2021 年 02 月 09 日

“一带一路”的布局时刻

——投资策略专题

策略研究团队

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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

● **后疫情时代：“一带一路”正在迎来转机**

2020 年新冠疫情无疑使得我国企业与“一带一路”相关的投资和经营活动受到干扰，但随着疫情逐步得到控制，“一带一路”的对外投资和贸易活动都已经超过疫情前的水平，对外承包工程业务也开始出现复苏迹象。然而这种复苏的迹象却并未得到市场的定价，公司资质与成长性仍然是投资者对于标的资产的最大顾虑。需要认识到的边际变化是，在人民币大幅升值的背景下，央行也因此上调境内企业境外放款的上限，鼓励我国企业资金“走出去”。我们注意到 2017 年后制约“一带一路”的宏观因素主要是：人民币国际化受阻和资本外流、美国特朗普政府的对华政策变化。而上述两大宏观因素的转变成为“一带一路”未来回归的基础，这将在疫情控制和全球经济恢复中得到逐步验证。在一个估值隐含的极低增长预期下，任何边际变化都可能带来资产价格的弹性。

● **2020 年“一带一路”的投资与贸易恢复较快，工程建设有待“疫情”控制**

2020 年“一带一路”的对外投资和贸易活动恢复较快，然而对外承包工程恢复较慢。一带一路的贸易指数已经超过疫情前水平，达到历史新高；从运价指数也可以印证贸易活动的强劲：除了原油运价指数仍处于历史低位之外，集装箱、干散货的运价指数已经超过疫情前水平。从“一带一路”的对外投资和承包工程业务来看，2020 年非金融类直接投资已经超过 2019 年水平，好于同期国内整体的水平；但对外承包工程业务受疫情影响较为明显，2020 年为负增长。

● **展望未来：工程建设将加速；“数字经济”、“绿色发展”是新的方向**

展望未来，我们预计“一带一路”对外承包工程业务将加速，这无疑为估值中隐含了极低增速预期的建筑企业带来修复的机会。需要关注的是，“数字经济”与“绿色发展”将成为一带一路中两大新方向。我国企业中通信类企业、风电与太阳能发电设施建设和设备制造企业将继续受益于“一带一路”绿色发展的进程。

● **布局思路：主题投资期权+防御的布局思路**

“一带一路”相关的上市公司正在逐步走出疫情的阴霾，ROE 水平已经达到了 2015 年以来的最高值。“一带一路”未来存在以下三个投资主线：第一，受益于贸易往来持续高景气的**交通运输（铁路和海运、港口、集装箱）**；第二，“一带一路”的基础设施建设仍然需求很大，**建筑**企业有望开启新一轮景气向上周期；第三，未来“数字经济”与“绿色发展”将成为疫情后时代“一带一路”高质量发展的核心内容，因此与“数字经济”强相关的**通信（5G、卫星导航）**、与“绿色发展”强相关的风电和光伏项目建设（**国有电力企业、对外承包工程业务企业、风电和光伏设备制造企业**）将受益。如果根据个股盈利水平、股息率以及性价比排名，前 5 名分别是**中国建筑、中国交建、上港集团、招商轮船以及上海建工**。上述标的在当前市场本身具有防御价值，与此同时等待基本面的或有变化可以视作防御+“主题投资”期权的组合策略。

● **风险提示：**疫苗接种不及预期；人民币超预期贬值；测算误差

相关研究报告

《投资策略专题-新共识正在形成——资金跟踪系列之三》-2021.2.8

《投资策略周报-防守应该“体面”》-2021.2.7

《投资策略专题-分歧仍在扩大——南下“定价权”周度跟踪之一》-2021.2.4

目　录

1、 2020 年“一带一路”：投资贸易恢复较快，工程建设较慢 3
2、 2021 年：工程建设或加速，数字/绿色经济为核心方向 5
3、 三大投资主线：交通运输；建筑；通信/风能/光伏 8
4、 布局的意义：正在临近归来的时刻 11
5、 风险提示 12

图表目录

图 1： 一带一路成员国的当日新增确诊病例从 11 月底便开始大幅下滑 3
图 2： 蒙俄、南亚和东南亚的一带一路贸易指数已经超过疫情前水平，中亚见顶回落后仍处于低位 4
图 3： 欧洲、北非的一带一路贸易指数已经超过疫情前水平，而大洋洲和西亚还未恢复 4
图 4： 海上丝绸之路除了进口原油运价指数仍处于历史底部之外，集装箱以及干散货的运价指数已经远远超过疫情前水平 4
图 5： 整体非金融类对外直接投资同比增速仍处于低位 5
图 6： 与“一带一路”相关的非金融类对外直接投资已经超过 2019 年的水平 5
图 7： 2020 年“一带一路”对外承包工程业务的完成和新签合同额为负增长 5
图 8： 全部在外劳务人数同比增速处于历史最低位，11 月出现向上拐点 5
图 9： 2020 年的对外承包工程项目完成营业额较 2019 年有所下降 6
图 10： 一带一路有关的建筑企业海外营收占比自 2017 年之后便不断下降，2020 年 H1 为负增长 6
图 11： 大部分“一带一路”沿线国家的数字贸易水平仍处于逐步拓展和有待加强型 7
图 12： 我国对“一带一路”的光伏和风电项目在 2014-2018 年加速 8
图 13： 与“一带一路”相关的上市公司 ROE 达到了 2015 年以来的最高水平 8
图 14： “一带一路”国家人口占比 60%以上，而 GDP 占比仍在 30%左右 9
图 15： “一带一路”国家的进出口贸易占全球 34%以上 9
图 16： “一带一路”建筑企业海外营收占比与归母净利润同比存在一定的正相关 9
图 17： “一带一路”的 27 个国家每日疫苗接种人数仍在增长 11
图 18： 人民币升值对于“一带一路”非金融类直接投资形成促进，但 2020 年 Q4 有所背离 12

表 1： 2017 年之后关于“一带一路”的发展方针逐步开始强调“高质量”，2020 年十四五规划建议中“数字经济”、“绿色发展”正式确立为未来的核心发展目标之列 6
表 2： 四项指标均值排名靠前的个股主要集中在建筑、交通运输两个行业 10

2021 年 2 月 2 日，商务部正式对外发布《中国对外投资合作发展报告 2020》，报告中强调：2020 年中国对外全行业直接投资 1329.40 亿美元，对外承包工程完成营业额 1559.40 亿美元，对外投资合作大国地位持续巩固，在高质量共建“一带一路”，助力东道国经济社会发展，深化我国与有关国家经贸关系，推动构建开放型世界经济中发挥了积极作用。

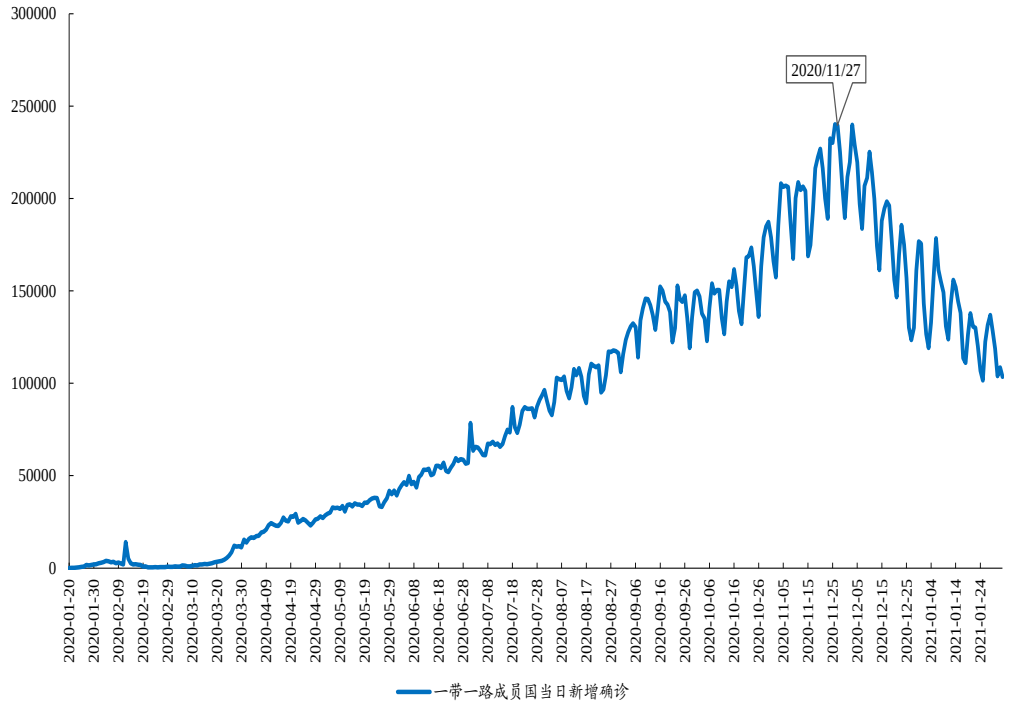
2020 年新冠疫情无疑使得与“一带一路”相关的投资和经营活动受到干扰，但随着疫情逐步得到控制，“一带一路”的对外投资和贸易活动都已经超过疫情前的水平，对外承包工程业务也开始出现复苏迹象。

“一带一路”主题作为市场共同的记忆，但最终因为项目自身质量、人民币国际化和特朗普对华政策等综合因素，逐步淡出市场视线。当下，上述因素都开始发生了积极变化，特别是在我国经济率先复苏的背景下人民币大幅升值，央行也因此上调境内企业境外放款的上限，鼓励我国企业资金“走出去”。在以建筑为代表的央企在国内发展上正面临“成长性”的困境时，上述的积极变化或许是一个好的开始，而“绿色”投资无疑又为“一带一路”增添了新的色彩。

1、 2020 年“一带一路”：投资贸易恢复较快，工程建设较慢

当前“一带一路”的对外投资和贸易活动恢复较快，然而对外承包工程恢复较慢。2020 年受新冠疫情的影响，“一带一路”相关的贸易活动和投资建设活动均在一开始陷入了不同程度的“停滞”。然而随着疫情逐步得到控制，对外投资和贸易活动已经超过疫情前水平，但对外承包工程的完成和新签合同额同比增速仍处于历史低位。

图1：一带一路成员国的当日新增确诊病例从 11 月底便开始大幅下滑

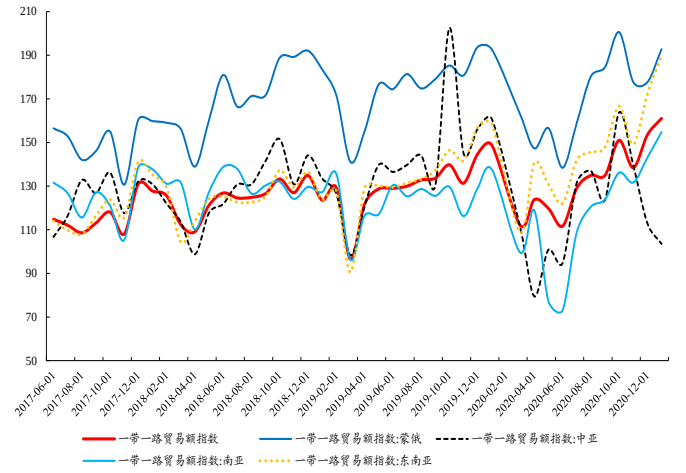


数据来源：Wind、开源证券研究所

整体上看，一带一路的贸易指数已经超过疫情前水平，达到历史新高。分地区来看仅有中亚、大洋洲和西亚还未恢复至疫情前水平。从海上丝绸之路的运价指数

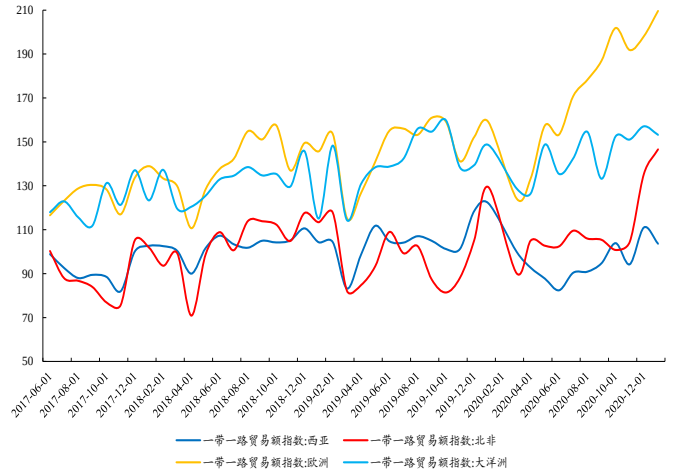
水平来看也可以侧面反映贸易活动的恢复程度，除了原油运价指数仍处于历史低位之外，集装箱、干散货的运价指数已经超过疫情前水平，尤其是出口集装箱运价指数。

图2：蒙俄、南亚和东南亚的一带一路贸易指数已经超过疫情前水平，中亚见顶回落后仍处于低位



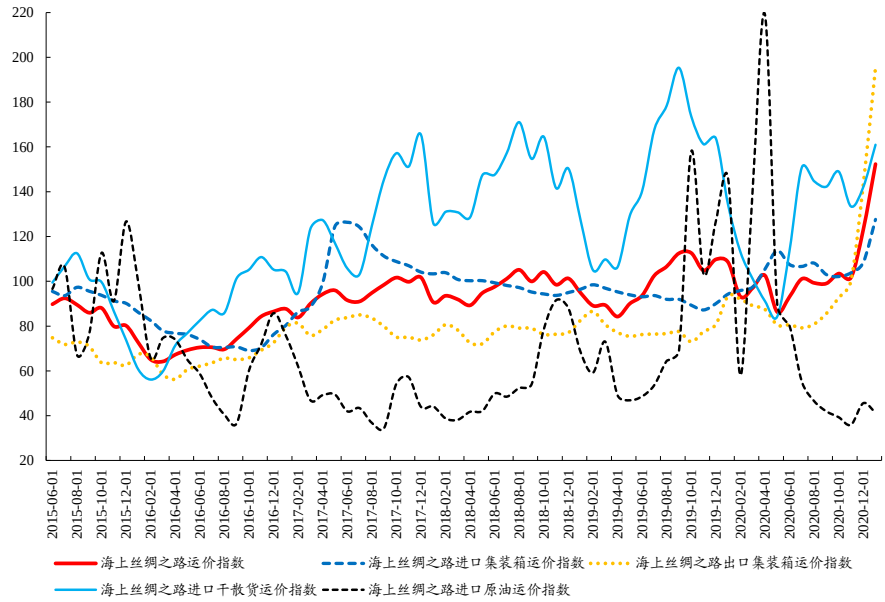
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：欧洲、北非的一带一路贸易指数已经超过疫情前水平，而大洋洲和西亚还未恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：海上丝绸之路除了进口原油运价指数仍处于历史底部之外，集装箱以及干散货的运价指数已经远远超过疫情前水平

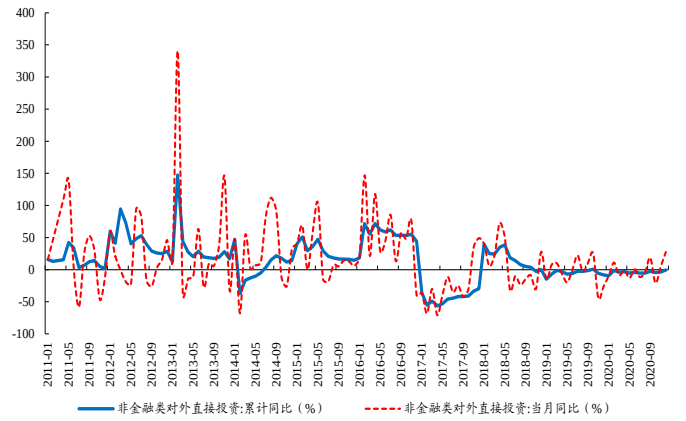


数据来源：Wind、开源证券研究所

从“一带一路”的对外投资和承包工程业务来看，2020 年非金融类直接投资已经超过 2019 年水平，好于同期国内整体的水平；但对外承包工程业务受疫情影响较为明显，2020 年为负增长。2020 年 12 月我国整体非金融类对外直接投资累计同比仍未转正（-0.41%），但当月同比已经超过 2019 年 10 月的水平，说明我国企业对外直接投资正在逐步恢复；根据中华人民共和国商务部的数据显示，同期与“一带一路”相关的非金融类对外投资达 177.90 亿美元，实现同比增长 18.30%，占总额的 16.20%，比 2019 年还提升了 2.60%，说明“一带一路”的对外投资逆势增长，企业投资意愿较强。相比之下，受疫情影响对外承包工程业务完成额进展缓慢，导致在外

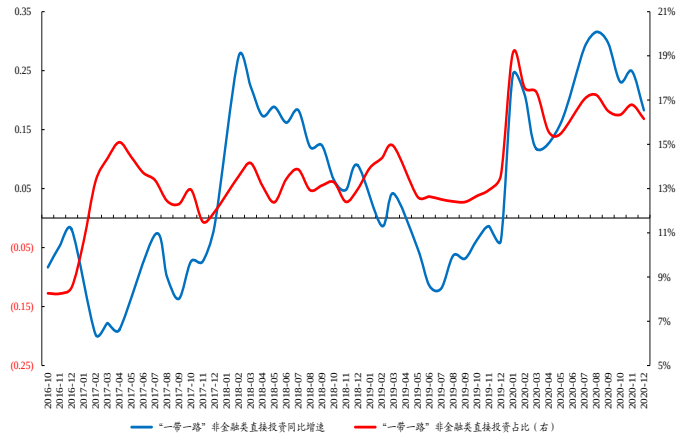
劳务人数也大幅下滑，同比增速处于历史低位，但 11 月已经出现向上拐点。同样还未转正的是对外承包工程业务新签合同额的累计同比（-8.70%），但随着 11 月以来疫情得到了控制，2020 年 11-12 月新签合同额（489.50 亿美元）已经超过 2019 年同期水平（427.20 亿美元）。

图5：整体非金融类对外直接投资同比增速仍处于低位



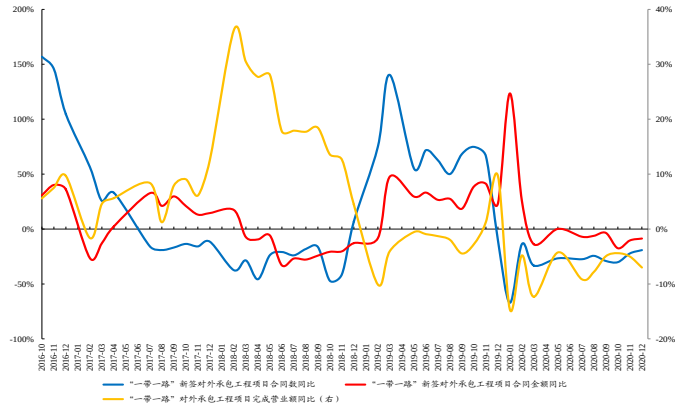
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：与“一带一路”相关的非金融类对外直接投资已经超过 2019 年的水平



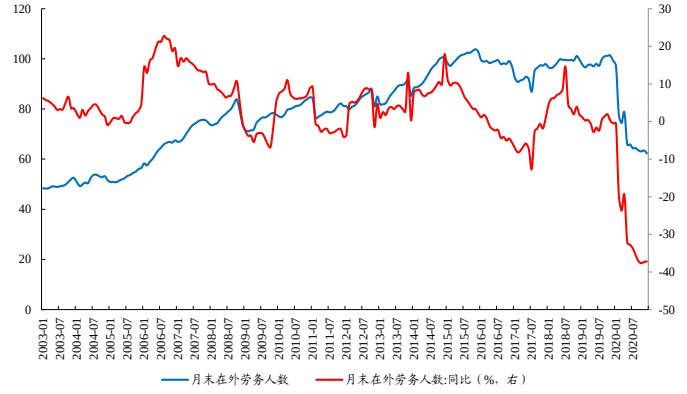
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年“一带一路”对外承包工程业务的完成和新签合同额为负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：全部在外劳务人数同比增速处于历史最低位，11 月出现向上拐点

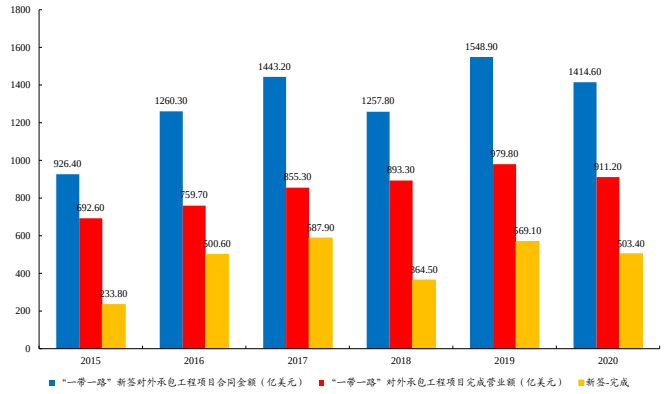


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 2021 年：工程建设或加速，数字/绿色经济为核心方向

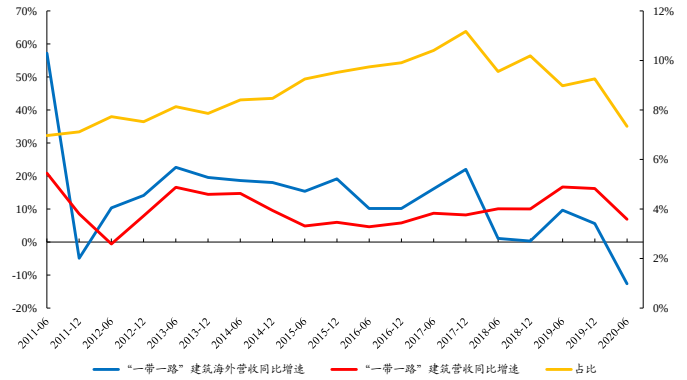
我们预计 2021 年“一带一路”对外承包工程业务将加速，接力国内基建投资成为建筑企业的新增长点。2015 年以来“一带一路”共新签对外承包工程项目 7851.20 亿美元，而完成营业额共 5091.90 亿美元，二者差距仍在扩大，这意味着未来工程建设的进度或加速，逐步填补 2020 年新冠疫情带来的缺口。同时我们观察到“一带一路”的建筑企业海外营收占比在 2017 年达到最高点 11.71%之后开始不断下滑，核心原因在于海外营收增速在 2017 年之后便大幅下滑，赶不上整体的营收增速。受疫情影响，2020 年 H1 海外营收增速为负（-12.63%），而整体营收增速仍能保持正增长的重要原因在于国内的基建投资在 2020 年逆周期政策调节下逐步恢复至疫情前水平，随着逆周期调节政策的逐步退出（但还不至于成为拖累项），未来“一带一路”的基建投资将成为新的增长点。

图9：2020 年的对外承包工程项目完成营业额较 2019 年有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：一带一路有关的建筑企业海外营收占比自 2017 年之后便不断下降，2020 年 H1 为负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

未来“一带一路”高质量发展的核心内容主要包括“数字经济”与“绿色发展”。自 2013 年习近平主席倡议共同建设“一带一路”以来，“一带一路”的发展经历了由前期主要以基础设施建设、资源能源方面的合作为主到后来逐步扩散至制造业投资和服务业发展的过程。2020 年 11 月 3 日《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》正式发布，其中第十一点“实行高水平对外开放、开拓合作共赢新局面”中关于“一带一路”的表述相较于十三五规划出现了明显的变化：更加强调“高质量发展”，其中“数字经济”[1]、“绿色发展”是核心内容。

表1：2017 年之后关于“一带一路”的发展方针逐步开始强调“高质量”，2020 年十四五规划建议中“数字经济”、“绿色发展”正式确立为未来的核心发展目标之列

时间	重点事件	核心内容
2013 年 9 月	《弘扬人民友谊 共创美好未来》演讲	习近平主席于哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学发表演讲，倡议共同建设“丝绸之路经济带”
2013 年 10 月	《携手建设中国-东盟命运共同体》演讲	习近平主席在印度尼西亚国会发表演讲，倡议筹建亚洲基础设施投资银行，与东盟国家共同建设“21 世纪海上丝绸之路”
2014 年 12 月	中央经济工作会议	将“一带一路”列为国家三大战略之一
2015 年 3 月	《推进共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	从时代背景、共建原则、框架思路、合作重点、合作机制等方面对“一带一路”倡议进行阐释
2015 年 6 月	《亚洲基础设施投资银行协定》	成立亚投行及其投入运营后所遵循的“基本大法”
2015 年 10 月	《标准联通“一带一路”行动计划（2015-2017 年）》	提出 10 个方面的标准化工作任务，更好地支撑服务我国产业、产品、技术、工程等“走出去”，促进投资贸易便利化
2016 年 3 月	列入“十三五”主要目标任务和重大举措	推进“一带一路”建设。秉持亲诚惠容，坚持共商共建共享原则，开展与有关国家和地区多领域互利共赢的务实合作，打造陆海内外联动、东西双向开放的全面开放新格局
2016 年 4 月	《中国外交部与联合国亚太经社会关于推进地区互联互通和“一带一路”倡议的意向书》	中国与国际组织签署的首份“一带一路”合作文件
2016 年 6 月	《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》	将“丝绸之路经济带”同“欧亚经济同盟”、蒙古国“草原之路”倡议对接，打造中俄蒙经济走廊，成为共建“一带一路”框架下的首个多边合作规划纲要

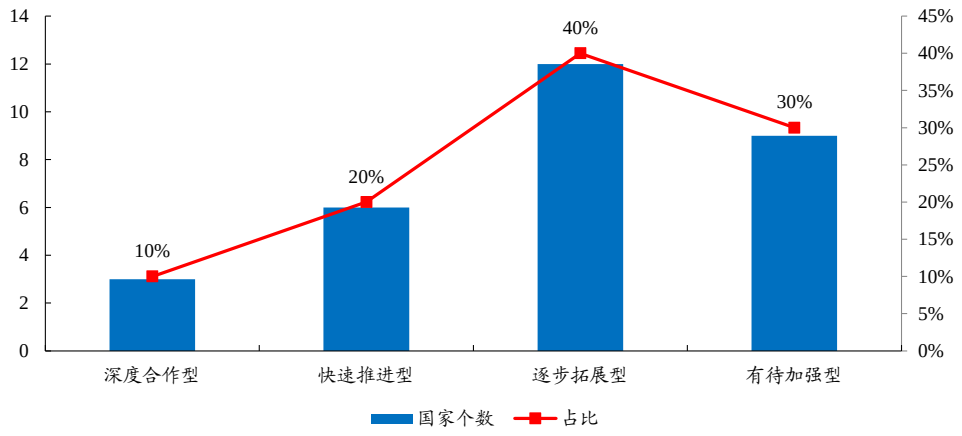
[1] 根据《“一带一路”数据经济国际合作倡议》，目前“数字经济”主要囊括的内容包括“新基建”（建设完善区域通信、互联网、卫星导航等重要信息基础设施）、促进数字化转型、促进电子商务合作、推进国际标准化合作等。

时间	重点事件	核心内容
2016 年 10 月	《中欧班列发展规划（2016-2020 年）》	作为“一带一路”建设的重要平台，中欧班列到 2020 年将实现开行 5000 列左右，并力争在集装箱铁路国际联运总量中占比达到 80%
2017 年 5 月	《关于推进绿色“一带一路”建设的指导意见》	环保部、外交部、发改委、商务部联合
2017 年 10 月	写入党章	坚持正确义利观，推动构建人类命运共同体，遵循共商共建共享原则，推进“一带一路”建设等内容写入党章
2017 年 12 月	《“一带一路”数字经济国际合作倡议》	扩大宽带接入、促进数字化转型、电子商务合作
2018 年 6 月	《关于建立“一带一路”国际商事争端解决机制和机构的意见》	提出“一带一路”国际商事争端解决机制和机构应当遵循的原则，为推进“一带一路”建设、实行高水平贸易和投资自由化便利化政策、推动建设开放型世界经济提供更加有力的司法服务和保障
2018 年 8 月	推进“一带一路”建设工作 5 周年座谈会	习近平主席发表重要讲话强调，“一带一路”建设要从谋篇布局的“大写意”进入精耕细作的“工笔画”，向高质量发展转变，造福沿线人民，推动构建人类命运共同体
2019 年 4 月	《“一带一路”税收征管合作机制谅解备忘录》	标志着“一带一路”税收征管合作机制正式建立
2019 年 4 月	《一带一路“国家外汇管理政策概览》	从经常项目外汇管理、资本和金融项目外汇管理、个人外汇管理、金融机构外汇业务管理等方面对各国外汇管理政策进行梳理，为市场主体提供丰富的参考信息
2020 年 11 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	强调共建“一带一路”要向高质量发展转变，与“十四五”时期经济社会发展主题相契合

资料来源：中国政府网、中国一带一路网、开源证券研究所

“数字经济”的非接触性反而使得其在疫情期间发展地更为迅速，而且未来发展的空间仍很大。2020 年的疫情使得线下贸易受到明显的冲击，此时具有非接触性特点的跨境电商以及数字化转型等业务增长反而加速，根据全国政协经济委员会副主任房爱卿所述，“截至目前，中国与‘一带一路’相关国家的跨境电商交易额同比增速超过 20%，与柬埔寨、科威特、阿联酋、奥地利等国的交易额同比增速超过 100%”。尽管如此，根据 2020 年 9 月 5 日发布的《“一带一路”数字贸易指数发展报告》，目前大部分“一带一路”沿线国家的数字贸易水平仍处于逐步拓展和有待加强型，这意味着未来数字经济的发展空间仍很大。

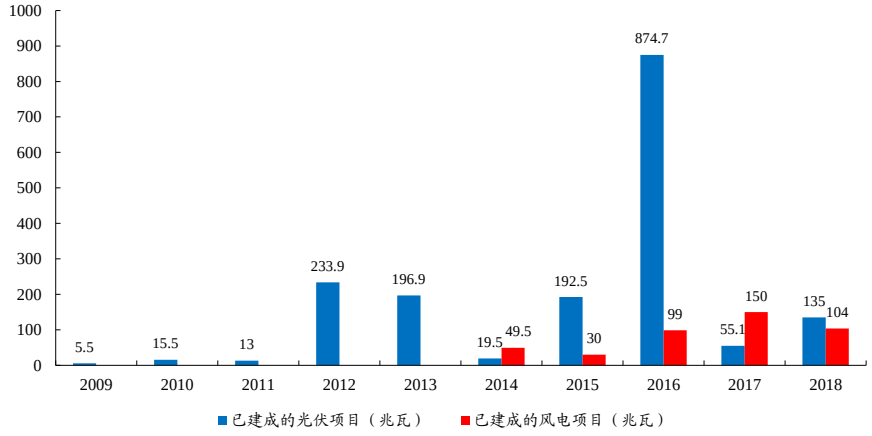
图11：大部分“一带一路”沿线国家的数字贸易水平仍处于逐步拓展和有待加强型



数据来源：Wind、开源证券研究所

“一带一路”的“绿色发展”主要集中在对可再生能源——风能与太阳能的投资上，我国企业具备明显的资金优势。根据 2019 年四川循环经济研究中心发布的《中国海外能源投资十年分析》第二期可获得的数据，2014-2018 年我国在“一带一路”共投资近 126 亿瓦的光伏和风电发电项目，其中已建成的光伏项目约 1277 兆瓦，是 2009-2013 年的 2.8 倍；已建成风电项目约 432.5 兆瓦。由于“一带一路”国家的电力能源紧张但同时自然资源禀赋又具优势，并且风能与太阳能的发电成本也在不断下降，因此未来可再生能源的投资仍将继续保持高景气，但“一带一路”国家的企业由于资金缺乏，无法完全承担建造相关基础设施的任务，我国企业相比而言资金充裕，融资也具备政策支持的条件，因此未来有关风电、太阳能发电设施的建设和设备制造企业将继续受益于“一带一路”的绿色发展进程。

图12：我国对“一带一路”的光伏和风电项目在 2014-2018 年加速

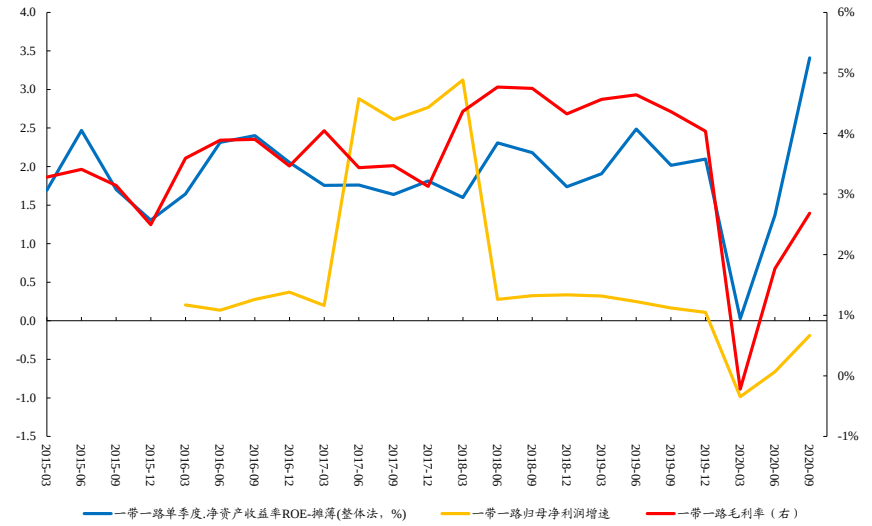


数据来源：《中国海外能源投资十年分析》第二期、开源证券研究所

3、 三大投资主线：交通运输；建筑；通信/风能/光伏

整体上看，“一带一路”相关的上市公司正在逐步走出疫情的阴霾。从与“一带一路”相关的上市公司财务数据来看，截至 2020 年 Q3，无论是毛利率、ROE 还是净利润增速均出现了反弹，尤其是 ROE 水平达到了 2015 年以来的最高值。

图13：与“一带一路”相关的上市公司 ROE 达到了 2015 年以来的最高水平

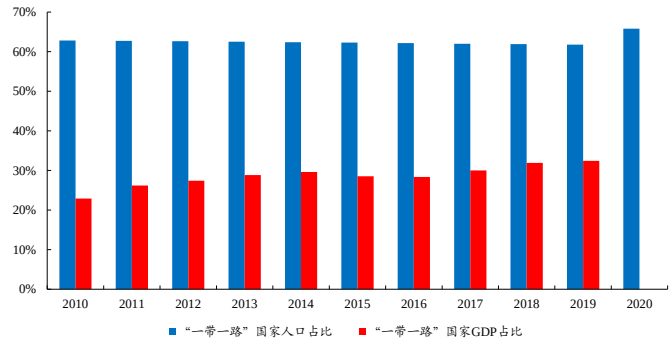


数据来源：Wind、开源证券研究所

具体而言，根据前文分析，我们认为未来“一带一路”存在以下三条投资主线：

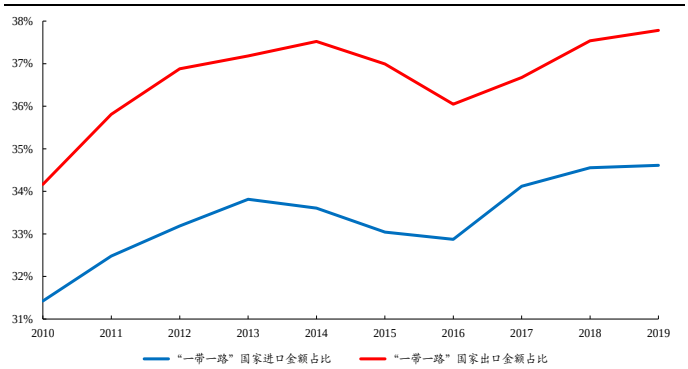
第一，受益于贸易往来持续高景气的交通运输（铁路和海运、港口、集装箱）。目前“一带一路”的贸易活动恢复较快，运价指数大幅上升，未来油运弹性最大。2019 年“一带一路”国家的进出口贸易占全球 34%以上，且人口占比与 GDP 占比存在明显差距，随着经济逐步从疫情中复苏，未来对“一带一路”的贸易往来也将继续保持高景气。

图14：“一带一路”国家人口占比 60%以上，而 GDP 占比仍在 30%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：GDP 统计中由于数据缺失，不包含巴勒斯坦、叙利亚、波黑、阿尔巴尼亚、老挝、柬埔寨、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、阿塞拜疆。

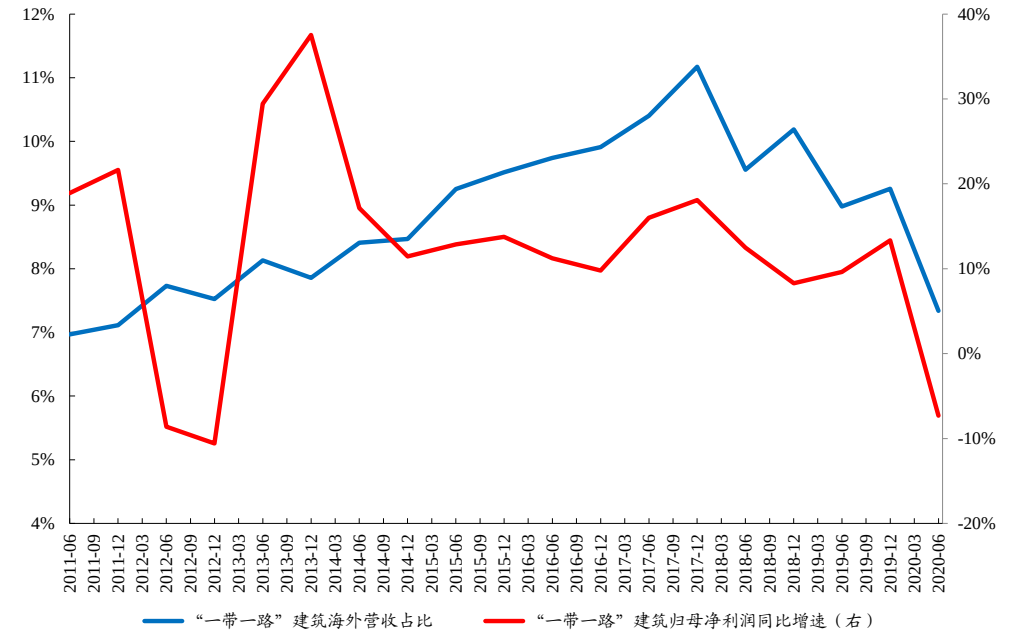
图15：“一带一路”国家的进出口贸易占全球 34%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，“一带一路”的基础设施建设仍然需求很大，建筑企业增速的下行情况可能得到改善。2020 年由于疫情，对外承包工程业务新签合同和完成营业额均有所下滑。展望未来，随着疫情终将过去，在国内基建投资平稳增长的背景下，未来“一带一路”的基建投资可能成为新的增长点，“一带一路”相关的建筑企业新一轮的业绩改善可能出现，对于极低甚至为负的增长预期而言，有出现资产价格弹性的可能。

图16：“一带一路”建筑企业海外营收占比与归母净利润同比存在一定的正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

第三，未来“数字经济”与“绿色发展”将成为疫情后时代“一带一路”高质量发展的核心内容，因此与“数字经济”强相关的**通信（5G、卫星导航）**、与“绿色发展”强相关的**风电和光伏项目建设（国有电力企业、对外承包工程业务企业、风电和光伏设备制造企业）**将受益。

我们以“一带一路指数”中的成分股作为筛选对象，对上述受益行业中个股的估值分位数、股息率、分析师最近一年的预期 ROE 以及近两年（2019 年 2 月 4 日至今）年化收益率收益率-年化 ROE 的透支程度来进行综合排序（各项排名取均值）作为投资参考（不作任何建议），我们发现排名靠前的个股主要集中在**建筑、交通运输**两个行业，前 5 名分别是**中国建筑、中国交建、上港集团、招商轮船以及上海建工**，**通信**行业中**亨通光电与中兴通讯**排名靠前，**新能源**中**金风科技**以及**国电南瑞**排名靠前。

表2：四项指标均值排名靠前的个股主要集中在建筑、交通运输两个行业

代码	简称	所属行业	估值分位数	股息率（%）	预期 ROE（%）	近两年年化收益率-年化 ROE	均值排名
601668.SH	中国建筑	建筑	5.00%	3.94	14.67	19.30%	13.25
601800.SH	中国交建	建筑	16.50%	3.55	7.93	25.96%	14.50
600018.SH	上港集团	交通运输	13.30%	3.35	9.94	16.91%	15.25
601872.SH	招商轮船	交通运输	13.40%	2.22	14.48	3.26%	17.75
600170.SH	上海建工	建筑	0.00%	4.94	11.44	10.05%	17.75
601186.SH	中国铁建	建筑	0.60%	2.87	9.95	19.91%	18.25
600487.SH	亨通光电	通信	54.00%	0.58	6.92	25.18%	19.00
600820.SH	隧道股份	建筑	0.30%	4.17	9.30	16.90%	19.25
600970.SH	中材国际	建筑	26.00%	3.25	12.94	-25.54%	19.25
601390.SH	中国中铁	建筑	0.00%	3.21	10.31	15.69%	19.75
000582.SZ	北部湾港	交通运输	23.00%	2.12	11.00	-3.03%	20.50
000063.SZ	中兴通讯	通信	73.70%	0.64	13.04	-18.19%	21.25
600368.SH	五洲交通	交通运输	7.60%	2.55	9.88	3.57%	21.25
600125.SH	铁龙物流	交通运输	1.10%	2.27	7.30	21.01%	21.50
001872.SZ	招商港口	交通运输	24.60%	3.22	3.63	3.04%	22.00
601618.SH	中国中冶	建筑	11.20%	2.64	7.08	6.55%	22.00
002202.SZ	金风科技	电力设备及新能源	49.90%	1.11	9.74	-3.12%	22.00
600406.SH	国电南瑞	电力设备及新能源	37.00%	0.98	15.23	-14.33%	22.25
600717.SH	天津港	交通运输	33.70%	1.68	3.81	7.39%	22.50
601117.SH	中国化学	建筑	1.50%	3.39	9.32	2.07%	22.50
600528.SH	中铁工业	建筑	1.20%	1.51	9.50	18.09%	22.50
600021.SH	上海电力	电力及公用事业	24.40%	1.95	2.29	16.67%	22.50
601669.SH	中国电建	建筑	15.60%	1.09	6.46	18.54%	23.50
600312.SH	平高电气	电力设备及新能源	44.70%	0.82	4.12	16.15%	23.50
601018.SH	宁波港	交通运输	44.50%	2.17	6.73	-4.64%	23.75
600068.SH	葛洲坝	建筑	6.70%	2.44	8.85	2.48%	24.00
601866.SH	中远海发	交通运输	49.80%	1.87	3.33	1.33%	24.50
600580.SH	卧龙电驱	电力设备及新能源	23.60%	1.28	12.09	-27.06%	25.00
002266.SZ	浙富控股	电力设备及新能源	12.70%	0.22	16.53	1.71%	25.50
601179.SH	中国西电	电力设备及新能源	86.60%	1.25	0.48	-2.54%	25.50

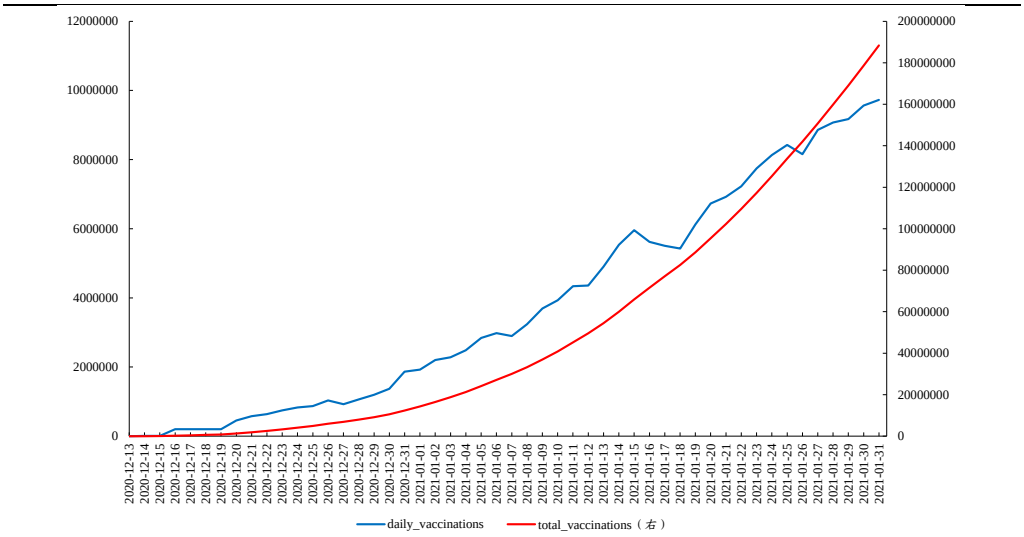
代码	简称	所属行业	估值分位数	股息率（%）	预期 ROE（%）	近两年年化收益率-年化 ROE	均值排名
600875.SH	东方电气	电力设备及新能源	60.80%	1.55	5.67	-18.54%	26.00
601919.SH	中远海控	交通运输	51.70%	0.00	18.47	-52.37%	26.50
600026.SH	中远海能	交通运输	21.50%	0.66	10.14	-5.67%	27.25
000039.SZ	中集集团	机械	83.02%	0.88	5.07	-18.70%	27.75
600089.SH	特变电工	电力设备及新能源	60.50%	1.24	6.48	-36.93%	28.25
600522.SH	中天科技	通信	7.50%	1.03	10.03	-4.04%	28.50
300001.SZ	特锐德	电力设备及新能源	95.00%	0.06	8.41	-35.07%	28.50
601880.SH	大连港	交通运输	64.40%	0.50	1.53	1.09%	28.75
600017.SH	日照港	交通运输	9.70%	0.96	5.70	7.17%	28.75
000088.SZ	盐田港	交通运输	65.60%	0.25	2.03	-3.66%	29.75
000905.SZ	厦门港务	交通运输	62.50%	0.24	1.16	-0.45%	30.50
601228.SH	广州港	交通运输	0.00%	1.36	1.72	12.80%	31.25
000400.SZ	许继电气	电力设备及新能源	20.80%	0.43	8.48	-11.97%	31.25
601727.SH	上海电气	电力设备及新能源	30.60%	0.00	5.86	-4.27%	32.00
600118.SH	中国卫星	国防军工	72.10%	0.32	1.54	-30.79%	33.25
300011.SZ	鼎汉技术	电力设备及新能源	24.40%	0.00	3.90	-4.90%	34.50
600029.SH	南方航空	交通运输	17.20%	0.00	(14.15)	2.20%	36.00
601989.SH	中国重工	国防军工	8.60%	0.00	(0.19)	4.05%	36.50
300208.SZ	青岛中程	电力设备及新能源	9.80%	0.00	(2.42)	-27.27%	43.00

数据来源：Wind、开源证券研究所。注释：部分个股没有预期 ROE，我们选取 2020 年 Q3 的 ROE 替代。

4、 布局的意义：正在临近归来的时刻

未来影响上述投资逻辑的重要事件之一便是疫苗接种进度。我们目前能够观察到的是有数据的“一带一路”27 个国家每日接种疫苗人数仍在增长，而自 11 月底以来一带一路的每日新增确诊病例就开始大幅下滑。疫苗将是影响企业跨国活动的重要因素，“一带一路”在短期的物理接触问题上的制约也在减少。

图17： “一带一路”的 27 个国家每日疫苗接种人数仍在增长

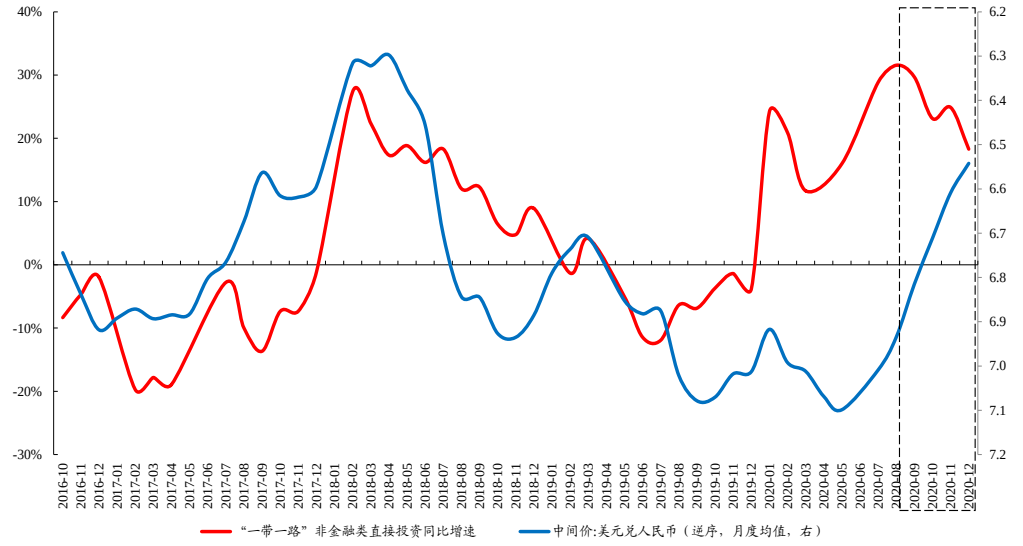


数据来源：Our world in data、开源证券研究所。注释：统计范围为有数据的 27 个“一带一路”沿线国家。

另一个需要理解的是人民币的汇率走势对“一带一路”后续的潜在影响。历史上来看人民币升值对于“一带一路”非金融类直接投资往往能够形成促进作用，原因在于人民币升值时企业资金“走出去”时的购买力变强了。2020 年我国对“一带一路”的直接投资仍能维持正增长，一方面与人民币升值有关，但另一方面这种正向促进作用在 2020 年 Q4 有所背离，这种短期的背离可能来自疫情反复的干扰，导致企业在面对不确定性时对外投资的意愿减弱。当下不断升值的汇率一定程度影响了出口企业的利润，但进行汇率干预手段毕竟会有诸多弊端，通过海外资产购买和项目建设可能是一种较好的平衡路径。对“一带一路”的直接投资将会迎来新一轮上升通道，更多的企业或能在新一轮“走出去”的过程中寻找到新的增长点。

需要进一步思考的是当年制约“一带一路”发展的两大宏观背景正在转变：特朗普的对华政策以及人民币的贬值和资本外流的压力。当下我们已经看到了上述两大宏观因素出现了积极的信号，也有理由期待在未来某个时点“一带一路”主题会重新归来。

图18：人民币升值对于“一带一路”非金融类直接投资形成促进，但 2020 年 Q4 有所背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

疫苗接种不及预期；人民币超预期贬值；测算误差

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	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	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