华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

证券研究报告

2021年A股投资策略展望
“返璞归真”

证券分析师：严凯文
公司电话：021-54967584
执业证号：S1050516080001
公司邮箱：yankw@cfsc.com.cn

证券分析师：董冰华
公司电话：021-54967581
执业证号：S1050515080001
公司邮箱：dongbh@cfsc.com.cn

2020年12月15日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

CONTENTS

目录

1 全球后疫情时代中国经济看点

2 2021年A股市场结构性行情下盈利是变量

3 后疫情时代配置主线

4 中期景气向上产业配置主线

5 主题结构性配置主线



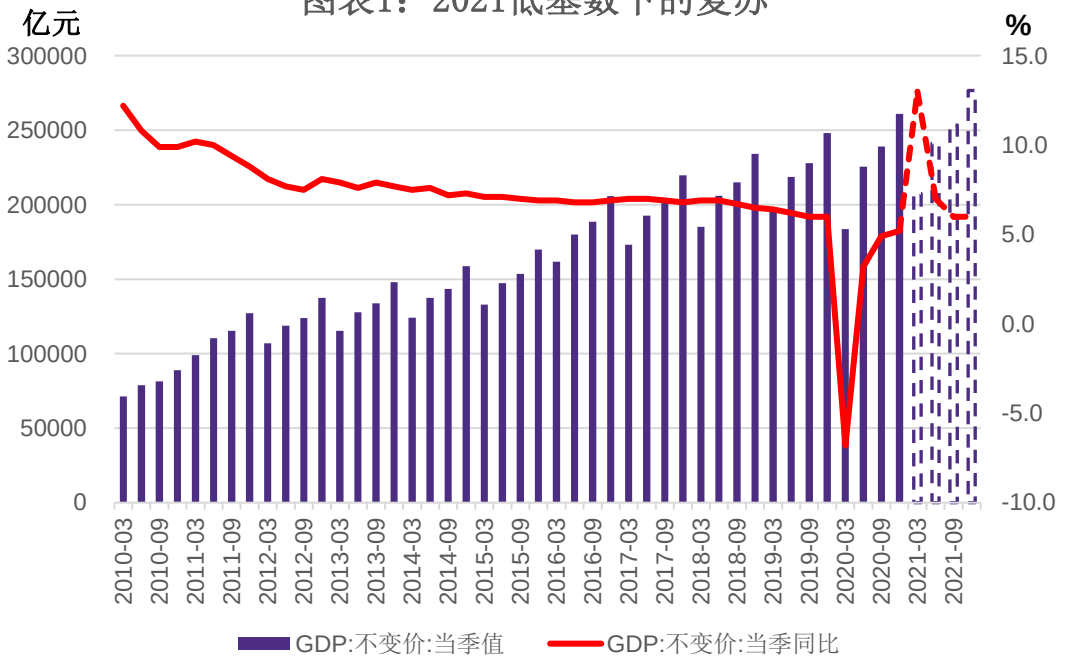
- 中国的经济有望在2021先于全球复苏，总体由于基数影响将呈现出前高后低的特征，四季度回归至潜在增速水平，制造业投资和消费复苏将成为2021年经济增长的亮点。
- 2021宏观调控政策回归常态化，紧信用（信托、微贷）、宽货币、财政紧平衡。
- 2021年A股将呈现宽幅震荡的结构性行情格局，年内依然会有1-2次的宽幅震荡。核心原因在于支撑和制约A股的核心因素将一直处于相互交织的状态，紧信用下的降估值与全A盈利修复相互交织影响。
- 估值降维度，盈利修复，个股行情主导占到60-70%以上时间。
- 股民向基民的转化不可逆（机构化），各类机构市值占比将继续大幅提升，公募基金市值占比2021年有望上升至15%-20%。
- 投资策略：1、后疫情时代主线：疫苗产业链、顺周期有色金属等；2、中期景气向上产业主线：新能源汽车产业链、军工；3、长期核心资产主线：消费（白酒、乳业、休闲食品）、医药（创新药、医疗服务等）；4、主题结构性机会：农业种植、5G应用、券商、第三代半导体。

风险提示：中美摩擦加剧，经济复苏不及预期，内外循环不及预期。

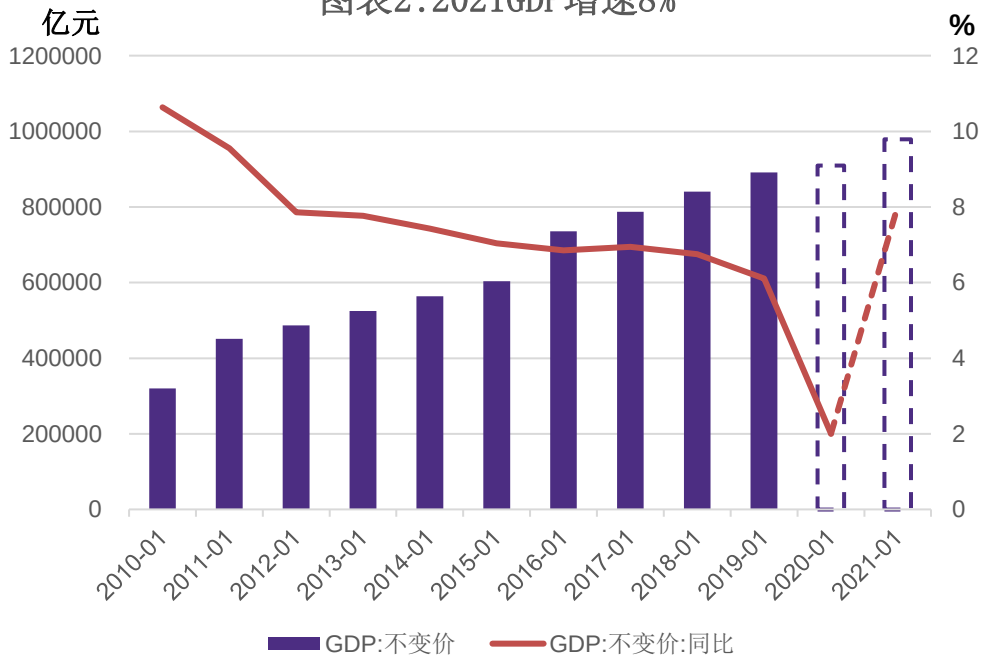
1.1、后疫情时期：国内经济全面复苏

- 2021年经济是低基数下的复苏，全年GDP有望维持在8%的水平，节奏上看，节奏上前高后低，四季度将回归至潜在增速水平。
- 支撑增长的引擎将向高质量切换，由2020年的基建投资、地产投资转向制造业投资、消费复苏、出口替代。

图表1：2021低基数下的复苏



图表2:2021GDP增速8%

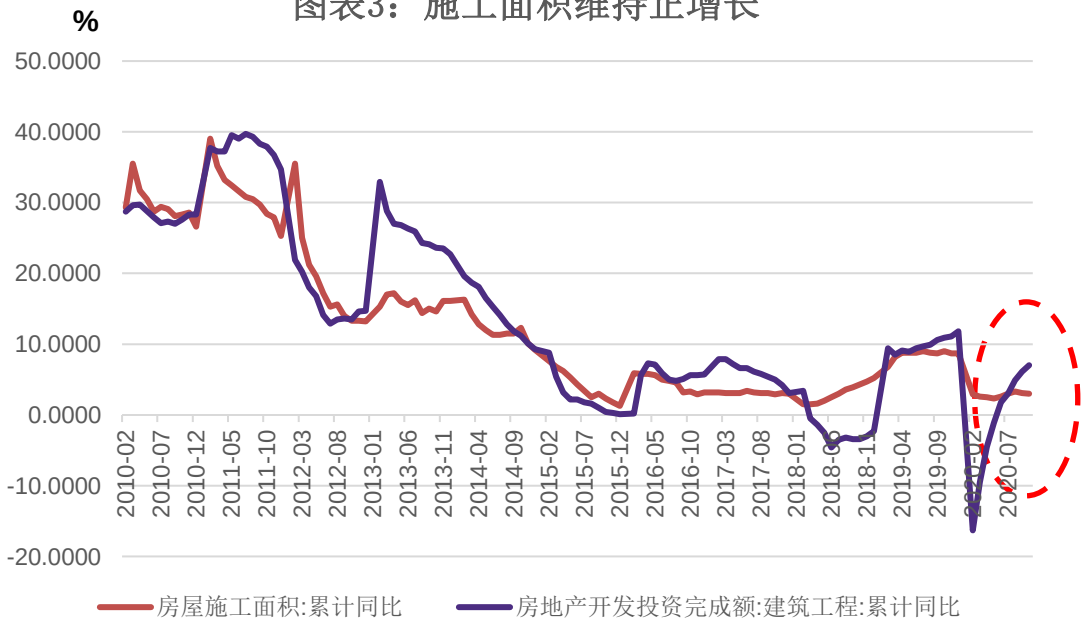


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

1.2、后疫情时期：房地产投资增速维持上行

- 房地产投资背后的驱动力逻辑梳理。房地产投资结构包括：建筑工程（56%）、土地购置费（39%）、安装工程（4%）及设备购置（1%）等，其中，建筑工程与土地购置费用占房地产投资比例合计约 95%，与此同时建筑工程费和房屋施工面积正相关性高达 0.9，而土地购置费滞后于百城土地成交面积约 15-18个月。
- 2020年房屋施工面积基本维持正增长，建筑工程费用累计同比维持扩张，2020H1 百城土地成交面积同比增长 17.1%，为连续 3 个月转正，反映百城土地成交面积已全面、较快修复，意味着虽然当前土地购置面积增速仅有-0.9%（尚未转正），但未来 6 个月（2020H2）土地购置面积增速将大概率转正并有望延续上升趋势。

图表3：施工面积维持正增长



图表4：地产周期的传导

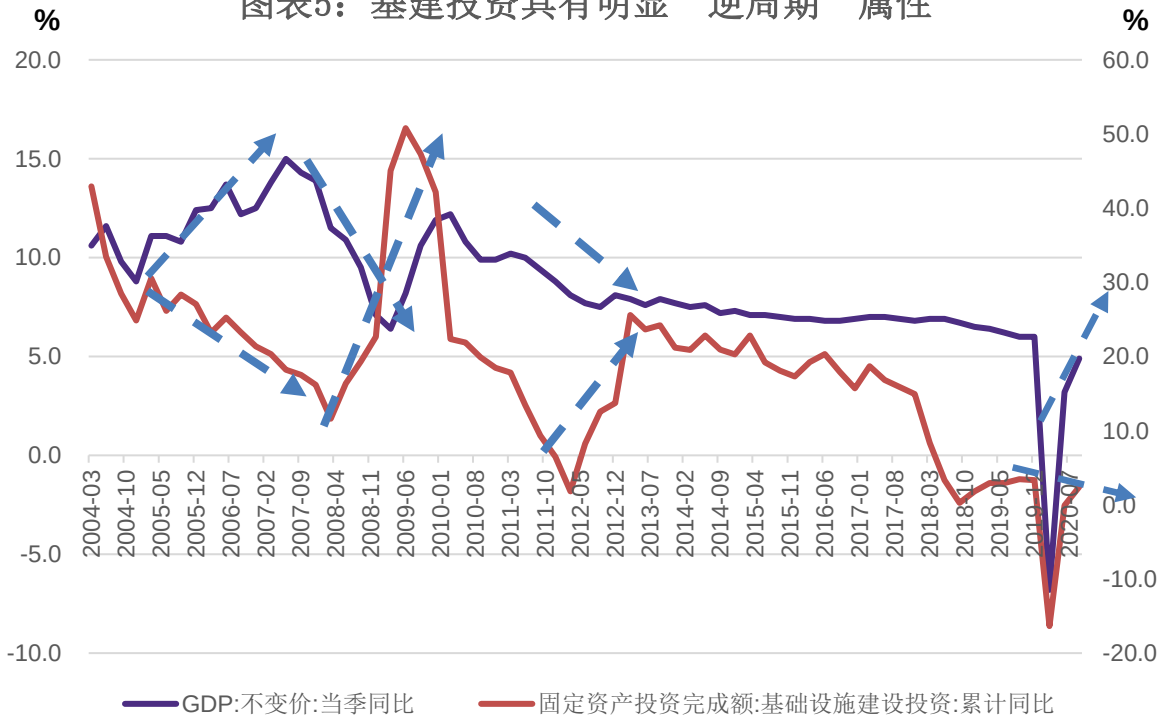


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

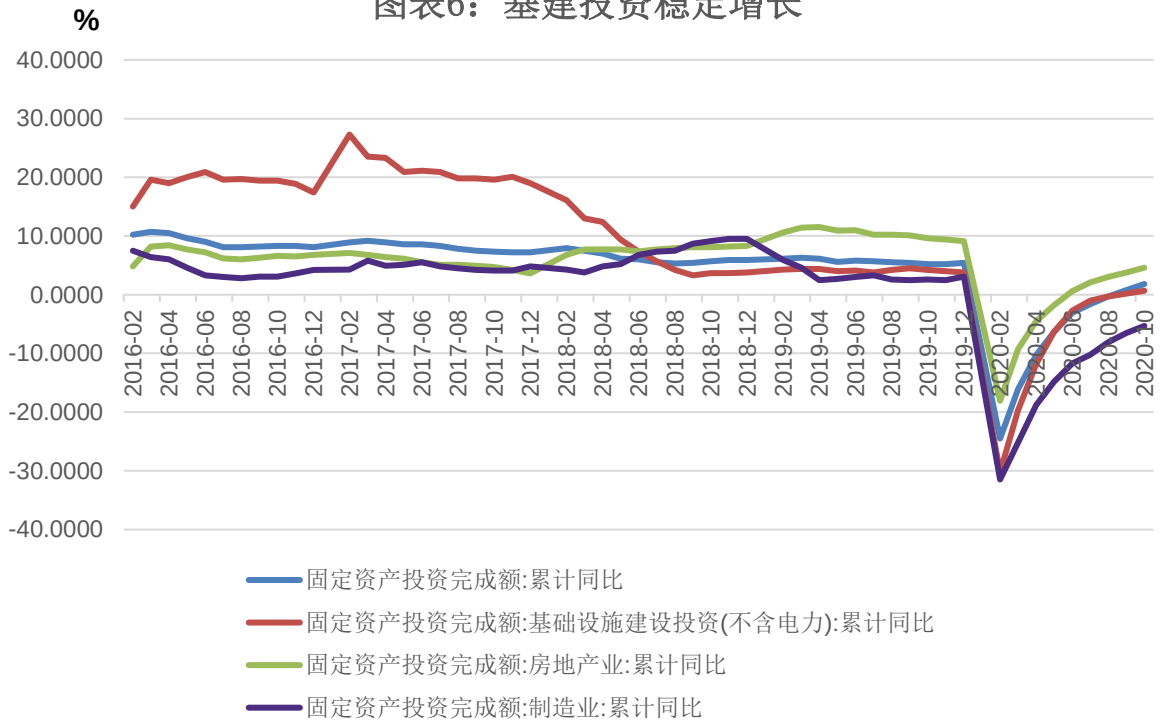
1.3、后疫情时期：基建托底将作用下滑

- 基建投资具有明显“逆周期的属性”，即在经济周期面临通缩压力时、基建投资增速往往高于总投资增长，反之亦然，所以2021年预期经济转暖的背景下，基建投资再上新台阶可能性较小，但并不意味负贡献。
- 虽然2020年专项债发行规模较2019年提升了1.6万亿，但受疫情冲击及地方财政瓶颈等因素影响，部分项目启动受到拖延，预计约 1.3 万亿投资或递延至 FY2021。这将意味着，即使2021年之后，非常态化财政政策将逐步回归正常，赤字率、专项债规模等均将有所回落，但由于受投资递延的影响，2021年基建投资增速仍有保证。

图表5：基建投资具有明显“逆周期”属性



图表6：基建投资稳定增长

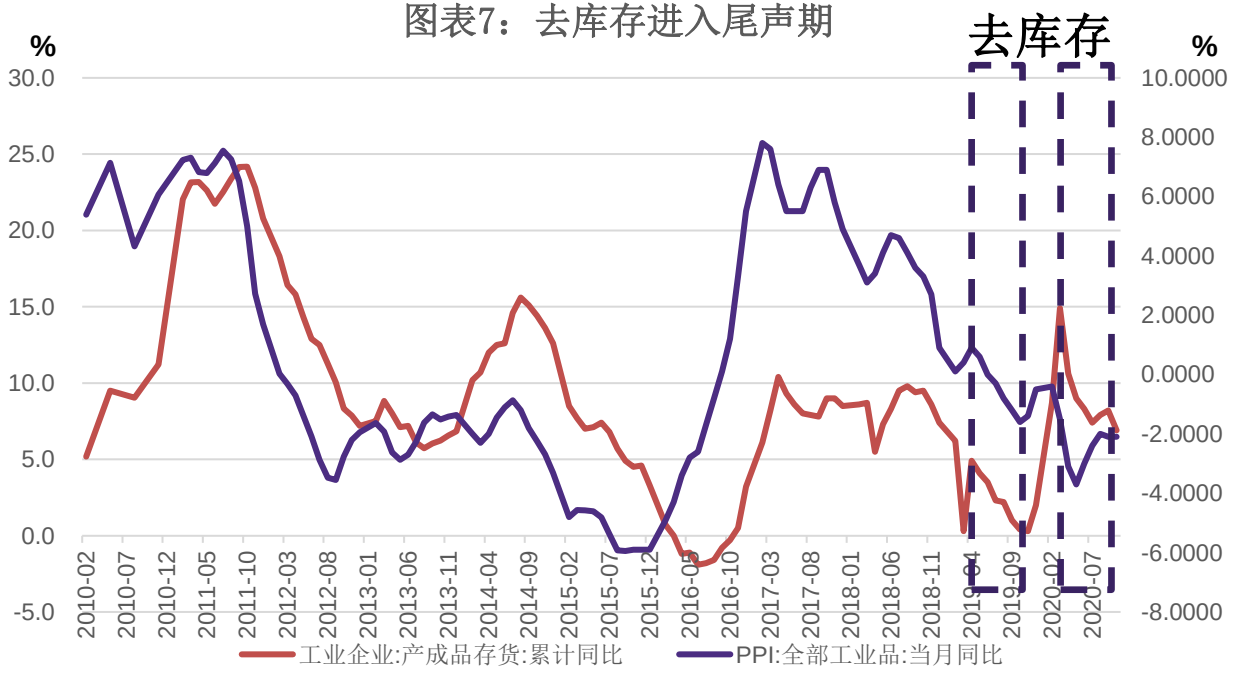


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

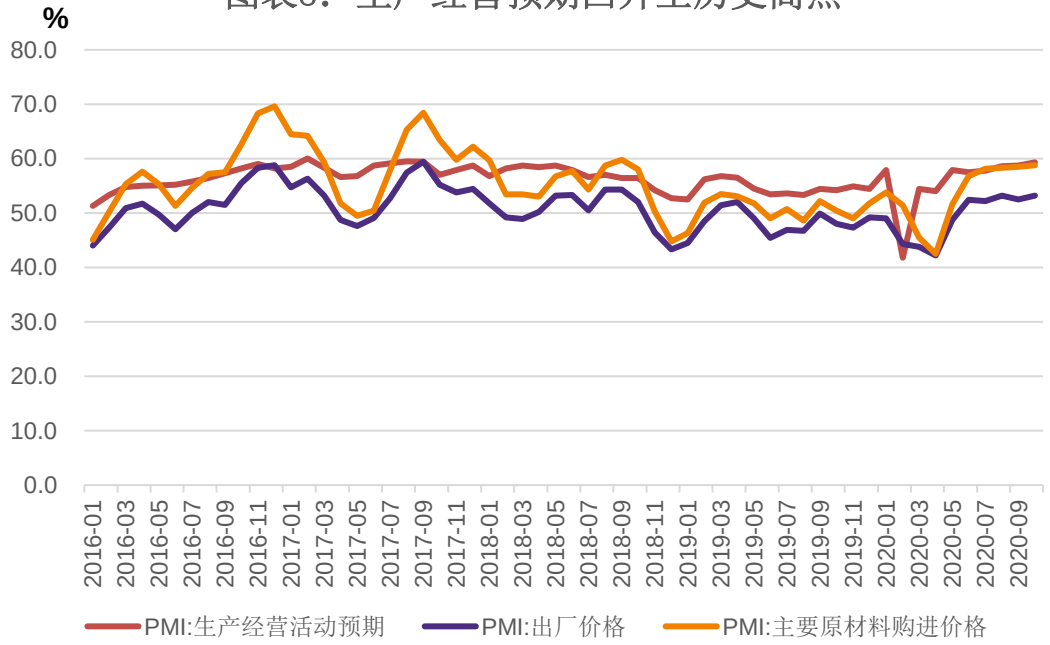
1.4、后疫情时期：制造业投资增速“不会缺席”

- 总量角度2020H1 工业企业产成品库存累计同比增速由 14.9%“峰值”降至 8.3%；库销比增速亦由 37%降至16.8%，此外，2020年6月开始PPI下降收窄— —无疑，当前国内库存周期尚处于“主动去库”尾声，未来伴随着需求供给侧改革的持续推进，库存仍将继续被动接受去化，随着价量的齐回升后再进入主动补库存阶段。
- PMI生产经营活动预期指数体现了制造业企业对未来3个月内生产经营活动整体水平预计，10月该指数为59.3，处于历史较高水平，说明工业企业企业对未来3个月生产经营处于乐观状态，在这种情况下，工业企业有进一步补库存的动机。此外PMI出厂价格何原材料购进价格均也升值历史高位，PPI价格有望有望继续回升，由负转正。

图表7：去库存进入尾声期



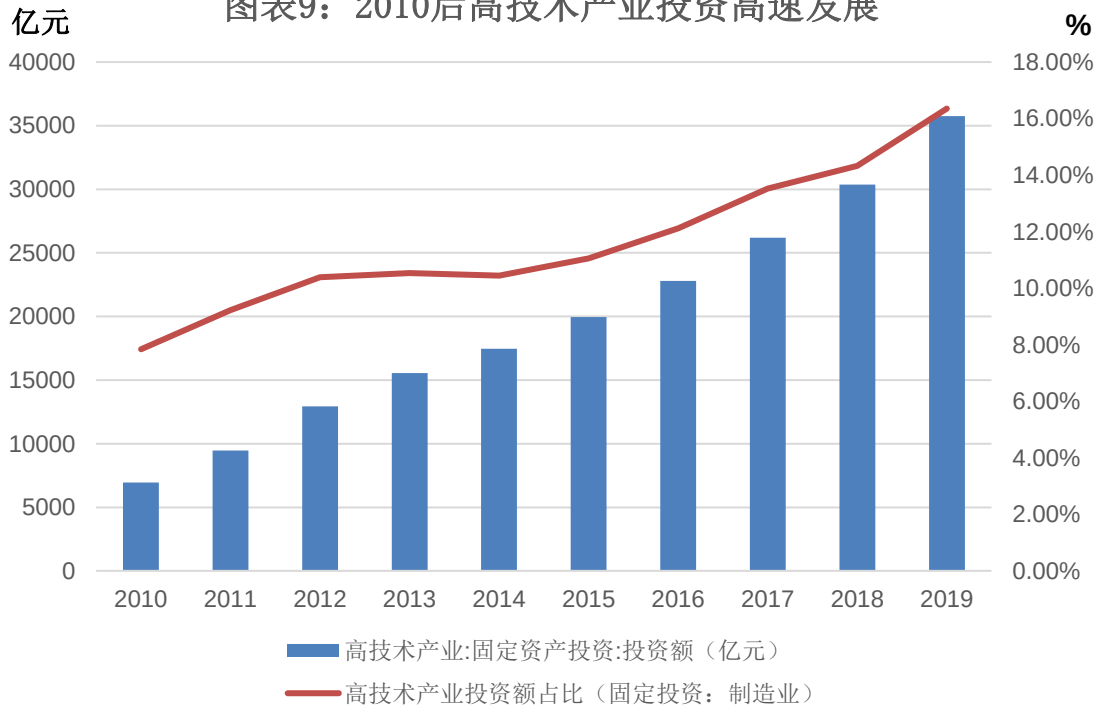
图表8：生产经营预期回升至历史高点



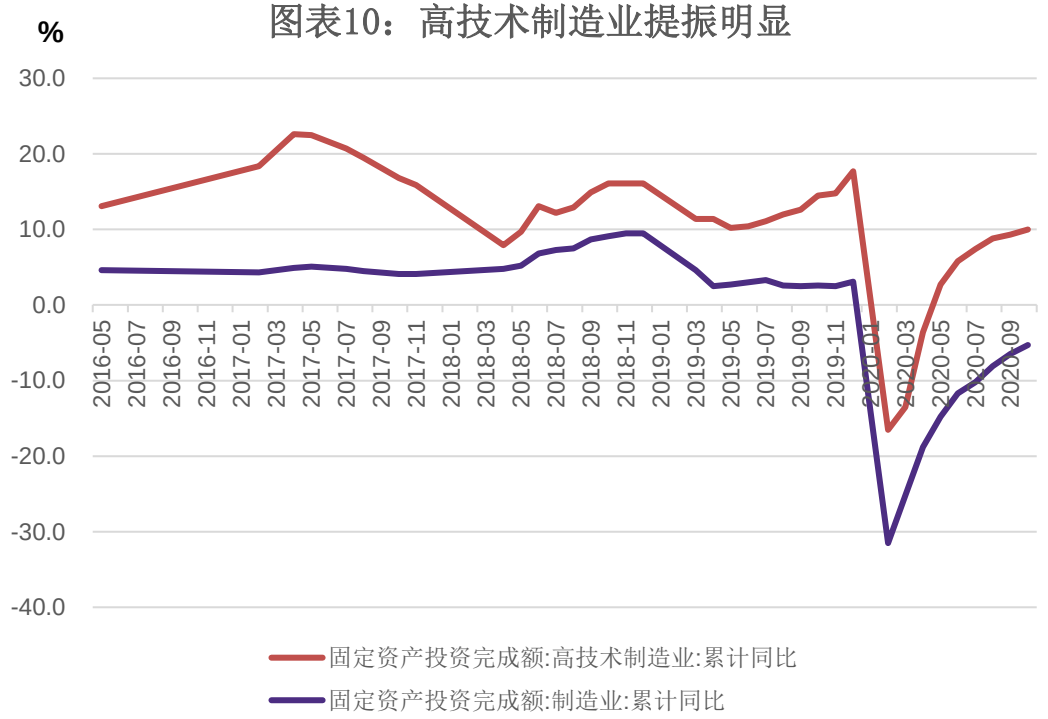
1.5、后疫情时期：高新技术制造将成为制造业投资增速核心亮点

- 2015年《中国制造2025》公布后，高新技术产业投资占制造业投资的比例加速上升，2015年以前稳定在10%左右，从2015到2019年，投资占比从10%左右加速提升到16%，我们预计在2021-2025年仍将提速。
- 2015年以来高技术制造业投资增速对制造业投资增速启到极大的带动作用，2020年受疫情影响制造业投资增速截至10月份依然未转正，同期高技术制造业投资累计同比增速却达10%，明显要高于制造业投资接近16个百分点。

图表9：2010后高技术产业投资高速发展



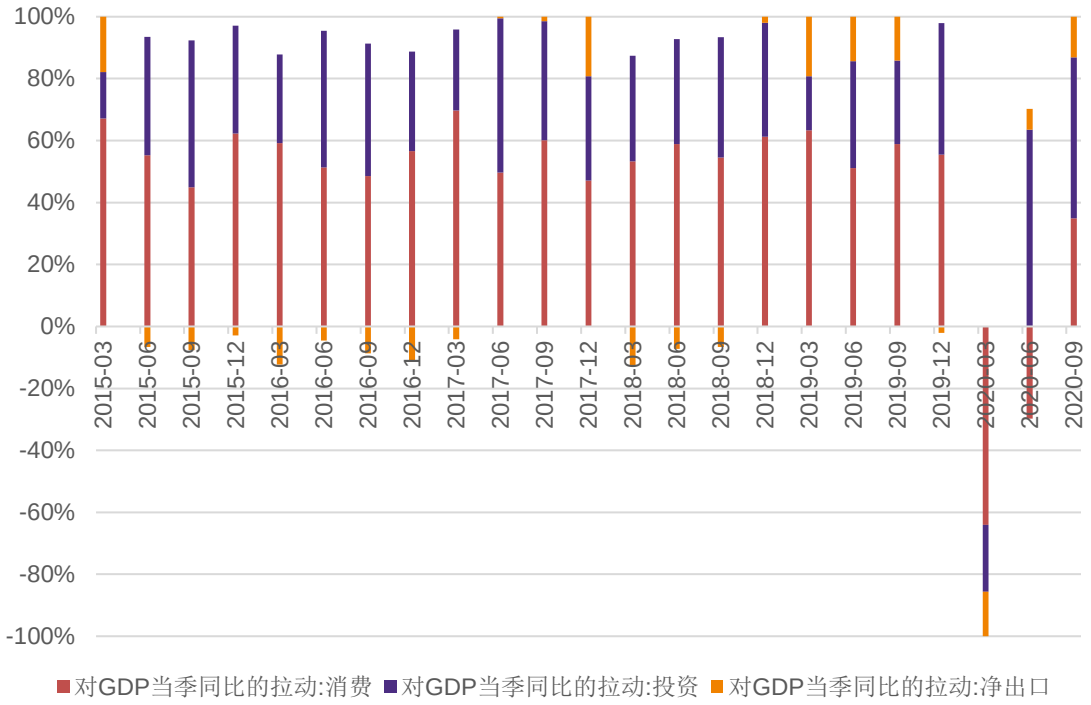
图表10：高技术制造业提振明显



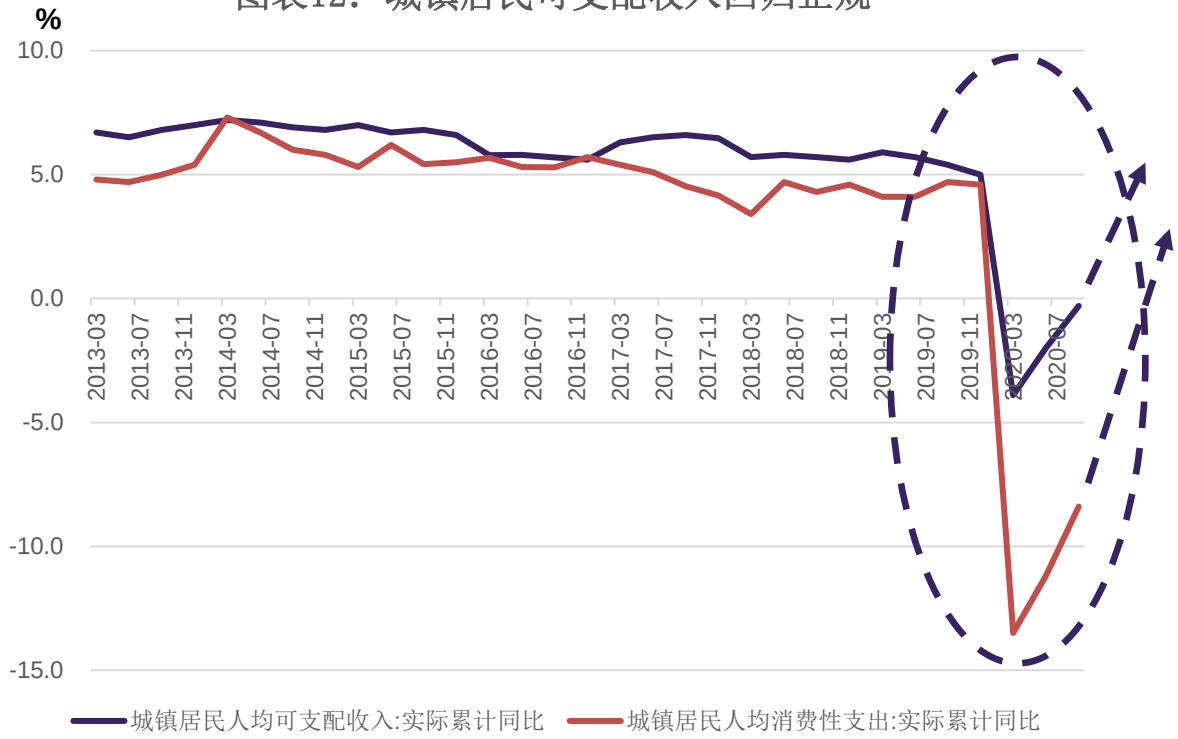
1.6、后疫情时期：内需恢复空间大，对国内经济复苏拉动作用将逐步体现

- 消费对经济拉动在2020年三季度转正，贡献率上升至34.9%，但仍然与历史平均水平相差甚大，新能源汽车推广及新一轮的家电家具下乡，消费增速有望大幅回升。2019年中国社会消费品零售总额首次突破40万亿元人民币，相比2015年增长42%以上，与美国已相差无几，按照当前增速推算中国即将超过美国，成为全球最大的消费品零售市场。
- 城镇居民可支配收入的回升，将带动城镇居民消费性支出回归正轨，从而带动内需。

图表11：消费拉动将逐步提升



图表12：城镇居民可支配收入回归正规

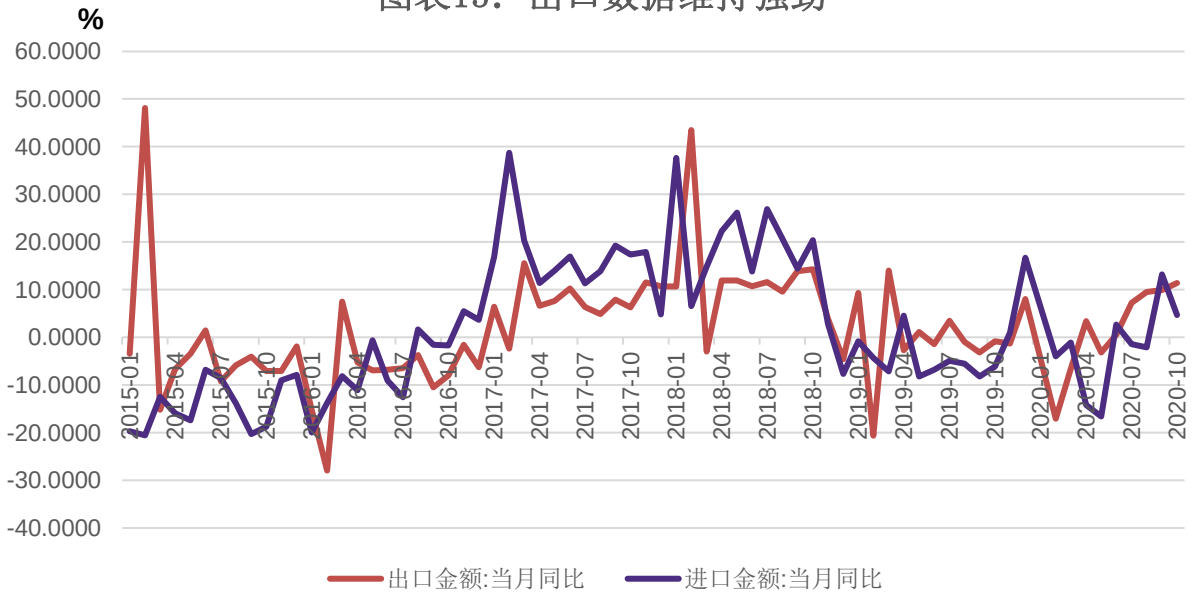


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

1.7、后疫情时期：出口复数持续，亮点在RCEP和出口替代份额提升

- 出口数据强劲。①尽管疫情有波折，但疫苗有望在2021年上半年大规模投放，全球经济复苏确定，需求提升，全球产业链进一步修复，且需求快于供给，出口有望持续复苏。此外，国内出口替代份额提升，这是出口增量部分。②国内复苏确定，需求提升，叠加需求侧改革，进口需求韧性十足。
- RCEP签订之后，对我国制造业升级、进出口贸易意义非凡，RCEP的签订一定程度上已经完成了我国的外循环的道路，RCEP网络自身能够形成良好的产业链闭环，中日韩有相较先进的技术，东盟国家有较廉价的劳动力，澳新两国有较丰富的自然资源等，未来随着RCEP成员间生产联系进一步增强，将成为全球最活跃、经济体量最大的泛自由贸易区。贸易区内经济体量来看，2019年RCEP的经济规模占全球经济比重高达29.3%，超过USMCA、CPTPP及欧盟。

图表13：出口数据维持强劲



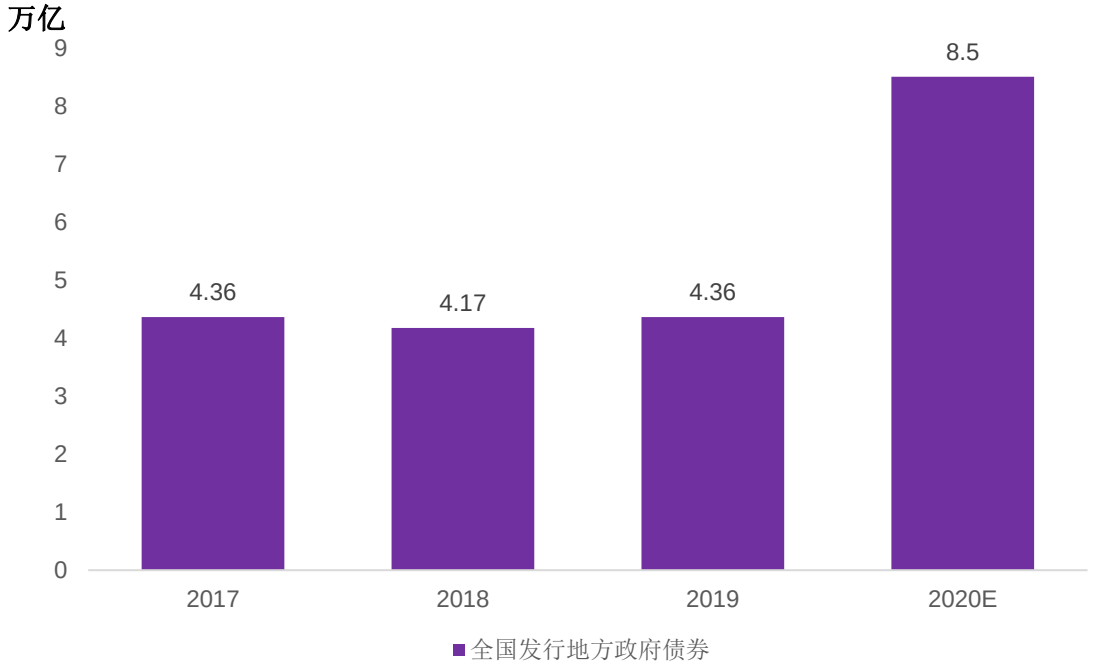
图表14：世界主要贸易联盟

贸易组织	成员国	GDP（万亿美元）	人口（亿）	年份
RCEP	区域全面经济关系协定，15国：东盟十国（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡、文莱、柬埔寨、老挝、缅甸、越南），中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰	25	23	2019
CPTPP	全面与进步垮太平洋伙伴关系协定，11国（美国退出TPP后形成）：日本、澳大利亚、加拿大、新加坡、文莱、马来西亚、越南、新西兰、智利、墨西哥和秘鲁	14	5	2018
NAFTA	北美自由贸易协定，3国：美国、加拿大、墨西哥	20.5	5	2019
ASEAN	东南亚国家联盟（东盟），10国：印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡、文莱、柬埔寨、老挝、缅甸、越南	3	6.5	2019
EU	欧盟：27国：奥地利、比利时、保加利亚、塞浦路斯、克罗地亚、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、意大利、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马耳他、荷兰、葡萄牙、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典	16	5.1	2018

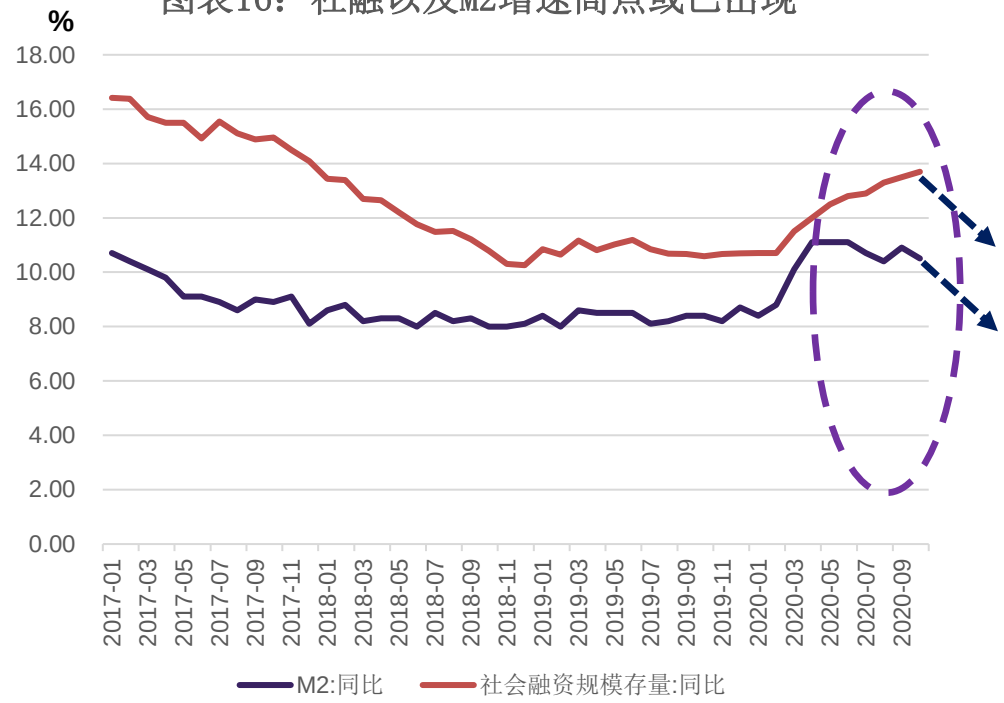
2.1、宏观流动性回归常态化

- 2020年7月中央政治局会议上货币供给和社融增长表述从此前的“显著高于去年”更改为“合理增长”。关于2021年M2预期目标的表述，大概率维持先前的“合理增长”或“与经济发展相匹配”的大方向。
- 2021年，或类似于2018、2019年，全年M2增速略小于当年实际GDP增速加CPI增速。
- 2021年，国内货币回归正常化，财政政策逐步退出非常规刺激政策，社融存量增速高点在2020年11月份或已经出现。

图表15：财政政策回归常态化，社融增速成疑问（万亿）



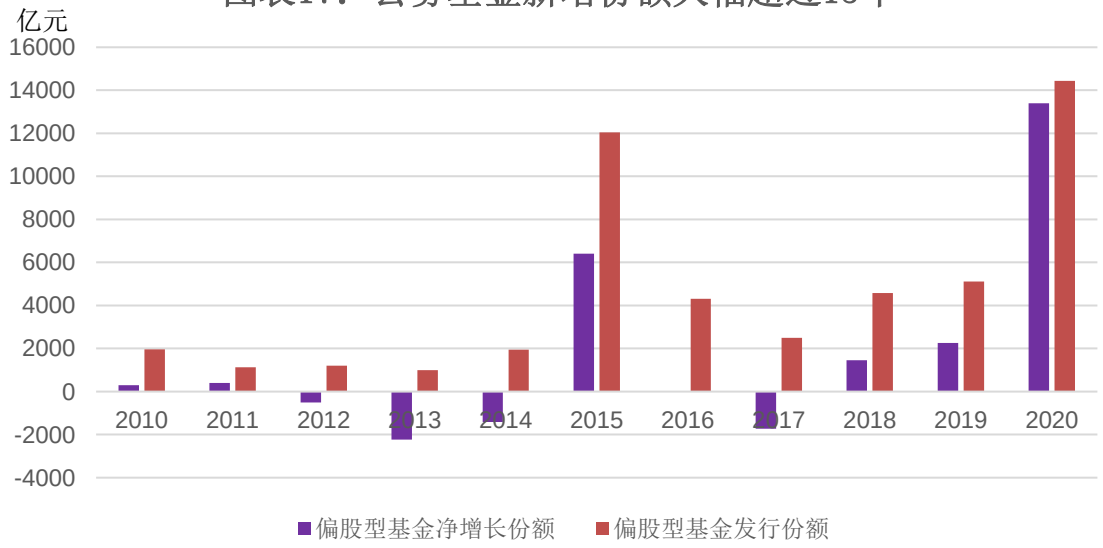
图表16：社融以及M2增速高点或已出现



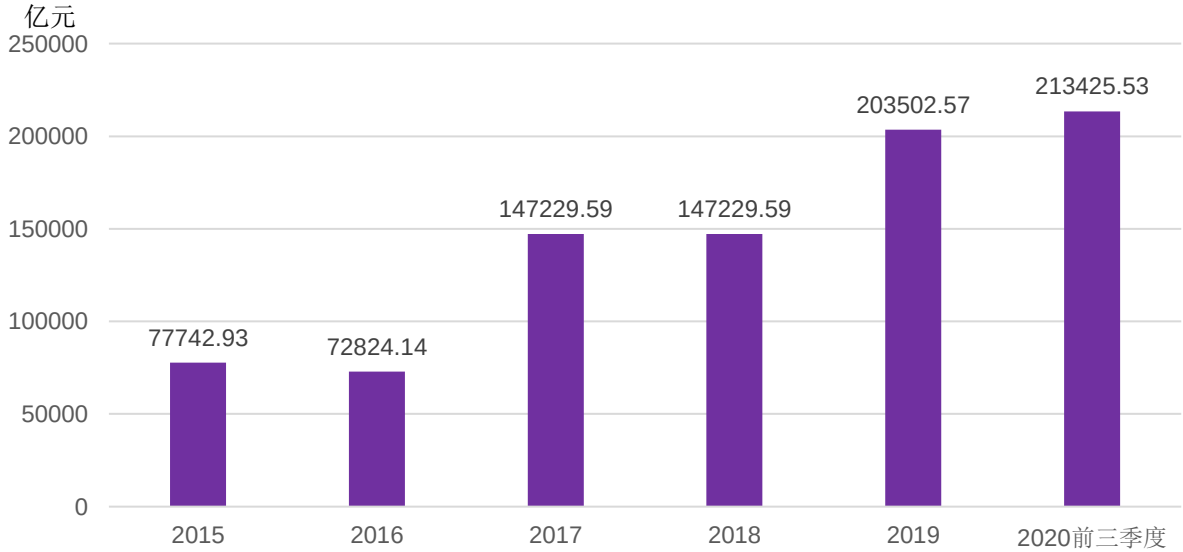
2.2、微观流动性两类增量资金值得关注

- 根据我们统计截止到2020年9月偏股类公募基金新发基金规模为1.04万亿，虽然近期公募基金发行略有放缓，但保守估计我们认为，2020年全年新发偏股类基金新发资金规模在1.3万亿，而截止到10月末公募基金最新持仓市值占全A股比重超10%,相比15年提升了一倍，占比在所有类机构投资者中最大，居民储蓄资金的迁徙的趋势正在形成，我们认为2021年偏股类公募基金规模仍将维持高增长的趋势。
- 根据央行统计口径截止到9月末境外机构和个人持有境内人民币资产，其中股票类资产为27509.07亿元，相比2019年9月末新增9823.53亿元，而2019年比2018年增幅为4900.67亿元，意味着2020年境外机构和个人持有境内人民币资产同比多增4922.86亿元，所以考虑到人民币正处于升值周期，全球资金增配人民币资产，A股对外资具有较强吸引力。

图表17：公募基金新增份额大幅超过15年



图表18：境外机构和个人持有境内人民币股票资产情况

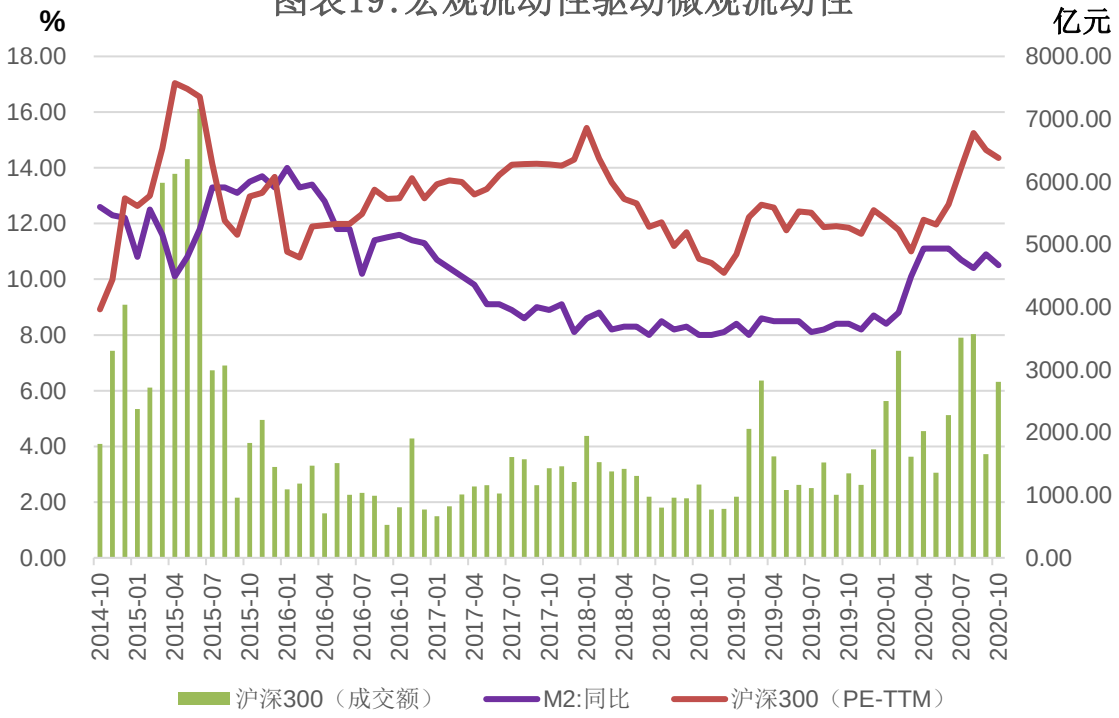


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

2.3、A股估值驱动弱化

- 随着国内货币回归正常化，财政政策逐步退出非常规刺激政策，2021年宏观流动性紧平衡将成为常态，宏观流动性的收紧对A股市场微观流动性预期将会调降，从而形成估值收缩，纯粹的估值提升行情或将结束。
- 风险溢价（ERP）近似等于（PE 倒数）减去风险利率，是近似衡量投资者风险偏好的量化指标。截止到12月1号，A股风险溢价跌破2%，下降至1.97%，而宏观流动性的收紧叠加低位的风险溢价，更加验微观流动性收缩。

图表19:宏观流动性驱动微观流动性



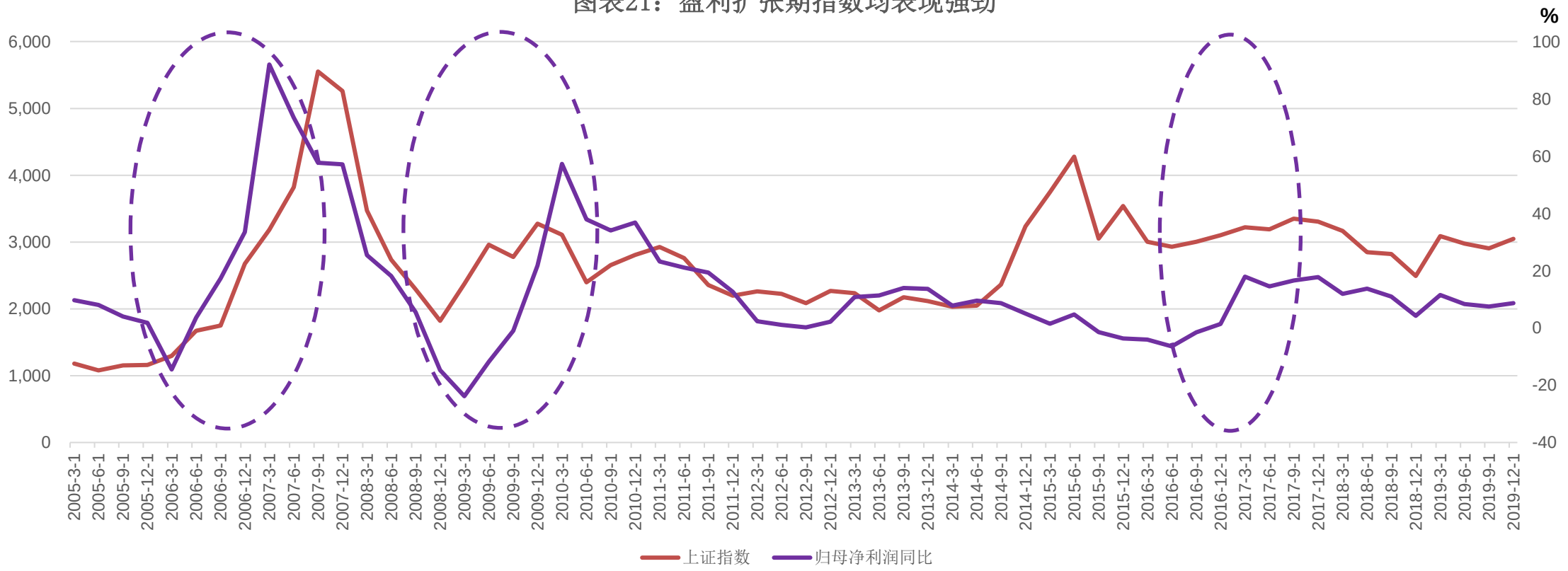
图表20：ERP回归历史均值之下



2.4、A股盈利修复性

- 20Q2至21Q1将是A股盈利回升周期，而从历史规律来看，盈利上行期A股鲜有大跌。基数效应、出口拉动、主动补库周期等因素共振，20Q2-21Q1A股盈利增速将不断上行。在历史上，盈利自底部抬升至高点的过程中，除了16年初熔断急跌，其余盈利上行期A股均未有大跌。因此在盈利回升的时期也不必对市场过于担忧。

图表21：盈利扩张期指数均表现强劲

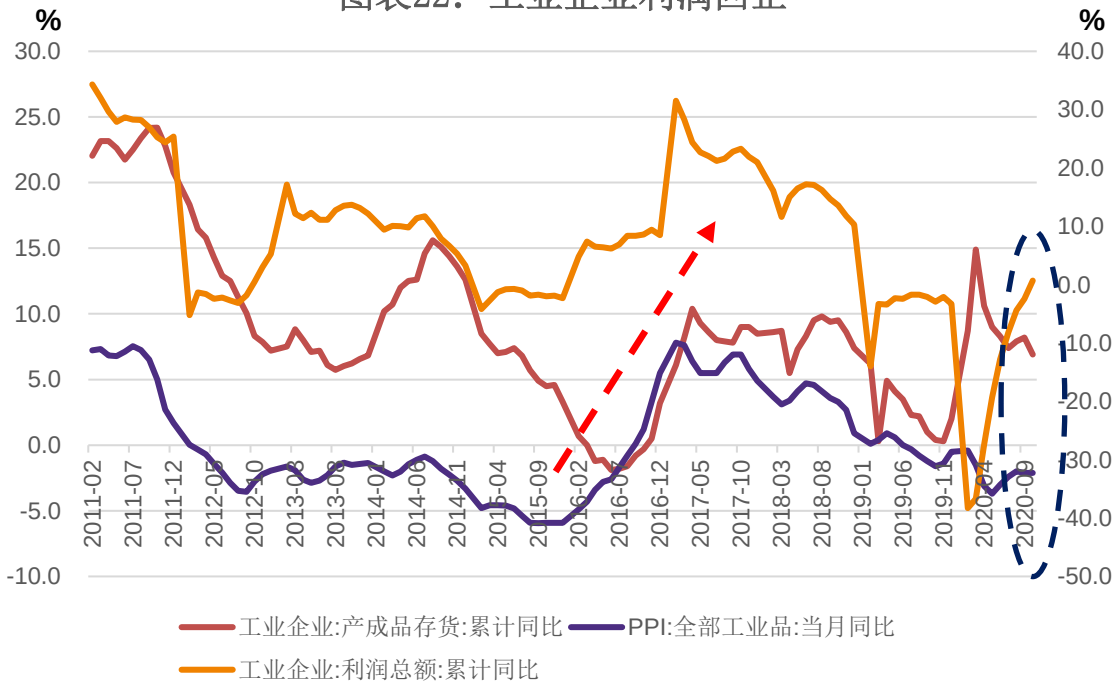


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

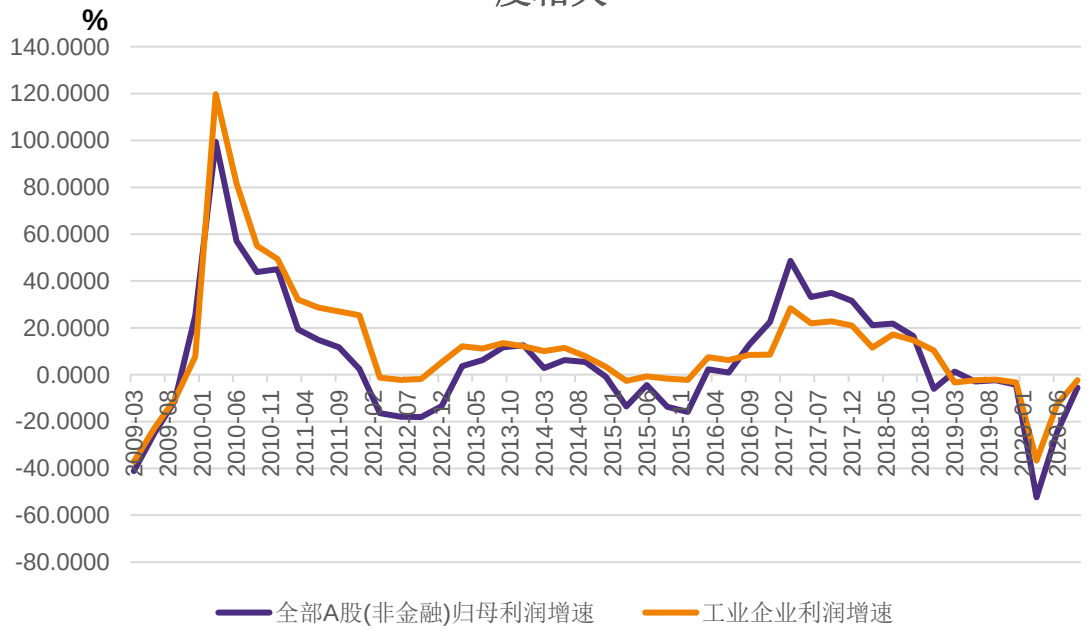
2.4、A股盈利修复期

- 1-10月全国规模以上工业企业实现利润总额50124.2亿元，累计同比增长0.7%，累计同比今年首次转正，较1-9月上升3.1个百分点至0.7%。工业企业利润占全A利润比例在34%，随着工业企业利润逐步进入主动补库存周期，将对全A利润提振作用明显。
- 对全部A股（非金融）归母利润增速与工业企业累计利润增速相关系数为0.9，为高度正相关。

图表22：工业企业利润回正



图表23：工业企业利润增速与全A非金融利润增速高度相关

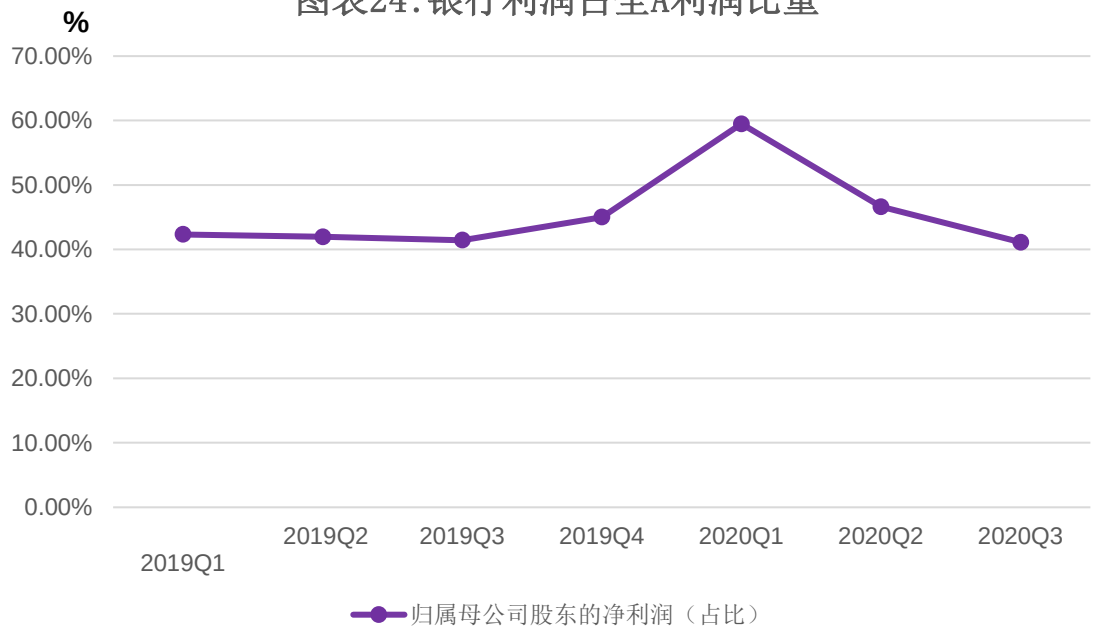


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

2.4、A股盈利修复期

- 银行业利润占全A利润比重平均超45%。
- 随着 2021 年经济的恢复性增长，银行基本面表现改善，同时国内经济修复好于海外，我们预计 2021Q1 为息差低点，后续息差有望受益于货币政策常态化、个贷占比提升等因素而企稳。同时受益于息差对营收的拖累作用消退，以及拨备计提力度回归常态化，我们预计 2021 年上市银行利润同比增速有望修复至 7.1%。

图表24:银行利润占全A利润比重



图表25：2021年银行业利润增速回归常态



2.4、A股盈利修复期

- 2020年上半年ROE的改善依赖于财务杠杆的提升，而下半年总资产周转率和销售净利润率的提升，是影响ROE提升的主要因素。
- 展望 2020年四季度至 2021年，我们认为全A市场 ROE将会处于持续改善通道中，全年有望保持持续改善的趋势，3季度之后改善幅度将会逐渐趋缓。
- 从历史数据来看，A股 ROE 往往在净利润增速达到顶峰之后的 2-3个季度达到顶点，即 ROE的上行期相比净利润增速的上行期更长一些。根据我们之前的分析判断，本轮全A盈利增速高点或将在2021Q1出现，也就意味着ROE高点或会2021Q3、Q4。

图表26：2021年ROE的改善将依赖于总资产周转率和销售净利润率的提升

日期	销售净利润率（TTM）	总资产周转率（TTM）	财务杠杆	ROE（TTM）
2018/12/31	5.0%	62.6%	254.6%	8.0%
2019/3/31	4.9%	62.0%	255.2%	7.8%
2019/6/30	4.8%	62.0%	259.0%	7.7%
2019/9/30	4.8%	61.3%	257.2%	7.5%
2019/12/31	4.7%	61.6%	255.9%	7.4%
2020/3/31	4.2%	58.9%	254.9%	6.2%
2020/6/30	4.2%	56.8%	259.6%	6.3%
2020/9/30	4.6%	57.1%	255.0%	6.7%

数据来源：Wind、华鑫证券研发部

3.1、后疫情时代作为2020年新冠疫情主线的延续，以新冠疫苗落地为标志。

- 由于新冠疫苗产业链（疫苗研发、疫苗瓶、冷链运输）相关公司在三季度初已大幅炒过预期，目前看相关股票价格已在腰斩附近震荡超过一个季度，我们认为随着新冠疫苗落地临近，市场将去伪存真，拿到订单实质受益的产业链公司将会迎来业绩驱动的反弹机会。

- **重点关注：**疫苗研发关注**康希诺-U、复星医药、智飞生物；**疫苗瓶关注**正川股份、山东药玻；**疫苗冷链关注**国药股份、澳柯玛。**

图表27：全球主要国家新冠疫苗接种进展

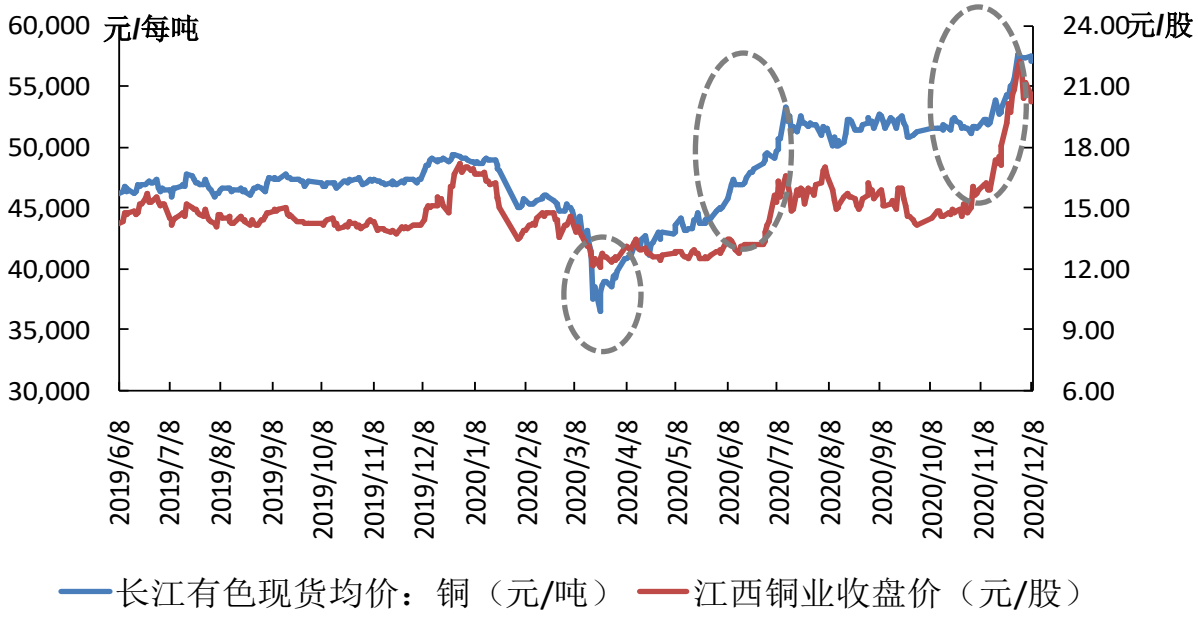
日期	国家	接种新冠疫苗消息
11月25日	中国	中国国药集团已向国家药监局提交了新冠疫苗上市申请
12月3日	法国	新冠疫苗接种预计将于明年初开始分三个阶段开展
12月5日	俄罗斯	莫斯科开始大规模接种俄罗斯新冠疫苗“卫星-V”
12月8日	英国	正式大规模接种辉瑞新冠疫苗
12月8日	美国	拜登公布他就职美国总统后头100天的三点抗疫计划，包括承诺为全美至少1亿人接种新冠疫苗
12月8日	墨西哥	计划于12月第三周启动全国疫苗接种计划，预计2022年3月实现疫苗接种全国覆盖。9日，该国卫生部已同意购买3500万剂中国康希诺生物生产的疫苗
12月9日	阿联酋	正式批准中国国药集团新冠灭活疫苗投入使用
12月初	德国、西班牙	两国均表示2021年1月开始新冠疫苗接种，德国表示到明年入夏时，德国民众将可在普通诊所内接种新冠疫苗

数据来源：Wind、华鑫证券研发部

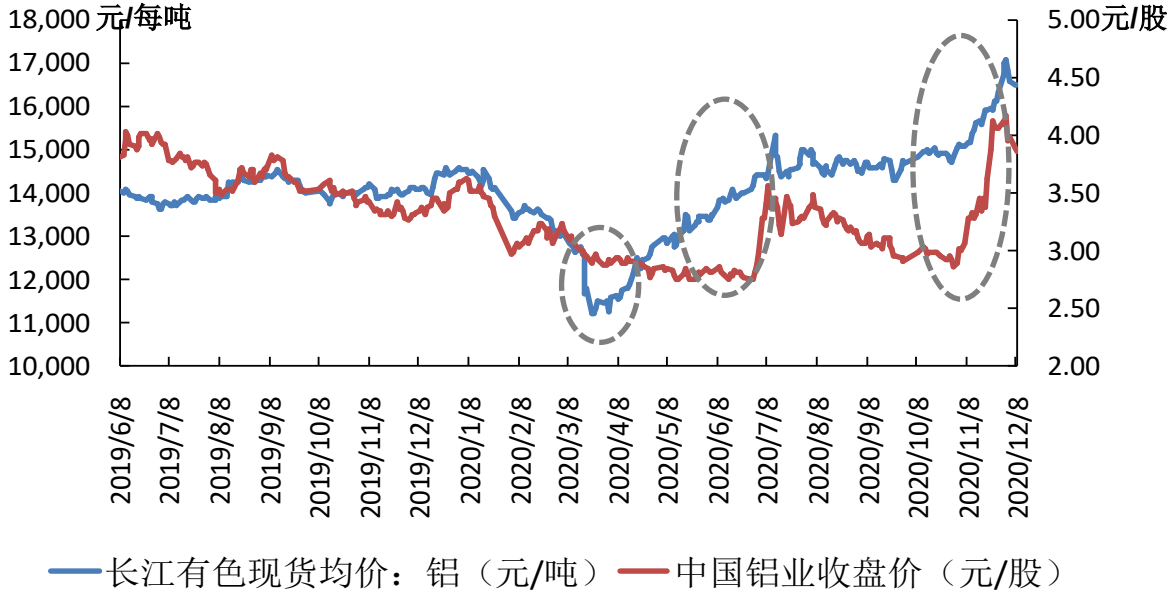
3.2、有色金属板块（顺周期）：基本金属行情不是趋势性大行情，且行且珍惜

- 从基本金属现货价格看，铜、铝今年以来有三波明显上涨：3月底至4月底，受美联储开启无限量宽驱动；5月底至7月初，受国内经济复苏驱动；11月初至12月初，受新冠疫苗落地，全球经济复苏预期驱动。
- 从二级市场传导看，第三波行情中龙头股价上涨斜率和涨幅均超过金属现货，说明市场对于21年有色顺周期行情预期一致性很高，而往往过高的一致性将导致股价边际反应减弱，建议珍惜**明年上半年**海外经济边际复苏时间窗口，且行且珍惜。
- **重点关注**：兼具商品和金融属性的铜企**江西铜业**；终端需求改善，成本中枢下移的铝企**中国铝业、神火股份**。

图表28、 二级市场对铜现货价格上涨的反映



图表29、 二级市场对铝现货价格上涨的反应



3.3、发达国家具有成熟的疫苗接种基础设施，为新冠疫苗快速大规模接种提供保障。

- **发达国家具有成熟的疫苗接种基础设施，为新冠疫苗快速大规模接种提供保障。**

- 根据美国CDC于2020年10月发布研究显示，在流感高发季节，美国的流感疫苗接种单月可以覆盖20%人口，在半年内就能覆盖近50%的人口，且接种速度和接种率都呈现逐年上升的趋势 。我们认为，发达国家已于12月初陆续开始大规模疫苗接种，21年一季度基本能完成重点人群的接种，到年中生产生活、主要国家间国际交流基本能恢复常态，直接利好**民航机场、出境游**等板块。

旅游板块：受益新冠疫苗陆续落地，发达国家有望在21年逐渐恢复国际交流常态，受到压制的出境游需求将逐步释放，21年相关出境游上市公司有望迎来业绩拐点，建议关注**众信旅游、腾邦国际、中国国旅。**

民航机场：随着全球疫苗接种计划进展较快，人们出行信心得到进一步恢复，国际航线有望在明年陆续恢复，国内航线也将受益春运需求爆发，民航机场板块供需基本面迎来拐点，建议积极关注**中国国航、南方航空、东方航空、上海机场。**

4.1、政策强支持，全球共振，高景气才刚开始。

- 2020 年 11 月 2 日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，到 2025 年，要求我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右，到2030年，占汽车总销量的40%。另外，国内将新能源汽车补贴政策延长两年至 2022 年底，并放缓补贴退坡力度和节奏。2020年 1-10月新能源车销售90万辆，仅占同期国内汽车总销量 1970万辆的 4.6%，未来市场空间巨大。同时，世界主要国家也于近年相继出台政策，明确新能源汽车推广目标，全球共振下，产业高景气才刚开始。

图表30、世界主要各国新能源汽车政策及渗透率

国家或地区	目标车辆类型	目标年份	新车销售目标	信息源	2019年渗透率	2020年前三季度渗透率
加拿大	汽车	2040	100%电动汽车	政府文件	1%	1%
中国	汽车	2025	20%电动汽车	政府文件	4%	4%
以色列	乘用轿车	2030	无汽油车、柴油车	能源部长的讲话	0%	1%
日本	乘用车	2030	23-33%电动汽车	政府文件	1%	1%
美国加州	乘用车	2050	100%零排放汽车	国际零排放汽车联盟宣言	/	/
德国	乘用车	2030	100%电动汽车	议案	3%	11%
法国	乘用轿车	2040	无使用化石燃料的汽车	官员口头表态	3%	8%
英国	乘用轿车	2030	无汽油车、柴油车等	首相讲话	3%	7%
印度	乘用轿车	2030	30%电动汽车	官员口头表态	0%	0%
韩国	乘用轿车	2030	33%电动汽车	总统讲话	2%	3%

数据来源：Wind、华鑫证券研发部

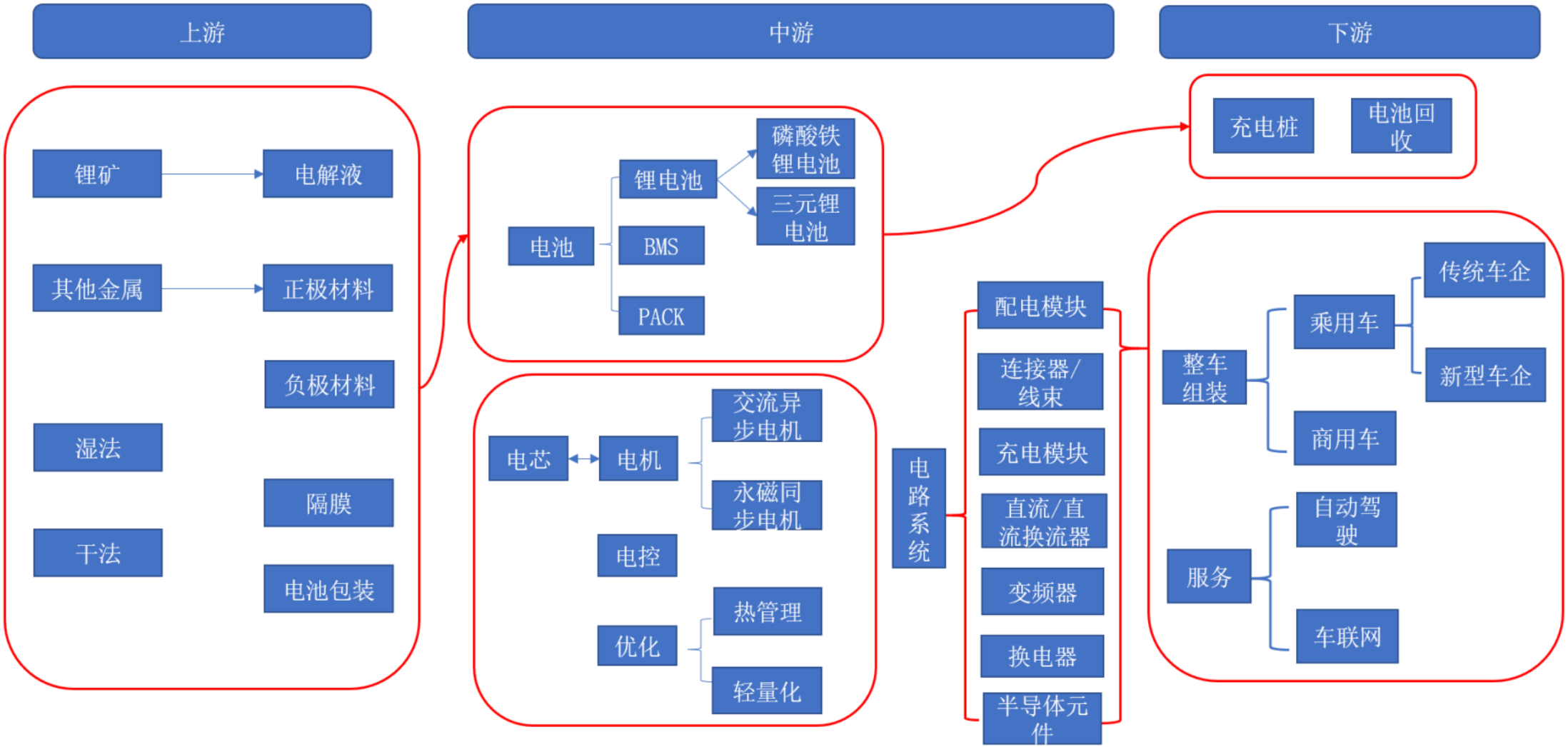
4.2、造车新势力销量节节攀升，C端消费成为核心驱动力。

- 新能源汽车的销量是跟踪行业景气度的重要指标。在补贴退坡、新冠疫情的负面影响下，2020年造车新势力销量节节攀升，反映了消费者对新能源汽车的接受度明显提高。随着动力电池能量密度提升，续航能力增强以及充电配套设施跟进，C端消费将成为未来新能源汽车消费核心驱动力。其中，造车新势力和传统巨头的爆款明星车型不断推出，也是未来推动C端需求的重要动力。

图表31、 2020年1-11月新势力造车企业新能源车销量情况

新势力	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	累计（1-11）
蔚来	1598	707	1533	3155	3436	3740	3533	3965	4708	5055	5291	36721
同比	-11%	8%	13%	109%	222%	242%	135%	42%	90%	150%	109%	95%
小鹏	1055	161	1055	1336	976	916	2451	2649	3478	3040	4224	21341
同比	76%	-73%	-16%	-39%	-64%	-59%	62%	766%	59%	502%	316%	41%
理想	1180	269	1447	2622	2148	1834	2445	2711	3504	3692	4624	26498
威马	1027	567	1173	1388	1503	2028	2036	2057	2107	3003	3018	19907
同比	-48%	36%	-31%	1%	-27%	7%	86%	143%	39%	46%	175%	24%

图表32、 新能源汽车产业链示意图



配置思路：

- 锂电池作为新能源汽车关键核心部件，其产业链机会有望持续放大，中上游机会多
- **上游锂矿资源：**由粗放到精细，由做大到做强，关注优势资源加优势工艺一体化龙头赣锋锂业；正极材料关注德方纳米、杉杉股份；电解液关注天赐材料；隔膜关注恩捷股份；负极材料关注璞泰来。
- **中游动力电池：**关注国内市占率近半的宁德时代和刀片电池龙头比亚迪。
- **下游整车：**关注比亚迪、长城汽车；
- **下游充电桩：**关注英可瑞、特锐德。

4.3、国防政策是军工板块最强催化剂。

- 十四五规划建议明确提出，加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一：确保**2027年实现建军百年奋斗目标**。今年7月，中央政治局第22次集体学习上，习总书记还提出，全面推进武器装备现代化，加快机械化信息化智能化融合发展，**全面加强练兵备战。**

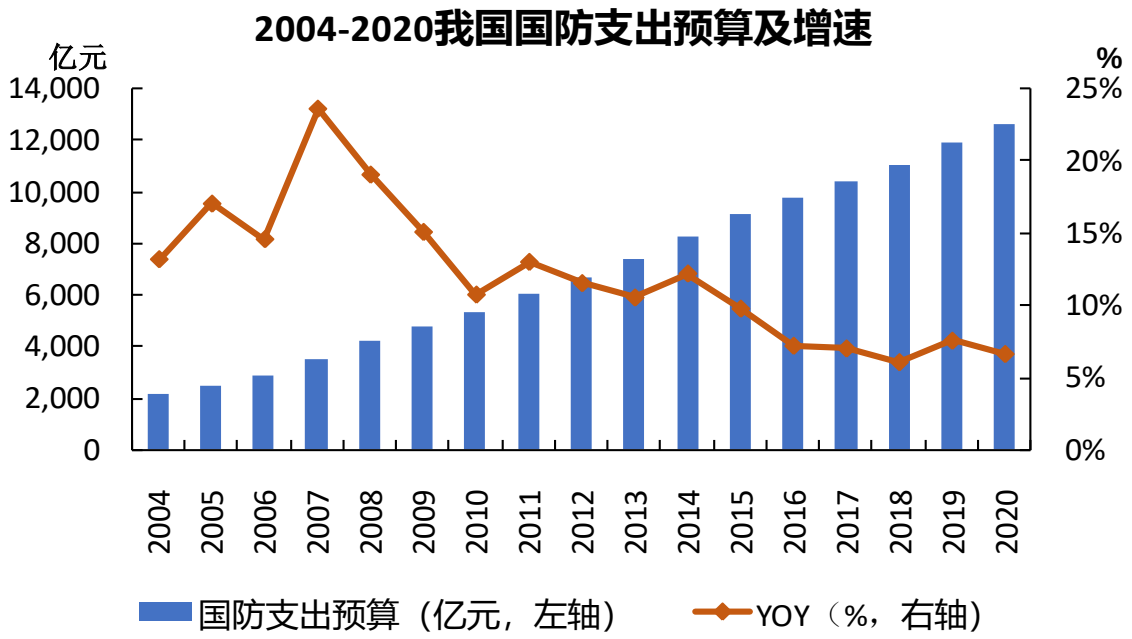
图表33、我国国防军队建设目标不断提高

时间	事件	国防政策方针
2002	十六大	贯彻积极防御的军事战略方阵
2007	十七大	打赢信息化条件下的局部战争
2012	十八大	建设我国国际地位相称、与国家安全和发展利益相适应的巩固国防和强大军队
2017	十九大	到本世纪中叶（2050年），**全面建成世界一流军队**
2020/7/31	中央政治局第23次集体学习	习总书记指出：当前，世界百年未有之大变局加速演进；全面推进武器装备现代化，加快机械化信息化智能化融合发展，**全面加强练兵备战**，确保实现国防和军队现代化目标任务。
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二零三五年远景目标的建议》	**加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一**：加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力、**确保二零二七年实现建军百年奋斗目标**。

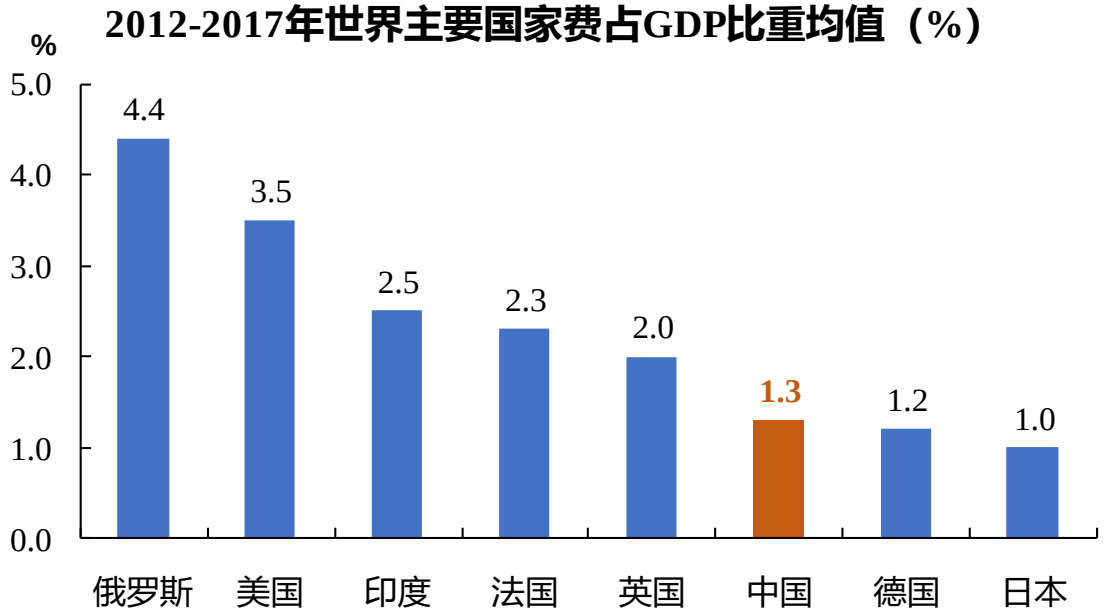
4.4、国防费用投入持续增加，保障行业中长期景气提升。

- 近年，我国军费规模持续增长，近十年复合增长率达9.07%，但占GDP比重依然明显低于美、俄等军事强国。根据国务院2019年7月披露的《新时代的中国国防》白皮书，2012-2017年，我国国防费占GDP平均比重约为1.3%，明显低于美国（约3.5%）、俄罗斯（约4.4%），是联合国常任理事国中最低。未来，大国博弈加剧，加大国防投入是刚需。

图表34、2004-2020年我国国防费用支出持续增加



图表35、我国国防军费占GDP比重较低



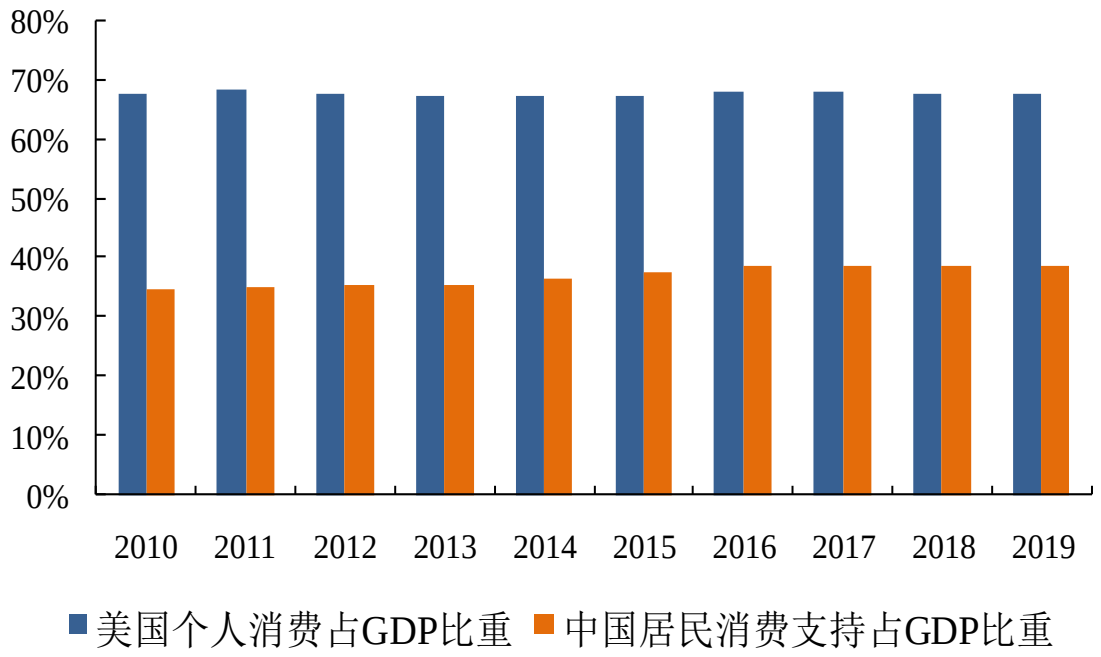
配置思路：

- **导弹产业链：**消耗属性强，关注导弹总装企业洪都航空，导弹电子企业振华科技、天箭科技；
- **军机产业链：**根据WorldAirforce 2018年数据，美国拥有13407架军机，是我国军机数量的4.4倍，差距较大；军机产业链重点关注上游材料和零部件核心企业中航高科、光威复材、西部超导和军机总装企业中航沈飞；
- **无人机装备：**作为智能化前沿化武器装备的利器，无人机作战已经在世界局部战争崭露头角，重点关注航天彩虹、星网宇达；
- **航空发动机：**实战化训练强度加大，增加消耗需求，重点关注航发动力；
- **军工ETF**

5.1、消费细分行业集中度提升趋势明显

- **对比美国，我国GDP消费占比提升空间大。**美国消费是经济增长的主要驱动力，其2019年个人消费占GDP比重为67.86%；我国居民消费占GDP比重从2010年34.63%小幅提升至2019年的38.79%，空间大；
- **消费细分行业集中度提升趋势明显。**消费细分行业龙头市占率、定价权和盈利能力持续提升，因此，龙头企业稀缺性、业绩确定性溢价将持续保持；
- **2021年全球经济复苏也是消费需求提升的催化剂。**

图表36、我国消费占GDP比重与美国相比提升空间大



二级市场表现看，在机构市，消费龙头行情受指数波动影响较小，尤其在市场分歧的震荡市和熊市，**防御性突出。**

重点关注

白酒板块：**贵州茅台；**

乳业板块：**伊利股份、光明乳业、妙可蓝多；**

休闲食品：**洽洽食品、盐津铺子、品渥食品；**

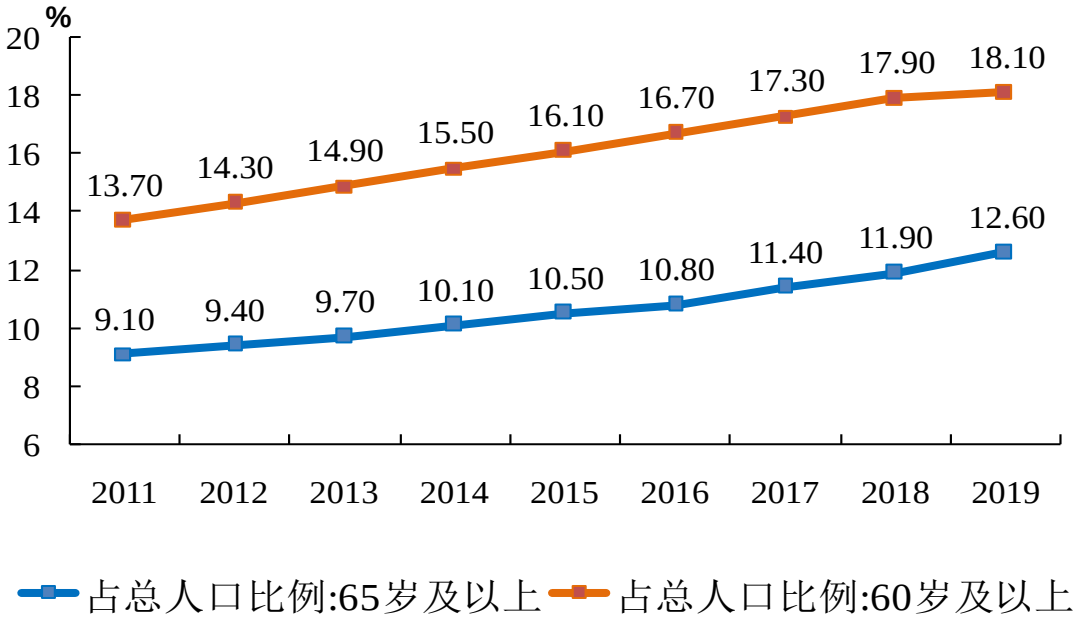
餐饮供应链：**安井食品、天味食品。**

数据来源：Wind、华鑫证券研发部

5.2、老龄化加剧，医疗刚需长存

- **老龄化加剧，医疗刚需长存。**我国已进入老龄化社会，且老龄化进一步深化，医疗刚需长存；
- **医保政策+商业保险发展，明显提高创新药支付能力。**伴随着仿制药带量采购和医保目录动态调整的推进，创新药纳入医保目录的时间大大加快，医保资金对创新药的支付力度也大大增强；加上国家大力支持商业健康险发展，进一步打开创新药支付空间。12月9日国常会上，李克强提出加快发展商业健康保险，支持开发更多商业保险产品。
- **消费升级带来可选医疗服务需求。**医疗美容、辅助生殖、眼科、齿科等领域景气度向上。

图表37、我国消费占GDP比重与美国相比提升空间大



虽然2020年上半年医药行业行情波澜壮阔，龙头药企或有短期过涨，但我们认为长逻辑顺畅的各细分领域龙头应长线思维聚焦关注。

重点关注

创新药：**恒瑞医药、复星医药；**

创新疫苗：**万泰生物、智飞生物；**

医疗服务：**爱尔眼科、通策医疗、朗姿股份；**

医疗器械：**迈瑞医疗、欧普康视；**

次新医药独角兽快速研究，抓住超额收益机会。

5.3、拉尼娜现象对农业板块有较明显的催化效应

- **今年拉尼娜现象强度中等到强。**10月29日，世界气象组织发布《全球季节性气候更新》指出，拉尼娜现象已经形成，预计今年的拉尼娜现象强度为中等到强，并将持续至明年。拉尼娜现象会导致作物减产涨价及运输困难。
- **近年中等规模的拉尼娜现象对农业板块有较明显的催化效应。**在2007/08-2008/05和2010/06-2011/05两次中等规模的拉尼娜事件期间，农林牧渔指数均有大幅上涨：其中，2007/11/1-2008/2/29,申万农林牧渔指数上涨18.89%; 2010/7/1-2010/12/31,涨幅达 48.20%。
- **重点关注：**种业板块**大北农、隆平高科、荃银高科**；白糖**中粮糖业**；蔬菜板块**宏辉果蔬、雪榕生物。**

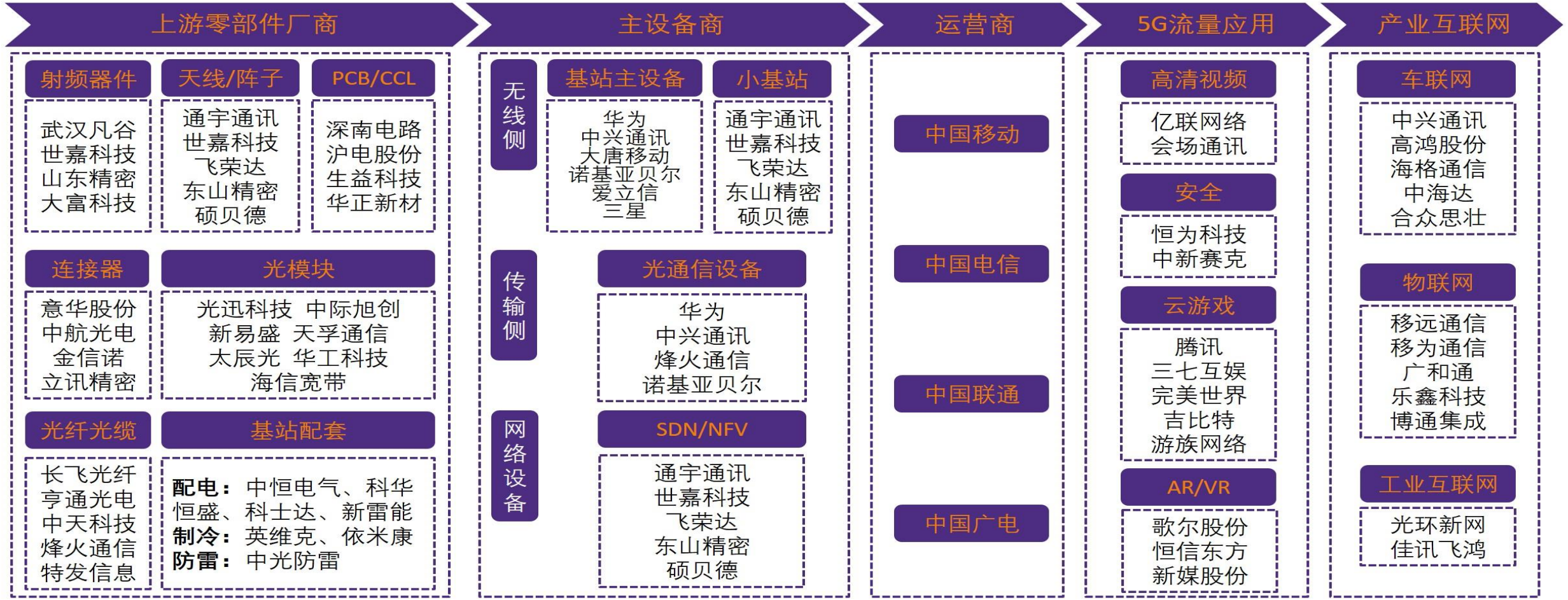
图表38、农林牧渔（申万）指数走势



5.4、5G应用将多点开花

- **2021年5G应用将多点开花。**2019年工信部正式发放5G商用牌照，经过一年多5G新基建建设，2021年起将逐步进入5G应用落地期，建议关注最先受益的**超高清视频、物联网、虚拟现实**等5G应用机会。

图表39、5G产业链梳理



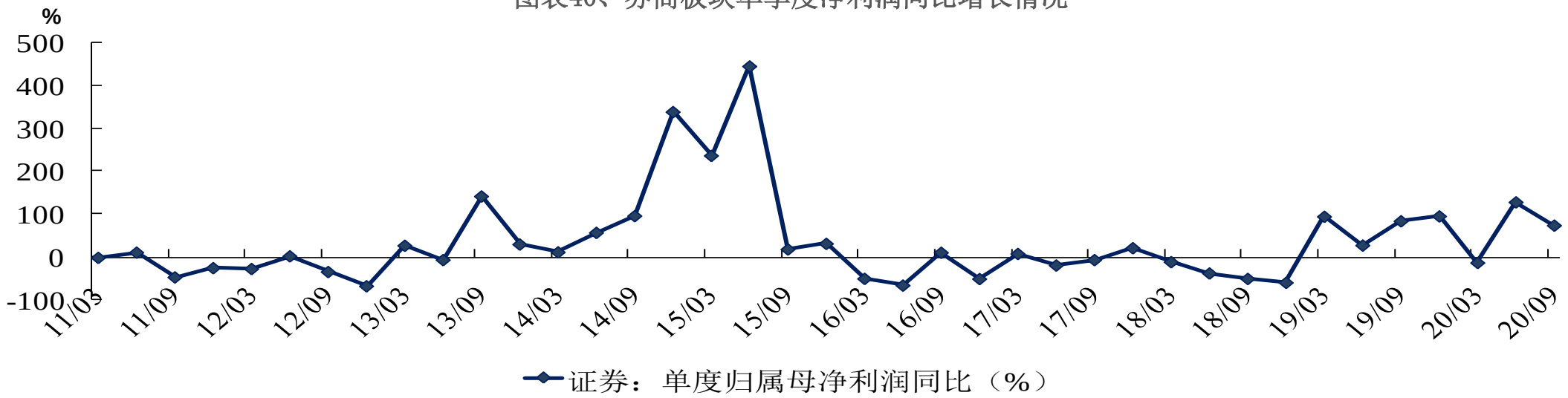
5.5、全面注册制推出在即，利好券商投行等业务。

- **全面注册制推出在即，利好券商投行等业务。**10月31日，国务院金融委召开专题会议，传达学习党的十九届五中全会精神。会议表示，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制。根据科创板和创业板注册制筹备时间判断，2021年推出全市场注册制可能性大，直接利好券商投行和直投业务。另外，注册制交易规则有望刺激交易活跃度，利好经纪业务。

- **2021年是改革催化的结构性行情，业绩推动力弱化。**2020年证券行业主要的业绩增量来自自营、经纪和投行业务，我们认为2021年投行贡献受益注册制将进一步放大，但自营业务难度加大，**因此业绩增长对板块行情推动弱化，更多来自改革预期催化的结构性行情。**

- **重点关注：**投行头部公司**中金公司、中信建投**及中小市值次新券商。

图表40、券商板块单季度净利润同比增长情况



5.6、强政策支持，国产半导体大势所趋。

- **第三代半导体是国产芯片产业大势所趋。**第三代半导体材料主要分为碳化硅SiC和氮化镓GaN，相比于第一、二代半导体，其具有更高的禁带宽度、高击穿电压、电导率和热导率，在高温、高压、高功率和高频领域将替代前两代半导体材料。将广泛应用于 5G、新能源汽车、消费电子、新一代显示、航空航天等领域。

- **十四五规划有望迎来政策强支持。**业内消息称，国家计划将大力发展第三代半导体产业写入正在制定中的“十四五”规划，国家将在教育、科研、开发、融资、应用等各个方面，大力支持发展第三代半导体产业，以期实现芯片产业独立自主。

- **与国际技术差距小，具备齐头并进的条件。**第三代半导体产业发展时间较短，我国与国际先进水平在技术上差距小，且国内厂商在第三代半导体全产业链均有布局，可完全自主可控，十四五期间，在国家政策的大力支持下，具备与国际巨头齐头并进甚至换道超车的条件。

- **重点关注：**设备和衬底厂商**露笑科技、三安光电**；外延厂商**聚灿光电、乾照光电**；器件厂商**华润微、斯达半导、扬杰科技。**

严凯文：2013年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：市场策略研究。

董冰华：2013年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：市场策略研究。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。