行业研究 2021 年度展望合集——

斩尽荆棘险，始现万物生

招商银行研究院

行业研究所

☎：0755-83182012

✉：lif@cmbchina.com

报告联系人：张晏铭

☎：0755-83195378

✉：zhangyanming118@cmbchina.com

（研究员名单详见附录）

■ **“新冠”全球大考，中国经济独具韧性**。2020 年新冠疫情“黑天鹅”一度造成国内经济运行停滞。随着疫情防控形势的快速好转以及逆周期调节政策的逐步落地，我国经济呈现逐季回升态势。全年 GDP 实现同比增长 2.3%。**展望 2021 年经济运行将以“修复”为主导**，受疫情影响较大的传统制造业和消费将明显反弹。**中长期增长来看，我国新动能产业的创新实力不断增强。**当前我国信息技术产业中 5G 投资全球领先；新能源汽车实现弯道超车，已可与欧洲老牌汽车产区分庭抗礼；光伏制造环节占比全球八成市场，极具竞争力；高端装备受益于我国庞大的制造业转型升级需求，潜力十足；医改不断激活创新机制，生物医药产业从量增向质变转型。

■ **房地产基建：逆周期调解下有效托底经济，但两者未来趋势或有所分化**。在大规模财政救助政策和宽松货币政策的促进下，2020 年地产基建在经济中发挥了压舱石作用，两者全年累计投资同比分别为 7%和 3.4%。但在“房住不炒”的主基调下去年下半年对房地产金融风险监管显著收紧，预计未来房地产通过加杠杆高速增长的时代已经结束；基建受益于常态化“积极”的财政政策，未来将在逆周期调节中发挥更加重要的作用；环保及公用事业的部分细分行业具有亮点，其中固废处理处于高景气，水环境治理具备中长期驱动。

■ **新动能：春意盎然，产业优势不断积累**。在 5G 信息技术带动下，通讯、电子、云计算等将迎来新一轮高景气。新能源汽车正在从技术驱动进入产品驱动，新车型的密集投放将大幅激活市场需求，2021 年销量预计同比超过 30%。高端装备中工业机器人引领制造业智能化升级，当前行业已结束近两年的调整，随着制造业疫情后修复将迎来高增长；轨交装备继续保持全球竞争力，随着招标恢复采购量将提升。医药生物行业在医改驱动下，各环节均发生了深刻变革。其中，创新药热度不减，2020 年 IND 申报数同比增长 51%；医疗器械在全球疫情泛滥下加速进口替代；零售药店受益于处方外流在药品终端市场占比继续提升；第三方检测及 CXO 有望维持高增长。

■ **传统消费和制造业：受新冠疫情冲击较大，处于有序恢复态势**。以汽车、家电等为代表的可选消费，以及以餐饮旅游、线下娱乐等为代表服务业受疫情影响，2021 年将迎来较大修复性反弹。必选消费如食品等由于需求相对刚性，逆周期调节下原材料成本上涨进而传导至终端价格提升，预计行业仍将处于较高景气。线上消费受益于疫情促使线下活动向线上转移实现逆势增长，如电商消费、快递物流增长提速，线上娱乐用户数量和时长增长；预计 2021 年仍保持高景气，但增速将回复到原有趋势上。

目 录

1.概览：新冠“黑天鹅”考验下，中国经济独具韧性 1
1.1 消费投资：制造业和可选消费受冲击，地产基建托底 1
1.2 新动能产业：春意盎然，创新实力不断增强 3
PCT 专利：总量首超美国居全球第一，信息技术领域具备绝对优势 4
传统替代：新能源汽车、光伏、智能制造各具看点 5
1.3 产业景气研判：2021 年“修复”主导、“新动能”向上，但中期需关注地产、IDC、生猪等景气回落 6
2.房地产：2021 年销售面积略降、投资增速放缓，房企集中度将进一步提升 8
2.1 政策面：房企融资管控持续趋严，“房住不炒”列入“十四五”规划 8
2.2 销售端：2020 年超预期表现，预计 2021 销售面积同比-1% 8
2.3 投资端：2020 年韧性十足，预计 2021 投资同比+5.8% 9
2.4 房企端：金融资源再分配，行业集中度进一步提升 10
3.基建环保：绿水长清致精，精筑长盛致远 10
3.1 基建市场：短期关注融资环境，长期可看十年盛景 10
订单驱动下 2021 年基建投资或有小幅上升 11
基建投资长期展望，或保十年盛景长青 11
3.2 生态环保：黄金固废白银水，大气萧条土壤亏 13
垃圾焚烧“十四五”投资增速或见顶，景气度不减 13
水环境治理长期政策护航，流域治理发展底气充足 14
大气治理遭疫情冲击明显，土壤修复资金来源窘境难破壁 15
4. 通信：全球进入 5G 网络建设高峰，中国保持领先 16
5. 电子：半导体景气度提升，5G 手机 2021 年反弹 17
5.1 半导体：全球收入 2020 年逆势增长有望保持，国内市场快速发展 17
5.2 智能手机：5G 手机继续渗透，2021 年为反弹之年 20
6. 计算机：长期增长无忧，行业处于高景气，但需关注 IDC 短期供给增长过快风险 21
6.1 云计算：中短期云计算资本开支处于上升周期，2021 将是服务器出货大年 21
6.2 IDC：供给短期快速增加，环一线地区依然是经营重点 25
7.汽车：寒冬褪去，传统汽车迎来低速增长，新能源汽车迎来高速增长 29
7.1 整体汽车行业：存量时代，经济增长驱动行业低速增长 29
7.2 新能源汽车行业：后补贴时代，行业步入景气周期 30
8.高端装备：行业整体保持高景气度，部分领域增速或回落 31
8.1 轨道交通装备：城轨新开通里程提升，带动轨交装备采购 31
8.2 工程机械：逆周期调节下高基数，未来增速或有回落，但仍处于高景气 33
8.3 工业机器人和机床：制造业修复带动需求，关注国产替代机会 34
9.生物医药：医改收效显著，疫情推动创新加速突破 36
9.1 医药制造：疫情不改医药刚需，创新依然是发展主旋律 36
9.2 医疗器械：疫情加速进口替代，长期关注细分赛道龙头 38
9.3 药品销售：三大渠道有望回暖，药店渠道率先复苏 40
9.4 医疗服务：政策逐步规范，第三方医疗服务渗透快速提升 42

10．电力及清洁能源：用电需求恢复常态，可再生能源将支撑增量需求 42
10.1 光伏：国内外需求高增长，制造环节一线企业集中度提升 43
10.2 风电：陆上风电需求有望趋稳，海上风电增量突出 44
10.3 核电：已确定重启，但发展的不确定性仍然存在 45
11．现代农业：产业化加速，猪牛高景气 46
11.1 生猪养殖：非瘟超级猪周期进入下半场，头部企业集中度大幅提升 46
11.2 奶牛牧场：品牌乳企掀起新一轮上游牧场扩张，原奶新周期伊始 47
12．家用电器：内销换代，出口提升，助力量价齐升 48
12.1 内销市场：先抑后扬，消费升级趋势延续 49
空冰洗：疫情影响渐退，产品均价重迎上升通道 49
新兴家电：品类表现分化，消费升级是主趋势 50
12.2 出口市场：2020 年迎意外爆发，2021 年增速预计前高后低，全球占比提升是长期趋势 52
12.3 成本变动：原材料上涨影响分化，汇率波动对盈利造成不确定性 53
13．快递：需求持续景气，龙头竞争走向寡头垄断 53
13.1 线上消费拉动快递市场高增长，价格战致巨头业绩分化 54
13.2 业务量增速将小幅放缓，价格战预计仍将贯穿全年 55
14．高标仓：供给消化能力趋弱，投资热情不减 56
14.1 供需结构：预计 2021 年整体空置率上升，区域分化现象加剧 56
短期供给上量偏快，预计 2021 年行业整体空置率上升 56
区域分化现象加剧，珠三角景气度高于其他市场 57
14.2 资金市场：投资人保持高度关注，但高标仓 Cap Rate 下行空间不大 58
14.3 Reits 动态：政策支持力度大，静待试点项目落地 58
15．文化传媒：线上积极探索多元化变现，线下娱乐“V”型回升 59
15.1 线上娱乐：短视频多元化变现，在线视频深耕存量用户 59
15.2 电视剧内容：精品大制作转向垂直短剧，性价比考量凸显 60
15.3 电影院线：春节片单或开启“小阳春”，疫情常态化或加速影院整合出清 61

图目录

图 1：我国 GDP 增长及 2021 年预测（%）.....1
图 2：可选消费及服务有一定下降（%）.....2
图 3：原材料价格上涨（元/吨）.....2
图 4：移动互联网用户量和时长跳增（亿，小时）.....2
图 5：线上销售额占比提升（%）.....2
图 6：房地产、基建投资快速回升（%）.....3
图 7：高技术产业生产增速高于工业整体（%）.....3
图 8：战略新兴产业的发展驱动.....3
图 9：1990-2019 年全球主要国家历年 PCT 专利数（个）.....4
图 10：2019 年全球 PCT 专利的领域分布（%）.....4
图 11：2020Q2-Q3 全球 5G 网络投资占比（%）.....5
图 12：历年国产创新药 IND 申报数（个）.....5
图 13：我国新能源汽车渗透率（万辆，%）.....6
图 14：我国光伏新增装机规模（万千瓦，%）.....6
图 15：我国工业机器人销量（台，%）.....6
图 16：我国金属切削机床产量（万台，%）.....6
图 17：当前各行业景气判断.....7
图 18：商品房销售面积同比增速（%）.....9
图 19：库销比在 3 月以来持续下降.....9
图 20：房地产开发投资同比增速（%）.....9
图 21：房地产开发投资累计同比增速（%）.....9
图 22：施工、新开工、竣工面积累计同比（%）.....10
图 23：土地购置面积及成交价款累计同比（%）.....10
图 24：专项债分行业发行情况（亿元）.....11
图 25：PPP 成交额增速受疫情冲击严重（亿元）.....11
图 26：韩国基建投资占 GDP 比重变化大致经历了三个阶段（%）.....12
图 27：中国 GDP 增速与基建投资同比增速（五年移动复合增速，%）.....12
图 28：2019“一带一路”地区基建区域指数明细.....13
图 29：2019“一带一路”地区基建行业指数明细.....13
图 30：生活垃圾在固体废物占比显著上升（%）.....14
图 31：政策趋严有利于第三方处置市场（万吨）.....14
图 32：废水总排放量与城市污水处理能力趋势比较（亿吨，亿立方米，%）.....15
图 33：2021-2024 年全球基站收入预测（$B）.....16
图 34：2021-2024 年全球核心网收入预测（$M）.....16
图 35：全球光通信设备市场收入趋势($M).....16

图 36：全球移动通信设备市场占有率（%）.....16
图 37：中国运营商资本开支预测（亿元）.....17
图 38：中国 5G 基站建设规模预测（万）.....17
图 39：2020 年起，全球半导体进入连续正增长周期（百万美元，%）.....18
图 40：2021 年，全球半导体在 6 大应用领域的收入均将正增长（%）.....19
图 41：中国集成电路行业销售额保持快速增长（亿元，%）.....20
图 42：2010-2022E 全球智能手机出货量与预测（百万部，%）.....21
图 43：阿里云营收变化（亿元，%）.....22
图 44：国外三大云厂商营收变化（亿元，%）.....22
图 45：国内三大云厂商 capex 变化（亿元，%）.....23
图 46：国外三大云厂商 capex 变化（亿元，%）.....23
图 47：全球服务器出货量（万台，%）.....24
图 48：国内服务器出货量（万台，%）.....24
图 49：Aspeed 月度营收统计（百万元，%）.....25
图 50：国内 IDC 市场规模及预测（亿元，%）.....26
图 51：2020 年国内 IDC 行业相关政策.....27
图 52：国内 IDC 上架率统计及预测（%）.....27
图 53：一线城市及其周边的机柜情况估算 2020（万机柜）.....28
图 54：一线城市及其周边的机柜比例.....28
图 55：中国汽车销量及同比变化（万辆，%）.....30
图 56：中国新能源汽车销量及同比变化（万辆，%）.....31
图 57：全国铁路固定资产投资完成额单月值及单月同比情况（亿元，%）.....32
图 58：高铁营业里程及增速预测（万公里，%）.....33
图 59：动车组保有量预测（组）.....33
图 60：我国城轨运营里程预测（公里，%）.....33
图 61：新增城轨运营车辆预测（辆，%）.....33
图 62：基建投资累计同比（%）.....34
图 63：房地产投资及新开工面积累计同比（%）.....34
图 64：主要企业挖掘机单月销量情况（台，%）.....34
图 65：挖掘机开工小时数保持高位（小时/月）.....34
图 66：工业机器人单月产量及同比（台，%）.....35
图 67：工业机器人累计产量及同比（万台，%）.....35
图 68：制造业固定资产投资及自动化装备主要下游投资累计同比（%）.....35
图 69：医改政策对生物医药行业影响.....36
图 70：医药制造业营收和利润情况（%）.....37
图 71：2012-2020H1 国内药品销售（亿元，%）.....37
图 72：生物技术与制药领域投融资（亿元，起）.....38

图 73：历年国产创新药 IND 申报数（个）.....38
图 74：仿制药带量采购常规化.....38
图 75：仿制药一致性评价申请和通过（个）.....38
图 76：三大药品终端市场销售额占比（%）.....40
图 77：零售药店进一步拆分（亿元，%）.....40
图 78：三大药品渠道销售额同比增速（%）.....40
图 79：三大药品渠道单月客流量同比增速（%）.....40
图 80：生猪季节性上涨，仔猪价格平稳（元/kg）.....46
图 81：生猪季度出栏及均价预测（亿头、元/kg）.....46
图 82：头部养殖上市公司出栏及预测（万头）.....47
图 83：国内原奶价格与 IFCN 全球奶价（元/kg）.....47
图 84：2020 年家电行业营业收入（亿元，%）.....49
图 85：2020 年家电行业利润总额（亿元，%）.....49
图 86：2020 年家用空调单月内销量（万台，%）.....49
图 87：2020 年冰箱单月内销量（万台，%）.....49
图 88：2020 年洗衣机单月内销量（万台，%）.....50
图 89：2020 年大家电销售均价（元/件，%）.....50
图 90：滚筒洗衣机内销量增速长期高于洗衣机整体（万台，%）.....50
图 91：2020H1 各品类小家电零售额（亿元，%）.....51
图 92：2020H1 各品类小家电零售量（元/件，%）.....51
图 93：全球主要国家小家电保有量（个/户）.....52
图 94：2020 年家用电器出口金额（亿美元，%）.....52
图 95：2020 年家用电器出口数量（亿台，%）.....52
图 96：铜价走势（美元/吨）.....53
图 97：铝价走势（美元/吨）.....53
图 98：中塑指数.....53
图 99：美元兑人民币汇率走势.....53
图 100：2020 年增速前低后高（亿件，%）.....54
图 101：快递单月同比增速高于去几年(%).....54
图 102：2020 年业务量增速反弹至 30%+.....54
图 103：2020 年业务收入增速放缓（亿元，%）.....54
图 104：线上渗透率大幅提升（亿元，%）.....55
图 105：直播电商增长超 60%（亿元，%）.....55
图 106：快递行业集中度 CR6 不断提升（%）.....55
图 107：顺丰、中通、韵达、圆通市占率提升（%）.....55
图 108：高标仓空置率（%）.....57
图 109：高标仓存量面积（平方米）.....57

图 110：全球高标仓市场的 Cap Rate（%）.....58
图 111：短视频流量向头部平台集中（亿）.....59
图 112：在线视频三强中优酷掉队（亿）.....59
图 113：快手的收入及分业务结构（亿元）.....60
图 114：爱奇艺业务结构占比（%）.....60
图 115：历年电视剧制作发行数（部）.....60
图 116：各题材电视剧制作发行数量比例（%）.....60
图 117：全年票房损失超 7 成（亿元，%）.....61
图 118：单月票房恢复至同期 7 成水平（亿元，%）.....61

表目录

表 1：医疗器械行业 2021 年展望.....39
表 2：疫情后有关慢病药物外流的相关政策有望延续.....41
表 3：医疗服务行业 2021 年展望.....42
表 4：发用电量及新增装机情况（亿千瓦时，万千瓦，%）.....43
表 5：光伏制造主要环节情况.....43
表 6：陆上风电、海上风电投资情况（元/kW，%）.....44
表 7：国内陆上风电、海上风电主要开发企业（MW）.....44
表 8：电力央企新能源发展目标（万千瓦）.....45
表 9：2020H1 各品类小家电销售均价及同比变化（元/件，%）.....51
表 10：部分原定 2020 年春节档头部影片改档至 2021 年（亿元）.....61

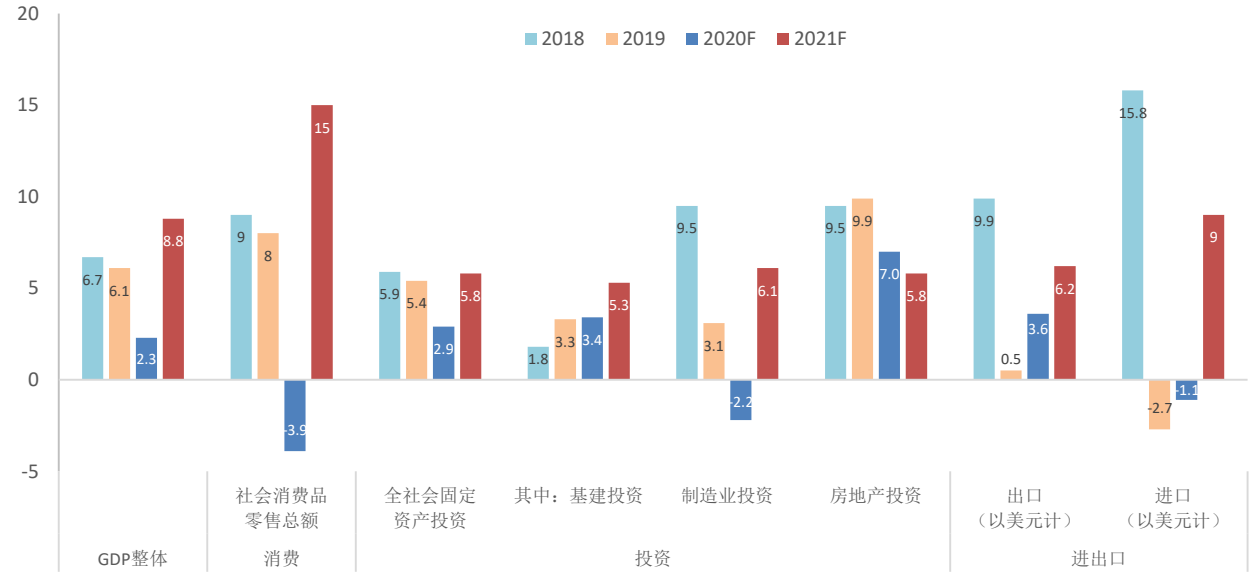
附录

附录 1 各行业周期与景气度判断.....63
附录 2 行业研究员名单.....66

1. 概览：新冠“黑天鹅”考验下，中国经济独具韧性

回顾 2020 年我国经济产业发展，新冠疫情“黑天鹅”一度造成国内经济运行停滞。随着疫情防控形势的快速好转，以及逆周期调节政策的逐步落地，我国经济呈现逐季回升的态势。具体来看，在大规模财政救助政策和宽松货币政策的促进下，基建地产起到很好的经济托底作用；消费和制造业投资年初受冲击较大，下半年开始有序恢复；另外，海外疫情扩散带来的订单转移，使得我国出口超预期增长。展望来看，随着疫情的常态化同时叠加中美经贸摩擦的大背景，“双循环”战略将是我国未来一段时间经济发展的主要模式。在此战略格局下，消费和投资将成为未来拉动我国经济增长的重要引擎。

图 1：我国 GDP 增长及 2021 年预测（%）



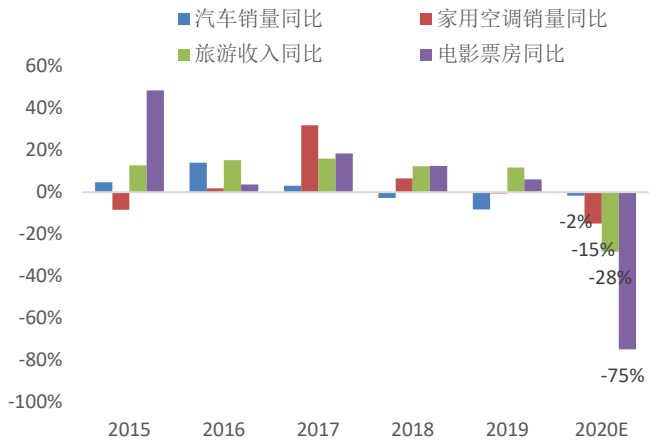
资料来源：Wind、招商银行研究院

1.1 消费投资：制造业和可选消费受冲击，地产基建托底

消费中以汽车、家电等为代表的可选消费，以及以餐饮旅游、线下娱乐等服务业由于疫情影响较大；预计 2021 年将迎来较大修复性反弹，值得一提的是新能源汽车同时还将受益于行业本身的供需优化，步入景气周期。必选消费如食品等，由于需求相对刚性，而逆周期调节下原材料成本上涨进而传导至终端价格提升。

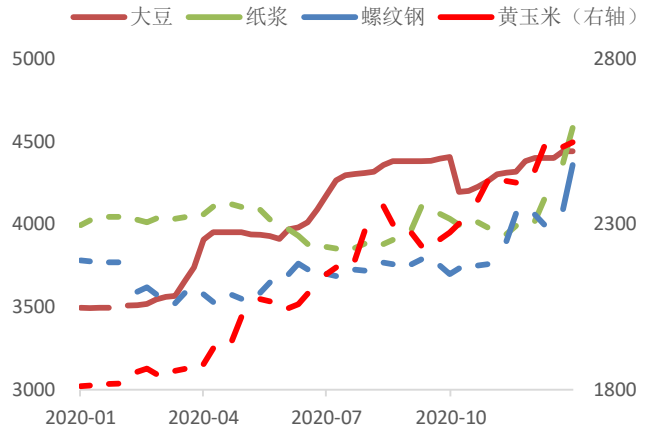
线上消费受益于疫情促使线下活动向线上转移实现逆势增长，如电商消费、快递物流增长提速，线上娱乐用户数量和时长增长；预计 2021 年线上消费仍保持高景气，但增速将回复到原有趋势上。

图 2：可选消费及服务有一定下降（%）



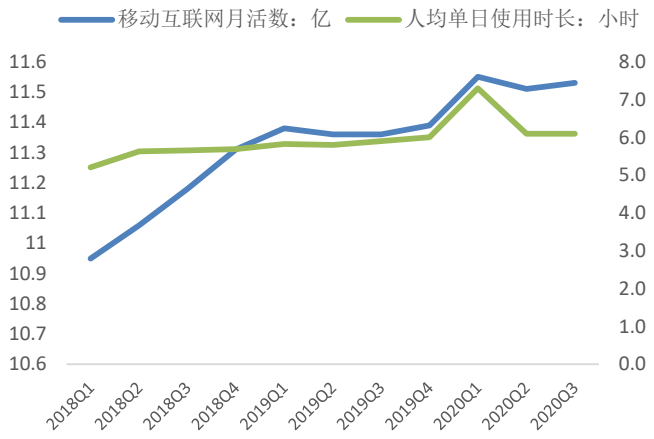
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：原材料价格上涨（元/吨）



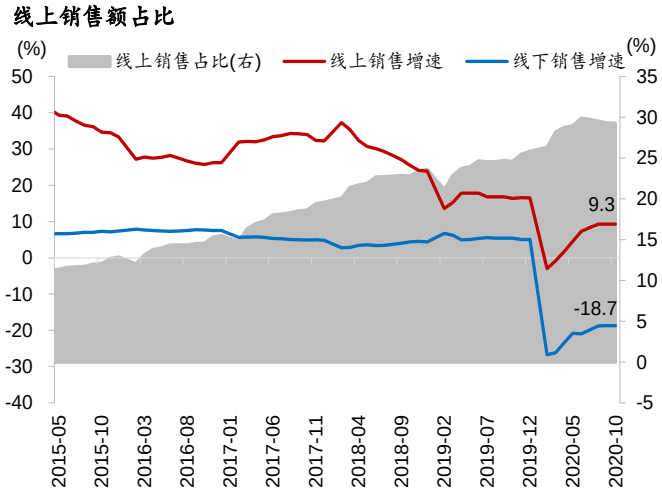
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：移动互联网用户量和时长跳增（亿，小时）



资料来源：QuestMobile、招商银行研究院

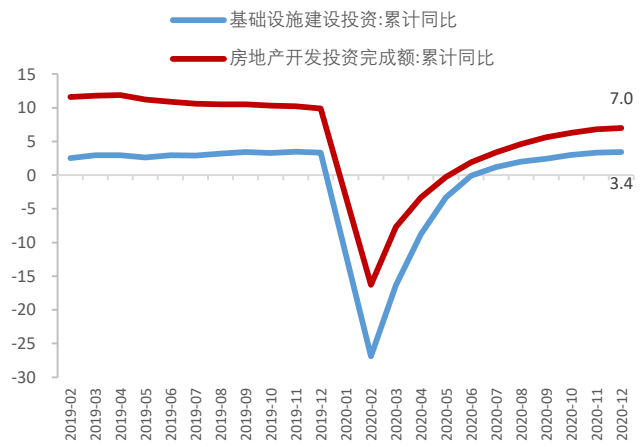
图 5：线上销售额占比提升（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

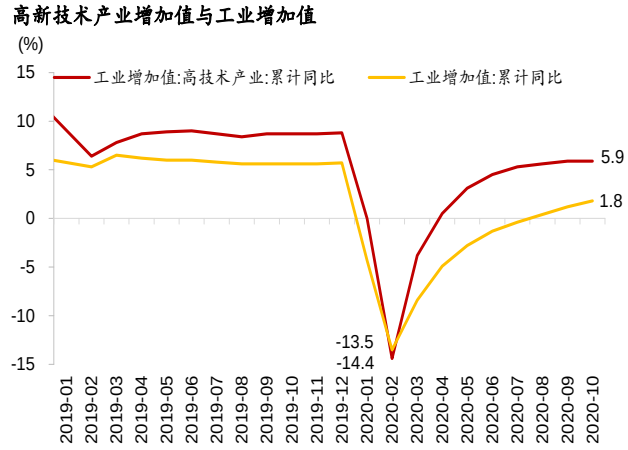
投资中基建和房地产受益于逆周期调节，在经济中发挥了压舱石作用；预计未来两者仍将保持韧性，但在“房住不炒”的主基调下房地产通过加杠杆高速增长的时代已经结束，基建受益于常态化“积极”的财政政策未来将在逆周期调节中发挥更加重要的作用。环保及公用事业的部分细分行业具有亮点，其中固废处理处于高景气，水环境治理具备中长期驱动。制造业受疫情影响较大，预计 2021 年将迎来修复；其中战略新兴产业作为促进“国内大循环”、经济产业转型升级和补短板的重要抓手，以 5G、新能源、高端装备、医药生物等为代表的高新技术产业将继续保持投资热度。

图 6：房地产、基建投资快速回升（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：高技术产业生产增速高于工业整体（%）

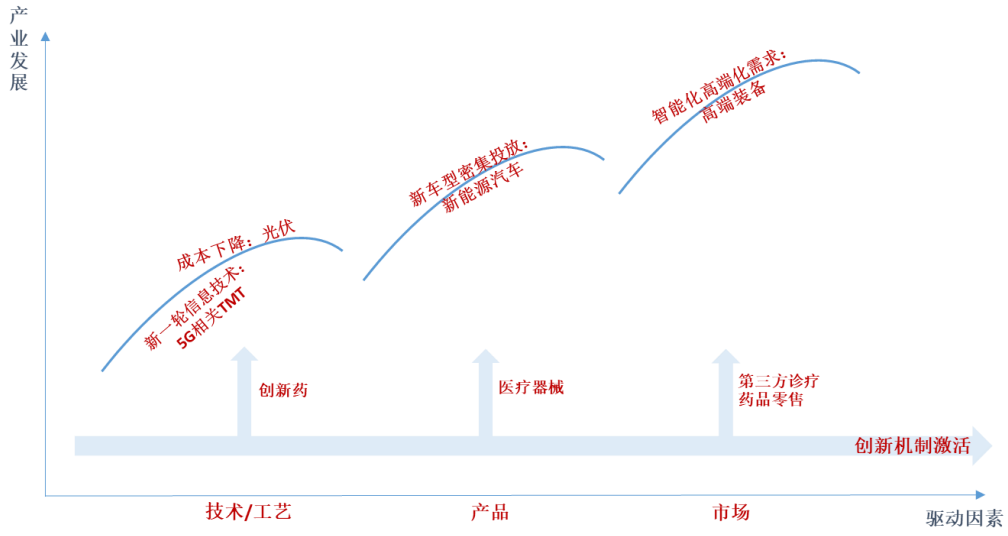


资料来源：Wind、招商银行研究院

1.2 新动能产业：春意盎然，创新实力不断增强

具体到**新动能产业**来看，新一轮信息技术周期、以及光伏新能源成本下降将从不同维度演绎技术驱动逻辑；以轨交装备、航天航空、工业机器人等为代表高端装备产业将继续践行智能制造强国之路；新能源汽车从技术驱动进入产品驱动，新车型的密集投放将大幅激活市场需求；医药生物方面，在医改驱动下医药器械、分销体系和医疗服务等各环节均发生了深刻的结构性变革，机制的优化使得行业创新积极性空前。

图 8：战略新兴产业的发展驱动

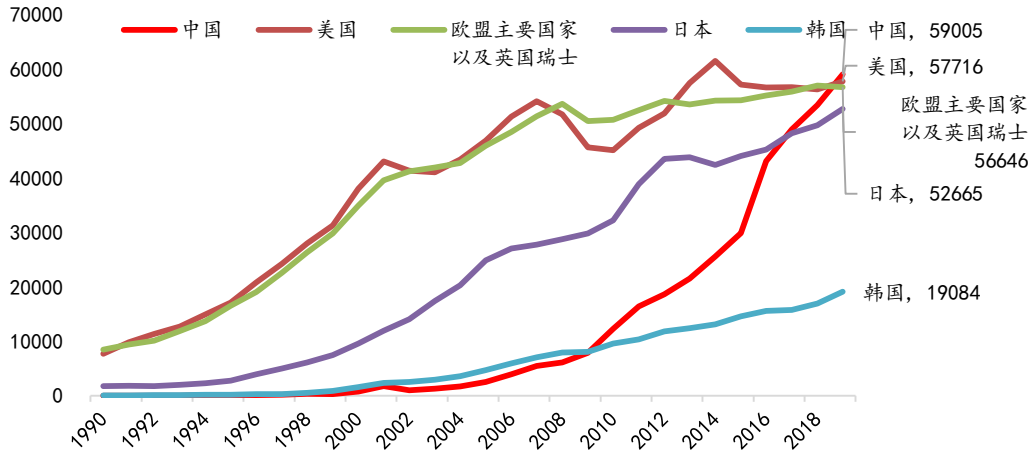


资料来源：招商银行研究院

PCT 专利：总量首超美国居全球第一，信息技术领域具备绝对优势

过去的一年虽然由于疫情的影响全球主要经济体经济表现均弱于常年，但我国新动能行业各主要子行业均表现出了强劲的增长能力。其中最重要的驱动因素变化是，作为一个国家科研实力标志的 PCT 专利数首次超过美国成为全球第一。美国和欧盟区域主要国家、日本在 2005 年之前是全球 PCT 专利的主要创造者。而我国从 2005 年以后才在 PCT 专利的国际舞台上崭露头角。经过 15 年的追赶，我国终于在 2019 年专利数超过美国成为全球第一。这是我国经济转型过程中的重要里程碑事件。

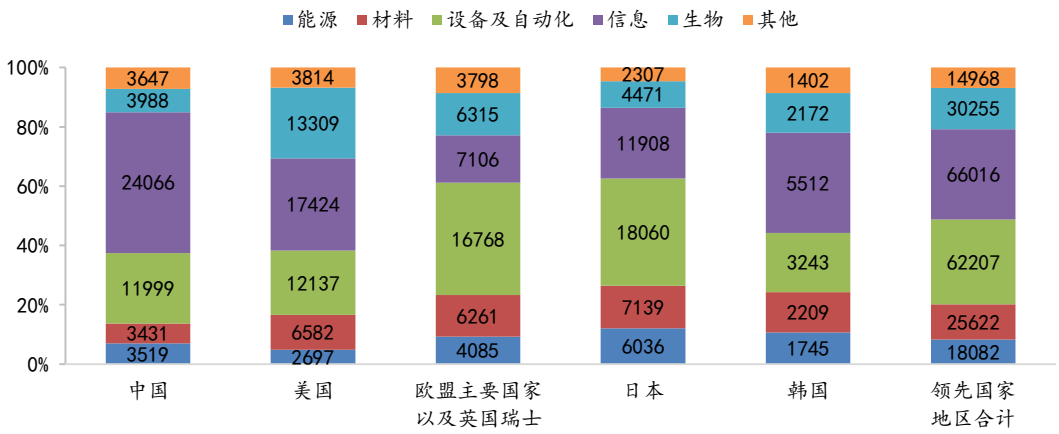
图 9：1990-2019 年全球主要国家历年 PCT 专利数（个）



资料来源：WIPO，wind，招商银行研究院

从专利结构来看，我国信息类专利占比非常高，明显超过其他地区。而生物、材料、设备及自动化类专利占比和绝对数都少于美国、欧盟及相关地区和日本。这是由于我国创新主要集中于 2000 年以来的信息化革命，而在其他更需要历史积累的领域竞争力还偏弱。

图 10：2019 年全球 PCT 专利的领域分布（%）

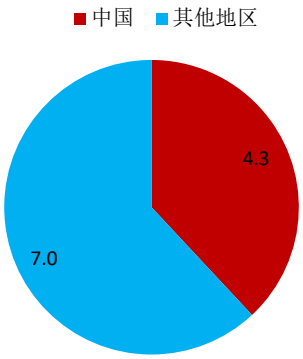


资料来源：WIPO，wind，招商银行研究院；注：领先国家地区整体约占全球的 93%。

与此同时，在专利投入方面的大量投入正在逐渐转化为我国在部分新动能行业的创新实力，并实现赶超取得了全球领先地位。以全球各国都高度关注的5G 移动通信领域来说，我国已经领先全球其他国家半年到一年布局。根据跟踪的数据，在全球 5G 投资开始明显增长的 2020 年 2、3 季度，我国 5G 投资占到全球的 62%。随着这些领域范围的逐步增加和领先优势逐步扩大，我国有望改变之前一直处于全球产业链分工中附加值较低的竞争地位，实现产业升级。

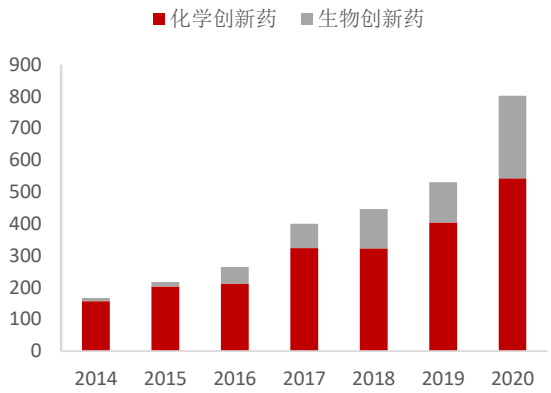
在历史上，较为薄弱的创新领域，我国也开始逐渐实现突破。例如相比全球领先的美日欧等国家和地区明显处于劣势的生物领域。2015 年以来以创新为核心的医药行业监管转向效果开始显现。截至 2020 年，我国创新药 IND 申报数量同比增加 51%，呈现加速态势；从增长结构来看，化学创新药和生物创新药均实现了明显突破。

图 11：2020Q2-Q3 全球 5G 网络投资占比（%）



资料来源：WIPO，wind，招商银行研究院

图 12：历年国产创新药 IND 申报数（个）

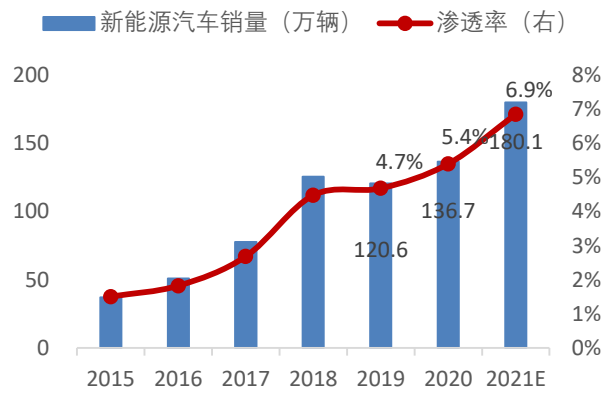


资料来源：CDE，招商银行研究院

传统替代：新能源汽车、光伏、智能制造各具看点

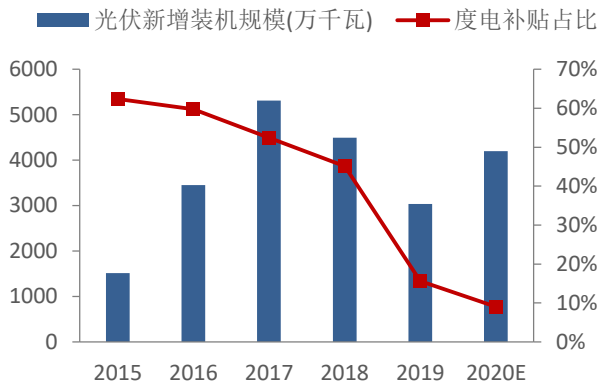
在完全创新行业快速赶超的同时，替代传统领域的新动能行业 2020 年也欣欣向荣。首先，新能源汽车经过 2019 年产能投放过剩和退补的压力之后，2020 年销量重回正增长，全年销量为 136.7 万辆，继续保持全球第一。同时5.4%的新能源汽车销售渗透率在全球仅次于传统的全球汽车产业的主要生产地欧洲。未来从全球区域结构上，中国和欧洲将在电动车领域展开激烈的竞争。其次，新能源发电的光伏领域在度电补贴相对电价占比下滑到 10%以内的情况下，国内光伏装机量仍出现明显增加，说明光伏行业已经接近于业内期盼已久的平价上网。同时我国光伏制造领域各环节全球占比高达 80%以上，说明全球竞争力极强。

图 13：我国新能源汽车渗透率（万辆，%）



资料来源：wind，招商银行研究院

图 14：我国光伏新增装机规模（万千瓦，%）

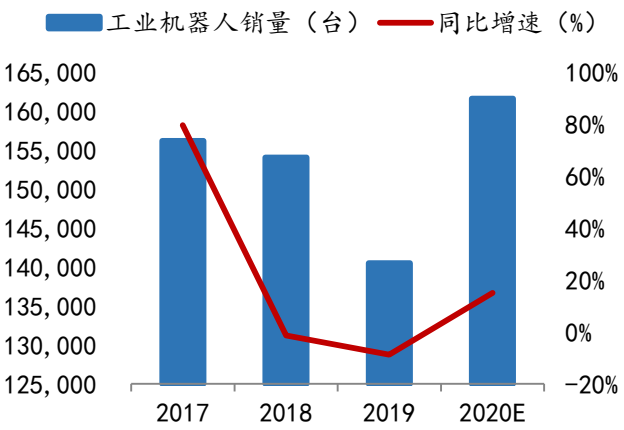


资料来源：能源局，SOLARZOOM，招商银行研究院，

注：度电补贴占比为不同资源区平均值

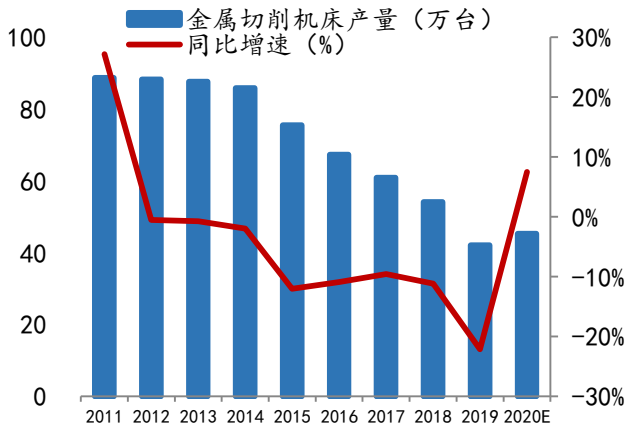
同时，2020 年以来制造业利润和投资的复苏也明显拉动了我国装备制造，特别是中高端制造装备的明显回暖。工业机器人销量和数控机床产量分别结束了 2 年、9 年持续下滑趋势，同比由负转正。虽然现在这种复苏的持续性还有待观察，但制造业投资在前几年持续下滑的局面有较大可能已经结束。我国高端装备比例增加将会大幅度提高我国产业的竞争力。

图 15：我国工业机器人销量（台，%）



资料来源：wind，招商银行研究院

图 16：我国金属切削机床产量（万台，%）



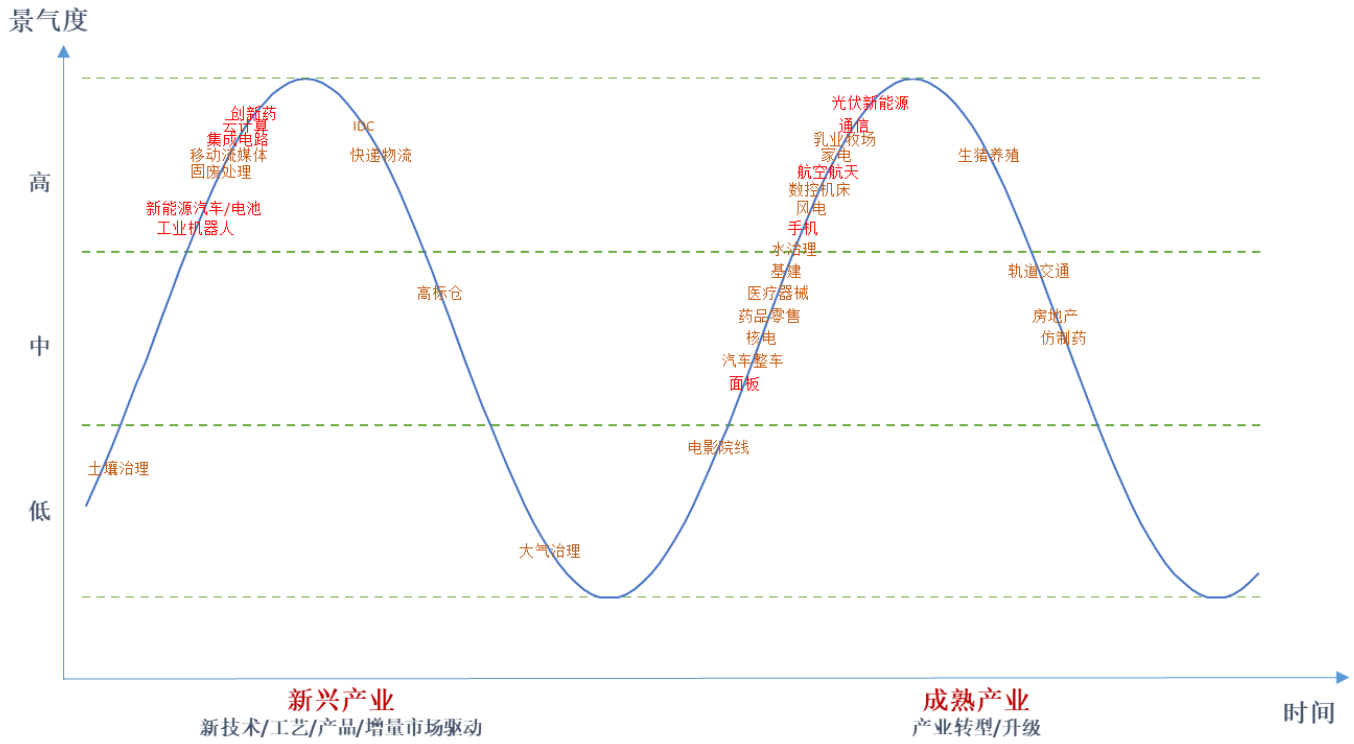
资料来源：wind，招商银行研究院

1.3 产业景气研判：2021 年“修复”主导、“新动能”向上，但中期需关注地产、IDC、生猪等景气回落

综合考虑宏观调控、新冠影响以及行业自身驱动周期，在 2021 年疫情常态化下，“修复”将主导各行业的发展变化；同时行业自身景气周期的影响也将显著增强，这是我们后文展望中更为关注的因素。具体的，迎来**修复性反弹**

的行业包括汽车整车、家电、餐饮旅游、电影娱乐等，反弹力度取决于受疫情冲击下降的深度，预计上述行业的反弹力度依次提升；**增速回归**的行业主要是受益于疫情的电商快递、线上娱乐服务板块，数字化的趋势使得相关行业仍将保持高景气；**增速依然保持韧性**的行业包括基建、环保、农业等，这主要得益于常态化“积极”财政政策和中性回归的货币政策，政府主导和上游行业预计将维持高增长；**具有一定压力**的是房地产行业，由于逆周期调节政策逐渐退出、融资环境趋于收紧，同时叠加房地产风险金融安全监管，房地产行业加杠杆高增长的模式面临转向；**新动能产业**受疫情影响不大，发展主要受行业本身技术产品等驱动；**值得关注**的是一些细分行业如 IDC、高标仓、生猪养殖等，当前仍处于景气较好阶段，但需关注行业供给端增长（恢复）后导致中周期的景气回落。

图 17：当前各行业景气判断



资料来源：招商银行研究院；注：本图仅描述特定行业在 3-5 年中周期维度的景气趋势，并且不反映不同行业间的景气高低排序

2. 房地产：2021 年销售面积略降、投资增速放缓，房企集中度将进一步提升

2.1 政策面：房企融资管控持续趋严，“房住不炒”列入“十四五”规划

2020 年受疫情影响宏观货币环境及房地产调控政策均呈现上半年宽松下半年趋紧的状态。具体对房地产调控来看，疫情之初部分城市发布边际放松政策为房企纾困、提升市场活力。7 月起部分城市销售走热，房价明显升高，随后热点城市“四限”调控加码，地区房地产政策在下半年明显收紧。

2020 年房地产融资端调控进一步落地。8 月，住建部出台“三条红线”政策，对房企资金需求端形成监测。年末央行和银保监会出台了“房地产贷款集中度管理”制度对房地产开发贷及个人住房贷款形成管控，是继 2019 年房地产信托、海外债收紧以来对行业资金供给的进一步管控。

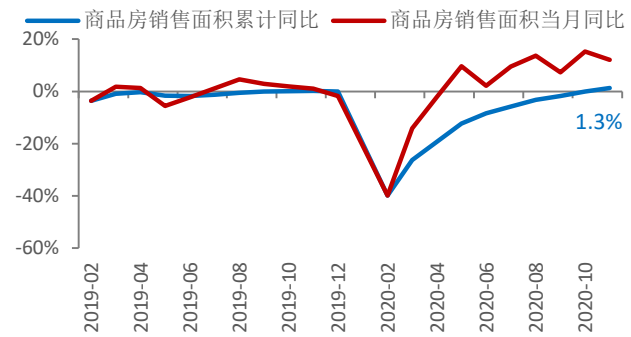
2021 年我们预计宏观货币环境及房地产融资端政策延续 2020 年下半年收紧的态势。并且从房地产调控政策来看，去年 10 月中央首次**将“房住不炒”写进“十四五”规划，中长期来看严控房地产仍然是政策主基调**。

2.2 销售端：2020 年超预期表现，预计 2021 销售面积同比-1%

2020 年是房地产需求端超预期表现的一年。年初受疫情影响全国商品房销售面积同比降幅达到 40%。3 月以来市场开始持续修复，5 月销售面积单月同比增速转正，在传统销售的淡季 7 月、8 月单月销售增速在 10%左右，而在随后的金九银十市场仍然保持较高的销售增速。至 11 月商品房销售面积累计同比已实现 1.3%的增长。狭义库销比数据也在今年 3 月以来持续下降，反映了市场热度在不断增加。

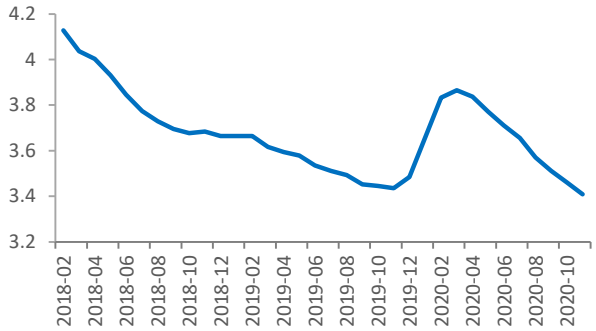
总结来看今年房地产市场超预期的表现受以下因素的影响：（1）**购房的需求相对刚性，**疫情只是滞后居民购房需求。（2）**货币环境大幅改善，**疫情后中央采取了灵活适度的货币政策，购房者可贷资金增加同时房贷利率出现长期持续下降，提振了居民的购房积极性。（3）**房企紧抓销售窗口积极推盘营销，**疫情后房企积极开工、加速推盘使得市场整体供给量提升。

图 18：商品房销售面积同比增速（%）



资料来源：wind，招商银行研究院

图 19：库销比在 3 月以来持续下降



资料来源：wind，招商银行研究院

注：库销比=商品房待售面积/近 12 个月销售面积

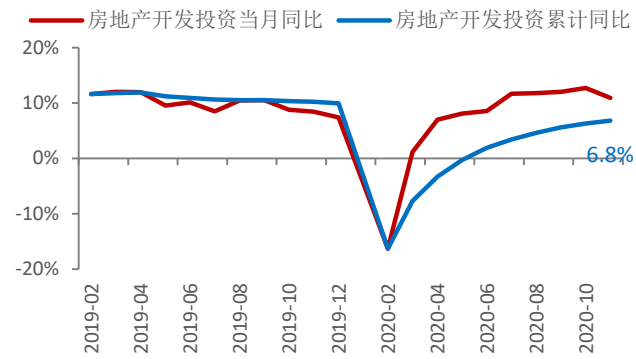
2021 年我们认为商品房销售面积稳中有降。在宏观经济企稳背景下货币环境回归中性，同时“房地产贷款集中度管理”对个人住房贷款形成了持续管控。我们预计 2021 年销售面积在保持稳定的情况下微幅下降，增速约-1%。

2.3 投资端：2020 年韧性十足，预计 2021 投资同比+5.8%

2020 年房地产投资韧性十足。房地产开发投资在疫后快速修复并率先转正，在 7-11 月当月同比持续保持 10%以上增速。至 11 月全国房地产开发投资累计同比增长 6.8%，保持较强的韧性。

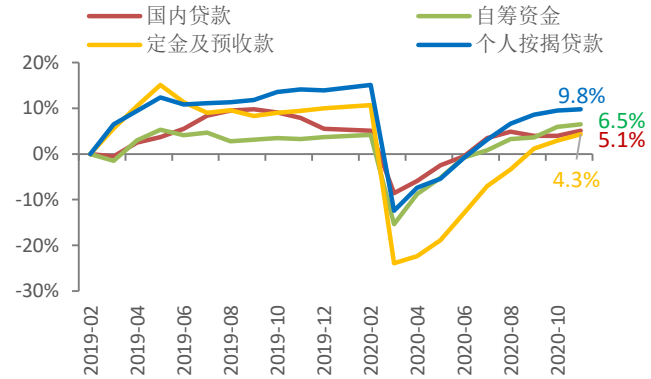
从房地产开发资金来源看，至 11 月个人按揭贷款及自筹资金累计同比增速较高，国内贷款增速在下半年有所放缓，定金及预收款随着销售的回暖逐步提升。

图 20：房地产开发投资同比增速（%）



资料来源：wind，招商银行研究院

图 21：房地产开发投资累计同比增速（%）

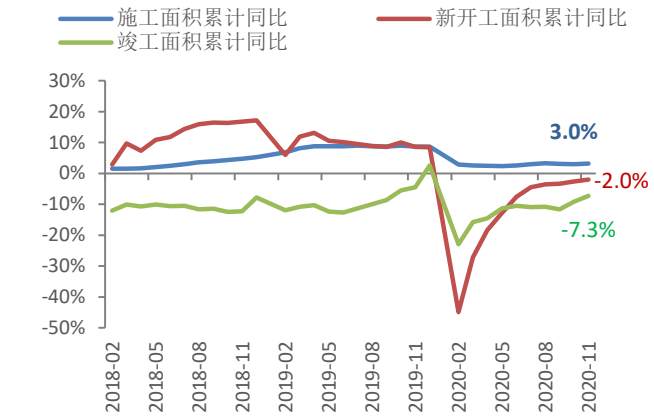


资料来源：wind，招商银行研究院

土地市场方面，疫情过后土地成交量价齐升，随着销售的恢复及融资环境的短期宽松房企拿地热情高涨。下半年随着“三条红线”的出台土地市场热度

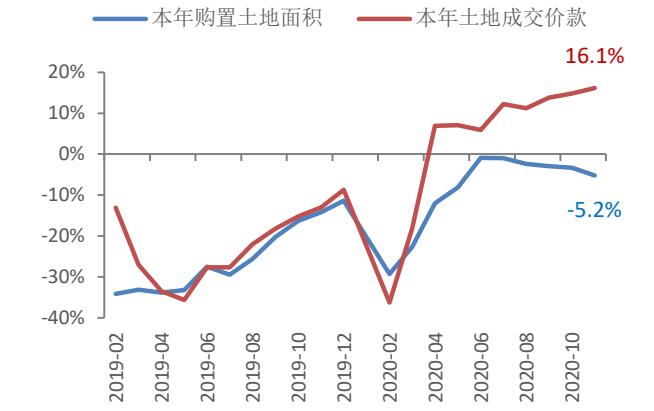
有所下降，但因一线城市土地供给增加，市场呈现出量跌价涨的态势。**新开工、竣工方面**，2020 年新开工在疫情过后恢复较快，主要系房企为弥补疫情影响加大开工力度以期尽快达到预售条件，开盘销售实现回款。8 月份后受到“三条红线”的影响，房企施工节奏有所调节，竣工加快而新开工放缓。

图 22：施工、新开工、竣工面积累计同比（%）



资料来源：wind，招商银行研究院

图 23：土地购置面积及成交价款累计同比（%）



资料来源：wind，招商银行研究院

2021 年我们认为房地产投资仍具韧性但增速将有所下滑。从房地产开发资金来源角度分析，销售经营回款约占房地产开发投资资金的五成，个人住房贷款管控拖累销售增速，进而将对房地产投资产生一定的拖累。**从房地产开发投资构成角度分析，**考虑到融资受限下房企需加快周转减少对融资依赖，因此仍具备一定的新开工意愿。而竣工面积受近年来新开工与竣工增速持续剪刀差的影响将有所提升，预计施工面积微幅下降。2021 年土地投资受 2020 年土地成交价款提升的影响将微幅提升，而建安投资受施工面积下降影响将有所回落。综之我们预计 2021 年房地产投资增速较今年小幅回落，预计值为+5.8%。

2.4 房企端：金融资源再分配，行业集中度进一步提升

融资政策收紧是行业发展及房地产企业未来经营行为的重要影响因素。“三条红线”对房企融资规模指标的管控使金融资源向财务杠杆较低的头部房企集中，中小房企再想借助高杠杆实现跨越式发展的机会已不大；“房地产贷款集中度管理”对融资供给端的影响将使金融资源进一步向优秀房企集中。行业竞争格局将保持稳定，集中度进一步提升。

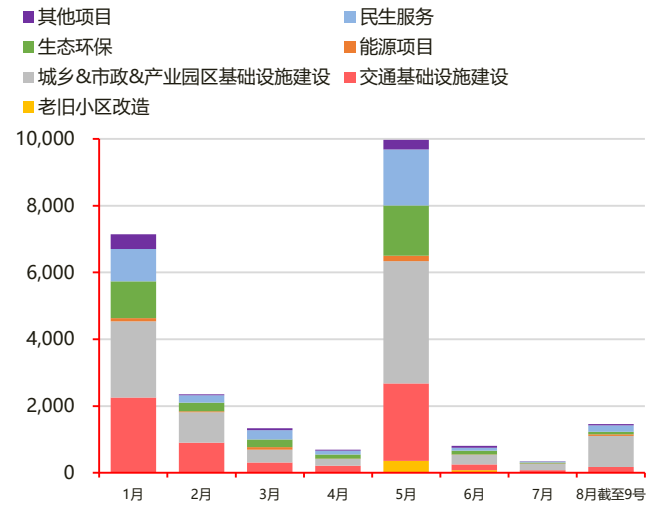
3. 基建环保：绿水长清致精，精筑长盛致远

3.1 基建市场：短期关注融资环境，长期可看十年盛景

订单驱动下 2021 年基建投资或有小幅上升

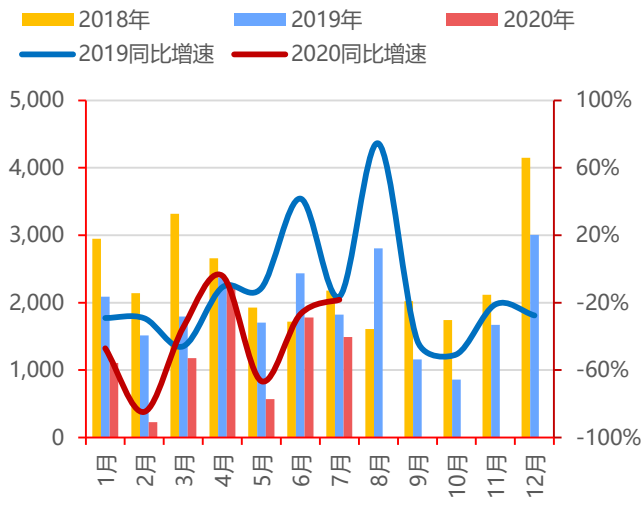
针对我国基建投资增速判断，通常核心考虑因素会聚焦在市场融资来源与融资环境的变化。但这一逻辑在 2020 年随着新冠疫情的到来而被彻底打破。2020 年 3.75 万亿的新增专项债额度无疑是基建投资最大助力之一，但目前来看全年基建投资增速大概率将落在 3.8~4.3%范围内，资金驱动逻辑短暂失效。

图 24：专项债分行业发行情况（亿元）



资料来源：生态环境部，招商银行研究院

图 25：PPP 成交额增速受疫情冲击严重（亿元）



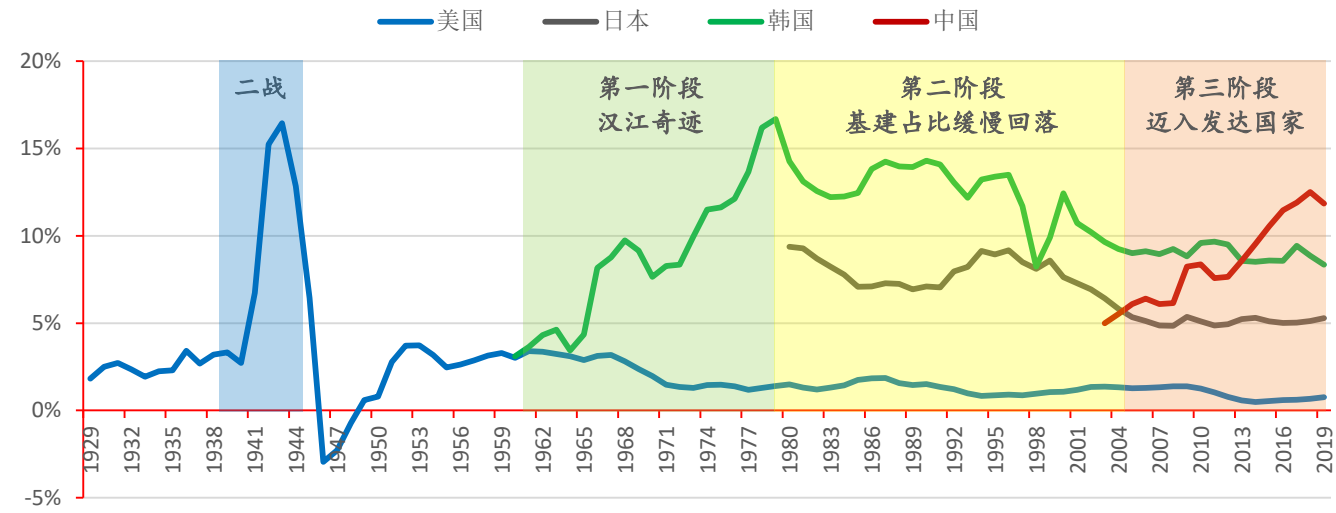
资料来源：生态环境部，招商银行研究院

进入 2021 年，一方面随疫情对工程建设的冲击逐渐减弱，市场驱动或重新回归融资驱动逻辑；另一方面由于 2020 年新增大量重大项目订单，也为 2021 年基建投资提供了基础保障，我们判断 2021 基建增速或在 2020 年基础上有小幅上升，或可落在 4~5%的范围内。未来主要关注指标将重新回归为专项债融资环境与 PPP 市场景气度等。

基建投资长期展望，或保十年盛景长青

从长期来看，我国基建投资强度（基建投资水平/GDP）或仍有 10 年左右的高强度保持期。我国整体基建投资规模较美日韩等过仍有加大差距；根据韩国的历史经验，基建投资通常会经过三个阶段（爆发期，调整期，成熟期），根据基建投资强度特征比较，我们认为目前中国可能正处于第一阶段末期，或仍有 10 年高强度保持期；从城镇化进程角度来看，一般国家城镇化率达到 70%之后，基建投资强度开始出现明显回落趋势，中国目前距这一时点或仍有 10 年距离。综合两点分析，我们认为中国基建投资强度或仍有 10 年高强度保持期。

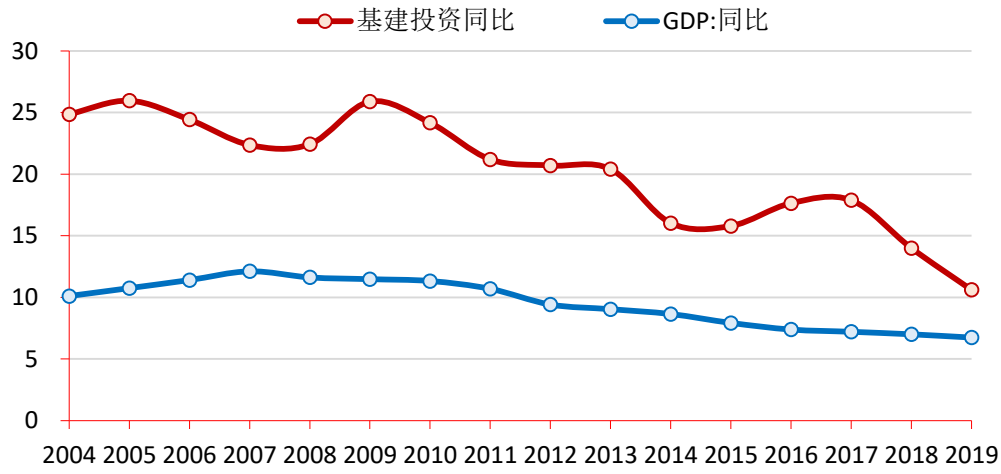
图 26：韩国基建投资占 GDP 比重变化大致经历了三个阶段（%）



资料来源：Wind，招商银行研究院

在长期趋势中，基建增速与国民经济增长的正相关度高达 0.87，换而言之，如果未来经济增长迎来换挡期的拐点，则基建投资增长也或将迎来新的增长节奏。在诸多不确定性中，我们认为制造业的繁荣发展或成为挤出基建投资强度的最大变量，即在未来十年内，如果制造业出现较高繁荣增长，则基建投资强度或提前出现下滑；反之逆向逻辑亦成立。

图 27：中国 GDP 增速与基建投资同比增速（五年移动复合增速，%）

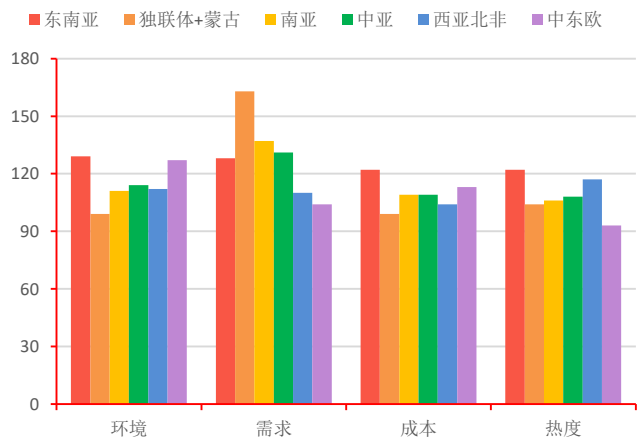


资料来源：生态环境部，招商银行研究院

分行业来看，未来我国在交通类基建领域的建设需求或主要表现为升级改造与补短板的公平化建设，相比之下我们认为市政公用设施投资领域具有更大的需求强度与市场容量，不仅是我国当前基建补短板的重心方向之一，未来也或成为基建投资的核心重点方向，未来基建投资增速或更多体现于此。而在海外市场方面，综合考虑基建发展综合指数与基建市场投资规模，以及 RECP 的利好驱动，我们认为以东盟十国为代表的东南亚地区为“基建出海”的首选地；其中聚焦行业可重点考虑电力与交通基建类项目。海外基建主要应当关注

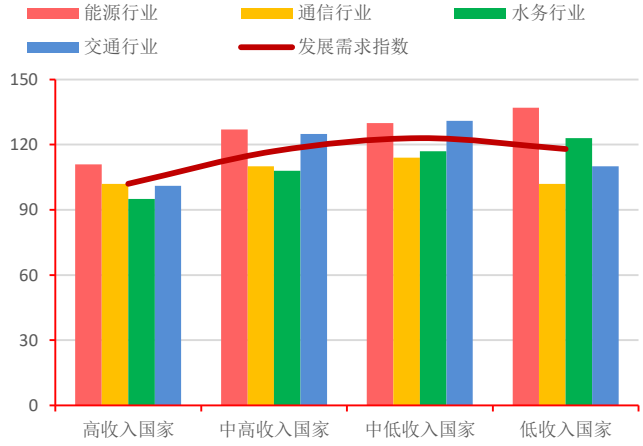
的风险因素，短期表现为疫情控制情况是否乐观，长期则体现在所在国的偿付信誉水平及业主方对于基建项目的偿付能力水平是否充足。

图 28：2019“一带一路”地区基建区域指数明细



资料来源：生态环境部，招商银行研究院

图 29：2019“一带一路”地区基建行业指数明细



资料来源：生态环境部，招商银行研究院

3.2 生态环保：黄金固废白银水，大气萧条土壤亏

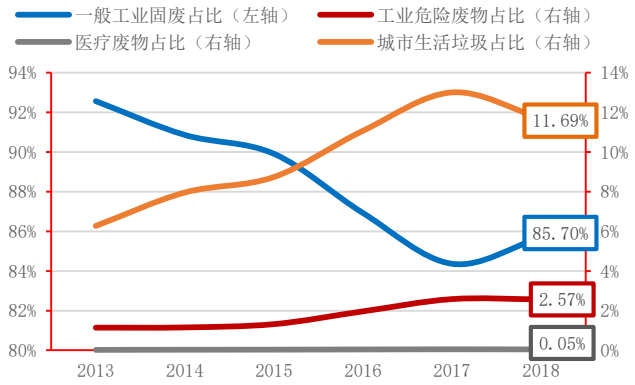
我们将生态环保板块横向细分为大气排放治理、水环境治理、固废处理与土壤环境修复四大板块，认为未来 3 年内固废处理行业仍处在黄金发展期，而水环境治理受政策大力推动也将具有较优的发展环境。相比之下，大气排放治理行业受烟气处理技术、标准推行进度等综合因素限制，市场尚未出现明显景气迹象；而土壤治理受到资金问题困扰，短期内也较难出现可以预见的高景气发展机会。

垃圾焚烧“十四五”投资增速或见顶，景气度不减

根据《固体废物污染环境防治年报》统计，2019 年我国固废产量 5 年来首次大幅回升；从城市平均水平来看回升幅度高达 17.65%，为 5 年来最高值。从细分结构来看，生活垃圾与危废的构成占比较五年前有较大幅度提升。

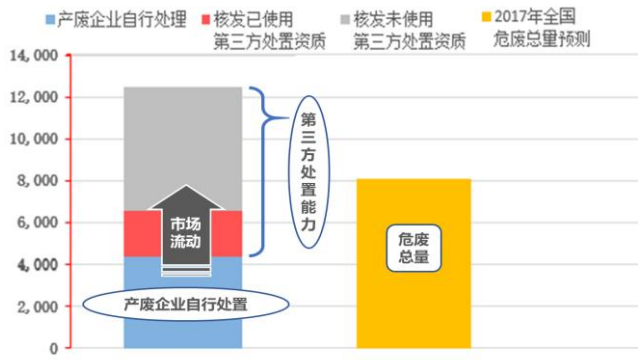
在垃圾焚烧发电领域，根据“十三五”规划目标，至 2020 年底我国垃圾焚烧无害化占比或已达到 50%，较“十二五”期间提升幅度较大。一方面，目前我国焚烧占比已远超美国、德国等发达国家水平，“十四五”期间配套压力政策大概率会放缓脚步，因此垃圾焚烧投资增速大概率会在“十四五”期间见顶；但另一方面，受设备升级与垃圾分类政策等影响，垃圾焚烧发电行业整体的发电效率正逐年提升，对政府补贴的依赖程度也在逐渐放松，兼具稳定持续的经营现金流入与相对较高的行业毛利率。

图 30：生活垃圾在固体废物占比显著上升（%）



资料来源：生态环境部，招商银行研究院

图 31：政策趋严有利于第三方处置市场（万吨）



资料来源：生态环境部，招商银行研究院

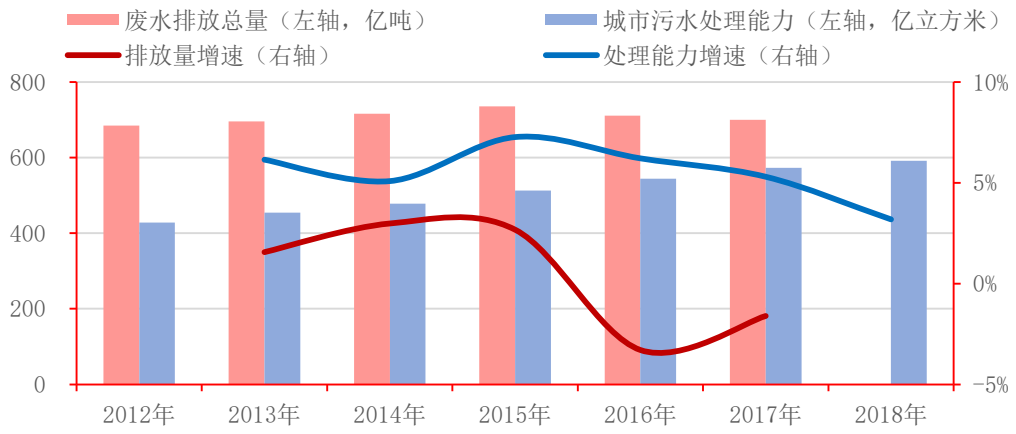
在危废处理领域，高达 70%的平均毛利率使其成为了全环保行业乃至整个公用事业板块“夜空中最亮的星”，但平均水平或仅有 26%的第三方处置市场的产能利用率也成为了限制这一行业发展的“不变魔咒”。当前在我国，产废企业自行处置仍是危废处理的主要归宿；但受 2020 年新版《固废法》大幅收严的驱动，合规可能性较低的“产废企业自行处置部分的危废”或大量流入“第三方处置”的市场，或可由此抬升全行业的产能利用率。

水环境治理长期政策护航，流域治理发展底气充足

自“水十条”发布以后，我国水环境治理行业进入了政策密集发布期，政策口径也从点污染源治理向面源治理转变。目前“十三五”规划与“水十条”中所规定的各项 2020 年治理指标已基本完成，“十三五”期间水环境治理投资规模约为 7344 亿元，“十四五”期间或进一步加码至万亿规模。当前我国水环境治理的短板集中在农村污水处理与北方地区的流域治理。

在污水处理领域，截至 2017 年我国城市污水处理率已达到约 82%，目前或已达到 90%以上，但 2017 同年的农村污水处理率仅为 30%，可以看出，农村污水处理是该行业最显著的短板。但受到付费来源差异的限制，农村污水处理的发展相对缓慢，短期难见破局之光。考虑到未来污水排放政策与指标的收严的潜在可能性，我们认为在未来 3 年之内，该领域的主要业务机会仍将集中于城市污水处理产能的重组并购，以及配套设备的升级改造等方面。

图 32：废水总排放量与城市污水处理能力趋势比较（亿吨，亿立方米，%）



注：按 365 天满功率计算
资料来源：生态环境部，招商银行研究院

在流域治理领域，继“水十条”后，环保部又先后出台了《关于全面推行河长制的意见》、《重点流域水污染防治“十三五”规划编制工作方案》等文件，有了多项政策的正面引导，全国的流域治理市场迅速迎来了全面增长期。截至 2020 年初，我国约有 924 个已完成入库的环保类项目，其中流域治理类项目多达 459 个，按行业平均项目规模计算，流域治理类 PPP 项目总规模或超过 5000 亿元。单体项目资金占用规模较大，对财政支付依赖度较高是当前该类项目的显著特征。

大气治理遭疫情冲击明显，土壤修复资金来源窘境难破壁

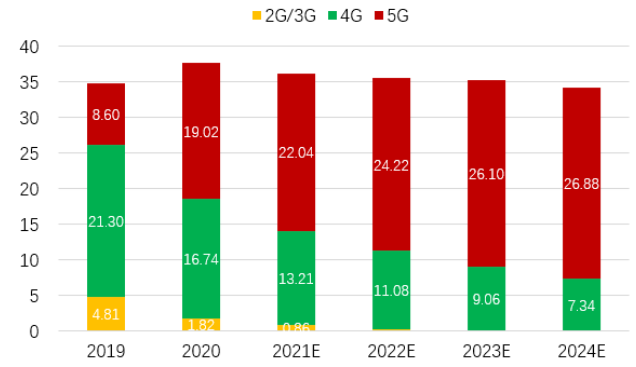
在大气排放治理领域，早在疫情发生之前，经过此前一轮技术迭代与火电改造，大气治理的需求已经出现明显萎缩迹象，许多小型民营企业都已出现了经营危机，营收规模大幅收缩，流动性恶化明显。此次叠加疫情停工造成的需求收缩，部分小型烟气治理企业已经面临破产清算或处在被收购的边缘。未来随着疫情对工业生产的影响逐渐消除，受钢铁及其他非电行业超低排放的持续推进，阵痛洗礼过后的烟气治理行业或可迎来第二轮景气周期，但这种曙光在未来一到两年内发生的概率相对较小。

在土壤修复领域，一方面由于我国土壤的污染类型以及点位超标特征，土壤污染治理支付责任最终大多归属于地方政府，难以借鉴西方国家“谁污染谁治理”的主体追责模式。当前我国相关的专项治理资金及多数地方政府的财政支持能力与我国整体土壤污染治理所需要的总资金规模难以匹配，导致该行业短期内较难有规模化发展。另一方面，当前我国土壤修复以固化、深埋包装（针对无机重金属）与热解吸（针对有机污染物）等技术为主，多数行业公司仍处在发展初期，参与企业众多，多处于“跑马圈地”的扩张阶段，市场成熟度及市场集中度均有待提升。

4. 通信：全球进入 5G 网络建设高峰，中国保持领先

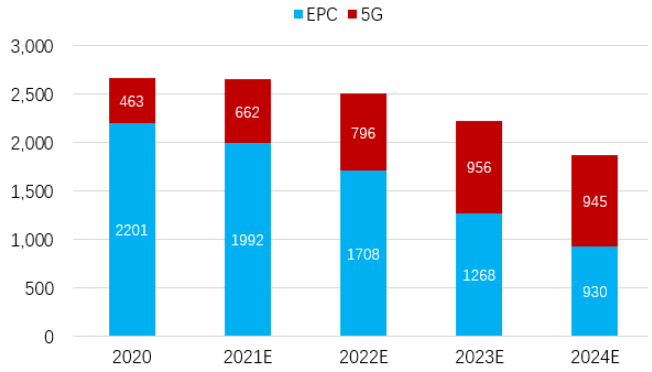
5G 带动全球运营商资本开支复苏。根据全球咨询机构 Omdia 的数据，受到 5G 网络投资拉动，2020 年全球运营商资本开支呈现复苏趋势，COVID-19 对全球运营商资本支出影响有限，2020Q2-2020Q4 运营商资本支出复苏，基站、核心网、传输设备收入全年均有不同程度的增长。2020 年，全球基站设备收入达 376 亿美元，其中 5G 基站收入 190 亿美元，占比 50.6%；全球核心网收入 26.64 亿美元，其中 5G 核心网收入 4.63 亿美元，占比 17.4%；全球光传输设备收入 158 亿美元，其中中国市场收入 53 亿美金。

图 33：2021-2024 年全球基站收入预测（$B）



资料来源：Omdia、招商银行研究院

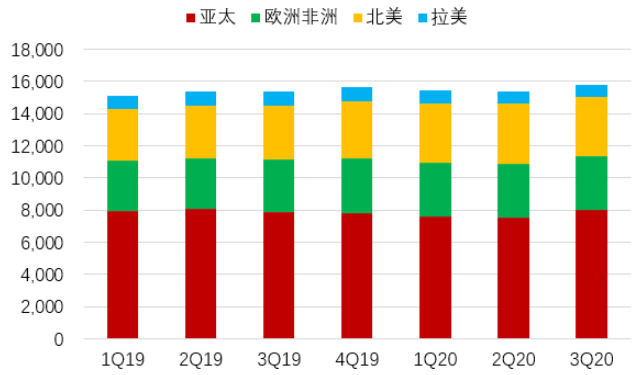
图 34：2021-2024 年全球核心网收入预测（$M）



资料来源：Omdia、招商银行研究院

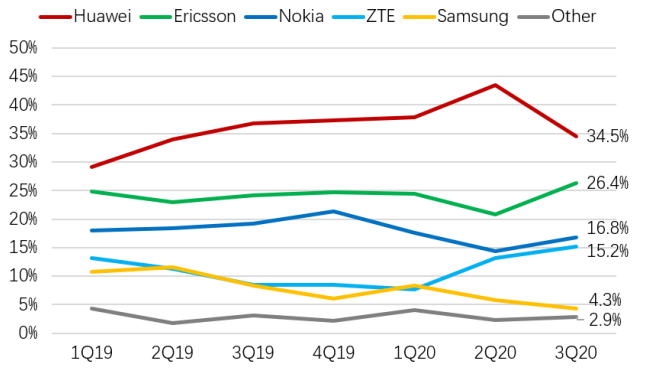
全球通信设备市场集中度较高。根据全球咨询机构 Omdia 的数据，全球通信设备市场保持高集中度，华为、爱立信、诺基亚、中兴、三星占据全球设备市场份额 97%。虽然受到芯片供应影响，中国通信设备供应商依然保持较强的全球通信设备市场竞争力，华为市场占有率略降到 34.5%，中兴市场占有率提升到 15.2%。

图 35：全球光通信设备市场收入趋势($M)



资料来源：Omdia、招商银行研究院

图 36：全球移动通信设备市场占有率（%）

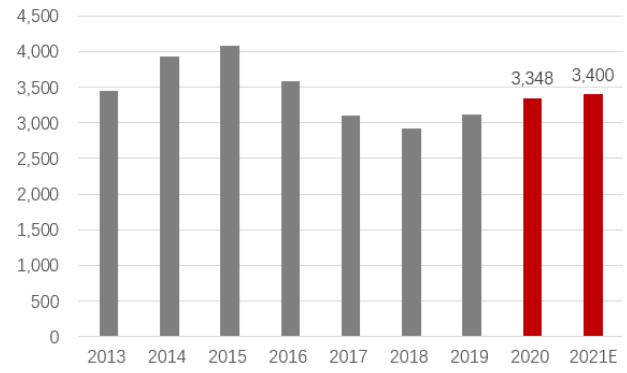


资料来源：Omdia、招商银行研究院

中国是 2020 年全球 5G 网络建设的中心。2020 年，全球 131 个国家地区的 412 家运营商投资 5G 网络，其中 59 个国家地区的 140 家运营商已启动 5G 商业服务，5G 建设在全球范围如火如荼的开展。中国是全球 5G 网络投资的主要

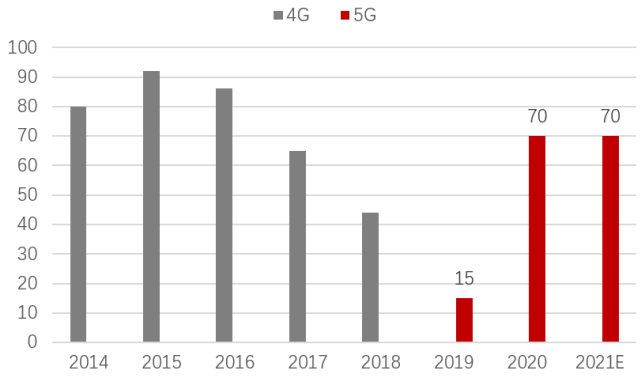
地区，中国运营商资本开支 3348 亿元，其中 5G 相关投资达 2000 亿元。2020 年，中国运营商新建 5G 基站约 70 万站，远高于年初计划的 55 万站，业内预计 2020 年底中国 5G 基站总数达到 85 万站左右。中国移动 5G 基站数达到 39 万站，中国电信和中国联通共建共享 5G 基站规模达 38 万站，CAPEX 节省 40%、OPEX 年省 35%，共享率达到 95%以上，共建共享成为未来运营商 5G 网络建设的主要形式。

图 37：中国运营商资本开支预测（亿元）



资料来源：运营商、招商银行研究院

图 38：中国 5G 基站建设规模预测（万）



资料来源：工信部、运营商、招商银行研究院

展望 2021 年，全球将进入 5G 网络建设高峰。GSA 预测，2021 年到 2022 年底，全球将进行 75 次以上 5G 频谱拍卖，全球 5G 网络部署将会加速，北美和欧洲将成为 5G 网络投资的活跃地区。2021 年，预计全球 4G 基站收入下降到 167 亿美元，5G 基站收入增长到 220 亿美元；全球 4G 核心网收入下降到 19.9 亿美元，5G 核心网收入增长到 6.62 亿美元；全球传输设备收入有望增长到 160 亿美元。

700M 5G 网络投资成为 2021 年中国 5G 网络投资的最大变量。中国中央经济工作会议强调“强化国家战略科技力量”，工信部强调“5G 建设节奏适度超前”，2021 年中国 5G 网络投资规模有望保持平稳增长。预计不考虑广电 700M 5G 网络投资的前提下，2021 年三大运营商资本支出约 3400 亿元，其中 5G 网络投资约 2000 亿元，5G 基站建设约 70 万站。如果中国广电 700M 5G 网络建设计划获批，预计 2021 年增加 700M 频段 5G 基站建设 40 万站，实现中国广电 5G 全国覆盖。

5. 电子：半导体景气度提升，5G 手机 2021 年反弹

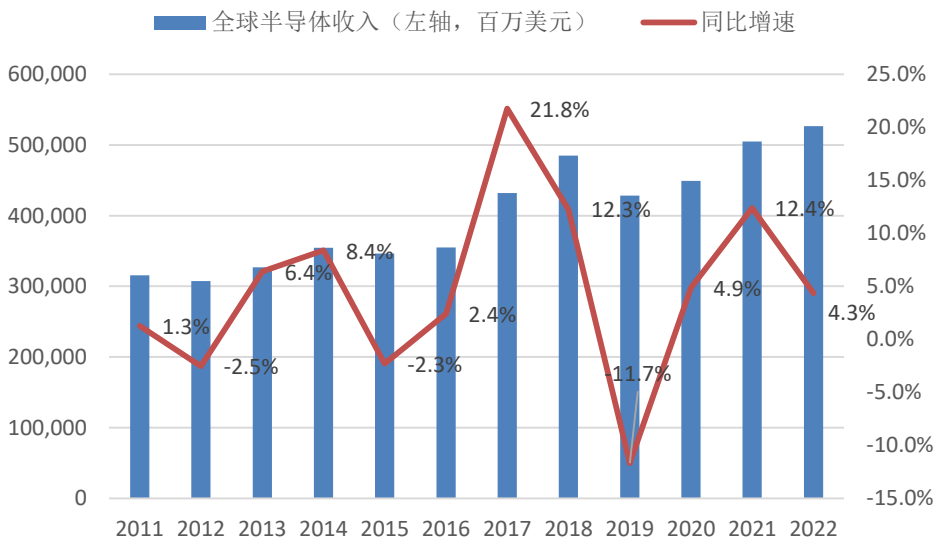
5.1 半导体：全球收入 2020 年逆势增长有望保持，国内市场快速发展

2019 年为全球半导体市场的阶段性低谷，根据 Omdia 数据，2019 年全球半导体收入为 4,283.3 亿美元，比 2018 年下降了 11.7%。

进入 2020 年，全球经济受疫情影响较大，但全球半导体市场逆势增长。根据 Omdia 统计，2020 年前三季度全球半导体市场销售额达到 3,356 亿美元，同比增长 6.2%，Omdia 估计 2020 年全球半导体收入同比增长 5.3%。

在疫情影响下，2020 年全球半导体收入保持正增长的原因：

图 39：2020 年起，全球半导体进入连续正增长周期（百万美元，%）



资料来源：Wind，招商银行研究院

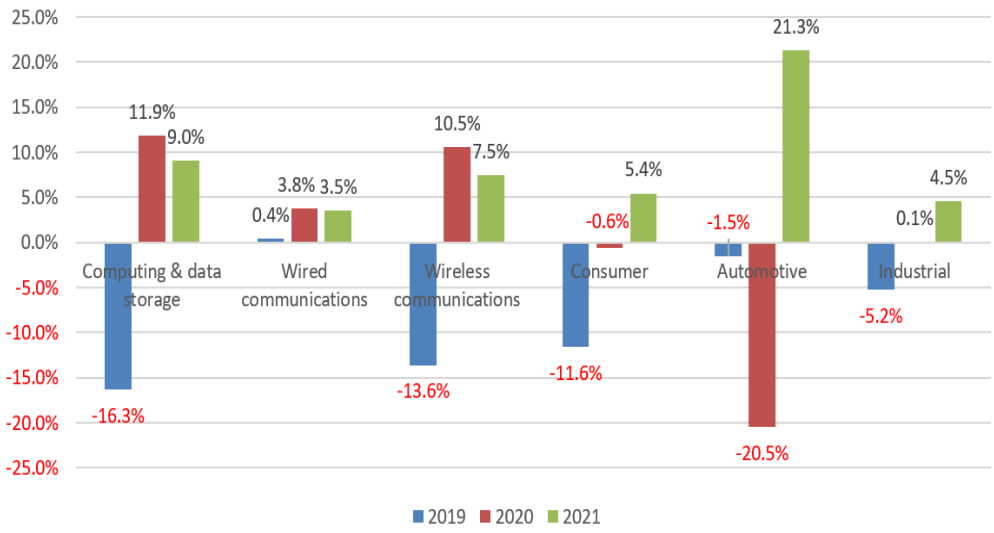
首先从**需求端**来看：1）疫情导致居家在线办公、教育等带来 PC、笔记本电脑、平板等需求大增，据 WitsView 统计，2020 年 1-9 月，全球平板电脑面板/监视器面板/笔记本面板累计出货同比+50%/+13%/+15%；2）5G 建设逐步铺开，全球进入 5G 时代，厂商加大智能手机、平板电脑等的备货，带动芯片需求增加；3）贸易摩擦及疫情持续背景之下，全球半导体产品供应链出于对断货的担忧而增加库存水准，拉动了对芯片的需求。

其次从**供给端**来看，半导体行业在全球各地均属于优先程度较高的行业，且生产自动化智能化程度较高，受疫情影响相对有限，疫情主要体现在 2020 年上半年，下半年以来生产所受到的影响进一步减少。

展望 2021 年，我们预计全球半导体收入预计将增长约 8~12%。从半导体的需求领域来看，2020 年增长较好的 PC、平板电脑等在 2021 年出货量可能会有所回落，但手机、服务器及存储器等领域将进入增长区间。展开来看：1）2021 年，全球智能手机出货量将增长 8~13%，5G 手机渗透率进一步提升，5G 手机半导体的价值量较 4G 手机有较大增长；2）受益 5G，AI、云等新应用拉动采购需求，2021 年，全球服务器出货量将有 10~15%的增长，单价亦

有提升；3）存储器市场，根据 WSTS 估计，2019-2021 年半导体存储器的市场规模分别为 1064、1224、1361 亿美元，2021 存储器市场将继续发展，年增速为 11.2%；4）新能源汽车渗透率提升，对半导体有一定拉动。

图 40：2021 年，全球半导体在 6 大应用领域的收入均将正增长（%）

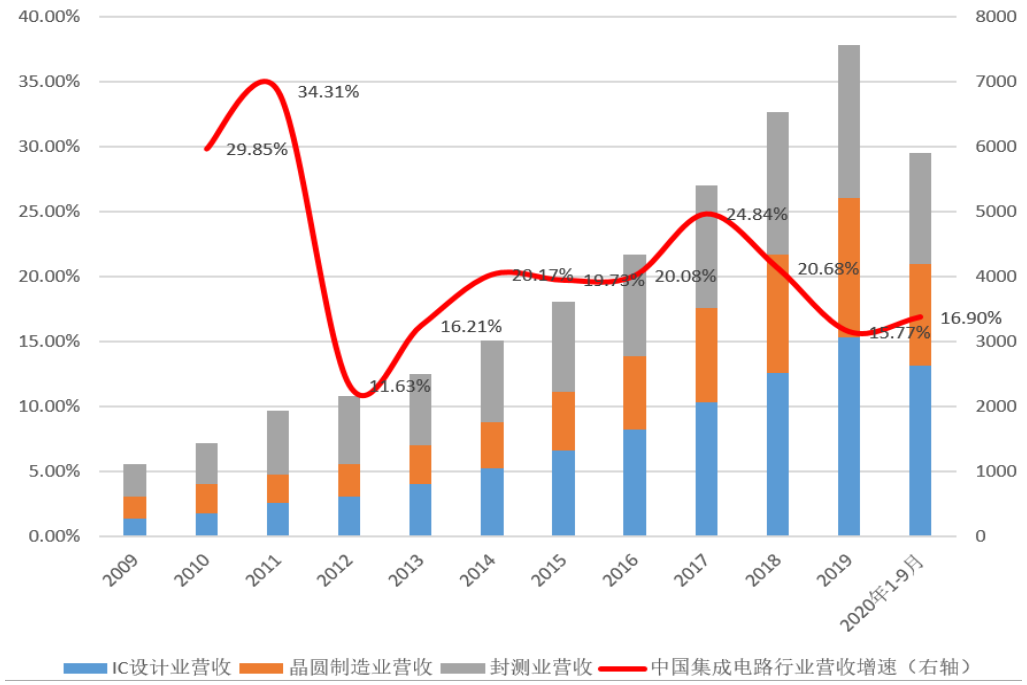


资料来源：Omdia，招商银行研究院

注：图中数据为各领域半导体收入同比增长率

中国半导体行业协会统计，**中国集成电路产业继续保持两位数增长**。2020 年 1-9 月中国集成电路产业销售额为 5,905.8 亿元，同比增长 16.9%。其中，设计业同比增长 24.1%，销售额 2,634.2 亿元，仍是三业增速最快的产业；制造业同比增长 18.2%，销售额为 1,560.6 亿元；封装测试业同比增长 6.5%，销售额 1711 亿元。2020 年，中国集成电路产业销售额估计同比增加约 20%。**我们预计 2021 年，中国集成电路销售额将保持 15%~20%的增速。**

图 41：中国集成电路行业销售额保持快速增长（亿元，%）



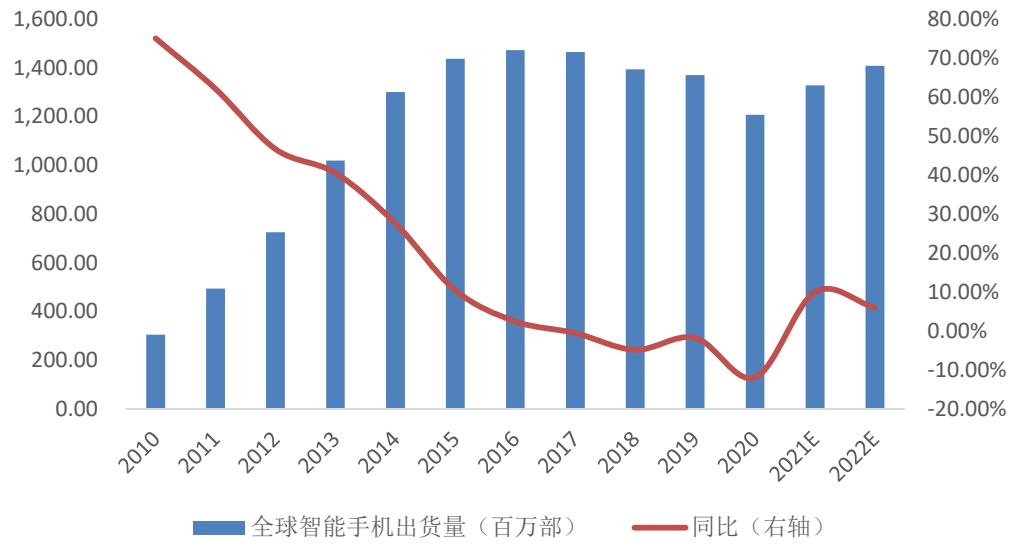
资料来源：Wind,招商银行研究院

5.2 智能手机：5G 手机继续渗透，2021 年为反弹之年

据 IDC 数据，2019 年全球智能手机出货量为 13.71 亿部，IDC 估计 2020 年全球智能手机出货量同比增速为-11.9%，对应出货量为 12.08 亿部。我们认为，近期手机行业发生的供应链扰动（芯片缺货等）事件对 2021 年全年的手机出货的影响有限，在 5G iPhone 等带动下，预计 2021 年手机行业出货量增长约 8%~13%，但即使按照 13%计算，出货量仍低于 2019 年水平。

根据 Gartner 数据，全球 3Q20 智能机出货量同比下降 5%，印度、印尼等新兴国家反弹明显。分季度来看，我们预计全球 1Q21 出货量同比转正。从地区来看，我们预计明年印度将成为复苏最快的地区。

图 42：2010-2022E 全球智能手机出货量与预测（百万部，%）



资料来源：IDC，招商银行研究院预测

根据信通院数据，2020 年 11 月中国大陆智能手机出货量同比下降 17%，1-11 月出货量 2.7 亿台，同比下跌 21%。但 11 月和 1-11 月 5G 手机渗透率分别达到 72.6%/53%，高于年初预期，在全球主要国家及地区中，中国大陆的 5G 手机渗透率居于领先地位。

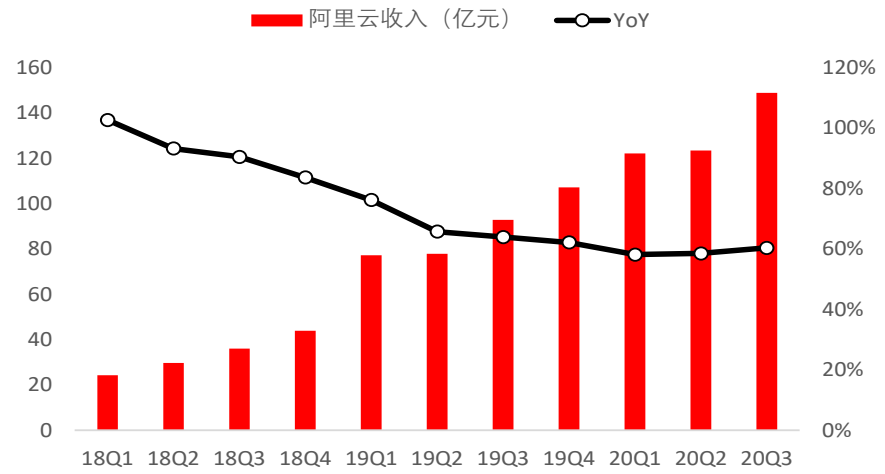
展望 2021 年，中国市场智能手机出货量预计将增长 6~10%，低于全球平均水平。

6. 计算机：长期增长无忧，行业处于高景气，但需关注 IDC 短期供给增长过快风险

6.1 云计算：中短期云计算资本开支处于上升周期，2021 将是服务器出货大年

国内阿里云收入保持高速增长，国外云计算收入增速在疫情触底后回升。阿里云作为国内 IAAS 市场占比超过 50%的巨头，其经营情况是国内云计算行业发展的晴雨表。2019 三季度到 2020 四季度，阿里云保持了连续四个季度的 60%左右高速增长，显示其由 2018 年之前的超速增长，切换到 60%左右的高速增长平台。基于疫情期间云应用的快速增加，疫情后下游客户支付能力的恢复，我们认为这种 60%的高速增长未来仍将持续一段时间。

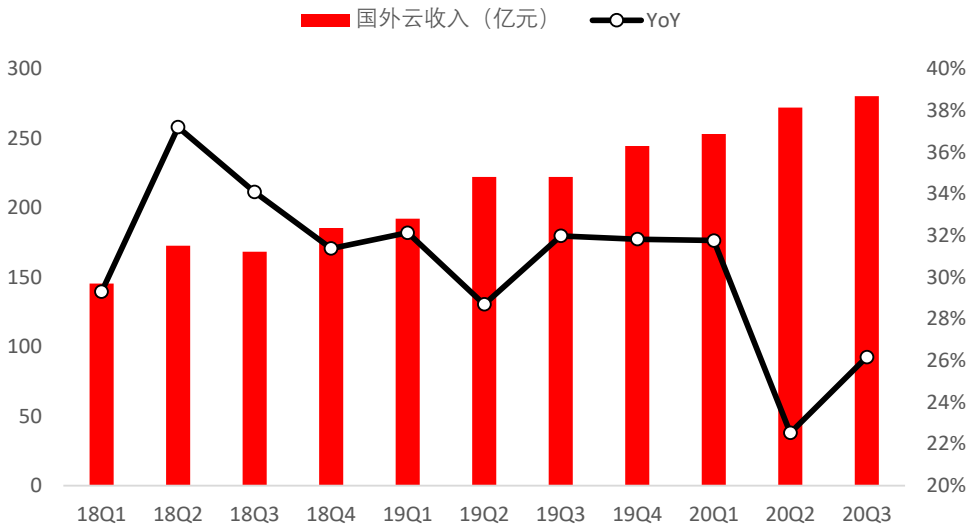
图 43：阿里云营收变化（亿元，%）



资料来源：wind，招商银行研究院

国外的云计算起步较国内更早，当前已经进入中高速发展期，过去几年的增速保持在 30%以上。我们统计了三大云厂商亚马逊、微软、谷歌的合计云收入，发现其在 2020 年二季度营收增速大幅下降到 22%，但三季度的营收增速迅速反弹到 26%。我们认为国外云计算二季度收入增速的下降主要是由于彼时欧美疫情十分严重，随着疫情逐步好转可控，在线需求的增加，未来几个季度国外云计算收入也将回到 30%的增长平台。

图 44：国外三大云厂商营收变化（亿元，%）



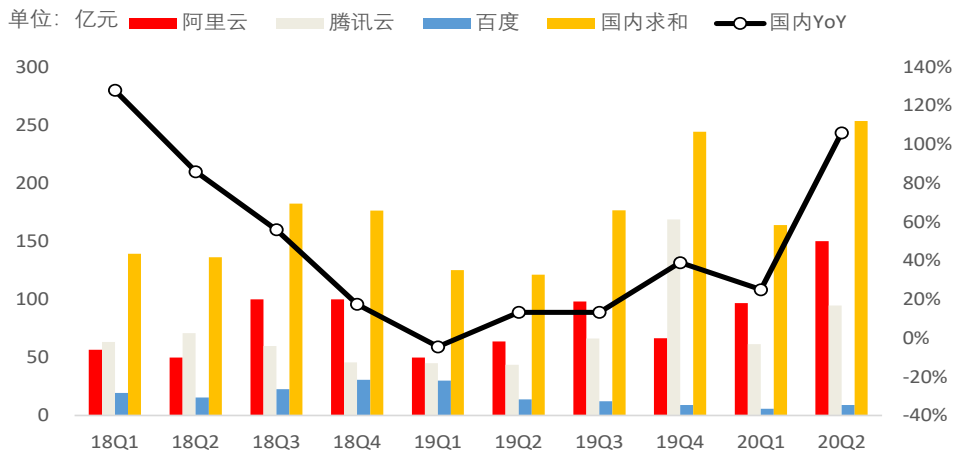
资料来源：wind，招商银行研究院

国内外云计算厂商资本开支都处于上升阶段，疫情影响是暂时扰动因素，景气或将持续到 2021 年中。通过搜集公开信息，我们发现国内外云计算厂商

当前都处在 2019 年一季度以来的资本开支上升阶段，进入新一轮的换机和扩产的周期。

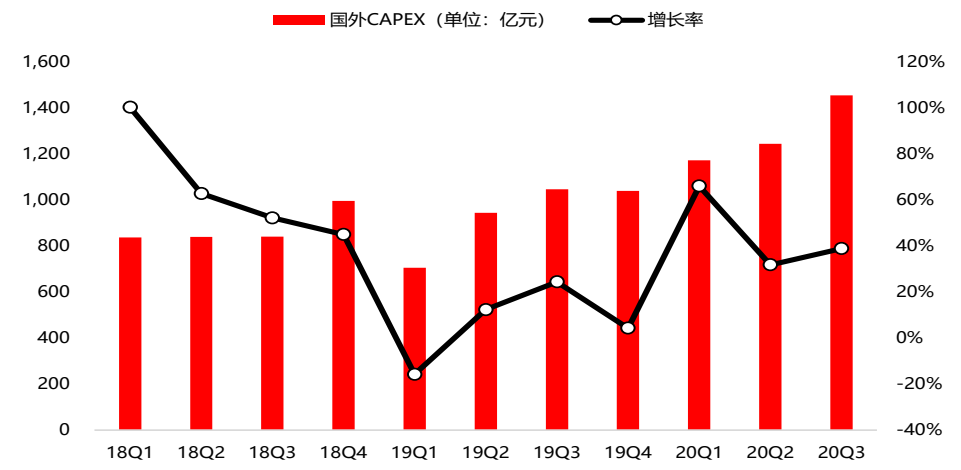
通过分析国内外数据，我们发现 2020 年的疫情都成为了扰动因素。国内出现在 2020 年一季度，资本开支增速由 39%下降到 25%，但二季度迅速反弹到 106%；国外出现在 2020 年二季度，资本开支增速由 66%降低到 32%，但三季度反弹到了 39%。

图 45：国内三大云厂商 capex 变化（亿元，%）



资料来源：wind，招商银行研究院

图 46：国外三大云厂商 capex 变化（亿元，%）



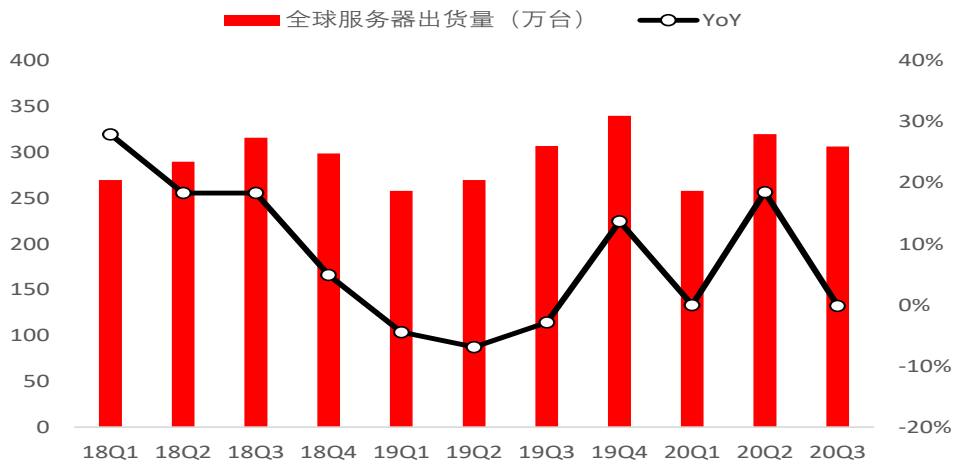
资料来源：wind，招商银行研究院

国内外疫情高峰分别出现在了 2020 年一季度、二季度，和资本开支增速的低谷完全吻合。而国内云厂商资本开支增速反弹明显高于国外，主要是由于国内疫情控制更为得力，同时 2020 年推出的一系列新基建、新科技政策也促使科技巨头加快了资本开支的步伐。

历史上云计算厂商的资本开支周期大概为两年左右，此次疫情期间资本开支暂缓，且受疫情影响在线需求增多，我们预计国内外云计算的资本开支景气上升周期或将比历史数据更加延后 1~2 季度，持续到 2021 年中。

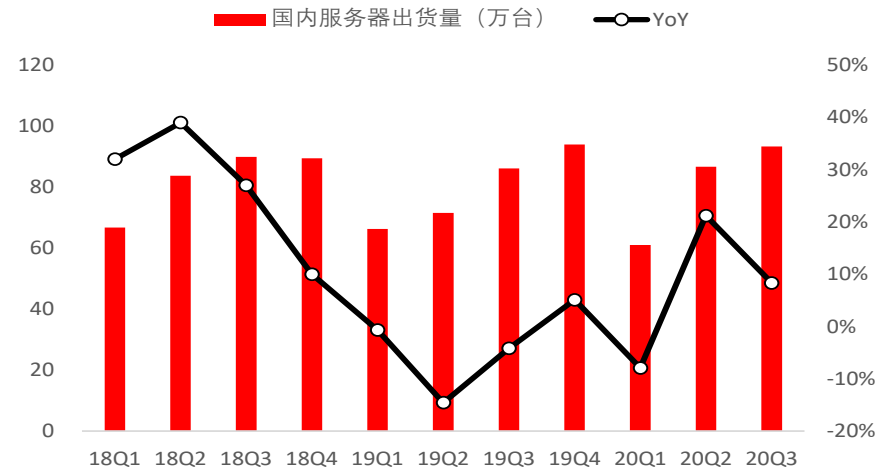
服务器出货量比资本开支进度滞后半年左右，2021 年全年将维持高景气度，销量将达历史新高。IDC 的数据显示，全球和国内的服务器出货量增速，基本都滞后于云厂商的资本开支增速半年左右，但此次由于疫情影响，2020 年前三季度国内外服务器的出货量相比 2019 年的增幅并不大，相应需求有所延后。

图 47：全球服务器出货量（万台，%）



资料来源：IDC，招商银行研究院

图 48：国内服务器出货量（万台，%）



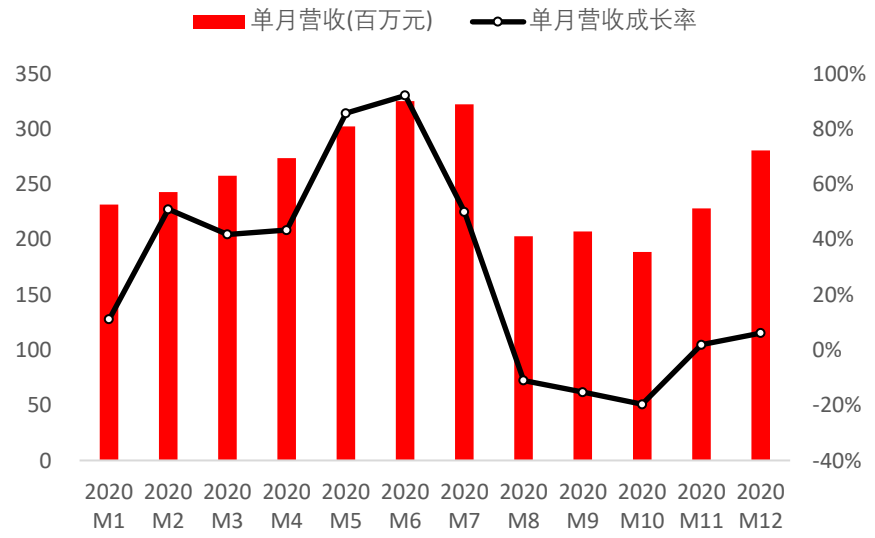
资料来源：IDC，招商银行研究院

基于云计算厂商资本开支上升景气将持续到 2021 年中的判断，我们认为服务器出货的景气度将至少持续到 2021 年底。所以我们预测 2021 年将是全球和国内服务器行业的出货大年，销量将明显超过上一个大年 2018 年。

全球服务器 BMC 领先厂家 Aspeed 的数据也印证了我们的推测，Aspeed 占据了全球 BMC 市场份额超过 70%，其月度销售数据基本可以反映全球服务器市场的销售状况。通过数据我们可以发现，Aspeed 营收前高后低，但绝对值及增速 2020 年四季度持续走高，反映了全球服务器市场正从疫情影响中不断回升。

同时 Aspeed 也在公开场合交流中表达了对明年营收的乐观，预计全年云厂商业务将有两位数的增速。

图 49：Aspeed 月度营收统计（百万元，%）



资料来源：wind，招商银行研究院

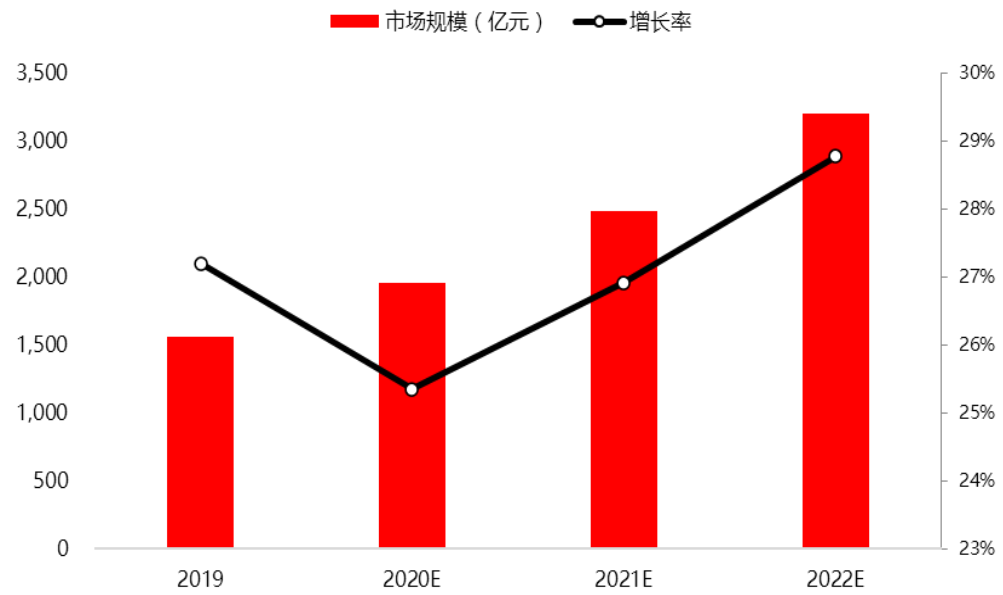
总体看来，未来几年国内外云计算产业都将保持高速、快速增长，虽然受到疫情短期扰动但长期趋势不改，其上下游相关产业可以成为新经济经营的重点。

云计算厂商资本开支景气度将维持到 2021 年中。服务器 2021 年将成为产销量的历史大年，相比 2020 年有望达到两位数增速。可抓住机遇，和服务器及相关产业链龙头公司如浪潮等加强合作，扩产计划预计将导致较多资金需求。

6.2 IDC：供给短期快速增加，环一线地区依然是经营重点

行业需求长期旺盛，新基建、科技兴国是政策支撑。下游需求景气，IDC 行业将长期保持 25%以上增速。新冠疫情促进了远程办公、远程教育、社区电商等需求的快速增长，同时政府和事业单位也大量使用科技化手段防疫。这些都培育了大量新兴客户需求，最终将传导到下游，促进国内 IDC 业务市场不断增长。IDC 圈预计到 2022 年，中国 IDC 业务市场规模将超过 3200.5 亿元，同比增长 28.8%，进入新一轮爆发期。

图 50：国内 IDC 市场规模及预测（亿元，%）



资料来源：IDC 圈，招商银行研究院

继 2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常委会指出要加快数据中心等新型基础设施建设进度，要注重调动民间投资积极性后，新基建以及科技兴国战略持续在各项重大规划中被反复提出。

十四五规划，中央经济工作会议继续强调科技发展以及基础设施建设，也将提供长期政策保障。十四五规划提出，要强化国家战略科技力量，瞄准人工智能、量子信息等前沿领域，同时大数据中心作为新基建的基础与 5G、工业互联网一同被提及，成为未来国家战略中的一个重要衡量指标。

2020 年底的中央经济工作会议则进一步提出，要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。与传统基建相比，新基建具有技术含量高、涉及产业链环节多、产品附加值高、渗透扩散能力强等特点，对经济效率提升显著。当前，智能化正取代信息化，拉开全球第四次工业革命的帷幕，以人工智能、量子计算等新兴技术为代表的科技革新正在引发国家间竞争形态新格局。

图 51：2020 年国内 IDC 行业相关政策

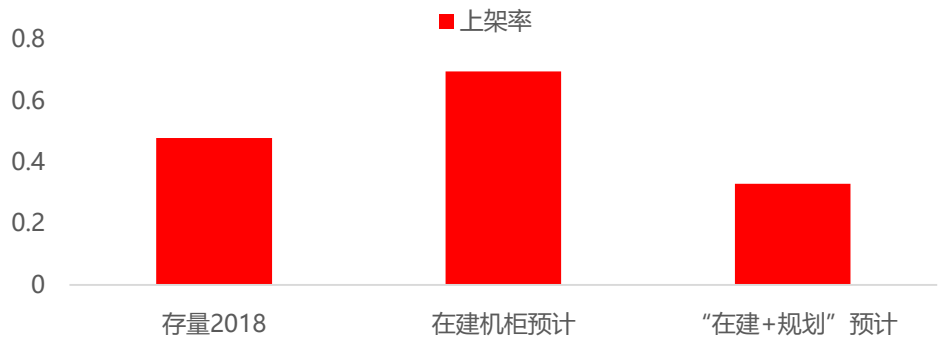
时间	政策名或来源	主要内容
2020/3/4	中共中央政治局常务委员会会议	要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。
2020/4/29	《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022年）》	统筹好全市工业用能指标，向具有重要功能的互联网数据中心建设项目作适当倾斜，研究继续新增一批互联网数据中心机架数。建成具有国际影响力的超大规模城市公共数字底座。
2020/5/30	《关于2019年国民经济和社会发展计划执行情况与2020年国民经济和社会发展计划草案的报告》	制定加快新型基础设施建设和发展的意见，实施全国一体化大数据中心建设重大工程，布局10个左右区域级数据中心集群和智能计算中心。推进身份认证和电子证照、电子发票等应用基础设施建设。
2020/11/3	《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》	要构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。系统布局新型基础设施，加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设。
2020/12/18	中央经济工作会议	大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。

资料来源：招商银行研究院

2020 是 IDC 行业超级大年，供给迅速增加，规划机柜泡沫隐现。2020 年是 IDC 行业建设和规划史无前例的大年，DCMap 的数据显示，截止到 2020 年 8 月，中国在建规划机柜总数达到 331.2 万个，其中在建机柜总数 158.2 万个，规划机柜总数 173.1 万个，其中大部分的开工和规划发生于 2020 年。而工信部的数据显示，截至 2018 年底，我国在用数据中心机架数为 226.2 万个，建设规划数量已经超过了历史总和。

《2020 年中国 X86 服务器市场报告》统计数据显示，2021-2024 年中国服务器出货总量预计为约 1600 万台，折合为机柜需求量约为 110.2 万个。

图 52：国内 IDC 上架率统计及预测（%）



资料来源：招商银行研究院

如果按照在建机柜数量计算，新增需求的上架率预计为 69.6%，较为合理，但若包括规划机柜，则上架率为 33%，大幅低于工信部统计的 2018 年底全国存量机柜平均上架率 47.9%。

我们认为，虽然行业需求旺盛，但由于 2020 年的行业供给大幅增加，新增规划机柜如果没有明确下游客户，且预计在未来四五年内投产，则建成后存在上架率低，投资回报率不低预期的风险。

环一线地区 2020 快速放量，北京和广深周边业务机会更多，但供给增加需关注下游客户。我们综合工信部和 DCmap 的数据，估算了当前一线城市及其周边的机架情况。我们发现相比上海，北京和广深地区的周边机柜在建和规划量明显更大，都达到了五六十万个机柜的量级。这是由于上海城区的 IDC 供应明显更多，不仅存量较大，而且当前依然有一定的供给，因此外溢的效应不够明显。而北京和广深地区近年来的城区 IDC 供给趋于停滞，外溢的需求和趋势十分明显。

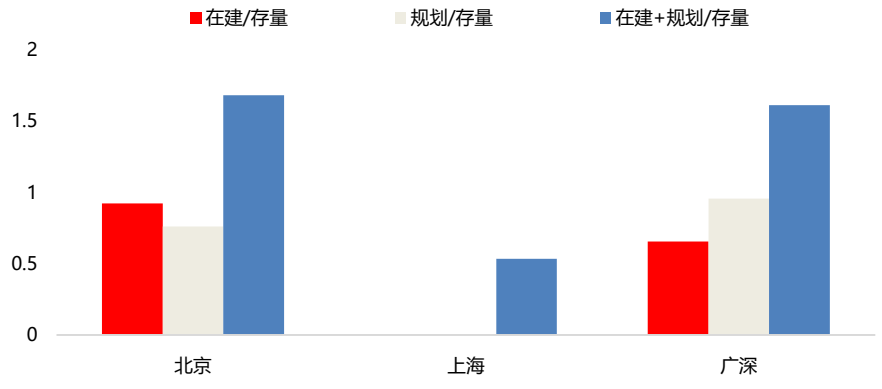
因此我们认为，相比上海，北京以及广深周边的业务机会可能更大。

图 53：一线城市及其周边的机柜情况估算 2020（万机柜）

	北京	上海	广深
城区现存	19	37.1	24.6
城区新增	1	6	1
周边现存	17.3	4	8.4
周边在建	32.5	16	20.6
周边规划	27.6		31.6

资料来源：工信部，DCmap，招商银行研究院

图 54：一线城市及其周边的机柜比例



资料来源：工信部，DCmap，招商银行研究院

同时我们也需要注意供给增加可能造成的业务风险，计算结果表明，北京、广深地区的在建+规划和存量的比值，分别达到了 168.3%和 161.2%，可以满足未来 5~6 年的需求。如果全部建设投产，部分距离远，运营能力弱的项目有可能上架率低于预期。

未来几年行业需求依然将十分旺盛，但 2020 年行业供给增加非常大。我们认为 2021 年银行依然应当专注环一线地区，需要更加关注项目质量、离中心城区的距离以及股东运营能力。

7. 汽车：寒冬褪去，传统汽车迎来低速增长，新能源汽车迎来高速增长

7.1 整体汽车行业：存量时代，经济增长驱动行业低速增长

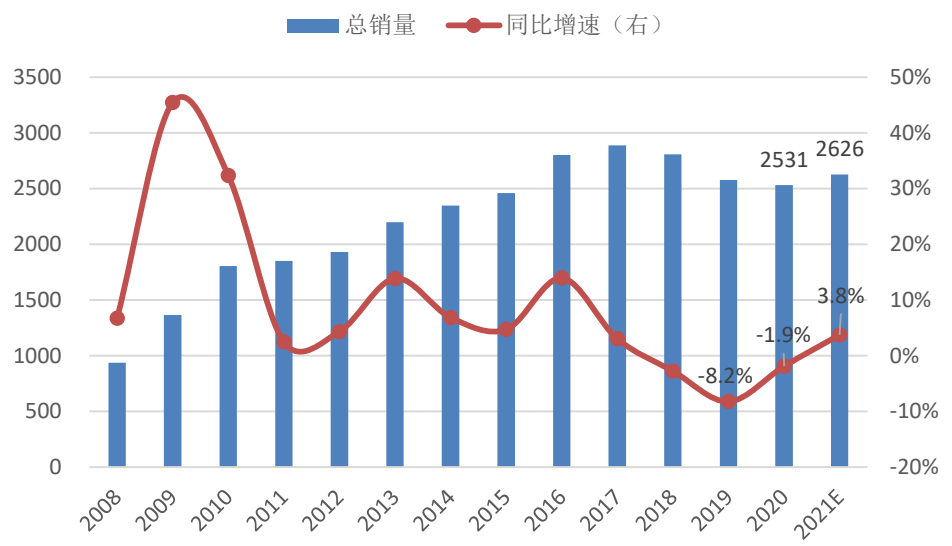
2020 年由于突如其来的新冠疫情，扰乱了汽车行业的正常运行节奏，1 季度汽车销量严重承压，同比下滑达 42.4%；4 月份开始，国内疫情持续好转，汽车行业呈明显回暖态势，从 5 月起连续 7 个月销量同比增速高于 10%；全年销量为 2531 万辆，同比下滑 1.9%，超出年初预期。2021 年随着疫情缓解，宏观经济将恢复增长（GDP 增速预计将达 8.8%），汽车销量有望延续增长态势，增速将有所放缓，预计销量约为 2626 万辆，同比增速约为 3.8%。

从车型结构来看：（1）**乘用车行业**：由于疫情缓解带来的经济复苏、各地刺激消费政策带来的消费信心提振、疫情风险带来的私人需求增强等因素，2020 年全国乘用车市场 7-12 月份增速（8.5%左右）保持强势态势，考虑到疫情缓解，经济生活回归常态，消费政策与私人需求的利好因素将逐渐减弱，行业主要由宏观经济增长驱动，预计 2021 年销量约为 2159 万辆，同比增速为 7%。另一方面，乘用车市场将逐渐由首购市场转向增/换购市场，预计 2021 年豪车品牌市场与二手车市场的同比增速分别有望达到 10%、15%。

（2）**货车行业**：由于新基建投资加速、物流需求增加、国三淘汰加速、治超政策驱严等多重利好因素推动下，货车行业呈现高景气度，从 4 月起销量连续 9 个月刷新当月记录，全年销量同比增速高达 21.7%。考虑到高基数的影响与一定程度的销量透支，预计 2021 年货车销量将呈现 10%左右的下滑，但相对 2019 年行业整体仍将保持高位，行业继续维持高景气度。

（3）**客车行业**：由于前期激进新能源补贴政策对客车需求的严重透支，叠加铁路客运、网约车等出行方式对客运市场的挤压，目前客车行业已进入存量时代。2020 年客车销量为 44.8 万辆，同比下滑 5.6%。考虑到低基数影响和宏观经济复苏，预计 2021 年客车销量为 45.7 万，同比增速为 2%左右。

图 55：中国汽车销量及同比变化（万辆，%）



资料来源：Wind，招商研究研究院

7.2 新能源汽车行业：后补贴时代，行业步入景气周期

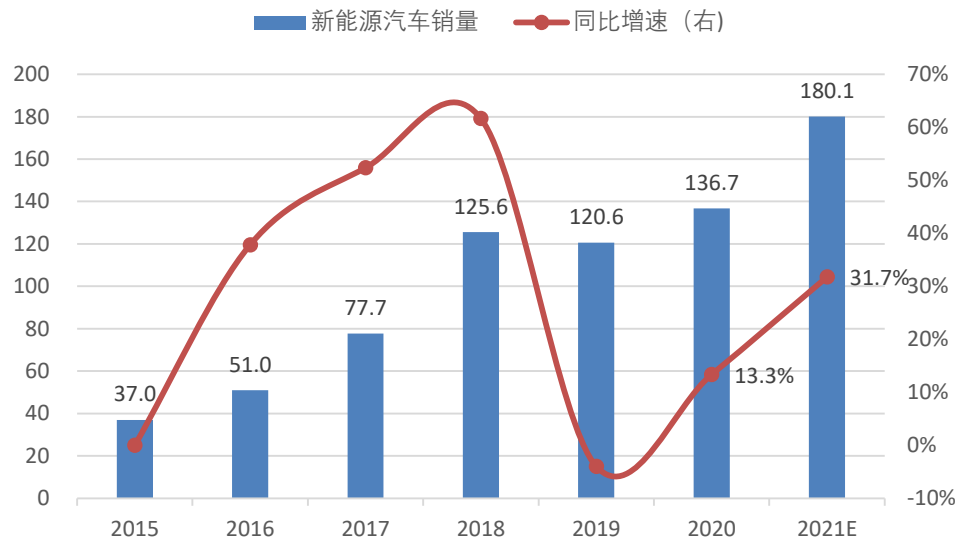
2020H1 由于疫情冲击，新能源汽车行业经历了至暗时刻，销量同比下滑 37.4%；2020H2 由于经济复苏、政策利好、新车型密集投放带来的 C 端需求起量等多重利好因素，新能源汽车行业经历了强势复苏，销量同比增速高达 65.2%，符合我们前期关于第三季度迎来拐点向上的预测。2020 年全年销量为 136.7 万辆，同比增速为 13.3%，远超市场预期，其中入门级和高端市场表现强劲。整体而言，新能源汽车行业已由过去主要靠补贴催生的 B 端需求推动，逐渐转向 C 端需求推动，呈现高质量发展。

基于三个方面因素：（1）**需求侧**：用户对新能源汽车的认可度逐年提升，C 端需求逐渐放量；随着疫情缓解，B 端需求回暖；（2）**供给侧**：新能源汽车产品力显著提升，车型矩阵明显丰富，充电桩等配套设施持续完善，整车售价逐年下降，有望率先在入门级与高端市场形成对传统燃油车的平价替代；（3）**政策端**：2021 年补贴退坡 20%，退坡力度平缓，同时双积分政策驱严。预计 2021 年新能源汽车行业有望继续延续高景气度，销量有望达到 180 万辆，同比增速约为 31.7%左右。

动力电池行业：动力电池行业属于新能源汽车产业链中游环节，行业景气度随下游新能源汽车行业波动，也经历了上半年的至暗时刻与下半年的强势复苏。由于新能源汽车销量结构中低电量入门级车型的占比有所提升，2020 年动力电池装机量为 63.6GWh，同比增长 2.3%，增速低于下游新能源汽车行业。在新能源汽车销量驱动下，考虑到单车带电量提升与车型结构中入门级占比提升有望形成一定对冲，预计 2021 年动力电池装机量约为 79.5~85.9GWh，同比增速约为 25%~35%左右。

磷酸铁锂回暖，优质二线企业有望崛起。（1）**技术层面：** 2020 年动力电池装机量中磷酸铁锂占比约 38%，相较 2019 全年提升了 10 pct，符合我们前期关于磷酸铁锂回暖趋势的研判，预计 2021 年磷酸铁锂占比有望超过 40%。（2）**行业格局层面：**宁德时代市场份额由 2019 年的 52.6%下滑至 50.0%左右，二线优质电池企业代表中航锂电市场份额由 2019 年的 2.4%提升至 5.6%左右，符合我们前期关于优质二线电池企业有望崛起，未来动力电池领域有望呈现一超多强格局的研判，2021 年继续维持上述研判。

图 56：中国新能源汽车销量及同比变化（万辆，%）



资料来源：Wind，招商研究研究院

8. 高端装备：行业整体保持高景气度，部分领域增速或回落

2020 年高端装备行业“先抑后扬”，在疫情得到有效控制、基建逆周期调节、新基建以及主要制造业（汽车等）回暖的带动下，迅速消除前期疫情带来的负面影响，尤其是工程机械、工业机器人和机床等行业取得了较高的行业景气度。

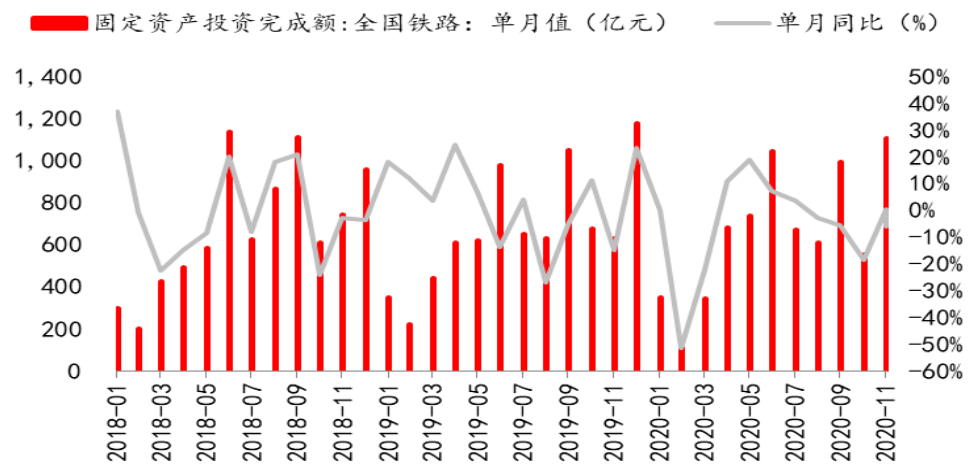
展望 2021 年，在铁路固定资产投资保持稳定以及城市轨道交通建设持续提升的背景下，轨道交通装备有望实现景气度提升；工程机械将继续受益于房地产基建投资复苏，人工替代、环保及更换需求，保持高景气度，但增速或因高基数而有所回落；在以汽车、航空航天、轨道交通和工程机械为代表的制造业投资景气度提升的背景下，工业机器人和机床行业需求也将在新一年度保持高水平。

8.1 轨道交通装备：城轨新开通里程提升，带动轨交装备采购

轨道交通装备主要分为铁路车辆装备和城市轨道交通装备，其景气度主要受铁路和城市轨道交通投资额影响。由于铁路装备生产一般较车辆招标采购有一年左右滞后期，因此，上一年度的固定资产投资力度和采购招标情况是判断本年度行业景气度的重要变量。

2020 年铁路投资较为平稳，城市轨道交通实现快速发展。2020 年全国铁路完成固定资产投资 7819 亿元，新线投产 4933 公里，新开工项目 20 个，同比 2019 年略有下降。城市轨道交通方面，根据中国轨道交通协会和交通部数据，截至 2020 年 12 月 31 日，全国共有 45 个城市开通运营城市轨道交通线路，运营里程 7978.19 公里，2020 年，全年新增城市轨道交通线路 36 条，新增运营里程 1241.99 公里，较 2019 年增长 20%。2020 年轨交车辆方面，受 2019 年度招标推迟以及 2020 年海外疫情影响，在采购需求和供应链稳定性的双重打击下，车辆装备市场同比有所下降，中国中车铁路装备中报数据同比下降 25%。

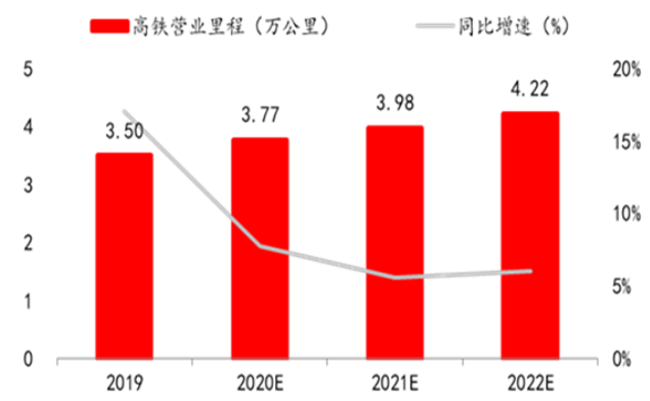
图 57：全国铁路固定资产投资完成额单月值及单月同比情况（亿元，%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

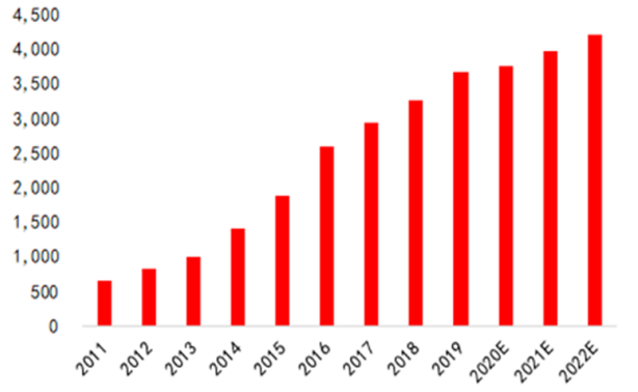
通过在建工程以及项目规划测算，2021-2022 年轨道交通建设情况将保持高景气度，高铁通车里程约为 2063、2426 公里；城市轨道交通新增里程约为 1444、1613 公里。在轨道交通投资高景气度牵引下，叠加铁路轮对和刹车片等核心部件国产化率持续提升，轨道交通装备市场规模有望实现增长。展望 2021 年轨交车辆市场需求，截至 2020 年三季度，动车组共招标 162 组，已超 2019 年；铁路货车共招标 32040 辆、铁路机车共招标 269 辆，较上一年度仍有一定距离。城市轨道交通车辆暂无公开招标信息，但运营里程的高速增长无疑将释放更多车辆采购需求。

图 58：高铁营业里程及增速预测（万公里，%）



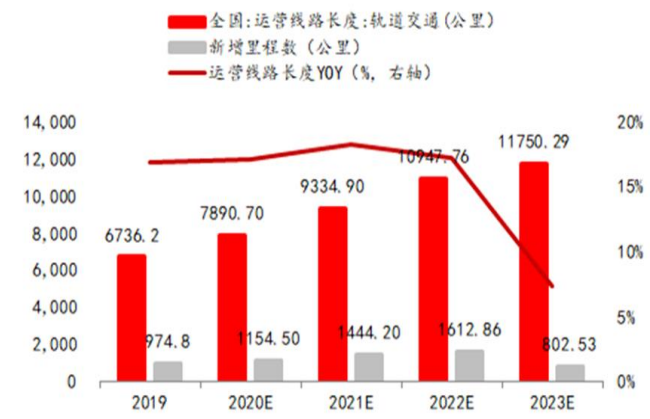
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 59：动车组保有量预测（组）



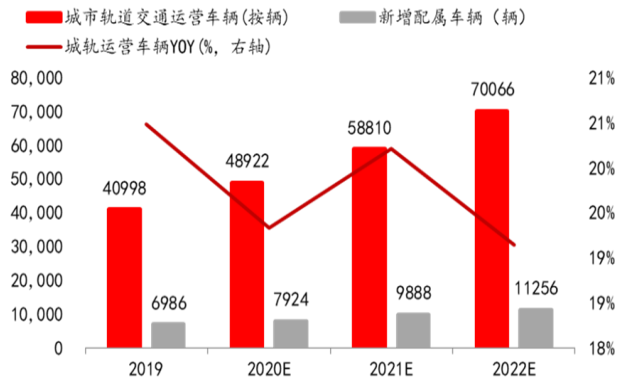
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 60：我国城轨运营里程预测（公里，%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 61：新增城轨运营车辆预测（辆，%）

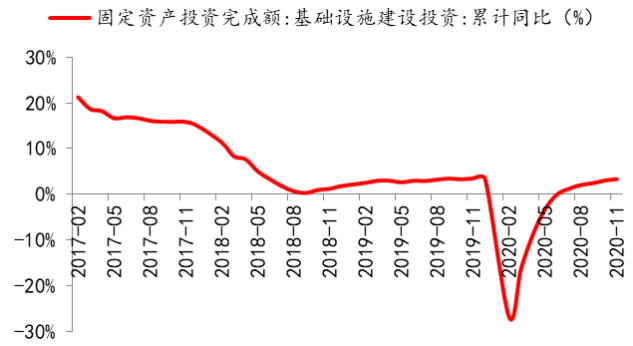


资料来源：Wind、招商银行研究院

8.2 工程机械：逆周期调节下高基数，未来增速或有回落，但仍处于高景气

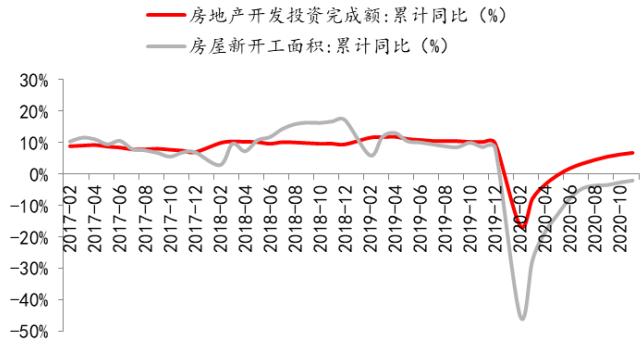
2020 年在房地产基建投资带动下，叠加环保政策和更新需求推动，工程机械市场发展超预期。挖掘机方面，2020 年共销售挖掘机 32.76 万台，同比增长 39%；其中国内 29.29 万台，同比增长 40%；出口 3.47 万台，同比增长 31%。装载机方面，2020 年共销售各类装载机 13.12 万台，同比增长 6%；其中 3 吨及以上装载机销售 12.30 万台，同比增长 6%；国内市场销量 10.66 万台，同比增长 9%；出口销量 2.46 万台，同比下降 4%。

图 62：基建投资累计同比（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

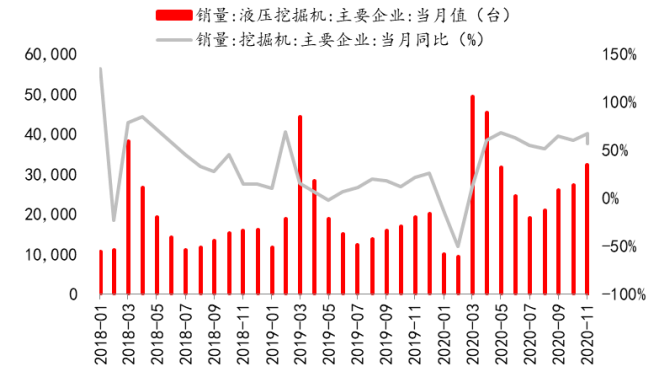
图 63：房地产投资及新开工面积累计同比（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

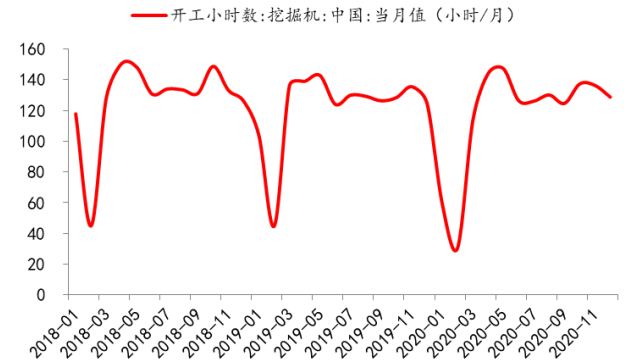
行业结构方面，2020 年挖掘机行业集中度持续提升。2020 年前三季度，国产挖掘机市场占有率高达 69.03%，环比 2019 年全年提升近 6pct，欧美挖掘机、日本挖掘机和韩国挖掘机市场占有率分别为 14.14%、8.02%和 8.82%，环比 219 年分别下降 1.37pct、3.29pct 和 1.17pct.行业 CR4 占比 60.54%，CR8 占比 81.22%，较 2019 年分别提升 0.98pct、0.91pct，行业集中度提升趋势明显。

图 64：主要企业挖掘机单月销量情况（台，%）



资料来源：工程机械协会、招商银行研究院

图 65：挖掘机开工小时数保持高位（小时/月）



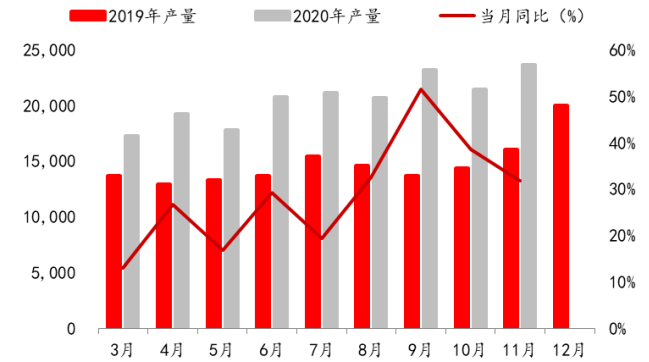
资料来源：工程机械协会、招商银行研究院

展望 2021 年工程机械行业，市场需求方面，基建房地产投资以及设备开机小时数将是行业跟踪重要变量。在基建投资的乐观预期以及环保政策推动下，预计行业需求规模仍将保持正增长，但难以复制 2020 年的超高增速。存量市场下，更新需求仍将是市场需求核心，预计 2021 年挖掘机增速在 10%以内，起重机和混凝土机械更新需求稍滞后于挖掘机，预计 2021 增速将分别达到 10%以上和 30%左右。市场结构方面，需求增速回落将使市场竞争日益白热化，应关注产业链国产化以及外资品牌降价自救，对国内行业龙头市场占有率提升的影响。

8.3 工业机器人和机床：制造业修复带动需求，关注国产替代机会

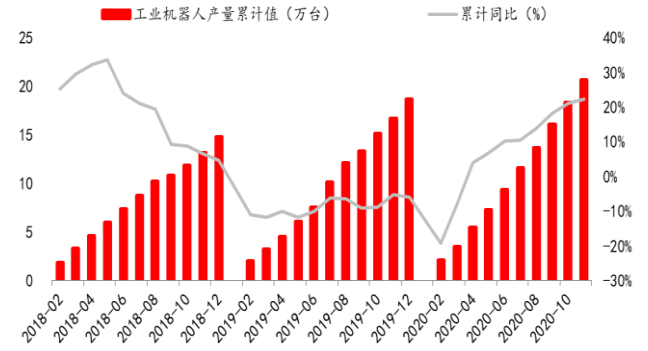
工业机器人和机床作为工业资本品其景气度取决于制造业投资增速。受益于汽车行业回暖、制造业固定资产投资复苏、以及工程机械 3C 等装备制造行业高景气度，2020 年工业机器人和机床行业快速反弹。2020 年工业机器人产量数据在 4 月份转正后一直保持上升态势，前 11 月累计产量 20.69 万台，同比增长 22.20%，迅速修复疫情对行业的负面影响，并扭转了行业近两年的低迷状态。机床方面，近期机床月度产量保持两位数增长，且盈利能力大幅改善，截至 10 月份，利润总额累计同比增长 139.20%。

图 66：工业机器人单月产量及同比（台，%）



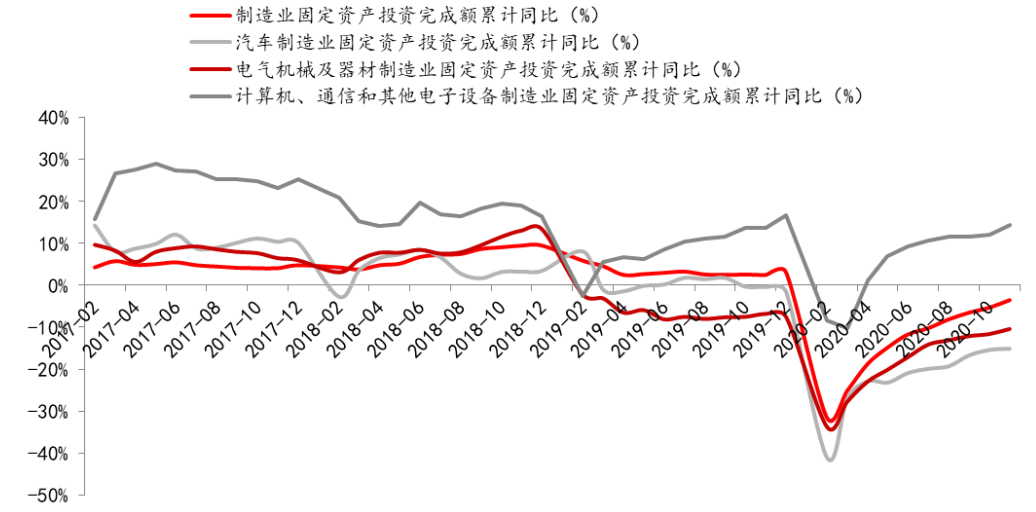
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 67：工业机器人累计产量及同比（万台，%）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 68：制造业固定资产投资及自动化装备主要下游投资累计同比（%）



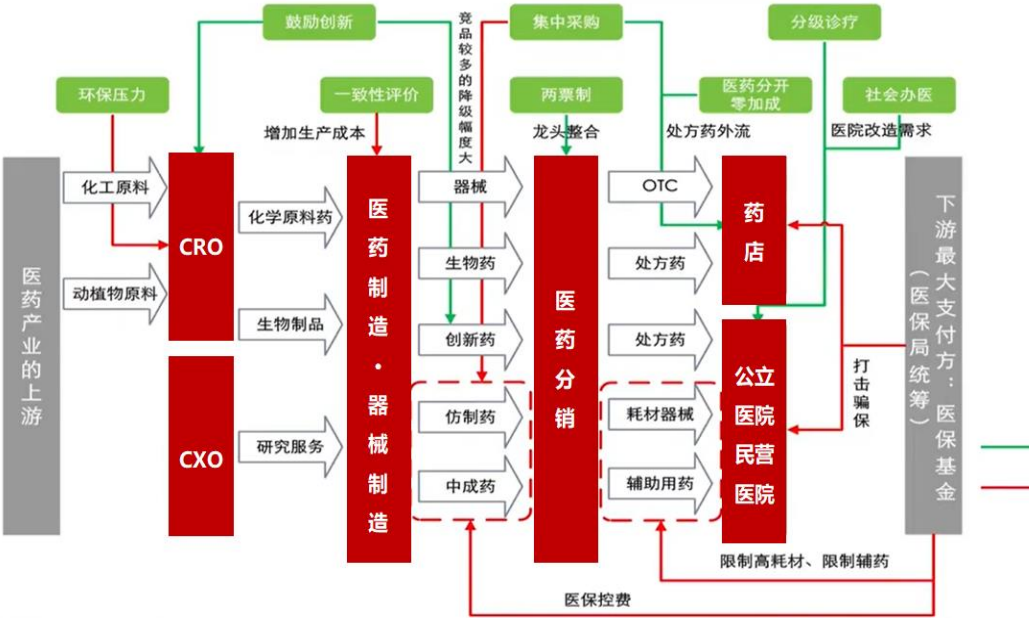
资料来源：Wind、招商银行研究院

展望 2021 年，行业需求方面应关注制造业投资增速，以及汽车、工程机械、3C 等重点行业景气度，预计制造业固定资产投资将实现 6%以上增速，汽车、工程机械、3C 和航空航天等装备制造业将保持较高景气度，看好机床和工业机器人行业持续增长。行业结构方面，应关注国产工业机器人和机床的国产替代趋势，看好在供应链国产化以及国产品牌持续进步下的国产替代机会。

9. 生物医药：医改收效显著，疫情推动创新加速突破

医改政策在 2020 年收效卓著：（1）产品研发：推行临床标准规范化、加入 ICH、优先审评等，化学药、生物药、医疗器械等审批效率大幅提升；（2）产品生产：仿制药一致性评价、新版 GMP、药品持有人等政策为提升产品质量、加速产品商业化奠定基础；（3）药品销售：“两票制”、“营改增”、药品/耗材零加成、新版 GSP、处方外流等，对促进流通环节规范化、行业集中度提升起到重要推动作用；（4）医疗服务：医生薪酬体制改革、医生多点执业、鼓励社会办医、分级诊疗等，促进公立医院服务质量提升和民营专科医院发展。

图 69：医改政策对生物医药行业影响



资料来源：招商银行研究院

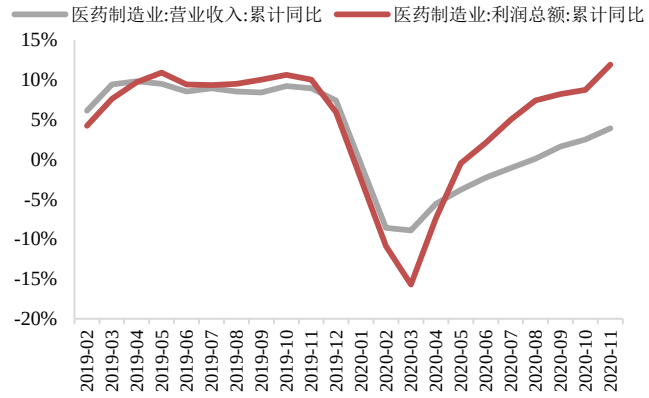
2021 年，医药行业政策仍将以“医保控费”和产业转型升级为主要导向，从产业生态来看，以创新为核心驱动的药械研发生产企业都将相对受益，而传统仿制药、辅助用药、创新能力较弱的药械生产企业将逐步被清退。药品销售三大渠道均有望迎来复苏。受益于客流率先回暖，处方外流政策延续，连锁药店渠道等市场份额有望进一步提升。服务领域不受医保控费影响、由消费升级驱动的消费性专科连锁，药械研发生产外包服务商等也将迎来发展机遇。

9.1 医药制造：疫情不改医药刚需，创新依然是发展主旋律

由于新冠疫情的影响，医药制造业的营收和利润总额在 2020 年 Q1 呈现负增长，但 Q2 开始行业迅速恢复，医药刚需依然强劲。在疫情的影响下，2020 年上半年，国内三大终端市场的销售情况也出现了 10.7%的负增长。在下半年

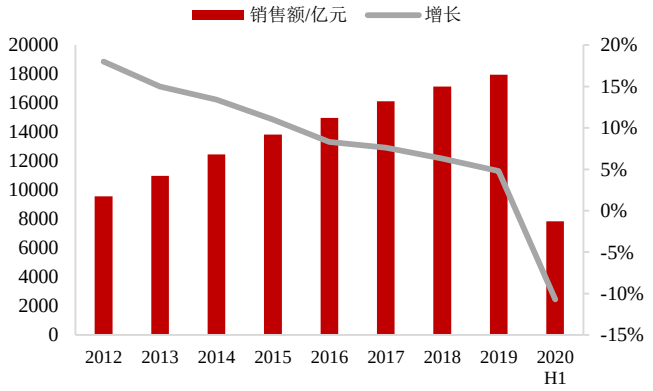
需求回归的预期下，预计今年整体市场规模与去年基本持平，在 1.8 万亿左右。随着疫情的逐步缓解，医疗需求的不断增强，2021 年整体的医药市场规模预计还将维持疫情前的持续增长状况。从医药市场结构来说，2019 年国内创新药销售占比仅为 5.0%，远低于全球 67%的平均水平。医药制造业整体还将处于结构性调整期，创新药景气度依然维持高位。

图 70：医药制造业营收和利润情况（%）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 71：2012-2020H1 国内药品销售（亿元，%）

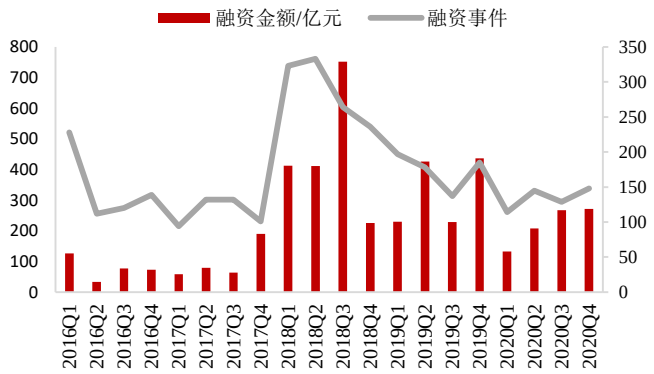


资料来源：米内网，招商银行研究院

创新药投资热情不减，创新药企将向差异化与国际化发展进发。自 2017 年 10 月两办联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》后，创新药投资进入快车道，近三年一直处于活跃区间。2020 年年初虽然因为疫情影响短期回落，但 Q2 后迅速回升，全年披露的融资金额仍达到 650 亿元。另一方面，随 IPO 机制改革，2020 年，A+H 股上市生物医药企业成功上市 45 家，同比增长 181.3%。

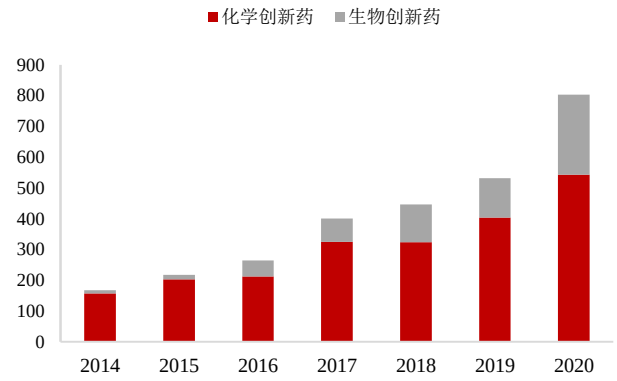
近年来，随着新药审评新政的逐步推进，国产创新药研发进入快车道。国产创新药临床申请数从 2014 年的 167 件增至 2020 年的 803 件。而且，与全球趋势相同，国产创新药中生物创新药的占比逐年增大，2020 年生物创新药 IND 申报占比已经达到 47.9%。随着审批效率的提升，2020 年 NMPA 批准 1 类新药数达 48 个，且国产创新药比例不断提升，获批的国产创新药占比从 2018 年的 16.9%上升至 41.7%。预计 2021 年，国产创新药临床申请和获批数目还将进一步提升。但是，由于国内企业研发能力还略显不足，部分靶点进入红海竞争，重复研发情况严重，未来创新药发展将逐步分化。受制于国内市场支付模式的单一化与医保谈判模式，创新药企的竞争主场将从研发逐步向商业化能力转变。医保准入、销售团队、先发优势和国际化能力将对创新药企越发重要。处于起步阶段的 Biotech 企业将需要更多利用自己的研发能力，对新的靶点和机理进行探索，新药的品质和国际化能力将成为竞争的主要武器。

图 72：生物技术与制药领域投融资（亿元，起）



资料来源：Wind，招商银行研究院

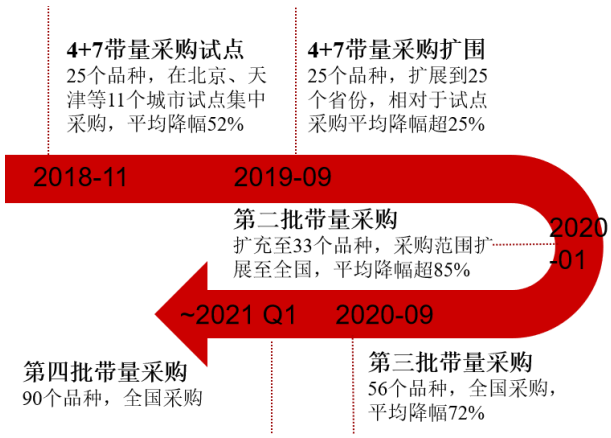
图 73：历年国产创新药 IND 申报数（个）



资料来源：CDE、药智网、招商银行研究院

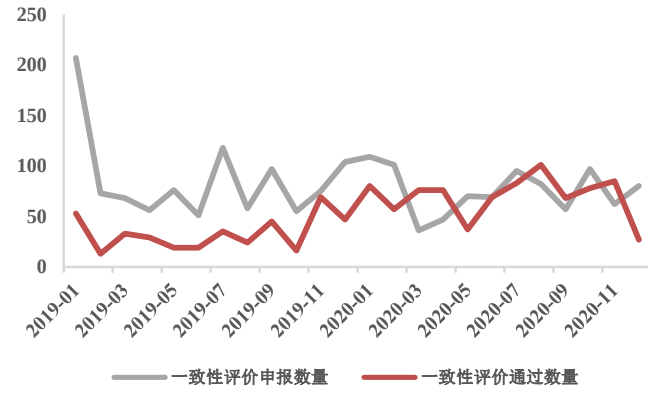
仿制药带量采购常规化，生物药和中成药有望纳入集采。仿制药带量采购逐步常规化，从 2018 年 11 月 4+7 带量采购试点后到 2020 年的三次国家级带量采购。医保局对于仿制药的态度已经越发明显，仿制药的高毛利时代已经结束，以价换量争取稳定现金流将逐步成为未来仿制药市场的主旋律。2020 年，仿制药一致性评价工作还在稳步进行，企业积极参与也表明了行业对于带量采购常规化的一致预期。虽然仿制药带量采购目前还仅在化学药范围内，但是 2021 年，以胰岛素为代表的生物药极有可能逐步进入带量采购名单。

图 74：仿制药带量采购常规化



资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

图 75：仿制药一致性评价申请和通过（个）



资料来源：CDE、药智网、招商银行研究院

9.2 医疗器械：疫情加速进口替代，长期关注细分赛道龙头

医疗器械可分为医疗设备、高值耗材、IVD（体外诊断）、低值耗材等四大类。各大类器械细分品类众多，各产品技术壁垒、进口替代率及未来发展趋势存在较大差异。鉴于医疗器械领域技术进步及产品临床研究等都需要较长周期，行业年度展望重点关注新冠疫情、细分赛道政策、核心技术等变化带来的影响。

表 1：医疗器械行业 2021 年展望

大类	细分品类	进口替代率	发展趋势	相关企业
医疗设备	诊断设备	超声 70% CT＜25% MRI＜10%	DR、超声、核磁共振等受益于基层医疗发展，市场扩容；2021 年有望继续维持高增长	迈瑞、理邦、开立、联影、深圳安科
	治疗设备	放疗~10% 呼吸机＞60% 其它＞50%	放疗设备等行业变化不大，受疫情影响呼吸机、重症监护仪等市场快速增长，2021 年海外市场有望继续保持快速增长	海吉亚、迈瑞、鱼跃
高值耗材	心血管	冠脉~80% 外周~40%	冠脉支架市场及技术成熟，集采后，临床需求未满足的旋切球囊、外周血管支架领域仍有发展空间	微创、乐普、吉威、先瑞达、普利瑞、 华脉泰科
	骨科	创伤 67% 脊柱 40% 关节 27%	关节产品即将纳入集采，脊柱、创伤领域竞争也日趋激烈，龙头效应将继续凸显	威高、凯利泰、春立、大博、新荣博尔特
	眼科	人工晶体 20% OK 镜 50%	人工晶体等植入体技术壁垒短期难突破，但 OK 镜等进口替代已较为完全；受集采政策影响小	欧普康视、冠昊、河南宇宙
	血液净化	设备~20% 耗材~70%	血液净化设备技术短期难以突破，耗材领域受益于集采等，2021 年价格可能继续下跌，国产份额提升	健帆、威高、宝莱特
	神经介入	~10%	仍在市场教育阶段，国产产品技术也有较大提升空间，格局未定	沛嘉、尼科、泰杰伟业
	起搏器	5%	仍在市场教育阶段，国产产品技术难以突破，短期仍将以进口为主	先健、乐普
	电生理	~20%	仍在市场教育阶段，格局未定	惠泰医疗
IVD	生化	~80%	市场和技术较为成熟，存量竞争	九强、科华
	免疫	~30%	化学发光逐步替代一部分酶免等，技术仍在迭代，但格局相对稳定	迈瑞、安图、新产业、迈克
	血液&体液	58%	技术成熟，寡头竞争，2021 年关注医疗资源下沉带来的增量市场	迈瑞、迪瑞、帝迈、优利特
	分子诊断	~30%	2020 年受益于疫情延续，2021 年市场将随免疫治疗等市场有所突破，龙头企业及与药企合作较深的企业规模将进一步扩大	艾德、凯普、贝瑞、华大
	微生物检测	~30%	检测技术仍以培养法为主，质谱、分子诊断在该领域应用持续增加	安图、复星长征、迪安、金域、华大、毅新博创
	POCT	~20%	包括传染病检测等产品，受益于疫情，2020 年业绩大增，2021 年业绩仍将随疫情进展波动	万孚、基蛋、明德
低值耗材	大输液	~90%	市场经历限抗令等洗牌，格局相对稳定，2021 年行业整体变化不大	科伦、华润
	卫生材料	~90%	受益于疫情，一次性手套、口罩、防护服等耗材销量大增，2021 年仍将随疫情进展波动	蓝帆、英科

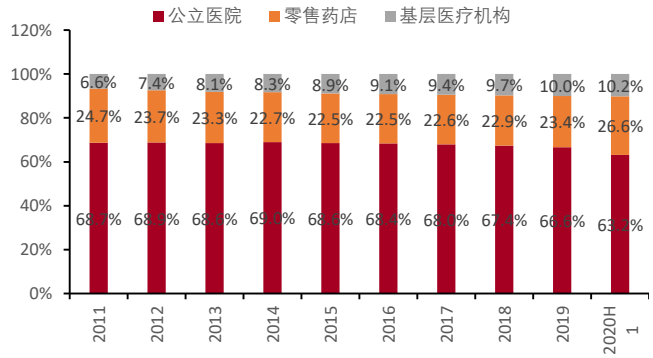
资料来源：招商银行研究院

以高值耗材行业为例，①疫情影响：2020 上半年由于疫情扩散，医院接诊量大幅下降，高值耗材上半年销量普遍下滑，2020 年下半年回归正常水平。②政策变化：2020 年 11 月 25 日，高值耗材全国集采拉开帷幕，首批以冠脉支架及配套相关耗材为主，2021 年可能会扩展至骨科的关节类、血液净化耗材等。③核心技术：近年来心血管领域的外周支架、脑取栓支架等技术逐渐突破，2021 年多个新技术产品有望获批上市。

9.3 药品销售：三大渠道有望回暖，药店渠道率先复苏

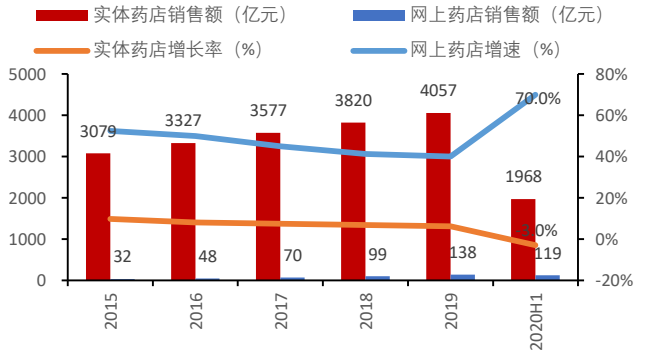
药品销售主要包括等级医院（对应二级及以上医院）、零售药店、基层医疗机构（社区服务中心、乡镇卫生院，对应一级医院）3 大渠道。受疫情影响，医院端药品萎缩，带动药品整体销售在上半年出现大幅下滑。根据中康 CMH 预测，2020 年全年销售规模 1.78 万亿元，较 2019 年下降 2.3%，出现罕见负增长。

图 76：三大药品终端市场销售额占比（%）



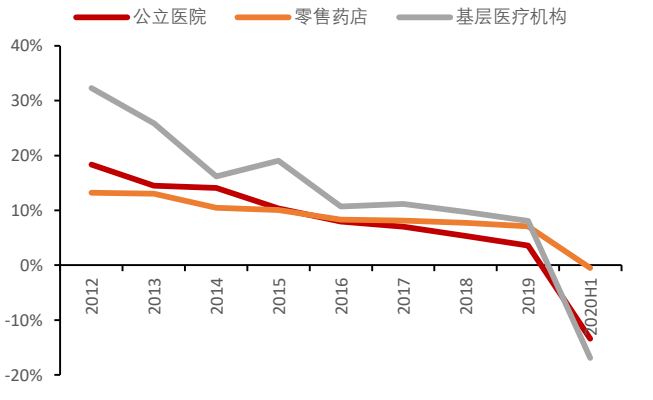
资料来源：米内网，招商银行研究院

图 77：零售药店进一步拆分（亿元，%）



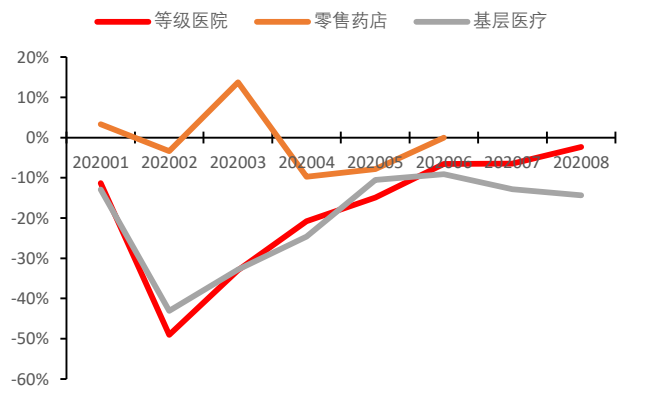
资料来源：米内网，招商银行研究院

图 78：三大药品渠道销售额同比增速（%）



资料来源：米内网，招商银行研究院

图 79：三大药品渠道单月客流量同比增速（%）



资料来源：国家卫健委，中康 CMH，招商银行研究院

分渠道看，等级医院端仍是我国药品销售第一大渠道，销售占比超过 6 成；零售药店端在处方外流和疫情影响双重驱动下，2020 年销售占比大幅提升至 26.6%，特别是网上药店销售火热，销售额增速较前几年有明显提升；基层医疗端也收益于处方外流，销售占比逐年提升，已超过 10%。从客流量检测数据看，零售药店、等级医院分别在 2020 年 6 月、8 月基本恢复到上年单月同期水平，基层医疗截止 2020 年 8 月同比客流量尚未转正。

展望 2021 年，疫情常态化防控背景下，药品总销售额预计将逐步恢复，预计销售总额将达 1.83-1.85 万亿元，增速 3-4%。国内疫情蔓延期间消费者购药大量向院外转移，以慢病药物为代表的处方外流趋势明显，2021 年渠道方面将延续这一趋势：等级医院端在“医药分离、处方外流”大趋势下，药品销售占比或进一步下降，接近 61%；零售药店端在疫情期间一系列政策鼓励下，将进一步巩固和扩大药品销售占比，接近 28%；基层医疗端销售占比维持基本稳定，达 11%左右。

表 2：疫情后有关慢病药物外流的相关政策有望延续

疫情发生前（全国）	
相关文件	2018 年 6 月，中国医药商业协会发布《零售药店经营慢性病服务规范》和《零售药店经营特殊疾病药品服务规范》
达标检查办法	参与专业药房建设秉承“政府主导、行业主办、药店自愿、专家评审、公开透明、动态管理”的原则，有中国医药商业协会成立达标委员会，下设达标办公室。一次达标有效期为 5 年，程序为：药店申请-资料审核-现场检查-发铭牌证书。
核心内容	在服务环境、人员配置、对执业医师和药师的要求、企业培训、信息化管理、制度建设、药学服务标准、冷链管理、达标检查评定依据等都制定了行业标准。 《特病规范》比《慢病规范》标准更高，在后者基础上增添了“冷链药品管理”、“信息系统管理”、“药物警戒管理”。
疫情发生后（各地）	
武汉	疫情前 10 家重症慢病定点药店，疫情期间审批从简，原有的 10 家扩展至 110 家。 7 月 1 日政府临时徐晓新增的 100 家定点药店，同步将门诊重症慢病用药下沉到基层医疗机构，推动慢病人群适应分级诊疗。
南充	2020 年 8 月 1 日期，全市所有定点医疗机构、定点药店开通特殊门诊购药服务直接结算，取消区域限制，实现各县（市、区）特殊门诊就医购药结算互联互通。
杭州	凡是医院门诊能够统筹报销的品种，医保定点药店可以做到刷卡统筹结算。
天津	对于门诊特殊病，确诊后办理了门诊特殊病手续，有三家医院和一个连锁药店可供选择，即社区、二级、三级医院各一家以及天士力的指定药店，可报销 90%。
湖南	在原有 8 家“特门服务”协议定点药店基础上，新增 39 家符合申报条件的省医保药店，开通“特门服务”介绍算业务，让患者就近享受医保统筹报销。

资料来源：招商银行研究院

9.4 医疗服务：政策逐步规范，第三方医疗服务渗透快速提升

医疗服务包括专科连锁医院、第三方检测、药械研发生产外包服务等。医疗服务涉及细分领域众多，不同赛道市场格局、发展逻辑等存在较大差异。整体来看，①2020 上半年受疫情影响，大部分专科连锁医院业绩出现大幅下滑，长期看，受益于消费升级、公立医院资源外流等，部分专科领域如口腔、医美等，仍有较大发展空间。②第三方检验全年受益于疫情，业绩表现亮眼。长期看，第三方医检所与院内合作加深，行业迎来快速放量期。③受益于海外订单向国内转移及新药研发生产加速，CXO 各细分赛道企业业绩均迎来快速放量。长期看，国内 CXO 企业技术优势叠加工程师红利，业绩仍将维持稳定增长。

表 3：医疗服务行业 2021 年展望

大类	细分品类	发展趋势	相关企业
专科医院	妇产	妇产及生殖领域 80%以上市场由公立医院占据，且辅助生殖牌照数量有限，预计短期民营难以颠覆公立市场，但高端服务将由民营主导	锦欣生殖、美中宜和、中山博爱医院
	眼科	行业以并购扩张为主，2020 年行业龙头爱尔计划收购 26 家眼科医院，预计 2021 年完成交易	爱尔、华夏、希玛、普瑞
	口腔	口腔技术门槛相对更高，同时民营口腔医院医保覆盖比例较低，一定程度上限制连锁扩张，预计 2021 年政策环境变化不大	通策、瑞尔齿科、佳美、拜博口腔
	医美	近几年医美市场监管日趋完善且不受控费影响，医疗消费升级背景下，部分头部医美机构迎来快速发展期	新氧、美莱、艺星、鹏爱、联合丽格、华韩
IVD	普检	受疫情影响，2020 年行业整体增速 100%以上，2021 年增速将有所回落，龙头企业市场份额继续提升	迪安、金域、达安、兰卫检验
	特检	无创产检、维生素质谱检测、病理检测等，2020 年受益于疫情部分特检机构快速切入医院，2021 年继续增长	安必平、华大、华银
研发/生产外包服务	临床前 CRO	企业沿药物发现-临床前 CRO-临床 CRO-CDMO 等不断延伸，2020 年技术壁垒较高领域出海并购增加，2021 产业链横向及纵向整合仍是主导方向	药明康德、康龙、昭衍、睿智化学、美迪西
	临床 CRO	2020 年受益于疫情等，国际药企委托国内 CRO 开展临床数量增加，2021 年龙头企业将继续发挥国内资源优势，同时增加海外临床中心建设	泰格、博济、诺思格
	CDMO	受益于新药研发加快及药品销售市场变化，近两年年 CDMO 产能投入继续增加，预计 2021-2022 年仍将快速增长，产能投入仍将维持较高水平	药明生物、合全、凯莱英

资料来源：券商研报，招商银行研究院

10. 电力及清洁能源：用电需求恢复常态，可再生能源将支撑增量需求

2020 年在疫情影响下用电量增速明显受到影响，直到 7 月前，全社会累计用电量同比增速持续为负，截至 11 月，全社会累计用电量 6.7 万亿千瓦时，

同比增速为 2.5%，这一增速明显低于往年同期水平。展望 2021 年预计用电量将恢复至常态增长，结合国家电网的判断，预计增速 6.5%，对应用电量约 7.9 万亿千瓦时。展望未来，用电量的增量将主要由可再生能源支撑，风电、光伏已经基本不需要国家补贴，新增装机将继续保持较高的规模；结合水电项目投产进度，明年水电装机规模也将继续增长；核电新增规模可能常态化平稳增长；火电新增规模将继续降低。

表 4：发用电量及新增装机情况（亿千瓦时，万千瓦，%）

	单位	2017	2018	2019	2020	2021E
用电量	亿千瓦时	64,259	69,714	72,852	75,110	79,992
同比	%	6.57%	8.49%	4.50%	3.10%	6.50%
发电量	亿千瓦时	64,171	69,947	73,253	74,170	80,453
新增装机	万千瓦	12,657	12,304	11,054	19,087	14,750
火电	万千瓦	4,401	3,913	4,647	4,200	2,500
水电	万千瓦	1,152	900	381	1,323	1,950
核电	万千瓦	218	884	381	330	400
风电	万千瓦	1,578	2,102	2,578	7,167	3,100
光伏	万千瓦	5,311	4,491	3,035	4,820	5,800

资料来源：招商银行研究院

10.1 光伏：国内外需求高增长，制造环节一线企业集中度提升

在国内外光伏需求增长的同时，2021 年也是制造环节供给扩张的大年，从当前的产能规划和建设情况来看，主要环节中上游硅料环节年内新增产能有限，在装机旺季时可能会阶段性出现供不应求的情况。硅片、电池、组件以及胶膜、玻璃等中下游及辅材环节均有产能陆续释放，尤其硅片、电池、组件环节，呈现出供过于求的局面。伴随着产能投放，一线企业份额将继续提升，大企业之间的竞争加剧，同时与小企业的规模和盈利差距将持续拉大。

表 5：光伏制造主要环节情况

	价格趋势	关注点
硅料	↑→	预计 2021 年下半年有新产能投产，供给偏紧，价格维持高位或提升
单晶硅片	↓	硅片龙头、二线企业及一体化企业均有产能释放，价格有下降压力，尤其小尺寸产品
PERC 电池	↓	上游硅片有降价潜力，电池环节供给扩张较快
组件	↓	预计辅材环节价格有所回落，但结合供需及电站造价降价诉求，价格仍将向下
胶膜	↓	新产能投放将逐步缓解 2020 年下半年以来的供需情况
光伏玻璃	↓	各企业新产能投放逐步缓解供给极度紧张的状况，产能主要在 2021 年下半年投放，价格预计高位略有回落

逆变器	→↑	一线企业整体份额提升，新产品可能有阶段性溢价

资料来源：招商银行研究院

从电站开发运营的角度来看，2018 年下半年以来大型电力企业明显加大了光伏行业的投资力度，结合企业特点，主要进行了大型光伏电站的开发与电站资产收购，部分企业还下放了新能源项目的流程管理权限，以此加速新能源规模的扩张。短期来看，国企还是会侧重风电的开发，光伏领域则会更加注重与民企的资源整合，增强项目开发的灵活性。

10.2 风电：陆上风电需求有望趋稳，海上风电增量突出

2020 年是有补贴的存量陆上风电项目并网的考核结点，为确保项目收益，各开发商在 12 月完成了大量项目的抢装并网。2020 年全年新增风电装机 71.67GW，12 月单月的新增装机容量高达 47.05GW，单月新增装机超过了往年全年的规模。由于陆上风电项目造价的下降，目前来看，即使在无补贴的情况下，资源优秀地区的风电项目收益率仍有保障。各大发电集团对于风电大基地项目的推广也比较积极，未来几年规划总量已超 100GW，对于短期陆上风电的装机规模会有一定支撑。2021 年是海上风电并网的考核年份，海风装机规模必将创下新高，2021 年沿海地方政府的支持以及海上风电成本的下降情况值得关注。风电制造的风机和零部件环节竞争格局相对稳定。

表 6：陆上风电、海上风电投资情况（元/kW，%）

	陆上风电	海上风电
总包成本	6000-7000 元/kW	14000-20000 元/kW
风电机组	50-60%	30-50%
内外部网络线	10-15%	15-30%
基础工程	5-10%	15-25%
安装	5-10%	20-30%
其他	5%	5-10%

资料来源：申万宏源研究，招商银行研究院

表 7：国内陆上风电、海上风电主要开发企业（MW）

	陆上风电(截至 2018 年)			海上风电(截至 2019 年)		
排名	企业	累计装机容量（MW）	占比	企业	累计装机容量（MW）	占比
1	国能投	39,800	19.0%	国能投	2037	29.0%
2	华能集团	20,300	9.6%	三峡集团	928	13.2%
3	大唐集团	18,000	8.6%	华能集团	915	13.0%
4	国电投	16,200	7.7%	国电投	802	11.4%
5	华电集团	13,720	6.5%	大唐集团	302	4.3%

资料来源：CREIA，CWEA，招商银行研究院

10.3 核电：已确定重启，但发展的不确定性仍然存在

核电是清洁能源中非常适合发展为基荷电力的类型，2020 年 9 月国务院核准 4 台华龙一号核电机组，标志着我国核电建设已经重启。随着三代技术首堆的投运，开展新一轮规模化建设的技术条件也更加成熟。由于面临严格的监管，核电行业的发展进度受政策、核安全以及政治等方面影响较大，如果稳步推进，每年可核准 6-8 台机组，带动的投资规模约 200-300 亿。尽管核电的投资要求仍然非常苛刻，但投资方已明显增多，未来更多的企业有望逐步参与到核电开发投资中。

2021 年由于用电量需求的快速恢复，短期内火电利用小时数可能有所提升，但中长期来看，火电的定位将逐步转化为主力调峰电源类型，利用小时数难以重回高位。从运营商角度看，依托火电项目良好的现金流支撑，火电龙头企业可继续加大新能源的开发力度，保持自身规模的稳步扩大。

客户层面，电力央企加快转型，持续加大可再生能源领域投资。在电力低碳发展政策明确以及新能源经济性提升的情况下，大型电力企业的投资布局已经明显加速向新能源转变。进入 2021 年，国内新能源项目基本可以进入平价发展阶段，除户用光伏、分散式风电以及海上风电外，国内主要的陆上风电和光伏项目平价甚至低于煤电价格都是可以预期的。不论是目前的竞价还是平价项目，对于电站开发企业而言，补贴在电费收入中的占比已经明显稀释，新建项目现金流的确定性增强，即使短期内部分项目新能源项目投资收益率并不突出，也不会影响发电企业的投资步伐。

表 8：电力央企新能源发展目标（万千瓦）

企业	“十四五”能源目标	对应装机
华能	8000 万-1 亿千瓦的清洁能源装机目标，初步估算新能源调整的投资力度 7000 亿元左右	8000 万千瓦
国电投	到 2025 年实现新增光伏发电装机 2800 万千瓦，风电规划不低于 2000 万千瓦，保持世界第一光伏装机规模	4800 万千瓦
华电	十四五期间风光新能源装机不会低于 1500 万千瓦	1500 万千瓦
大唐	集团十四五期间的新能源（非水新能源）装机规划不会比其他电力央企小	-
三峡	三峡集团将保持每年 1500 万千瓦清洁能源新增装机规模的增速，	7500 万千瓦
中广核	十四五期间再造一个中广核新能源，预计将再增加 2000 万千瓦以上的新能源装机	2000 万千瓦
国家能源集团	预计“十四五”期间可再生能源新增装机达到 7000-8000 万千瓦	7000-8000 万千瓦

资料来源：PV-info，招商银行研究院

电网投资相对平稳，2021 年特高压建设投资将继续推进。2020 年在降电费要求和用电量需求偏弱的背景下，电网公司盈利明显下滑，国家电网与南方

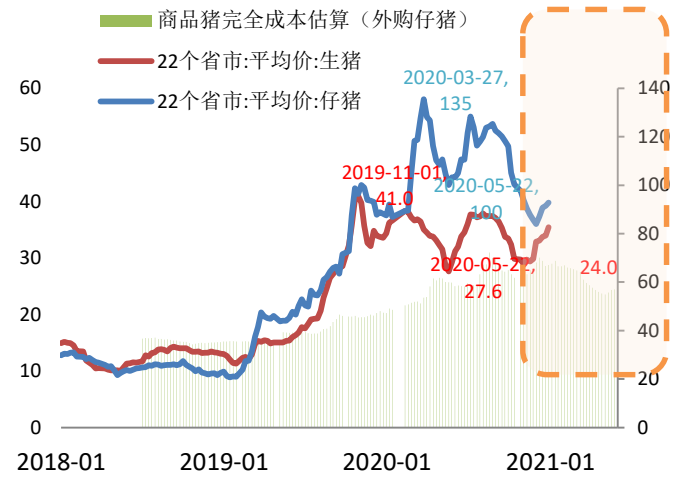
电网公司前三季度的净利润均下滑了 60%以上。从 2018 年就启动的一批特高压规划，2020 年实际进展也相对缓慢，但已获批的项目应该仍会在 2021 年继续推进。考虑有望实质性推进的项目，2021 年特高压带动的直接投资大约在 500 亿元左右。充换电设施建设、电网信息化数字化升级与特高压是国家电网在 2020 年初提出的“电网新基建”方向，也是电网在整体资本开支相对稳定的情况下，景气度较高的细分领域。

11. 现代农业：产业化加速，猪牛高景气

11.1 生猪养殖：非瘟超级猪周期进入下半场，头部企业集中度大幅提升

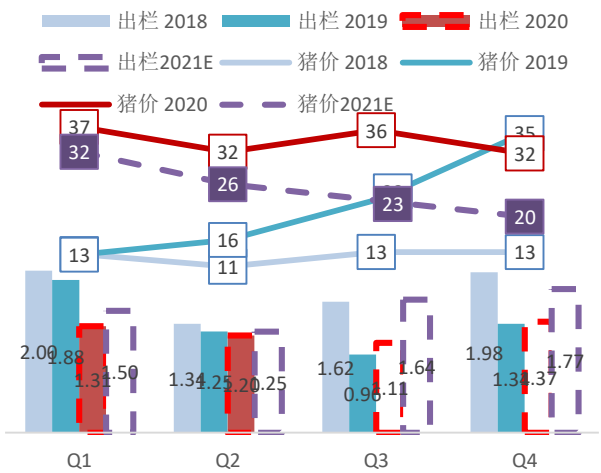
近期生猪价格受年前旺季需求拉动上涨明显，截至 2021 年元旦，生猪价格从 11 月的低点上涨约 23%至 35.4 元/kg，重新站上“35+”的高价格水平；仔猪价格有一定反弹，但随着能繁母猪产能的恢复总体供给相对充裕，价格整体处于 90 元/kg 上下的水平。

图 80：生猪季节性上涨，仔猪价格平稳（元/kg）



资料来源：WIND，招商银行研究院；

图 81：生猪季度出栏及均价预测（亿头、元/kg）



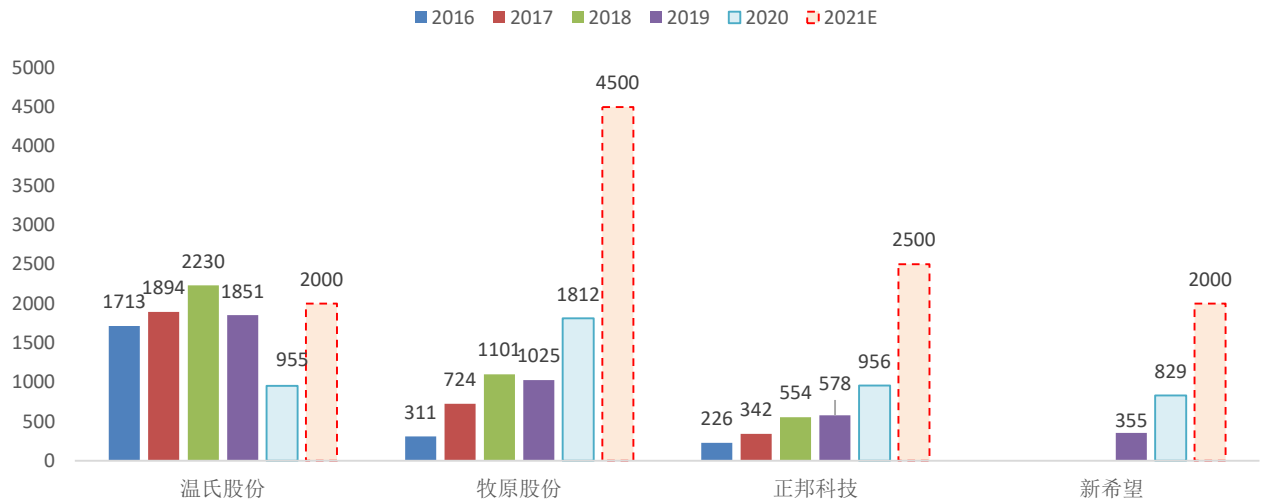
资料来源：WIND，招商银行研究院；注：虚线是预测值。

注：商品猪完全成本=六个月前仔猪成本折算（仔猪价格*15/120）+育肥成本及期间费用

从生猪复产的情况来看，根据农业农村部的披露，截至 2020 年 11 月末全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90%以上，按照母猪妊娠和商品猪育肥大致 11 个月测算，预计 2021 年下半年生猪出栏大致可恢复到常年水平。基于上述生猪出栏判断，**我们预计 2021 年整体猪价前高后低，全年均价约在 23-26 元附近**。

在本轮非瘟带来的超级猪周期中，牧原、正邦、新希望等头部企业均有较为积极的扩产计划，其中牧原和新希望的融资能力相对更强，产能扩张更为迅速。预计 2020 全年出栏量牧原约 1800 万头、温氏和正邦约 1000 万头、新希望超过 800 万头；根据当前各家能繁母猪储备，2021 年出栏预计分别为 4500、2500、2000、2000 万头，届时行业的集中度 CR4 将从 2018 年的 5.6%提升至约 15%（2020 年 CR4 约 9.2%）。非洲猪瘟疫情相当于变相提高了行业生物安全防控的壁垒，使得管理严格并且资金实力强的头部企业反而逆势扩张。

图 82：头部养殖上市公司出栏及预测（万头）



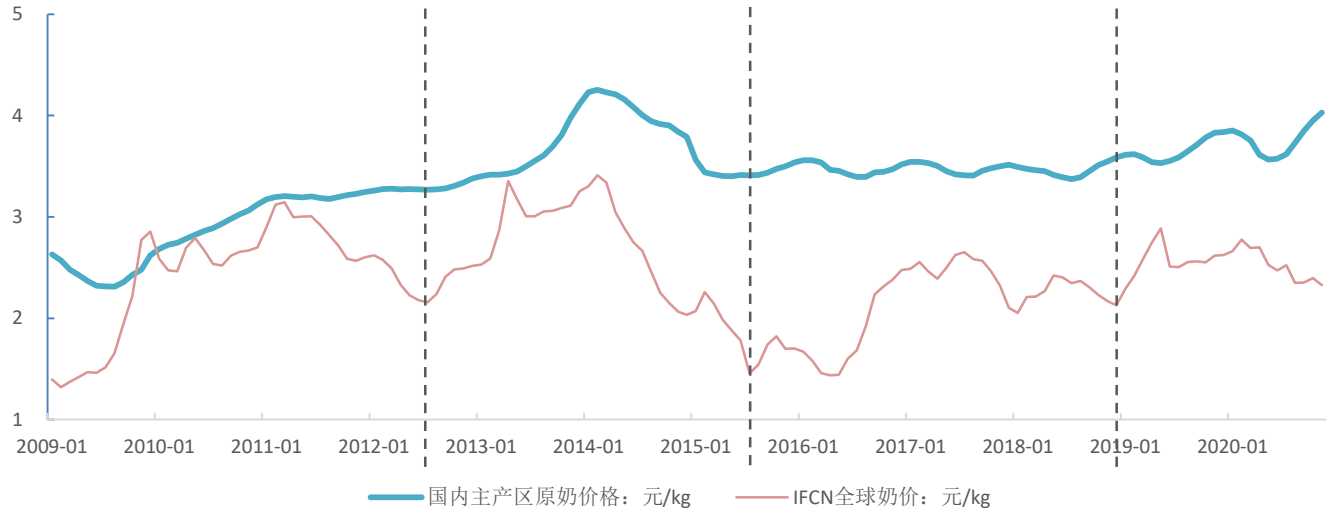
资料来源：公司公告，招商银行研究院

11.2 奶牛牧场：品牌乳企掀起新一轮上游牧场扩张，原奶新周期伊始

牧场环节是当前乳业产业链发展的聚焦点。由于乳制品终端需求保持稳定增长，中游寡头格局已基本稳定，在此情况下，核心乳企正在联合大型牧场主加速向上游扩张整合。

从原奶价格来看，在上一轮 2015-2018 周期中，内外奶价疲软，我国奶牛养殖经历了深度调整，中小散户大量退出导致存栏量显著下降。加之 2019 年以来国外结束近三年的产能扩张，**内外奶价小幅共振向上，新一轮原奶上升周期逐步拉开**；同时鉴于核心乳企主动进行上游牧场扩张，本轮景气持续时间可能更长。

图 83：国内原奶价格与 IFCN 全球奶价（元/kg）



资料来源：WIND，IFCN；注：IFCN 奶价是根据全球乳制品贸易量加权折算的价格，走势基本与恒天然价格相似

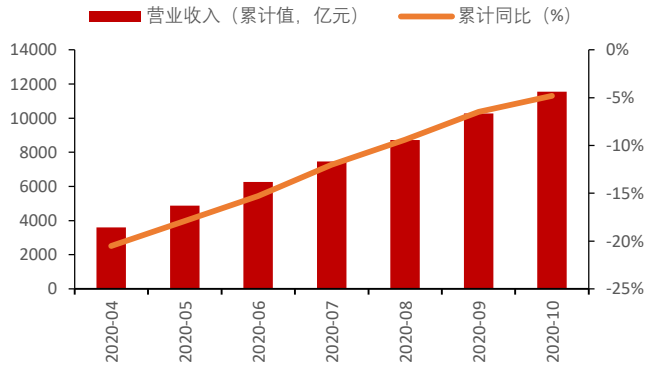
规模牧场具有销售溢价，周期维度上可以保证盈利较好。相对于中小牧场，规模牧场更为精细化的饲养条件所产出的原奶具有更高品质，因此可以获得更好的销售定价。并且基于对奶源的控制，品牌乳企与规模牧场签订长期包销协议的情况下，其盈利的空间和稳定性均要强于中小牧场。未来核心乳企主导的上游扩张战略下，合作体系内的大型规模牧场将在销售定价、资金及数字化管理上获得更多核心乳企支持，迎来发展良机。

12．家用电器：内销换代，出口提升，助力量价齐升

2020 年我国家电市场受新冠疫情冲击严重，无论是内销市场或者是外销市场，大多数家电品类的销售规模和出货节奏都与全球疫情的发展轨迹存在强关联。年初国内本土疫情严重，大多数家电的生产和消费接近停滞，4 月份随着国内疫情管控起效，内销市场逐步恢复。与此同时，疫情已经开始席卷欧洲、美国以及全球其他区域，各地家电供应链遭到不同程度破坏，订单大量向中国聚集，外销规模快速增长。

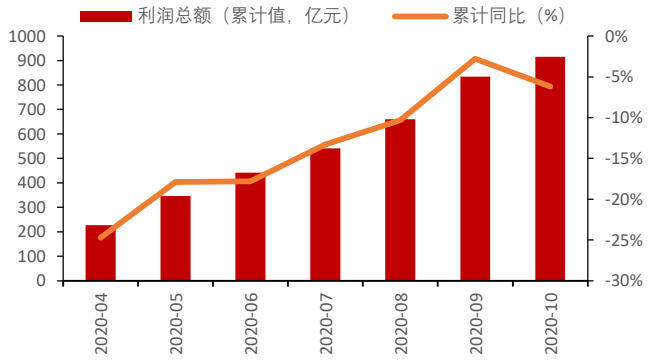
数据上看，2020 年前三季度国内家电行业主营业务收入为 1.03 万亿元，同比下降 6.5%；利润总额为 833 亿元，同比下降 2.8%。总体上，疫情影响偏负面，但第三季度已经明显好于上半年。

图 84：2020 年家电行业营业收入（亿元，%）



资料来源：国家工信部，招商银行研究院

图 85：2020 年家电行业利润总额（亿元，%）



资料来源：国家工信部，招商银行研究院

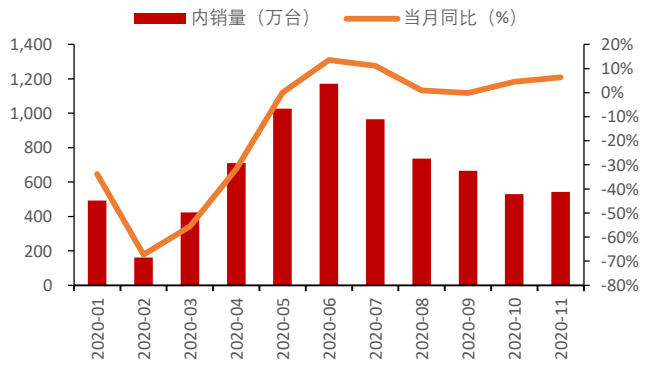
此外，2020 年家电市场上也发生了值得重视的事情，例如中国加入 RCEP、中欧协定谈判完成、“史上最严”的新能源新国标开始实施、家电企业进行管理变革等等。随着疫情的脉冲式影响消散，我们认为这些事件影响将逐步显现。

12.1 内销市场：先抑后扬，消费升级趋势延续

空冰洗：疫情影响渐退，产品均价重迎上升通道

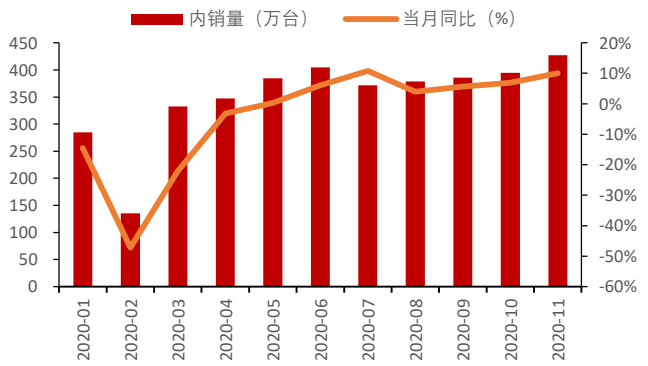
疫情之下，安装属性较强的空调、冰箱、洗衣机等产品销售下滑程度更为明显。产业在线的数据显示，2020 年空调、冰箱、洗衣机国内销量在 2 月出现大幅下滑，同比下降都在 50%左右。但从月度数据上看，4 月生产生活秩序回归正常，被冻结的消费需求逐渐释放，加上新增需求出现，三大白电回暖态势明显，并且在 6 月份出现首次正增长。

图 86：2020 年家用空调单月内销量（万台，%）



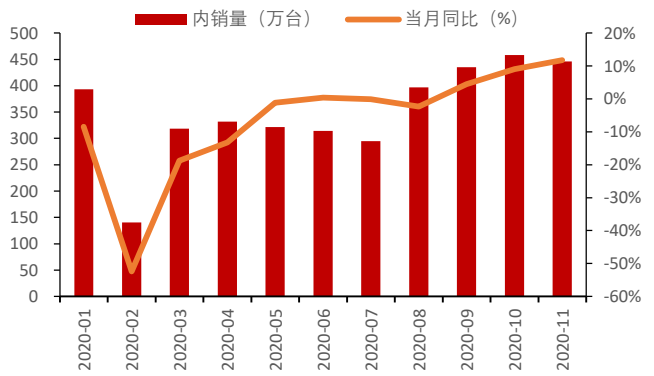
资料来源：产业在线，招商银行研究院

图 87：2020 年冰箱单月内销量（万台，%）



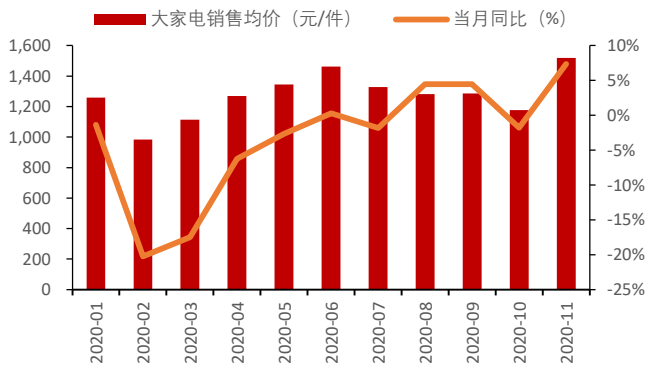
资料来源：产业在线，招商银行研究院

图 88：2020 年洗衣机单月内销量（万台，%）



资料来源：产业在线，招商银行研究院

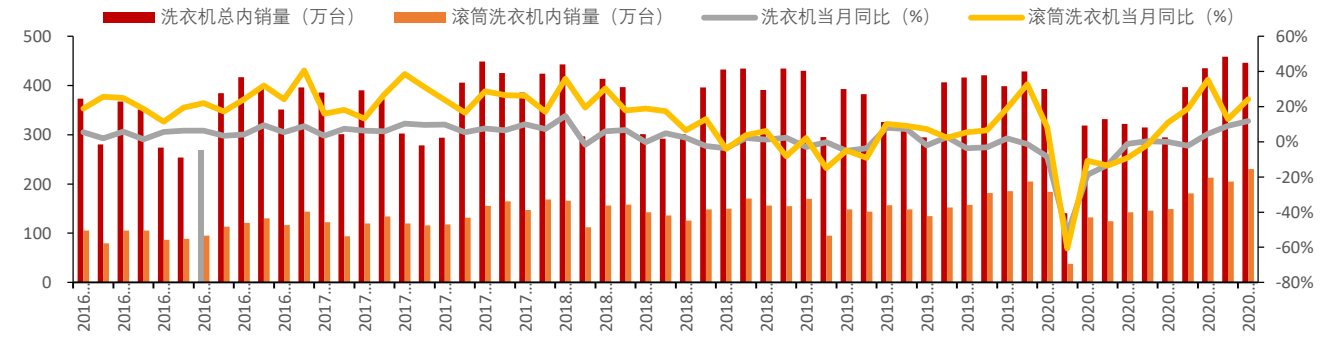
图 89：2020 年大家电销售均价（元/件，%）



资料来源：数据威，招商银行研究院

（1）产品结构方面，高端产品受益于消费升级的长期趋势，抗冲击能力更强。近 5 年来，价格万元以上的空调、冰箱、6000 元以上洗衣机的销售大幅提高。今年在价格冲击下依然保持良好销售，新风空调、复式滚筒洗衣机、多功能冰箱等高端产品的销售不降反升。我们认为，2021 年空调、冰箱、洗衣机等产品有望延续高端化发展。其中，空调低能效库存去化已经基本完成，新能效产品销售占比提升将驱动产品均价进入上升通道，2020 年双十一空调龙头未进行价格战已显示积极信号；洗衣机、冰箱则延续过往的消费升级趋势。

图 90：滚筒洗衣机内销量增速长期高于洗衣机整体（万台，%）



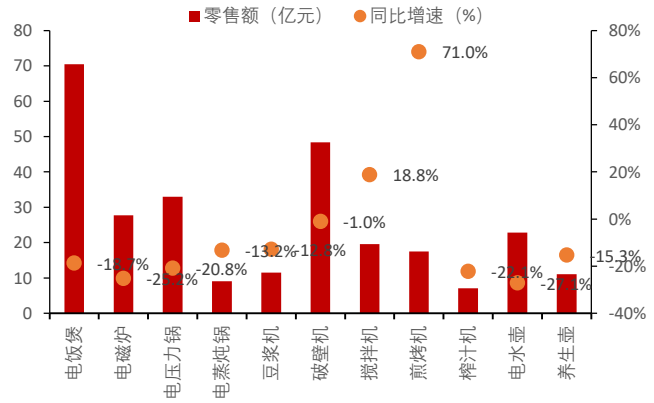
资料来源：产业在线，招商银行研究院

（2）竞争格局方面，疫情之下头部企业竞争力凸显，市场份额继续提升。空冰洗三大龙头美的、格力和海尔的供应链基础好、销售体系完善且现金流充足，对疫情冲击的抵御能力更强。因此随着疫情得到有效控制，三大龙头的销售也率先迎来恢复。以空调为例，2020 年底 CR3 线上份额达 82%，同比提升 6.6pct；线下份额 74%，同比提升 14.6pct。我们认为，随着产品结构升级，龙头推动管理优化，未来白电领域大概率将延续良好的竞争格局。

新兴家电：品类表现分化，消费升级是主趋势

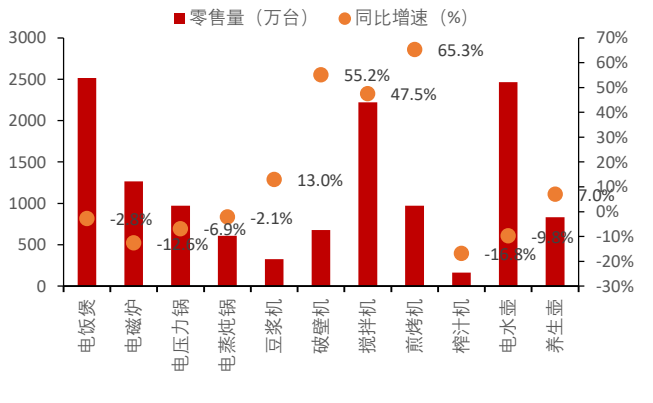
新兴家电产品无需安装、单品价值低、配送简易，功能上重视家居体验，因此总体上受疫情冲击相对较小，但细分品类存在不同程度的分化。高价值品类与集成产品表现出较高景气度，实现量价齐升，例如煎烤机等；而破壁机、搅拌机等小家电表现欠佳，主要通过降价方式来刺激终端消费，线上线下渠道均采取降价销售策略。

图 91：2020H1 各品类小家电零售额（亿元，%）



资料来源：奥维云网，招商银行研究院

图 92：2020H1 各品类小家电零售量（元/件，%）



资料来源：奥维云网，招商银行研究院

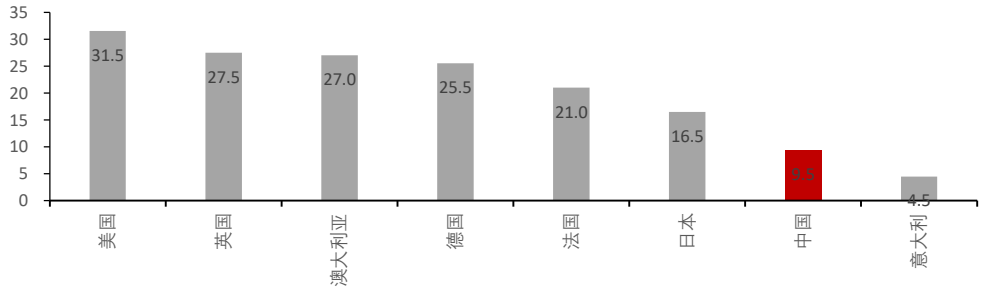
表 9：2020H1 各品类小家电销售均价及同比变化（元/件，%）

细分品类	2020H1 线下均价	同比变化	2020H1 线上均价	同比变化
电饭煲	536	+8.4%	216	-8.8%
电磁炉	360	+4.9%	187	-9.6%
电压力锅	572	+4.9%	272	-8.6%
电蒸炖锅	297	+1.4%	144	-5.3%
豆浆机	718	+8.5%	341	-13.8%
破壁机	1074	-20.2%	516	-28.3%
搅拌机	179	-5.7%	82	-18.0%
煎烤机	318	+3.3%	173	+16.0%
榨汁机	677	+5.8%	429	-0.8%
电水壶	150	+1.9%	83	-12.3%
养生壶	244	-3.8%	124	-13.1%

资料来源：奥维云网，招商银行研究院

长期来看，目前我国小家电的销售规模、普及率和保有量相对于欧美国家仍然处于较低的水平。随着我国居民可支配收入增长，消费升级已是大势所趋，象征着高生活品质的小家电未来仍将有庞大的发展空间。

图 93：全球主要国家小家电保有量（个/户）

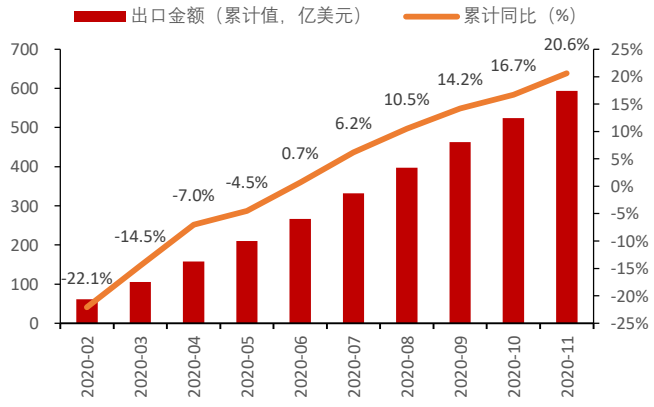


资料来源：前瞻产业研究院，招商银行研究院

12.2 出口市场：2020 年迎意外爆发，2021 年增速预计前高后低，全球占比提升是长期趋势

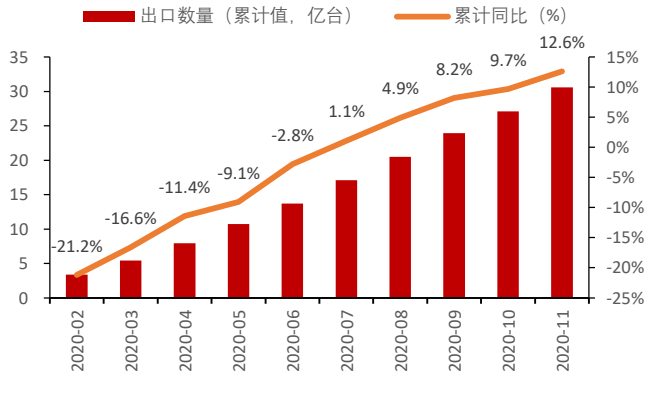
去年疫情初期国内家电出口受到巨大冲击，2020Q1 家电出口额 172 亿美元，同比下降 19%。随后国内疫情得到有效控制，企业陆续复工复产。海外疫情则从二季度开始加速扩散，不少国家开始推行居家隔离政策，从两个角度对全球家电产品供需格局造成冲击：供给端海外工厂大面积停产或减产，需求端则受居家时间延长而有所增长。全球的供需错配导致大量家电订单转向中国，出口行情迎来爆发。海关出口数据显示，去年 6 月底家电累计出口恢复正增长，并且呈现逐月加速的态势，前三季度累计同比增长 27%。

图 94：2020 年家用电器出口金额（亿美元，%）



资料来源：海关总署，招商银行研究院

图 95：2020 年家用电器出口数量（亿台，%）



资料来源：海关总署，招商银行研究院

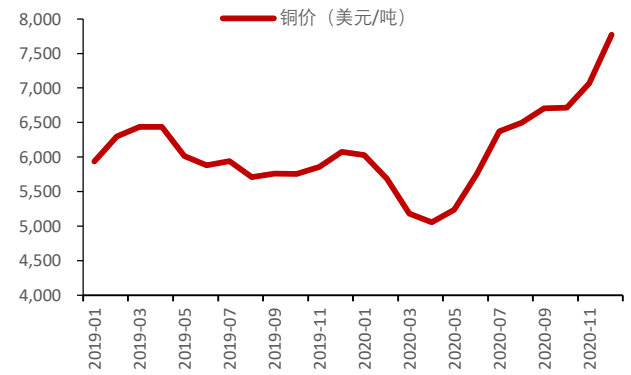
展望 2021 年，目前海外疫情仍在扩散过程中，新冠疫苗的普及也还需要较长时间且效果仍待观察，我们判断短期之内海外供应链难以完全恢复，产能仍将继续向中国集中。因此今年上半年家电出口仍有望保持高增长，下半年受到 2020 年高基数影响存在不确定性。长期来看，疫情之下中国供应链的稳定性已经充分凸显，而 RCEP 贸易协定的实施也有助于中国的家电产品扩大全球市场，预计中国家电产品在全球的份额仍将保持上升。

12.3 成本变动：原材料上涨影响分化，汇率波动对盈利造成不确定性

家电主要原材料铜、铝、塑料的价格在去年 3 月后大幅上升，推高生产端制造成本，企业利润端短期承压。龙头企业拥有规模效应，可通过提升产品价格的方式转嫁原材料成本，例如格力、奥克斯、公牛集团已陆续对空调、插线板等产品进行调价。同时，较强的议价能力压力原材料采购价格，部分缓解成本上行压力。相比之下，中小型企业受到的冲击更为严重。

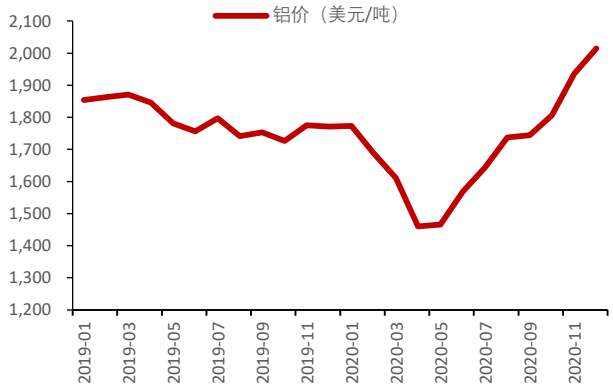
2020 年 6 月以来，美元兑人民币汇率持续贬值，人民币升值将增加公司的汇兑损失并拉低外销代工毛利率，造成公司短期利润下滑。考虑出海企业一般会采取较为成熟的套期保值等汇率对冲机制，短期内能够一定程度规避汇率风险。

图 96：铜价走势（美元/吨）



资料来源：世界银行，招商银行研究院

图 97：铝价走势（美元/吨）



资料来源：世界银行，招商银行研究院

图 98：中塑指数



资料来源：中塑资讯，招商银行研究院

图 99：美元兑人民币汇率走势



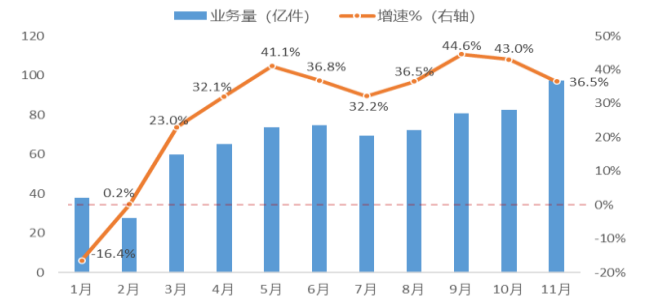
资料来源：wind，招商银行研究院

13. 快递：需求持续景气，龙头竞争走向寡头垄断

13.1 线上消费拉动快递市场高增长，价格战致巨头业绩分化

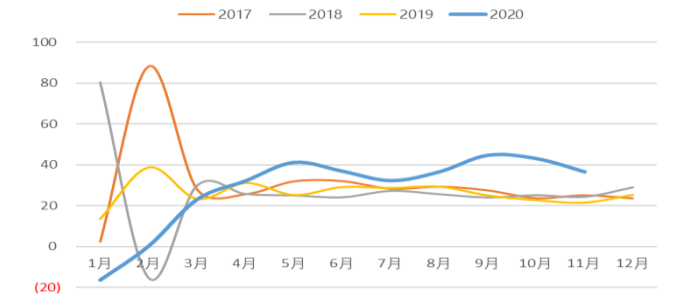
2020 年，我国快递行业整体保持了良好的发展势头。一季度前两个月短暂受疫情影响业务量与业务收入均负增长，3 月开始快速反弹，直至年底单月业务量均保持 30%以上的高速增长。根据国家邮政局的数据，2020 年前 11 个月，全国快递业务量 741.09 亿件，同比增长 30.5%，实现快递业务收入 7869.2 亿元，同比增长 17%，预计全年快递业务量将突破 830 亿件，增速超 30%为近 4 年新高。

图 100：2020 年增速前低后高（亿件，%）



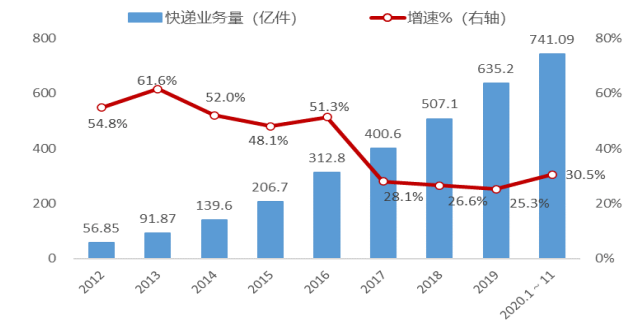
资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

图 101：快递单月同比增速高于去几年(%)



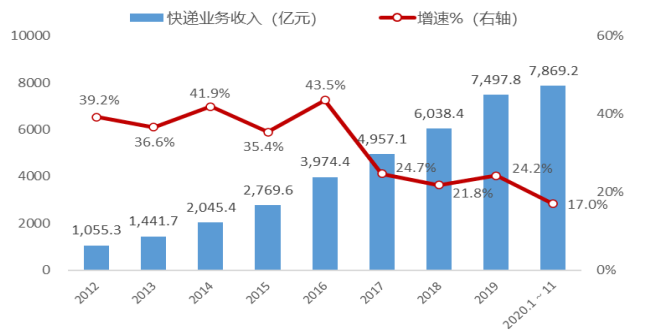
资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

图 102：2020 年业务量增速反弹至 30%+



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

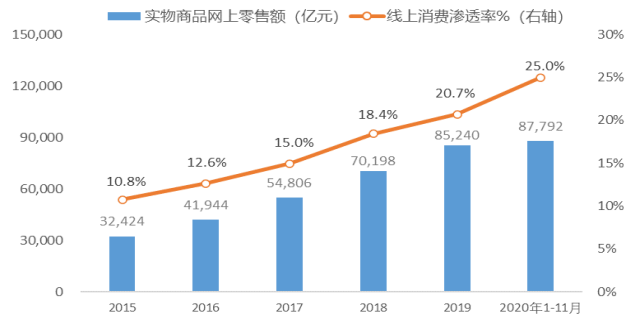
图 103：2020 年业务收入增速放缓（亿元，%）



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

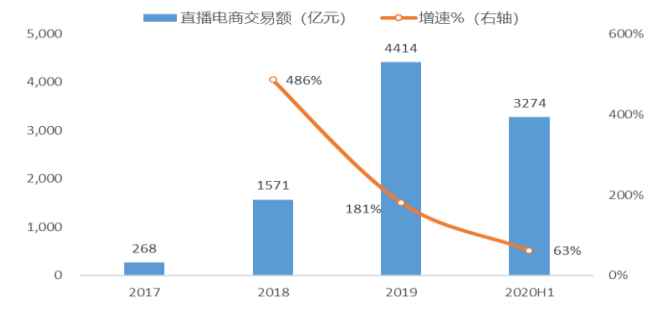
从需求来看，快递市场单量需求旺盛主要有以下几方面原因：第一，疫情影响线下消费，居民消费向线上转移，线上购物渗透率快速提升，快递作为电商行业基础设施受益明显；第二，直播电商快速崛起，抖音、快手成为传统电商巨头以外最大的购物平台，大量“农产品产地直发、商品工厂直发”贡献快递增量需求；第三，传统电商巨头抓住“宅家经济”契机，高频推出各类促销活动、拉长购物节刺激线上消费。

图 104：线上渗透率大幅提升（亿元，%）



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

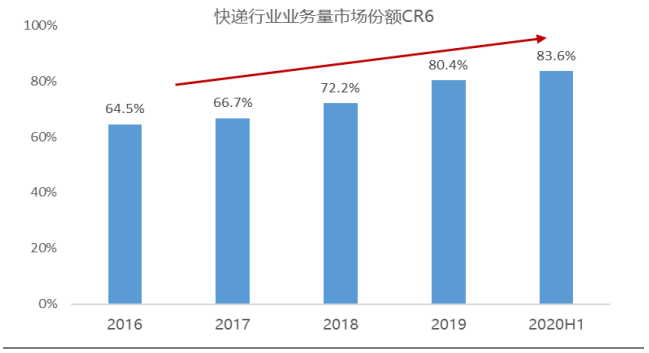
图 105：直播电商增长超 60%（亿元，%）



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

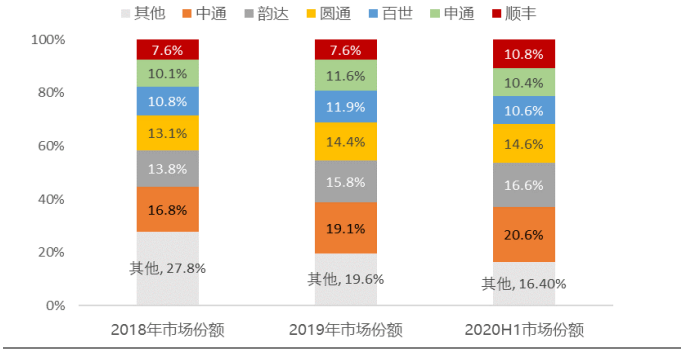
从供给来看，快递行业集中度仍不断抬升，2020 年上半年 CR8 已达到 83.6%，但快递巨头陷入“囚徒困境”，竞争加剧不断内卷，价格战严重侵蚀了利润空间，使整个行业“增量不增收、增量不增利”。当前阶段，通达系快递巨头出现分化，中通、韵达、圆通市场份额稳步增加，申通、百世市场份额下滑、经营陷入亏损。而顺丰凭借直营模式、差异化的竞争策略，2020 年业绩表现一枝独秀，截至前十一个月顺丰业务量增速 69.24%，实现收入 1300 亿元，同比增长 37.15%，市场份额较 2019 年末大幅提升。

图 106：快递行业集中度 CR6 不断提升（%）



资料来源：国家邮政局，公司财报，招商银行研究院

图 107：顺丰、中通、韵达、圆通市占率提升（%）



资料来源：国家邮政局，公司财报，招商银行研究院

13.2 业务量增速将小幅放缓，价格战预计仍将贯穿全年

2021 年，新冠疫情尚未完全结束，国内线下消费仍有抑制因素，叠加社区团购、直播电商高景气，居民线上购物渗透率提升趋势确定，快递市场需求仍将保持旺盛，我们预计全年快递业务量将突破 1000 亿件大关，增速保持在 20%～25%区间。

当前快递行业处于成长期向成熟期过渡、龙头竞争走向寡头垄断阶段，价格竞争加剧、淡季产能过剩，行业整体盈利能力承压，处在下行周期。我们判断周期见底的两个可能信号：一是价格战打穿多数巨头的成本线后，单票成本

高、现金储备弱的巨头率先被淘汰出局，或等阿里出手整合；二是价格战僵持阶段，末端加盟网点陷入亏损、快递小哥薪酬下降严重，整个快递网络稳定性受到影响，国家邮政局、电商巨头等各方入场调停，快递价格重回成本线上并逐步提价。

目前来看，我们认为价格战还要持续 1～2 年，较低的快递价格符合电商下沉市场（拼多多、淘宝特卖、京喜）的发展趋势，此外拼多多（极兔）、京东（众邮）、顺丰（丰网）先后布局加盟制快递，低端电商件市场价格战短期看不到放缓的迹象，通达系巨头发动价格战不只是内部洗牌抢份额，同时也竖起了极高的成本壁垒，阻击新玩家成长。

具体到快递公司的发展前景来看，2021 年，顺丰业务量与收入将稳定增长。通达系快递里中通市场份额、单票成本仍将保持优势，利润保持增长；韵达和圆通市场份额增长，但收入增速下滑、利润增长承压；申通和百世市场份额或将萎缩，申通进入亏损边缘，百世亏损扩大。新兴快递玩家（极兔、众邮、丰网）虽将获得小部分市场份额，但规模劣势决定单票成本无法比拟通达系，前景不明朗。

14. 高标仓：供给消化能力趋弱，投资热情不减

14.1 供需结构：预计 2021 年整体空置率上升，区域分化现象加剧

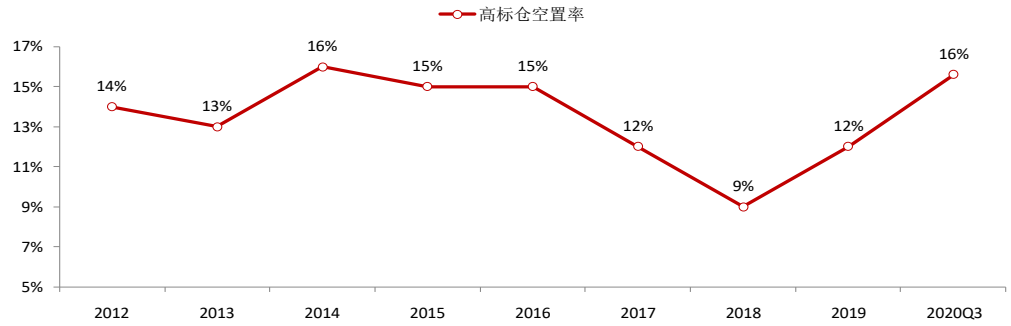
短期供给上量偏快，预计 2021 年行业整体空置率上升

随着越来越多的开发商关注高标仓市场，近年来上市项目稳步增加，供应量的变化成为市场基本面的主导力量。截至 2020 年三季度，国内高标仓存量规模约 6578 万平方米，预计到 2022 年还将有超过 3700 万平方米的新增高标仓入市。面积总量上，华东、华北是最主要的供应来源；从增速来看，华东、华中快于其他区域。

需求层面，由于今年疫情的出现对宏观经济造成较大程度冲击，消费市场表现相对疲弱，企业对库存扩张采取审慎态度，压制了高标仓需求的释放。同时，阿里、京东、顺丰等电商物流企业纷纷加大仓储建设的力度，自有仓库替代了部分租赁需求。

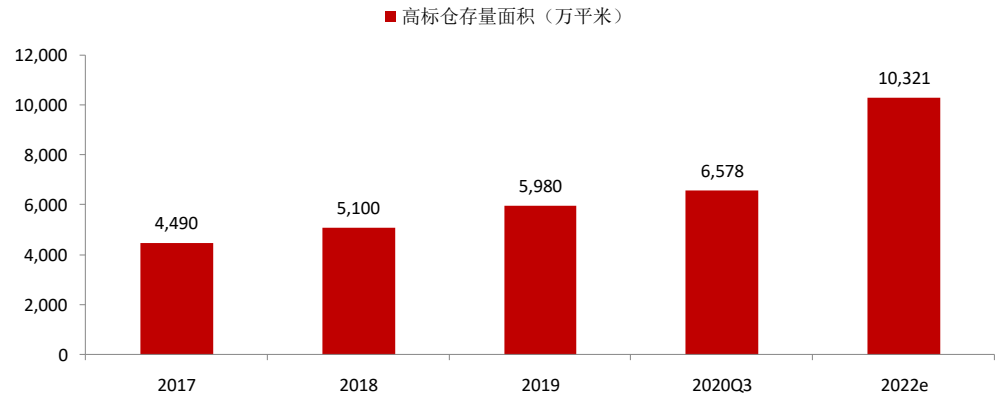
短期内高标仓供给集中上市以及下游需求调整使得市场去化压力有所增加，2020 年全国高标仓空置率水平超过 15%。综合考虑供需情况，我们预计 2021 年整体空置率将继续上升。

图 108：高标仓空置率（%）



资料来源：世邦魏理仕，中信证券，招商银行研究院

图 109：高标仓存量面积（平方米）



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

区域分化现象加剧，珠三角景气度高于其他市场

珠三角是全国表现最好的区域。由于中心城市广州、深圳的高标仓存量低，高标仓租赁需求继续向大湾区内城市溢出，形成“中心城市+周边城市”良性发展的局面。高力国际统计的珠三角五市（广、深、莞、佛、惠）中，2020 年 6 月底高标仓出租率平均出租率 93.4%，且租金普遍处于上涨过程，整体表现好于长三角、环渤海和中西部等地区。由于未来两年供给节奏相对稳健，我们预计珠三角有望延续稳定表现。

长三角整体出租率回落，租金表现具有韧性。近年来长三角城市普遍加快了的新建项目的投放节奏，其中嘉兴投放速度最快，当前存量已近 200 万方，预计到 2022 年将有可能翻倍至 400 万方。尽管长三角产业结构健康且交通条件优越，对高标仓的长期吸纳能力良好，但是过快的投放仍将拖累出租表现，2020 年 6 月高标仓出租率同比降 3.6pct 至 88.1%；租金方面则相对刚性，受新增供应影响较小，整体表现与去年持平，约 1.04 元/平方米。

华北和中西部存在投资过剩现象，市场消化仍需时日。环首都经济圈表现景气，主要是受益于北京疏解非首都功能，廊坊等城市的出租率和租金都延续

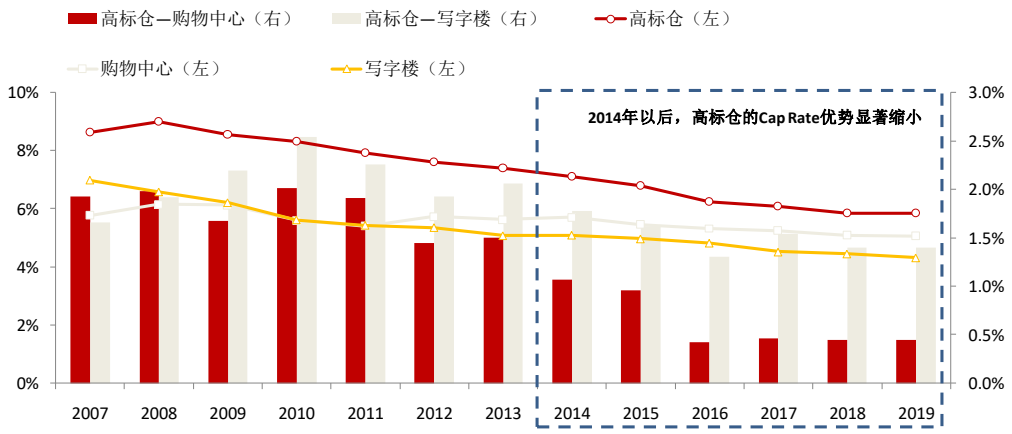
强劲表现。但是，东北、西南、华中区域的供应量明显偏大，成都、重庆、武汉过去积累了庞大的存量，拖累这一区域的整体表现。考虑到电商系的自有仓储项目也主要集中在这一地段，我们预计该区域内的过热现象仍将延续。

14.2 资金市场：投资人保持高度关注，但高标仓 Cap Rate 下行空间不大

从当前的配置结构来看，高标仓在投资人的资产组合中占比并不高，随着多元化配置的需求上升，预计关注高标仓市场的资金将保持增长。以封闭式地产基金为例，未来五年计划向中国资产投放 100 亿美元，高标仓配置比例从不足 5%提升至 20%。

与此同时，我们认为市场资金对于高标仓的收益率要求已经很难再降低，未来 Cap Rate 的下行空间不大。虽然高标仓的投资回报率相对购物中心、写字楼等物业有优势，但是领先幅度已经出现了明显的收窄。2014 年之前，高标仓 Cap Rate 相对购物中心的领先幅度约 1-2pct 的范围，2014 年以后迅速压缩至 0.5pct 左右；高标仓与写字楼的 Cap Rate 差距，也从领先 1.5-2.5pct，压缩至 1.5pct 以下。从全球经验来看，高标仓项目收益率高于购物中心、写字楼的水平是一般规律，当高标仓的 Cap Rate 逐渐接近这一底线时，市场对资产跌价风险的担忧程度也将有所抬升。

图 110：全球高标仓市场的 Cap Rate（%）



资料来源：高力国际，招商银行研究院

14.3 Reits 动态：政策支持力度大，静待试点项目落地

2020 年 4 月中国证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，重点支持仓储物流、公路、城市基础设施等项目以来，地方政府及相关企业态度积极，争取首批项目试点

的意愿强烈。例如，北京、上海、河南等省市政府均出台相关措施鼓励做好试点项目申报工作，并建立项目储备库。

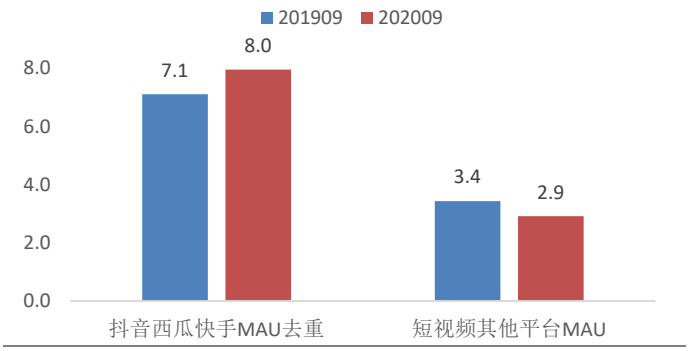
根据《经济参考报》报道，首批 REITs 试点项目正在稳步推进，相关项目涵盖公路、仓储物流、市政设施、产业园区、数据中心等。目前首批项目的申报、评审、答辩流程已经逐步开启，今年有望正式落地。借鉴美国、日本、新加坡经验，在公募 REITs 的政策细则配套完善后，仓储类设施有望成为活力最旺盛的 REITs 资产。2016-2020 年期间美国、日本和新加坡仓储与园区类 REITs 的市值复合增长率分别达到 26%、13%和 19%，总体上看是所有资产类别当中增速最快的品类。

15. 文化传媒：线上积极探索多元化变现，线下娱乐“V”型回升

15.1 线上娱乐：短视频多元化变现，在线视频深耕存量用户

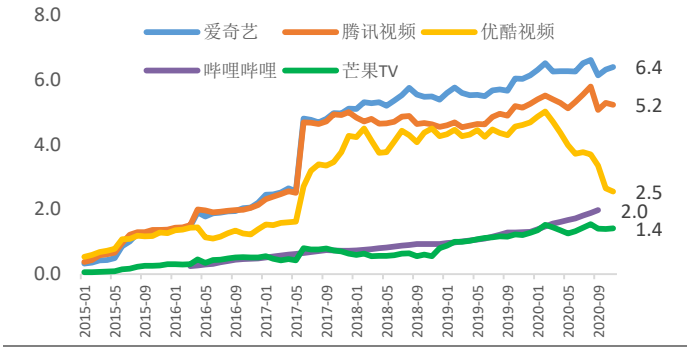
对网络视频直播领域来看，**短视频格局继续头部化**，以头条系和快手系为主的头部短视频 APP 的月活数进一步增长，合计达 8 亿，+12%；其余平台月活数合计呈现下降。**在线视频存量博弈**，截至 11 月，爱奇艺、腾讯、优酷的月活数分别为 6.4、5.2、2.5 亿，同比+6%、+2%、-45%。在线视频行业三强鼎力的格局或转为双雄并驱。

图 111：短视频流量向头部平台集中（亿）



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

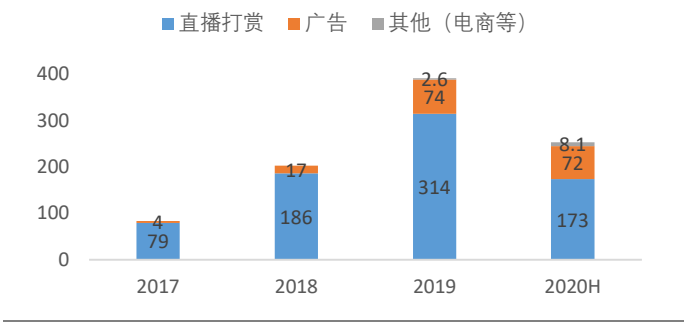
图 112：在线视频三强中优酷掉队（亿）



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

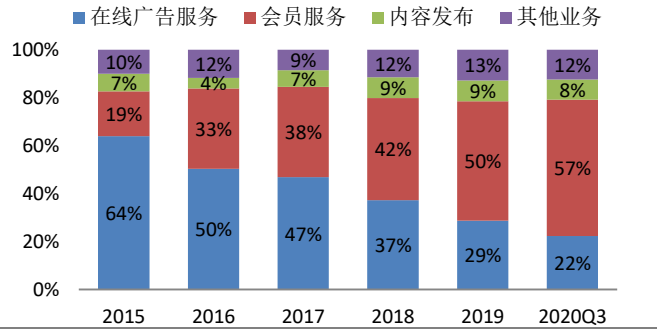
从营收变现来看，短视频的变现模式不断孵化，信息流广告和直播打赏仍是目前最重要的收入来源；电商直播业务的模式正逐渐成熟，其它商业模式如知识付费、游戏分发等正在探索。在线视频的内容付费占比继续上升，并且单片付费常态化。内容运营方面，在线视频平台通过推出特色短剧独播剧场，深度发掘存量用户的垂直内容需求。

图 113：快手的收入及分业务结构（亿元）



资料来源：快手科技招股书，招商银行研究院

图 114：爱奇艺业务结构占比（%）



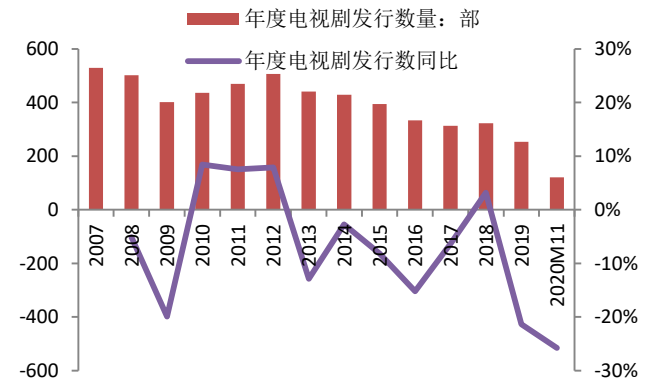
资料来源：爱奇艺财报，招商银行研究院

15.2 电视剧内容：精品大制作转向垂直短剧，性价比考量凸显

电视剧供给侧继续出清，但精品短剧频频出圈是今年亮点，长剧面临题材转型。**从电视剧发行量来看**，截至 2020 年 3 季度为 163 部，同比下降 26%。在 2019 年大幅下降的基数上，又进一步大幅下滑，主要是疫情影响导致电视剧的投资和发行有所放缓。**从发行电视剧题材来看**，现实题材占比进一步上升，近代题材进一步减少。

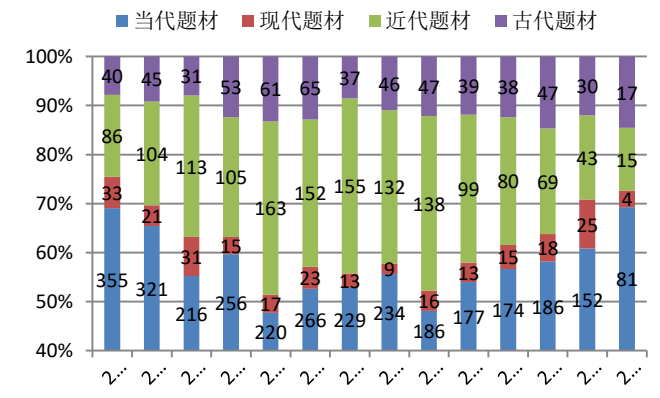
精品短剧出圈。内容的垂直化是新趋势，对细分观众需求的深度挖掘，将一定程度替代以前的全民话题性讨论的头部大剧，在内容端占有一席之地。今年以来以《唐探》、《隐秘的角落》等为代表的 12 集精品短剧口碑大爆（详见 3.3 表 2），多部剧的豆瓣评分破 8 分。从内容制作方来看，由于相对头部长剧短剧的成本较低，吸引了一批中小型新影视公司和新创作者入局。这对于制作和投资平台双方，短剧爆发无疑是双赢的结果。

图 115：历年电视剧制作发行数（部）



资料来源：WIND，招商银行研究院

图 116：各题材电视剧制作发行数量比例（%）

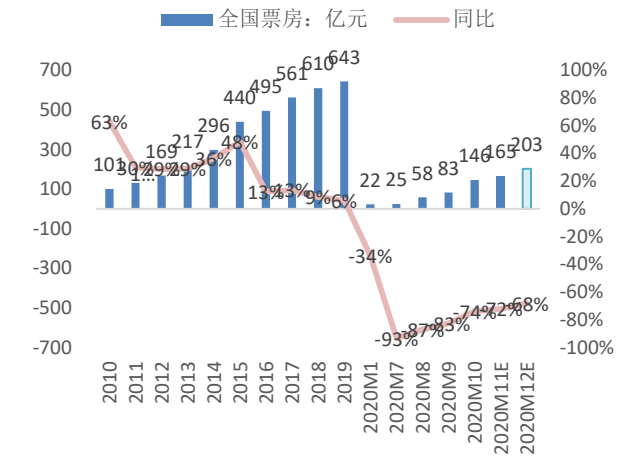


资料来源：WIND，招商银行研究院

15.3 电影院线：春节片单或开启“小阳春”，疫情常态化或加速影院整合出清

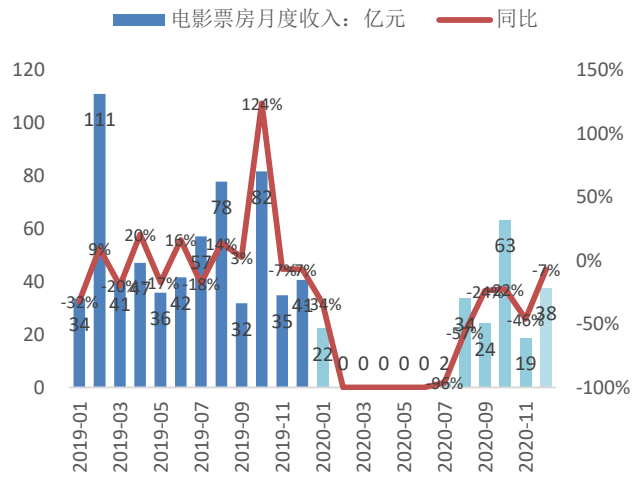
新冠疫情导致全国影院从年初春节停业近 6 个月，行业经营雪上加霜。随着 7 月下旬影院迎来复业，线下影院观影呈逐渐恢复的态势。截至 2020 年 12 月，全年累计票房约 203 亿，同比下降 68%；12 月单月票房 38 亿，同比下降 7%，降幅明显收窄。随着元旦档、春节档的新片陆续定档，前期积累的观影需求明显释放。我们预计在疫情可控的前提下，今年春节档值得期待。

图 117：全年票房损失超 7 成（亿元，%）



资料来源：WIND，招商银行研究院

图 118：单月票房恢复至同期 7 成水平（亿元，%）



资料来源：WIND，招商银行研究院

表 10：部分原定 2020 年春节档头部影片改档至 2021 年（亿元）

片名	原定上映	实际上映	票房：亿元	说明
《囧妈》	2020/1/25	2020/1/25	/	6.3 亿版权转让给字节跳动，线上上映
《姜子牙》		2020/10/1	16.02	2020 春节改 2020 国庆档
《夺冠》		2020/9/25	8.35	
《急先锋》		2020/9/30	2.94	
《熊出没之狂野大陆》		2021/2/12（已定档）		2020 春节改 2021 春节
《唐人街探案 3》				
《紧急救援》				
《刺杀小说家》				新片
《哪吒重生》				新片
《人潮汹涌》				新片
《你好李焕英》				新片
《侍神令》				新片

资料来源：时光网，猫眼专业版，招商银行研究院

院线影院作为电影产业链的下游放映环节，受整体行业景气下行和新冠疫情影响，处于至暗时刻。值得注意的是，这一状况是几乎接力在过去近十年的行业高速增长之后的，对应是当前行业供给侧的格局十分分散，长尾的影院/

影投非常多，经营效率参差不齐且大部分偏低。在如此大的需求冲击之下，行业出清和整合的节奏预计会加速。

从整合模式上，2015 年的影院并购是资本推动，是过去行业粗放式增长的最后“狂欢”；而当前多重冲击叠加之下，行业亟需从根本上提升自身盈利能力，从量增向质变转型，因此整合方式将不局限于资产整合，轻资产的管理输出亦会有很大市场，预计未来两种模式会相机抉择。

附录 1 各行业周期与景气度判断

大类	行业名称		行业判断		2021 景气展望		
	一级行业	二级行业	驱动逻辑	所处阶段	景气	趋势	展望
投资(除制造业)	房地产	房地产开发	1.2021 年宏观货币政策趋于中性 2.行业政策自 2020 年下半年持续收紧并将延续至 2021 年 3.2020 年 7 月的融资新规、12 月的房地产贷款集中度管理将对房企的融资、拿地、施工节奏产生影响	行业周期被弱化，商品房销售面积增速在 0 附近保持平稳；不同城市间出现分化，一二线市场韧性较强	中	增速微幅回落	销售面积增速约-1%（2020 年为+2.6%）； 开发投资额增速约+5.8%（2020 年为+7%）； 房企集中度进一步提升
	建筑施工	基建	疫情稳定后，驱动逻辑或将从生产力驱动再次转回资金驱动	行业发展较成熟，疫情使行业集中度进一步提升，	中	增速保持	受 2020 年新增大量订单承托，基准情形下判断 2021 年基建投资或可延续 2020 的增速水平，或有小幅上行
	生态环保	大气排放治理	超低排放推进政策导向驱动	行业发展初期，技术成熟度较低，市场集中度较低	低	增速保持	钢铁超低排放进入第二阶段，行业营收或将改善，超低排放在“脱硝”方面的指标或适当调整（现行标准过严不利于行业发展）
		水环境治理	1、流域治理政策驱动； 2、流域周边土地开发权的房地产逻辑； 3、龙头加速全国市场整合并购	行业发展中期，新型 MBR 膜技术逐步替代，市场集中度开始提升	高		受政策持续驱动，建城区周边流域治理或将加速，周边土地缺乏利用价值的流域治理的营收模式仍待破题
		固/危废处理	受政策驱动，产能利用率低的困境或可改善，但相应的盈利水平或将受动摇	行业发展初期，仍存在不充分竞争情况	高		危废处理行业毛利率或将降至 60%以下，行业或出现明显分层
		垃圾焚烧发电	垃圾分类大面积推广或将全面提升行业效率，行业覆盖向四线后城市逐步下沉	行业发展中期，技术成熟度较高，焚烧覆盖率稳定提升，或将迎来增速瓶颈期	高	增速回落	新能源国补有序退出，82500 有效发电小时数政策下，发电厂未来经营效益将更依赖于发电效率的提升，老旧产能设备或将面临更迭
新动能行业	通信	通信设备	1、全球进入 5G 网络投资周期	中长期：全球 5G 投资初期 短期：运营商 5G 投资初期	高	增速保持	1、全球 5G 投资将持续增大 2、全球 3G/4G 投资逐步减少
		光通信	1、全球进入 5G 网络投资周期 2、全球 IDC 支出保持高增速	中长期：5G 设备/云计算 IDC 需求强劲 短期：5G/IDC 对光设备/光器件需求旺盛，光纤光缆产能过剩	高	增速保持	1、5G/IDC 需求持续增长 2、光纤光缆产能依然过剩
	电子	集成电路	1、全球进入 5G 时代 2、手机、服务器及存储器领域将进入增长区间	中长期：AI+IOT（人工智能+物联网）等促进行业增长空间巨大。短期：2020 年增长较好的 PC、平板电脑等在 2021 年出货量可能会出现回落，但手机、服务器及存储器等领域将进入增长区间。	高	重回增长	1、中美贸易摩擦将持续影响全球集成电路行业；2、中国集成电路行业增速远高于全球；3、关注主要晶圆代工企业台积电中芯国际等的资本开支；4、关注国家对行业的支持力度及国产替代进展
		手机	1、全球 5G 建设加速、5G 手机渗透率提升；2、疫情对行业的影响减弱；3、苹果引领 5G 手机新周期	中长期：手机依然是消费物联网时代的核心，行业市场规模保持低速增长。 短期：触底回升	高	强劲反弹	1、疫情对手机行业的影响减弱；2、2021 年，iPhone 的出货量增长 20-30%，荣耀手机预计下半年重返市场；3、中国依然为全球手机组装代工中心
	计算机	IDC	1、疫情导致数字化加速，传导时间导致景气周期长于疫情 2、政策层面未来几年将大力支持	中长期：长期增长赛道的相对早期 短期：供给 2020 大幅增加	高	保持增速	1、行业景气度高，规划机柜泡沫隐现 2、聚焦环一线地区，北京、广深周边机会更多
		云计算	1、信息技术云化趋势 2、疫情扰动后，增速恢复	中长期：十年以上的稳健增长赛道 短期：国内外云计算厂商			1、云计算厂商资本开支景气或将持续到 2021 年中 2、2021 年将是全球和国内服务

				资本开支都处于上升阶段			器行业的出货大年，销量将明显超过上一个大年 2018 年
	新能源汽车	新能源整车	1、C 端需求放量，B 端需求回暖 2、产品力提升，配套实施完善 3、补贴退坡平缓，双积分驱严	中期：行业初级阶段 短期：逐渐由 B 端需求推动转向 C 端需求推动	高	增长加速	1、销量：有望达到 180 万辆，同比增速约为 31.7%
		动力电池	1.下游需求驱动	中长期：行业初级阶段 短期：下游需求驱动，行业迎来高速增长			1、装机量：同比增速约为 25%-35% 2、磷酸铁锂回暖，优质二线企业有望崛起
	高端装备	轨道交通装备	1、轨道交通建设 2、后市场	中长期：轨交建设进入下半场，后市场成为主力 短期：招标恢复，装备采购增加	中	增速上升	1、行业投资额保持稳定 2、装备交付增加
		工程机械	1、基建投资 2、环保置换	中长期：国内以存量市场为主，市场集中度提升，供应链国产化 短期：环保趋严，催化更新需求	中	增速下降	1、高基数下增速下降 2、基建高景气度下更新需求为主 3、市场集中度提升
		工业机器人	1、制造业投资 2、替代人工	中长期：制造业升级，自动化智能化初期 短期：汽车、3C 等行业投资带释放需求	高	增速保持	1、制造业投资增速上升，带动机器人需求 2、国内龙头公司市占率上升 3、长尾市场渗透率提升
		机床	1、制造业投资 2、国产替代	中长期：制造业升级，自动化智能化初期 短期：汽车、3C、国防军工等行业投资带释放需求，中端市场国产替代	高	增速保持	1、制造业投资增速上升，机床需求 2、国产品牌中端市场市占率上升 3、低端市场集中度提升
	生物医药	药品制造	1、医保政策改革，药审改革 2、海归人才创业潮 3.技术革新，生物药逐步崛起 4.资本市场热情高企	中长期：结构性调整，仿制药高毛利时代结束，创新药景气度增强 短期：集采常规化逐步压缩仿制药空间。创新还在摸索阶段，以 fast follow 为主，部分赛道竞争激烈	高	创新药保持增速，仿制药降速	1.创新药投资热情不减，创新药企将向差异化与国际化发展进发。2.仿制药带量采购速度加快，空间进一步被压缩，生物药和中成药有望逐步纳入集采。
		医疗器械	1、进口替代 2、疫情打开出口市场	中长期：高壁垒领域技术不断突破，进口替代 短期：疫情影响下，部分器械加速走向国际市场；国内受益于医疗资源下沉、集采等，国产器械市占率逐步提升	中	增速恢复	1、耗材集采扩容，国产器械份额加速提升 2、医疗资源下沉，DR、CT 等大型影像设备基层渗透率提升
		医疗服务	1、消费升级 2、公立医院效率提升带来的第三方服务机构业务量提升	中长期：专科连锁规模逐步由低技术壁垒领域向高技术壁垒领域扩大；第三方检验受益于院内效率提升等，市场渗透率快速提升 短期：研发生产外包、第三方检测等景气度延续，专科连锁加速扩张	中	景气度提升	1、专科连锁如口腔、医美等，仍有较大发展空间 2、第三方检验、CXO 业绩有望维持高速增长
		药品流通	2020 年下半年，药店、基层医疗、医院客流量先后恢复，带动药品销售额持续提升。2021 年国内疫情有效控制假设下，全年药品销售增速较今年提升，预计将接近往年正常水平。	2020 年受疫情影响，医院渠道药品销售萎缩，三大渠道销售上半年不同程度下滑，并发生结构性变化。即使下半年起逐步恢复，预计全年国内药品销售或出现罕见负增长。	中	增速平稳，处方外流	2021 年，国内药品销售恢复至疫情前水平，销售额预计同比增长 5%，较 2020 年 3%左右有所反弹。流通批发、零售药店集中度持续提升。
	电力新能源	光伏	1、基本实现平价上网 2、政策支持可再生能源发展 3、度电成本仍有下降空间	中长期：可再生能源的主力 短期：疫情后全球电力投资恢复	高	增速保持	1、新增装机规模增长 2、关注制造环节扩产与竞争格局变化
		风电	1、陆上风电大基地项目经	中长期：重要的可再生能			1、新增装机规模不会大幅下滑

			济性较优 2、海上风电有成本下降潜力，可开发资源潜力大	源类型 短期：陆上风电抢装基本结束平稳发展，海上风电抢装年份			2、关注海上风电降本情况
		核电	1、核电发展确认重启 2、国产化核电技术在持续进步	中长期：作为清洁能源的一类平稳发展 短期：审批核准确认重启	中	增速恢复	1、发展重启，严格管理 2、关注运营环节格局的变化
传统制造/消费服务	现代农业	生猪养殖	1、非瘟 2、国内产能恢复	中长期：规模化的上半场 短期：猪周期从高点开始向下	高	增速保持	1、猪价：前高后低，但仍处于高位 2、关注企业成本是否可以相应下降
		乳业牧场	1、上一轮国内产能减少明显，行业深度调整 2、品牌乳企主导上游扩张	中长期：品牌乳企加大上游整合 短期：原奶新周期 2019 年开始			1、奶价：4 元以上 2、关注产能扩张进度
	整体汽车	乘用车	1、宏观经济增长 2、增/换购需求释放	中长期：处于中低速增长阶段 短期：延续复苏态势，增速有所放缓	中	修复性反弹	1、销量：由宏观经济增长驱动，预计增速约 7%； 2、市场结构：首购市场转向增/换购市场，豪车品牌市场与二手车市场的同比增速分别有望达到 10%、15%
		货车	1、新基建投建 2、物流需求 3、治超驱严、国三淘汰	中长期：周期性行业，物流总需求推动行业中枢上升 短期：行业进入高景气度周期	高	增速恢复	1、销量：预计下滑 10%左右，相较 2019 年仍保持高位；
		客车	1、新能源客车、旅游客车、海外市场	中长期：周期性行业，铁路客运等挤压市场总量 短期：行业进入存量时代，销量逐年下滑	低	修复性反弹	1、销量：低基数影响和宏观经济复苏，预计同比增速为 2%；
	家用电器	家用电器	家电行业长期受益国内升级换代周期、国外出口政策便利，短期内受益销量反弹，价格战平息，预计下半年&明年三大白电将进入底部量价齐升阶段。	疫情大环境下，冰箱预计全年量额均仅不超过 5%的低个位数同比下滑；洗衣机预计零售量同比下滑 3.8%；零售额同比下滑 7.1%；预计空调零售量规模同比下降 15.1%，零售额同比下降 22.0%。	高	景气度提升	冰箱预计在多开门等高端产品结构调整带动下，实现零售量及零售额同比个位数增长；洗衣预计整体将有 5~10%+以上销售额增长；空调预计销量增速有望超过 10%增长，若叠加行业均价同比提高，不排除销售额实现 20%+以上同比增长。
	仓储物流	快递行业	低端电商件：电商下沉市场（低线城市渗透率提升）、直播电商高增长 中高端时效件：动能切换至线上消费品，消费升级带动时效快递需求	成长期向成熟期切换阶段。 特征：需求侧保持较高增速，但增速减缓；供给侧竞争激烈（价格战、产能过剩），行业利润增速下滑	高	增速回复	全年业务量有望破 1000 亿件（+20%）。低端电商快递领域价格战仍会持续，通达系快递公司利润将持续承压；中高端时效快递仍能保持相对景气。
		高标仓	1、电商、物流、消费品等下游需求 2、市场新增项目投放节奏 3、市场资金投资偏好	行业处于发展中期。远期存在扩容空间，短期市场显著分化	中	整体空置率上行	1、2021 年预计整体空置率继续上行，区域分化加剧； 2、市场资金维持高关注度，但 Cap Rate 继续下行空间不大
	文化传媒	影视院线	1、疫情加速行业结构出清 2、内容制作中传统公司和互联网巨头合作定制 3、在线视频策略变化	中期：行业 2018 年后从粗放式增长转向提质增效 短期：疫情使得电影行业重创、线上注意力被短视频分流	中	修复性反弹	1、院线整合 2、内容制作头部化、垂直化 3、电影票房恢复到疫情前左右水平
		线上娱乐	1、商业变现 2、内容多元垂直化 3、付费意愿	中长期：5G 商用初期 短期：移动互联网流量见顶	高	增速回复	1、长视频竞争趋缓，3 变 2 2、短视频再跑出 1-2 种新变现模式

资料来源：招行银行研究院

附录 2 行业研究员名单

行业	研究员	联系方式	
房地产	杨侦誉	0755-82947832	sunyzy@cmbchina.com
基建环保	雷霆	0755-82954616	leit@cmbchina.com
通信	胡国栋	0755-83169269	huguodong@cmbchina.com
电子	杨新	0755-83077265	yangxin66@cmbchina.com
计算机	方国栋	0755-83177786	fangguodong@cmbchina.com
汽车	薛龙龙	0755-83085378	xuelonglong@cmbchina.com
高端装备（工程机械、机床）	王宝权	0755-83161565	wangbaoquan@cmbchina.com
高端装备（轨道交通、机器人）	杨荣成	0755-82901273	yangrongcheng@cmbchina.com
生物医药（医药制造）	吴凡	0755-89272511	wf0215@cmbchina.com
生物医药（医疗器械、医疗服务）	张璐瑶	0755-83085328	zly2019@cmbchina.com
生物医药（医药消费） 家用电器	张晏铭	0755-83195378	zhangyanming118@cmbchina.com
电力能源	龙云露	0755-82904130	longyunlu@cmbchina.com
现代农业 文化传媒	夏雪	0755-83165382	xiaxue001@cmbchina.com
快递	夏嘉南	0755-83894978	xiajianan@cmbchina.com
高标仓	王海量	0755-83076585	hailiang_wang@cmbchina.com

注：名单排序按文中各行业出现顺序

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，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。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-2269002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇