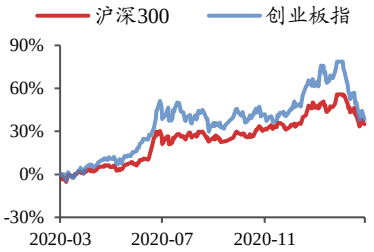
2021 年 03 月 16 日

# 开源晨会 0316

## ——晨会纪要

市场快报

**沪深 300 及创业板指数近 1 年走势**




数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅前五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 钢铁 | 1.43 |
| 商业贸易 | 1.28 |
| 交通运输 | 1.18 |
| 采掘 | 1.17 |
| 建筑装饰 | 1.11 |

数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅后五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 电气设备 | -4.43 |
| 食品饮料 | -3.57 |
| 医药生物 | -3.18 |
| 电子 | -2.79 |
| 家用电器 | -2.79 |

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

## 观点精粹

### 总量视角

**【策略】未有之变——开源“碳中和”策略篇——投资策略专题-20210315**

部分投资者认为这是主题投资与博弈的结果，但需要认识到的是，从长期 ROE 视角看上述板块恰好存在价值修复需求，这与主题形成了共振。政策尚在加速期，该主题有望成为驱动价值回归的年内最强主线。

**【宏观经济】理性看待年初经济数据——宏观经济点评-20210315**

（1）生产指标读数较高，不宜过度解读；结构亮点主要在外贸链，持续性需跟踪

（2）内需整体偏弱，企业端地产链和外贸链表现较好，政府投资和居民消费低迷

（3）海内外经济“K”型分化显现，提示长端利率债行情、权益估值压缩风险

**【宏观经济】地方债放量，对流动性环境的影响——宏观经济专题-20210314**

（1）地方债供给较多时，央行均加大货币支持，不同阶段支持的方式有所不同。

（2）“调结构”、“防风险”下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。

（3）从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性强，短期调整或提供了较好的买点。

### 行业公司

**【房地产】投资销售再次超预期，开工较 2019 年有所回落——行业点评报告-20210315**

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，目前行业温和向好，对基本面形成支撑。维持行业看好评级，我们认为一季度地产将取得超额收益。

**【钢铁有色】需求进入验证期，关注碳中和下的板块修复机会——行业周报-20210314**

从供给端而言，大气治理压力下钢铁供给受限或将持续。从需求端而言，由于钢价已经隐含了一定乐观预期，因此未来钢价继续上涨需求必须存在超预期的可能。

**【电子：胜宏科技(300476.SZ)】显卡与新能源汽车产品升级，一季度指引乐观——公司信息更新报告-20210315**

公司发布 2020 年业绩快报，同时公告 2021Q1 业绩预告。PCB 业务收入实现高增长，利润逐步释放，维持“买入”评级。

**【电子：深天马 A(000050.SZ)】业绩符合预期，柔性 AMOLED 开启发展新篇章——公司信息更新报告-20210315**

公司近日发布 2020 年年报，业绩符合预期。我们看好公司产品结构改善对盈利能力的提升作用，产品结构优化提升盈利能力，维持“买入”评级。

**【计算机：久远银海(002777.SZ)】医保监管建设带来增量，2021 值得期待——公司信息更新报告-20210315**

医疗民政信息化领域龙头，从公司 2020 年年报看，公司战略清晰，业绩增速恢复明显。我们上调并新增盈利预期，维持“买入”评级。

# 研报摘要

## 总量研究

### 【策略】未有之变——开源“碳中和”策略篇——投资策略专题-20210315

**牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049**

“碳中和”的指路牌：市场目光投向“好赛道”以外

经过全面系统性的梳理，我们发现我国实现碳中和的可能路径是从降低排放→负排放，因此碳中和主题下主要可以有以下三种受益路径：首先从政策推进的优先级来看，关注能源结构的转型和替代（涉及到新能源）以及产业结构的转型（传统行业新一轮“供给侧改革”）；其次，促进绿色消费（如汽车、家电家居、装配式建筑、可降解塑料等）与碳捕集及封存技术的研发应用；最后，近期两会以及相关政策文件重点强调的碳排放权交易制度的试行和相应配套的碳监测标准是贯穿整个碳中和实现过程中必不可少的制度建设。需要关注的是，市场对于“碳中和”的近期反应往往集中在两大领域：传统行业（钢铁、铝、煤炭与公用事业）和部分小型企业（以化工、环保企业为代表）。部分投资者认为这是主题投资与博弈的结果，但需要认识到的是，从长期 ROE 视角看，上述板块恰好存在价值修复需求，这与主题形成了共振。投资者应该以更宽容的态度看待低位资产出现的变化。政策尚在加速期，该主题有望成为驱动价值回归的年内最强主线。

传统周期性行业的受益梳理：产能与碳排放权的价值重估

对于传统行业而言，一方面碳中和意味着碳排放限制下产能许可的稀缺，这将会进一步加剧行业产能集中的趋势；另一方面对于前期生产工艺有很大改良的企业而言，碳排放权的价值提升将弥补过去在低碳生产方面的创新投入成本并激励未来的投入。我们研究发现产能集中度越集中的行业，企业的单位能耗或其标准差一般都较小。同时从研发支出角度来看，存在减排压力越大的行业，其研发支出占营业收入比重要比其他行业高很多的现象。

新兴领域的成长：新能源发电、碳监测、碳捕集与封存技术（CCS）

在新能源发电领域，相比之下核电、水电在过去 2 年的新能源产业趋势中并未大幅透支未来盈利增长，更具性价比。在碳监测领域，随着全国碳排放权交易试点的开启，碳排放的准确和透明化的度量将使得 CEMS 在我国的应用渗透率有很大的提升空间，市场空间与目前上市公司的规模明显不匹配。对于 CCS 而言，目前我国 CCS 项目的碳捕集量远不能满足我国实现碳中和的目标需求：截至 2019 年我国二氧化碳捕集总量约为 300 万吨，而同期我国二氧化碳排放总量为 982580 万吨。预计未来 CSS 这一片蓝海会很快在政策推动下展现在投资者面前。

受益碳中和+未来增长预期透支少的：钢铁、公用事业、水泥、仪器仪表等

仅仅通过碳中和实现路径筛选出受益的行业仍不足以成为买入的理由，根据我们 2021 年的年度收益率向 ROE 回归的框架，我们进一步测算了各个行业的透支程度，最终我们推荐的行业主要集中于：钢铁、公用事业中的电力、水务和环保、水泥、仪器仪表、改性塑料、焦炭、新能源发电等。而对于铝和氟化工及制冷剂而言，当前预期 ROE 较低，未来有望大幅受益于碳中和的进程，其弹性仍然值得重点关注。

风险提示：碳中和的相关政策落地不及预期；国内经济超预期恶化；测算误差

### 【宏观经济】理性看待年初经济数据——宏观经济点评-20210315

**赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081**

生产指标读数较高，不宜过度解读；结构亮点主要在外贸链，持续性仍需跟踪

工业生产的超预期，或并不完全反映真实经济表现。1-2 月，工业增加值同比 35.1%、超市场预期的 32.2%，

两年复合增速 8.1%、高于 2020 年 12 月的 7.3%；但采取两年复合增速剔除基数，隐含的假设是近两年 1-2 月均保持 8.1%的增速，这显著高于 2015 年以来正常水平，或高估了真实经济表现。此外，“就地”过年人员增多，有利于节后生产恢复；钢铁产量等高频指标显示，节后生产快于以往。

拆结构来看，服务业海外生产链的相关生产表现较好，持续性仍需跟踪。1-2 月，制造业工业增加值两年平均增速 8.4%，其中计算机通信电子、专用设备、有色冶炼、橡胶塑料等行业增速均高于 2020 年 12 月，或与海外生产加快修复，对中间品和原材料需求上升有关，主要产品产量变化也可以得到一定印证。但生产表现滞后于订单，PMI 新出口订单已连续 3 个月大幅下滑、在手订单也已开始回落。

内需整体偏弱，企业端地产链和外贸链表现较好，政府投资和居民消费低迷

房地产、制造业和基建依次走弱，房地产竣工和制造业外贸链较强。1-2 月，固定资产投资两年平均增速 1.7%、弱于 2020 年底和 2019 年同期，其中房地产投资韧性延续，新开工偏弱、竣工和销售较强，与地产调控下，加快回笼资金支持在建项目等有关；制造业投资两年平均下降 3.4%，其中有色冶炼、化学原料、专用设备、计算机通信电子等平均增速较高；基建投资低迷，两年平均下降 1.6%。

居民消费修复缓慢，疫情防控、收入压制等影响犹存。1-2 月，社零同比增长 33.8%、两年平均增速 3.2%、低于 2020 年底的 4.6%，其中，商品消费增速回落、餐饮收入再度转负。结合春节期间消费来看，居民消费或部分受到“就地”过年等的干扰，同时，居民收入、疫情防控等对消费压制的持续存在。未来一段时间，伴随就业和收入继续改善，及线下活动的逐步恢复，居民消费或有望逐步改善。

海内外经济“K”型分化显现，继续提示长端利率债行情、权益估值压缩风险

理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济、信贷社融数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。

重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强，短期调整提供了较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对估值的压制，尤其是部分估值偏高板块。

风险提示：国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

**【宏观经济】地方债放量，对流动性环境的影响——宏观经济专题-20210314**

**赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081**

随着地方债大规模发行临近，市场对流动性的担忧上升。经验显示，地方债供给从来不是流动性的决定性因素。调结构、防风险下，货币流动性不具备趋势收紧的基础。

经验显示，地方债供给较多时，央行均会加大货币支持，流动性多较为宽松

经验显示，地方债供给较多时，央行均加大货币支持，不同阶段支持的方式有所不同。由于地方债募资缴款到资金运用存在时滞，地方债供给放量时，资金面压力容易上升；过往经验来看，每年地方债集中发行的阶段，央行均会加大货币支持。不同环境下，央行货币支持的方式略有不同，2016 年以逆回购和 MLF 主，2018 年和 2019 年降准、逆回购投放等相结合，2017 年和 2020 年以逆回购为主。

地方债放量的阶段，在货币对冲下，流动性大多较为宽松；部分时段流动性偏紧，均与打击资金空转有关。2016 年以来，每年地方债供给较多的阶段，多是全年流动性最为宽松的时候，货币市场利率多明显回落、或处于低位；2017 年年中和 2020 年 3 季度地方债供给增多下，流动性紧张并非货币主动收紧，主要与打击资金空转套利等有关，

金融同业、结构性存款的收缩，使得金融机构负债端承压。

调结构、防风险下，货币流动性不具备趋势收紧的基础，地方债供给无需过虑

“调结构”、“防风险”下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。伴随经济逐步回归正常，政策重心回归“调结构”、“防风险”，对地产“泡沫”等问题的容忍度下降，但解决结构性问题，不宜采用总量政策的收紧。企业负债稳定性下降、再融资压力显著上升的背景下，如果货币流动性持续紧张，容易造成企业现金流断裂，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。

经过数年治理，金融领域问题已明显缓解，无须通过货币利率中枢抬升来倒逼机构调整。政策回归常态的背景下，当局对金融领域风险重视度明显提升；1 月的资金紧张，及金融监管的加强等，使得部分机构较为担忧货币收紧。不同于 2020 年，结构性存款压降的影响已基本消退；经过数年治理和监管制度建设，类似 2016 年下半年至 2017 年，抬升资金成本去杠杆、同业大幅收缩的情况也较难再现。

重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强、左侧买点已现

政策操作思路、市场结构等变化下，短端资金波动或有所加大，但不宜过度解读。为避免资金空转套利等行为，政策引导货币市场利率围绕政策利率波动，公开市场操作主要呵护银行流动性；而非银机构对短端资金需求较大、公募基金和券商质押回购成交占比已接近 50%，容易放大资金波动。同时，当前机构多集中在短期交易，持仓久期短、“滚隔夜”行为突出，使得交易行为对资金变化较为敏感。

重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强，短期调整提供了较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对估值的压制，尤其是部分估值偏高板块。

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

## 行业公司

### 【房地产】投资销售再次超预期，开工较 2019 年有所回落——行业点评报告-20210315

**齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001**

东部市场拉动，叠加后疫情时代改善需求释放，1-2 月销售规模同比翻倍

国家统计局发布 2021 年 1-2 月商品房投资和销售数据，2021 年 1-2 月，商品房销售面积同比增长 104.9%，较 2019 年同期增长 23.1%；商品房销售额同比增长 133.4%，较 2019 年同期增长 49.6%，疫情导致 2020 年基数较低，目前市场景气度仍处于高位，量价齐升。从区域看，东部、中部、西部、东北区域销售额同比增速分别为 148%、130%、104%、72%，较 2019 年同期增速分别为 74%、23%、21%、17%。东部区域表现依然最为靓眼，销售面积、销售额分别占全国市场的 43.6%、62.1%。另一方面，后疫情时代，城镇化率持续提升（2020 年全国常住人口城镇化率超 60%，“十四五”时期将提至 65%），改善需求持续释放。我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，目前行业温和向好，对基本面形成支撑。维持行业看好评级，我们认为一季度地产将取得超额收益。

相对 2019 年，开工有一定回落，竣工有所修复

2021 年 1-2 月，房屋新开工面积同比增长 64.3%，较 2019 年同期下降 9.4%；新开工规模较 2019 年有所回落，主要源于 2019 年新开工基数较高。彼时全国棚改规模达 316 万套，此后棚改逐渐退坡，当前老旧小区改造逐渐成为主流。在需求景气度维持高位背景下，房企开工意愿有所回升；但土拍新政对房企拿地、开工节奏有所影响，同时中长期房企受融资新政影响，未来拿地端表现更为理性。1-2 月，房屋竣工面积同比增长 40.4%，较 2019 年同期增长 8.2%。我们预判高竣工是前两年高开工的线性推演，维持 2021-2022 年高竣工判断。

相对 2020 年，投资提升明显，拿地端提振明显

2021 年 1-2 月，房地产开发投资额同比增长 38.3%，较 2019 年同期增长 15.7%；其中住宅开发投资额同比增速达 41.9%。投资端表现靓眼，一方面源于行业施工力度回升明显，1-2 月施工面积同比增长 11.0%，较 2019 年同期增长 14.2%；同时土地端表现坚挺，1-2 月购置土地面积、土地成交价款同比增速分别为 33.1%、14.2%，对投资端拉动明显。

回款可观，房企到位资金表现靓眼

2021 年 1-2 月，房地产开发企业到位资金同比增长 51.2%，较 2019 年同期增长 24.7%。分结构看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款同比增长分别为 14.4%、34.2%、96.3%、63.7%，较 2019 年同期分别增长 4.5%、13.6%、49.4%、43.4%；国内贷款表现较为平稳，定金及预收款、个人按揭贷款增速表现最佳。

风险提示：行业销售波动；货币政策大幅收紧。

**【钢铁有色】需求进入验证期，关注碳中和下的板块修复机会——行业周报-20210314**

**赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002**

社会库存节后首次下降，钢铁进入需求验证阶段

社会库存在经历前期持续累积之后，本周（3 月 8 日当周，下同出现节后的首次下滑，社库环比下降 23 万吨。从库存绝对量而言，目前社库依然略高于 2020 年同期水平。节后以来钢价普遍上涨 200-300 元不等，这一方面因为产业链对旺季需求预期乐观，另一方面则是近期环保限产扰动有加剧之势。从供给端而言，3 月以来唐山地区高炉开工率受到环保限产明显影响，Mysteel 本周开工率仅有 46.38%，环比大幅下降 15.94pct，大气治理压力下钢铁供给受限或将持续。从需求端而言，未来 1-2 周将是观察下游需求强弱的关键窗口期，而由于钢价已经隐含了一定乐观预期，因此未来钢价继续上涨需要较强的成交力度推动，即需求必须存在超预期的可能，客观而言这存在较大难度。考虑到 2021 年是工信部要求压缩钢铁产量的元年，碳中和大背景下我们对全年钢厂盈利改善趋势较为乐观，但盈利改善路径存在一定不确定性。若未来行业供给收缩较为明显，盈利改善可能存在两条路径，一是钢价强势，但原料维持高位震荡；二是钢价震荡或者弱势下行，但铁矿等原料端更为疲弱，这在后期需要持续观察。

关注碳中和背景下板块中期投资机会

结合最近环保限产不断加严之势，我们认为在碳中和背景下，未来钢铁行业供给端有望迎来重大重塑机遇。一方面，由于 2021 年是工信部明确的去产量元年，从前 3 月钢铁产量同比依然高增来看，未来行业供给受到强力压制概率较大。由于价格向上弹性远高于产量下降的影响，钢企盈利有望得以快速扩张，加之龙头企业环保设施装备普遍较为齐全，其面临的限产压力更小，主要受益标的包括：宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、首钢股份等；另一方面，由于电炉炼钢所产生的空气污染要远小于高炉转炉炼钢，因此我们需要重点关注普钢结构调整下的电炉产业链投资机会，主要受益标的包括电炉原料石墨电极生产龙头方大炭素，废钢供应龙头华宏科技。

板块重点数据跟踪

需求持续回升：本周（3.8-3.12）全国建筑钢材成交量均值 18.13 万吨，周环比上升 2.04 万吨。根据 Mysteel 数据测算显示，螺纹钢表观消费 343.1 万吨，周环比下降 61.93%；热轧板卷表观消费 324.9 万吨，周环比上升 3.21%；

供应震荡走弱：全国高炉开工率（163 家）62.71%，周环比下降 3.17pct；唐山钢厂产能利用率 70.87%，周环比下降 4.52pct。五大品种全国周产量共 1041.22 万吨，环比上升 7.36 万吨，涨幅 0.71%；

盈利持续回升：本周（3.8-3.12）螺纹钢吨毛利 224 元，环比上涨 138 元；热轧板吨毛利 299 元，环比上涨 128 元；冷轧板吨毛利 229 元，环比上涨 121 元；中厚板吨毛利 155 元，环比上涨 147 元。

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期。

**【电子: 胜宏科技(300476.SZ)】显卡与新能源汽车产品升级，一季度指引乐观——公司信息更新报告-20210315**

**刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105**

PCB 业务收入实现高增长，利润逐步释放，维持“买入”评级

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年营业收入 56.0 亿元，YoY+44.2%,归母净利润为 5.21 亿元，YoY+12.5%，同时公司公告 2021Q1 业绩预告，归母净利润实现 1.67-1.99 亿元，YoY+60~90%，其中第一季度非经常性损益对归母净利润影响 4000 万元，主要系公司获得的政府补助。我们下调盈利预测，预测公司 2020-2022 年归母净利润为 5.21/8.35/11.67 亿元（前值 6.55/9.00/11.72 亿元），对应 EPS 为 0.67/1.07/1.50 元，当期股价对应 PE 为 31.3/19.5/14.0 倍，考虑公司在内资硬板厂商中营业收入增速最快、硬板收入已跃居内资厂商第二，已由 2019 年的全球排名第 32 位晋升至 2020 年的第 30 位，成长价值凸显，维持“买入”评级。

2020Q4 受汇兑损失及费用计提影响，HDI 产能投放推动 2021Q1 高成长

人民币升值导致汇兑损失增加，公司 2020 年全年汇兑损失 8436 万元，Q4 单季度影响超过 5000 万，此外股权激励费用、口罩设备及防疫物资等亦对 Q4 单季度净利润有一定的压制。展望 2021Q1，公司 HDI 第二期产能投放有望推动 2021Q1 产值同比实现 60%以上的高速成长；成本端，1-2 月原材料覆铜板提价已纳入公司业绩预告的测算范围，预计公司自 3 月起将向下游客户充分传导原材料成本端的上涨压力；费用端，2021Q1 人民币汇率趋于平稳，汇兑损失减少。

瞄准海外大客户深耕显卡及汽车 PCB 业务，长期实现产品结构升级

公司瞄准海外客户，加快产品升级步伐。显卡业务方面，公司作为全球第一大显卡 PCB 供应厂商有望受益于北美核心客户的产品升级换代及数字货币的挖矿需求激增。新能源汽车业务方面，公司已切入海外第一大新能源汽车厂商，产品从低压类升级至高压类产品，单车价值量提升。目前公司体内孵化北美客户逾 13 家，未来将牵引公司成长，实现产值规模与产品升级的双轮成长。

风险提示：原材料覆铜板成本上涨、人民币汇率波动影响、HDI 业务导入不及预期、汽车板竞争加剧、显卡需求不及预期。

**【电子：深天马 A(000050.SZ)】业绩符合预期，柔性 AMOLED 开启发展新篇章——公司信息更新报告-20210315**

**刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007**

产品结构优化提升盈利能力，维持“买入”评级。

公司近日发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 292.33 亿元，同比下滑 3.5%，实现归母净利润 14.75 亿元，同比增长 77.8%，业绩符合预期。我们看好公司产品结构改善对盈利能力的提升作用，维持之前盈利预测（新增 2023 年），预计 2021-2023 年公司归母净利润 16.22/19.25/23.94 亿元，EPS 为 0.66/0.78/0.97 元，当前股价对应 PE 为 21.4、18.0、14.5 倍，维持“买入”评级。

产品结构改善提升盈利能力。

公司在收入小幅下滑情况下实现利润逆势增长主要在于盈利能力的提升，2020 年毛利率 19.43%，同比 2019 年增长了 2.58pcts。a-si 受益疫情，医疗显示业务同比大幅提升，车载显示积极开拓新能源汽车市场，全年实现逆势增长；LTPS

盲孔产品占比进一步提升，高附加值项目全面铺开，产品结构的改善使子公司厦门天马微电子盈利能力大幅提升，营业利润率从 2019 年的 6.6%提升为 2020 年的 11.3%，净利润则从 10.47 亿元增长到了 17.12 亿元；AMOLED 柔性手机业务获得多款大客户项目机会，实现行业主流品牌客户批量交付，穿戴业务实现重大突破，出货量大幅增

长，公司全年 AMOLED 产品出货量同比翻番。

在建工程创历史新高，柔性 AMOLED 开启发展新篇章。

面板行业是重资产行业，固定资产是公司成长的基础。2020 年公司在建工程达到了 275.7 亿元，创历史新高，在建工程主要是武汉天马 G6 产线。目前，武汉天马 G6（TM17）产能已规模释放，并已向手机品牌大客户实现稳定批量交付，更多品牌客户柔性产品项目相继导入中，2021 年公司柔性产能预计会大量释放。随着量产的推进，公司在建工程也将陆续转固，并将构成公司未来几年成长的基石。

风险提示：手机面板价格下跌风险、中美贸易冲突加大、疫情再次爆发风险。

**【计算机：久远银海(002777.SZ)】医保监管建设带来增量，2021 值得期待——公司信息更新报告-20210315**

**陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007**

医保信息化龙头公司，低估值高增长的优质标的

医疗民政信息化领域龙头，一方面受益国家医保监管趋严下的信息化升级建设和对应医疗端更新需求的加速释放，另一方面民政信息化建设等政务信息化需求的稳健释放，共同促进公司业绩持续成长。从公司 2020 年年报看，公司战略清晰，业绩增速恢复明显。因此，我们上调并新增盈利预期，即公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 2.69/3.56/4.57 亿元（2021-2022 原预测值为 2.62/3.41 亿元），EPS 为 0.86/1.13/1.45 元/股（2021-2022 原预测值 0.84/1.09 元/股），当前股价对应的 2021-2023 年 PE 为 21.3/16.1/12.5 倍，维持“买入”评级。

事件：公布 2020 年年报，Q4 收入加速回暖

公司于 2021 年 3 月 14 日公布 2020 年年报，实现营业收入 11.54 亿元，同比增长 13.50%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比增长 15.55%；2020 年 Q4 单季度营收增速为 25.78%，利润增速为 26.87%，收入加速回暖。

2021 年 1-2 月订单增速亮眼，医疗医保业务收入占比持续提升

公司 2020 年医疗医保业务收入达 4.77 亿元，同比增长 23.66%，收入占比从 2019 年的 37.92%升至 41.32%，为公司业绩增长的核心驱动力。公司 2020 年在 13 个省市医保招标中中标 12 个，其中 5 个省市承建核心业务系统，核心系统市占率约 38%，凸显公司实力。根据采招网数据，公司 2021 年 1 月和 2 月新中订单金额分别同比增长 23.81%和 141.15%，订单增速亮眼。此外，2021 年公布的《医疗保障基金使用监督管理条例》，明确监管趋严的态度，为信息化在监管层面打开新市场。

经营性现金流净额增长高于收入和增速，毛利率持续提升

公司 2020 年实现经营性现金流量净额同比增长 21.67%，高于收入和营业利润分别为 13.50%和 19.34%的增长，说明公司的项目交付和回款能力强。公司作为以定制化软件为主的项目制公司，通过加强软件和运维生产过程控制，提升公司技术服务能力与效率，实现 2020 年整体毛利率提升至 53.2%，盈利能力持续改进。

风险提示：业务中标情况不及预期、市场竞争加剧

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn