

中天研究

2021 年第 1 期

中天证券股份有限公司

目录

财经动态

12 月财经动态 2

投资策略研究

行稳致远——2021 年宏观、策略报告 15

投资组合

“中天一号”股票池 62

重点行业研究

医药行业 2021 年投资策略 68

有色金属 2021 年策略报告 80

2021 年机械行业投资策略 93

2021 年汽车行业投资策略 102

免责声明

责任编辑：于文声　　执业证书编号：S1390519060001

12 月财经动态

2020 年 12 月 1 日～2020 年 12 月 31 日

12 月 1 日	
经济金融	银保监会主席郭树清近日发表署名文章指出，坚决抑制房地产泡沫。文中指出，房地产与金融业深度关联。目前，我国房地产相关贷款占银行业贷款的 39%，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业。可以说，房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。 中国人民银行行长易纲在署名文章中指出，稳妥推进数字货币研发，有序开展可控试点，健全法定数字货币法律框架。
证券市场	证监会主席易会满近日发表署名文章提出了提高直接融资比重的六大重点任务：①全面实行股票发行注册制，拓宽直接融资入口。②健全中国特色多层次资本市场体系，增强直接融资包容性。③ 推动上市公司提高质量，夯实直接融资发展基石。④深入推进债券市场创新发展，丰富直接融资工具。⑤加快发展私募股权基金，突出创新资本战略作用。⑥大力推动长期资金入市，加快构建长期资金“愿意来、留得住”的市场环境。 进一步扩大 QDII 投资额度惠及范围，有力支持境内居民境外投资诉求，昨日外汇局再次启动一轮 QDII 额度发放，拟向 23 家机构发放 QDII 额度 42.96 亿美元。
12 月 2 日	
经济金融	中共中央政治局 11 月 30 日下午就加强我国知识产权保护工作举行第二十五次集体学习。习近平指出，要加强知识产权保护工作顶层设计。要加强事关国家安全的关键核心技术的自主研发和保护，依法管理涉及国家安全的知识产权对外转让行为。 中国 11 月财新制造业 PMI 为 54.9，创 2010 年 12 月以来新高，前值 53.6。企业普遍反映，产量增长的原因是新订单增加，以及年初因疫情造成的影响进一步得到修复。 央行 11 月对金融机构开展中期借贷便利操作共 10000 亿元，11 月末中期借贷便利余额为 48000 亿元。
12 月 3 日	
经济金融	李克强主持召开国务院常务会议，部署加快做好区域全面经济伙伴关系协定生效实施有关工作等。会议要求，有关部门要按照党

	中央、国务院部署，压实责任，对照协定明确任务分工和时限，尽早完成协定生效实施的国内相关工作。 国务院副总理孙春兰、国务委员王勇 2 日在北京调研新冠病毒疫苗研发和生产准备工作时强调，科学严谨做好新冠病毒疫苗研发和生产准备工作，要做好大规模生产准备，严格按照质量监管、生物安全等法规、程序和要求，健全疫苗全流程追溯体系，依法严惩违法违规行为，营造良好市场环境。 国务院办公厅发布关于推进人工影响天气工作高质量发展的意见，意见提出，到 2025 年，人工增雨（雪）作业影响面积达到 550 万平方公里以上，发展高性能增雨飞机，推进作业飞机驻地专业保障基地和设施建设，加快重大技术装备研发，推进人工智能、大数据、互联网等新技术应用。 乘联会发布 11 月乘用车市场周度零售数据，11 月的日均零售为 6.2 万辆，同比增 5%，环比 10 月增 3%。
12 月 4 日	
经济金融	国务院副总理韩正在住房城乡建设部召开座谈会强调，要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，时刻绷紧房地产市场调控这根弦，从实际出发不断完善政策工具箱，推动房地产市场平稳健康发展。要加强“十四五”时期住房发展顶层设计，研究好住房市场和住房保障两个体系，更好发挥规划的导向作用。完善相关法规和政策，加强日常监管，促进住房租赁市场健康发展。 为完善我国系统重要性金融机构监管框架，建立系统重要性银行评估与识别机制，《系统重要性银行评估办法》正式发布，防范“大而不能倒”风险。 美国众议院周三通过了一项法案，要求一些中国公司遵守美国审计标准，否则将被禁止在美国证券交易所上市。中国外交部表示，坚决反对美方将证券监管政治化的做法，中方当然将会采取必要措施维护自身的正当的合法权益。
12 月 7 日	
经济金融	证监会有关部门负责人就美国国会众议院通过《外国公司问责法案》事宜答记者问表示，坚决反对这种将证券监管政治化的做法。以这些规定强制中国公司从美国证券市场退市，将对美国投资者利益乃至全球投资者利益造成严重损害。 银保监会宣布对中国银行罚款 5050 万元，原因为在“原油宝”产品风险事件中的相关违法违规。银保监会还暂停了中国银行相关

	业务、相关分支机构准入事项，责令中国银行依法依规全面梳理相关人员责任并严肃问责。
12 月 8 日	
经济金融	李克强主持召开国家科技领导小组会议，李克强指出，推动科技创新要引导各方面把更多注意力放在加强基础研究、应用基础研究上来。在用好财政资金的同时，鼓励高校、科研院所、企业和社会力量多渠道持续增加投入，明显提高基础研究经费占全社会研发经费比重。力争在一些关键核心技术领域取得突破。 以人民币计，中国 11 月出口同比增 14.9%，前值增 7.6%；进口同比降 0.8%，前值增 0.9%；贸易顺差 5071 亿元，前值 4017.5 亿元。前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 29.04 万亿元，同比增长 1.8%，为连续第三个月累计值保持正增长。 截至 2020 年 11 月末，我国外汇储备规模为 31785 亿美元，较 10 月末上升 505 亿美元，升幅为 1.61%。 世贸组织（WTO）发布的最新数据显示，由于主要经济体恢复了生产并放宽了封锁措施，在电子、纺织品和汽车产品的带动下，2020 年第三季度，全球制成品贸易部分恢复，其中口罩贸易更是增长了 102%。服装贸易在第三季度也出现了回弹迹象。 近日，中共中央印发了《法治社会建设实施纲要（2020－2025 年）》，《纲要》要求完善网络信息服务方面的法律法规，制定完善对网络直播、自媒体、知识社区问答等新媒体业态和算法推荐、深度伪造等新技术应用的规范管理办法。 国家广播电视总局办公厅关于印发《广播电视技术迭代实施方案（2020-2022 年）》的通知。通知指出，利用 3 年左右时间，通过实施广播电视技术迭代，加快重塑广电媒体新生态，加速重构现代传播新格局，加快发展高清超高清视频和 5G 高新视频。
12 月 9 日	
经济金融	、国务院总理李克强 8 日在人民大会堂视频会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃。李克强指出今年中国经济有把握实现正增长，这对于拥有 14 亿人口的国家来说十分不易。我们将继续统筹疫情防控和经济社会发展，保持宏观政策连续性、稳定性和可持续性，努力保持中国经济运行在合理区间。 全球开启疫苗接种竞赛，12 月 8 日，一名 90 岁英国老人在英格兰考文垂大学医院接受新冠疫苗的接种，她是英国政府启动大规模

	新冠疫苗接种的首位尝试者。美国预计本月稍晚会开始推广辉瑞/BioNTech 疫苗。 银保监会主席郭树清在 2020 年新加坡金融科技节上的演讲中指出，关注新型“大而不能倒”风险。一些大型科技公司涉足各类金融和科技领域，跨界混业经营。必须关注这些机构风险的复杂性和外溢性，及时精准拆弹，消除新的系统性风险隐患。
12 月 10 日	
经济金融	李克强 12 月 9 日主持召开国务院常务会议，部署促进人身保险扩面提质稳健发展的措施，满足人民群众多样化需求；通过《医疗保障基金使用监督管理条例（草案）》和《排污许可管理条例（草案）》。对保险资金投资权益类资产设置差异化监管比例，最高可至公司总资产的 45%，鼓励保险资金参与基础设施和新型城镇化等重大工程建设，更好发挥支持实体经济作用。 国家统计局 9 日发布数据显示，11 月份，居民消费价格指数 CPI 同比下降 0.5%，1-11 月累计同比上涨 2.7%，总体处于合理运行区间。猪肉价格同比下降 12.5%，降幅比上月扩大 9.7 个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉等价格降幅也均有扩大。在工业方面，11 月份，市场需求持续回暖，工业生产稳定恢复，PPI 由上月环比持平转为上涨 0.5%。 央行数据显示，11 月份人民币贷款增加 14300 亿元，高于预期的 14000 亿元；广义货币(M2)余额同比增长 10.7%；11 月社会融资规模增量为 2.13 万亿元，比上年同期多 1406 亿元。 《中共上海市委关于制定上海市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》全文发布，提出，大力发展直接融资，强化资本市场服务境内外企业的主平台作用。推进人民币国际化先行先试，完善外汇管理体制，加快全球资产管理中心建设，积极推动债券市场建设，提升“上海金”“上海油”等基准价格国际影响力。积极争取数字货币运用试点，加快推进上海金融科技中心建设，构建联通全球的数字化金融基础设施，提高金融风险防范能力。
12 月 11 日	
经济金融	外交部发言人华春莹表示，鉴于美方利用涉港问题严重干涉中国内政，损害中方核心利益，中方决定对在涉港问题上表现恶劣、负有主要责任的美国行政部门官员、国会人员、非政府组织人员及其直系亲属实施对等制裁。

	商务部称，为进一步巩固消费持续回暖态势，今年底明年初，商务部将会同有关部门和地方，从市场体系建设、开展消费促进活动、营造良好消费环境等方面，开展一系列的促消费工作。 国家统计局 10 日公布数据显示，2020 年全国粮食生产再获丰收，产量连续 6 年保持在 1.3 万亿斤以上。
12 月 14 日	
经济金融	中共中央政治局 12 月 11 日召开会议，分析研究 2021 年经济工作；会议指出，明年要继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑。要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量。 习近平在气候雄心峰会上发表重要讲话，宣布中国国家自主贡献一系列新举措。习近平强调，到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。 12 月 11 日，央行、国家外汇管理局发布公告称，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，引导金融机构市场化调节外汇资产负债结构，中国人民银行、国家外汇管理局决定将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1。
证券市场	上海证券交易所副总经理刘逖 12 月 13 日在 2020 上海金融论坛上表示，上交所股票市场方面今年总市值首次超过日本，成为全球第三大证券交易所，排在纽约证券交易所和纳斯达克交易所后。此外，今年前 11 个月，上交所新增 IPO 公司数量 203 家，IPO 融资额 3200 亿元，该两大指标也是全球首位。 12 月 11 日，证监会决定自即日起开展上市公司治理专项行动，上市公司自查自纠是本次专项行动的重要环节。
12 月 15 日	
经济金融	12 月 14 日晚，沪深交易所分别发布退市新规（征求意见稿），在退市标准、退市程序上进行具体优化。新增市值退市，标准为连续 20 个交易日总市值均低于人民币 3 亿元。此外，面值退市标准明确为“1 元退市”。取消暂停上市和恢复上市，退市流程大幅缩短；退市整理期从 30 个交易日缩减至 15 个交易日；同时放开首日涨跌

	幅限制，压缩投机炒作空间；取消交易类退市情形的退市整理期等。 依据反垄断法，市场监管总局 14 日对阿里、阅文、丰巢未依法申报违法实施经营者集中案作出顶格处罚，三家企业各被罚款 50 万元。央媒评论称，处罚金额虽然不大，但敲山震虎之声隆隆，向社会释放出强烈信号——互联网行业不是反垄断法外之地，加强监管、营造更公平竞争环境势在必行。 中国 11 月末央行外汇占款环比增加 59.3 亿元至 21.2 万亿元人民币，结束连续九个月减少趋势。
12 月 16 日	
经济金融	国家统计局公布了 11 月份国民经济运行情况。数据显示，11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速比 10 月份加快 0.1 个百分点。11 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.0%，比 10 月份加快 0.7 个百分点，消费升级类商品销售快速增长。1—11 月，全国固定资产投资同比增长 2.6%，比 1—10 月份加快 0.8 个百分点。 财政部公布 11 月财政收支情况，1-11 月累计，全国一般公共预算收入 16.9 万亿元，同比下降 5.3%。1-11 月份全国证券交易印花税收入 1728 亿元，同比增长 49.2%。 力拓近期通过平台连续高溢价成交，涨幅超出企业预期，现有定价机制不合理。中钢协副会长骆铁军与力拓举行视频会议，力拓表示，目前的铁矿石需求较为强劲，非常理解价格不稳定给终端用户带来的挑战，愿意和需求方一起对现有的定价机制进行优化和完善。
证券市场	证监会副主席阎庆民表示，对任何一家企业而言，合法经营、诚实守信都是发展的底线，上市公司作为公众公司，在这方面更要成为表率。要强化法治意识和规则意识，不做假账、不说假话、不逃废债。要下大力气解决资金占用、违规担保、股票质押等风险和问题，做到守底线、负责任、有担当。
12 月 17 日	
经济金融	商务部国际司副司长杨正伟在中国贸促会举行的 RCEP 交流研讨会上透露，中方已经启动对区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)的国内核准程序，将努力在六个月之内完成生效准备工作，预计 2021 年五月底或者六月初就会批准。

	国家发展改革委、商务部联合修订的《市场准入负面清单（2020 年版）》于 12 月 16 日对外公布。此次公布的《市场准入负面清单（2020 年版）》共列入事项 123 项，相比《清单（2019 年版）》减少了 8 项。 比特币延续涨势，于昨日首次站上 20000 美元大关，刷新历史新高。 国家能源局最新数据显示，11 月新纳入国家财政补贴规模户用光伏项目总装机容量为 350 万千瓦。业内人士预测，今年我国光伏新增装机量将会在 35GW 左右，如户用新增装机量达到 10GW，占比将会超过 28.5%。
12 月 18 日	
经济金融	国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展意见的通知。通知提出，加大地方政府对都市圈市域（郊）铁路投入力度 ，支持地方政府专项债券用于收益较好的项目建设。 商务部办公厅、银保监会办公厅联合印发《关于贯彻落实国务院部署给予重点外资企业金融支持有关工作的通知》，《通知》提出，要强化金融支持稳外资作用，确保外资企业同等适用 1.5 万亿元再贷款再贴现专项额度支持。 财政部、税务总局、发改委、工信部发布促进集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策，明确国家鼓励的集成电路设计、封测等企业税收减免办法。 国家医疗保障局发布关于国家组织冠脉支架集中带量采购和使用配套措施的意见。意见提到，冠脉支架集采中选产品以中选价为支付标准，全额纳入医保支付范围，医保基金按规定比例支付。 乘联会消息，12 月市场预计狭义乘用车零售销量 231.5 万辆，同比增长 7.9%。
12 月 21 日	
经济金融	中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行，部署 2021 年经济工作。会议确定明年要抓好 8 项重点任务。会议要求，明年要针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题，在产业优势领域精耕细作，搞出更多独门绝技；大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度；开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打一场种业翻身仗；抓紧制定 2030 年前

	碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰；强化反垄断和防止资本无序扩张等。 美商务部 12 月 18 日宣布将 59 家中国实体列入出口管制“实体清单”，包括中芯国际和大疆。根据相关规则，被纳入清单的主体在涉及美国产品与技术的出口、转口和转让贸易时必须事先获得美国商务部的许可。在通告中美国商务部特别指出，生产 10 纳米工艺制程或以下半导体所需独特物品的出口申请，将被推定为否决。 据英国路透社 19 日最新消息，白宫表示，美国总统特朗普当地时间 18 日签署了“外国公司问责法案”，限制中企在美上市。报道称，这是特朗普下月离任前，共和党人威胁中国的又一工具。路透社报道称，尽管该法案适用于任何国家的公司，但其目的是针对在美国上市的中国公司，如阿里巴巴、拼多多等。 我国新冠疫苗接种方案确定，新冠疫苗接种分“两步走”：第一步将对进口冷链、生鲜市场、医疗疾控等重点人群开展接种；第二步将对符合条件的群众实现应接尽接。国家卫健委称，将在全国范围内对重点人群开展新冠疫苗接种。中国目前已完成 100 多万剂次新冠疫苗紧急接种，未有严重不良反应。
证券市场	上交所称，上周将近期异常连续下跌股票纳入重点监控，对影响市场交易秩序的异常交易行为及时实施自律监管。
12 月 22 日	
经济金融	近日，央行党委召开扩大会议。会议强调，明年要着重支持金融科技依法规范发展，坚决反对垄断和不正当竞争行为，防止资本无序扩张。明年稳健的货币政策灵活精准、合理适度。要完善货币供应调控机制，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。 中国社会科学院《中国住房发展报告（2020-2021）》发布，报告预测 2021 年中国楼市总体有望延续平稳，全年商品住房价格同比增幅可能会下降维持在 5%左右，商品住房销售面积同比增幅可能将保持正增长并再创历史新高。 国家广电总局表示，将在数字内容生产、广电 5G 建设发展、高新视频发展等方面协同发力，推动行业转型升级。 证监会官网显示，因开发、销售“荐股软件”，证监会对上海聿莜信息科技有限公司（原名上海证券之星综合研究有限公司）进行行政处罚，责令上海聿莜改正，罚没逾 7000 万元。
12 月 23 日	

经济金融	证监会党委召开专题会议，学习中央经济工作会议精神。会议指出，防止资本无序扩张，严把 IPO 入口关；科学合理保持 IPO、再融资常态化。稳定交易所债券市场，夯实信用基础。着力加强资本市场投资端建设，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化，助力扩大内需。 商务部新闻发言人就美商务部将 58 家中国机构列入“军事最终用户清单”应询答记者问时表示，中方已多次就美方无端打压中国企业问题表明严正立场。中方对美方此举坚决反对，将采取必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。 国务院总理李克强 12 月 21 日主持召开国务院常务会议。会议确定，将普惠小微企业信用贷款支持计划实施期限由今年底适当延长。对符合条件的地方法人银行发放普惠小微企业信用贷款，继续按贷款本金 40%给予优惠资金支持。 社区团购九不得新规出台！市场监管总局联合商务部 22 日召开规范社区团购秩序行政指导会，阿里、腾讯、京东、美团、拼多多、滴滴 6 家互联网平台企业参加。会议要求互联网平台企业不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权。不得实施商业混淆、虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为，危害公平竞争市场环境。不得利用数据优势“杀熟”，损害消费者合法权益。 深圳市印发《关于大力促进 5G 创新应用发展的若干措施》提出，支持 5G 核心产品产业化发展。鼓励 5G 模组及芯片规模化应用。推动 5G 模组大规模行业应用，鼓励搭载 5G 模组终端产品研发，加速拉动 5G 行业应用上量和产业规模化。
12 月 24 日	
经济金融	2021 年 1 月 1 日起，中国将对 883 项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率，包括第二批抗癌药和罕见病药品原料、特殊患儿所需食品等将实行零关税。 国务院副总理韩正在推进海南全面深化改革开放领导小组全体会议上强调，要实施一批重大项目，补齐海南自贸港基础设施和公共服务短板，加快推进琼州海峡港航一体化建设。要加快出台海南离岛免税购物新政策，进一步推进部分进口商品“零关税”，有效推动贸易投资自由化便利化。 上海证券交易所召开党委会会议，会议指出，关注上市公司经营质量，夯实直接融资基石；直面实体企业需求，丰富直接融资工

	具。做大做强蓝筹股市场，不断增强市场投资功能。持续推进注册制改革、健全退市机制、提高上市公司质量。 银保监会会议强调，完善现代金融监管体系。强化反垄断和防止资本无序扩张，坚持金融创新必须在审慎监管的前提下进行。提高金融法治化水平，对各类金融活动和行为依法实施全面监管。深化“放管服”改革，发展监管科技，大力提升监管效能。
12 月 25 日	
经济金融	国务院总理李克强 23 日主持召开国务院“十四五”规划《纲要草案》编制工作领导小组会议。李克强说，我国经济基数已经相当大，未来五年以合理速度平稳增长，累积下来就是了不起的成就。要在扩大对外开放上拿出更多制度型开放新举措，改善外贸外资环境，加强国际交流合作，促进共赢发展。 近日，市场监管总局根据举报，依法对阿里巴巴集团控股有限公司实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查。24 日早晨，人民银行发布消息称，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局将于近日约谈蚂蚁集团，督促指导蚂蚁集团按照市场化、法治化原则，落实金融监管、公平竞争和保护消费者合法权益等要求，规范金融业务经营与发展。 财政部数据显示，11 月份，国有企业营业总收入较去年同期增长 6.0%。1-11 月，税后净利润 2.2 万亿元，同比下降 7.1%，归属于母公司所有者的净利润 1.26 万亿元. 工业和信息化部负责人昨天在国新办发布会上透露，2020 年我国 5G 建设飞速发展，今年新建 5G 基站数达到 58 万。5G 终端连接数已经超过 2 亿，实现所有城市都有 5G 覆盖。今年 1—11 月国内市场 5G 手机出货量达到 1.44 亿部，占到总体份额的 51.4%。工业和信息化部将按照适度超前的原则继续推动 5G 网络建设。 市场监管总局发布加强 2021 年元旦春节期间市场价格监管的通知。通知提出，要密切关注消费量大的粮油肉禽蛋菜奶等农副产品、茅台等名优白酒、防疫物资和当地居民节日消费特色商品的线上线下市场价格，加强茅台等名优白酒价格监管。
12 月 28 日	
经济金融	明年全国两会召开时间定了，十三届全国人大四次会议将于 2021 年 3 月 5 日在北京召开，全国政协十三届四次会议于 2021 年 3 月 4 日在北京召开。 中国人民银行副行长潘功胜表示，金融管理部门对蚂蚁集团提出了重点业务领域的整改要求：一是回归支付本源，提升交易透明

	度，严禁不正当竞争。二是依法持牌、合法合规经营个人征信业务，保护个人数据隐私。三是依法设立金融控股公司，严格落实监管要求，确保资本充足、关联交易合规。四是完善公司治理，按审慎监管要求严格整改违规信贷、保险、理财等金融活动。五是依法合规开展证券基金业务，强化证券类机构治理，合规开展资产证券化业务。 中国人民银行副行长潘功胜表示，未来监管的政策取向将坚决打破垄断，纠正、查处不正当竞争行为，维护公平竞争市场秩序。坚持所有金融活动必须依法依规纳入监管，坚持金融业务必须持牌经营，坚持对各类违法违规行为“零容忍”。 12 月 26 日，第十三届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了刑法修正案（十一），并将于 2021 年 3 月 1 日起正式施行。本次刑法修改，大幅提高欺诈发行、信息披露造假等犯罪的刑罚力度，信披造假罚金取消 20 万元上限。强化对控股股东、实际控制人等“关键少数”的刑事责任追究。压实保荐人等中介机构的“看门人”职责。 11 月份，中国规模以上工业企业实现利润总额 7293 亿元，同比增长 15.5%，增速比 10 月份回落 12.7 个百分点。
证券市场	证监会表示，下一步，将坚持“零容忍”打击欺诈发行、信息披露造假等各类证券期货违法犯罪行为，切实提高违法成本，有效保护投资者合法权益，全力保障资本市场平稳健康发展。
12 月 29 日	
经济金融	工信部部长肖亚庆在 28 日召开的 2021 年全国工业和信息化工作会议上表示，2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享，新建 5G 基站 60 万个以上。 据媒体报道，某国有大行近期在上海面向部分特定客户提供数字人民币钱包开户。知情人士称，此举重在开户体验，目前暂未有相关使用场景落地。 浙江省委常委会召开会议，深入贯彻近期中央政治局会议和中央经济工作会议对强化反垄断和防止资本无序扩张的要求。会议强调，要高度关注平台经济和金融领域出现的新情况新问题，不断提升平台经济和金融的监管能力。 上海市金融工作局副局长葛平 12 月 28 日表示，继续优化沪港通、沪伦通、债券通以及银行间债券市场直接投资等机制，继续推进 ETF 互通，支持金融市场基础设施和境外市场的互联互通。

	发改委、商务部发布《鼓励外商投资产业目录（2020 年版）》，自 2021 年 1 月 27 日起施行。全国鼓励外商投资产业目录增加呼吸机、ECMO、监护仪、PCR 仪制造，在线教育、在线医疗、在线办公系统开发与应用服务，第五代移动通信技术研发与应用等 65 条，修改 51 条。
证券市场	证监会主席易会满在中国资本市场建立 30 周年座谈会上讲话时指出，将以注册制和退市制度改革为重要抓手，加强基础制度建设。进一步畅通多元化退出渠道，强化优胜劣汰。进一步健全支持科技创新的体制机制，持续加强基础制度建设，推动提高上市公司质量，着力提高直接融资比重。 中国人民银行、国家发改委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，三部门联合制定了统一的公司信用类债券信息披露要求。募集说明书作为债券“说明书”，对债券投资人意义重大，投资人得认真阅读“说明书”，了解各个环节的权利义务安排，做到“知己知彼”“卖者尽责、买者自负”。
12 月 30 日	
经济金融	中央农村工作会议 12 月 28 日至 29 日在北京举行。习近平强调，坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，促进农业高质高效乡村宜居宜业农民富裕富足。习近平指出，要牢牢把住粮食安全主动权，粮食生产年年要抓紧。要继续抓好生猪生产恢复，促进产业稳定发展。要支持企业走出去。要坚持不懈制止餐饮浪费。要实施乡村建设行动，继续把公共基础设施建设的重点放在农村。 央行召开 2020 年第四季度例会，会议指出，坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，不急转弯。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。引导金融机构增加制造业中长期贷款 促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。 12 月 29 日，中国国有企业混合所有制改革基金在上海成立。基金总规模 2000 亿元，主要投向国企混合所有制改革及反向混改项目，重点布局国家战略领域、竞争性领域、科技创新领域和产业链关键领域。
12 月 31 日	
经济金融	中央农村工作会议 12 月 28 日至 29 日在北京举行。习近平强调，坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，促进农业高质高效乡村宜居宜业农民富裕富足。习近平指出，要牢牢把住粮食安全主动权，粮食生产年年要抓紧。要继续抓好生猪生产恢复，

促进产业稳定发展。要支持企业走出去。要坚持不懈制止餐饮浪费。要实施乡村建设行动，继续把公共基础设施建设的重点放在农村。

央行召开 2020 年第四季度例会，会议指出，坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，不急转弯。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。引导金融机构增加制造业中长期贷款 促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。

工信部指出，2021 年要着力稳定和优化产业链供应链。实施工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。加快发展先进制造业，提高新能源汽车产业集中度。有序推进 5G 网络建设及应用，推动网络优化升级，加强信息通信行业监管，强化网络安全综合保障，加大无线电管理力度。

行稳致远——2021 年宏观、策略报告

研究发展中心 研究员 张帆

执业证书编号：S1390519020001

摘要：

中国强有力的疫情防控能力在全球主要经济体中独树一帜。也使得我们经济稳步复苏、内需保持稳定、出口逐步扩张，这有助于国内大循环为主体、国内国际双循环驱动的新发展模式。同时，也有助于以人民币计价的优质权益资产在全球配置中的吸引力。

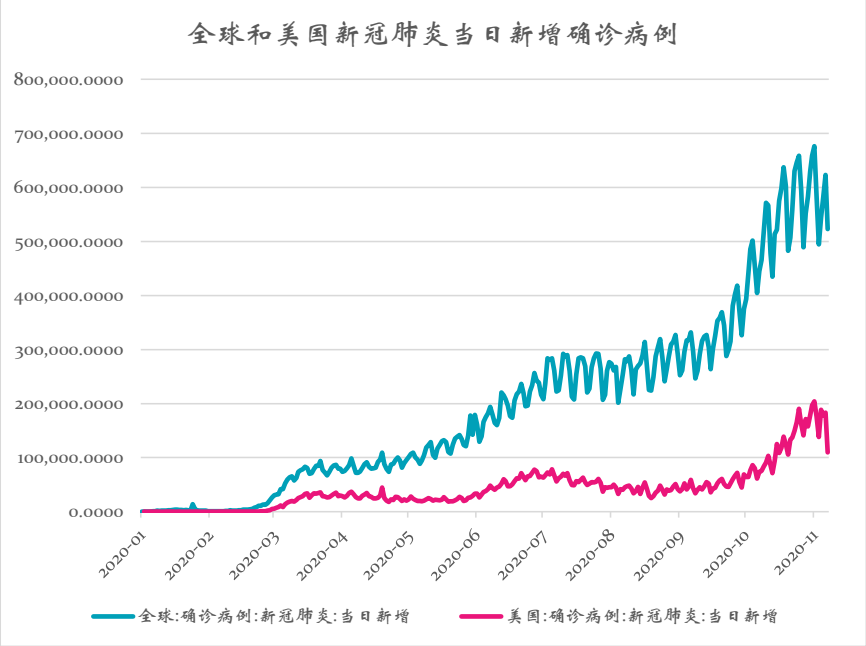
拜登不同于特朗普的单边主义，且使用非常规的极端手段。拜登一直是多边主义的坚决拥护者，支持自由贸易。对于在中美有共同利益的领域的合作持明确的欢迎态度。其上台后，中美关系的可预见性显著提高，在贸易、科技领域的摩擦有一定缓和可能性，至少较为可控。双方在气候变化、清洁能源等方面预计会增加合作，改善双边关系。同时，基于民主党传统，预计在未来一段时间，双方在意识形态、人权和地缘政治领域的摩擦可能会升级。其也将修复与盟友关系，制约中国发展。

预计 2021 年，整体 M2 增速回落至 9%-10%达到约 240 万亿，新增社融回落到 33 万亿左右，新增人民币贷款小幅增长至 21 万亿水平，OMO、MLF 利率价格工具保持稳定，极小概率情况下有 15BP 上行空间。逆周期调节必要性降低，财政政策料将较为保守，预计财政赤字率将调整到 3.1%，赤字规模大约为 33900 亿。

（一）全球形势对我国市场的影响与展望

疫情发展仍将是重要变量

图表 1：



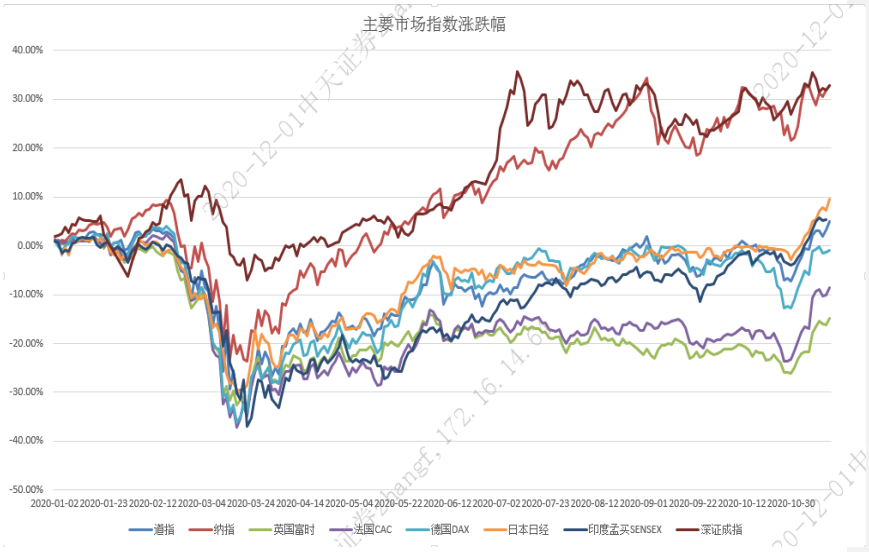
资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

当前，全球新冠累计确诊病例总数已超过 7500 万，美国累计确诊超 1700 万，疫苗仍未被广泛接种。中国强有力的疫情防控能力在全球主要经济体中独树一帜。也使得我们经济稳步复苏、内需保持稳定、出口逐步扩张，这有助于国内大循环为主体、国内国际双循环驱动的新发展模式。同时，也有助于以人民币计价的优质权益资产在全球配置中的吸引力。

作为印证，2020 年截至 11 月 9 日，美国道指跌 0.49%、纳指上涨 32.57%、英国富时跌 22.10%、法国 CAC 跌 16.63%、德国 DAX 跌 6.77%，日本日经上涨 2.83%、印度孟买 SENSEX 上涨 0.21%，然而同期 A 股市场中，上证上涨 10.61%、深证上涨 35.57%、创业板指数上涨 56.50%，远超世界主要市场。然而 11 月 9 日，美国制药巨头辉瑞公司发布消息，其与德国生物新技术公司合作研发的 mRNA 新冠候选疫苗 BNT162b2 在没有感染新冠病毒的参与者身上，已经证明了超过 90%的有效性，效果好

于预期，并且远高于美国食品药品监督管理局（FDA）所要求的 50%。该公司计划在 11 月的第三周向美 FDA 提交紧急使用授权，此外预计在 2020 年将生产 5000 万剂疫苗，到 2021 年将生产多达 13 亿剂疫苗。在消息公布的随后两个交易日里，全球共振大涨，美国道琼斯指数上涨 3.87%、英国富时上涨 6.55%、德国 DAX 指数上涨 5.47%、日经上涨 4.21%，然而沪深 300 却下跌了 1.53%，创业板指数更是暴跌了 4.71%。

图表 2：主要市场涨跌幅

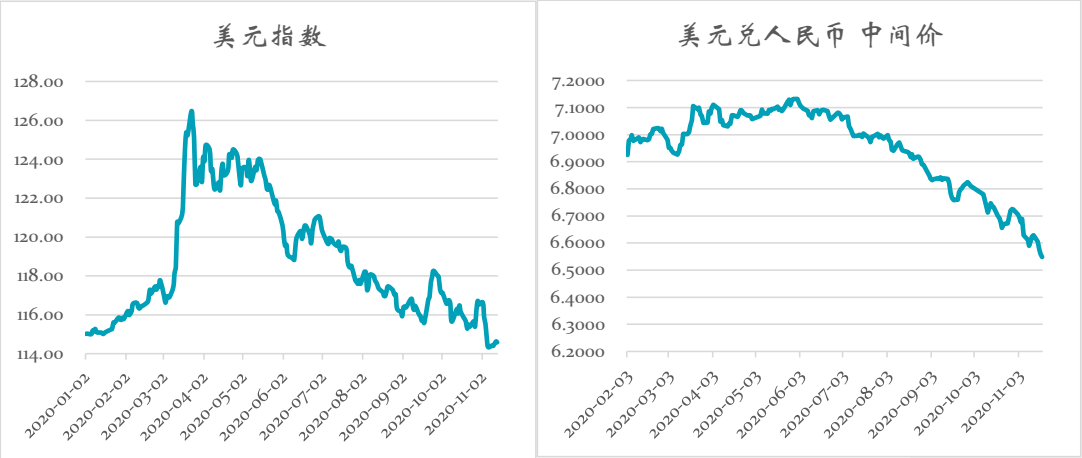


资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

我们认为，虽然该消息短期刺激资金从中国市场向发达经济体回流。但仍需要注意以下几个问题。此次辉瑞新冠候选疫苗有效率高达 90%，不是最终结论，而是第一次中期分析在受试者中收集到 94 例感染者得出的结果；这里的有效率不是“完全避免感染新冠病毒”，而是“避免成为有症状感染者”，并不包括“避免成为无症状感染者”。疫苗可能借此申请美国 FDA 的紧急使用许可，但临床试验还没结束，疫苗的长期安全性和保护效果到底有多久，还需要继续观察。近日，围绕阿斯利康疫苗试验数据的各个方面缺乏明确性，这引起了科学界的

关注，这有可能使该疫苗在欧洲和美国获得批准的时间推迟了。最后，即使疫苗被验证有效，但美国民众对接种疫苗的谨慎态度，将使得全球最大经济体很难在短时间内完全有效消灭疫情。中国的疫情防控优势使得人民币权益资产至少在 2021 年上半年仍将具备较强吸引力，即使出现收敛，也将是比较缓慢的过程。

图表 3：美元汇率



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

拜登当选有助于美对华政策可预见性提高

美国 2020 年总统选举基本结束，民主党候选人乔·拜登将成为美国历史上第 46 任总统，他将组建新一届内阁主持下一个 4 年美国内外行政事务。

与前期民调所揭示的压倒性胜利不同的是，民主党虽然大赢得了总统选举，但新一届国会的格局将使拜登执政可能面临困难。众议院 435 个席位全部改选。改选前的比例是 232:197，民主党超共和党 35 个席位。截至北京时间 11 月 17 日下午，席位比例为 221:204。民主党继续控制众议院。参议院共 100 个席位，改选前的比例是 47:53，民主党落后 6 个席位。今年有 35 个席位面临改选，其中共和党 23，民主党 12。根据当前的结果，民主党守住了 12 个席位，并从共和党手里夺得一席，

目前比例是 48:50。在尚未结束的 2 个席位中，共和党在投票中处于领先地位，我们认为，最终结果极有可能是是 48:52，共和党仍控制参议院。佩洛西和米奇·麦康奈尔大概率仍是众议院和参议院多数党党魁。目前看来，共和党令人意外的在此次国会改选中略占上风。所以，未来四年，拜登将成为“跛脚”总统，施政阻力较大。若民主党在参议院改选中如总统选举中一般成功逆袭，席位变成 50:50，那么副总统将行使投票权，即民主党将最终控制国会参众两院。拜登的所有政策将基本畅通无阻。

拜登与特朗普的行事风格大相径庭，两党执政理念和政策立场也有较大差异。从历史经验看，民主党属于左派或称自由派，认为实现自由的方式并不是自由放任，而是对自由加以限制，尤其是经济自由。其基本主张是加强监管、推行有利于缩小贫富差距的税收制度和照顾弱势群体的福利制度，以及多边框架下的全球化。拜登就职后，我们认为他将首要处理的问题将是疫情防控以及如何恢复经济，环境保护和种族平等也将是他优先考虑的问题。

图表:4：拜登与特朗普的主要政策对比

	拜登	特朗普
财政政策	两党都主张大规模财政刺激。拜登在宣布竞选时拜登就以大规模基建计划为亮点，提出未来十年投资 1.3 万亿，后来在新冠冲击下，拜登提高了这一计划规模至 2 万亿，用途是绿色基础设施建设和就业计划，创造 500 万个新制造业和技术工作岗位，还提出了建立基础设施银行。民主党对美国当前经济恢复更加悲观，认为永久性失业依然严重，居民需要更大规模的财政支持，包括新一轮直升机撒钱。特朗普及共和党同样希望大规模财政刺激。早在 2018 年特朗普就提出了 1.5 万亿规模的刺激计划，但是后来放弃该计划。对于 2 万亿刺激之后的新刺激计划，特朗普曾提出 5000 亿规模的迷你计划，被民主党否决后，在谈判施压中提高刺激计划规模至 1.5 万亿，后提升至 1.8 万亿美元。	

税收政策	个人所得税最高税率将从目前的 37%恢复至特朗普减税前的 39.6%，同时对超过 100 万美元的资本利得最高税率自 23.8%上调至 39.6%，企业税率自 21%提高至 28%。	将推出 2017 年税改的升级版，将个人所得税率最低降至 10%，22%的边际税率降至 15%，资本利得方面维持先行最高 20%的税率，据测算这些减税计划带动美国税收收入在 2025-2030 年间减少 1.5 万亿美元。
就业政策	拜登强调以大规模基础设施建设来提供就业岗位，尤其是可再生能源基础设施、大学和医院的就业岗位。把最低工资标准自 7.5 美元提高至 15 美元。	提出从中国带回 100 万个制造业工作机会，为从中国回美国的公司提供税收抵免。对于最低工资标准，态度摇摆。
金融监管	“遏制华尔街权力滥用”被写入竞选纲领。拜登和民主党对美国过度金融化的趋势表示不满，提出金融机构永远不该“大而不倒”，要求采取措施来遏制华尔街的投机行为，把零售银行与高风险投资业务分开，以保护金融体系安全。	特朗普要求废除《多德-弗兰克法案》，放松金融监管，鼓励金融自由化。
移民政策	拜登与民主党对移民总体持友好态度，要求停止执行并取消当前非美国移民的财富测试，为当前数百万的无证工人、学生和儿童提供合法身份，消除不公平的入籍障碍。	加强边境安全，修建隔离墙。阻止非法移民获得福利。

医保政策	建立全民医保，保障低收入人群医疗权益。	废除全民医保，让居民自行决定是否参加医保。
科技监管	两人均强调加强对大型科技公司的反垄断调查，遏制其影响力扩张。	
对华政策	两党对华态度强硬、遏制中国崛起已达成共识。拜登在竞选纲领中，民主党提出会对任何试图削弱美国影响力的国家采取进攻性行为。特朗普在中美贸易、知识产权、出口补贴、经济间谍活动等方面批判中国，在竞选纲领中提出要让中国对新冠疫情负责。	

资料来源：总统候选人竞选纲领、讲话，中天证券研究发展中心整理

对华政策：

在对我们影响最大的对华政策上，两党差异不大，均表现出强硬态度。此前，拜登对中国相对友好，在 2020 年 3 月，拜登发表了一篇《拯救特朗普之后的美国外交政策》，文中表示，美国将与其他西方国家联合起来，凭借占据全球 GDP 一半以上的分量，塑造从环境到劳动力、贸易、技术以及透明度的规则。不让中国主导未来的技术和产业发展。在气候变化、防核扩散和全球卫生安全等“中美利益交汇的问题”上与中国合作。因此拜登在竞选时明确宣称俄罗斯是敌人，而中国是竞争对手。

不过随着竞选逐渐深入，其对华态度逐渐转为强硬。拜登在某次访谈中说到如果他上台会取消对中国的惩罚性关税，但是访谈后其竞选团队出面表示拜登尚未就这件事做出最后决定。如果拜登取消对华关税可能会引起国内强硬派的反对和批判。在后续竞选中拜登强调扶持美国制造，通过税收政策吸引制造业回流等。这些竞选承诺或许预示着拜登贸易政策可能有别于民主党此前推行的开放竞争政策，这与川普任期内的美国优先政策区别不大。所以我们认为，中美贸易争端短期降温可能性不大，对中国商品的关税也很难时间内被取消。

但不同于特朗普的单边主义，且使用非常规的极端手段。拜登一直是多边主义的坚决拥护者，支持自由贸易。对于在中美有共同利益的领域的合作持明确的欢迎态度。其上台后，中美关系的可预见性显著提高，在贸易、科技领域的摩擦有一定缓和可能性，至少较为可控。双方在气候变化、清洁能源等方面预计会增加合作，改善双边关系。同时，基于民主党传统，预计在未来一段时间，双方在意识形态、人权和地缘政治领域的摩擦可能会升级。其也将修复与盟友关系，制约中国发展。

经济政策：

扩张的财政刺激政策是两党少有的共识。民主党在规模上更为激进，且方向上更为看重绿色、可持续发展的基础设施建设。其对于当前经济恢复较为悲观，认为规模更大的财政政策，包括新一轮的直升机撒钱是有必要的。我们认为，明年年初，美国将大概率落实 2 万亿美元甚至更高的刺激计划，包括加大对清洁能源、绿色交通的投资，也包括传统基建的投资。美国总统经济顾问委员会曾做过评估，2009 年的 ARRA 法案（占 GDP 比重为 5.6%）提高了当年 Q3GDP3-4 个百分点，全年提升 0.8-1.0 个百分点。如果美国能在 2021 年年初推出规模为 2 万亿方案（2019 年 GDP 的 9.3%），同时疫苗在一季度开始普及经济发展后续步入正轨，那么此法案预计可为美国额外带来 1.0-1.2 个百分点的扩张。

货币政策方面，拜登相较于特朗普，比较注重美联储的独立性，之前并未在公开场合过分强调自己的货币政策立场，我们预计，美联储短期内仍将保持宽松的货币政策。因其实质性通胀风险不大，甚至还有通缩压力，通过“铸币权”扩大债务规模、宽松货币来缓解社会的主要矛盾，一旦货币政策收紧过快，极易刺破资本市场泡沫，造成金融危机。

税收政策方面，拜登计划对富人和企业加税，个人所得税最高税率将从目前的 37%恢复至特朗普减税前的 39.6%，同时对超过 100 万美元的资本利得最高税率自 23.8%上调至 39.6%，境内企业税率自 21%提

高至 28%。海外分支机构所得税率从 10.5%增至 21%。拜登的加税方案无疑对个人和企业都存在冲击，压制个人消费意愿和企业的投资能力，但对富人征税有利于缩小贫富差距、促进社会公平，对于稳定当前美国当前的社会矛盾有着一定积极意义。这一点也体现在其对于劳动市场的观点，相比特朗普，拜登更强调公平，提出要在公平的国际贸易体系中保障工人权利，尽可能缩小贫富差距，对华尔街和大型科技企业保持警惕，要求创造更公平的经济竞争环境。

全球经济增长：

疫情之前，2017 年全球经济增长达到欧债危机以来的最高增速 3.81%，此后逐渐放缓。2020 年疫情爆发，对各国的经济造成了极为严重的损伤，失业率上升、债务规模扩大、需求供给不足。我们认为，疫情之后的经济修复将是一个较为漫长的过程。

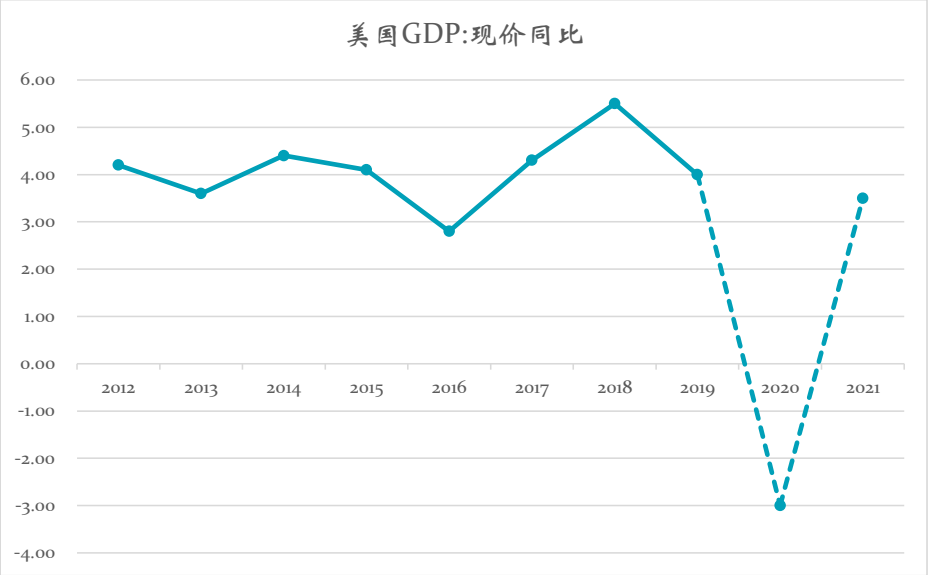
展望 2021 年，疫情发展仍是重要变量，我们在上文已经有所提及。同时，我们预计疫苗将在明年年中大规模普及。考虑到基数效应以及疫苗对经济增长的提振，在 2021 年 Q3、Q4，全球经济将环比增长较快。预计全年经济增长或在 5%，绝对值将回到 2019 年水平，修复力度有限。

全球经济增长：

美国方面，因其采取了包含直升机撒钱等大规模的财政刺激政策，保护了居民收入，进而提升居民商品需求已经超出疫情前的高点。然而生产端，却受到经济封锁的抑制，供给端的修复程度明显弱于需求端。在此背景下，造成了美国国内的贸易逆差急剧扩大，却难以拉动国内经济。在即将到来的圣诞季，鉴于美国目前的疫情形势，我们认为这一缺口将继续扩大，预计其 2020 年全年的 GDP 同比下滑超过 3%。

展望 2021 年，在疫苗有效且在下半年大规模接种完毕的前提下，预计经济将迎来较为明显的修复，供需缺口有望收敛。我们预计其明年的实际 GDP 将增长 3%。

图表 5：美国经济增长：



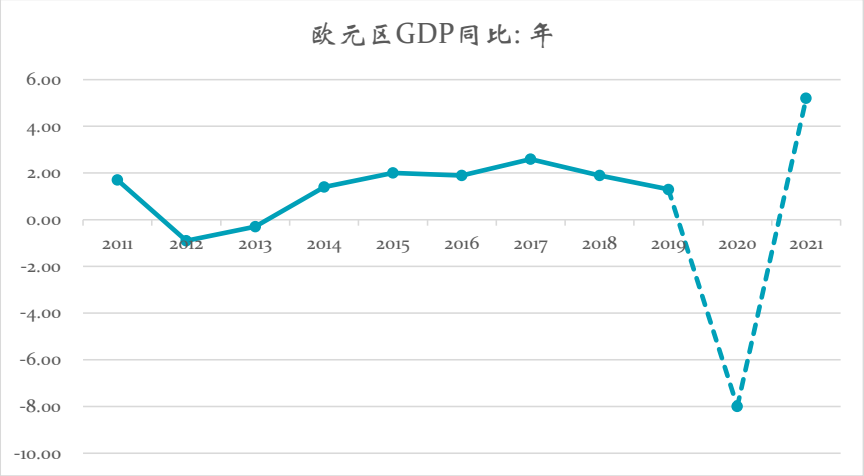
资料来源：Wind，中天证券研究发展中心预测

欧元区方面，三季度欧元区的经济增长已有明显回升，不少欧元区国家三季度GDP也实现了正增长，德国、意大利、法国、西班牙等经济增长大幅回升。欧洲采取强有力的社交管控措施有效的控制住了一次疫情，随后经济迅速的复苏，这符合三季度欧洲宏观经济数据表现。虽然经济反弹远强于市场预期，然而经济依然处于萎缩阶段，和疫情前的水平差距甚大。值得注意的是，近期欧洲又迎来了新一波疫情的爆发，新增确诊人数不断攀升，主要国家又开始采取全国性的封锁措施，所以我们认为欧元区四季度经济下滑将明显大于美国，预计今年全年GDP下滑8%以上。

展望明年，欧元区复苏基金将逐步落地，疫苗同样在下半年大规模应用的前提下，我们认为欧洲经济也将迎来一轮复苏，但修复速度较弱。欧元区很多国家本身负债较高、年龄老化、高福利导致的缺乏产业竞争力，此次疫情加剧了本就脆弱的经济结构，从中长期影响了该地区的增长动能。利好在于，欧洲议会于今年年中通过了欧洲复苏

基金计划，总规模为 7500 亿欧元，其中包括 3900 亿欧元直接拨款和 3600 亿的援助贷款。预计该基金通过发行共同担保债券来为其融资，意味着欧元区各国向财政分担机制迈出了重要一步。这其中，70%的拨款将于未来两年发放，剩余 30%于 2023 年发放。据此，我们预计 2021 年欧元区经济增速为 5.2%。

图表 6：欧元区 GDP

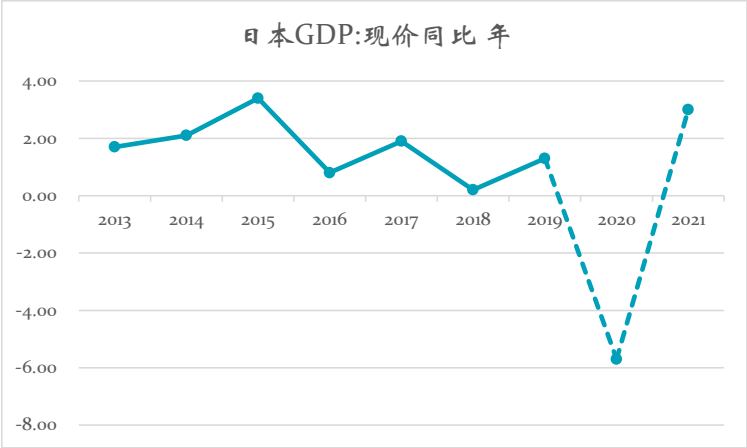


资料来源：Wind，中天证券研究发展中心预测

日本方面，其经济从去年四季度开始已显示出疲态。一直困扰日本的老龄化导致内需长期低迷，在疫情的影响下加速下滑。近期，日本二次疫情爆发，使得社管管控措施再度趋于严格，经济复苏幅度受到冲击，叠加全球疫情持续恶化使得全球有效需求不足，日本三季度经济复苏幅度相对有限。四季度以来，日本疫情再次出现恶化趋势，刷新单日新增确诊人数；如果新冠疫情急速恶化，日本新冠专家小组将要求日本政府叫停旨在刺激国内消费的旅游、餐饮补贴措施，专家认为东京都开始出现“感染急速扩大”趋势；在此影响下，日本本就疲弱的内需将会再度受到影响；而秋冬季全球疫情持续的恶化，外需不足将会继续制约以贸易导向性为核心的日本经济。我们预计 2020 年全年，日本 GDP 下滑 5.7%左右。

展望明年，我们认为新任首相菅直人仍将延续安倍经济学，强调加大财政与货币政策的配合。另一方面，疫苗的大规模接种时间及实际效果将对明年的东京奥运会造成很大影响，进而影响日本经济增长。目前，东京仍然在紧密筹备中，寄希望于明年奥运会能够如期举行。依据我们上文疫苗将在明年年中大规模接种完成的假设，奥运会成功举办概率较大。预计 2021 年日本 GDP 增长 3%左右。

图表 7：日本 GDP



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心预测

全球财政与货币政策：

今年自疫情爆发以来，世界主要经济体均实施了多轮财政刺激计划，总规模超五万亿美元，G7 国家的刺激规模都超过了 GDP 的 10%，伴随而来的是史无前例的财政赤字。而包含直升机散钱等财政刺激对货币的传导效果也非常明显。以美国为例，银行发现，美国家庭增加的大部分支出发生在收到钱后的 5 天内。也就是说，财政救助计划中发出去的钱，大部分可以直接流入实体经济，这是过去仅通过货币政策以贷款的形式进行救助所难以达到的效果。目前美国 M2 同比增速已经超过 23%，远远超出上世纪 60 年代有该数据统计以来的最高水平，2008 年金融危机美联储开闸放水之后，M2 增速也不过才 10%。

对于 2021 年，我们在上文已经有所展望。美国方面，预计拜登上台后将推出 2 万亿美元的刺激方案，赤字规模将维持在 1.9 万亿美元的高位。美联储将仍然扩张资产负债表，QE 会继续加码。近几十年受益于全球化进程的不断推进，发展中国家尤其是中国的廉价商品涌入美国商品市场，进而压低了该国的商品通胀水平。明年东南亚各国将大规模复产，更加便宜的商品将重新回到美国市场。在美联储强调通胀目标维持一段时间在 2%以上的情况下，其毫无加息压力。欧洲方面，总规模为 7500 亿欧元的复苏基金将于明年落地近一半。鉴于当前欧洲已基本达到负利率水平，再度降息的传导效果较为一般，对金融体系的冲击将进一步扩大。所以我们预计，明年欧央行将维持当前基准利率不变，通过增加规模和延长期限的方式加大 QE 力度。常规 QE 明年至少维持在 200 亿欧元/月水平，PEEP 规模将提高至 1.5 万亿水平。

图表 8：IMF 对世界主要经济体 CPI 预测（%）

	CPI（%）		
经济体	2019	2020E	2021E
世界	3.5	3.2	3.4
美国	1.8	1.5	2.8
欧元区	1.2	0.4	0.9
德国	1.4	0.5	1.1
法国	1.3	0.5	0.6
西班牙	0.7	-0.2	0.8
意大利	0.6	0.1	0.6
中国	2.9	2.9	2.7

日本	0.5	-0.1	0.3
英国	1.8	0.8	1.2
印度	4.8	5.0	3.8

资料来源：IMF，中天证券研究中心整理

（二）国内宏观经济展望

2021 年是“十四五”规划和 2035 年远景目标的开局之年。中国将开始建设社会主义现代化国家和实现“第二个百年”奋斗目标的新征程。通过构建“双循环”新格局，推动经济社会高质量发展。

《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》

2020 年 10 月 26 日至 29 日，中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议举行，会议审议通过了《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》。11 月 3 日，全文发布。此次会议是在我国即将实现第一个百年奋斗目标、开启全面建设社会主义现代化国家新征程的重要而特殊的历史阶段下召开的，对我国“十四五”时期和 2035 年目标作出了系统谋划。

此次建议主要变化与看点：

1. 着力双循环

与之前的十三五规划建议不同，此次《建议》将“形成强大的国内市场，构建新发展格局”作为一个重要章节写入，并分为“畅通国内大循环”、“促进国内国际双循环”、“全面促进消费”、“拓展投资空间”四个小节展开。预计在十四五期间，沿着双循环政策思路，将有一系列的政策出台。

“双循环”战略在十九届五中全会前就被频繁提及。5 月 14 日，习总书记在中央政治局常务委员会上，首次提出要构建国内国际双循环互相促进的新发展格局，并强调要实施产业基础再造与产业链提升工程。此后，在 7 月 21 日的企业家座谈会与 730 中央政治局会议上，他再次提出要形成“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局。在 8 月 24 日的全面深化改革委员会第十五次会议上，习总书记定调“双循环”政策是事关全局的系统性深层次变革。

会议进一步强调要“形成强大国内市场，构建新发展格局。坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系。”同时，会议指出了“十四五”时期扩大内需的两个路径。

路径之一是“实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。”当前，国内供给难以满足居民日益升级的美好生活需要是经济内循环的堵点之一。以供给侧结构性改革为抓手提高供给质量，能够更好地满足我国居民日益升级的消费需求，促进消费回流，畅通国内生产消费内循环；高质量的供给还将引领和催生出新的消费需求，增强人们的消费欲望，促进居民消费。路径之二是“要畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间。”这一路径旨在通过打通当前内循环中的痛点堵点，加快形成统一国内大市场，以及推动国内国际双循环之间的联动，全面拓展内需空间。

国内大循环被提高到十分重要的位置，供给端生产端更受关注。在过去的 20 年中，我国始终坚持着国际大循环的发展战略。而从本次《建议》内容来看，内循环在今后将被提高到更为重要的位置。

2. 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标

与历次大多数五年规划只关注规划期的五年不同，本次全会还讨论了 2035 年远景目标。上一次提出未来 15 年远景目标是在 1995 年十四届五中全会，提出了“九五”计划和 2010 年远景目标。

五年前的十八届五中全会上，中共明确提出 2020 年 GDP 和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番，以此可推算 2015-20 期间年均 GDP 增速需要达到 6.4%左右。与十八届五中全会不同，此次五中全会并没有提及 GDP 具体增长目标，而是提出“到 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标,经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶,人均国内生产总值达到中等发达国家水平。”

对于中等发达国家的界定并没有统一的标准，有以收入水平为衡量标准的，也有构建不同类型指标进行综合评价的。世界银行将全球所有经济体分为四类，分别为低收入，中低收入，中高收入和高收入经济体其中高收入经济体在 2019 年有 82 个，中位数人均 GDP 为 3.2 万美元，IMF 将全球经济体分为先进经济体和新兴及发展中经济体，在 2019 年先进经济体数量为 37 个，中位数人均 GDP 为 4.3 万美元。中等偏下水平的地区人均 GDP 在 1.7-3 万美元之间。我国 2019 年人均 GDP 约为 1 万美元，如果未来人均 GDP 增速 4.8%左右，人均 GDP 将在 2035 年超过 2 万美元，将大致达到这些中等偏下国家和地区的收入水平。实际上，2010 年到 2019 年期间，我国实际人均 GDP 增速从 10.1%下行到了 5.7%。未来十五年维持在 4.8%的高增长将会有较大难度。我们认为这隐含了政府将经济增长维持在中高速的决心。

3.科技自强自立作为国家发展的战略支撑

科技创新仍然处于重要位置。《建议》提出，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善国家创新体系，加快建设科技强国。同时，在“强化国家战略科技力量、提升企业技术创新能力、提升企业技术创新能力、激发人才创新活力”四个小结中展开。

相比于“十三五” 规划，“十四五” 规划目标中将创新与经济发展合二为一，这凸显了经济发展与创新的进一步融合，本质上就是发展创新型经济。不同于“十三五”规划中强调的“产业迈向中高端水

平”，“十四五”规划目标中强调“产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高”，这意味着产业将由原先的中高端向高端进一步升级、延伸，新强调的“产业链”，也意味着不仅需要产业升级，还将从产业安全的角度进行产业的上下游延伸。在当今全球地缘政治变化的大背景下，有了更为丰富的含义，中国无疑将在未来进一步大幅加大科研投入，推动产业的进一步升级，尤其是掌握核心技术的先进制造业，进一步维护产业链安全，预计国产替代化仍有一定机会。《建议》提及的“人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域”可重点关注。

4. 加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级

《建议》提出，坚持把发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。《建议》突出强调了将经济发展的着力点放在实体经济上，推进产业基础高级化、产业链现代化。因为，实体经济是立国之本、强国之源，是提高供给质量和增加就业改善民生的必由之路，历届会议都强调发展实体经济的重要性。但是，前些年我国出现了资金“脱实向虚”的态势，大量资金淤积在金融和房地产领域追逐高回报，而实体经济回报率较低，部分实体企业“脱实入虚”。且当前我国产业基础以中低端为主，产业链、供应链的基础配套和服务水平还有待提升。因此，发展现代产业体系需要以实体经济为本，不断改造升级制造业，提升产业链供应链的现代化水平。

5. 改革开放转型，由出口贸易向金融市场开放转变

《建议》提出，“坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，依托我国大市场优势，促进国际合作，实现互利共赢。”“全面提高对外开放水平，推动贸易和投资自由化便利化，推进贸易创新发展，增强对外贸易综合竞争力。完善外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度，有序扩大服务业对外开放，依法保护外资企业合法

权益，健全促进和保障境外投资的法律、政策和服务体系，坚定维护中国企业海外合法权益，实现高质量引进来和高水平走出去。”

在中美贸易摩擦的大背景下，我国对外贸易受到一定冲击，2019 年的贸易总额与 2018 年相比下降了 445.24 亿美元。未来中美贸易摩擦依然存在不确定性，其对我国高科技等产业的封锁仍将继续，将对我国对外贸易的发展带来冲击。为了保证国际收支的平衡，中国需要继续扩大开放金融市场，吸引国际资本，增加资本项目顺差。目前，中国已经开始扩大金融开放，例如取消证券公司、公募基金的外资持股比例限制，将《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》清零，计划放宽跨境人民币政策和境外机构投资者资金管理限制等。不过，中国金融市场对外开放领域仍有部分壁垒，这将导致国外资本流入中国市场时存在障碍。在“十四五”内循环为主体的格局下，向国际市场开放金融、吸引外资，将成为改革开放的新目标。

6. 全面推进乡村振兴

《建议》提出，“全面实施乡村振兴战略，强化以工补农、以城带乡，推动形成工农互促、城乡互补、协调发展、共同繁荣的新型工农城乡关系，加快农业农村现代化。”

“十四五” 规划中提到了城乡区域发展和收入分配差距较大的问题，在 2035 年的社会主义现代化远景目标中提出要“显著缩小”城乡区域发展和居民生活水平差距。过去数十年以城市为中心的经济发展过程中，农村大量人力、物力资源输入城市，在城市经济繁荣的同时，农村日渐凋敝，城乡差距拉大。当前，城乡居民不论是人均可支配收入还是消费支出水平都有非常大的差距。“十四五” 规划中将城乡统筹协调发展置于非常高的位置，这意味着未来中国将不仅仅着力于脱贫，更会大力提高中低收入人群收入， 释放巨大的农村消费市场潜力。未来，推动形成新型工农城乡关系的实践内容将非常丰富，对实现乡村振兴和巩固脱贫成果具有重要影响。城宏市的农业科技、互联网技术和数字技术下乡，将促进农业规模化、机械化等，提高农业经营效益，推动农民增收和生活水平提高。商业模式也将继续下沉，如果农

村购买力得到大幅度释放，农村消费的崛起也可能会带来细分市场的迅猛增长，由此市场可能会孵化出巨大的结构性投资机会。

图表 9：“十四五”与“十三五”主要目标对比

主题	排序	十四五主要目标	排序	十三五主要目标
经济发展	1	经济发展取得新成效。发展是解决我国一切问题的基础和关键，发展必须坚持新发展理念，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展。	1	经济保持中高速增长。在提高发展平衡性、包容性、可持续性基础上，到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番，主要经济指标平衡协调，发展质量和效益明显提高。产业迈向中高端水平，农业现代化进展明显，工业化和信息化融合发展水平进一步提高，先进制造业和战略性新兴产业加快发展，新产业新业态不断成长，服务业比重进一步提高。
改革开放	2	改革开放迈出新步伐。社会主义市场经济体制更加完善，高标准市场体系基本建成，市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成。		

社会文明	3	社会文明程度得到新提高。社会主义核心价值观深入人心，人民思想道德素质、科学文化素质和身心健康素质明显提高，公共文化服务体系和文化产业体系更加健全，人民精神文化生活日益丰富，中华文化影响力进一步提升，中华民族凝聚力进一步增强。	3	国民素质和社会文明程度显著提高。中国梦和社会主义核心价值观更加深入人心，爱国主义、集体主义、社会主义思想广泛弘扬，向上向善、诚信互助的社会风尚更加浓厚，国民思想道德素质、科学文化素质、健康素质明显提高，全社会法治意识不断增强。公共文化服务体系基本建成，文化产业成为国民经济支柱性产业。 中华文化影响持续扩大。
生态环境	4	生态文明建设实现新进步。国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善。	4	生态环境质量总体改善。生产方式和生活方式绿色、低碳水平上升。能源资源开发利用效率大幅提高，能源和水资源消耗、建设用地、碳排放总量得到有效控制，主要污染物排放总量大幅减少。 主体功能区布局和生态安全屏障基本形成。
民生福祉	5	民生福祉达到新水平。实现更加充分更高质量就业，居民收入增长和经济增长基本同步，分配结构明显改善，基本公共服务均等化水平明显提高，全民受教育程度不断提升，多层次社会保障体系更加健全，卫生健康体系更加完善，脱贫攻坚成果巩固拓展，乡村振兴战略全面推进。	2	人民生活水平和质量普遍提高。就业、教育、文化体育、社保、医疗、住房等公共服务体系更加健全，基本公共服务均等化水平稳步提高。教育现代化取得重要进展，劳动年龄人口受教育年限明显增加。就业比较充分，收入差距缩小，中等收入人口比重上升。我国现行标准下农村贫困人口实现脱贫，贫困县全部摘帽，解决区域性整体贫困。

国家治理	6	国家治理效能得到新提升。社会主义民主法治更加健全，社会公平正义进一步彰显，国家行政体系更加完善，政府作用更好发挥，行政效率和公信力显著提升，社会治理特别是基层治理水平明显提高，防范化解重大风险体制机制不断健全，突发公共事件应急能力显著增强，自然灾害防御水平明显提升，发展安全保障更加有力，国防和军队现代化迈出重大步伐。	5	各方面制度更加成熟更加定型。 国家治理体系和治理能力现代化取得重大进展，各领域基础性制度体系基本形成。人民民主更加健全，法治政府基本建成，司法公信力明显提高。人权得到切实保障，产权得到有效保护。开放型经济新体制基本形成。中国特色现代军事体系更加完善。党的建设制度化水平显著提高。

资料来源：政府公告，中天证券研究发展中心整理

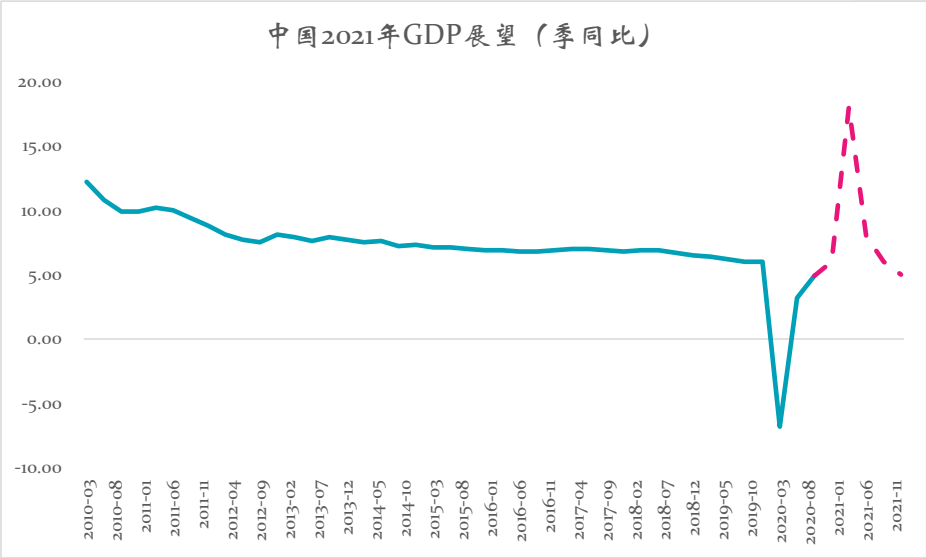
国内经济数据展望

1. 经济总量

在逆周期政策的推动下，2020 年前三季度国内经济面已经基本全面恢复。企业生产向好、盈利能力提升、需求企稳回升，2021 年制造业投资增速有望达到 13%。随着社会经营活动全面步入正轨，财政赤字扩张力度较今年相比将有所降低，信贷利率将略有上升，今年房地产行业的韧性有望持续到上半年，下半年将适度降温。2021 年逆周期行业增长力度将有所降低，其中基建投资将保持较低水平。在国家出台就业帮扶政策和国内经济持续向好的前提下，中国城镇调查失业率已经逐步回落至疫情之前水平，前三季度，全国居民人均可支配收入 23781 元，同比名义增长 3.9%，实际增长 0.6%，居民月新增人民币存款逐渐减少，边际储蓄倾向弱化，2021 年居民预防性储蓄有望伴随消费预期的上升而部分释放，预计必需消费的增速将有所降低，而周期性的可选消费表现将相对亮眼，拉动 2021 年消费水平整体上升。我们预计 2021 年 GDP 呈现先升后降的走势，在今年低基数的基础上，一季

度 GDP 增速实现全年最高点约 18%，全年 GDP 实现增速约 9%左右，其中第三产业是拉动 2021 年 GDP 的主要动力。

图表 10:2021 年 GDP



资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理、预测

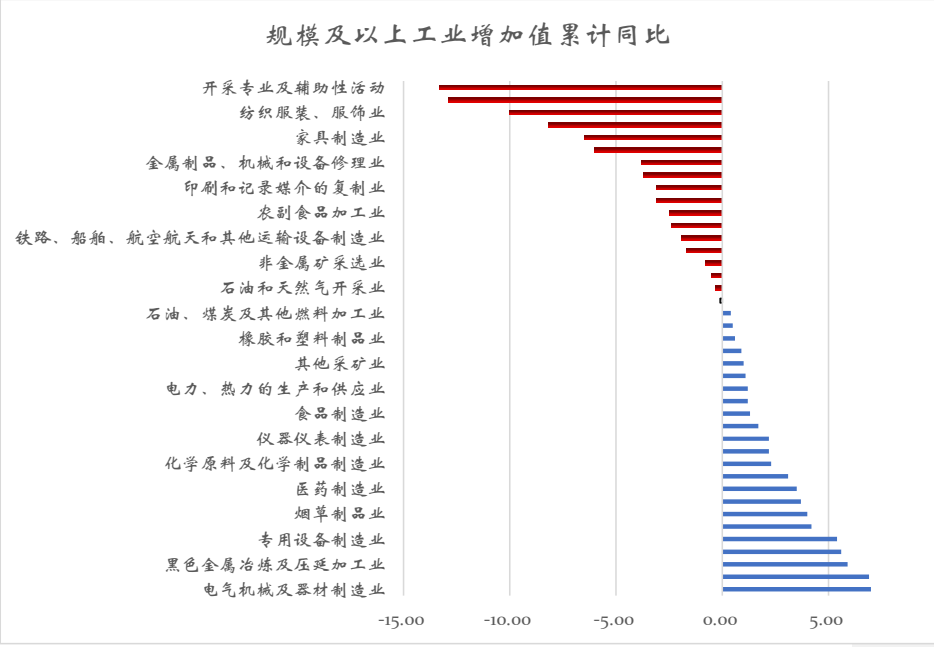
2. 投资：

2.1 制造业：

企业生产经营状况持续改善，工业经济稳步恢复，1 月至 10 月，规模以上工业增加值同比增长 1.8%；分行业看，在 42 个大类行业中，已有 23 个行业增加值累计同比实现正增长，其中以电气机械、计算机、黑色金属冶炼和汽车为首。展望 2021 年，伴随着国内疫情得以有效控制，内生需求逐渐解冻，企业生产计划调整开始落实，产能利用率显著回升，库存增速提高，呈现出主动补库存周期。进出口方面，由于中国制造业供应链全面完备、产业集成优势明显且国内消费市场潜力广阔，疫情期间中国相对于其他市场优势凸显，海外企业纷纷将发展重心转移至中国，国内企业订单量饱满，出口保持强劲，企业投资意

愿增强。从政策面上考虑，相比于特朗普激进的对华策略，拜登班底对关税的态度更偏温和，同时，RCEP 深化区域一体化自贸协定的签署强化了中国在亚洲产业链的中心地位，有望对冲部分市场风险。内生需求的企稳叠加外生需求的快速恢复，2020 年三季度制造业快速恢复的态势有望持续到 2021 年二季度，预计 2021 年制造业投资累计增速达 13%左右。

图表 11：规模以上工业增加值



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心预测

~~展望明年制造业投资，我们观察到滞后 10 个月和滞后 12 个月的工业增加值_累计同比增速，分别与制造业投资/产成品库存的累计同比增速有非常强的相关_性。这在经济上可以解释为企业通常在盈利企稳的三个季度左右开始扩张投资，再过一个季度之后库存开始有所上升。目前，工业企业产成品去库存周期已经超过 12 个月，同比增速接近经验上的低点；工业增加值虽然尚未出现企稳迹象，但 11 月数据显~~

示制造业景气度已经出现边际改善；采矿业工业增加值增速的高位回落，表征上游行业正逐步“反哺”中下游行业；中央经济工作会议定调“增加制造业中长期融资”将在资金供给方为投资提供支撑。我们预计最早在 2020 年二季度，制造业投资将边际回暖，全年累计同比增速在 4%左右。

供给端来看，产能利用率逐步回归高位，工业用地面积明显回升，企业主动投资的意愿或将扩张。一般而言，产能利用率领先制造业投资一年左右的时间。至今年 9 月，产能利用率快速提升至 77.2%，接近 2017 和 2019 年的高点，若未来产能使用紧张，对于明年制造业投资的修复释放出积极信号。同时，工业用地成交面积也领先制造业投资一年，今年上半年工业用地成交面积同比出现一轮小幅上行，有利于明年制造业投资的回升。

资金端来看，制造业盈利企稳回升，内源性资金增强，今年信贷资金向制造业倾斜 度加大，都将提升后续投资端持续修复动能。从过去几年表现来看，制造业投资资金来源中有 90%来自于自筹资金，国内贷款仅占比 6%-7%。而自筹资金主要由企业上年盈利水平决定。自 2012 年以后，随着企业盈利增速的放缓，制造业投资中自筹资金增速也持续走弱。随着供给侧改革的持续推进，中上游利润显著修复，带动 2017 年企业整体利润增速回升，2018 年制造业投资也进入上行通道内。今年 5 月 份，工业企业利润总额当月同比转正，8 月份快速提升至 19%的增速水平，由于 PPI 同比明年上半年之前预计仍在回升通道内，叠加生产端仍保持较高景气度，有利于企业盈利的持续改

~~善。一般而言，企业利润领先制造业投资 1 年，意味着明年下半年制造业投资修复速度或将加快。~~

~~受益于企业盈利改善，产能利用率较高，经济活动预期向好，制造业投资预计将明显回升，成为 2021 年投资中明显的动力支撑。~~

2.2 房地产

2020 年上半年，宽松的货币政策引导 LPR 下行，融资成本降低，房企拿地面积增加，居民拿房意愿增强，1-10 月份，全国房地产开发投资累计完成额为 11.66 万亿元，累计同比增长 6.3%。8 月份，监管部门为了打击房地产贷款乱象，针对房地产开发商出台了“三条红线”融资新规作为风险评估门槛。在政策收紧的情况下，房企调整拿地节奏，本年购置土地面积累计增速从 6 月份的-0.9%降低至 10 月份的-3.3%，引导土地购置费下行。由于土地购置费按每期实际发生额分期计入投资，20199 年的土地成交量对土地购置费仍有一定的支撑作用。另外，地方政府为了增加政府性基金的收入，大概率会出台政策鼓励当地房企拿地。因此预计 2021 年上半年土地购置费见顶回落，回落幅度与地方政府财政力度有直接关系。

由于 2021 年存在一定的信贷利率上升预期，房企将加快开工速度，提升期房销售比例，通过预售和提前交付期房获得尾款的方式来快速回笼资金。销售作为房企重要的资金来源，今年 1-10 月商品房销售额累积增速为 5.8%，已经基本恢复至疫情前水平，其中住宅销售额累计增速达 8.2%，带动房地产销售额的上行，明年居民拿房意愿不会出现明显的收紧，房地产销售将持续为房企提供资金流入，从而对建安支出起到向上的支撑作用，另外，2018 年销售的期房临近交房，房企的建安工工程仍有一定的强韧性。考虑到拿地面积减少对新开工增速的向下打击，预计 2021 年土地购置费下行、建安支出上半年达峰值后出现增速放缓的趋势，全年地产投资增速在 7%左右。

设置了格式：字体：四号

带格式的：两端对齐，缩进：首行缩进： 2 字符，段落间距段前：6 磅，段后：10 磅

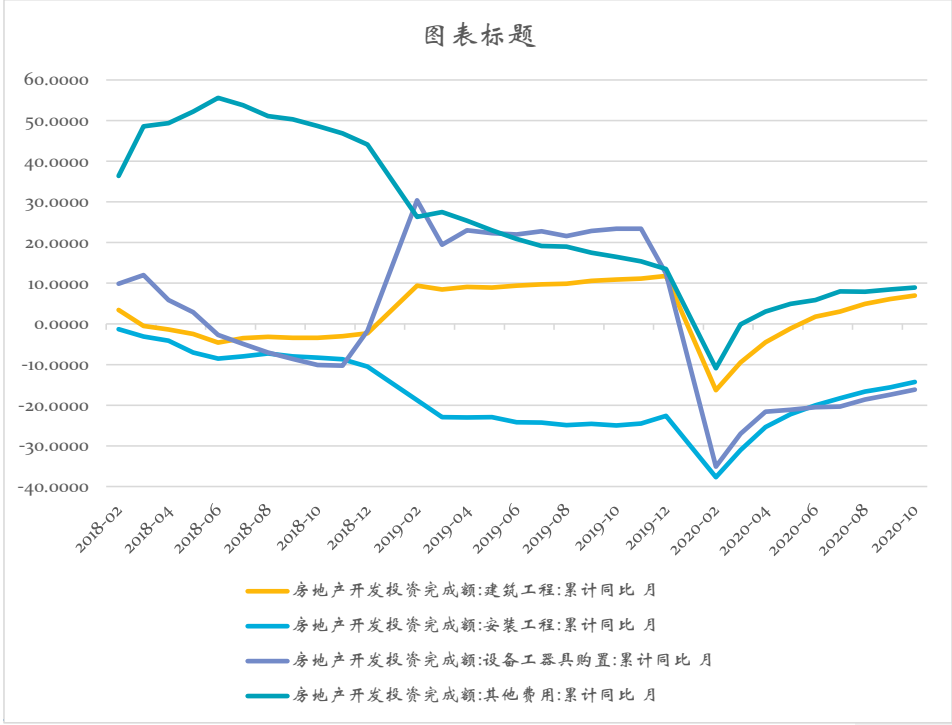
设置了格式：字体：四号

设置了格式：字体：四号

设置了格式：字体：四号

设置了格式：字体：四号

带格式的：居中，行距：多倍行距 1.2 字行



剔除预收款住宅新开工明显放缓，10 月份增速为-3.3%，与住宅销售增速呈现“喇叭状”的扩大趋势（见图 1）。随着住宅销售增速的持续上涨及新开工增速的下降，势必导致二者缺口越来越大，也就是再次进入去库存阶段。10 月份商品住宅的待售面积规模为 22268 万平米，较 9 月份（22416 万平米）下降了 0.7 个百分点，库存数据已经在下降。根据库存与房价二者的关系（见图 2），可以预判随着库存的持续下滑，明年房价上涨的压力进一步增加，尤其

2.3 基建

~~基建投资增速预期将保持相对较低位置。~~

在经济下行压力较大时，政府通过采取积极的财政和货币政策推动基建投资实现“稳增长”，然而~~截至~~1-~~2020 年~~10 月，全口径基建投资累计增速为 3.01%，不含电力的窄口径基建投资累计增速为 0.7%，单月来看，基建投资增速自 6 月份起边际下降，基建投资表现远不及市场预期。

基建专项债的分流对资金端形成了较大的约束。7 月份，抗疫特别国债发行完毕，考虑到~~现有~~市场的承受能力，一般国债、地方专项债的发行量大幅减少，同时，部分新增专项债开始用于棚改和中小银行补充资本金，分流了用于基建投资的资金，导致基建投资增速放缓。

~~另外，今年专项债发行到资金落实之间产生了一定的时滞。~~今年上半年货币政策相对宽松，货币供给量比较充裕，然而部分项目由于疫情的影响在第二季度末才恢复施工，因此项目进展低于预期；同时下半年货币政策边际收紧，财政收入恢复速度放缓，其中税收收入于 6 月份增速由负转正，截至 10 月份，税收收入累计增速为-4.6%，处于近十年的低位，新建项目的施工受到了资金的制约，开工速度随着资金的落实而逐渐推进。我们认为 2021 年政府依靠逆周期政策调节经济的必要性有所降低，专项债的发行规模也将回落，预计 2021 年基建投资的累计增速或将达 4%。

=3. 消费：高端可选消费和服务性消费拉动景气度提升

带格式的：两端对齐，段落间距段前：6 磅，段后：10 磅

设置了格式：字体：（默认）楷体，三号

设置了格式：字体：楷体，四号

设置了格式：字体：楷体，四号

带格式的：两端对齐，缩进：首行缩进： 2 字符，段落间距段前：6 磅，段后：10 磅， 无项目符号或编号

国内消费增速差强人意，呈逐年下行趋势。相对应的豪华汽车、奢侈品及高端住宅的销量大幅增加，这一定程度上反映出货币宽松导致的居民收入差距在进一步扩大。

四季度政治局会议首次提出需求侧改革，“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。”提法从“需求侧管理”升级到“需求侧改革”。

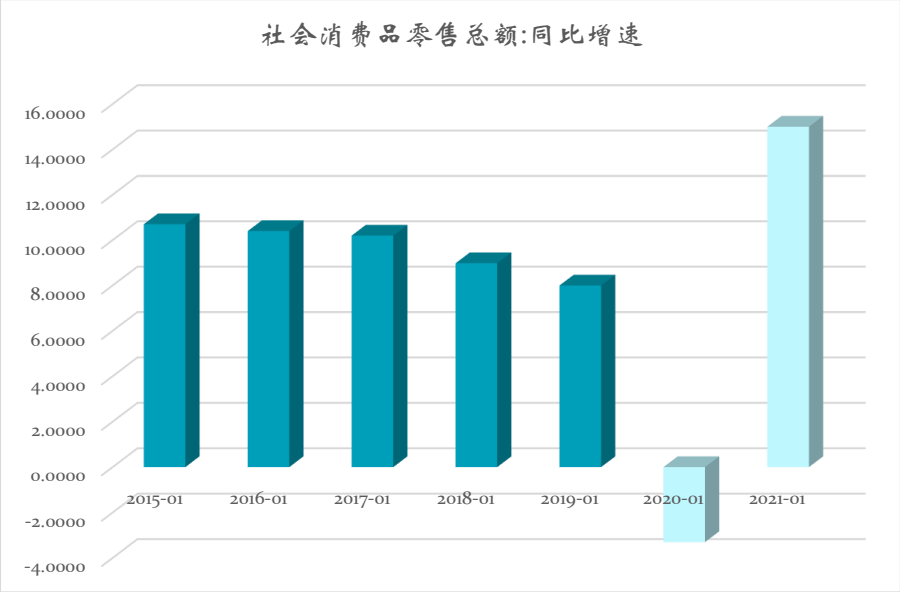
我们认为，当前有效需求不足，资本却扩张较快，导致供给与需求缺口不断拉大，最终容易形成资本主义生产过剩的经济问题。所以，除了进行供给侧改革之外，需求侧同样需要改革，比如缩小贫富差距，创新激发潜在需求等。展望 2021 年，高端可选消费和服务性消费将是拉动消费上行的主要动力，而粮油食品等必需消费则回落至历史正常水平。

高端可选消费以汽车为例，此次疫情使部分消费者意识到拥有私家车的重要性，催生了购车需求。2020 年广州车展上百种新品上市，包括传统豪华车型、自主品牌和造车新势力等，丰富的车型可以满足各层次消费者的购车需求，为明年汽车市场蓄力。另外，在国家出台政策鼓励扩大汽车消费，包括鼓励各地增加号牌指标投放，新一轮汽车下乡和以旧换新等，以及国务院印发的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》的刺激下，汽车销售将长期持续向好。内部结构来看，豪华车型的市场修复速度最快，1-10 月份累计销量达 203 万辆，同比增速为 12.6%，其中豪华 SUV 市场份额为 5.7%，同比增速达 18.3%，豪华轿车市场份额为 7.7%，同比增速达 8.8%。可见，高收入人群对于汽车价格的敏感程度较低，对汽车的诉求更多转向汽车的功能、品牌价值以及舒适度，而非价格高低。汽车行业迎来科技时代，5G 技术的应用加速电动化、智能化、网联化发展，2021 年预计更多具备 L2+级别车型量产，预计带动乘用车销量增长 10%以上。由于汽车消费约占我国社零消费总额的 10%左右，预计明年将提升社零增速 1 个百分点以上。另一方面，由于现阶段疫情风险可控且明年疫苗研发成功及普及接种

带格式的：两端对齐，段落间距段前：6 磅，段后：10 磅

的可能性极高，线下社交型行业将回归常态，叠加 2021 年一季度元旦和春节的加持，旅游、餐饮、交通等消费将加速增长，影院方面也将迎来跨年档和春节档等黄金时期。总体来看，预计 2021 年社零增速整体呈现先增后减的趋势，有望提升 15%左右，其中一季度增速达到最高点。~~（流动性影响没写）~~

图表 12：社会消费品零售总额



资料来源：wind，中天证券研究发展中心整理、预测

4.

净~~进~~出口

——今年下半年，国内出口形势大幅改善，三季度，我国进出口总值为 8.88 万亿元，同比增长 7.5%，其中出口 5 万亿元，增长 10.2%，进口 3.88 万亿元，增长 4.3%。前三季度的进出口增速分别为-6.5%、-0.2%和 7.5%，三季度进出口总值、出口总值、进口总值均创下季度历史新高。~~。~~今年出口高速增长主要得益于两点：一、~~防疫物资和“宅~~

经济”商品的拉动：海外疫情爆发初期，中国承担起防疫物资制造商的角色向全球出口口罩、呼吸机、防护服等医疗物资，1-10 月份，医疗仪器及器械累计同比增长 43%，纺纱织线累计同比增长 31.9%，塑料制品累计同比增长 15.7%。随着全球海外逐渐恢复生产，海外对我国医疗物资的需求有所降低，医疗物资的出口金额均在二季度末达到峰值后开始出现回落，其中截至 10 月份，纺纱织线的出口金额较峰值已跌超五成。可以预见，伴随着各国制造业产能持续修复，医疗物资的出口将逐渐失去韧性，叠加今年各国家补入大量库存，2021 年防疫物品出口金额或将在第三季度低于疫情前水平。二、疫情催生“宅经济”。大部分国家为了减少居民的出行和聚集开始实施居家办公，推动了家具、家用电器等居家用品和笔记本电脑等移动办公设备的需求。由于海外需求修复快于生产，我国“宅经济”相关产品出口量持续提升。在低利率的刺激下，美国 10 月份成屋销量环比增长 4.3%，同比增长 26.6%，

创 15 年新高，预计 2021 年美国房地产市场将持续繁荣，成屋销售攀升 10%左右，持续拉动国内居家用品的出口。三、在疫情初期，中国出口在很大程度上填补了海外市场的产能缺口，因此部分中国企业迅速扩大了海外市场规模，然而在疫情中后期，海外生产逐渐修复，由海外短暂转移至中国的订单保留率仍存在较大的不确定性。四、由于疫情和美国大选的影响，拜登班底收紧货币政策的可能性较小，然而随着国内基本面持续改善，人民币升值对进出口的影响 中国货币政策有望快于其他经济体回归常态，中美利差或将继续扩大，另外，由于疫情和美国大选的影响，美元或将持续贬值，人民币持续承担升值压力相对于美元的吸引力持续扩大，对对出口产生不利影响。预计 2021 年。（人民币升值影响和进口没写）我们预计明年将迎来量价同步改善的局面，全年进出口和出口增速均同比有望达 8.5%左右 15%、进口同比有望达 16%。

设置了格式：字体：四号，图案：清除

设置了格式：字体：四号，图案：清除

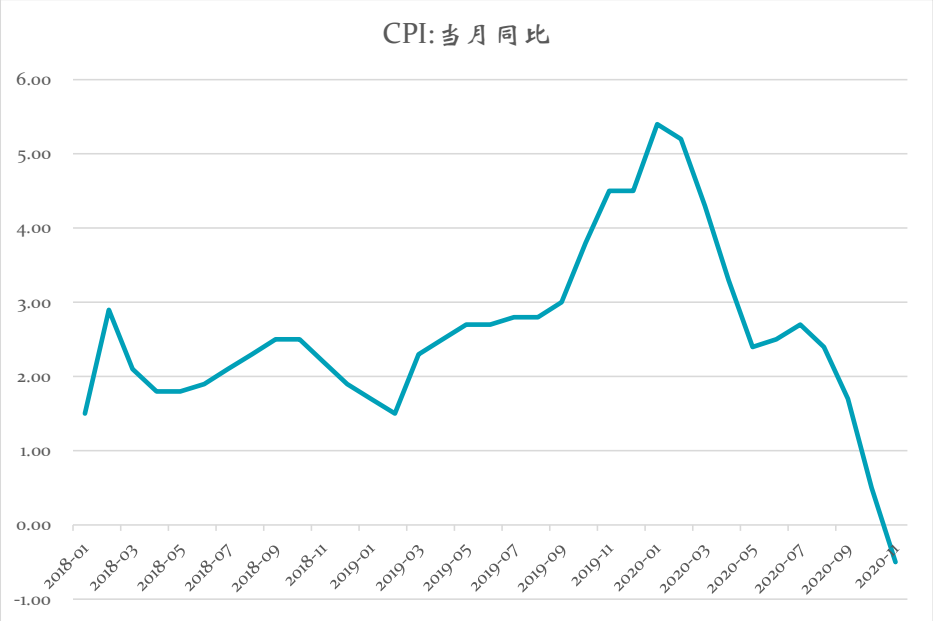
设置了格式：字体：四号，图案：清除

物价与货币政策：

CPI：

2020 年前十个月，CPI 同比增速从一月的近十年高点 5.4%逐步下行，11 月读数为-0.5%。我们认为，造成这一走势的的核心因素有两点，第一是因为国内的疫后生产恢复速度较快，而居民消费需求不足导致非食品、服务业 CPI 走弱，二是 2019 年猪价基数较高，导致猪价同比增速下行较快，进而影响食品 CPI 回落。

图表 13：CPI



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

非食品、服务业、核心 CPI 剔除了猪价等扰动，更加客观反映总需求情况。先以非食品为例，从年初的 1.6%逐渐下滑，近四个月更是有三个月读数为 0。虽然油价在疫情的前两个月急剧下滑拖累了非食品价格，但此后油价逐步企稳反弹，然而非食品价格依旧持续下行，说明我们的居民部门需求不足。核心 CPI 连续四个月同比仅为 0.5%，是自 2013 年以来的最低点。

疫情对于食品，特别是猪肉的供需两端基本没有影响。从 2019 年 2 月开始，猪价开始持续上涨，到 2020 年 2 月同比达到最高点 135%，随后开始在高基数的影响下逐步回落，带动食品 CPI 同比下降。进入 10 月份，猪肉价格开始同比转负，我们认为，随着生猪出栏逐步恢复，猪肉价格在未来一段时间将进入下行通道，进而继续拖累食品 CPI。

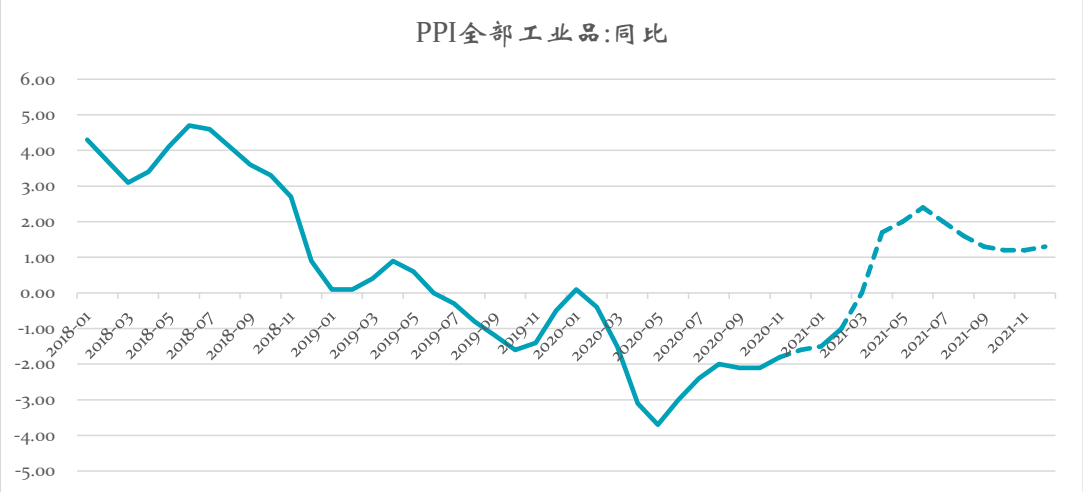
展望 2021 年，我们认为猪肉价格仍是影响 CPI 的最大因素。根据农业部数据显示，今年四季度生猪出栏量将逐月增加，累计出栏量较上年同期增长 17%，供给情况明显好于 2019 年。预计明年春节后到明年中，新增的出栏量还将全面增加，供给实现大幅上升，叠加节后进入需求淡季，猪肉价格将会从当前的 35 元回落至 25 元以下，继而拖累 CPI 上行。食品价格之外，根据我们上文做出的疫苗在明年年中大范围接种，世界主要经济体维持宽松的流动性，以及国内消费持续复苏的判断，预计 2021 年的非食品、服务业、核心 CPI 都将出现较大幅度回升。根据测算，我们预计 2021 年全年 CPI 中枢将在 1.2%左右，一季度仍然会有通缩风险，随后逐步抬升，到三、四季度达到 2.6%的高点。

PPI：

PPI 方面，疫情初期国际原油价格从 60 美元暴跌至近 15 年最低点 19.99 美元/桶，导致上半年我国经历了较为明显的通缩。随着全球流动性的宽松以及中国的快速复工复产，造成大宗商品价格走出了一波牛市行情，油价也企稳反弹至当前的 45 美元/桶，PPI 此后也逐渐收窄。

预计 2021 年，随着疫苗大规模接种，全球工业生产将恢复至疫前水平，货币政策继续维持宽松，大宗商品价格仍有较大上涨空间。PPI 或将恢复正增长，预测全年 PPI 均值为 2%左右。

图表 14：PPI



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心预测、整理

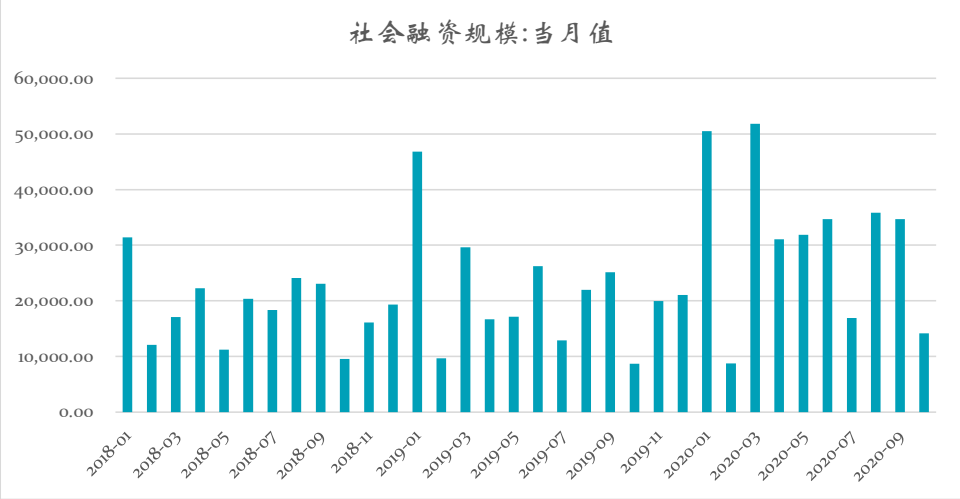
货币政策：

今年 5 月以来，经济复苏带动的负产出缺口和负核心通胀缺口的收窄导致市场利率快速上行，在经济尚未恢复到疫情前的情况下，1 年期和 10 年期国债收益率，截至 11 月 20 日分别达 2.95%和 3.31%均已达到甚至升超去年四季度的高点 2.70%和 3.31%。

传统的货币政策主要盯住经济周期，政策目标是经济增长、控制通胀和保持就业。但是近十几年，全球央行开始进一步重视金融周期，货币政策的目标也在增加。中国的货币政策也更加重视楼市等资产价格、宏观杠杆率等金融周期变量。

2020 年的货币政策逆周期调节主要包括三次降准共带动加权平均存款准备金率下降约 1 个百分点，释放 1.75 万亿长期流动性；OMO、MLF 和 1 年期 LPR 利率下调 30BP，整体一般贷款加权平均利率下降超 40 个 BP；1.8 万亿再贷款再贴现政策、普惠小微贷款的延期还本付息、支持信用贷款发放政策支持超 200 万家企业。截至今年 10 月，我国的新增社会融资达到 31 万亿，超过去年同期 45%。M2 增速自疫情之后始终保持在 10%以上。

图表 15：社融



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

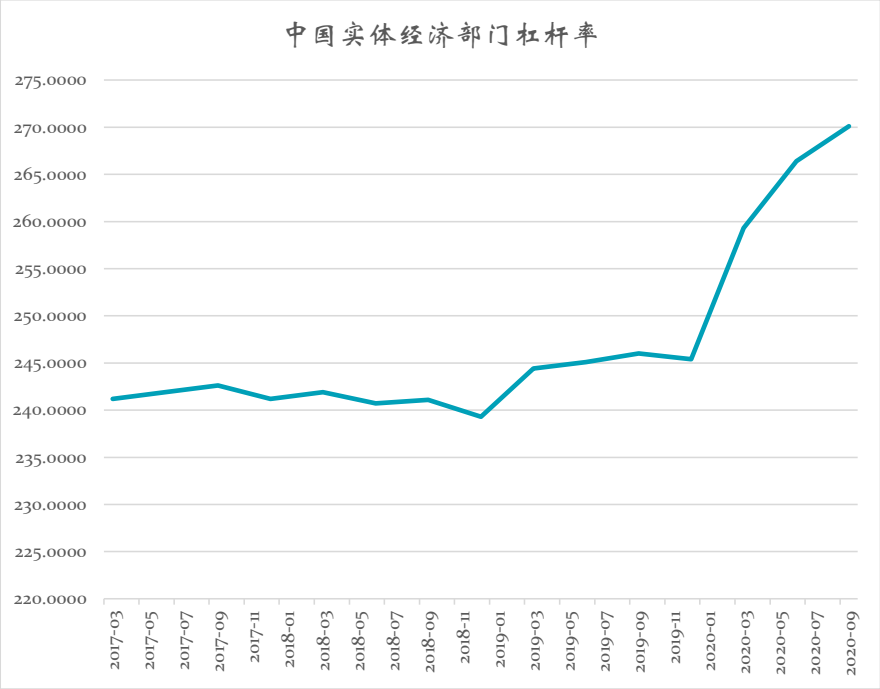
2013 年以来，货币政策在所有影响因素中对楼市的反应边际变强，今年 4 月以来土地市场热度持续走高，利率的上行幅度和速度应是受到这个因素的推动。

在 12 月中央经济工作会议上，要求稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

展望 2021 年，我们认为央行的货币政策将延续下半年来的边际收紧政策。今年美联储把资产负债表规模从 4 万亿扩大到 7.3 万亿美元，通过其货币政策的前瞻指引来看，美联储资产负债表规模从 7 万亿走向 10 万亿以上基本上是确定性的事实。我国的宏观杠杆率在前三季度上升了近 30 个百分点，从往年来看，今年宏观杠杆率的抬升幅度仅次于 2009 年 31.8%的增幅。这造成了明年全球面临着巨大的通货膨胀压力，

近期的大宗商品价格已经有所反应。且前日，小川行长非常严肃地说，“现在这个时点我们得研究资产价格如何纳入通货膨胀的测算中”。如果明年大宗持续上行、楼市局部出现过热风险，利率在当前的基础上或有上行空间。而今年企业非生产性加杠杆导致的未来偿债负担，住户部门通过房地产及消费金融导致的杠杆速度上升较快，防止债务扩张、稳杠杆将是央行明年的重要任务。预计 2021 年，整体 M2 增速回落至 9%-10%达到约 240 万亿，新增社融回落到 33 万亿左右，新增人民币贷款小幅增长至 21 万亿水平，OMO、MLF 利率价格工具保持稳定，极小概率情况下有 15BP 上行空间。

图表 16：中国实体经济部门杠杆率



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

财政政策：

2020 年安排预算赤字规模为 37600 亿元，预计赤字率 3.6%。截至 10 月底，全国一般公共预算收入 158533 亿元，全国一般公共预算支出 189439 亿元，收支差额为-30906 亿元，较 9 月竟然收窄 3300 亿，远低于市场预期。最后两个月财政政策有较大空间。

中央经济工作会议要求，积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。

2021 年，中国经济增长较快，逆周期调节必要性降低，财政政策料将较为保守，预计财政赤字率将调整到 3.1%，赤字规模大约为 33900 亿。

2020 年 11 月 15 日第四次区域全面经济伙伴关系协定领导人会议举行，东盟十国以及中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰 15 个国家，正式签署区域全面经济伙伴关系协定（以下简称“RCEP”），标志着全球规模最大的自由贸易协定正式达成。

RCEP 从 2012 年由东盟发起至今历时 8 年，差不多谈了三十轮左右，旨在通过削减关税及非关税壁垒，建立一个 16 国统一市场的自由贸易协定。除印度在 2019 年退出协议外，协议成员国共有 15 个国家，除东盟十国外还包括中、日、韩、澳大利亚和新西兰。RCEP 法律文本共有 20 章，既涵盖了货物贸易、服务贸易、投资等市场准入，也包括贸易便利化、知识产权、电子商务、竞争政策、政府采购等大量规则内容。

自特朗普上台以来，其在贸易问题上四处出击，美中、美日、美欧贸易摩擦不断，在退出 TPP 之后多次威胁要退出 WTO，种种逆全球化的行为使得贸易全球化的格局备受挑战。RCEP 的签署在逆全球化的背景下为贸易全球化注入强心针。相对缓和的贸易环境，也有利于促进我国“外循环”通畅，带动“内循环”发展。

图表 17：RCEP 参与国家



资料来源：央视新闻，中天证券研究发展中心整理

RCEP 涵盖包括中国在内的 15 个国家，2019 年 RCEP15 个成员国涵盖全球约 23 亿人口，占全球总人口的 30%；GDP 总和约为 29.4 万亿美

元，在全球经济中占比约为 29%。区域内货物和服务的总出口规模在全球出口中占比 29%，进口规模占比 25%，FDI 在全球占比 27%。

图表 18：全球主要贸易协定比较

	RCEP	CPTPP	TPP	欧盟	美墨加协定
涵盖国家数量	15	11	12	27	3
发达国家数量	10	5	6	14	2
经济规模在全球占比（%）	29	13	37	18	28
人口在全球占比（%）	30	7	11	6	6
出口规模全球占比（%）	29	15	25	31	14
进口规模全球占比（%）	25	14	27	29	17
进出口总额全球占比（%）	27	15	26	30	16

注：TPP 数据为美国退出前数据

资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

为了说明 RCEP 对我国的重要性，我们先对 TPP 作出简单介绍。2016 年 2 月，美国、日本和其他 10 个泛太平洋国家签署了跨太平洋伙伴关系协定（TPP）。当时的美国总统奥巴马，在任期内着力推动重返亚太，限制中国发展。TPP 是其在经济领域的代表作。

表面上看，TPP 只是一个区域贸易协定，中国是可以加入的。但是细究其条款，尤其是贸易条款之外的知识产权、劳工、环境、国有企业条款。比如劳工条款中有规定，允许工人自由罢工。国有企业条款要求除提供公共产品的少数行业外，国有企业不得享受任何政策支持

和优惠待遇。这些对我国构成了极高的壁垒。根据上表可知，TPP 成员国的经济规模占全球经济总量的 37%，其贸易规模占全球贸易总量的 26%。这么大的区域贸易协定，等于在亚太地区贸易中架空了中国。参与 TPP 的国家之间大范围减免关税，会吸引外资和产业转移出中国，迁到这些 TPP 国家。然而当年年底，特朗普为了打败希拉里，高举产业回流的旗号，拉拢铁锈带工人们。其在竞选中承诺退出 TPP，后来也说到做到。并在 2016 年大选中，特朗普顺利赢下了铁锈带的密歇根、俄亥俄、宾夕法尼亚、印第安纳和威斯康星五个关键州。

在此背景下，亚太国家为了保住国际分工地位转而开始重视 RCEP。RCEP 旨在推动货物和服务贸易更加自由化，削减成员国的关税和非关税壁垒，货物贸易最终零关税产品数整体上将超过 90%。RCEP 成员国在我国外贸中也扮演着重要的角色，2020 年 10 月 RCEP 其余 14 国占我国进出口金额的比重为 31%，自 2013 年以来呈长期上行趋势，我国第二大贸易合作伙伴欧盟 10 月进出口金额占比自 2013 年以来趋势走平；美国是第三大贸易合作伙伴，2018 年贸易战爆发至 2019 年底出口占比从 14%下降到 10%，受中美第一阶段经贸协议达成积极进展影响，2 季度以来两国经贸往来程度大幅提升。

图表 19：RCEP 主要内容

投资	对“东盟‘10+1’自由贸易协定”投资规则的整合和升级，包括投资保护、自由化、促进和便利化四个方面。承诺最惠国待遇、禁止业绩要求，采用负面清单模式做出非服务业领域市场准入承诺并适用棘轮机制（即未来自由化水平不可倒退）。
货物贸易	给予其他缔约方货物国民待遇；逐步实施关税自由化给予优惠的市场准入，缔约方执行各国《关税承诺表》规定的最惠国关税税率；特定货物的临时免税入境；取消农业出口补贴；全面取消数量限制、进口许可程序管理，以及与进出口相关的费用和手续等非关税措施方面的约束；原产地规则：授予货物“原产地位”的标准，

	实行原产成分累积规则，将来自 RCEP 任何缔约方的价值成分都考虑在内。
服务贸易	包含市场准入承诺表、国民待遇、最惠国待遇、当地存在、国内法规等规则。部分缔约方采用负面清单方式进行市场准入承诺，要求采用正面清单的缔约方在协定生效后 6 年内转化为负面清单模式对其服务承诺做出安排；金融服务：（1）稳健的审慎例外条款，确保金融监管机构保留制定支持金融体系完整性和稳定性措施的能力。（2）履行金融监管透明度义务，缔约方承诺不得阻止开展业务所必需的信息转移或信息处理，以及提供新的金融服务。（3）缔约方可通过磋商等方式讨论解决国际收支危机或可能升级为国际收支危机的情况。
电子商务	维持不对电子商务征收关税。
海关程序	确保海关法律和法规具有可预测性、一致性和透明性，促进海关程序的有效管理和货物快速通关的条款。包含高于 WTO《贸易便利化协定》水平的增强条款。
经济技术合作	缔约方将实施技术援助和能力建设项目，包括货物贸易、服务贸易、投资、知识产权、竞争、中小企业和电子商务等领域，同时将优先考虑最不发达国家的需求。

资料来源：商务部，中天证券研究发展中心整理

从商品种类在全球出口市场的占比来衡量某国的全球市场产业竞争力，在 RCEP 的国家中，日韩的主要出口竞争力产业为船舶、相机等高端制造业；而澳大利亚和新西兰的主要出口竞争力产业为农产品、

资源品等产业；中国的主要竞争力产业主要集中在小商品制造，和东南亚如越南、柬埔寨等国家较为类似。从产业竞争力角度也能看出，中国目前在亚太产业链的位置高于东南亚等国家。在新的自贸区格局下，我国与东南亚国家竞争力类似的产业可能加速转移到这些国家，而中国也将在附加值更高的产业上整合资源，进一步转型。

RCEP 作为最大规模的自贸区，贸易和非贸易壁垒的削减将有助于贸易活动增长，而中国作为自贸区中生产能力最强、产业链最完整、出口规模最大的经济体，RCEP 将从成本和市场两端推动我国参与全球价值链，提升我国产业竞争力，中长期看获益显著。

（三）行稳致远——2021 年投资策略

1.资金供求关系：

供给部分：

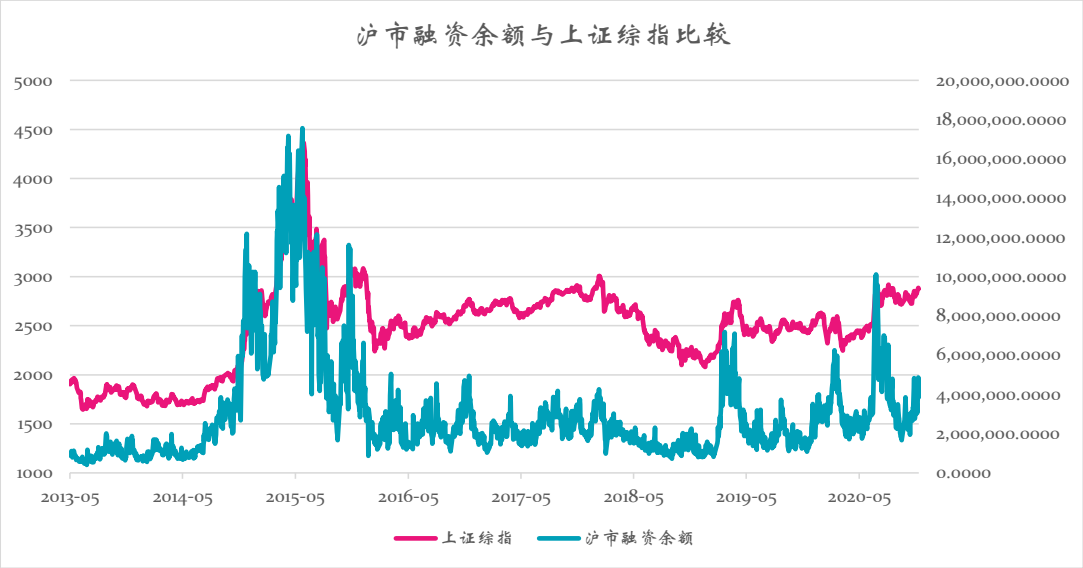
个人投资者作为证券市场主要参与者，从持仓历史数据来看，A 股市场中个人投资者 2009 年持股市值和占比分别为 5.87 万亿和 38.8%。从 2009 年 2015 年，个人投资者持仓市值呈上升趋势，自 2015 年之后基本稳定在 18 万亿和 36%左右。截至 2020 年二季末，A 股市场中个人投资者持股市值和占比分别为 19.81 万亿和 38.0%。

证券结算交易资金余额可以作为衡量个人投资者资金通过银证转账方式入市的一个指标。 2012 年至 2015 年，证券结算交易资金余额上升趋势十分显著，由 2012 年 6 月份的 6229 亿元一路升至 2015 年 6 月份的高点 34100 亿元。此后开始大幅回落，2016 年来基本维持稳定，围绕在 1.3 万亿水平左右小幅波动。从和市场走势来看，2012 年以来证券市场交易结算资金余额和上证综指趋势较为一致。如果市场处于稳定状态，我们预计个人投资者新增资金约 2000 亿元。

融资余额反映了投资者在信用账户里借用杠杆资金进行投资的指标，从信用账户数量分布看，截至 2020 年 9 月末个人投资者信用账户数为 534 万户，机构投资者信用账户数为 2.9 万户，再考虑到融资成本年利率基本在 8%左右，我们认为融资主要系个人投资者行为。2010 年

至 2015 年融资余额大幅攀升，并在 2105 年 6 月份达到历史高点 2.27 万亿元。此后急剧下跌，2016 年来中枢大致稳定，围绕在 1 万亿水平左右小幅波动。从和市场走势来看，2014 年以来 A 股市场融资余额和上证综指走势较为一致。

图表 20：沪市融资余额与上证综指比较



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

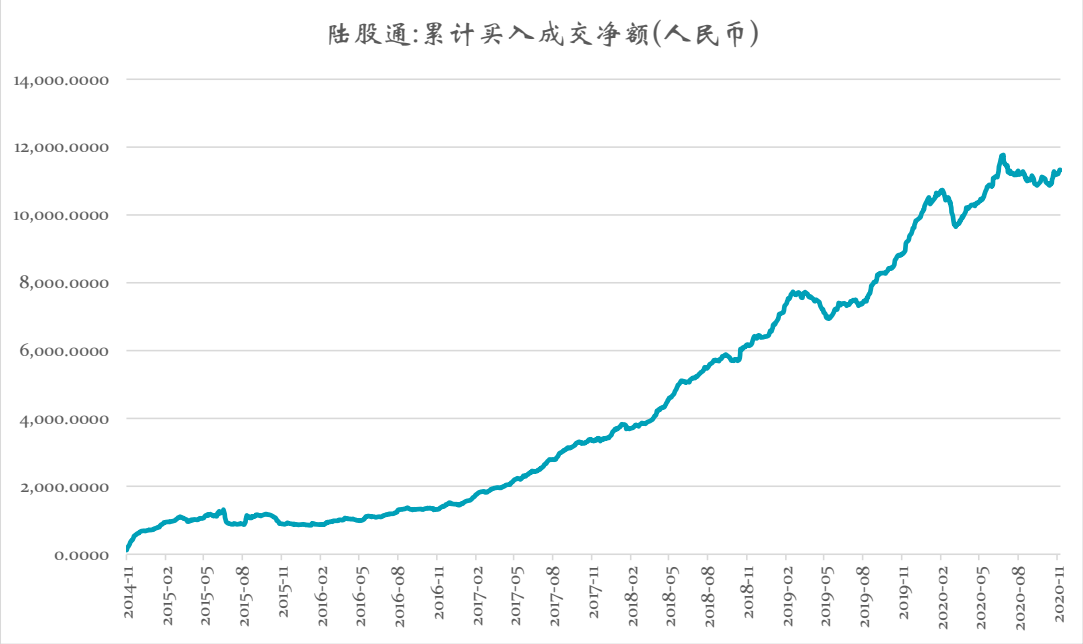
公募基金持股市值基本以股票型和混合型开放式基金为主。公募基金进一步又可以细分为开放式基金和封闭式基金两大类，开放式基金下又可以具体分为股票型、混合型、债券型、货币型和 QDII 型等类型。公募基金持股市值基本以股票型和混合型开放式基金为主。2015 年之前股票型开放基金份额处于较高的水平，并在 2015 年 6 月份达到高点，为 1.27 万亿份。随后在 2015 年下半年双双出现了急剧的下降，在经历几年的平稳期后，于 2018 年开始逐年提升，截至 2020 年三季末，股票型基金份额和净值分别为 1.14 万亿份和 1.78 万亿元，基本回到了历史的高位水平。从股票仓位来看，2015 年以来股票型开放式基金股票投资比例中枢大致稳定在 90%左右。与股票型基金恰恰相反，

2015 年之前混合型开放基金份额处于较低位置，基本维持在 5000 亿份水平。随后股票型基金份额在 2015 年下半年出现了大幅的上升，随后同样在经历几年的平稳期后，于 2018 年下半年再度开始上行，截至 2020 年三季末，混合型基金份额和净值分别为 2.46 万亿份，不断刷新历史新高。从股票仓位来看，2015 年以来混合型开放式基金股票投资比例中枢大致在 70%左右。

我们认为受益于居民资产配置的调整，地产投资回报率下行、货基理财收益率下行等带来居民部门持续资金入市，居民配置转移趋势有望延续，根据近三年新成立偏股型基金规模，我们预计 2021 年新成立股票型基金规模为 2500 亿份，混合型基金规模 1.1 万亿份，为权益类市场带来新增资金有望接近 1 万亿元。

外资方面，随着我国对外开放程度不断加强，外资持股市值亦在提升。根据央行定期披露的境外机构和个人持有境内人民币股票资产数据来看，外资持股市值由 2013 年的 3448 亿元升至 2020 年二季末的 2.46 万亿元。从持股市值占比来看，2003 年以来，外资持股占比由 1.7%大幅升至 2020 年二季末的 4.7%。其中已披露的陆股通净买入 1.13 万亿元。

图表 21：陆股通统计



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

我们认为 2021 年外资仍将保持持续流入态势。以亚太其他地区为例 MSCI 扩容间隔大约 2-4 年，但暂缓期间外资持股比例、成交额占比等仍继续提升，伴随我国资本市场开放程度的提高、制度的完善，MSCI、FTSE 等国际指数也存在进一步提高 A 股权重的可能性；另一方面，国内资本市场改革和开放以及人民币资产吸引力提升是外资长期持续流入的关键，我们认为外资持股比例上限存在放宽的可能、QFII 和 RQFII 等制度将继续完善。基于以上情况及趋势分析，我们预计 2021 年海外增量资金有望达 2000 亿元。

险资方面，截至 2020 年 9 月，保险资金余额约 20.71 万亿元，同比增长 16.48%，其中股票和基金投资占险资余额比重为 12.92%。

我们认为受益于保险公司权益类资产监管比例提高、保险业对外开放加速、刚兑打破导致股债配置转移等，同时注册制和退市制度等国内资本市场制度逐步完善下，国内权益市场资产质量有望进一步提

高，险资有望继续加配 A 股资产。假设保险资金余额约同比增长 15%，投资占比继续保持在 13%，2021 年将带来增量资金达 4000 亿元。

其他资金方面：

我国私募基金的资产配置中依然以股权投资占据大头，证券管理规模次之。2015 年以来私募基金证券管理规模在 2.5 万亿高点后稳定至 2020 年上半年。进入今年七月，规模突然升至 3 万亿元以上，截至最新的十月数据为 3.6 万亿，占比达 23%。我们认为，这主要因为近期证券期货经营机构私募资管业务去通道、控杠杆、转型主动管理稳步推进，截至 10 月底，证券期货经营机构的私募资管业务规模合计为 17.1 万亿元，环比略降，较去年底减少了 1.13 万亿。部分通道业务转至主动管理业务所导致的规模异常上升。真正为市场提供新增资金比较有限，预计 2021 年新增资金 1000 亿元。

保障类基金方面（社保基金、养老金、企业年金、职业年金等），截至 2019 年末，我国社会保险基金结余共计 9.7 万亿元，其中基本养老保险结余 6.3 万亿元。由于保障类金更加注意风险的防范，所以目前配置的股票比例相对来说是比较低的。受益于社保基金等中长期资金权益类投资占比提升、个人税收递延型商业养老保险投资公募基金试点落地、职业年金和养老金陆续到账投资等，中长期资金有望维持流入态势。估计将为股票市场提供 1000 亿元新增资金。

回购方面，2018 年之前 A 股市场回购金额总体较小，年回购金额基本均在 150 亿元之下。然而进入 2018 年，伴随着股市的持续下行，越来越多的上市公司开始提出进行股票回购以维护公司形象增强投资者信心，A 股市场迎来了股票回购热潮，2018 年当年回购金额达 523 亿元，2019 年回购金额进一步升至 1298 亿元。截至今年 10 月底，A 股市场回购金额累计已达 861 亿元。预计 2021 年回购金额约 1000 亿元。

综合来看，叠加券商资管、信托、基金子公司专户、银行理财等新增资金影响下。我们预计在均衡状态下，股票市场流入资金约为 2.4 万亿。

需求部分：

上市公司在一级市场可以通过增发、IPO、配股、优先股、可转债和可交换债几种方式进行股权融资。2013 年开始，在增发募资的带动下，一级市场募资金额出现大幅上升，直至 2016 年达到历史高点 2.1 万亿后出现回落。截至 2020 年 11 月份，今年以及市场募资总额为 1.45 万亿元。总体而言，随着我国资本市场融资功能的不断完善，上市公司在一级市场募资总额中枢有所抬升。我们预计 2021 年全年，一级市场募资总额为 1.6 万亿。

图表 22：

日期	集资金额合计		IPO 统计		增发统计		优先股统计		可
	募集家数(家)	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	增发家数(家)	增发募集资金(亿元)	优先股家数(家)	优先股募集资金(亿元)	可转债家数(家)
2020	862	14,538.50	340	4,223.223	278	7,097.668	5	99.350	181
2019	637	15,413.25	203	2,532.480	251	6,887.698	6	2,550.000	106
2018	510	12,109.35	105	1,378.151	267	7,523.525	7	1,349.759	78
2017	1,101	17,203.86	438	2,301.088	540	12,705.309	1	200.000	23
2016	1,124	20,859.61	227	1,496.078	804	16,642.878	12	1,623.000	12
2015	1,059	15,974.84	222	1,574.250	805	12,122.816	12	2,007.500	3

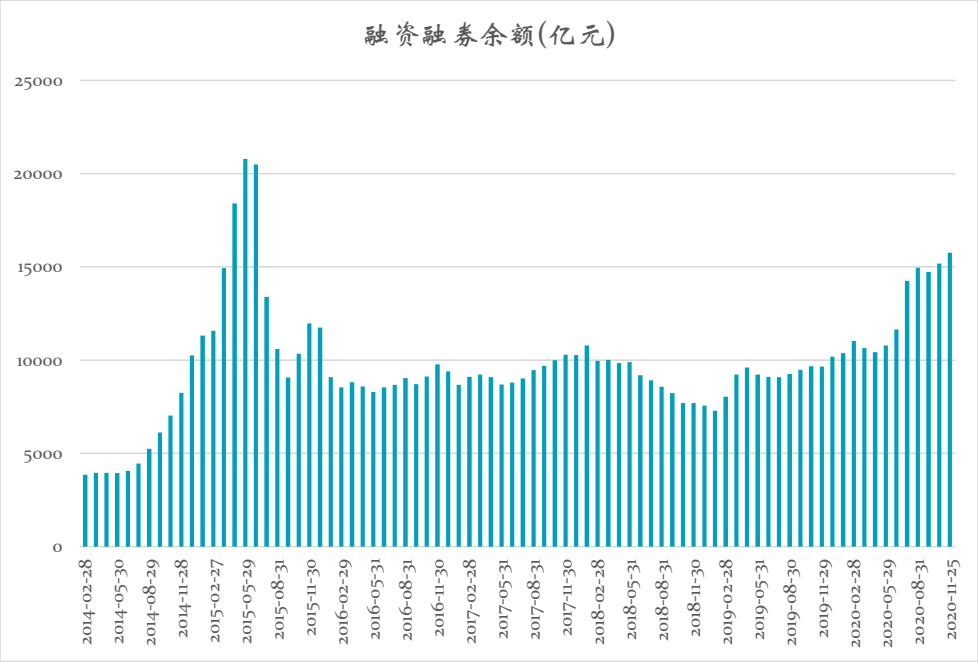
资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

2011 年 A 股市场年度解禁市值共计 2.1 万亿元，此后年解禁规模震荡上行，中枢不断抬升，根据最新披露的数据来看，我们预计 2020 年当年解禁市值将高达 4.68 万亿元。从当前时点，2021 解禁规模达到 4.6 万亿元，与今年基本持平。其中 6 月份是 2021 年解禁高点，解禁规模接近 1 万亿元。解禁市值规模的不断增加以及之后大股东存在的减持行为无疑会对市场流动性存在一定程度的压制。

相对应的，2015 年以来 A 股大股东净减持额总体呈现增加的态势。截至目前，沪深两市已有超过 1800 家上市公司披露重要股东减持，整体减持金额接近 5800 亿元，较去年同期增长约 75%，仅用了 10 个月时间便已突破去年全年约 4000 亿元的数据。我们预计 2021 年全年，产业资本减持规模或在 5500 亿。

各项税费方面，2010 年 3 月 31 日融资融券业务正式启动，各券商融资费率基本在 8%以上。随着两融业务的扩张，两融费用同样大幅增加。2010 年 A 股市场两融费用仅为 3.6 亿元，此后一路升至 2015 年的 1171 亿元高点，随后虽然略有回落，但基本均在 750 亿元之上，截至 11 月中旬，全年两融费用累计已达 1080 亿元。预计 2021 全年两融费用为 1000 亿左右。

图表 23：两融余额



资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

A 交易费用主要为千分之一的印花税和万分之三交易的佣金，2015 年印花税和交易佣金攀升至 3301 亿元高点。虽然之后有所回落，但中枢水平大致维持在 1500 亿元左右，截至 2020 年 11 月初，今年两市成交额累计已达 174 万亿元，对应的交易费用共计 2261 亿元。我们预计 2021 年全年印花税和交易佣金在 2400 亿左右。

综合来看，当前时点，我们预计 2021 年全年资金需求近 2.5 万亿，对应 2.4 万亿的资金供给，或存在 1000 亿资金净流出状态。

2. 盈利与估值展望

2020 年非金融股盈利于二季度开启了新一轮的上行周期，三季度呈现加速复苏的态势，我们认为将会在 2021 年一季度达到本轮盈利周期的高点，随后落入盈利放缓通道。2020 年二季度银行板块计提拨备为未来利润增长创造了空间，叠加利率中枢逐渐上移，2021 年金融板块利润增长将会明显好于 2020 年，且 2021 年二季度将会是金融板块利润增速的高点，预计 2021 年金融板块扣非归母净利润累计同比将会回升至正增长区间。

图表24：

	扣非归母净利润同比增速（%）					扣非归母净利润同比增速（%）E		
	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4E	2020E	2021E
全部A股	-1.2	5.7	-23.8	-14.3	10.8	17.3	-2.2	21
金融	2.4	13.6	-1.5	-20.4	3.3	5.5	-4.3	7.3
非金融	-5.5	-4	-56	-7.5	19.2	26.9	-1.9	32
制造业	-19.7	-2.9	-76.4	4.1	17.6	38	-1.9	29.4

消费服务	-5.8	20.9	-18	6.8	20.8	23	6	8.7
医疗保健	-6.4	-20.9	-15.3	32.3	52.8	67	28	16.4
信息技术	-97.2	-71.7	-51.2	15.1	13.2	17	-3	32
金融地产	4	13.5	-3.4	-19	3.1	6.3	-3.9	9.1

资料来源：Wind，中天证券研究发展中心整理

2020 年 1 月中下旬国内新冠肺炎疫情爆发使得 A 股市场恐慌情绪加剧，投资者风险偏好快速下降，A 股估值出现下修，随后海外疫情扩散使得全球主要股指波动加剧，A 股估值也进一步下探；3 月中下旬以来，多个行业积极复工复产，叠加相对宽松的货币政策和财政政策，A 股迎来估值修复期并且在二季度末回暖至历史均值附近；居民资金和海外资金持续入市，资本市场改革措施不断落地以及企业盈利加速改善等因素助力 A 股估值持续上行，并在 7 月中旬回升至均值加上一个标准差水平；随后流动性因素对于市场的主导因素略有弱化，再叠加部分大市值企业上市、外资阶段性流出、部分板块结构性高估等因素，A 股估值呈现震荡趋势。

目前全部 A 股市盈率估值为 19X，处于历史估值均值以上水平，相比 2019 年估值中枢大幅提升。下半年以来，在 A 股流动性驱动逻辑边际减弱下，部分估值达到较高水平的板块开始出现一定的调整，目前非金融板块估值缓慢回落至 27.6X，依然高于历史均值水平。

今年到目前的估值变化可以解释为，在经济砸坑后流动性加码宽松，高景气品种估值逐步进入泡沫区，循序渐进依次逐步下移最终传导到低估值，卖掉高估值买次高估值的过程。我们认为，今年余下时间至 2021 年 Q1，这种风格仍将延续，核心矛盾仍是信用收缩、盈利扩张。且目前来看，基金对周期、金融的配置仍然较低，未来可能出现存量资金转移至顺周期、大金融资产。

2021 年投资策略

我们预计明年下半年，疫情将在发达国家基本得到有效控制，发展中国家将在 2022 年。全球主要经济体将维持现阶段宽松的货币政策同时配合更加激进的财政政策。国内经济增长将在一季度达到 18%，随后逐步回落，全年或在 9%左右。财政政策逆周期调节必要性降低，预计赤字率将回落至 3.1%。货币政策面临大宗商品、国内房价以及全社会杠杆率制约，预计全年 M2、新增社融、新增人民币贷款增速均将回落至疫情前水平，OMO、MLF 利率价格工具保持稳定。在提高直接融资比例的政策要求下，预计明年一级市场融资规模仍超 1.6 万亿，叠加 4.6 万亿解禁规模，市场流动性将面临一定压力。所以我们认为，2021 年市场平均收益率（偏股型基金收益率中位数）将一改过去连续两年超过 35%的超额收益，回归到 5%-15%区间。

对于时间节点的判断，我们认为，明年一季度为公司业绩高点，叠加美国两党权利交接，将会出现短暂的政策真空期。所以短期内市场将会继续保持上行趋势，跨年行情可期。上证指数、上证 50 指数将会续创新高。但春节之后到二、三季度，我们判断将以震荡为主，操作难度较大。四季度如果经济增速从高点滑落较快，央行的货币政策从边际收紧转向宽松，市场或将再度迎来较好的操作窗口。对于明年的大类资产配置，我们的建议是商品>股票>债券>现金。

行业配置上，我们认为短期资金有望持续向低估值顺周期方向调仓，或出现金融的带领下，蓝筹权重指数出现阶段性上行。中期来看，展望至明年一季度，顺周期的领域业绩均在不同程度改善。保险银行等金融板块，建材、化工等周期板块，轻工家电等地产后周期消费，航空酒店机场影视等出行消费也有望依次恢复。科技领域的消费电子、电动智能汽车也将会开启复苏周期。估值性价比将会重新成为市场考量的重要因素。因此具备业绩改善、产业趋势变化、政策支持的细分领域将得到投资者的更多关注。从全年来看，我们看好明年业绩改善较大的制造业以及信息技术业。细分领域重点看好自动驾驶、车联网产业链在新能源汽车加速渗透后迎来快速增长。

二〇二一年一月“中天一号”投资组合

（2021年1月4日—2021年1月31日）

证券代码	证券名称	所属行业	市盈率 PE(TTM)	预测 2020 年每股收益（元）	总市值（亿元）	收盘价（元）
688180	君实生物	医药生物	-----	-----	646.75	81.10
603993	洛阳钼业	有色金属	60.74	0.11	1271.63	6.25
000488	晨鸣纸业	轻工制造	11.50	0.61	145.85	6.42
603019	中科曙光	计算机	74.34	0.53	496.58	34.23
300474	景嘉微	国防军工	105.49	0.84	210.60	69.91
300379	东方通	计算机	124.15	0.83	128.55	45.70
300059	东方财富	非银金融	69.63	0.48	2670.07	31.00
688981	中芯国际	电子	119.36	0.33	2191.77	57.75
002555	三七互娱	传媒	23.40	1.36	659.66	31.23
002739	万达电影	传媒	-----	-----	403.32	18.08

注：以2020年12月31日收盘数据计算

“中天一号”股票池个股点评

君实生物-U（688180.SH）

投资要点：公司是一家以开发治疗性抗体为主的研发型高科技公司，专注于创新单克隆抗体药物和其他治疗性蛋白药物的研发与产业化。根据公司三季报显示，营业总收入 10.11 亿元，同比去年 91.78%，净利润为-111566.5 万元，同比去年-150.43%，基本 EPS 为-1.39 元，平均 ROE 为-23.91%。12 月 29 日公司公告，公司通过国家医保谈判，被纳入新版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 版）》产品特瑞普利单抗注射液。本次特瑞普利单抗注射液被纳入新版国家医保目录，有利于进一步推动该药物的市场推广、提升销售规模。

股价催化剂：公司产品单抗纳入医保，有望增厚公司利润。

风险提示：单抗销售不及预期；

洛阳钼业（603993.SH）

投资要点：洛阳钼业以国内钨钼矿山为基础，通过多次并购，拥有铜钴、铌磷、钨钼、贸易等多累世界级资产。

股价催化剂：公司在 2020 年 12 月 13 日公告，以 5.5 亿美元自有资金收购全球最大、最高品味开发铜钴项目 Kisanfu 铜钴矿 95%股份。进一步增加公司钴资源的储备。

风险提示：疫情对下游消费带来的持续冲击风险，电池材料技术变化风险，金属价格价格大幅下跌风险，海外并购风险

晨鸣纸业（000488.SZ）

投资要点：铜版、白卡持续提价，利好公司盈利提升。随着铜版纸和白卡纸的提价的持续落地，公司收入保持环比增长态势。随着新

限塑令年底落实时点逼近，预期白卡价格未来一年仍有望维持温和上行。公司将持续受益于涨价落地和浆价地位，盈利能力持续提升。

股价催化剂：产品价格持续增长，业绩增长超预期

风险提示：业绩不及预期

中科曙光（603019.SH）

投资要点：公司是在中国科学院大力推动下，以国家“863”计划重大科研成果为基础组建的国家高新技术企业。公司主要从事研究、开发、生产制造高性能计算机、通用服务器及存储产品，并围绕高端计算机提供软件开发、系统集成与技术服务。

股价催化剂：公司披露三季报，2020 年前三季度实现营业收入 59.57 亿元，同比下降 12.15%；实现归母净利润 3.24 亿元，同比增长 29.79%。今年 4 月公司发布 2020 年定增预案，8 月 15 日获证监会核准批复。本次非公开发行拟募集资金不超过 47.8 亿元，用于“基于国产芯片高端计算机研发及扩产项目”、“高端计算机 IO 模块研发及产业化项目”和“高端计算机内置主动管控固件研发项目”三个项目。本次定增投入的方向包括海光芯片、高性能计算机固件模块，重点突破当前国家面临的“卡脖子”的问题，打破美国对基础科技领域的封锁。从公司角度，高毛利的芯片和高性能计算机业务有望获得更大的技术突破，提升公司长期竞争力，优化公司业务机构和盈利水平。

风险提示：宏观经济或下滑的风险；海光芯片量产或不及预期；

景嘉微（300474.SZ）

投资要点：公司致力于信息探测、信息处理和信息传递领域的技术和综合应用，为客户提供高可靠、高品质的解决方案、产品和配套服务，是国内成功自主研发国产化图形处理芯片(GPU)并产业化的企业。公司主要从事高可靠电子产品的研发、生产和销售，产品主要涉及图形显控、小型专用化雷达和其他三大领域。

股价催化剂：持续大力进行研发投入，成型产品按计划升级迭代，受益 GPU 国产化进程：加速，国内市占率有望进一步提升。

风险提示：宏观经济下滑

东方通（300379.SZ）

投资要点：公司是领先的基础软件和信息安全解决方案提供商。通过先进的软件产品和技术，东方通为客户提供安全可靠的中间件、信息安全、创新应用产品与解决方案，帮助用户实现业务创新、安全管控和数据的共享与价值挖掘。

股价催化剂：政策红利加码，国产中间件市场前景广阔。中间件是打通操作系统和应用的通用服务，具有解耦合、降低开发难度、可复用、可拓展等优势，在未来将会起到更重要的作用。2023 年全球中间件市场规模预计达 434 亿美元，国内市场前景乐观。国外巨头在中间件市场遥遥领先，在国内市场占据超 50%的份额，自主可控政策红利加码，国产化替代空间大。

风险提示：政府开支不足

东方财富（300059.SZ）

投资要点：互联网成功转型券商，近五年营收 CAGR 达 47.21：东方财富成立于 2005 年，后推出“东方财富网”、“股吧”、“天天基金网”等财经咨询交流平台，流量常年稳居财经类网站前列。

股价催化剂：经纪和两融业务排名升至第 18、20 名，门户网流量稳居前受益于公司财经门户网的顶级流量优势，2015-2019 年证券业务收入 CAGR 达 122.10%。公司证券业务个人用户占比近九成，证券经纪和两融业务合计收入占比超过 90%

风险提示：成交量大幅萎缩

中芯国际（688981.SH）

投资要点：公司是全球领先的集成电路晶圆代工企业之一，也是中国大陆技术最先进、规模最大、配套服务最完善、跨国经营的专业晶圆代工企业

股价催化剂：成熟工艺平台产能奇缺，未来增长空间巨根据三季报披露数据，2020 年第三季度中芯国际营收结构中，28nm 及以下先进制程占比为 14.6%，28nm 以上成熟制程占比为 85.4%，达到 65.23 亿元。而据 IHSMarkit 预测，全球晶圆代工市场规模将从 2020 年的 585 亿美元上升至 2025 年的 861 亿美元，其中 28nm 以上成熟制程占比为 48%，市场规模达 414.29 亿美元。

风险提示：制裁进一步加剧

三七互娱（002555.SZ）

投资要点：公司是 A 股游戏公司龙头。公司通过强大的品牌影响力及资金实力在产业上下游布局，加大投入研发精品游戏，在以游戏质量为核心竞争力的买方市场中提高了市场占有率和上下游话语权；公司持续通过精准投放广告和微电影等方式对新发行的游戏进行推广，以此稳固国内地位和扩大海外市场；5G 游戏市场具有强大的发展潜力。

股价催化剂：2021 年新游戏将陆续释放，游戏流水有望长期持续增长。

风险提示：游戏板块持续回调；新游戏流水不及预期。

万达电影（002739.SZ）

投资要点：公司是国内电影行业龙头，主业包括票房和院线收入，以及电视剧和电影的制作发行及相关业务收入。国内基本面逐渐复苏，电影行业回暖；2020 年第三季度毛利率由负转正；影院市占率领先优势扩大，龙头地位加强；定增获证监会核准，资金将用于新建影院项目和补充流动资金，增强公司竞争实力。

股价催化剂：公司目前已有 40 部电影、电视剧和网剧储备，其中《唐人街探案 3》定档 2021 年春节档、《寻龙诀 2》、《误杀 2》等超级 IP 有望于未来 1-2 年陆续释放

风险提示：电影板块持续回调；疫情持续反复影响影院正常营业；观影需求不及预期。

医药行业2021年投资策略研究

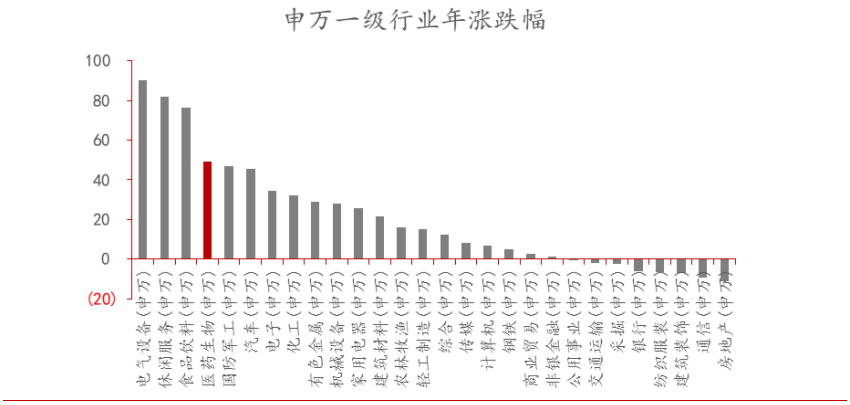
研究发展中心 研究员 王博

执业证书编号：S1390518070001

一、行情回顾

截止 2020 年 12 月 23 日，医药生物（申万一级）指数年度涨幅 49.35%，位居 28 个申万一级行业第 4 位，期间最高涨跌幅为 68.04%，位居 28 个申万一级行业第 4 位。

图表 1、申万一级行业年涨跌幅



资料来源：中天证券研究发展中心、Wind

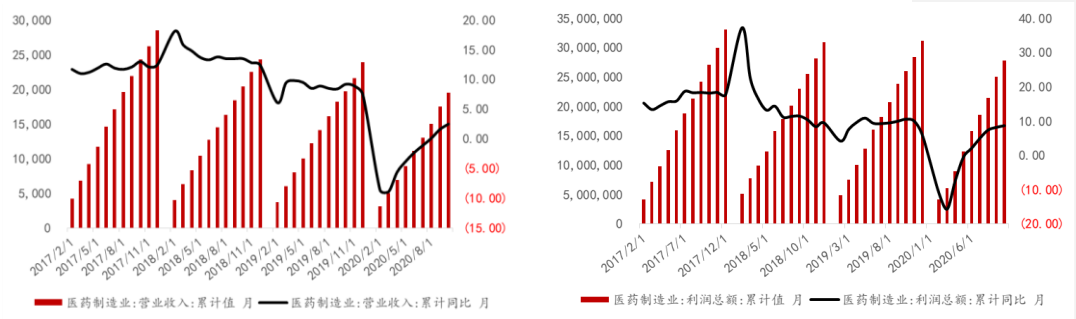
从细分行业（申万三级），医疗服务板块年涨跌幅 86.68%，年内最高涨跌幅小幅 88.87%，小幅回调，医疗服务板块整体走势呈现先抑后扬的趋势，因为一季度受疫情影响最为严重的板块就是医疗服务板块，随着国内疫情逐步得到控制，社会生活逐渐恢复正常，以爱尔眼科为代表的医疗服务龙头慢慢爬出“黄金坑”。医疗器械板块年涨跌幅 79.86%，年内最高涨跌幅 118.13%，从高点回调近三分之一，医疗器械板块是最先受益于疫情的板块，一季度迈瑞医疗、鱼跃医疗等防疫相关标的受到资金的青睐，随着疫情得到控制以及业绩兑现后，板块

炒作慢慢降温。生物制品板块年涨跌幅 69.66%，年内最高涨幅为 138.49%，生物制品板块经历了过山车般的行情，这是典型的资金高度博弈后的走势。化学原料板块年涨跌幅为 47.14%，年内最高涨幅为 75.86%，年初受益于印度原料药订单向国内转移的逻辑。化学制剂板块年涨跌幅为 26.24%，年内最高涨跌幅为 42.41%。医药商业板块年涨跌幅为 21.01%，受线上平台新规影响，药店连锁龙头出现回调；年内最高涨跌幅为 40.65%。中药板块年涨跌幅为 12.47%，年内最高涨跌幅为 38.12%。

二、行业经营情况

根据 wind 数据显示，2020 年前 11 月国内医药制造业累计实现营业收入 2.20 万亿，同比增长 3.90%；医药制造业累积实现营业利润 3145.60 亿，同比增长 11.90%;2020 年医药整体制造业收入、利润规模较去年同期有所增长，2020 年新冠疫情爆发对医药部分细分领域及公司业绩拉动作用明显。逐月看，2020 年伊始由于新冠疫情爆发，全社会正常生产经营活动受到较大影响，1-5 月医药制造业整体收入及利润均为负增长，随着国内疫情基本得到控制以及海外抗疫需求增加，国内医药制造业收入和利润呈现快速复苏态势：医药制造业整体收入及利润增速分别于 8 月、6 月由负转正。

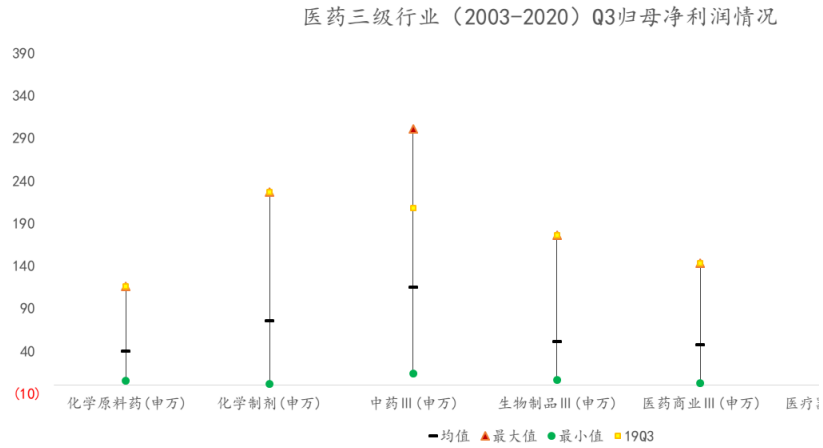
图表 2：行业营业收入



资料来源：中天证券研究发展中心、Wind

A 股上市公司方面，2020 年前三季度医药板块整体营收 1.33 万亿元，增速为 3.63%，实现归母净利润 1278.82 亿元，同比增长 26.01%。一方面部分行业受益于新冠疫情，另一方面，2019 年全行业整体持续受到医保结构性控费、带量采购等政策影响冲击，也在一定程度上影响了行业整体增速。从细分行业来看，除了中药板块外，其他六个三级子行业净利润均创下历史新高。

图表 3、医药三级行业 2003-2020 年 Q3 归母净利润情况



资料来源：中天证券研究发展中心、Wind

三、医保控费情况

随着中国人口老龄化的提高，医保支付压力也逐年提高，根据国家医保局 2020 年 6 月发布的《2019 年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，2019 年参加全国基本医疗保险 135407 万人，参保率稳定在 95%以上。2019 年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入 24421 亿元，比上年增长 10.2%，占当年 GDP 比重约为 2.5%；全国基本医保基金（含生育保险）总支出 20854 亿元，比上年增长 12.2%，占当年 GDP 比重约为 2.1%；全国基本医保基金（含生育保险）累计结存 27697 亿元，其中基本医保统筹基金（含生育保险）累计结存 19270 亿元，职工基本医疗保险（以下简称职工医保）个人账户累计结存 8426 亿元。虽然 2019

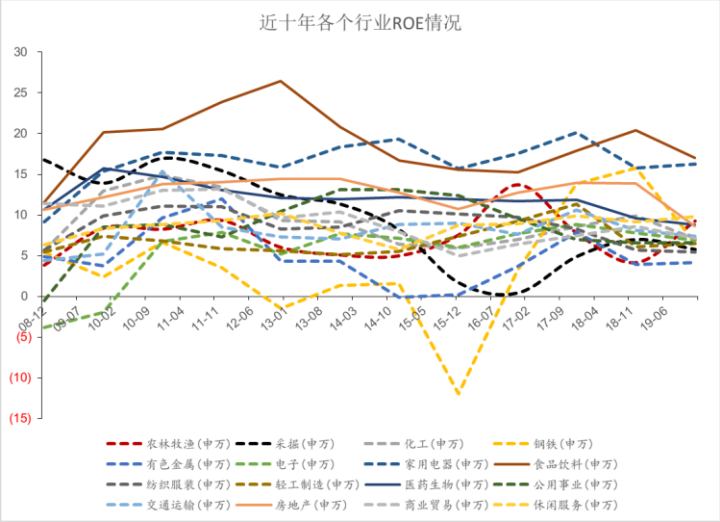
年医保结存了2.7万亿元，但从支出的情况来看，这些结存也只够维系全国一年的基本医保基金总支出，抗风险性不高，因此，医保控费势在必行。

自 2018 年开始，国家药品集中采购经历了三批共四轮，共计 112 个品种中选，平均降幅超过 50%。为了推进药品集采，国家层面出台的四个重磅文件。2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过国家组织药品集中采购试点方案。会议指出国家组织药品集中采购试点，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。2019 年 11 月 29 日，国务院医改领导小组发布《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》的文件，指出要以药品集中采购和使用为突破口，进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施。2020 年 3 月 5 日，中共中央国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出深化药品、医用耗材集中带量采购的制度改革，协同推进医药服务供给侧改革，对带量采购、平台建设等各个方面提出了更加具体的要求。此外，在今年的十四五规划中，提到要改善人民的生活品质，提高社会建设水平，全面推进健康中国建设，深化医药卫生体制改革，推进国家组织药品和耗材集中采购使用改革。

带量采购工作对医药行业影响深远。从最初的“4+7”试点的25个品种、覆盖 11 个城市，到第三批集采 55 个品种、覆盖 31 个省；参与对象也从公立医院扩展到公立医疗机构、军队医疗机构、医保定点民营医疗机构和零售药店；虽然二级市场的投资者面对集采已经由最初的“诚惶诚恐”，转变为现在的“家常便饭”。长远角度来看，集采必然重构中国医药行业生态。无论是带量采购亦或是医保谈判目录对医药行业最为直接的影响就是倒逼企业去进行创新，因为在医保控费的大背景下，为了可以纳入治疗效果更好的创新药，只能对仿制药的利润空间进行挤压，这样才能有效的发挥医疗开支的作用。国家方面也不断的出台政策加大对创新药的扶持，如优先审评审批、上市许可人制度等等。国内药价下降已成趋势，可以预见，未来大量中小型药企会逐渐退出市场，进而带动国内医药行业集中度提升。通过A股上市公司盈利情况变化，观察集采实施后对医药行业的影响。我们统计了

2008 以来可比申万一级行业的 ROE 情况，可以在 2008~2017 年长期保持 ROE 在 10%的行业仅有家用电器、房地产及医药，因为医保控费的原因，医药行业在 2018 年开始，ROE 首次跌破了 10%。

图表 4、近十年各个行业 ROE 变化情况



资料来源：中天证券研究发展中心、Wind

四、投资策略

经历了两年的上涨，A 股医药板块的估值水平已然不低，截至 12 月 29 日，医药生物（申万）PE 为 44.80 倍，分位点 84.96%。大市值医药白马股普遍估值在 50-100 倍，赛道优质的中小市值标的也能给与 50 倍甚至更高的估值。而其他标的则处于“无人问津”的低估值+低流动性的尴尬局面。随着注册制的推广，这种两极分化的情况将持续存在。综合考虑，我们认为 2021 年整个医药板块应该处于一个估值消化的阶段，但不乏结构性行情，简易关注创新药产业链（包括创新药及 CXO）、医药商业中的药店连锁等板块。

CXO。一方面，全球范围内 CRO 领域可持续增长态势较为明确。以前十大药企研发投入为例，FierceBiotech 公布了 2019 年全球跨国药企研发投入前十名的榜单，前十的门槛已经上涨到 56.2 亿美元。总计

820 亿美元的研发投入创下历史新高，相较于 2018 年增加了 40 亿美元的投入。全球药企研发投入增长来自于三方面，医药研发费用稳定持续增长，临床前在研药物数量大幅提升，年均新药获批数量提升一个台阶；药企为提升效率、加快研发速度，在逐步提升研发外包比重；中小创型企业对 CRO 依赖程度更深。另一方面，新兴药企崛起是近年来研发投入的重要增量。FDA 审评速度提升、对新技术更加开放，近年新药获批数量迭创新高。医药创新活跃，也吸引了创投持续支持中小型药企。由于新兴药企人员以创业企业为主，追求效率、人员精炼，不可能将新药研发方方面面全都由自身做起，人员、基础设施均代表较大投入，目前中小企业流行虚拟研发，核心人员掌控研发思路及节奏，将分子筛选、毒理、筛选、临床等大多数步骤均外包出去，对 CRO 依赖程度更深。而 CRO 组织的快速兴起，其实也降低了新药研发门槛、资金需求规模，又从另一面刺激了新药领域投资。此外，在全球市场销售端布局，一些中小企业项目出现较好苗头后，往往会被大药企收购进行商业开发。大药企收购往往会进行尽职调查，医药早期项目的数据真实性、可靠性尤为重要，中小型企业从自身研发节奏把控、未来被收购增加可信度角度来看，均需要寻找知名度高、有品牌背书的大型 CRO 组织合作。

国内药企由仿转创已成趋势。自 2015 以来，仿制药一致性评价、二票制、持续推进的药审改革、带量采购等重磅政策重构行业发展逻辑，仿制药的“创新药”式销售模式不复存在，仿制药价格下降是必然趋势，药企为了保证持续发展和稳定的盈利能力，主动或被动转型创新研发；同时，政策也从研发、生产和医保支付等多个环节鼓励、支持创新研发。我国医药行业正处于“仿制药”向“创新药”战略转型期。

在医保控费趋严和精细化的背景下，鼓励创新、带量采购等行业政策重构我国医药行业运行的模式，将从之前“销售”驱动逐渐转型为“研发”驱动，创新研发推动行业发展。对于药企而言，在仿制药价格下降必然趋势下，为了保证持续发展和稳定的盈利能力，只有转型创新研发，寻找新的利润增长点。研发投入持续增加为 CRO 的繁荣发展奠定基础。同时，在盈利空间被压缩的情况下，研发投入更加注重

成本和效率，越来越多的药企和专业的 CRO 机构合作，CRO 的行业的渗透率不断提升.

1.成都先导[688222.SH]

公司是一家高科技创新药物研发企业，由英国皇家化学学会会士 JINLI(李进)博士归国后携国内外多位生物、化学等领域专家共同创建，公司设立至今一直围绕着 DNA 编码化合物库(DNAEncodedcompoundLibrary，简称 DEL)技术潜心研究与创造，专注于原创新药的早期链段研发——苗头化合物和先导化合物的发现。目前，已建立合作关系的客户主要包括：全球跨国制药企业(辉瑞、强生、默沙东、赛诺菲、武田制药、勃林格殷格翰、利奥制药、LG 化学等)，国际知名生物技术公司(基因泰克、Aduro、Forma 等)，国内大型医药企业(扬子江药业、天士力集团、先声药业等)，支持新药研发的基金会(盖茨基金会)以及其他领域公司(巴斯夫)。

12 月 4 日，公司公告收购收购 Vernalis(R&D)Limited100%股权。Vernalis（R&D）与成都先导在技术及商业模式上都有互补作用。技术上，Vernalis（R&D）专注的 FBDD/SBDD 产生的化合物与靶点结合的信息是新药研发中药化部分工作极其重要的信息来源，该信息可以直接用于成都先导化合物优化过程中的化合物设计。结合成都先导 DEL 技术在筛选方面的优势，对公司今后在小分子新药发现和优化这一领域的长远发展和布局带来非常重要的影响。此外，Vernalis（R&D）已经有多个自研管线的转让了，成功收购以后，Vernalis（R&D）的新药立项及临床候选化合物产品的临床运营团队和经验，可以帮助提高成都先导内部的项目转化效率，同时能够进一步推动现有的一站式新药研发服务的终点后推至临床阶段交付。

根据财报显示，公司 ROE 为 1.68%，同比变动-15.67pct，从杜邦分析角度出发，销售净利率、资产周转率、权益乘数分别变动-36.16、-0.14、-0.24pct；经营现金流净额/营收为-31.75%，同比变动-124.3pct；成本控制方面，三项费用率为 82.62%，同比变动 26.67pct，其中，销售、管理、财务费用分别变动-1.42、25.02、3.08pct；资产运营效率方面，净营业周期为 153.55 天，同比变动 73.50 天；资产结

构方面，资产负债率为 6.36%，同比变动-17.47pct；公司第单三季度季度实现净利润-0.00 亿元，同比变动-0.18%，环比变动-112.26%。

2. 泰格医药[300347.SZ]

公司是一家领先的全流程一体化医药研发服务平台，业务遍及全球，致力于协助客户加速药物创新。根据弗若斯特沙利文的资料，按 2018 年的总收益计，公司是中国第二大医药研发服务平台及全球三大药物发现服务供应商之一。

在国际化方面，今年 8 月份完成香港 H 股上市；在完善服务一体化方面，今年通过收购雅信诚和谋思分别整合翻译业务、早期临床业务，这两个业务板块对完善公司业务服务体系起到重要作用。同时，方达美国的实验室体系也在向中国复制，方达也日趋完善中美两地实验室一体化工作

根据财报显示，公司 ROE 为 13.03%，同比变动-3.12pct，从杜邦分析角度出发，销售净利率、资产周转率、权益乘数分别变动 32.56、-0.20、-0.18pct；经营现金流净额/营收为 22.47%，同比变动 5.71pct；成本控制方面，三项费用率为 25.73%，同比变动 6.48pct，其中，销售、管理、财务费用分别变动 0.07、0.91、5.49pct；资产运营效率方面，净营业周期为 72.56 天，同比变动-39.94 天；资产结构方面，资产负债率为 6.92%，同比变动-13.85pct；公司第单三季度季度实现净利润 3.19 亿元，同比变动 648.84%，环比变动-57.08%。

药店连锁。由于药店连锁兼具着消费+服务的双重属性，深受机构投资者的喜爱。而近几年行业监管趋严、医保政策小幅收紧，推动行业向规范化前行，头部药品零售企业合规经营率先受益，中小连锁及单体药店经营压力凸显，未来行业集中度提升仍将持续，进一步打开了龙头药房的成长空间。此外，处方外流这一长期确定的趋势也为药房提供了业务增量。集采与医院药品零价差倒逼药厂将渠道重心转移至院外市场，加快了处方外流的进程。今年药店连锁板块一定程度上受到线上平台因素的压制，短期来看，线上平台并不会分流线下流量。首先，打通医保跨区域支付是阻碍线上平台扩容的关键因素，从目前政策及各地医保差异的情况来看，短期内无法解决。其次，线下药店

具有服务壁垒，药店的服务增加值，源于医药产品的专业化和信息不对称，最终转化为购药指导，表现为客品数、客单价和复购率。顾客购药的最终目的，是解决健康问题，医药消费是风险厌恶，这就决定了线下场景的不可替代性。

1. 大参林[603233. SH]

2020 年以来，各大省市都推出了各自的惠民商业补充医疗保险，以广州为例，推出的穗岁康医疗险，是由广州市政府同意，由广州市医保局主导设计保险方案，经公开招标选定商业保险公司承办的普惠性保险产品。不同于其他的惠民医疗险，是商业保险公司自行开发的商业性产品，医保局不参与产品方案设计。两种药店消费场景被纳入，大参林作为华南区域龙头药店充分受益。

公司加速“互联网+”积极拥抱新零售，O2O、B2C 电商模式，依托公司现有资源、线下门店基础和有竞争力的商品资源，融合，实现线上线下的有效融合，在共享会员和库存等资源的前提下，通过第三方及自建的购物平台，分别以微信公众号、小程序、大参林网上商城 APP、PC 端实现网上下单等方式实现交易，为顾客提供高效、便捷又省心的消费。

根据财报显示，公司 ROE 为 18. 78%，同比变动 1. 80pct，从杜邦分析角度出发，销售净利率、资产周转率、权益乘数分别变动 1. 53、0. 01、-0. 28pct；经营现金流净额/营收为 12. 8%，同比变动-0. 69pct；成本控制方面，三项费用率为 27. 18%，同比变动-2. 99pct，其中，销售、管理、财务费用分别变动-2. 64、0. 04、-0. 40pct；资产运营效率方面，净营业周期为 40. 11 天，同比变动-18. 44 天；资产结构方面，资产负债率为 48. 07%，同比变动-6. 67pct；公司第单三季度季度实现净利润 2. 72 亿元，同比变动 394. 16%，环比变动-13. 40%。

创新药。医保控费对医药行业的长期影响可以参照上个世纪 80~90 年代的日本，早在上个世纪 80 年代，受经济增长放缓以及人口老龄化的双重因素影响，我们的邻国日本开始了医保控费，1982 年老年人免费医疗改为自己负担一部分，1988 年开始每两年一次对医保药品进行降价此后医保支付改革，以及后续通过医保支付改革、增加仿制药使

用等途径进行医保控费。从下图可以明显看出，1988 年开始日本国民医疗费增速显著下滑，近三十年的时间跨度中基本将医疗费用增速控制在 0~5%之间。国内医药企业目前面临的情况与日本类似，中国在医保局的成立、带量采购引发药品降价、不断放松的进口政策与当年的日本都很接近，当然也有不同的地方。一方面，我国人口基数庞大，市场需求空间远超日本。中国已经步入老龄化社会，2019 年中国 65 岁以上人口占总人口的比例为 12.6%，且仍然呈现升高的趋势，老龄化的增加直接带来了更多的医疗需求。而从基本医保的覆盖面来看，截至 2019 年底，全口径基本医疗保险参保人数 1.35 亿人，参保覆盖率继续稳定在 95%以上。另一方面，我国的医保支付政策较日本更加灵活。日本是高福利国家，从 1961 年开始便实行全民医保，主要由政府开始承担大部分费用，日本的《药事法》规定，凡是医疗用的药品都不能自由定价，而是由厚生劳动省统一定价，上市药品的价格只能在这个加权平均值上进行一定幅度的变动。根据日本经验，具备一定“家底”且拥有先发创新优势的企业更容易转型成功，发展成为大市值龙头企业。此外，看好未来有重磅新品或新适应症上市且具有在研管线丰富的创新药企业。

1. 丽珠集团[000513.SZ]

近年来，公司积极向创新药转型，公司近期公告，丽珠单抗公司进行了重组，将生物药相关的业务，包括抗体、融合蛋白、重组激素、细胞治疗、ADC 等整合至丽珠生物公司平台上。丽珠生物的发展战略为，以肿瘤免疫为重点，丽珠集团优势领域为支撑。丽珠生物目前主要集中在三大领域：肿瘤、免疫疾病、生殖。在研管线方面，注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体正在进行 II 期胸腺癌适应症临床试验；人源化双特异性自体 CAR-T 细胞注射液正在开展 POC 临床；重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液 III 期临床试验目前已入组完毕；重组人促卵泡激素注射液目前在临床前研究阶段。此外，公司微球平台蓄势待发。微球公司新建有微球制剂及配套溶剂车间 5 个，主要用于奥曲肽微球、阿立哌唑微球等品种的临床用药及后续商业化生产。由于技术壁垒，以及专利和设备等主要制约因素，微球关键制备技术掌握在欧美日发达国家制药巨头手中。目前国内上市的微球大部分为进口产品。国内

已上市 7 个微球制剂，分别是利培酮、奥曲肽、亮丙瑞林、曲普瑞林、艾塞那肽，其中唯一国产化的品种是注射用醋酸亮丙瑞林微球（一个月缓释）。丽珠公司的亮丙瑞林微球 2019 年销售收入为 9.26 亿元。

根据财报显示，公司 ROE 为 12.48%，同比变动 2.82pct，从杜邦分析角度出发，销售净利率、资产周转率、权益乘数分别变动 6.93、-0.00、0.10pct；经营现金流净额/营收为 19.15%，同比变动-0.43pct；成本控制方面，三项费用率为 41.28%，同比变动-3.79pct，其中，销售、管理、财务费用分别变动-5.84、1.02、1.02pct；资产运营效率方面，净营业周期为 129.09 天，同比变动 18.02 天；资产结构方面，资产负债率为 32.10%，同比变动 5.21pct；公司第单三季度季度实现净利润 4.16 亿元，同比变动 372.44%，环比变动-31.15%。

2.泽璟制药-U[688266.SH]

公司是一家专注于肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病等多个治疗领域的创新驱动型新药研发企业。公司成功建立了两大核心技术平台，即精准小分子药物研发及产业化平台和复杂重组蛋白新药研发及产业化平台。依托这两个技术平台，公司开发了丰富的小分子新药与重组蛋白新药的产品管线，覆盖肝癌、非小细胞肺癌、结直肠癌、甲状腺癌、鼻咽癌、骨髓增殖性疾病等多种癌症和血液肿瘤以及出血、肝胆疾病等多个治疗领域。

多纳非尼进入优先评审阶段。目前多纳非尼已完成药理毒理、临床、药学方面的审评工作，CDE 官网显示已于 12 月 8 日向公司寄发发补通知。泽璟制药的多纳非尼是一种口服多靶点多激酶抑制剂类小分抗肿瘤药物，在多纳非尼片一线治疗晚期肝细胞癌的开放、随机、平行对照（多纳非尼组和索拉非尼组 1:1 随机对照设计）、多中心 II/III 期临床研究中，多纳非尼显示了疗效和安全性均显著优于索拉非尼。中国作为肝癌大国，肝癌市场需求巨大，是远未被满足医疗需求的市场，不会因仿制药的集采而改变该领域的市场、需求和创新，随着药物可及性的提高，以及新的肿瘤靶向药物、免疫治疗药物的更广泛应用，整个市场规模在不断扩大。

公司外用重组人凝血酶主要用于外科手术出血的局部用药。数据显示，中国外科手术出血局部用药市场规模 2018 年达 73.0 亿元。随着手术数量增加，新一代局部止血药物的技术替代等多种驱动因素下，外科手术局部止血市场将会不断扩大。公司的外用重组人凝血酶在 GMP 条件下生产，中国目前仅有本品正在开展 III 期临床试验，全球范围内仅有 Recothrom 为同类产品在境外上市，该产品具有工业化生产成本低、无病毒污染风险和低免疫原性风险等特点，使其具备广泛应用的潜力。

五、风险提示

全球疫情影响期；医保控费力度超预期。

有色金属2021年策略报告

研究发展中心 研究员：张雷
执业证书编号：S1390514040003

一、总体观点

2020 年受新冠疫情的影响，中国有色行业运行呈现先抑后扬的态势，尤其是 2020 年第一和第二季度行业承受压力较大，在流动性以及中国需求复苏的推动下，有色行业运行显著向好，先行的行业景气指数在 2020 年二季度开始见底回升。2020 年前十个月，有色金属矿采选和有色金属冶炼及压延利润增速均实现正增长，分别同比增长 9.3%和 5.0%，十种有色金属产量同比增长 4.3%，有色呈现出产销两旺的态势。

展望 2021 年，我们对顺周期依旧相对看好：

货币端，从历史经验看我们预计美元将进入新一轮下行周期，为商品价格提供有利的货币环境。从供需平衡角度看，2015 年以来全球工业金属持续处于供需弱平衡状态（供需缺口/过剩占总需求不足 5%），在弱平衡的背景下金属价格对供需边际变化敏感运行。站在长周期视角，当前金属价格仍处历史中位，决定价格运行方向的核心因素也从供给和货币转向需求。我们判断随着国内 2016-2018 年金融去杠杆主动压缩需求结束，国内经济转向全面复苏。海外经济也有望在货币政策转向财政刺激过程中温和复苏，顺周期逻辑下金属价格有望继续拾步而上。

工业金属：需求回暖叠加低库存，2021 年铜铝价格有望维持较高水平

铜：预计 2021 年随着国内需求回升巩固，海外需求恢复，全球及中国精炼铜的需求增速分别为 2.9%和 2.0%，恢复至疫前水平，且铜库存处于 2017 年相对低位，2021 年铜价格有望保持在较高水平。铜产业链中铜矿供给较为有序，2021 年新增项目形成有效供给有限，受益较高铜价程度较大。

铝：预计 2021 年随着国内外市场需求共振，全球及中国电解铝的需求分别增长 6%和 2%，回归疫前消费量。预计 2021 年电解铝原材料氧

化铝受困产能过剩，价格难以逞强，电解铝新增产能可控，库存处于较低水平，有利铝价走强，电解铝较高的盈利水平有望保持。

金属新材料：成长空间较大，关注能源金属以及钛材子行业

能源金属：随着新能源汽车产销恢复，2021 年能源金属需求恢复较快增长，中长期成长增长确定且空间较大。供给方面，在成本制约下，能源金属钴锂供给收缩，趋于理性，预计 2021 年价格中枢有望上移。

钛材：受益国防费用支出持续增加，新型战机列装以及国产大飞机产业化，预计我国中高端钛材需求旺盛，推动钛材需求较快增长，预计 2020-2025 年中国钛材需求复合增速为 8.2%，维持较高景气。同时行业集中度不断提升，具规模及先发优势的龙头企业面临较好发展机会。

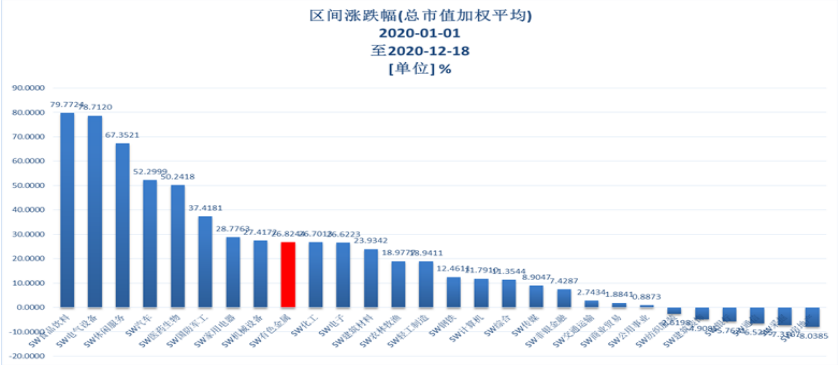
贵金属：预计 2021 年价格震荡

预计 2021 年流动性保持宽松，但进一步宽松的空间缩小，美元走低的动力减弱，对黄金价格推动边际减少。此外，偏投资黄金 ETF 黄金持仓继续保持高位，但进一步增加的动力减弱。我们认为 2021 年黄金价格将趋于震荡，但需关注通胀变化，如通胀超预期，持有黄金的收益将重新获得重视。

二、2020 年板块全年回顾

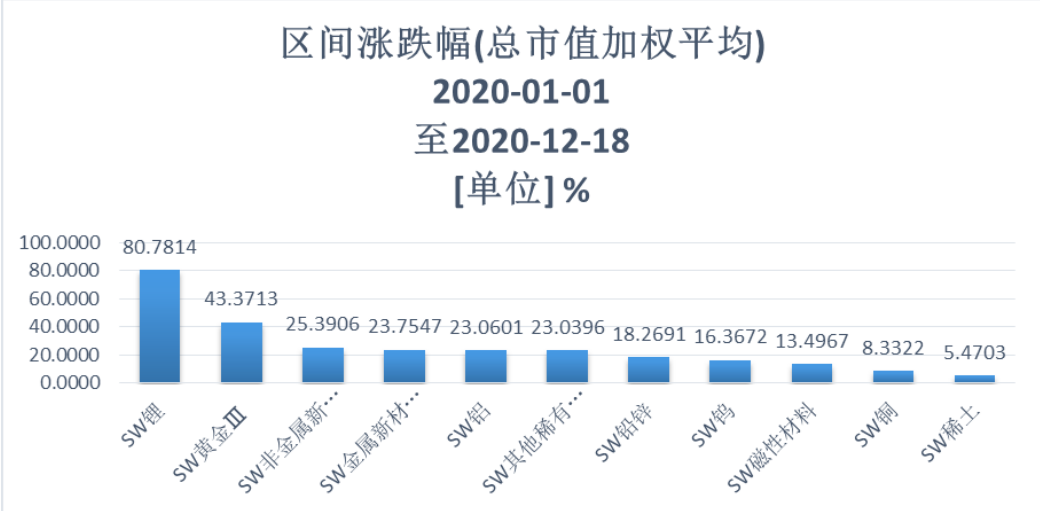
截止 2020 年 12 月 18 日，有色金属行业累计涨幅 26.82%，在 28 个申万一级行业中排 9 名。子板块方面，在上游停减产以及新能源汽车产销复苏预期带动下锂板块累计涨幅 80.78%，黄金板块在一波连续拉涨的背景下累计涨幅 43.37%。

图表 1:2020 年行业涨幅



数据来源：wind 中天证券研究发展中心

图表 2：有色金属行业内子版块全年表现



数据来源：wind 中天证券研究发展中心

个股方面，黄金、铜、锂以及新材料相关标的表现抢眼。其中赤峰黄金累计涨幅 256.66%排名第一。跌幅榜方面，业绩恶化以及债务风险隐患标的表现较弱。

图表 3：版块内全年涨幅前十

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2020-01-01 至2020-12-18 [单位] % ↓
600988.SH	赤峰黄金	256.6600
300855.SZ	图南股份	178.3873
300489.SZ	中飞股份	158.6940
002460.SZ	赣锋锂业	157.9185
300395.SZ	菲利华	145.2797
603826.SH	坤彩科技	134.0451
605376.SH	博迁新材	114.3197
601168.SH	西部矿业	109.4877
601899.SH	紫金矿业	103.9672
300835.SZ	龙磁科技	101.6175

数据来源：wind 中天证券研究发展中心

1.工业金属

2020 年初新冠疫情肆虐，在疫情冲击前后金属价格经历一轮 V 型反转的短周期价格波动。通过复盘，我们可以显著观察到本轮短周期完美复刻供给、需求、库存、货币四大要素在周期中所起的作用。

阶段一：需求冷冻，供给常态，库存积累，价格断崖式下跌

2020 年 1 月-3 月，国内疫情爆发，出于防控疫情需要以及叠加春节假期影响，下游需求端出现休克式冷冻，上游采选冶行业基于连续生产的业务模式保持稳定的产能运行，原材料产成品以库存形势在全社会及上游厂商大量积累，价格呈现断崖式下跌。

阶段二：国内下游复工复产常态化，海外疫情爆发下的无上限货币宽松，价格 V 型反转

2020 年 3 月-5 月，国内疫情防控效果显著，下游有序复工复产，需求端逐步恢复，社会库存去化，价格缓慢修复。海外疫情爆发，恐慌情绪下流动性枯竭，美联储开启无上限量化宽松，大量流动性涌入市场，价格加速上涨。

阶段三：国内需求集中释放加速库存去化，疫苗等利好消息提振海外需求，价格超越疫情前水平

2020 年 5 月-至今，一季度被抑制的需求集中释放，社会库存加速释放。疫苗等利好消息缓解海外恐慌情绪，出口恢复，除上期所铅价外各金属价格超越疫情前水平。

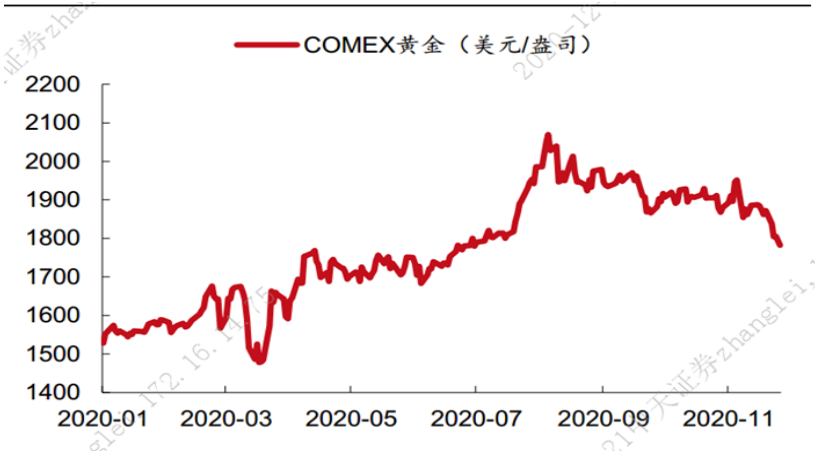
2. 黄金

阶段一（1-3 月）：3 月份海外疫情爆发，疫情防控影响经济活动，同时恐慌情绪蔓延造成金融机构间流动性冻结，金融机构为应对流动性危机抛售黄金导致金价急速下跌。

阶段二（4-8 月）此后为应对疫情对经济活动和流动性冲击，以美联储为代表的全球央行开启新一轮货币宽松政策，为市场注入流动性。在流动性助推下黄金快速拉升。同时叠加美国大选之年，不确定性加剧黄金价格上涨，金价阶段性突破 2069.4 高点。

阶段三（9-11 月）此后新冠疫苗研发进展消息披露，疫情冲击造成的恐慌情绪缓解，同时随着美国大选结果逐渐清晰，黄金价格高位回调。

图表 4：截止 12 月 20 日，年内黄金价格累计涨幅 24.86%。



数据来源：wind 中天证券研究发展中心

疫情期间，美联储开启无上限货币宽松政策，总资产从年初 4.17 万亿美元扩张至 7.16 万亿美元，增长 71.92%。欧洲央行总资产从年初

4.66 万亿欧元扩张至 6.83 万亿欧元，增长 46.51%。大量流动性注入市场，推升包括黄金在内的各类商品价格。

3.小金属

年初以来受疫情影响，小金属下游需求萎靡拖累价格表现，随着复工复产持续推进，需求端有所复苏，但多数品种价格仍低于较年初价格。主要品种中镨钕氧化物上涨 23.75%，锗锭上涨 5.19%。

随着 9 月份新能源汽车产销复苏，拉动上游原料需求，钴、锂价格较年内低点均有一定程度的反弹。

三、2021 年有色板块策略

基于我们构建的周期品货币、供给、需求三要素分析框架，对明年有色板块做出以下预判。

货币端，虽然疫情期间为应对流动性危机，全球央行大幅扩表的行为或有边际调整的可能，但在目前全球经济仍处复苏阶段直接启动缩表的可能性较小，流动性仍将维持整体宽松格局。

供给方面，肇始于 2015 年的上一轮产能周期出清依然仍在持续，虽然各个金属品种所处阶段并不同步，但供应格局整体依然偏紧。

需求方面，尽管目前海外疫情二次爆发对短期经济造成影响，但全球新冠疫苗进展顺利。目前进入三期有 10 个款疫苗，其中 2020 年 11 月，美国辉瑞和德国生物科技公司 BioNTech 宣布，联合研制的疫苗在 III 期临床试验有效率超 90%。预计随着疫苗的推出，2021 年全球疫情有望缓解，推动需求回升。IMF 在最新的全球经济增长展望中，预计 2021 年全球经济恢复增长，增速为 5.2%。在中国，经济复苏的态势良好，有色主要下游产销不断回暖，2021 年需求回升有望巩固。

从 PMI 产成品指数看，受疫情影响，中国产成品的库存下降较快，三季度库存继续下行，去库存阶段基本完成。随着需求回升，预计 2021 年进入主动增库存的可能性较大，而增库存行为将导致需求放大，对包括有色产品在内的大宗品景气有推动作用。

美元下行周期启动，为商品提供有利货币环境

从长周期波动看，美元指数从 1995 年至 2008 经历一轮完整周期，1995 年-2002 年上行周期，美元指数从低点 80 启动上涨至高点 120。期间美国实际 GDP 增速经历长达 5 年超过 3%的高增长阶段，且高于全球 GDP 增长。2002 年-2008 年下行周期，美元指数从高点 120 下跌至低点 71。期间美国经历互联网泡沫破灭，经济高增长戛然而止。虽然有地产市场助推经济，但美国 GDP 增长已低于全球 GDP 增速。我们认为美元指数周期波动内因基于美国经济增长，且与全球增速存在比较关系。

本轮美元指数上行周期（2011 年-2018 年），在 2008 年之后三轮量化宽松刺激下，美国经济自 2011 年率先进入复苏进程，而欧元区则深陷债务危机泥潭拖累全球经济复苏进程。期间美元指数从低点 73 上涨至高点 103。目前美元指数跌破 90 点整数关口。

2019 年美国实际 GDP 增速 2.16%，较 2018 年 3.0%增速下滑 18%。2020 年受疫情影响，美国前三季度 GDP 增速分别为 0.32%、-9.03%、-2.91%。根据国际货币基金组织（IMF）预测 2020 年美国实际 GDP 增速-4.27%。美国经济增长增速下行趋势确立。基于以上分析，我们判断美元指数新一轮下行周期或已开启。弱美元的货币环境为大宗商品价格上行提供有利基础。

行业供需弱平衡，供给端扰动仍存

2015 年以来工业金属全球供需持续处于弱平衡状态，供需缺口/过剩量占总需求量比例不足 5%，工业金属价格在供需弱平衡背景下敏感运行，价格对需求端/供应端突发事件反馈非常及时。另一方面，全球疫情冲击影响并不同步，工业金属主产国疫情冲击影响生产经营及运输因素仍然存在。

在 2001-2007 年需求长周期结束之后，工业金属需求进入低增速时代，而供给端在价格下行周期中也逐步处于出清阶段。从 2015 年以来全球工业金属供需平衡表可以观察到，工业金属供需一直处于弱平衡状态，供需缺口/过剩在需求总量中的占比不足 5%。

主产国疫情冲击，海外供给扰动因素仍存

本轮新冠疫情冲击下，各个国家应对疫情的防控措施不一，疫情对经济社会影响也并不同步。从工业金属资源主产国别看，以铜为例，

美洲铜精矿产量占到全球产量 55%，且主要以出口为主。但从疫情防控的角度看，南美国家目前仍处疫情高发阶段，对矿山生产经营及港口运输影响仍在，主产国在疫情影响下供应端扰动因素并未消除。

需求复苏不断验证，成为金属价格的核心决定要素

1.国内疫情防控卓见成效，经济复苏率先启动

短周期看，受新冠疫情冲击及防控需要，2020 年一季度国内经济活动基本处于停滞状态，近 30 年来首次出现 GDP 同比下滑，2020 年一季度 GDP 同比下降 6.8%。2 月份国内规模以上工业增加值同比下降 25.87%。随着疫情防控逐见成效，3 月份全社会复工复产，经济活动逐步恢复常态。Q2、Q3 国内 GDP 转正且呈现加速复苏迹象，下半年工业增加值不仅逐月转正且增速超过 2019 年同期。新冠疫情对国内经济影响基本消除。

从工业金属主要下游行业看，地产在 2016 年监管层提出房住不炒的前提下，行业整体呈现下行趋势。但随着三条红线政策推进，加快开工节奏和新盘销售回款成为房企现实选择。对于后周期的汽车、家电等行业也起到拉动作用。从行业产销数据看，家电行业已经逐步恢复疫情前水平，且随着海外出口需求拉动，冰箱等产品产销甚至超越疫情前，呈现加快复苏迹象。

2.海外疫情冲击已过至暗时刻，有望逐步恢复常态化

海外经济方面，4 月份之后受疫情影响，经济活动停滞拖累需求。随着疫苗等利好消息以及民众恐慌情绪缓解，经济逐渐开启复苏进程。日本 PMI 指数已经回升至荣枯分界线。根据 OECD 综合领先指标，本轮疫情影响对经济瞬时冲击超过 2008 年金融危机。但在影响时间上则小于 2008 年，随着经济活动逐渐恢复，海外综合领先指标已逐步回升至疫情前水平。而全球 PMI 指数也回到荣枯分界线之上。

四、2021 年顺周期标的主要推荐铜、锂及新材料

铜：供给仍处出清阶段，金融属性+需求向好推动铜价上涨

上游铜矿供应仍处偏紧格局

从工业金属价格运行周期看，每一轮需求扩张带来价格周期，随后上游启动资本开支周期，带来新一轮产能释放周期。以 2001 年中国加入 WTO 为起点，叠加国内工业化、城市化进程，中国经济上行周期带动需求扩张，金属价格经历长达 7 年上行周期，伴随价格上涨，上游资本开支启动产能建设周期，以全球铜矿资本开支为例，2001-2008 年价格上行周期带动上游资本开支，2013 年全球铜矿资本开支达到峰值，其后随着 2011 年价格下行周期开启，资本开支也随之进入收缩阶段。叠加上游 3-5 年的建设投产周期，全球铜精矿产量在 2016 达到高点，随着供应增速持续回落。铜精矿 TC/RC 持续下行，我们预计随着建成矿山品位下降，预计铜精矿供应增速仍将维持低增速阶段。

铜价与美元指数呈现明显负相关性

长期来看，铜价与美元指数呈现明显负相关性。在展望部分，我们分析并预计美元已开启新一轮下行周期，在此背景下，铜价运行有望长期处于有利的货币环境。

需求端电网投资逆周期属性保障铜消费基本盘

随着国内下游行业产销复苏趋势，家电、汽车等行业产销回暖带动铜消费。另外从铜下游消费最大部门电力行业观察，2020 年 1-10 月电网投资完成额 3371 亿元，同比增速-1.29%，增速较 2019 年同期-10.26%大幅改善。而且从 2012 年之后，电网投资逆周期属性增强，电网投资成为政府部门逆周期调节的常备工具。在疫情冲击下，预计电网投资有望维持持续增长态势，有利保障国内铜消费。

综上，在上游铜矿供应偏紧，美元下行周期背景下，铜价有望保持上行趋势。积极布局铜矿资源持续扩张的紫金矿业。

重点关注：

紫金矿业：铜、金、锌资源龙头，迎来高速成长期

铜、金、锌资源龙头：截止 2020 年 Q3，公司铜资源储量 6272 万吨、黄金资源储量 2353 吨、锌资源储量 816 万吨，分别位列国内第一、第一、第二。公司过往在国内外外延并购积累下的庞大资源储备为长期发展奠定基础。

锂：供给出清、需求长期向好

1.新能源汽车长期成长趋势不改

2019 年欧盟发布新版碳排放法规，实施时间为 2020-2030 年，排放法规大幅加严。自 2020 年开始，95%新销售的汽车碳排放须降至 95g/km，2021 年 100%新销售的汽车要求达标。2025 年，政策要求新车碳排放量较 2021 年下降 15%，降至 81g/km，2030 年，新车碳排放量较 2021 年下降 37.5%，降至 59g/km，超出部分按每克 95 欧元（约人民币 740 元）罚款。2020 年实施的碳排放政策，从缓冲时间、惩罚力度等方面相比上一轮政策更为严格。传统车为了满足碳排放减排要求，提高新能源渗透率是必然路径。

目前欧洲各国对新能源车长期规划中，禁售燃油和集中在 2025-2040 年间，法国、德国、英国禁售燃油车时间分别为 2025 年、2030 年和 2035 年。从补贴情况看，德国、荷兰已发布补贴政策延续至 2025 年，德国疫情对冲政策将延续至 2021 年底；英国和法国已有补贴政策分别延续至 2023 年和 2022 年，意大利和希腊延续至 2021 年底。

2.2025 年中、美、欧新能源汽车销量 1110 万辆，长期增长趋势不改

2020 年 11 月 2 日国务院网站发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，规划提出到 2025 年国内新能源汽车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右。预计随着国内消费市场复苏以及新能源汽车产品线日趋成熟，新能源汽车行业产销有望逐步恢复高增速趋势。根据西部证券汽车研究团队测算，预计 2025 年中、美、欧有望实现 1110 万辆新能源汽车销量，年均复合增速 31.68%。全球新能源汽车产销长期增长趋势不改。

2014 年-2017 年锂行业经历一轮上行周期，受益于国内新能源汽车爆发式增长带来的需求扩容，碳酸锂价格从 3.7 万元/吨启动，高点上涨至 17.15 万元/吨。供需阶段性错配是价格上涨的主要推动力，随着碳酸锂价格高位运行，2016 年起大量的资本涌入上游矿山、盐湖，随着 2018 年国内新能源汽车产销增速调整以及澳洲矿山投产，锂行业进入下行调整周期，价格逐步跌回 5 万元/吨。

在价格下行过程中，前期规划项目矿山经营陷入困境，高昂的财务成本压垮企业正产经营。新投产矿山收缩运行负荷并缓建规划项目，上游进入出清阶段，改善行业供需状况。根据目前矿山停减产情况，我们测算上游锂精矿供应减少 50 万吨以上，折合碳酸锂供应 6 万吨左右。

我们预计短期随着上游矿山供应持续收缩，锂行业价格有望逐步触底反弹。中长期看，随着上游供应结构变化，在矿石提锂成本支撑和供给占比提升前提下，锂行业价格中枢也会随之抬升。

另一方面随着车厂对续航里程持续追求，高能力密度比的三元系锂电池结构占比有望逐步提升。锂电池对正极材料需求或发生变化。

根据市场机构预测，在中性情景假设下，2025 年锂电池对碳酸锂、氢氧化锂的需求占比将由 2019 年 75%、25%演变为 40%、60%。氢氧化锂需求占比都比 2019 年有望大幅提升。

综上，我们判断短期锂价有望在上游产能出清、下游需求复苏带动下触底反弹，中长期随着供应结构变化，锂价中枢仍有提升空间。从中长期需求结构变化看，氢氧化锂下游需求有望扩容。

重点关注：

赣锋锂业：产品布局与客户结构持续领先的锂业龙头

全产业链的锂业龙头：公司已经建立从上游锂资源开发、中游锂盐深加工、下游锂电池应用及回收全产业链布局。公司现有 4 万吨碳酸锂、3.1 万吨氢氧化锂、1600 吨金属锂生产能力。

新材料：把握军工新材料、汽车轻量化等高景气方向

军工新材料：国防现代化助推行业持续高景气，看好碳纤维、钛材

2019 年中国国防预算支出 12122.1 亿元，同比增长 7.46%。国防预算支出占国内 GDP 比重 1.22%。除了 2017 年以外，自 2011 年以来中国国防预算同比增速持续快于 GDP 增长。但相较于全球其他主要国家国防支出，我国国防预算虽然持续处于增长趋势，但占 GDP 比重较其他国家

仍有较大差距。随着综合国力提升以及中资企业在海外投资与贸易总量增长，国防现代化刻不容缓。

根据国防部《新时代的中国国防》白皮书披露，在国防预算结构上，装备支出从 2010 年 1773.59 亿元/33.25%提升至 2017 年 4288.35 亿元/41.11%。原有装备的升级换代以及新式装备列装成为国防预算支出重中之重，装备支出提升也带来了军工新材料行业需求扩容。

汽车轻量化：轻量化大势所趋，镁、铝应用场景广阔

随着油耗法规和碳排放政策的趋紧，各国对汽车节能减排方面的要求越来越高，全球乘用车燃料消耗整体趋势是到 2020 年达到 5L/100km 左右。实现汽车节能减排的方法主要有汽车轻量化、流线型车身和低阻轮胎等。其中，流线型车身通过降低风阻可节省油耗 7%；低阻轮胎可节省油耗 3%；而汽车每减重 10%，便可使油耗减少 6%-8%，排放量减少 5%-6%，是目前达到减排目标最有效的手段之一。在汽车轻量化的趋势之下，铝、镁等轻金属是汽车轻量化的首选替代材料，也是未来汽车发展的重要方向。

2017 年 2 月，节能与新能源汽车技术路线图在上海正式发布。在细分领域之一的轻量化技术方面，该汽车技术路线图强调，要重点发展镁合金材料在汽车上的应用，到 2020、2025 和 2030 年我国的单车用镁量要分别达到 15kg、25kg 和 45kg。

轻量化是当前解决传统燃油车减排以及新能源汽车续航焦虑的有效手段，随着汽车行业产销复苏，总量需求及单车用量提升有望拉动镁、铝合金需求。

重点关注：

宝钛股份：钛材龙头迎来行业高景气

钛材加工龙头，产业链规模优势突出：宝钛股份是中国钛材加工行业龙头企业，主要生产板材、管材、丝材等，是我国目前唯一一家具有铸—锻—钛材加工完整产业链的企业。公司现有海绵钛产能 1 万吨/年，钛锭产能 3 万吨/年，钛材产能 2 万吨/年。

云海金属：受益轻量化长期趋势的镁合金龙头

全产业链布局的镁合金龙头：公司具备“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金加工-镁合金回收”的完整产业链。公司现有 10 万吨原镁、18 万吨镁合金，28.5 万吨铝合金，1.5 万吨中间合金生产能力。近期公司公告与宝钢金属、池州市青阳县政府共同建设年产 30 万吨镁合金及深加工项目，进一步加码布局镁合金及深加工业务，巩固公司镁合金行业龙头地位。

五、风险提示

宏观经济超预期下行；中美关系恶化导致商品价格波动有较大不确定性；供给增加超预期。

2021 年机械行业投资策略

研究发展中心 研究员：于文声

执业证书编号：S1390519060001

一、机械行业现状回顾及展望

1.1、宏观情况回顾

十四五规划的核心是要从国际循环转变为国际国内互促的双循环发展的新格局，根本仍是国内大循环。国内大循环有望使供需联动升级、提升收入水平从而创造消费需求。

国内基建和地产投资步入稳定发展的平台期，未来几年城镇化率仍将保持稳步提升，带来工程机械设备保有量的持续扩张。而全球人口老龄化趋势加速不断催生机械设备器械替代需求，为机械设备中长期增长提供强劲支撑。

2020 年以挖掘机为代表的机械设备需求旺盛，销量同比增速均超 30%，其中前 10 月累计实现挖掘机销量 26.4 万台，同比增长 34%，行业需求强劲，2020 年全年销量有望超 32 万台。

1.2、行业业绩表现情况

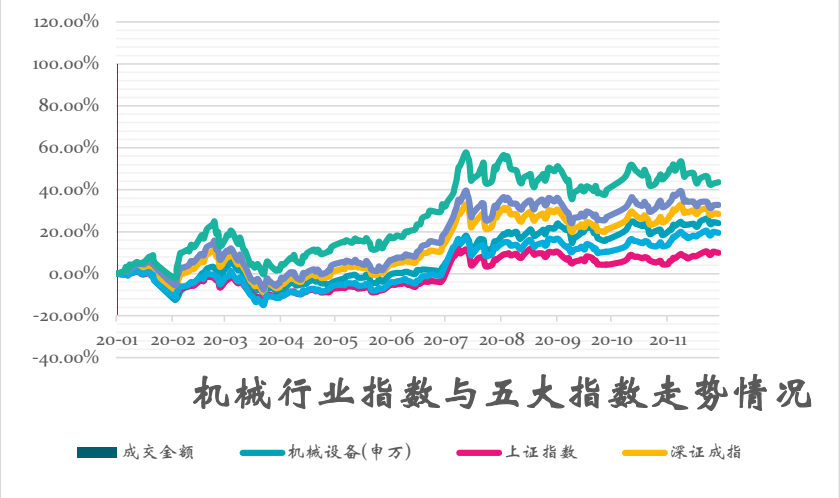
从近 10 年数据看，机械行业平均市盈率为 33.7 倍，目前市盈率 30 倍，略低于均值；平均市净率为 2.86 倍，目前市净率 2.82 倍，与均值基本持平。

行业前三季度实现营收为 9268 亿元，同比增长+13.2%；净利润 624 亿元，同比增长 28.5%。疫情后行业整体恢复较为显著。

行业呈现资源向头部公司倾斜的特点，其中前 10 大市值公司前三季度实现净利润 350 亿元，占行业净利润的 56%，行业两级分化现象较为严重。

1.3、行业走势情况概览

图表 1：机械行业与五大指数 2020 年走势

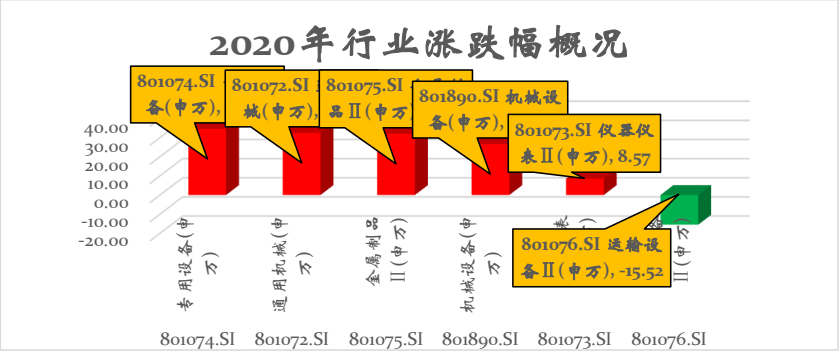


资料来源：wind，中天证券研究发展中心

截至 11 月底，机械申万 I 级行业涨幅为 26.63%；上证指数涨幅为 9.94%；深证成指涨幅 28.49；沪深 300 涨幅 19.46%；中小板指数涨幅 32.79%；创业板指数涨幅 43.6%。行业整体表现一般，仅跑赢上证指数和沪深 300。

二级行业看，专用设备上涨 34.6%；通用机械上涨 32.5%；金属制品上涨 32%；仪器仪表上涨 8.57%；而运输设备下跌 15.52%。

图表 2：机械二级行业 2019 年涨跌情况



资料来源：wind，中天证券研究发展中心

1.4、2021 年行业展望

展望 2021 年，挖掘机和起重机等重型机械将继续实现稳步增长，后周期工程机械品种需求仍将保持强劲态势，行业凸显的核心龙头企业强者恒强，市场份额进一步提升。双循环和国内大循环所带来的需求升级和海外市场需求复苏可以有效保障需求端，国内品牌有望对接海外需求，产业升级势在必行。国内基建和地产投资逐渐步入稳定增长的新阶段，城镇化率还将稳步提升，带动保有量同步扩张。

国内制造业正处于转型升级时期，制造业升级将给行业带来广阔市场空间。看好工业自动化、油气设备、光伏锂电设备、智能物流装备等板块。

二、重点子板块研判

2.1、工程机械

本轮行业复苏因素的多元化使得其景气度和景气周期远超上一轮，主线在相关设备的更新换代、环保标准升级、机器替代等。

21 年行业在保持稳定增长的同时行业集中度逐步提升且规模效应逐渐显现，龙头企业营收和利润增速显著高于行业平均水平，现金流持续改善，资产质量更趋优化。

17 年开始起重机、混凝土机械等重型机械产品开始复苏。逆周期调节下基建投资持续加码，支撑工程机械需求。房地产开发投资开始回暖，刺激工程机械需求。环保标准强制执行，加快更新周期。巨大的设备保有量带来了更新换代的需求，成为行业复苏的一个重要因素。其中 20 年前三季度起重机销量 4.14 万台，同比增长 26.5%，其中单三季度销量 1.21 万台，同比增长 55.77%，呈现爆发式增长态势。而混凝土机械也保持高景气度，龙头企业收入稳增长。

行业在 2021 年将保持稳定增长。基建仍是未来我国经济发展的重要支撑，叠加大型设备更新换代、环保升级等多重因素，行业将获得持续稳定的需求下保持高景气度。

2.2 能源装备：油气装备

我国是全球最大的能源消耗国，油气需求对外依存度高，原油、天然气对外依存度分别为 70%、40%。能源安全问题是事关国家长治久安的重大问题，因此长期加大资本开支的力度不会改变。

图表 3：近期行业政策汇总

时间	政策
2019.5	国家能源局在北京组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进电视电话会议。会议强调石油企业要将大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，不折不扣完成 2019-2025 七年行动方案工作要求。
2019.10	中共中央政治局常委、国务院总理、国家能源委员会主任李克强在北京主持召开国家能源委员会会议，就能源供给方面，李克强就指出，“加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力。”
2020.7	财政部发布《清洁能源发展专项资金管理办法》，对页岩气等非常规天然气开采利用给予奖补，按照“多增多补”的原则分配，超过上年开采利用量的，按照超额程度给予梯级奖补；未达到上年开采利用量的，按照未达标程度扣减奖补资金。

资料来源：wind，中天证券研究发展中心

我国页岩气探明储量井喷增长，资源优势明显，非常规油气已成为天然气增储上产的重要方向。目前已探明储量超 1.8 万亿立方米，新增探明储量 7600 亿立方米。各类非常规天然气在天然气总产量中占比超 1/3，其中页岩气产量增幅超过 40%。而随着压裂设备技术能力提升，我国页岩气成本大幅下降。数据显示 19 年我国页岩气单井成本约为美国的 1.3 倍，相比照 14 年同期 2 倍的成本有大幅下降，其开发成本下行将使其开发经济性获得提升。非常规油气补贴政策由“总量补贴”转为“增量补贴”，形成奖惩分明的双效机制。

目前国产压裂设备厂商三足鼎立、多元并存的特点。压裂设备及其关键部件柱塞泵已经充分完成国产替代，同时龙头厂商已领先布局北美市场，具备充分参与海外市场的技术能力。主要设备厂商包括：杰瑞、石化、宝石、北方重工、南阳二机、中油科昊、山东科瑞、三

一等。其中石化机械、杰瑞拥有丰富井场经验和技术优势，占据主要市场份额。

2.3 锂电设备

龙头电池厂商与锂电设备强强绑定，加速锂电设备发展。锂电设备不二龙头先导拟向 CATL 发行股票募集不超过 25 亿元；CATL 锁定龙头设备商产能，进一步提升产业链上下游控制力。

国内锂电设备龙头技术水平快速接近日韩顶尖企业，价格和服务优势，加速拓展市场份额。20 年锂电设备的国产率有望超 80%。前段工艺设备上，本土的涂布机供应商有：新嘉拓（璞泰来）、浩能（科恒）、雅康精密（赢合），总体市场占有率为 60%。而中段设备国产替代率较高，技术成熟。先导在卷绕机方面的技术能力可以与日韩系相抗衡。国产厂商后段设备自制率高，毛利率也较高，后段设备性能与动力电池安全性直接挂钩，下游客户普遍粘性较高，价格刚性也相对更强。

下游电动汽车的蓬勃发展，使得动力电池的需求旺盛。目前国内锂电设备核心企业对前中后段生产工艺均有布局，且具有一定的国际竞争力，具备完全自主可控的能力。

2.4 光伏设备

20-25 年全球光伏市场延续稳健增长态势，新增装机规模约为 200GW，国内新增装机规模在 80GW。新增装机量持续增加的情况下，国内光伏组件海外出口数量加速增长。2019 年我国光伏组件出口 63GW，同比增超 60%，出口多元化特征明显。

20 年光伏产业政策基调延续，表明国家发展清洁能源的规划。国内扩产密集释放拉动设备市场空间。受内需有望翻转、外需持续加速的积极影响，国内企业扩产计划密集释放，为设备市场带来充沛发展空间。

成本控制是光伏产业发展的重中之重，19 年后新建电池产线仍以 PERC 技术为主，老旧电池产线完成技术改造。PERC 拥有超 60%的市场份额，产线成本降至约 30 万元/MW，主流 PERC-P 型单晶电池转换率超

22%。而 HJT 作为 N 型电池中的代表，其转换效率高、光致衰减缓慢、较高良品率、双面率高、有利于实现硅片薄片化等的技术特征契合产业长期降本诉求，其叠加 IBC 技术后效率可达 26.63%，这种高效率使得 HJT 有望接棒 PERC 成为下一代主力光伏电池。

国内各大设备厂商均积极布局 HJT 产能，HJT 全球产能规划约为 55GW，国内产能规划超 50GW。但目前国内规划产能中已建产能比例较低，可实现量产的产能比例更低，国内产能建设中 HJT 设备国产化势在必行。

PECVD 是 HJT 产线设备降低成本的关键点。短期内 HJT 技术推广仍受制于成本压力。目前 HJT 产线的设备投资约 5 亿/GW，相较于 PERC 的不到 2 亿/GW 仍有较大下降空间。

2.5 智能物流装备

传统物流主要是依靠人工及叉车等依靠人工操作的机械设备进行货物的转运，效率低、堆放密度低。智能物流使得自动化程度显著提升，运输效率大幅提高，货架堆放密度更高、位置使用更合理，实现按照多种高级排产算法进行智能排产，运行效率显著提升。

随着国内经济快速发展，产业效率提升需要生产方式自动化的改变，同时受制于劳动力供给的逐步下滑的因素，机器替代正逐步成为工业自动化发展中的重要部分。

智能物流按照应用不同可以分为工厂生产物流和商业配送物流。商业配送物流使用于仓储领域，工厂生产物流应用于产品生产车间。在自动化程度最高的车间能够实现完全无人化，在每道生产工序和工序之间均可完全实现自动化，智能物流对于工厂自动化具备重要意义，其建立在物联网的基础上需要嫁接 5G 的广泛应用。

2.6 检验检测

检验检测行业的发展呈现出向龙头集中、民营机构发展更快、向新领域快速拓展等特点。随着社会对安全、环保趋严等因素影响，行

业年均保持两位数的增长。19 年行业市场规模超 3200 亿元，同比增长 15%。

随着我国进入高质量发展阶段，催生检测认证需求，检验检测认证机构保持高增速增长。我国检验检测市场发展迅速，服务需求不断提升。市场监管总局将进一步深入推进“放管服”改革，这有助于激发检验检测市场活力，促进行业向国际化、专业化、集约化方向发展，产生了大批优质检验检测企业。行业将逐渐开始行业整合，提升运营管理效率，提高市场竞争力。

三、2021 年个股核心组合

3.1 核心个股概况

图表 4：核心个股基本情况

代码	名称	营业收入（亿元）（20.9.30）	净利润（亿元）（20.9.30）	每股收益（元）
002353.SZ	杰瑞股份	81.09	11.30	1.64
300450.SZ	先导智能	56.17	6.40	0.86
300457.SZ	赢合科技	20.39	2.78	0.32
688006.SH	杭可科技	13.44	3.08	0.78
603611.SH	诺力股份	39.21	1.97	0.95
002967.SZ	广电计量	16.26	0.78	0.34

3.2 杰瑞股份

低油价进一步压缩页岩油气厂商运营成本，压裂环节是页岩气开发中成本最重的部分，电驱压裂、涡轮等新型压裂设备换代升级提速，需求有望持续释放。随着全球经济恢复，原油需求上升，油价不断上涨，行业景气度在逐步恢复。公司作为压裂设备行业龙头，新型压裂产品全球领先，新型压裂设备渗透率持续提升。

3.3 先导智能

公司是锂电设备绝对龙头，在手订单储备丰富，新签订单增长明显，其中中标宁德时代订单 32.28 亿元。公司整体发展较为稳健，坚定提升产能、扩大公司规模，将有助于进一步巩固公司行业龙头地位。已经进入 CATL、LG、三星、SKI 等全球电池龙头供应链，且在中后段设备领域拥有较强竞争实力，尤其在卷绕机领域占据主导地位，全球电动化大趋势下，设备企业具备先发优势，将显著受益于行业的快速增长。

3.4 赢合科技

公司持续加大研发投入和技术创新，研发投入占前三季度销售收入 8%。强大的研发能力使得产品竞争力逐步提升，客户结构和订单质量持续优化。20 年前三季度与宁德、比亚迪、LG 化学、ATL、国轩等国内外一流企业签订锂电设备订单，新签锂电订单合计超过 30 亿元。主营业务的持续复苏，助力公司未来稳健发展。

公司背靠上海电气大股东诸多优势资源，不断强化协同与合作，借助上海电气旗下公司德国 MANZ 深度拓展欧洲市场。其模切、叠片、热复合设备全球领先，与公司的锂电设备业务具有较高的协同性。与 MANZ 的深度合作，在业务开拓、产品线优化及研发等方面开展合作，有望进一步增强公司在锂电市场的核心竞争力，提升公司的国际竞争力。

3.5 杭可科技

公司深耕后段软包电池领域，技术实力领跑全球。20 年前三季度海外收入占比提升，动力锂电占比增大，综合毛利率超 49%，净利率 30%。后段设备性能与动力电池安全性直接挂钩，下游客户普遍粘性较高，厂商议价能力更强。公司与 LG、三星等海外龙头深度绑定，与国轩、力神等一线厂商保持紧密合作。

公司新一代高速高精度控制及检测系统、智能设备解决方案、自动化物流系统等，预计公司将进一步提高化容分成检测设备技术能力，并且拓展自动化物流系统，与公司原来业务形成协同。

3.6 诺力股份

公司仓储物流车辆及设备业务订单稳定增长和结构逐步改善，随着增速较高的电动步行式仓储车辆等占比提升，公司仓储物流车辆业务发展有望加快，实现稳健向好发展。

公司积极在 AGV、高空作业平台和立体停车库三个领域进行布局。设立上海诺力智能科技，专注 AGV 及系统的研发工作。加大研发投入，进入高空作业平台领域和立体停车库市场，具备桅柱式、剪叉式和曲臂式高空作业平台。

公司具有跨行业综合服务能力，拥有无锡中鼎、法国 Savoye、上海诺力三个生产运营基地，充足的在手订单将保证公司未来成长的确定性。

3.7 广电计量

公司已成长为国内服务资质齐全第三方计量校准机构之一，在国内多个城市设立有计量校准实验室，并配备了国际先进的计量校准设备。公司在手订单充足，订单运转恢复正常， 随着各大实验室逐步扭亏为盈、订单稳定，加之进一步深化“提质增效，其净利率有望持续上行，推动业绩的释放。

随着公司产业链的逐步完善，业务范围有望由项目的生产过程向前期建设拓展，完善“一站式”服务能力。子公司中安广源拥有 20 余家分子公司，业务范围基本覆盖全国，收购完成后，公司将获得其控股权并纳入公司的全国一体化管控体系，发挥集团化管控优势，提升运营管理效率。

风险因素：宏观经济风险；锂电设备价格下降；国际贸易摩擦加剧及海外技术封锁；海外疫情加剧；国内产业技术进步速度慢于预期；

2021 年汽车行业投资策略

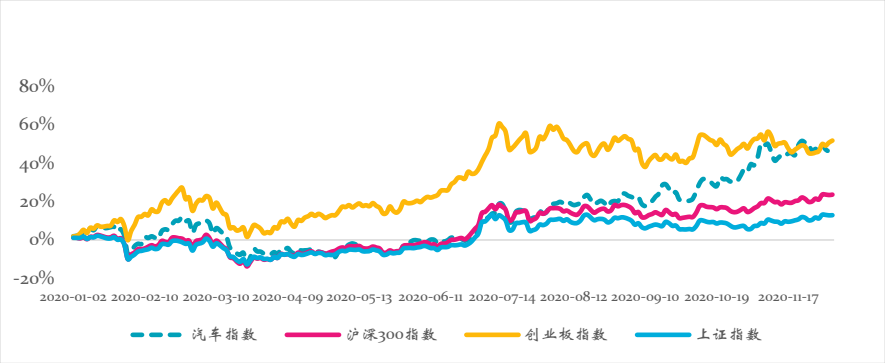
研究发展中心 研究员 张帆

执业证书编号：S1390519020001

一、2020 年行情回顾

截至 12 月 7 日，汽车在 28 个行业中排名第六，年内汽车指数累计上涨 45.51%，跑赢上证综指 32.58 个百分点，跑赢沪深 300 指数 21.85 个百分点，跑输创业板指数。随着疫情的常态化，汽车行业涨跌幅于下半年开始转正并迅速拉升。1-10 月份汽车行业利润增长 6.6%，较 1-9 月增加 3.6 个百分点。11 月乘用车日均零售 6.2 万辆，同比增长 5%，环比增长 3%；乘用车日均批发销量达到 6.57 万辆，同比增长 8%，环比增长 5%。消费升级叠加汽车消费政策的推动，汽车行业在商用货车、新能源汽车等细分领域销售改善的拉动下长期趋势向好。

图表 1：汽车行业指数累计涨跌



数据来源：Wind，中天证券研究发展中心

在细分板块当中，汽车整车、其他交运设备、汽车零部件、汽车服务涨幅分别为 55.30%、46.42%、30.70%、27.31%。汽车整车中，乘用车增长最快，年内涨跌幅达 83.29%，较去年同比增长了 68.98 个百分点，商用货车年内涨跌幅达 33.06%，较去年同比增长了 11.25 个百分点，商用客车涨跌幅较去年同期下跌了 9.30 个百分点。

个股涨跌幅方面，汽车行业个股共计 202 只，其中涨幅超过 100%的个股 19 只（剔除次新股），年初至今下跌的个股数量 37 只，可见个股涨幅分化程度较低，汽车行业整体景气度上升。

图表 2：汽车行业个股涨幅前二十

证券代码	证券简称	区间涨跌幅（%）	证券代码	证券简称	区间涨跌幅（%）
002594.SZ	比亚迪	260.78	605333.SH	沪光股份	132.50
603129.SH	春风动力	243.74	603809.SH	豪能股份	127.86
601633.SH	长城汽车	196.24	300680.SZ	隆盛科技	126.83
002239.SZ	奥特佳	173.60	002625.SZ	光启技术	120.66
603787.SH	新日股份	162.79	600418.SH	江淮汽车	110.19
002906.SZ	华阳集团	147.66	603179.SH	新泉股份	107.56
603319.SH	湘油泵	147.39	601799.SH	星宇股份	107.13
000625.SZ	长安汽车	147.26	601689.SH	拓普集团	106.95
000913.SZ	钱江摩托	140.88	300733.SZ	西菱动力	102.01
300100.SZ	双林股份	137.29	601965.SH	中国汽研	96.34

数据来源：Wind，中天证券研究发展中心，（截至 2020 年 12 月 7 日）

估值方面，截止 12 月 7 日，汽车行业整体 PE 为 46.96 倍，其中其他交运设备为 97.38 倍，估值较高，汽车整车、汽车零部件、汽车服务 PE 维持在中等水平，分别为 50.87 倍、44.39 倍、23.44 倍。

二．乘用车

由于疫情的冲击，年初汽车销量惨淡，一季度汽车销量较去年同期下降了 42.40%，其中乘用车销量较去年同期下降了 45.39%。随着国内疫情得到有效控制，乘用车需求开始回暖，5 月份乘用车销量增速由负转正，结束了连续 22 个月的销量增速下滑，并且 5-10 月份连续维持了 6 个月销量正增长。截至 10 月份，乘用车累计销量为 1550 万辆，累

计同比增速为-9.89%，跌幅持续收窄。我们预计今年四季度汽车销量为 9%左右，2020 年全年将维持在-8%左右的增速，2021 年在低基数效应下，全年乘用车销量增速有望突破两位数，呈现先升后降的趋势。

从首购需求考虑，在此次疫情的推动下，开车出行的便捷性使得汽车普及率较低的三四线城市首购刚需人群成为汽车市场回暖的重要贡献者，销量同比显著高于一二线城市。尤其在新一轮汽车下乡补贴政策的刺激下，高性价比的汽车将深入农村满足低收入人群的出行需求，持续抬升汽车销量，尤其新能源汽车的销量今年有望超预期完成目标。

从换购需求考虑，首先从二手车使用年限分析，3-6 年车龄的二手车在二手车流通市场中占比最高，说明乘用车一般以 3-6 年为一个换购周期，2017 年乘用车销量达到近年峰值，从 2021 年开始将陆续释放较强的换购需求，为乘用车销量带来足够的韧性；其次从居民消费习惯考虑，中国人均 GDP 逐年上升，居民可支配收入增多推动消费升级，居民选购汽车的标准已经逐渐从实用性向娱乐性、个性化转移。10 月豪华车零售同比增长 30%，保持强劲增长态势，1-10 月大于 30 万以上豪车的市场份额已经扩张到 9.9%，消费升级的高端换购需求旺盛，2021 年豪车市场份额将突破两位数。另外，豪车的单车利润较高，与豪车销量攀升互相加持，乘用车市场利润将持续抬升。

汽车经销商库存预警指数从 2 月份的峰值持续回落，11 月份汽车库存预警指数为 60.5%，较 10 月份环比上升了 6.4 个百分点，较去年同期下降了 2 个百分点，位于荣枯线之上。10 月份汽车库存为 94.2 万辆，较 7 月份峰值下降了 15%左右，位于历史较低水平，与去年同期的 95 万辆基本持平，库存水平健康。

商用车

2020 年 1-10 月，商用车累计销量为 420.42 万辆，同比增长 20.86%，其中客车销量为 33.82 万辆，同比减少 6.58%，卡车销量为 386.60 万辆，同比增长 24.05%。

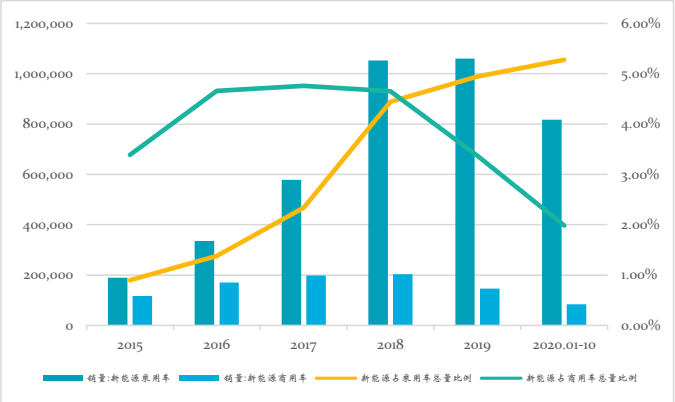
从细分领域分析，客车板块中，乘用车保有量的持续增加和国家铁路的建设挤占了部分人群对客车的需求量。在疫情的影响下，一方

面，汽车销量整体下滑叠加旅游需求的降低，大客和中客受到冲击较大，大客累计销量为 4.14 万辆，同比减少 23.47%，中客销量为 3.01 万辆，同比减少 31.41%；另一方面，疫情推动了居民自驾出游的需求，轻客逆市增长，累计销量为 25.28 万辆，同比增加 5.02%。预计 2022 年北京冬奥会的举办将拉动新能源客车的销量。卡车板块中，截至 10 月份，重卡销量为 137.37 万辆，同比增长 40%，中卡销量为 83.96 万辆，同比增长 45%，轻卡销量为 251.12 万辆，同比增长 27%，微卡销量为 127.79 万辆，同比增长 32%。重型车国六 a 标准将于 2021 年 7 月 1 日起全面实施，2023 年 7 月 1 日开始全面实施国六 b 标准。应对更加严格的国六标准，未来重卡高端化趋势将持续攀升。另外，快递行业在今年实现逆势增长，11 月物流业的景气值上升至 57.5%达年内新高，伴随与日俱增的快递需求，卡车销量仍有较广阔的上涨空间。

汽车零部件

电动化、智能化成为未来汽车行业的转型趋势。在今年国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》中表示，2025 年新能源汽车新车销售量占比达 20%，公共领域新增或更新新能源汽车的比例不低于 80%。截至 10 月份，新能源乘用车累计销量为 90.1 万辆，其中新能源乘用车累计销量为 81.7 万辆，占乘用车总销量的 5.28%，新能源商用车累计销量为 8.3 万辆，占商用车总销量的 1.99%。在政策面、居民消费升级、技术革新等多重推动下，预计未来五年新能源汽车的销量 CAGR 有望达 36%左右，增速可观。

图表 3：新能源汽车销量及占汽车总销量比例



数据来源：Wind，中天证券研究发展中心

传统燃油车中，三大核心零部件为发动机、变速箱和底盘，技术难度较大；而占电动车整车成本约三分之一以上的动力电池标准化程度高，采用和电池供应商合作的方式可以极大的降低整车制造难度，因此新能源领域新进入者较多，竞争较燃油车更加激烈，推动汽车零部件的技术革新，其中拥有智能化、电动化、轻量化等特点的汽车零部件具有较强的核心竞争力。

智能化、电动化：今年印发的《智能汽车创新发展战略》中提到，2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成，2035-2050 年，中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善。智能化、电动化成为中国汽车强国的战略目标。

特斯拉的科技感和时尚感受到消费者的青睐，其全系配套的 LED 大灯、智能座舱、中控大屏、全景玻璃车顶等均引领了潮流，传统车企和造车新势力纷纷效仿，拉动了汽车零部件智能化爆发式的发展。随着特斯拉零部件本土化的逐渐推进，相关国内零部件供应商将跟随特斯拉订单增量继续配套并受益。

自动驾驶：随着 ADAS 技术的持续升级，多家车企已推出或上市了搭载 L2/L3 级自动驾驶系统的车型，部分车企甚至将在未来两年推出 L4/L5 级车型。近年 ADAS 装机级别持续下探，部分车企将自适应巡航、

自动刹车、道路偏离预警等部分 ADAS 功能下放给级别较低的车型，在 ADAS 渗透率显著升高的同时，搭载 ADAS 技术逐渐成为消费者选购新车的必选项。预计 2025 年市场规模超 2 千亿，2020-2025 年 ADAS 装机量 CAGR 超 20%。

图表 4：近年国内外车企推出自动驾驶计划（不完全统计）

外国车企	特斯拉	所有车型均已搭载自动驾驶硬件
	沃尔沃	计划 2022 年推出搭载 L4 级自动驾驶的全新一代 XC90
	奥迪	计划 2024 年推出 L5 级车型 Landjet
	宝马	计划 2021 年实现 L3 级别自动驾驶，推出第一款全自动驾驶汽车 BMW iNEXT，2030 年实现 L5 级别自动驾驶
	大众	计划 2021 年推出 L5 级自动驾驶汽车 Sedric
	奔驰	计划 2021 年为 S 级车型验证 L3 自动驾驶技术
	福特	计划 2021 年量产 L4 级别自动驾驶汽车
国内车企	上汽	2020 年搭载 5G 技术和 L3 级的荣威 MARVEL-R 上市
	一汽	2020 年量产 L4 级车型红旗 E115
	长城	长城炮 EV 是国内首款搭载 L4 级自动驾驶的皮卡，支持固定场景下的 L4 级别自动驾驶，可用于智慧机场、智慧物流等
	理想	计划 2021-2022 年实现 NOA 功能，2023 年推出全新车型 X01 搭载 L4 级别自动驾驶能力的硬件，2024 年旗下全部车型具备 L4 级别自动驾驶能力
	长安	2020 年搭载 L3 的 UNI-T 上市
	比亚迪	2020 年推出实现 L3 级自动驾驶的电动车“汉”

数据来源：网上公开资料，中天证券研究发展中心整理

智能座舱：根据 ICVTank 数据，2020 年国内智能座舱市场规模达 566 亿元，2025 年或超 1 千亿元，年复合增长率达 15%以上，目前汽车

中控屏在新车中的渗透率已经达到 80%，是智能座舱硬件设备中渗透率最高的设备；2025 年智能座舱四大硬件中控大屏、全液晶仪表、流媒体中央后视镜和抬头显示系统新车渗透率将分别达到 100%、70%、30%、30%。随着智能座舱产品的升级，单车价值从十年前电子化初期的 2000 元提升至现阶段智能化初期的 4000 元，随着未来高级别自动驾驶技术的成熟和芯片性能的增加，单车价值或将提升至 8000 元。

德赛西威的 360 度高清环视系统、驾驶员行为监控和身份识别系统、24G 毫米波雷达、5G T-box、V2X 产品、L3 级别智能驾驶域控制器等新产品和新技术处于全球领先水平。德赛西威升级产品结构的同时升级客户结构，2019 年公司成功开拓丰田、雷克萨斯等日系客户，成功收购德国天线公司 ATBB，并在 2020 年 2 月成立美国分公司。公司不仅为一线自主品牌吉利、长安、长城等、合资品牌一汽大众等核心客户的多种车型配套供货，而且与英伟达和小鹏、理想等造车新势力牵手合作研发的高级别自动驾驶域控制器将在全球范围内建筑竞争壁垒，在集中度较高的汽车电子市场坐拥龙头企业红利，其中德赛西威基于 Xavier 芯片的 L3 级别自动驾驶域控制器已在小鹏汽车的车型上配套量产。

均胜电子的汽车电子板块分为 HMI（人机交互）、E-mobility 和智能车联三个业务。HMI 业务方面，公司目前已成为大众，宝马，奔驰，福特，通用等国际知名整车厂商的核心合作伙伴。E-mobility 业务方面，公司为宝马、奔驰、保时捷、吉利、日产、福特、上汽通用五菱等重要客户持续提供强大的新能源管理产品。另外，公司为大众 MEB 平台、奔驰 MFA2 平台等提供由电池管理单元和电芯监控传感单元两个部分组成的电池管理系统解决方案。智能车联业务方面，公司致力于智能驾舱、智能车联、智能云、智能驾驶及软件增值服务领域产品的研发及生产。公司为中国大众量身定做的 CNS3.0 系统已于 2019 年量产。2020 年 4 月，公司与微软中国签署战略合作协议，实现双方在汽车产业云应用、智能语音、现代协同办公、研发体系完善等领域的合作，全力助推公司的全球化部署和数字化转型。

轻量化：从汽车尾气排放考虑，汽车国六排放标准过渡期截止日渐进，汽车每使用 1kg 铝，可减轻自重 2.25 kg，在汽车整个使用寿命

周期内可减少废气排放 20kg。从油耗角度考虑，传统汽车整车重量每降低 10%，油耗降低 6%-8%，我国境内乘用车企业 2019 年平均燃料消耗量为 5.56L/100km，较 2020 年目标值 5L/100km 仍有差距。从电动化驱动考虑，纯电动汽车整车重量每降低 10kg，续航里程可增加 2.5km。因此，从政策压力、节能减排和电动汽车性能提升的多重推动下，汽车轻量化渗透率逐渐提高。

图表 5：轻量化政策梳理

实施时间	政策	内容
2012 年	《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》	2020 年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至 5.0L/100 公里，节能型乘用车燃料消耗量降至 4.5L/100 公里以下；商用车新车燃料消耗量接近国际先进水平。
2015 年	《中国汽车轻量化发展—战略与路径》	提出“轻”不是以牺牲汽车安全性、可靠性、舒适性和消费者的驾驶乐趣为代价，“轻”是先进设计技术、产品评价技术、材料技术和工艺技术的结合。汽车轻量化绝非仅靠整车企业的一己之力就可实现，零部件企业的配合和材料企业等相关工业的支持必不可少。
2016 年	GB 19578-2014《乘用车燃料消耗量限值》 GB 27999-2014《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》	标准第一阶段实施后我国现有的汽车油耗水平将降低 5%-10%，第二阶段实施后油耗将比现在降低 15%以上。每年将设置油耗达标值，到 2020 年车企燃油限值将从 2015 年的 6.9L/百公里降至 5.0L/100 公里，年均降幅达 6.2%左右。
2016 年	《节能与新能源汽车技术路线图》	轻量化成为七大技术路线图之一。路线图提出到 2030 年汽车单车用铝量超过 350kg，单车使用镁合金 45kg，碳纤维使用量占车重 5%。到 2020 年通过高强度钢、铝镁合金等复合材料在汽车上的应用，实现平均整车减重目标 5%至 20%。

2020 年	《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》	2035 年预计燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 35%。

数据来源：网上公开资料，中天证券研究发展中心整理

拓普集团把握行业发展趋势，积极推进“2+3”产业布局，在汽车 NVH 减震系统与整车声学套组国内领先的基础上，又布局了智能驾驶系统，汽车热管理系统、轻量化底盘系统。我国汽车轻量化的主要零部件包括底盘、电池盒以及车身，其中底盘分为副车架、转向节和控制臂三部分。底盘轻量化具备较高的技术壁垒及资金门槛。技术方面，公司在轻量化领域已经布局了近 20 年，不仅具备底盘整体设计和实验验证能力，而且掌握轻量化底盘系统模块相关的高强度钢和六大轻合金成型工艺。公司已攻破技术壁垒较高的底盘核心运动部件技术，MQB 球头铰链已经获得大众的各项认可。资金方面，2020 年公司募集 20 亿元资金用于杭州和湖北两地轻量化底盘系统模块项目，预计两地项目达产后将实现 160 万套年产能。公司凭借领先的技术和充裕的资金流动，轻量化产能进一步扩张，未来发展空间广阔。

汽车玻璃：在电动化、智能化的背景下，汽车玻璃成为汽车零部件中的一个优质细分赛道。从总量上来看，未来乘用车销量持续攀升，带动汽车玻璃使用量的增加。其中 SUV 的市场规模逐年增加，由于 SUV 的玻璃覆盖面积普遍大于轿车，因此平均单车汽车玻璃面积也相对较多。其次，从功能性考虑，消费者对汽车的需求向舒适性、安全性和美观性倾斜。在特斯拉 model 系列的带动下，国内外整车配置全玻璃车顶成为一种趋势。随着汽车玻璃技术的成熟，传统天窗高温、高辐射、无遮蔽性等弊端得到解决，多种智能化和功能化的新型玻璃不断涌现，HUD 抬头显示玻璃、隔音玻璃、电加热玻璃、憎水玻璃满足安全性，调光玻璃、玻璃天线满足智能控制，太阳能玻璃、隔热玻璃可以满足节能环保要求，全景天窗、平齐式车窗、氛围灯玻璃可以满足美观性。另外汽车玻璃可以通过热弯钢化工艺、夹层加工工艺和 PVB 膜性能的提升降低玻璃厚度来实现轻量化。一般来说，汽车玻璃的厚度每减小 1mm，可使整车减重约 10kg，每百公里油耗将降低约 0.06L。越来越多的整车厂通过增加汽车玻璃单车使用面积代替原有汽车结构来降低车重。

福耀玻璃是全球汽车玻璃龙头企业。公司深耕汽车玻璃三十年，与行业其他公司相比研发投入较高。公司持续拉升隔热、隔音、抬头显示、可调光、防紫外线、憎水、太阳能、包边模块化等高附加值产品的占比，带动公司利润率的增加。公司 2019 年收购德国 SAM 铝亮饰条资产，从工厂布局、设备更新、工艺流程、物流运输等方面进行整合，有效提高公司运营效率，降低营运成本，进一步强化福耀汽车玻璃的集成化能力。2020 年，公司与京东方集团在汽车智能调光玻璃和车窗显示等领域进行战略合作；与北斗星通智联科技有限责任公司签订战略合作协议，共同致力于高精度定位和通信多模智能天线与汽车玻璃的融合，提升公司产品创新性与竞争力。

五．投资建议：

乘用车方面，短期看好自主品牌上新周期带来的持续销量，长期看好自主品牌在新能源方面强劲的研发能力、本土竞争优势和广阔的市场前景，重点关注比亚迪、长城汽车、上汽集团、广汽集团、吉利汽车等。商用车方面，看好国六切换带来的换购需求，重点关注潍柴动力、中国重汽、宇通客车等。汽车零部件方面，继续看好特斯拉产业链和有技术壁垒的龙头企业，重点关注福耀玻璃、拓普集团、德赛西威、均胜电子、华域汽车。

六．风险提示：海外疫情再次爆发；汽车销量不及预期；终端价格竞争加剧；原材料价格上涨；颠覆性技术由行业领军者垄断。

■免责声明

本报告仅供中天证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本报告仅供参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中天证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。本公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

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

中天证券股份有限公司研究发展中心地址：沈阳市和平区光荣街 23 甲

邮编：110003

电话：024-23255945