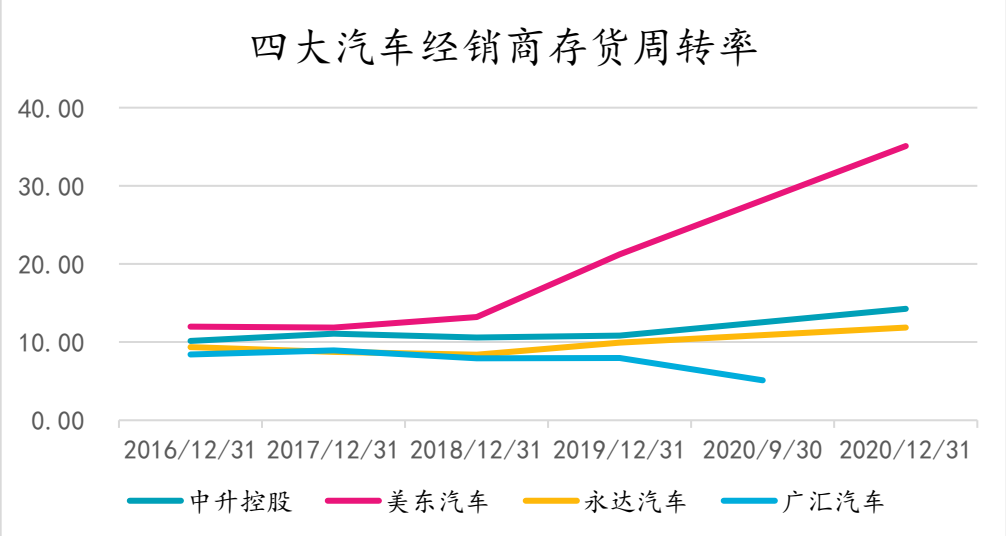
永达汽车和广汇汽车在早年市场定位不清晰且盲目扩店，导致公司 4s 门店数量较多但豪华品牌门店占比较低，永达汽车共有经销店 238 家，豪华品牌门店占比为 54.62%，而广汇汽车共有 824 个营业网点，豪华品牌门店占比不足 30%，导致公司的固定资产和杠杆率均较高，但是单店收入较低。近年公司把握豪车渗透率持续提升和居民消费升级的趋势，开始调整市场战略，淘汰品牌弱势、资产收益率不高的店面，同时增加豪华品牌门店数，2020 年永达汽车和广汇汽车（截至 6 月 30 日）分别增加豪华和超豪华品牌 4s 店 11 个和 0 个，关闭中高端和自主品牌 4s 门店 6 个和 15 个，由于新建 4s 店需要大量支出土地成本和代理费用，同时关闭中高端品牌门店也意味着公司放弃部分收入来源，预计需要 3-5 年新开门店才能开始盈利，因此永达汽车和广汇汽车近五年总资产周转率逐渐下降。在公司市场战略改革和门店持续整合的情况下，未来永达汽车和广汇汽车的经营情况有望向好。

图表 3：财务情况

中升控股	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
存货周转率	10.15	11.06	10.58	10.82	14.26
总资产周转率	1.86	2.02	2.10	2.11	2.31
应收账款周转率	68.66	77.33	88.87	88.46	102.58
应付账款周转率	17.23	20.62	23.61	23.23	27.37
美东汽车					
存货周转率	11.97	11.86	13.22	21.25	35.09
总资产周转率	2.54	2.79	3.12	3.24	2.97
应收账款周转率	117.76	98.39	107.08	116.89	143.87
应付账款周转率	10.45	12.31	13.65	12.93	14.78
永达汽车					
存货周转率	9.34	8.76	8.39	9.92	11.86

总资产周转率	2.33	2.13	1.91	1.92	1.98
应收账款周转率	75.90	67.20	74.56	69.94	68.16
应付账款周转率	13.25	12.34	10.91	10.42	11.52
广汇汽车					
存货周转率	8.41	8.94	7.92	7.98	5.11
总资产周转率	1.44	1.30	1.20	1.20	0.78
应收账款周转率	56.89	52.48	56.96	58.04	43.20
应付账款周转率	96.28	82.47	82.42	91.58	56.45

数据来源：wind，中天证券研究发展中心

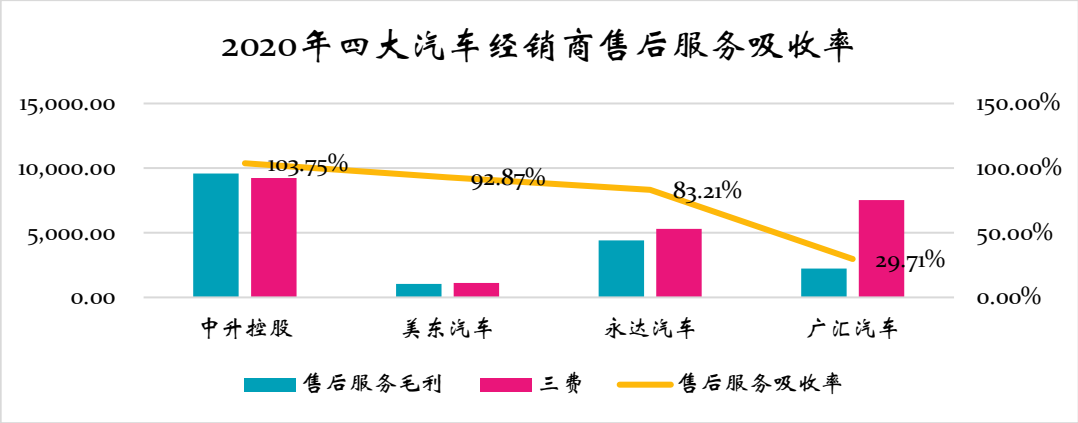


数据来源：wind，中天证券研究发展中心

售后服务吸收率是指售后服务毛利对公司整体三费的覆盖程度，吸收率越高，说明经销商的运营成本仅靠售后服务可以维持的程度越高。由下图可知，四家汽车经销商中，仅中升控股的售后服务吸收率超过 100%，其次美东汽车为 92.87%，最低广汇汽车（截至三季度）为 29.71%。售后服务吸收率的排名基本与豪华品牌门店比率有关，主要原因为尽管在授权经销商处维修成本较高，但豪华汽车车主并非以价格为导向，而更注重售后维修保养人员的专业性和原厂配件的使用，

因此豪华品牌门店在售后维修业务中可以收取更高的溢价，且客户粘性较高。同时，头部汽车经销商如中升控股和美东汽车的运营能力较强，三项费用把控较好，从而进一步拉升了售后服务吸收率。

图表 4：售后服务吸收率、销售费用率



数据来源：wind，中天证券研究发展中心

三、抗风险能力

在汽车行业景气度上升时，新车销售和金融衍生品两大增量业务板块收入上升，同时汽车保有量的增加也促使汽车后市场进一步扩张；在汽车行业景气度下降时，新车销量增速放缓，但汽车使用年限增加，促使售后维修需求量增加，同时性价比更高的二手车销量上升，售后和二手车等存量业务可对冲部分增量业务的周期波动，从而使汽车经销商整体周期性较整车厂和零部件企业相比较低，抗风险能力更强。另一方面，经销商虽然在新车销售业务上话语权较少，但是售后业务毛利率更高，且业务性质更趋向于服务业，经销商可以通过提高服务质量从而索取更高的收费、增加单次维修的附加值，未来随着售后业务占比的不断提升，经销商的盈利能力将进一步增强。

四、未来面临的挑战

在售后维修方面，越来越多传统经销店想要拓展新能源汽车维修业务，但是业务转型需要付出的成本较大。电动车主要以三电组成驱动系统，电动车出现故障主要集中在三电系统上，然而三电售后维修

需要通过诊断仪器等方式来实现，如电池续航维护仪，电池冷却液更换仪器，电池电机气密性检测等。另外，由于电池高达 500V 高压，维修时需要注意绝缘，因此人身防护包括防护服，绝缘手套等和具备电路和高压电池基础知识的从业人员成为 4s 店中必不可少的配置，无形中给传统 4s 店增加了售后的成本。

另一方面，从车辆的配件方面考虑，传统的汽车维修主要是机械部件，在维修程序上较新能源汽车相比更加简单，且销售零部件的毛利率较高，是 4s 店一个主要的盈利增长点。较传统燃油车相比，电动车的维护周期更长、备件更换数量更少，因此收取的维护费用较低，另外，当电动车的软件系统需要维护时，传统 4s 店无权对其进行维修，只能由厂商或者指定专营店进行操作，这种直营方式也无疑抢占了部分传统售后市场。

销售方面，目前有三个因素对经销商汽车销售板块造成冲击。首先是线上零售的兴起，目前汽车首购年龄主要集中在 90 后和 00 后，更多年轻消费者开始选择线上的方式去了解汽车的相关信息，并通过“弹个车”（主要依靠低首付、先租后买的融资租赁方式吸引客户）和“瓜子网”（破除个人消费者面临的信息、时间与地域的限制）等软件进行交易。为抵消第三方线上销售对经销商带来的冲击，传统经销商应适时开始布局线上业务，并与各渠道电商加强合作，扩大线上销售覆盖范围。其次我们认为由特斯拉开辟的汽车直销店对传统经销商的影响较小，对比苹果公司可知，设立直营店的根本目的是为了教育对智能产品尚不熟悉的消费者，因此直销模式暂时适用特斯拉和其他高端新能源汽车。随着新能源汽车渗透率不断上升，在庞大的需求量下，经销商显现出渠道的优势，先下订单后生产的直销模式或不再适用。第三，共享经济下消费者对汽车购买欲望的降低或在一定程度上减少汽车销售量。经销商可以与网约车平台合作，开辟融资租赁业务和网约车后市场服务，除赚取整车价差外，利率差和网约车售后服务也可能成为经销商新的盈利增长点。

五、投资建议

相较于汽车产业链中的整车板块和汽车零部件板块，汽车经销商板块的关注度和估值较低。考虑到头部汽车经销商持续扩张豪华汽车

品牌门店并提高二手车和售后服务业务占比，预计未来头部经销商仍有较大的上涨空间。重点关注中升控股（0881.HK）和美东汽车（1268.HK）。

六、风险提示

新车销售不及预期；二手车销售不及预期；整车厂直销模式抢占份额；线上第三方抢占份额；电动车加速渗透，售后市场规模缩减。

■免责声明

本报告仅供中天证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。同时，本公司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证券研究报告。本报告仅供参考。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中天证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。根据本公司的经营证券业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。本公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

根据《中天证券股份有限公司投资者适当性管理办法》的相关要求，将本报告评级为中等风险，适用于稳健型及稳健型以上投资者，稳健型以下投资者不宜使用。

中天证券股份有限公司研究发展中心地址：沈阳市和平区光荣街 23 甲

邮编：110003

电话：024-23255945