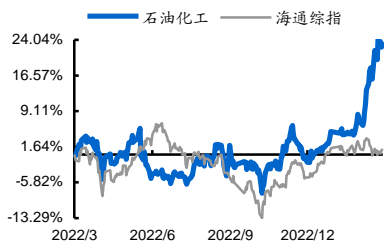


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《大宗商品月报（2023 年第 2 期）》
2023.03.11

《氢能系列报告之一：认识氢能》
2023.02.28

《复盘历史能源价格回落对化工品盈利影响，寻找确定性机会》2023.02.23

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:李淼

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@haitong.com

证书:S0850519060001

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@haitong.com

证书:S0850512070003

分析师:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@haitong.com

证书:S0850517070007

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

联系人:朱彤

Tel:(021)23212208

Email:zt14684@haitong.com

联系人:阎石

Tel:(021)23185741

Email:ys14098@haitong.com

能源材料国企有望迎来中国特色估值重塑——“中特估值”探究系列 4

投资要点:

- 在中国特色估值体系下，能源与材料行业作为高股息、低估值的板块，有望持续受益于国企改革、行业转型和结构优化，估值有望重塑。
- 煤炭：高 ESG 水平、率先转型新能源新经济的行业龙头有望迎来估值重塑。双碳背景下，煤炭仍然为我国保障能源安全的“压舱石”，目前行业国央企对比民企和国外能源企业估值水平均存在低估。我们认为 ESG 有望为我国的煤炭企业执行降碳计划提供系统有效的管理方法，通过淘汰落后高碳产能、投入可再生能源技术、推动新能源产业快速规模化等实现低碳化以及绿色能源转型，有助于煤炭国央企提高估值水平、提升中长期价值。
- 石化：领先转型综合能源供应商的石化国企有望迎来估值重塑。中国石化国企拥有国内大部分原油及成品油资源，能够发挥整体优势集中力量办大事；同时，受益于中国稳健增长经济环境，中国石化国企盈利情况与海外企业相比更加稳定。这两方面优势有待被市场发掘。未来随着国企改革的推进以及中国石化国企逐渐转型成为综合能源供应商，中国石化国企估值有望持续提升。
- 公用事业：具备高 ROE 和高 ESG 水平的电力国企有望迎来估值重塑。中国的电力公司相比美国具有更好的成长性，并且中国特色社会主义制度的优越性使得 A 股市场相比海外市场具有更小的系统性风险，理应迎来估值修复。电力行业的大型央企承担着能源保供与低碳转型的双重责任，在能源保供中发挥着压舱石的作用，将持续受益新一轮国企改革。建议重视电力行业在中国特色估值体系大背景下的投资机会。
- 环保：双碳赋予环保新动能，环保国企改革转型有望重塑估值。随着双碳目标的提出对于环保行业注入了新的活力，各类国家级政策出台鼓励加快“双碳”体系，赋予环保产业新动能。同时，环保国、央企在保持原有资源和资金优势，通过并购整合产业链上下游，一方面实现产业协同提质增效，另一方面转型布局新兴赛道，响应国家节能减碳政策。未来，随着国企改革及产业转型升级深入，企业竞争力逐步增强，环保国企估值有望提升估值。
- 建材：从 ESG 和分红率边际变化角度，水泥央国企的估值或有望重塑。综合水泥需求平台期以及供给侧收紧两大特征，我们判断未来一段时间我国水泥行业的盈利在没有特殊因素影响、需求不断崖式减少的背景下，水泥盈利水平能保持相对稳定。市场规模和品牌地位位于行业龙头、长期具备高分红基础的水泥央国企有望迎来估值重塑。
- 交通运输：多视角看好低估值国央企价值重塑机会。从 PE 或 PB 估值的角度来看，交运行业的四个子行业（物流、公路铁路、航运港口、航空机场）均存在不同程度的估值折价。我们认为，目前交运板块的国央企的估值有望通过两方面重获估值提升：（1）国企改革不断加速深化，提质增效下，国央企新一轮成长性值得被重视；（2）经营平稳的背后，高分红和高股息率具有长期投资价值。
- 投资建议。（1）煤炭，关注中国神华、中煤能源、陕西煤业、华阳股份；（2）石化，关注中国石化、中国海油、中国石油；（3）公用，关注华电国际、中国广核、华能国际、国电电力、大唐发电；（4）环保，关注华光环保；（5）建材，关注天山股份、华润水泥控股、海螺水泥等。（6）交运，关注中国国航、唐山港、大秦铁路、深高速等。
- 风险提示：国企改革不及预期；下游需求不及预期；政策风险等。

目 录

1. 能源与材料国央企有望迎来中国特色估值重塑	7
2. 煤炭：高 ESG 水平国央企有望迎来价值重估	8
2.1 目前行业存在显著低估，煤炭作为我国能源的“压舱石”，行业估值有望修复	8
2.2 中国特色估值体系下煤炭企业有望迎来价值重估	10
2.2.1 煤炭为“锚”，稳住能源“大盘”，行业估值水平有望修复	10
2.2.2 ESG 引领估值增长	11
2.2.3 延续高分红传统，资产使用效率提升	13
2.3 推荐标的	14
3. 石化：转型综合能源供应商，行业国企有望迎来估值重塑	15
3.1 中国石化国企具备保障能源安全的中国特色	15
3.2 受益于环境和政策，中国石化国企盈利能力有望稳健提升	16
3.3 中国特色估值体系下，石化国企估值存在提升空间	17
3.4 推荐标的	18
4. 公用事业：肩承能源保供和低碳转型，有望受益于新一轮国企改革	18
4.1 行业供需和市场化改革仍具成长空间，目前估值水平较低	18
4.2 公用事业中特估值体系探讨	21
4.3 推荐标的	21
5. 环保：行业处于成长期，存在估值修复空间	21
5.1 国内环保行业估值处于低位，国、央企价值显著低估	21
5.1.1 环保行业：国、央企业估值显著低于民企	21
5.1.2 环保行业：国内环保行业估值水平略低于海外同业	22
5.2 行业生命周期：环保行业处于成长期，存在估值修复空间	23
5.2.1 环保行业营收增长放缓，竞争对手、专利数稳中有升	23
5.2.2 鼓励加快建立“双碳”体系，环保行业赋予新动能	24
5.3 中国特色估值重塑和办法	26
5.3.1 国、央企产业协同、产业转型升级实现估值重塑	26
5.3.2 多生命周期适配不同估值方法	27
6. 建材：水泥现金牛、降碳主力军望迎价值重估	28
6.1 需求平台期，供给收缩	28
6.2 中国特色估值体系下建材企业有望迎来价值重估	30

6.2.1 沿着一带一路，水泥出海方兴未艾	30
6.2.2 ESG 和提高分红率引领估值增长	31
6.3 推荐标的	31
7. 交运行业：低估值国央企价值有望重塑	32
7.1 穿越严寒，待暖春来：中国特色估值体系下，交运国央企重估潜力较大	32
7.1.1 聚焦交通运输板块，国央企“折价”严重	32
7.1.2 中国特色估值体系不断推进，低估值国央企价值有望重塑	33
7.2 蛰伏蓄力，以待花开：多视角看待国央企价值	33
7.2.1 航空机场：欧美航空公司基本面和估值均领先；H 股估值水平低于 A 股	33
7.2.2 港口、公路：高股息率有望提升价值空间	35
7.2.3 铁路：业绩以及估值均具备很大的提升空间	36
8. 风险提示	37

图目录

图 1	中国石化国企 PB 低于海外企业（倍，2021 年）	7
图 2	拉豪和水泥（中信）PE（TTM）对比（倍）	7
图 3	2016-2022 年我国发电量结构（亿千瓦时）	8
图 4	2016-2022 年我国发电量累计同比增速（%）	8
图 5	2008-2022 年我国原煤产量及同比增速	9
图 6	2008-2022 年我国发煤炭消费量及同比增速	9
图 7	A 股煤炭行业 PE 情况（倍，整体法）	9
图 8	A 股煤炭行业 PB 情况（倍）	9
图 9	中国神华（A 股）和嘉能可 PB 对比（倍）	10
图 10	中国神华（H 股）和嘉能可 PB 对比（倍）	10
图 11	煤炭行业固定资产投资增速及吨煤利润	11
图 12	煤炭行业固定资产投资完成额（亿元）	11
图 13	中国神华能源消耗情况	11
图 14	中煤能源能源消耗情况	11
图 15	中国神华碳补偿情况	12
图 16	中国神华神东煤炭生态成果	12
图 17	原煤生产百万吨死亡率对比图	12
图 18	中国神华 2021 年商品煤客户满意度情况（%）	12
图 19	中国神华 ESG 董事会架构	13
图 20	中国神华“十四五”ESG 战略模型	13
图 21	煤炭企业历史分红情况	13
图 22	分红金额与归母净利润（亿元）	13
图 23	主流煤炭公司 ROE 情况	14
图 24	主流煤炭公司营业现金比率情况	14
图 25	2021 年中国原油产量占比	15
图 26	2018 年三桶油逆势增加资本支出（亿元）	15
图 27	2021 年两桶油成品油销售量占中国需求量的 86%	16
图 28	中国石化单季度归母净利润（亿元）	16
图 29	西方石油单季度净利润（亿美元）	16
图 30	中国石化国企 PB 低于海外企业（倍，2021 年）	17

图 31	中美用电量同比增速	19
图 32	中美日德四国年人均用电量（千瓦时）	19
图 33	中美总装机量增速	20
图 34	电力行业各类型公司占比（个，%）	20
图 49	2005-2022 年我国水泥产量（万吨）	29
图 50	2005-2022 年我国水泥产量同比增速（%）	29
图 51	2010-2022 年我国熟料产能（万吨）	29
图 52	2010-2022 年我国熟料年度净新增产能（万吨）	29
图 53	海螺水泥和拉豪 ROE（平均）对比（%）	30
图 54	拉豪和水泥（中信）PE（TTM）对比（倍）	30
图 55	A 股交运行业上市公司结构（按数量占比）	32
图 56	A 股交运行业上市公司结构（按市值占比）	32
图 57	A 股交运各子行业国央企按市值占比	33
图 58	中国 AH 航空公司与国际航空公司估值水平（倍）对比图（2024E）	34
图 59	财务比率中外对比图（2019）	34
图 60	A 股港口公司市盈率（倍）变化	35
图 61	全国港口集装箱吞吐量增速与我国出口金额增速情况	35
图 62	我国沿海建设固定资产投资情况	35
图 63	A 股港口公司股息率情况（%）	36
图 64	A 股公路公司股息率情况（%）	36
图 65	中国和美国铁路公司 PE 估值对比	37
图 66	中国和美国铁路公司 PB 估值对比	37
图 67	中国铁路公司与美国铁路公司 ROE 对比	37

表目录

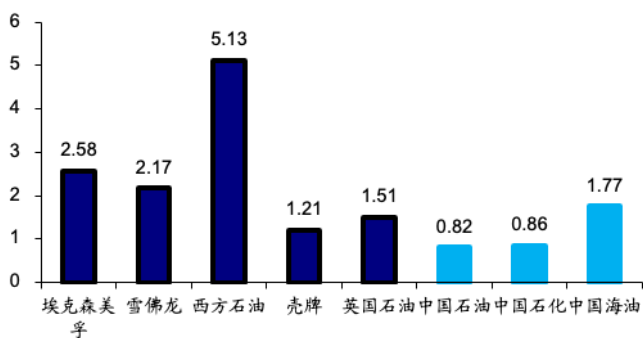
表 1	全球煤炭储量及分布（截至 2020 年，单位：百万吨）	10
表 2	两桶油管线资产评估情况	15
表 3	两桶油转让管线资产对价方式	15
表 4	中国持续推进国企改革	17
表 5	石化国企向综合能源服务商转型方向	17
表 6	A 股和美股重要电力上市公司估值对比（截至 2023 年 3 月 10 日）	18
表 7	近年环保行业相关国家级重要政策	24
表 8	2021 至今环保行业国、央企业并购情况	26
表 9	我国水泥企业海外熟料产能梳理	30
表 10	A 股交运行业盈率/市净率（倍）、折价率	33

1. 能源与材料国央企有望迎来中国特色估值重塑

探索建立中国特色估值体系，有利于更好发挥资本市场的资源配置功能，国央企有望持续受益于国企改革、行业转型和结构优化，实现估值重塑。证监会召开的 2023 年系统工作会议指出，要推动提升估值定价科学性有效性，深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。今年两会上，上交所总经理就央企更好利用资本市场做强做优做大提出提案，建议国务院国资委、财政部等央企主管部门协同中国证监会，共同推动央企用好资本市场的融资优势和资产配置功能，不断做强做优做大。我们认为在中国特色估值体系下，能源与材料行业作为高股息、低估值的板块，有望持续受益于国企改革、行业转型和结构优化，估值有望重塑。

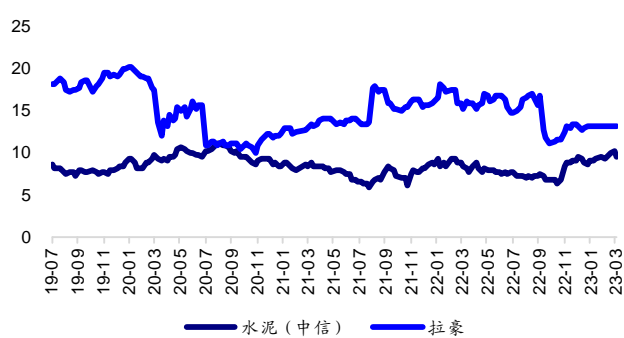
目前 A 股市场中能源与材料行业的国央企存在一定低估，其与我国市场投资者结构、投资偏好以及能源与材料板块的周期属性等因素相关。我们认为，一方面，目前 A 股市场中一些投资者更加偏好成长性较强的公司，而能源与材料的很多上市公司，尤其是国央企成长性相对较弱，周期属性相对更强；另一方面，能源材料行业的国央企由于相对承担能源保供、就业民生等具有国家战略意义的责任，如外资等部分重视利润和效益的投资者不太倾向于配置，这也影响了行业中国央企的估值。基于此，我们认为在能源与材料行业的中国特色估值体系的建立过程中，应该深刻把握我国能源与材料行业的产业发展特征、上市公司可持续发展能力等因素，充分考虑不同行业的行业特色，同时考虑我国的经济体制、发展任务和发展路径，系统推动提升估值定价的科学性和有效性，促进行业国央企的估值重塑，从而实现国有资本更有效的资源配置。

图1 中国石化国企 PB 低于海外企业（倍，2021 年）



资料来源：wind，海通证券研究所

图2 拉豪和水泥（中信）PE（TTM）对比（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

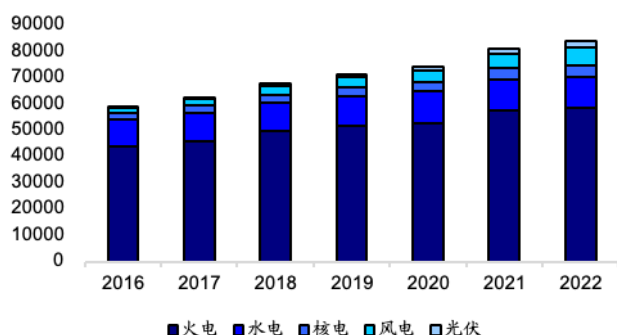
“一利五率”经营指标体系下，高 ESG 水平的行业国央企有望率先引领中国特色估值重塑。为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系，2023 年进一步将主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标，努力增强核心竞争力和培育世界一流企业。今年政府工作报告提出要统筹能源安全稳定供应和绿色低碳发展，科学有序推进碳达峰碳中和。因此我们认为，能源与材料行业的国央企作为稳定国家能源安全、科学有序推进绿色转型的先锋，对实现公司内生可持续发展和经济高质量增长具有重要意义。2022 年 5 月 27 日，国务院国资委制定印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，将国内 ESG 管理及信息披露要求又提高了一个层级，提出中央企业集团公司要进一步完善 ESG 工作机制，积极参与构建具有中国特色的 ESG 信息披露规则、ESG 绩效评级和 ESG 投资指引。我们认为，具有高 ESG 水平的能源材料国央企有望率先引领中国特色估值重塑，实现高质量可持续发展。

2. 煤炭：高 ESG 水平国央企有望迎来价值重估

2.1 目前行业存在显著低估，煤炭作为我国能源的“压舱石”，行业估值有望修复

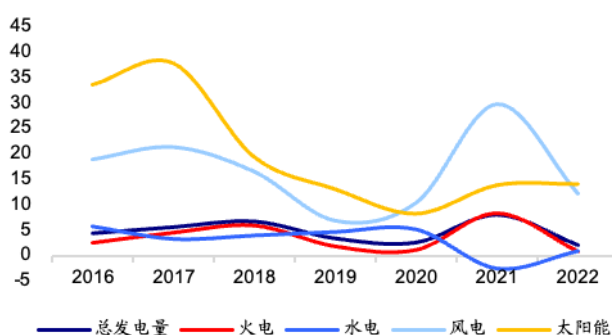
双碳背景下，坚持先立后破科学有序推进碳达峰碳中和，煤炭仍然为我国保障能源安全的“压舱石”。随着供给侧改革的持续推进，2020 年，我国提出碳达峰、碳中和的双碳目标，能源转型开始提速。2021 年 10 月，国务院明确双碳政策的具体目标，其中包括：2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上；2060 年，非化石能源消费比重达到 80% 以上。然而，由于水电风电光伏等新能源发电可利用小时数远低于燃煤机组，且容易受到季节与环境影响，目前的储能技术难以使电力供应适配。因此，2022 年中央经济工作会议指出，能源生产需要“先立后破”，继续发挥传统能源特别是煤炭、煤电的调峰和兜底保供作用。近期国资委召开的在京部分中央企业座谈会继续强调，要坚持先立后破，科学有序推进碳达峰碳中和，深化煤炭与煤电、煤电与可再生能源“两个联营”，加大对优质煤炭资源储备和开发力度。2022 年火电发电量 5.85 万亿千瓦时，在总发电量占比 69.8%，同比-1.4pct。

图3 2016-2022 年我国发电量结构（亿千瓦时）



资料来源：wind，海通证券研究所

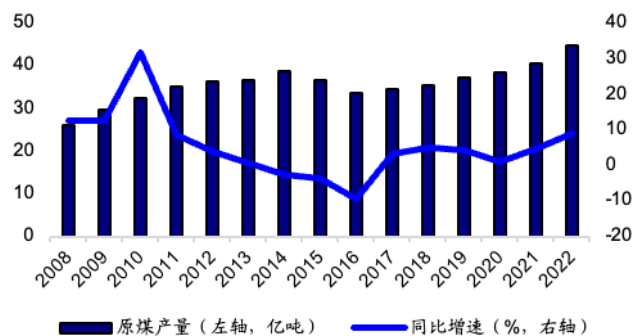
图4 2016-2022 年我国发电量累计同比增速（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

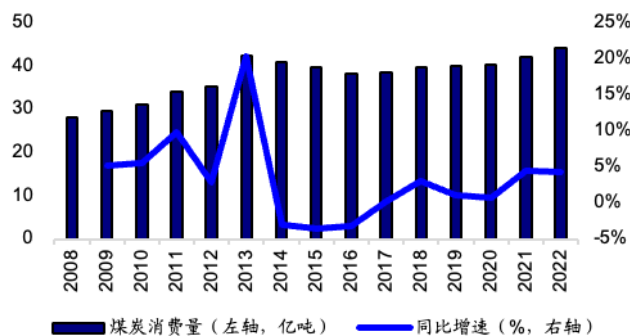
基本国情仍以煤为主，煤炭煤电的兜底保障作用短期不会改变，“十四五”期间增产保供稳价措施有望延续。2021 年以来，国家出台一系列煤炭增产保供稳价措施。增产方面，要求主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供，于 2021 年内释放产能 3 亿吨/年以上，日产量达到 1260 万吨以上；保供方面，对各地和中央企业 2022 年煤炭中长期合同签订履约情况开展专项核查，优先保障国计民生相关的电力需求；稳价方面，明确长协价格区间，引导煤炭价格在合理区间运行，避免市场价格大幅波动。煤炭在我国能源中的基础性作用短期不变，“十四五”期间增产保供稳价措施有望延续。

图5 2008-2022 年我国原煤产量及同比增速



资料来源：wind，海通证券研究所

图6 2008-2022 年我国发煤炭消费量及同比增速



资料来源：wind，海通证券研究所

从 A 股估值水平来看，目前煤炭行业国央企存在明显低估，行业国央企的 PE 估值和 PB 估值水平均低于民企水平。自 2011 年 1 月 8 日至 2023 年 3 月 10 日（周频数据），煤炭行业国企/央企/民企的平均 PE 水平分别为 23.8/12.0/38.3 倍；自 2021 年 1 月 8 日至 2023 年 3 月 10 日（周频数据），煤炭行业国企/央企/民企的平均 PE 水平分别为 8.5/9.2/19.5 倍。自 2011 年至 2023 年 3 月 10 日（周频数据）煤炭行业国企/央企/民企的平均 PB 水平分别为 2.1/1.5/2.7 倍；自 2021 年至 2023 年 3 月 10 日（周频数据）煤炭行业国企/央企/民企的平均 PB 水平分别为 1.6/1.2/1.5 倍。

图7 A 股煤炭行业 PE 情况（倍，整体法）

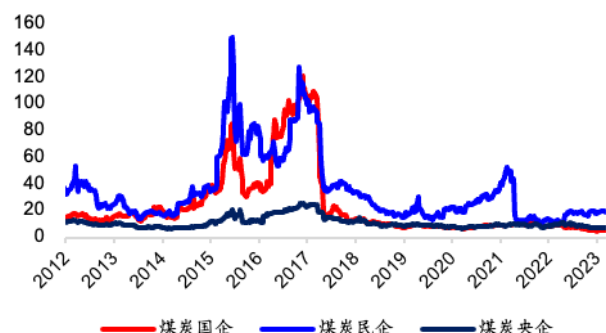
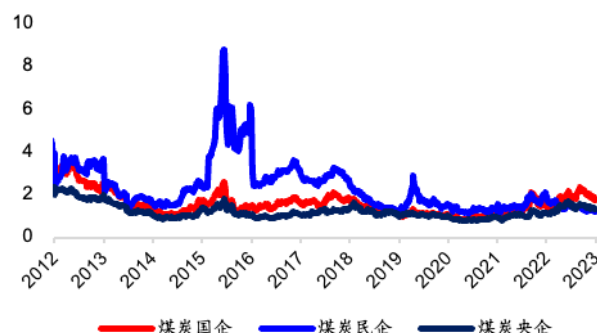
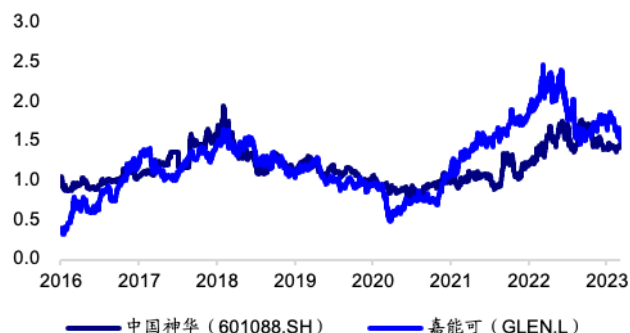

 资料来源：wind，海通证券研究所
 注：剔除 PE 为负值的数据

图8 A 股煤炭行业 PB 情况（倍）


 资料来源：wind，海通证券研究所
 注：剔除 PB 为负值的数据，净资产按照上年年报匹配

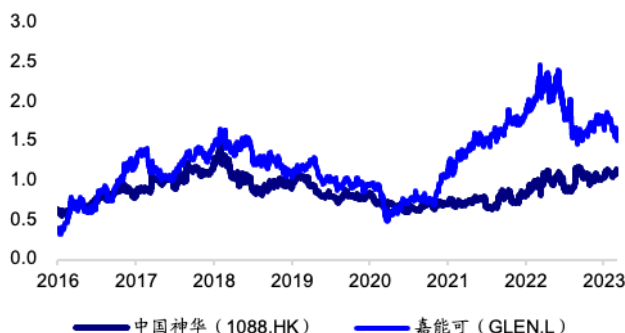
和海外能源企业对比来看，国内能源龙头的估值水平显著低于国际能源龙头企业。以中国神华和嘉能可为例，自 2016 年至 2023 年 3 月 10 日（日频数据）中国神华 A/H 股的平均 PB 水平分别为 1.19/0.88 倍，而嘉能可的平均 PB 水平为 1.25 倍，英国石油（BP）的平均 PB 水平为 1.30 倍。

图9 中国神华（A股）和嘉能可 PB 对比（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

图10 中国神华（H股）和嘉能可 PB 对比（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

2.2 中国特色估值体系下煤炭企业有望迎来价值重估

2.2.1 煤炭为“锚”，稳住能源“大盘”，行业估值水平有望修复

基于我国富煤贫油少气的基本国情，煤炭煤电的兜底保障作用短期不会改变，仍然为我国的主力能源。2022 年我国原煤产量 45.6 亿吨，同比增长 10.5%，煤炭日均产量 1200 万吨以上，煤电在总发电量中占比 58.4%，煤炭在一次能源中消费量占比 56.2%，较上年小幅增长 0.3 个百分点。我国能源结构以煤为主的基本国情短期内还不会改变，未来能源保供有望延续常态化趋势。

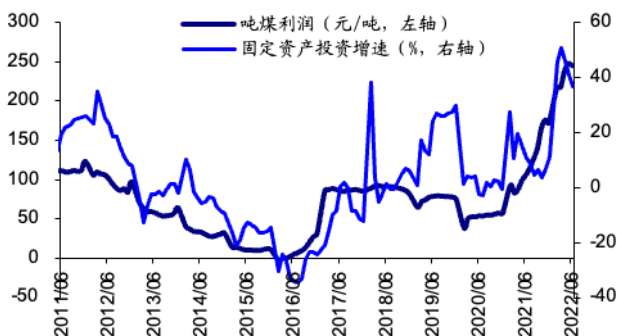
表 1 全球煤炭储量及分布（截至 2020 年，单位：百万吨）

	无烟煤&烟煤	次烟煤&褐煤	总计	占比	储产比
美国	218938	30003	248941	23.2%	514
北美洲	224444	32290	256734	23.9%	484
南美洲&中美洲	8616	5073	13689	1.3%	240
欧洲	59084	78156	137240	12.8%	299
俄罗斯	71719	90447	162166	15.1%	407
独联体	100208	90447	190655	17.8%	367
中东&非洲	15974	66	16040	1.5%	60
澳大利亚	73719	76508	150227	14.0%	315
中国	135069	8128	143197	13.3%	37
印度	105979	5073	111052	10.3%	147
亚太地区	345313	114437	459750	42.8%	78
全球	753639	320469	1074108	100.0%	139

资料来源：bp stats 2022，海通证券研究所

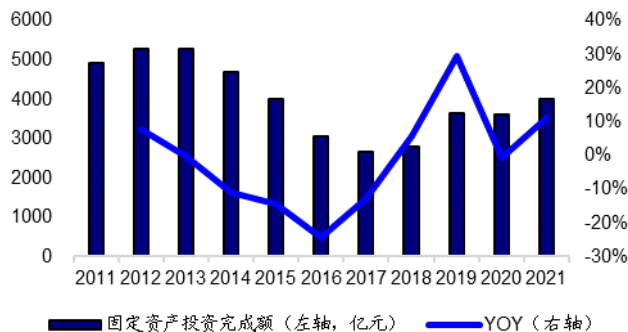
我们认为以煤炭保能源安全，以煤电保电力稳定，充分发挥能源供应稳定器、压舱石作用，有助于保障民生用能以及国经济社会发展稳定，为中国特色能源体系的重要组成部分。俄乌冲突更加彰显国家能源自给自足的重要性，传统能源企业开始从问题的一部分转变成能源转型解决方案的重要组成部分。2017 年以来，煤炭行业固定资产投资额有所提升，但较 2011-2014 年的历史高点仍有一定差距。随着安全环保及人工开支等增加，行业投资水平整体呈上升趋势，2021 年固定资产投资总额回升至 4000 亿元左右，但较 2011-2014 年高点平均 5000 亿元投资仍有一定差距。

图11 煤炭行业固定资产投资增速及吨煤利润



资料来源：wind，海通证券研究所

图12 煤炭行业固定资产投资完成额（亿元）



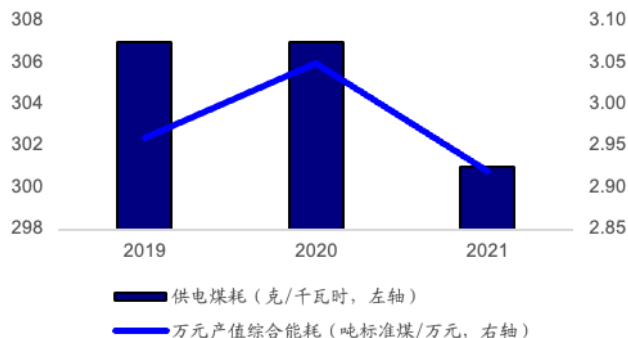
资料来源：wind，海通证券研究所

2.2.2 ESG 引领估值增长

ESG 有望为我国的煤炭企业执行降碳计划提供系统有效的管理方法并提升中长期估值水平。随着碳中和的不断推进，我国煤炭上市公司正在进行低碳化以及绿色能源转型，包括淘汰落后高碳产能、投入可再生能源技术、推动新能源产业快速规模化等。ESG体系有望为我国的煤炭企业执行降碳计划提供系统有效的管理方法，并且有助于煤炭企业通过提高估值水平提升中长期价值。

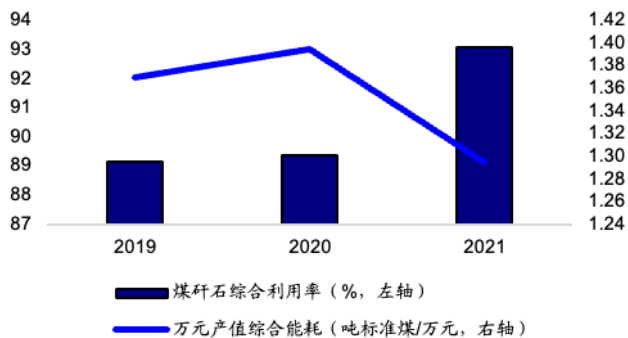
E 维度：提升煤基能源的清洁化生产和利用水平，推动煤炭和新能源优化组合，实现绿色开采、减碳固碳。环境（E）维度主要关注点为气候变化以及可持续发展。一方面，为应对气候变化，我国先进煤炭企业持续提升煤基能源的清洁化生产和利用水平，加大可再生能源发展力度，推动煤炭和新能源优化组合，提供清洁产品和服务。以中国神华为例，通过汽轮机通流改造、供热抽汽方式优化改造、清洁供暖改造等方式提高能源使用效率，供电煤耗从2019年的307克/千瓦时降低到2021年的301克/千瓦时，万元产值综合能耗从2019年的2.96吨标准煤/万元降低到2.92吨标准煤/万元。中煤能源通过大力推动煤-电-化产业与新能源深度融合发展，着力打造风电、光伏及氢能、储能等多能互补、循环经济的产业格局，2021年原煤生产综合能耗4.14千克标煤/吨煤，万元产值综合能耗1.295吨标准煤/万元，同比下降7.23%。

图13 中国神华能源消耗情况



资料来源：中国神华2021年ESG报告，海通证券研究所

图14 中煤能源能源消耗情况

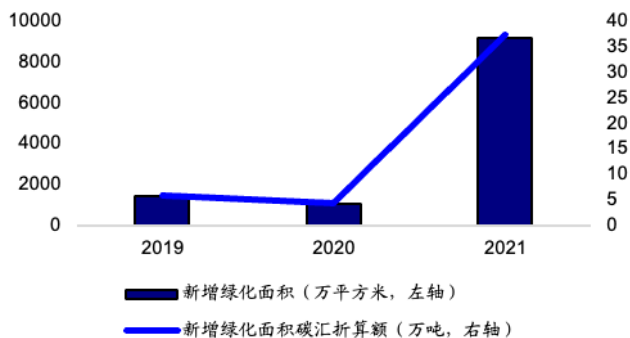


资料来源：中煤能源2021年ESG报告，海通证券研究所

另一方面，先进煤矿企业也在通过全力推动绿色企业和生态林建设，加强碳捕捉和利用等方式，实现绿色采矿、开垦和恢复，发挥减碳固碳作用。例如中国神华的准能集团创新了集成水土流失控制技术体系、实施了矿区水土保持工程，通过边开采边治理的

方式，完成 3300 多公顷的矿区治理，治理率 100%，植被盖度由 25%提高至 80%；神东矿区生态治理总面积达 384 平方公里，矿区植被覆盖率由开发初的 3-11%提高到 64%以上，植物种类由原来的 16 种增加到目前的 100 多种。

图15 中国神华碳补偿情况



资料来源：中国神华 2021 年 ESG 报告，海通证券研究所

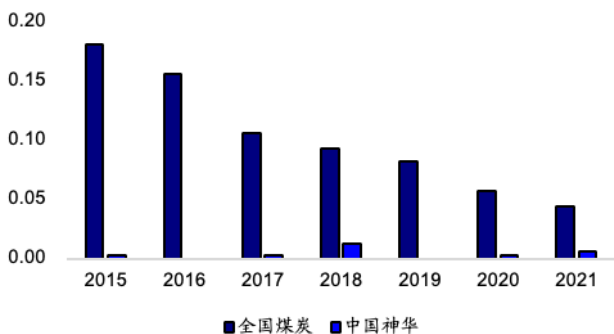
图16 中国神华神东煤炭生态成果



资料来源：中国神华 2021 年 ESG 报告，海通证券研究所

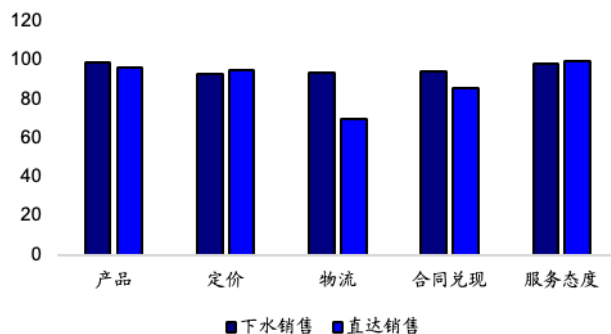
S 维度：为社会提供安全优质的煤炭产品，以人为本提升社会价值。 社会（S）维度下，煤炭企业项目勘探和生产活动过程中，对社会和当地社区带来的影响不容忽视。2021 年中国神华 ESG 报告中涉及的社会议题则包括产品责任、安全健康、员工关怀、社会公益等，2021 年投入资金约 1 亿元开展捐资助学活动，向定点帮扶和对口支援的陕西省米脂县和吴堡县、四川省布拖县和西藏自治区聂荣县投入帮扶资金合计约 1.2 亿元。

图17 原煤生产百万吨死亡率对比图



资料来源：中国神华 2021 年 ESG 报告，海通证券研究所

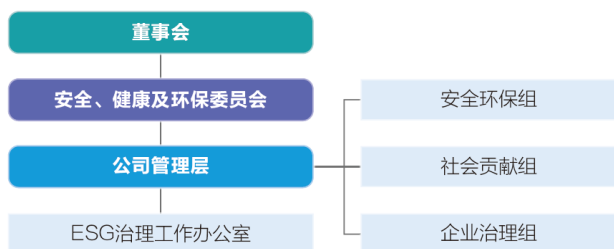
图18 中国神华 2021 年商品煤客户满意度情况 (%)



资料来源：中国神华 2021 年 ESG 报告，海通证券研究所

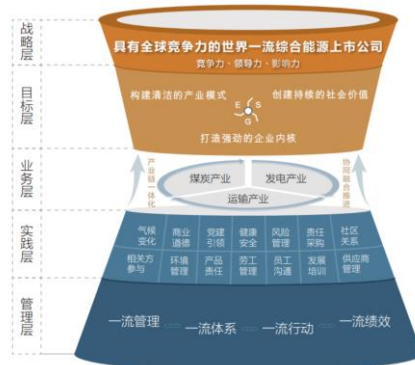
G 维度：建立气候变化管治架构，重视利益相关方沟通。 公司治理（G）维度涉及的主要领域包括公司的组织架构，董事会、股东权利、利益相关方沟通等方面。例如中国神华采用专设法建立气候变化管治架构，决定和考量公司本部及所属企业战略、经营、投资等活动相关的气候变化事宜；本部组建安全环保、社会贡献和企业治理三个 ESG 工作组，定期向安全、健康及环保委员会汇报工作进度，并审视风险。

图19 中国神华 ESG 董事会架构



资料来源：中国神华 2021 年 ESG 报告，海通证券研究所

图20 中国神华“十四五” ESG 战略模型

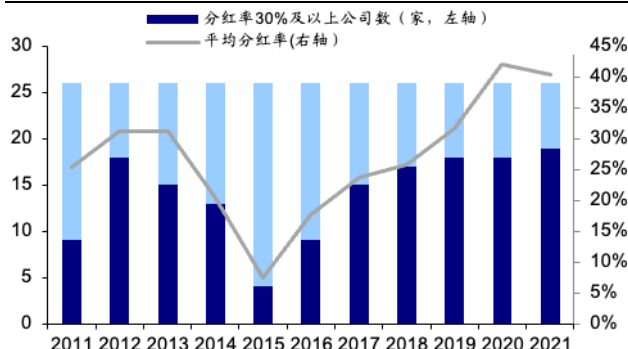


资料来源：中国神华 2020 年 ESG 报告，海通证券研究所

2.2.3 延续高分红传统，资产使用效率提升

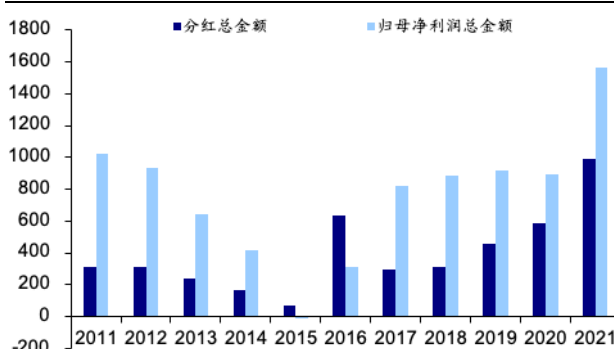
煤炭企业延续高分红传统，20 和 21 年分红比例高达 42%和 40%。2011 年以来，26 家样本公司历史平均分红比例在 20%~30%(除大幅亏损的 15、16 年)，2020 和 2021 年样本公司平均分红率分别达到 42%和 40%。同时，在盈利较好的年份，大多数企业愿意高比例分红，例如在盈利较好的 2012、2013 年以及 2017-2021 年，板块内 7 成左右公司分红比例在 30%及以上。

图21 煤炭企业历史分红情况



资料来源：wind，海通证券研究所

图22 分红金额与归母净利润（亿元）

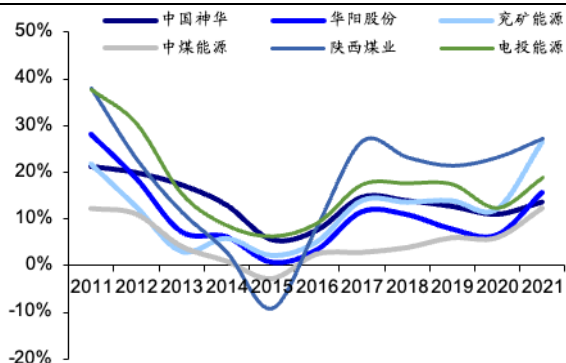


资料来源：wind，海通证券研究所

从净资产收益率指标来看，2017~2021 年重点煤炭公司平均 ROE 水平达 13.4%。2017 年以来，随着煤价上涨，主流煤炭企业 ROE 显著回升，2017~2021 年重点煤炭公司平均 ROE 水平达 13.4%，资本投入产出效率明显提升。

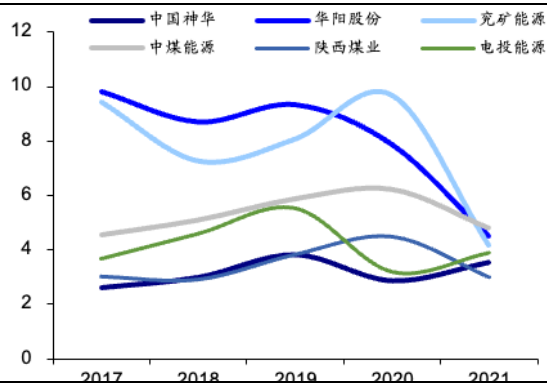
从营业现金比率指标来看，重点煤炭公司营业现金比率基本稳定，总体可持续投资能力提升。从营业现金比率来看，主流煤炭企业的营业现金比率基本保持稳定，2017~2021 年重点煤炭公司营业现金比率平均为 6 倍。2021 年由于营业现金流大幅提升致营业现金比率有所下降，总体而言可持续投资能力提升。

图23 主流煤炭公司 ROE 情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

图24 主流煤炭公司营业现金比率情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

2.3 推荐标的

中国神华：国内煤电一体化能源巨擘，ESG 水平领先。1) 公司坚持以“能源供应压舱石、能源革命排头兵”为使命，2021 年原煤产量 3.07 亿吨，发电量 1664.5 亿千瓦时。2) 公司 ESG 水平领先，通过参与设立产业投资基金和开发新能源项目推进新能源业务发展。2022 年 12 月荣获“ESG 金牛奖 2022 先锋企业”称号，成功入选“央企 ESG · 先锋 50 指数”全部四个系列指数。3) 公司维持高分红比例，2021 年分红比例高达 100%。

风险提示：动力煤价格大幅下跌，电价大幅下调，环保安检力度不易把握。

中煤能源：具备成长性的大型煤炭央企，推进绿色低碳转型发展。1) 公司积极构建完善以煤炭产业为基石、以煤基清洁高效转化利用产业和能源综合服务产业为两翼、以新能源等战略性新兴产业为重要增长极的高质量发展四业协同产业格局，2021 年完成商品煤产/销量 1.13/2.91 亿吨。2) 通过大力推动煤-电-化产业与新能源深度融合，着力打造风电、光伏及氢能、储能等多能互补、循环经济的产业格局。

风险提示：下游需求大幅下滑、在建矿井未能顺利投产。

陕西煤业：智能化煤矿建设领先，投顾模式布局新经济优质资产。1) 公司智能化建设和绿色矿山建设领先，2021 年率先发布智能化建设“十四五”规划和相关建设标准，对标世界一流与中国煤炭工业协会共建煤炭行业标杆中心。2) 依托投顾模式，布局新能源、新材料、新经济等行业优质资产，为公司转型升级孵化新项目。适时介入新兴产业赛道，探索培育第二增长曲线。

风险提示：下游需求大幅下滑、投资收益大幅亏损。

华阳股份：钠电转型龙头，“煤炭+新能源”双主业稳步发展。公司自 21 年 4 月公告与中科海钠成立合资公司布局钠离子电池正负极材料领域后，转型步伐稳步推进。正负极材料各 2000 吨于 22 年 3 月底投产；22 年 9 月电芯出品，项目落地阳泉高新区智能制造产业园，产能 1GWh，研发投入 3.2 亿元，主要为圆柱钢壳和方形铝壳电芯生产线；2023 年 2 月，中科海钠举办产品发布会，推出三款电芯产品，进一步开拓钠离子电池新时代。公司率先布局前景广阔的钠离子电池项目，有望显著受益储能行业快速发展。

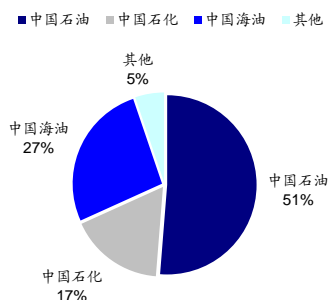
风险提示：需求大幅下滑、新建项目投产不及预期。

3. 石化：转型综合能源供应商，行业国企有望迎来估值重塑

3.1 中国石化国企具备保障能源安全的中国特色

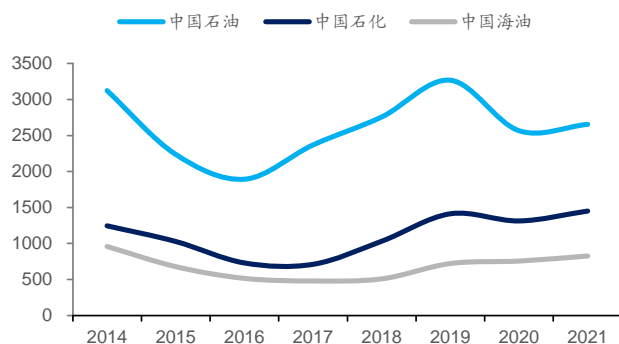
油气开采：三桶油在国内原油市场上具有举足轻重的地位。根据 Wind 及中国石油、中国石化、中国海油 2021 年年报，2021 年中国石油、中国石化、中国海油在中国原油产量占比达到 95%，在国内原油市场上具有举足轻重的地位。2018 年，尽管国际原油价格下行，三桶油仍逆势增加资本支出，对于保障国家能源安全具有重要意义。

图25 2021 年中国原油产量占比



资料来源：Wind，中国石油、中国石化、中国海油 2021 年年报，海通证券研究所

图26 2018 年三桶油逆势增加资本支出（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

油气运输：助力国家管网集团，保障天然气供应稳定。2020 年，中石油、中石化公告将旗下油气管线资产转让给国家管网集团。中国石油转让油气管线资产净值 2228.80 亿元，评估增值 458.24 亿元；中国石化转让的油气管线资产净值 860.61 亿元，评估增值 365.94 亿元。我们认为国家管网集团完成对国内油气管线整合后有助于实现全国原油、成品油、天然气管线的互联互通，有助于西部的原油、天然气更便捷地输送至东部地区，有利于油气市场的拓展。

表 2 两桶油管线资产评估情况

	管线资产净值（亿元）	管线资产评估值（亿元）	评估增值（亿元）	增值率
中国石油	2228.8	2687.05	458.24	20.56%
中国石化	860.61	1226.55	365.94	42.52%

资料来源：《中国石化：关于出售资产暨对外投资的公告》《中国石油：关于以管道业务及资产对外投资及出售的公告》，海通证券研究所

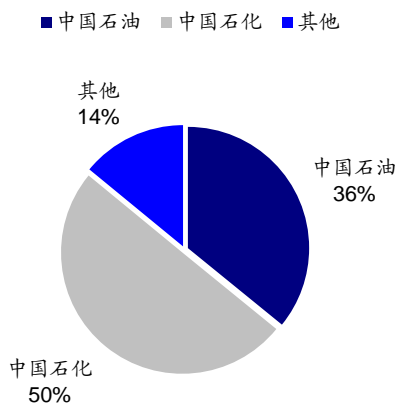
表 3 两桶油转让管线资产对价方式

	管线资产评估值（亿元）	注资国家管网集团（亿元）	持有国家管网集团股权	现金对价（亿元）
中国石油	2687.05	1495	29.90%	1192.05
中国石化	1226.55	700	14.40%	526.55

资料来源：《中国石化：关于出售资产暨对外投资的公告》《中国石油：关于以管道业务及资产对外投资及出售的公告》，海通证券研究所

成品油：顺应成品油市场化改革趋势。根据中国石油、中国石化 2021 年年报、发改委官网，2021 年中国石油和中国石化成品油销售量占中国成品油总需求量的 86%，在国内成品油市场上具有重要地位。我们认为，两桶油通过发挥一体化和营销网络优势，提升经营质量和规模，创新营销方式，实施精准营销策略，顺应了中国成品油价格市场化改革的大趋势，对于提高成品油市场运行效率，保障国家能源供应安全意义深刻。

图27 2021 年两桶油成品油销售量占中国需求量的 86%

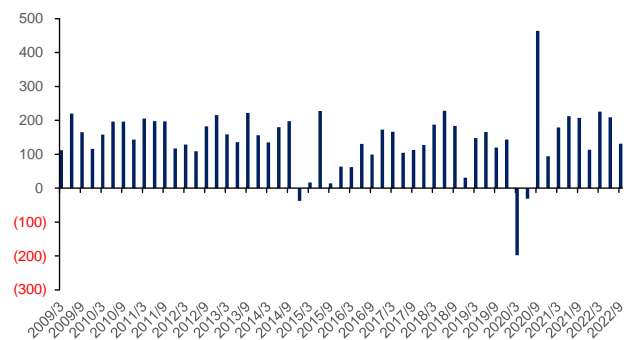


资料来源：中国石油、中国石化 2021 年年报，发改委官网，海通证券研究所

3.2 受益于环境和政策，中国石化国企盈利能力有望稳健提升

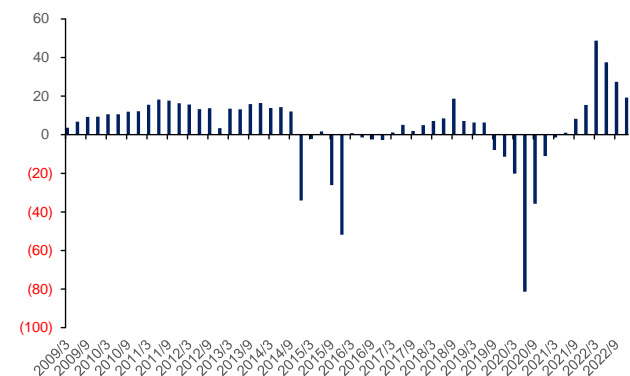
受益中国稳健增长经济环境，国内石化国企盈利较稳定。我们认为，在中国稳健增长的经济大环境下，中国石化国企受行业周期性的影响相对较小，盈利情况与海外企业相比更加稳定。根据 wind，中国石化的季度净利润在大多数时期均稳定在 200 亿元左右，而海外西方石油的单季度净利润波动较大，较多时期处于亏损状态。

图28 中国石化单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图29 西方石油单季度净利润（亿美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

国企改革大趋势下，石化国企经营效率持续提升。2015 年以来，中国持续推进国企改革，2023 年，在国企改革三年行动方案结束后，国资委又提出了新一轮国企改革深化提升行动，将主要抓好加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业等三个方面的工作。我们预计石化国企经营效率未来将持续提升。

表 4 中国持续推进国企改革

时间	国企改革内容
2015 年 8 月	中共中央、国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》。作为国企改革“1+N”顶层设计的总纲性文件，《意见》提出到 2020 年在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果
2019 年 11 月	国务院国有企业改革领导小组第三次会议提到，未来三年是关键的历史阶段，要落实好国有企业改革顶层设计，抓紧研究制定国有企业改革三年行动方案，明确提出改革的目标、时间表、路线图
2020 年 6 月	中央深改委审议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》
2023 年 3 月	国资委明确新一轮国企改革深化提升行动三方面重点，将主要抓好加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业等三个方面的工作。

资料来源：《关于深化国有企业改革的指导意见》，中国政府网，海通证券研究所

碳中和目标提出后，石化国企向综合能源服务商转型。根据中国石油官网、中国石化 2021 年年报，中国海油招股说明书，中国石化将着力打造“油气氢电服”综合能源服务商，中国石油将向“油气热电氢”综合性能源公司转型，中国海油将利用海上生产作业和管理经验，积极探索海上风电新能源业务发展。我们认为随着三桶油逐步转型，其竞争能力和盈利能力将进一步增强。

表 5 石化国企向综合能源服务商转型方向

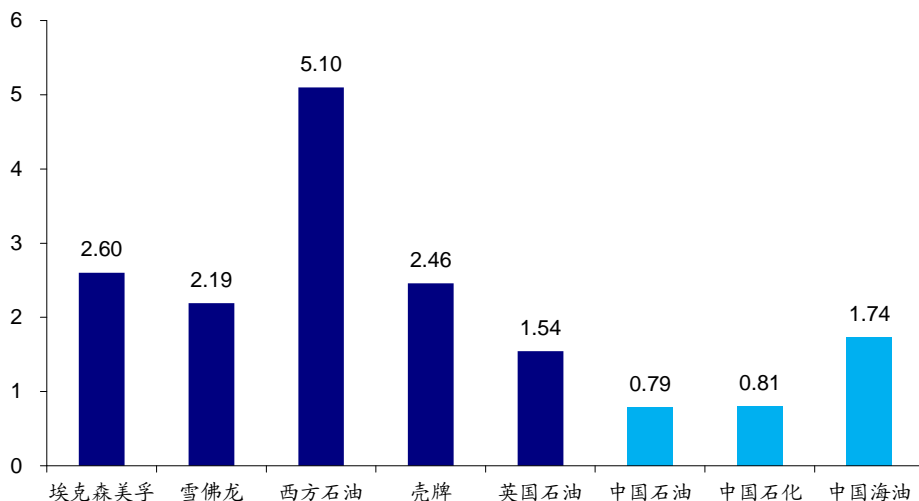
序号	公司	转型方向
1	中国石化	油、气、氢、电、服
2	中国石油	油、气、热、电、氢
3	中国海油	大力发展海上风电

资料来源：中国石油官网、中国石化 2021 年年报，中国海油招股说明书，海通证券研究所

3.3 中国特色估值体系下，石化国企估值存在提升空间

中国石化国企 PB 低于海外石化企业。根据 wind，大多数海外石化企业 PB 都在 2-3 倍之间。国内中国石化 PB 0.79 倍，中国石油 PB 0.81 倍，中国海油 PB 1.74 倍，均低于海外石化企业平均水平。

图30 中国石化国企 PB 低于海外企业（倍，2021 年）



资料来源：Wind，海通证券研究所

中国特色估值体系下，石化国企有望迎来估值重塑。我们认为，中国石化国企拥有国内大部分原油及成品油资源，具备保障能源安全的中国特色，能够发挥整体优势集中力量办大事，这方面价值在中国特色估值体系下有望被重估。同时，受益中国稳健增长

经济环境，中国石化国企受行业周期性的影响相对较小，盈利情况与海外企业相比更加稳定。这方面优势也有待被市场发掘。

展望未来，中国石化国企估值存在持续提升动力。我们认为，中国石化国企估值提升的动力来自于两个方面。第一在国企改革趋势下，中国石化国企经营效率和盈利能力有望持续改善，推动公司估值提升；第二，在碳中和背景下，中国石化国企也将逐渐从传统油气供应商转型成为综合能源供应商，有望迎来估值重塑；

3.4 推荐标的

中国石油：低估值原油开采龙头。（1）2021 年公司国内原油产量 7.53 亿桶，产量占比达 51%。（2）目前公司 PB 低于海外同行业公司估值水平。（3）“油气热电氢”发展战略，在巩固传统油气业务基础上，大力发展氢能、热电等清洁能源。

风险提示：需求大幅下滑，建设项目进度不及预期，成品油价格大幅下跌。

中国石化：低估值炼化龙头。（1）2021 年公司每年原油加工量 2.5 亿吨左右，是国内最大炼化企业。我们认为，随着成品油需求恢复，公司将受益。（2）目前公司 PB 低于海外同行业公司估值水平。（3）“油气氢电服”发展战略，在巩固传统油气业务基础上，大力发展氢能、光伏等清洁能源。

风险提示：需求大幅下滑，建设项目进度不及预期，成品油价格大幅下跌。

中国海油：油气资源规模大，主导中国海域勘探开发。公司是世界最大的独立油气勘探开发公司之一，拥有丰厚的资源基础。截至 2021 年末，本公司净证实储量约 57.3 亿桶油当量。近 5 年储量寿命持续维持在 10 年以上，产量增速位居同业公司前列。中国海域勘探程度较低，油气资源发现潜力较大。公司主导中国海域勘探开发，具备丰富的中国海域油气勘探开发经验，已建成了成熟的海上生产设施和海底管网系统，有力支撑未来区域化勘探开发。

风险提示：需求大幅下滑，建设项目进度不及预期，成品油价格大幅下跌。

4. 公用事业：肩承能源保供和低碳转型，有望受益于新一轮国企改革

4.1 行业供需和市场化改革仍具成长空间，目前估值水平较低

公用事业行业目前使用较多的两种估值方法，一种是 PE 估值法，多适用于盈利较为稳定的新能源发电企业；另一种是 PB 估值法，多适用于近期煤炭成本波动导致盈利波动较大的火电企业。两种方法也是海外成熟的资本市场较为普遍使用的估值方法。

通过对比我们选取的几家代表 A 股和美股电力上市公司可以发现，美国电力股平均 PB 水平在 2.34 倍左右，高于我国的电力股 1.45 倍左右的 PB 水平。

表 6 A 股和美股重要电力上市公司估值对比（截至 2023 年 3 月 10 日）

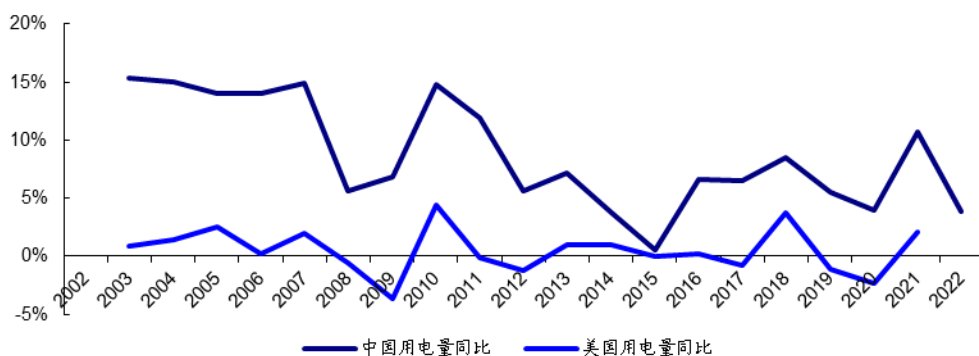
股票代码	公司简称	PB (倍)	PE (倍)
600795.SH	国电电力	1.5	-37.5
003816.SZ	中国广核	1.3	14.6
601985.SH	中国核电	1.5	15.2
600027.SH	华电国际	1.5	-11.5
AEP	美国电力	1.9	19.5
DUK	杜克能源	1.5	29.2
SO	南方电力	2.3	19.8
NEE	新纪元能源	3.7	35.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们认为造成两国电力企业估值差异较大的原因在于两国电力供需的差异:

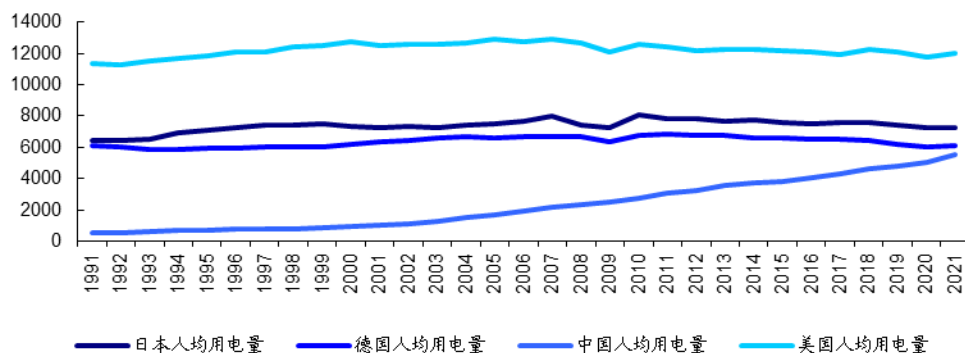
电力需求方面: 美国的电力需求已十分成熟, 处于稳定期, 用电量、用电量增速均变化较小, 用电增速甚至会出现负增长的情况; 而中国的电力需求虽然度过了增速 10% 以上的高速增长期, 但增速仍然不低, 还是处于稳定成长的阶段; 从人均用电量的角度看, 我国人均用电量仍远低于西方发达国家, 居民生活及第三产业用电需求仍有不小的潜力。

图31 中美用电量同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

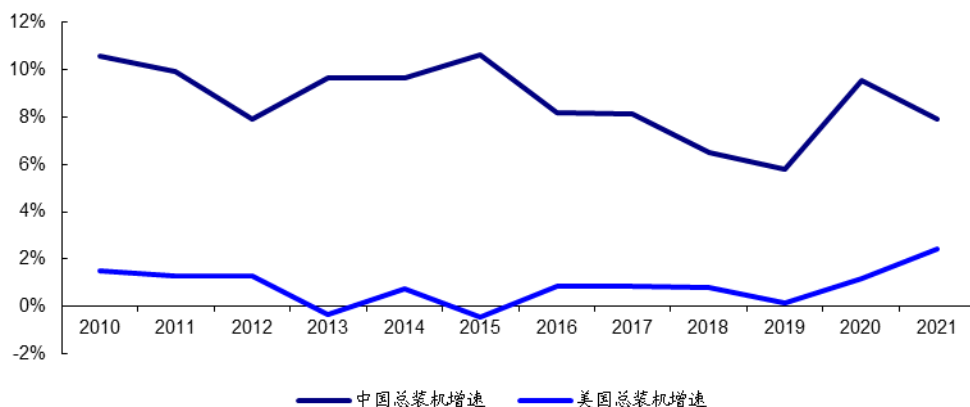
图32 中美日德四国年人均用电量 (千瓦时)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

电力供给（发电装机和发电量）方面：美国以火电为主，而火电装机又以燃气机组为主；中国的火电装机则以燃煤机组为主。从中美装机增速及发电量增速可以看到，美国的装机及发电增速均已处于较低水平，而中国发电装机始终保持较快增长，且新能源装机占比逐步提升，未来空间较大。

图33 中美总装机量增速

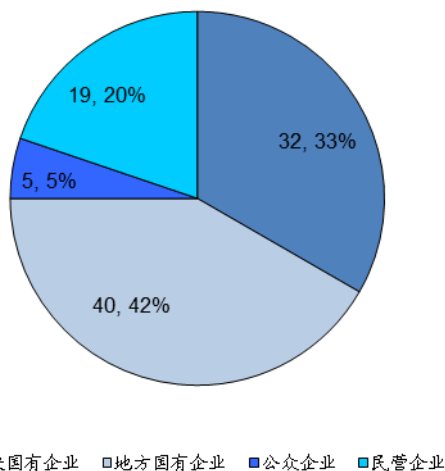


资料来源：Wind，海通证券研究所

电力市场化改革进程方面：美国的电力体制已经较为成熟，诸如电力期货等电力交易品种众多，成熟的电力辅助服务市场的设计也能确保电力供应的稳定性和发电企业的合理收益率。我们认为随着我国电力市场化机制改革的进一步深化推进，市场化电量占比将不断提升，电价最终也将会由市场供需关系、发电企业经营成本等市场因素所决定。

因此，我们认为中国的电力公司相比美国具有更好的成长性，并且中国特色社会主义制度的优越性使得 A 股市场相比海外市场具有更小的系统性风险，理应迎来估值修复。截至 2023 年 3 月 10 日，公用事业行业（申万行业分类）的 PB（MRQ）仅为 2.90 倍；在所有 31 个行业中排名第 26，估值水平明显低于市场整体水平。根据申万行业分类，目前 A 股电力行业一共 96 家上市公司，其中国企的数量达到 72 家，占比 75%。由于 A 股央国企的估值普遍偏低，我们认为央国企占比较大是电力行业估值偏低的重要原因之一，若央国企的估值恢复正常水平，电力行业也有望回归合理的水平。

图34 电力行业各类型公司占比（个，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 公用事业中特估值体系探讨

证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上提出，“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。我们认为中国特色估值体系的核心要义或在于促进以央国企为首的上市公司价值重估，从而引导金融资源更好地服务国家战略，并为构建新发展格局、全面推进中国式现代化，提供坚实基础和战略支撑。基于我国电力行业的发展现状以及国家政策的大政方针，我们认为形成电力行业的中国特色社会主义估值体系正当时，应主要注意以下两点：

1. 关注 ROE

2023 年初，国资委将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，将净利润指标调整为 ROE，将营业收入利润率调整为现金比率，体现了国家对央企盈利能力、盈利质量的高度重视，是构建“中国特色估值体系”，推动国有上市公司价值重估的重要基础。ROE 在中国特色估值体系中的重要性愈加凸显，启示我们在对 A 股电力行业的上市公司估值时，可以考虑将 ROE 也纳入估值体系之中，关注电力企业 ROE 的表现，结合国内电力企业的实际发展状况，促使电力企业尤其是电力央国企的估值回升到合理水平。

2. 将 ESG 纳入中国特色估值体系

对目前电力企业来说，环境、社会、治理 (ESG) 问题的对应非常重要。不仅仅是投资者和政府、客户等相关利益者要求降低二氧化碳排放量，没有采取全面可持续发展方法的公司也将落后于时代。没有可靠的 ESG 计划、不想承担相关义务的电力公司将面临来自投资人和公共领域的压力，这一趋势在“双碳”政策的加持下会越来越明显。电力公司由于其所处行业的特殊性，对气候变化及其造成的社会影响负有很大责任和义务。由于 A 股电力行业上市多为央国企，我们认为其承担的社会责任也会更加积极和主动。将 ESG 纳入估值考量，本质意义是对目前纯粹基于财务经济价值考量的估值体系的修正和优化。ESG 投资估值中环境因素、社会因素和治理因素的考量，分别符合人与自然和谐共生、全体人民共同富裕、物质文明和精神文明相协调的中国特色估值体系要求，对于推动可持续投融资、企业可持续转型都具有重要价值。

4.3 推荐标的

中国特色估值体系基调下，央国企的投资价值开始受到重视，估值体系有望重塑。电力行业的大型央国企承担着能源保供与低碳转型的双重责任，在能源保供中发挥着压舱石的作用，将持续受益新一轮国企改革。我们建议重视电力行业在中国特色估值体系大背景下的投资机会。建议关注行业内的大型国资背景的上市公司：**华电国际、中国广核、华能国际、国电电力、大唐发电**等。

风险提示：煤炭价格大幅上涨、电价下行、新能源投产不及预期。

5. 环保：行业处于成长期，存在估值修复空间

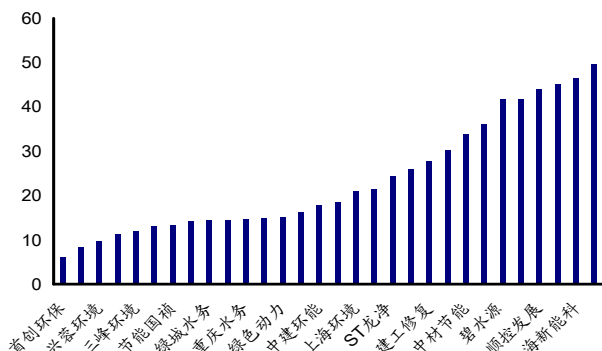
5.1 国内环保行业估值处于低位，国、央企价值显著低估

5.1.1 环保行业：国、央企业估值显著低于民企

当前国、央企估值显著低于民企，存在较大的估值重塑空间。根据 Wind 数据（剔除异常值），2023 年 3 月 8 日国企 PE (TTM) 最大值为 49.58 倍，最小值为 6.16 倍，均值为 23.41 倍；民企 PE (TTM) 估值最大为 151.26 倍，最小值为 10.72 倍，均值为

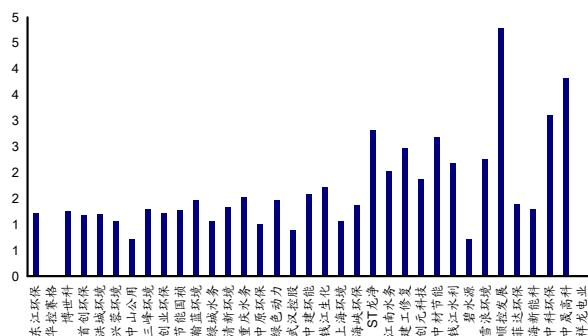
44.67 倍。国企 PB (LF) 最大为 4.78 倍, 最小为 0.70 倍, 均值为 1.66 倍; 民企 PB (LF) 估值最大为 9.89 倍, 最小为 0.80 倍, 均值为 2.60 倍。

图35 环保行业国、央企 PE (TTM) 估值 (倍)



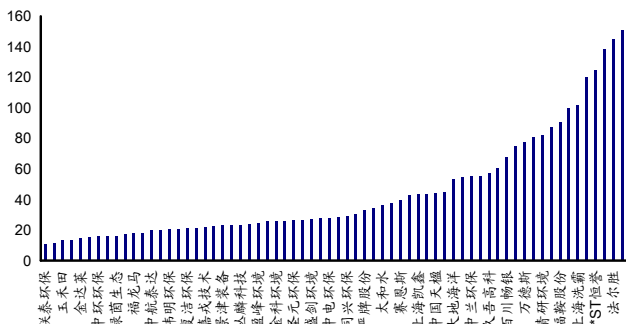
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图36 环保行业国、央企 PB (LF) 估值 (倍)



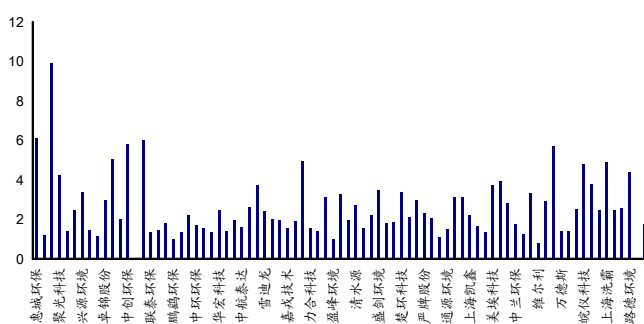
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图37 环保行业民企 PE (TTM) 估值 (倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 环保行业民企 PB (LF) 估值 (倍)

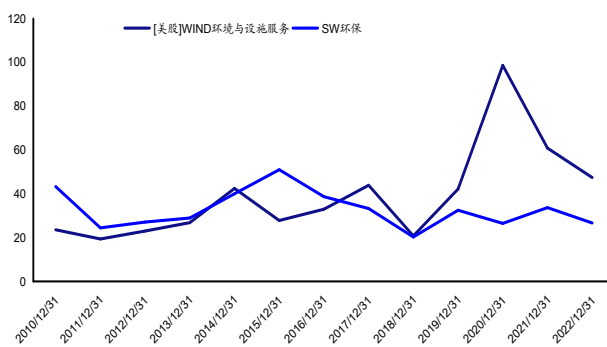


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.1.2 环保行业: 国内环保行业估值水平略低于海外同业

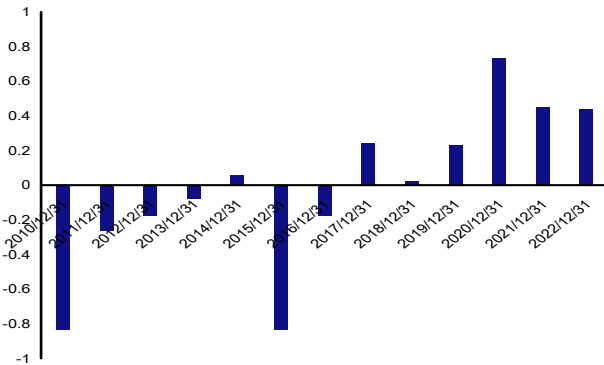
国内环保行业估值水平略低于海外环保行业。根据 Wind 数据, 2010-2022 年国内环保行业 PE (TTM) 估值最大值为 50.99 倍, 最小值为 20.27 倍, 均值为 32.79 倍, 中位数为 32.48 倍; 海外 PE (TTM) 估值最大为 98.62 倍, 最小为 19.37 倍, 均值为 39.21 倍, 中位数为 32.96 倍。自 2017 年以来, 国内环保行业相对海外市场折价, 2020 年折价率达最高点 73.15%。

图39 2010-2022 年国内、美股环保 PE (TTM) 估值 (倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图40 2010-2022 年国内环保行业相对美股折价率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

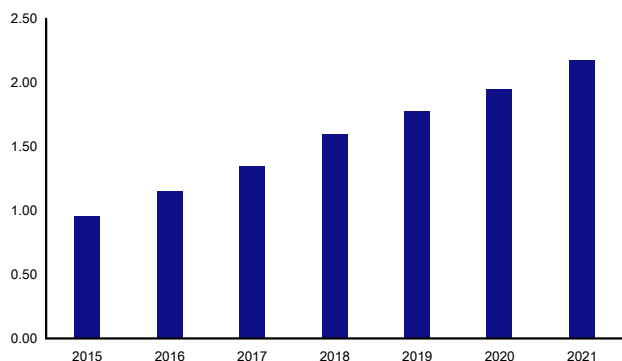
5.2 行业生命周期：环保行业处于成长期，存在估值修复空间

国内环保行业处于成长期，存在估值修复空间。根据 MBA 智库，行业生命周期指行业从出现至完全退出社会经济活动所经历的时间，包括幼稚期、成长期、成熟期、衰退期。我们认为，从环保行业规模、盈利水平而言虽相对放缓，但从竞争对手数量、专利数量持续提升，以及“双碳”政策注入新动力角度分析，环保行业仍处于成长期，未来有望修复当前低估值。

5.2.1 环保行业营收增长放缓，竞争对手、专利数稳中有升

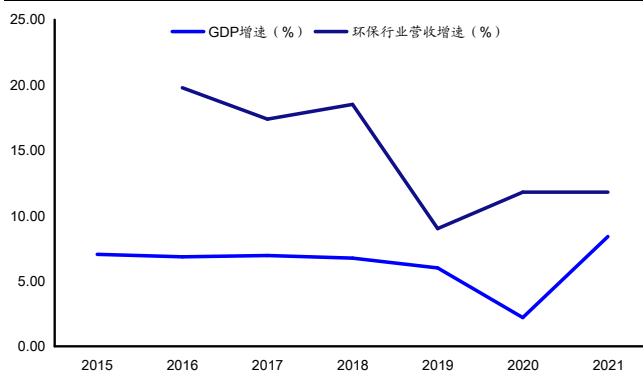
环保行业规模保持提升，同比增速放缓但仍高于 GDP 增速。2015-2021 年环保产业营收 CAGR 为 14.65%；2021 年环保产业营收规模达 2.18 万亿，同比增长 11.79%。高于 GDP 增速 8.40%。2015-2021 年，环保行业成长速度放缓，但仍领先于国家经济发展。

图41 2015-2021 年环保行业营收（万亿）



资料来源：环境生态部官网、中国环境报、中国网财经、新华社、中国环境保护产业协会、陕西省工信厅、中国政府网、中国经济网、海通证券研究所

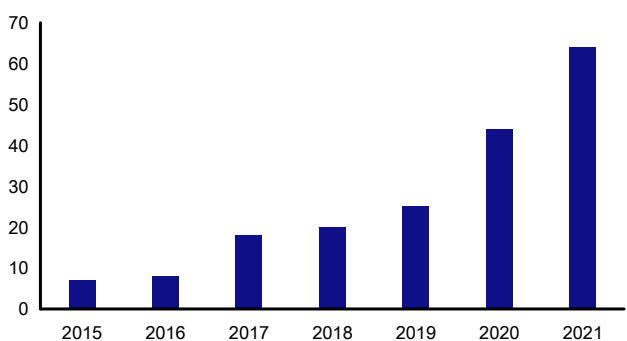
图42 2015-2021 年环保行业营收增速对比 GDP 增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

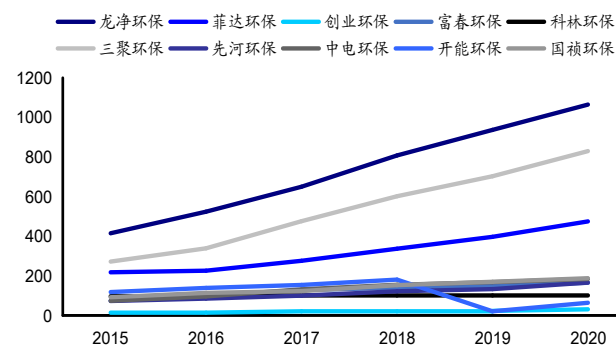
环保上市公司数量保持增长，公司专利数逐步提升。根据申万一级环保行业 IPO 数量统计数据，2015-2021 年环保上市公司数量逐步上升，至 2021 年环保上市公司已累计达 64 家。根据 Wind 数据（选择 11 家主要环保公司），环保上市公司年度专利数量处于快速增长期，其中龙净环保 2020 年专利数量已达 1065 件。

图43 2015-2021 年申万一级环保行业 IPO 数量（家）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图44 2015-2020 年环保公司专利数（件）



资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2.2 鼓励加快建立“双碳”体系，环保行业赋予新动能

双碳目标赋予环保行业新动能，绿色低碳发展为未来主旋律。中共十八大以来，在习近平生态文明思想指引下，中国贯彻新发展理念，将应对气候变化摆在国家治理更加突出的位置，不断提高碳排放强度削减幅度，不断强化自主贡献目标，以最大努力提高应对气候变化力度，推动经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化。2020年9月22日，中国国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上郑重宣示：中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，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。我们认为，随着双碳目标的提出对于环保行业注入了新的活力，各类国家级政策出台鼓励加快“双碳”体系，赋予环保产业新动能。

表 7 近年环保行业相关国家级重要政策

政策名称	颁布时间	颁布单位	主要内容
《关于推动职能部门做好生态环境保护工作的意见》	2022.10.27	生态环境部等 18 家单位	地方各级党委和政府要坚持以人民为中心的发展思想，把解决突出生态环境问题作为民生优先领域，加强组织领导、强化统筹协调、完善体制机制、严格监督考核，不断推动落实生态环境保护党政同责、一岗双责，督促指导有关职能部门在履行生态环境保护职责中敢担当、能负责、形成工作合力。
《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	2022.09.20	国家能源局	到 2025 年，初步建立起较为完善、可有力支撑和引领能源绿色低碳转型的能源标准体系，能源标准从数量规模型向质量效益型转变，标准组织体系进一步完善，能源标准与技术创新和产业发展良好互动，有效推动能源绿色低碳转型、节能降碳、技术创新、产业链减排。 建立完善以光伏、风电为主的可再生能源标准体系，研究建立支撑新型电力系统建设的标准体系，加快完善新型储能标准体系，有力支撑大型风电光伏基地、分布式能源等开发建设、并网运行和消纳利用。 制定一批新兴技术和产业链减排相关技术标准，健全相关标准组织体系，实现能源领域碳达峰产业链相关环节标准全覆盖。修订一批常规能源生产转化和输送利用能效相关标准，提升标准要求水平，助推和规范资源综合利用、能效提升。 到 2030 年，建立起结构优化、先进合理的能源标准体系，能源标准与技术创新和产业转型紧密协同发展，能源标准化有力支撑和保障能源领域碳达峰、碳中和。
《工业领域碳达峰实施方案》	2022.07.07	工信部、国家发改委、生态环境部	“十四五”期间，产业结构与用能结构优化取得积极进展，能源资源利用效率大幅提升，建成一批绿色工厂和绿色工业园区，研发、示范、推广一批减排效果显著的低碳零碳负碳技术工艺装备产品，筑牢工业领域碳达峰基础。到 2025 年，规模以上工业单位增加值能耗较 2020 年下降 13.5%，单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降。 “十五五”期间，产业结构布局进一步优化，工业能耗强度、二氧化碳排放强度持续下降，努力达峰削峰，在实现工业领域碳达峰的基础上强化碳中和能力，基本建立以高效、绿色、循环、低碳为重要特征的现代工业体系。确保工业领域二氧化碳排放 2030 年前达峰。
《城乡建设领域碳达峰实施方案》	2022.06.30	住建部、国家发改委	2030 年前，城乡建设领域碳排放达到峰值。城乡建设绿色低碳发展政策体系和体制机制基本建立；建筑节能、垃圾资源化利用等水平大幅提高，能源资源利用效率达到国际先进水平；用能结构和方式更加优化，可再生能源应用更加充分；城乡建设方式绿色低碳转型取得积极进展，“大量建设、大量消耗、大量排放”基本扭转；城市整体性、系统性、生长性增强，“城市病”问题初步解决；建筑品质和工程质量进一步提高，人居环境质量大幅改善；绿色生活方式普遍形成，绿色低碳运行初步实现。力争到 2060 年前，城乡建设方式全面实现绿色低碳转型，系统性变革全面实现，美好人居环境全面建成，城乡建设领域碳排放治理现代化全面实现，人民生活更加幸福。

《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022-2030年）》	2022.06.24	科技部等九部门	<p>立足新发展阶段，完整、准确、全面贯彻新发展理念，构建新发展格局，坚持系统观念，处理好发展和减排、整体和局部、长远目标和短期目标、政府和市场的关系，坚持创新驱动作为发展的第一动力，坚持目标导向和问题导向，构建低碳零碳负碳技术创新体系，统筹提出支撑2030年前实现碳达峰目标的科技创新行动和保障举措，并为2060年前实现碳中和目标做好技术研发储备。</p> <p>通过实施方案，到2025年实现重点行业和领域低碳关键核心技术的重大突破，支撑单位国内生产总值（GDP）二氧化碳排放比2020年下降18%，单位GDP能源消耗比2020年下降13.5%；到2030年，进一步研究突破一批碳中和前沿和颠覆性技术，形成一批具有显著影响力的低碳技术解决方案和综合示范工程，建立更加完善的绿色低碳科技创新体系，有力支撑单位GDP二氧化碳排放比2005年下降65%以上，单位GDP能源消耗持续大幅下降。</p>
《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》	2022.05.25	财政部	<p>到2025年，财政政策工具不断丰富，有利于绿色低碳发展的财税政策框架初步建立，有力支持各地区各行业加快绿色低碳转型。2030年前，有利于绿色低碳发展的财税政策体系基本形成，促进绿色低碳发展的长效机制逐步建立，推动碳达峰目标顺利实现。2060年前，财政支持绿色低碳发展政策体系成熟健全，推动碳中和目标顺利实现。</p>
《农业农村减排固碳实施方案》	2022.05.07	农业农村部、国家发改委	<p>“十四五”期间，在增强适应气候变化能力、保障粮食安全基础上，坚持降低排放强度为主、控制排放总量为辅的方针，着力构建政策激励、市场引导和监管约束的多向引导机制，探索全社会协同推进农业农村减排固碳的实施路径。</p> <p>到2025年，农业农村减排固碳与粮食安全、乡村振兴、农业农村现代化统筹融合的格局基本形成，粮食和重要农产品供应保障更加有力，农业农村绿色低碳发展取得积极成效，农业生产结构和区域布局明显优化，种植业、养殖业单位农产品排放强度稳中有降，农田土壤固碳能力增强，农业农村生产生活用能效率提升。</p> <p>到2030年，农业农村减排固碳与粮食安全、乡村振兴、农业农村现代化统筹推进的合力充分发挥，种植业温室气体、畜牧业反刍动物肠道发酵、畜禽粪污管理温室气体排放和农业农村生产生活用能排放强度进一步降低，农田土壤固碳能力显著提升，农业农村发展全面绿色转型取得显著成效。</p>
《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	2022.05.06	中共中央办公厅、国务院办公厅	<p>到2025年，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展，县城短板弱项进一步补齐补强，一批具有良好区位优势和产业基础、资源环境承载能力较强、集聚人口经济条件较好的县城建设取得明显成效，公共资源配置与常住人口规模基本匹配，特色优势产业发展壮大，市政设施基本完备，公共服务全面提升，人居环境有效改善，综合承载能力明显增强，农民到县城就业安家规模不断扩大，县城居民生活品质明显改善。再经过一个时期的努力，在全国范围内基本建成各具特色、富有活力、宜居宜业的现代化县城，与邻近大中城市的发展差距显著缩小，促进城镇体系完善、支撑城乡融合发展作用进一步彰显。</p>
《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求推动数据中心和5G等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》	2021.11.30	国家发改委、中央网信办、工信部、国家能源局	<p>到2025年，数据中心和5G基本形成绿色集约的一体化运行格局。数据中心运行电能利用效率和可再生能源利用率明显提升，全国新建大型、超大型数据中心平均电能利用效率降到1.3以下，国家枢纽节点进一步降到1.25以下，绿色低碳等级达到4A级以上。全国数据中心整体利用率明显提升，西部数据中心利用率由30%提高到50%以上，东西部算力供需更为均衡。5G基站能效提升20%以上。数据中心、5G能耗动态监测机制基本形成，综合产出测算体系和统计方法基本健全。在数据中心、5G实现绿色高质量发展基础上，全面支撑各行业特别是传统高耗能行业的数字化转型升级，助力实现碳达峰总体目标，为实现碳中和奠定坚实基础。</p>
《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	2021.10.24	中共中央国务院	<p>到2025年，绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，重点行业能源利用效率大幅提升。单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%；单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%；非化石能源消费比重达到20%左右；森林覆盖率达到24.1%，森林蓄积量达到180亿立方米，为实现碳达峰、碳中和奠定坚实基础。</p> <p>到2030年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。单位国内生产总值能耗大幅下降；单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上；非化石能源消费比重达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上；森林覆盖率达到25%左右，森林蓄积量达到190亿立方米，二氧化碳排放量达到峰值并实现稳中有降。</p>

			到 2060 年,绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系全面建立,能源利用效率达到国际先进水平,非化石能源消费比重达到 80%以上,碳中和目标顺利实现,生态文明建设取得丰硕成果,开创人与自然和谐共生新境界。
《2030 年前碳达峰行动方案的通知》	2021.10.24	中共中央国务院	“十四五”期间,产业结构和能源结构调整优化取得明显进展,重点行业能源利用效率大幅提升,煤炭消费增长得到严格控制,新型电力系统加快构建,绿色低碳技术研发和推广取得新进展,绿色生产生活方式得到普遍推行,有利于绿色低碳循环发展的政策体系进一步完善。到 2025 年,非化石能源消费比重达到 20%左右,单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%,单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%,为实现碳达峰奠定坚实基础。

资料来源: 中国政府网、国家发改委官网、新华社、农业农村部官网、国家能源局官网,海通证券研究所

5.3 中国特色估值重塑和办法

5.3.1 国、央企产业协同、产业转型升级实现估值重塑

环保国、央企产业协同叠加产业转型升级, 双轮实现估值重塑。根据环保国、央企收购情况分析, 收购环保国、央企改革侧重实现产业协同, 实现提质增效。国、央企在保持原有资源和资金优势的同时, 进一步引入市场化机制, 充分利用自身资源, 通过并购整合产业链上下游, 实现产业协同, 提升内部生产、管理效率。

环保国、央企产业转型布局新兴赛道, 响应国家节能减碳政策。另一方面, 国、央企开展布局新能源领域, 涵盖光伏、氢能等清洁能源; 以及发展循环经济, 如危废资源化、再生金属回收等业务。我们认为, 环保国、央企改革着重在于产业协同带来提质增效叠加产业转型升级, 将有效提升国、央企整体竞争力, 进而向上重塑国、央企估值。

表 8 2021 至今环保行业国、央企业并购情况

证券简称	最新公告时间	并购事项	并购目的
产业协同			
中原环保	2021.03	收购完成后, 鼎盛固废由公司控股子公司变更为全资子公司, 有利于公司发挥投融资优势, 提升管理决策效率和运营管理能力, 推动公司深耕固废行业, 促进公司全产业链发展, 增强市场综合竞争力。	产业协同
清新环境	2021.04	公司将引入行业领先的水务项目管理模式, 取得业务开展的优质资质, 扩大在水务行业的覆盖面, 有利于增强公司综合竞争力。	产业协同
远达环保	2021.04	公司向全资子公司远达水务增资, 由水务公司收购财信实业 100% 的股权, 符合公司战略发展方向, 有利于快速扩大公司水务运营资产规模, 提升经营业绩	产业协同
ST 龙净	2021.07	通过收购弘德环保, 公司可进一步扩大并夯实在重点区位的优质危废项目布局, 提升公司在危废领域的竞争实力和行业地位; 其次, 运营类业务的收入和利润占比将进一步提升, 有助于公司完善“高端装备制造+EPC 工程服务+公用设施运营”这一稳定、可持续的业务模式	产业协同
中原环保	2021.11	收购完成后, 中原晟启由公司控股子公司变更为全资子公司, 有利于公司发挥投融资优势, 提升管理决策效率和运营管理能力, 进一步深耕污泥处置领域, 持续加强污泥处置及资源化利用关键核心技术攻关和市场化应用, 促进公司全产业链发展, 增强市场综合竞争力。	产业协同
兴蓉环境	2021.12	有利于公司持续拓展成都二、三圈层水务环保市场, 提高公司的市场占有率和影响力。	产业协同
首创环保	2021.11	本次收购为提升公司在环保领域的综合竞争能力, 进一步开拓大气污染治理市场。	产业协同
建工修复	2022.01	本次收购华昱公司可以充实公司固危废处理板块, 延伸公司业务链条, 是公司打造环境修复综合服务商的重要举措。	产业协同

清新环境	2022.05	通过本次收购公司将进一步扩大危废资源化领域业务的处置规模，拓展深度资源化业务，延伸细分领域业务链，增强盈利能力及危废市场的综合竞争力	产业协同
兴蓉环境	2023.01	本次收购将拓展公司主业版图至中国山东地区。	产业协同
绿色动力	2023.02	本次交易若成功实施，将扩大公司生活垃圾焚烧发电业务规模，提高市场占有率与竞争力。	产业协同
转型升级			
东江环保	2021.07	本次收购有利于公司快速进入稀贵金属回收业务领域。	转型升级
ST 龙净	2022.10	本次交易是基于紫金矿业在规划中的清洁能源项目装机需求量大、应用场景多及公司新能源业务布局需要。	转型升级
顺控发展	2022.11	有利于公司稳步快速切入和拓展危废领域业务，加快多元化环保业务布局。	转型升级

资料来源：各公司股权收购公告，海通证券研究所

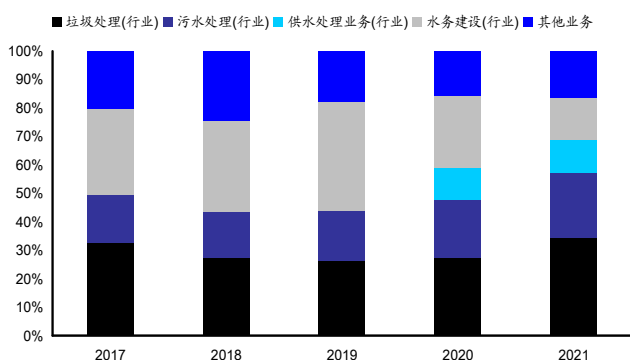
5.3.2 多生命周期适配不同估值方法

目前环保行业国、央企业务可分为两大类，一类为传统领域业务，一类为新能源、新材料领域业务。由于传统、新兴领域业务增长确定性不同，不同业务比重的环保国、央企应采取对应合适的估值方法，有效体现公司合理价值。

针对传统业务比重较高的环保企业，可以采取 DCF 模型估值。以首创环保为例，公司是北京首都创业集团旗下国有控股环保旗舰企业，主营传统运营类业务范围包括供水、污水处理等城镇水务业务，以及固废处理、海绵城市、黑臭水体治理、村镇水环境治理等综合环境治理业务，并逐步延伸至绿色资源循环利用业务。

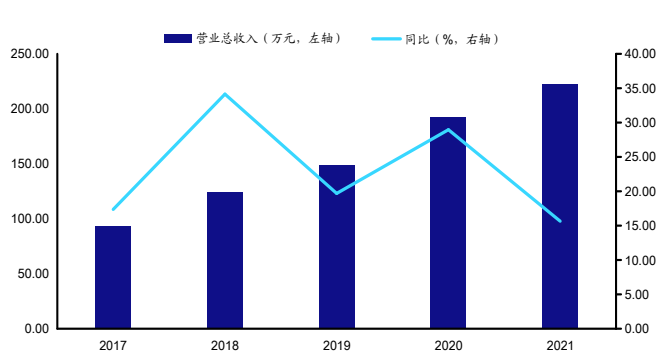
公司环保传统业务比重较高，整体收入增速波动较小。2017-2021 年公司主营业务中垃圾处理、污水处理等传统领域业务占比较高，2021 年传统领域营收占比总营收的 83.53%；2017-2021 年公司总营收 CAGR 达 24.40%，同比增速标准差为 8。因此，我们认为针对传统业务板块占比较高的环保国、央企，营收增速波动较小，可预测相对合理的增长率，可以采取 DCF 模型估值。

图45 2017-2022 年首创环保主营业务占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图46 2017-2021 年首创环保总营收及同比

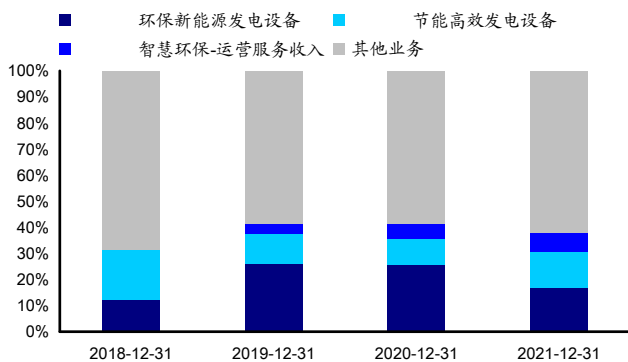


资料来源：Wind，海通证券研究所

针对新能源、新材料业务占比较高的环保国企，估值方法应采用分别估值法计算传统与新业务估值。传统类业务可采用上述 DCF 模型估值，新兴领域业务估值可以采用 PE、PB 相对估值法估值。以华光环能为例，公司主要业务包括锅炉设备制造、电站工程与服务(含光伏电站)、环境工程与服务、地方能源供应及地热资源开发与运营。新兴领域涵盖环保新能源发电设备、节能高效发电设备、氢能等新兴领域。根据上证 e 互动，2022 年公司在氢能领域已完成 30Nm³ /h 碱性电解水制氢设备的中试。

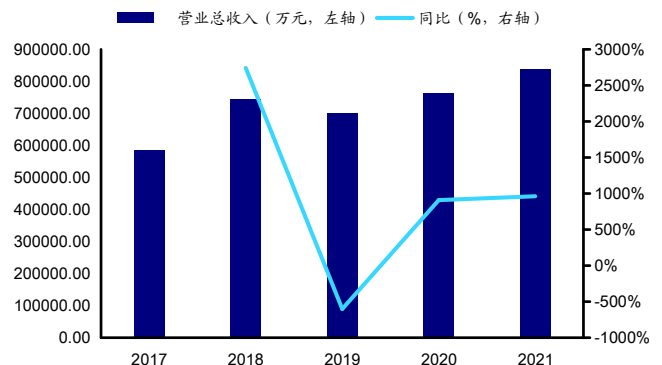
2021 年华光环能新兴业务板块占比达 32.97%；2017-2021 年公司总营收 CAGR 为 9.39%，同比增速标准差为 14，其中 2019 年营收增速为负达-6.02%，系节能高效发电设备及电站工程与服务营收大幅下降。因此，针对增长率波动明显的新兴领域业务，可以采用 PE、PB 相对估值法。

图47 2018-2021 年华光环能业务占比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图48 2017-2021 年华光环能总营收 (万元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 建材：水泥现金牛、降碳主力军望迎价值重估

6.1 需求平台期，供给收缩

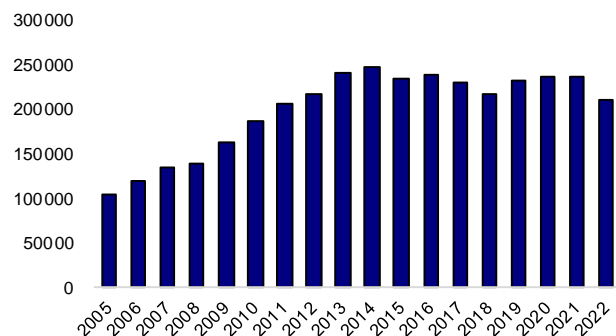
建材行业中的央企企业主要集中在水泥行业，我们认为当前水泥进入需求平台期的新常态。由于水泥不可长期储存性（库存天数往往很少），我们往往以产量表征需求。

2014 年之前，我国房地产、基建投资非常旺盛，带动水泥需求持续增长，2014 年达到 24.76 亿吨的顶峰，2014 年以后水泥需求未超过这一数值，水泥需求进入产业周期的成熟期，考虑到我国城镇化进程仍在继续，我们预计一段时间内不会看到水泥需求的断崖式下跌。

从增速看，2014 年以后水泥增速的波动水平明显下一台阶，除某些年份特殊因素外（2022 年受房地产和疫情影响下降相对较多），同比增降幅均未超过 10%。

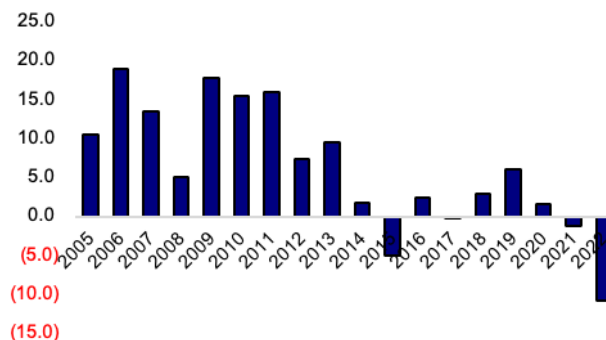
综合上述两点，我们认为我国水泥需求已经进入了波动小的平台期。

图49 2005-2022 年我国水泥产量（万吨）



资料来源：wind，海通证券研究所

图50 2005-2022 年我国水泥产量同比增速（%）



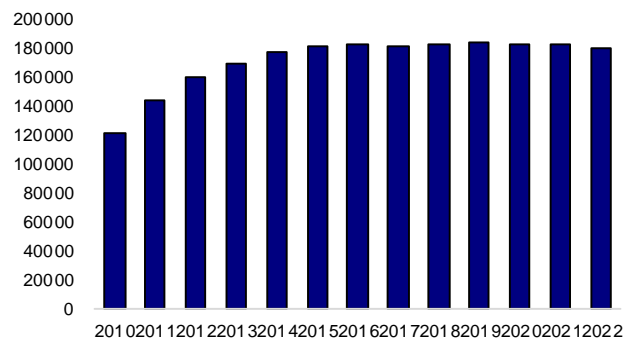
资料来源：wind，海通证券研究所

产能投放明显放缓，生产特性衍生错峰机制。2014 年以来，水泥需求进入新常态，叠加供给侧改革的持续推进，我们看到水泥产能基本保持平稳；从新增角度看，2015 年后新增产能已然处于低位，且近 3 年出现产能净减少。

不同于玻璃等产品要保持池窑持续运转，熟料、水泥生产线可随时启停，为行业开始错峰生产提供了基础，在供给侧改革大背景下水泥企业开始执行错峰生产，降低产能利用率。

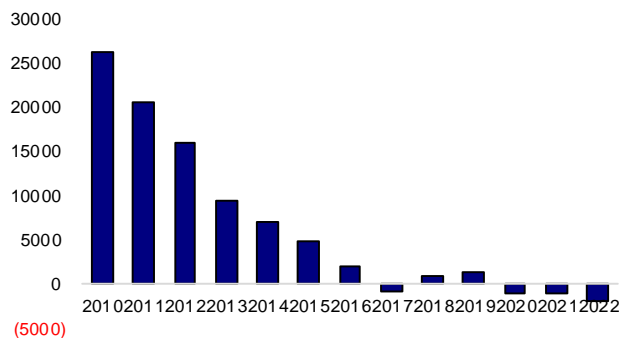
综合水泥需求平台期以及供给侧收紧两大特征，我们判断未来一段时间我国水泥行业的盈利在没有特殊因素影响、需求不断崖式减少的背景下，水泥盈利水平能保持相对稳定。

图51 2010-2022 年我国熟料产能（万吨）



资料来源：数字水泥网，海通证券研究所

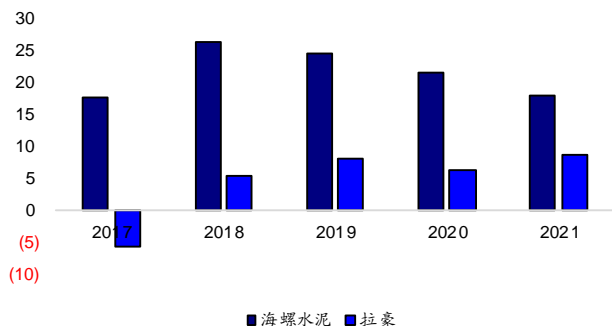
图52 2010-2022 年我国熟料年度净新增产能（万吨）



资料来源：数字水泥网，海通证券研究所

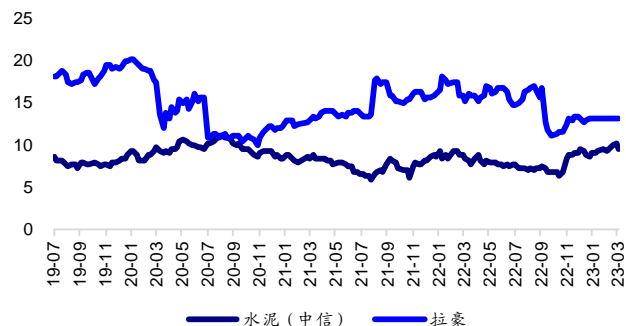
和海外水泥企业对比来看，国内龙头估值水平显著偏低。以海螺水泥和世界水泥巨头拉法基豪瑞为例，2017 年以海螺水泥的平均 ROE 均超过 17%，高点超过 26%，而拉豪 2017 年亏损，2018-2021 年约为在 7%，从盈利能力看，海螺水泥的盈利能力远超国际水泥巨头拉豪；从估值水平看，拉豪的 PE（TTM）水平稳定在 10 倍以上，而水泥（中信）的 PE（TTM）基本都在 10 倍以下，PE 估值差距较大，与盈利能力不匹配。

图53 海螺水泥和拉豪 ROE（平均）对比（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

图54 拉豪和水泥（中信）PE（TTM）对比（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

6.2 中国特色估值体系下建材企业有望迎来价值重估

6.2.1 沿着一带一路，水泥出海方兴未艾

基于我国进入需求新常态，水泥企业为了寻求增量市场，选择出海建厂，从地域分布看，紧跟国家战略，沿着一带一路布局。下表可以看出，海螺水泥、华新水泥、红狮水泥为代表的中国水泥出海主力军的主要布局区域是东南亚、中亚西亚和非洲。从海螺水泥和拉豪的ROE对比看，我们认为我国龙头公司在全球水泥行业具备很强的竞争力，出海寻求增量市场，或打开成长空间。

表9 我国水泥企业海外熟料产能梳理

企业	国家	产能（t/d）	投产时间
海螺	印度尼西亚	5000	2018年10月12日
海螺	印度尼西亚	3200	2016年8月27日
海螺	印度尼西亚	3200	
海螺	印度尼西亚	3200	2016年5月28日
海螺	印度尼西亚	3200	2014年11月18日
海螺	印度尼西亚	5000	
海螺	印度尼西亚	5000	
海螺	柬埔寨	5000	2018年3月18日
海螺	柬埔寨	5000	
海螺	缅甸	5000	2016年2月5日
海螺	缅甸	5000	2020年3月29日
海螺	老挝	2500	2019年11月29日
海螺	老挝	2500	
海螺	俄罗斯	5000	
海螺	乌兹别克斯坦	6300	2022年
海螺	乌兹别克斯坦	3200	2021年
华新	柬埔寨	3400	2014年8月1日
华新	塔吉克斯坦	3400	2016年3月23日
华新	塔吉克斯坦	3400	2013年8月29日
华新	乌兹别克斯坦	5000	2020年6月28日
华新	乌兹别克斯坦	5000	
华新	尼泊尔	2800	2021年10月31日
华新	坦桑尼亚	4000	2020年6月28日
红狮	尼泊尔	6000	2018年5月18日
红狮	尼泊尔	12000	
红狮	老挝	5000	2018年2月8日
红狮	印度尼西亚	8000	2020年5月8日
红狮	印度尼西亚	10000	
红狮	印度尼西亚	10000	

葛洲坝	哈萨克斯坦	2500	2019 年 10 月 18 日
葛洲坝	乌兹别克斯坦	7500	
尧柏	印度尼西亚	5000	2021 年 5 月 26 日
永福贵	老挝	5000	2021 年 12 月 31 日

资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

6.2.2 ESG 和提高分红率引领估值增长

水泥行业是碳排放大户。由于熟料生产的核心步骤是煅烧石灰石（煅烧碳酸钙生成氧化钙和二氧化碳），煅烧过程排放的二氧化碳是不可避免的，叠加煅烧用能源动力煤、电力的碳排放，使得水泥是我国工业产业中碳排放的大户。

降低碳排放国企龙头当仁不让。发改委等多部门要求水泥行业 2025 年至少要有 30% 的产能达到标杆能耗水平，我们认为在这一过程中国企龙头企业当仁不让。我们预计以海螺水泥、天山股份、华润水泥、冀东水泥为龙头的央国企水泥企业或将积极响应政策号召，尽快、保质、保量完成标杆能耗要求。

进入新常态或提分红率。前文已述行业已经进入新的需求新常态，国内需求没有增量的背景下水泥企业增长放缓，鉴于 ROE 的考核，我们认为将促使水泥央国企加大分红率，回馈股东，与资本市场双向奔赴。以中建材旗下天山水泥为例，2022 年完成整合后要求分红率不低于 50%；冀东水泥 2021-2023 年分红率亦不低于 50%，华润水泥一直保持高分红。

我们认为从 ESG 和分红率边际变化两点出发，水泥央国企的估值或有望重塑，将引领其估值回归至合理水平。

6.3 推荐标的

天山股份：重大资产重组完成，新天山跃升为全国规模最大的水泥企业。2021 年重大资产重组完成后，公司是中国规模最大、产业链完整、全国性布局的水泥公司。公司熟料产能、商品混凝土产能、骨料产能均居全国第一，在华东、华中、华南、西南、新疆、东北等多数区域市场，公司市场份额、品牌地位均处于行业头部。

我们预计 2023 年水泥行业有望在地产、基建等需求支撑以及行业自律影响下逐步走出前期景气低谷，公司通过根据目前 14 个区域管理公司的管理口径拟实施内部业务和股权梳理整合，有望提升公司整体运营质量。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别约 0.98、1.18、1.39 元，考虑公司骨料业务成长性、高分红比例以及未来运营效率的提升，给予 2023 年 PE 10~12 倍，合理价值区间 9.80~11.76 元/股。

风险提示：需求大幅下滑，减值风险，煤炭价格大幅上涨。

华润水泥控股：有望受益于广东基建补短板及大湾区建设，积极布局骨料、石材等新业务。1）受益于大湾区建设，两广需求有韧性。粤港澳属于全国经济发达区域，有助于吸引人口流入，长期来看人口流入将带动水泥需求增长，我们认为两广地区水泥需求韧性强。2）公司积极发力骨料业务。公司资本开支明显增加，2022H2 预计资本支出 100.9 亿港元，公司在水泥主业并购、骨料业务发展、人造石材扩张等方面均有较快进展。

公司保持较高的股息支付率；水泥景气触底回升，骨料业务进展迅速。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别至约 0.50、0.61、0.71 港元/股，给予公司 2023 年 PE 至 9~11 倍，合理价值区间 4.50~5.50 港元，对应 2023 年 PB0.58-0.71 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求大幅下滑，新业务拓展缓慢，煤炭价格大幅上涨。

海螺水泥：资产负债表健康，现金牛属性强，资本开支带动负债率略有回升。公司近年来资本性支出相对有限，同时经营性现金流充足，自 2016Q4 开始公司处于净现金状态（现金类资产大于有息负债），2022Q3 资产负债率仅 18.8%，较 21Q1 低位 14.5% 有所回升，货币资金+交易性金融资产+其他应收款+其他非流动金融资产合计约 800 亿元，2021 年分红率已经提升至 38%，我们认为公司长期具备高分红基础，同时也具备后续产业链横向整合的强大能力。

我们预计后续稳增长政策有望带动水泥需求逐步回升。公司积极参与产业链上下游公司投资，骨料、光伏发电、分红等 3 个要素有望提升公司预期回报率。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别约 3.12、3.22、4.71 元，给予 2022 年 PE 9~10 倍，合理价值区间 28.08~31.20 元/股。

风险提示：需求大幅下滑，煤炭价格大幅上涨。

7. 交运行业：低估值国央企价值有望重塑

7.1 穿越严寒，待暖春来：中国特色估值体系下，交运国央企重估潜力较大

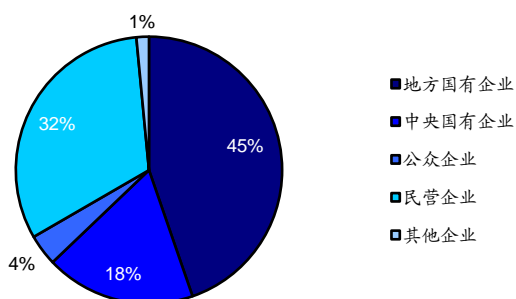
2022 年金融街论坛上，证监会主席易会满明确提出要“把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系”，如何探索“中特”估值体系成为当下阶段重要议题。

对于交通运输行业，我们认为建立中国特色估值体系意义重大，尤其是对于长期处于低估值的国央企而言，其投资价值有望随着资本市场制度的完善得到重塑和凸显。

7.1.1 聚焦交通运输板块，国央企“折价”严重

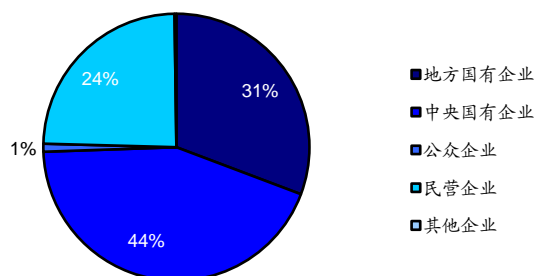
交运板块国央企众多。从整体来看，基于申万行业分类，截至 2023 年 3 月 14 日，A 股市场共有 132 家交通运输行业上市企业，其中地方国有企业共计 59 家，数量占比 45%，市值占比 31%；中央国有企业共计 24 家，数量占比 18%，市值占比 44%，可见国央企在交运行业中的重要地位。

图55 A 股交运行业上市公司结构（按数量占比）



资料来源：Wind，海通证券研究所（注：截至 2023 年 3 月 14 日情况）

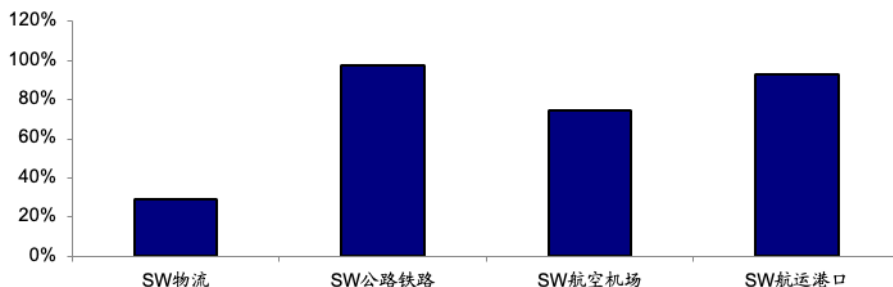
图56 A 股交运行业上市公司结构（按市值占比）



资料来源：Wind，海通证券研究所（注：截至 2023 年 3 月 14 日情况）

交运行业国央企普遍处于被低估状态。从分布来看，国央企多聚集在偏传统重资产型的交运子行业——公路铁路、航运港口、航空机场。从 PE（市盈率）或 PB（市净率）的角度来看，根据各子行业国央企当前的折价率，交运行业的四个子行业（物流、公路铁路、航运港口、航空机场）均存在不同程度的估值折价现象，尤其是公路铁路板块，国央企“折价”程度最高。

图57 A 股交运各子行业国央企按市值占比



资料来源：Wind，海通证券研究所（注：截至 2023 年 3 月 14 日情况）

表 10 A 股交运行业盈率/市净率（倍）、折价率

	央企 PE（倍） 中位数	地方国企 PE （倍）中位数	民企 PE（倍） 中位数	央企折价率	国企折价率
SW 物流	10.9	10.0	23.5	53.6%	57.4%
SW 公路铁路	18.7	11.4	104.3	82.1%	89.1%
SW 航运港口	12.6	17.9	24.9	49.4%	27.9%
	央企 PB（倍） 中位数	地方国企 PB （倍）中位数	民企 PB（倍） 中位数	央企折价率	国企折价率
SW 航空机场	2.9	1.7	4.0	28.6%	56.9%

资料来源：Wind，海通证券研究所

（注：截至 2023 年 3 月 14 日情况，已剔除负值，国央企折价率=1-央企 PE 中位数/民企 PE 中位数，PB 类型同理）

7.1.2 中国特色估值体系不断推进，低估值国央企价值有望重塑

基于传统体系，我们认为适合交运行业的估值方法主要有 PE 估值法和 PB 估值法，从各估值方法以及它们适用的阶段和情况看：P/E 估值，适用于高 Beta 行业，适合趋势性投资，但基本面改变，发生亏损时，PE 就不太适用；P/B 估值，主要通过账面价值估值，对盈利能力反映不大，在弱市时可用于计算股价的底部。

立足“中特”估值体系，我们认为，尽管传统的 PE 估值法和 PB 估值法已在国外广泛适用，但单一套用在拥有高市值、大规模且资源较佳的国央企上，并不能全面诠释国央企的价值所在。我们认为，目前国央企的估值，以及市场对国央企的认知都有待提升，主要来自于以下几方面：（1）国企改革不断加速深化，提质增效下，国央企新一轮成长性值得被重视；（2）经营平稳的背后，高分红和高股息率具有长期投资价值；（3）社会价值也应被考虑，相比民企，国央企在追求利润的同时，还要承载更多大国担当，肩负更多社会责任，社会价值同样不容忽视。

7.2 蛰伏蓄力，以待花开：多视角看待国央企价值

7.2.1 航空机场：欧美航空公司基本面和估值均领先；H 股估值水平低于 A 股

航空

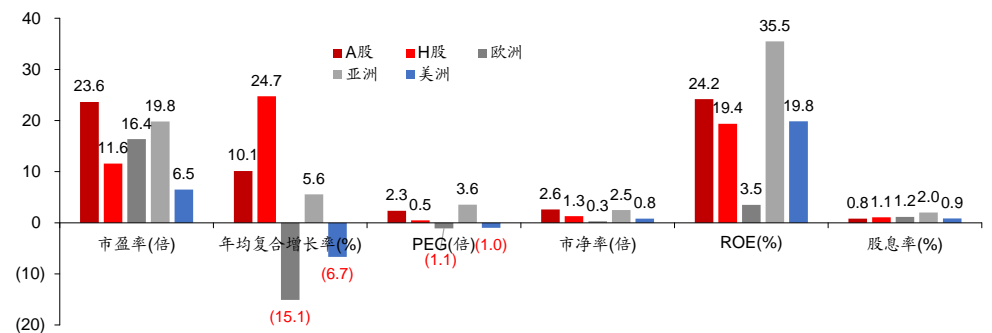
从基本面分析，美国航空公司>中国航空公司>亚洲其他航空公司>欧洲航空公司。以 2019 年数据为基准，美国航空公司位于领先地位，净利率和经营性净利率高于中国航空公司均值 2.3 个百分点和 2.6 百分点；而中国航空公司经营性净利率和净利率好于亚洲其他公司，分别领先 4.1 个百分点和 2.8 个百分点。较高的净利率叠加较高的负债率，带来较高的 ROE 水平，美国航空公司约为中国航空公司的四倍。

从目前 PB 看，市场给予航空较高的估值折价，H 股约为 A 股的 5 折；美国因较低的预期 ROE，约为中国的 1/3。从 PE 看，中国公司的疫后（23-24）预期盈利增速较高（根据 wind 一致盈利预期），因此 PE 估值高于欧美等其他国家。

比较中外公司基本面，我们认为带来中外公司的差异还有：1、中国航空公司的集中化程度相对较高；2、中国航空空域管制较严，时刻供给瓶颈难突破。

展望未来三年，我们认为行业估值将持续修复，基于短期行业恢复逐季改善趋势确立，大周期底部启航：需求端，疫情不改中国航空需求，春运后商务、旅游出行有望快速复苏，中长期航空需求将持续修复；供给端，“十四五”专项规划下各航司运力提升、保障加强，机队引进增速受限，行业供给恢复缓慢。我们认为疫情对行业的影响或将逐步减弱，看好疫后航空行业长期投资逻辑不变（即供需格局改善、票价市场化），建议关注航空板块大周期投资机会，推荐央企龙头中国国航。

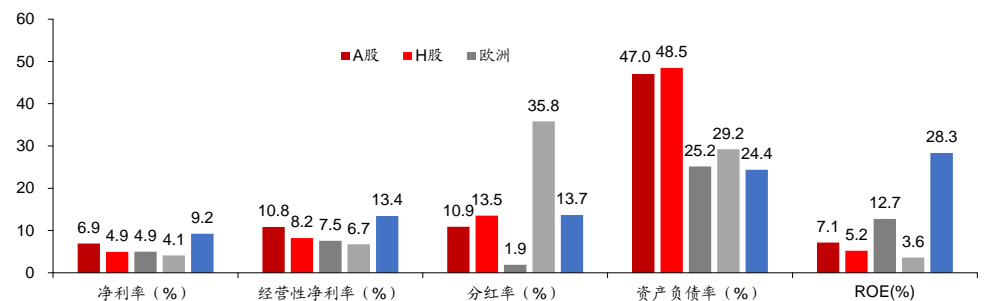
图58 中国 AH 航空公司与国际航空公司估值水平（倍）对比图（2024E）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

注：盈利预测为彭博一致预期

图59 财务比率中外对比图（2019）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

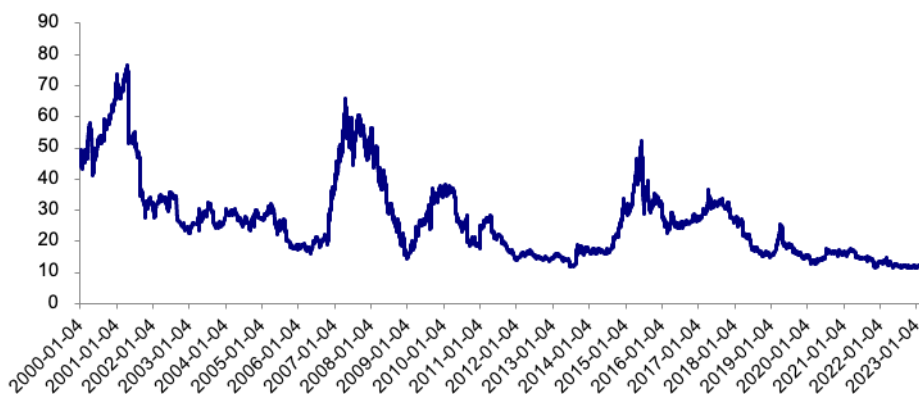
从 PE、PB、EV/EBITDA 等估值指标来看，疫情前国外机场的估值水平高于中国机场。我们分析估值差异产生的原因可能有：1) 国外机场的杠杆率较高，与资本市场的关系相对亲密；2) 国外机场的分红水平相对较高（中国民航业高速发展，国内机场正处于高成长性阶段，未来的资本开支占收入的比重较高）；3) 因地价人工成本的差异，使得机场的成本差异较大。但疫情后从目前指标看，国内机场 PE、PB 等估值水平已赶超国外机场，我们认为主因预期疫情后 23-24，国内机场商业变现价值将逐步回归，业绩改善空间大，非航价值将重获估值提升。

7.2.2 港口、公路：高股息率有望提升价值空间

港口

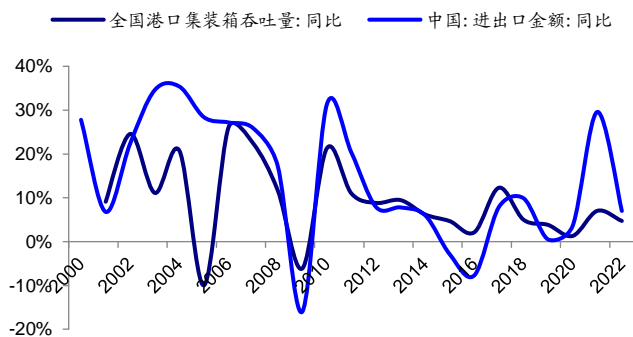
我国港口的发展大致可分为三个阶段。（1）2000-2007 年：受益于中国加入 WTO，进出口贸易发展快速，港口行业充分享受增长红利，得到快速发展，港口企业不断扩充产能，基础设施建设逐步完善；（2）2008-2014 年，金融危机的到来使得进出口贸易受压，但沿海港口建设的步伐并未停滞，依然处于产能投资的较高时期，供大于需，导致港口盈利能力一度下降，后期随着新增投入减少、过剩产能逐步消化才得以回升；（3）2015 至今：在此期间，国家相关政策推动港口资源有序开发，有关部门介入对港口行业加强监管，加上此前投资热潮中的过剩产能已基本被消化，整体行业恢复良好发展。

图60 A 股港口公司市盈率（倍）变化



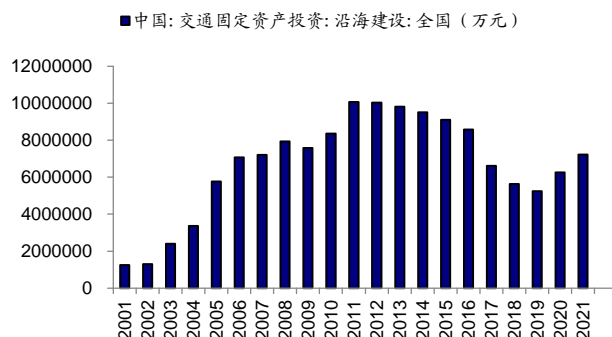
资料来源：Wind，海通证券研究所

图61 全国港口集装箱吞吐量增速与我国出口金额增速情况



资料来源：Wind，交通运输部，海通证券研究所

图62 我国沿海建设固定资产投资情况

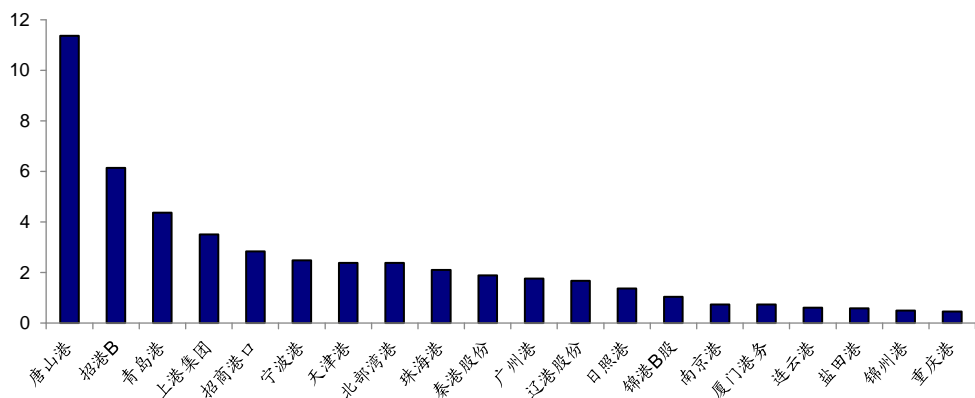


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，港口企业的发展通常与所处腹地地理位置、产业资源结构、经济发展程度等因素密切相关，经过长时间的发展，我国的港口行业已较为成熟，吞吐量规模位居

世界前列，但近年随着我国由高速增长转向高质量增长，港口吞吐量增速逐渐放缓，当前阶段港口行业也逐渐趋于平稳经营。因此，业绩稳健叠加资本开支减少的驱动下，高分红、高股息有望成为港口企业新的投资吸引力。建议关注上港集团、青岛港、唐山港。

图63 A 股港口公司股息率情况 (%)

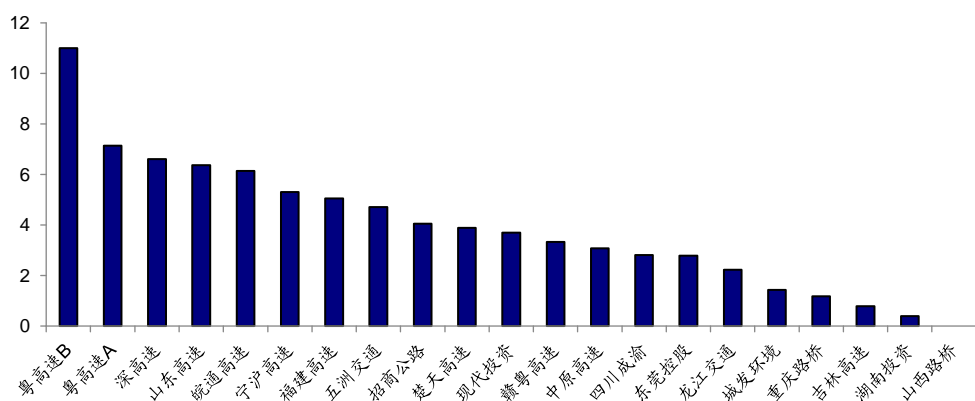


资料来源：Wind，海通证券研究所（注：2021 年报告期内股息率，最新收盘价为 2023 年 3 月 14 日）

公路

从高速公路里程扩张进程看，我国高速公路行业已经历高速增长期，近年逐渐趋于平稳发展，2003-2012 年高速公路的里程复合增长率约为 13.95%，2013-2021 年高速公路的里程复合增长率已降至 6.21%。我们认为此前尚处快速发展期的高速公路行业，可充分受益于不断放大的路网效应带来业绩弹性，但对于目前阶段，行业基本面已趋于稳定，盈利稳健并且股息率高的企业则更值得去投资，有望提升估值空间。建议关注粤高速、深高速。

图64 A 股公路公司股息率情况 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所（注：2021 年报告期内股息率，最新收盘价为 2023 年 3 月 14 日）

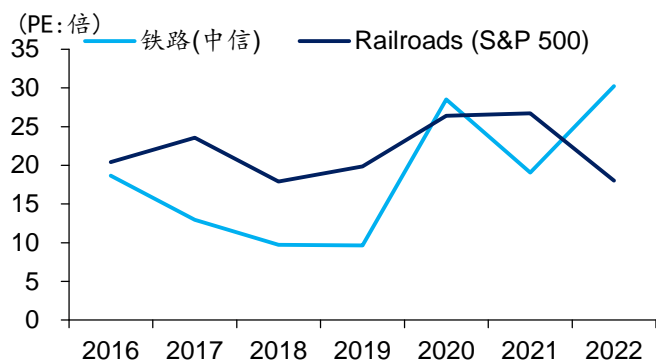
7.2.3 铁路：业绩以及估值均具备很大的提升空间

2016-2022 年，A 股的铁路公司 PB 估值约为 1X 左右，美国铁路公司 PB 估值一直高于 A 股，约为 A 股的 2.6-7.5 倍，并且差距逐年递增。从 PE 看，中国公司 PE 估值

低于美国公司，我们认为 2020 年及 2022 年，中国公司 PE 估值高于美国的主要原因是疫情期期间，我国防疫政策严格，铁路行业业绩受损。美国铁路公司的 ROE 约为中国铁路公司的 1.6-6 倍，但是中国铁路公司的分红率高约为 50%（参考大秦铁路和京沪高铁），而美国铁路公司分红率波动较大，约为 35%（2015-2022 年分红率的均值）。

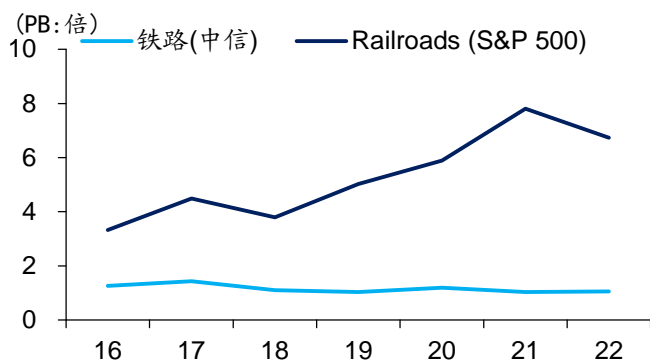
在铁路改革的背景下，中国铁路行业的业绩以及估值均具备很大的提升空间。我们认为，主要包括以下因素：1) 线路延伸，铁路网络的完善，中国铁路总公司提出至 2025 年，铁路网规模将达到 17.5 万公里左右；2) 市场定价机制深化改革，价格端干预减少，有利于铁路公司根据市场需求进行合理定价，从而提升业绩弹性；3) 土地综合开发也将成为铁总拓展铁路多元化经营驱动的手段之一；4) 随着铁路行业证券化的提高，铁路公司有望通过募集资金收购优质线路扩大业绩规模。建议关注：京沪高铁、大秦铁路。

图65 中国和美国铁路公司 PE 估值对比



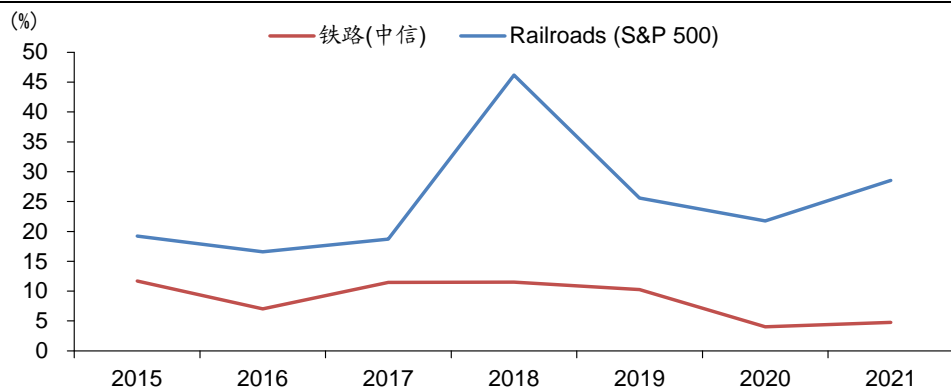
资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

图66 中国和美国铁路公司 PB 估值对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

图67 中国铁路公司与美国铁路公司 ROE 对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

8. 风险提示

国企改革不及预期；下游需求不及预期；政策风险等。

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
李淼 煤炭/农业行业
申浩 建筑建材行业
虞楠 交通运输行业
戴元灿 环保行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,百傲化学,华光新材,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@haitong.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理

(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com

应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com

李 俊(021)23154149 lj13766@haitong.com

联系人

李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com

王宇晴 wyq14704@haitong.com

侯 欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com

郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com

罗 蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com

余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com

袁林青(021)23212230 yllq9619@haitong.com

黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com

张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com

联系人

郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com

曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com

唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com

徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com

谈 鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com

庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com

谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com

吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com

滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com

联系人

章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com

陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com

魏 玮(021)23219645 ww14694@haitong.com

江 涛(021)23219819 jt13892@haitong.com

舒子宸 szc14816@haitong.com

张 弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com

王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com

联系人

王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com

方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com

藏 多(021)23212041 zd14683@haitong.com

孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com

张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com

高 上(021)23154132 gs10373@haitong.com

郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com

吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com

杨 锦(021)23185661 yj13712@haitong.com

联系人

余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com

王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com

刘 颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

陈 菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ynniu@haitong.com

潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com

联系人

王国沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com

吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com

朱 蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com

周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com

李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com

联系人

纪 尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@haitong.com

朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com

胡 歆(021)23154505 hx11853@haitong.com

联系人

张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

郑 琴(021)23219808 zq6670@haitong.com

贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com

朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com

梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com

孟 陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com

联系人

周 航(021)23219671 zh13348@haitong.com

彭 婷(010)68067998 pp13606@haitong.com

肖治键(021)23219164 xzj14562@haitong.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@haitong.com

房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com

张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com

刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

傅逸帆(021)23154398 fyt11758@haitong.com

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com

联系人

余玖翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

阎 石 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com

高 瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com

联系人

张冰清 021-23154126 zbq14692@haitong.com

曹蕾娜 cln13796@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com

陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com

孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com

康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

联系人

崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com

甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com

联系人

张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com

谢 盐(021)23219436 xiey@haitong.com

联系人

曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业

李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
 华晋书(021)23219748 hjs14155@haitong.com
 张晓飞 zxf15282@haitong.com
 联系人
 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com
 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com
 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com
 联系人
 李 博 lb14830@haitong.com

非银行金融行业

何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
 联系人
 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxx12156@haitong.com
 联系人
 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com
 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

军工行业

张恒晖 zhx10170@haitong.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com
 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com
 联系人
 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com
 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com
 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com
 联系人
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com
 杨昊翊 yhy15080@haitong.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com
 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com

机械行业

赵玥玮(021)23219814 zyw13208@haitong.com
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com
 联系人
 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com

农林牧渔行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com

银行行业

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com
 联系人
 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com
 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
 高翩然 gpr14257@haitong.com
 王文杰 wwj14034@haitong.com
 联系人
 吕科佳 lkj14091@haitong.com

电力设备及新能源行业

房 青(021)23219692 fangq@haitong.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com
 联系人
 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com
 马菁菁 mjj14734@haitong.com
 吴志鹏 wzp15273@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
 联系人
 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com
 徐 卓 xz14706@haitong.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com
 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
 联系人
 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

食品饮料行业

张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com
 颜慧菁 yhj12866@haitong.com
 联系人
 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com
 王祎婕(021)23219768 wyj13985@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟 (0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚 (021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁 (021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
杨羽莎 (010)58067977 yys10962@haitong.com
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珏 (010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com