盈利持续修复，业绩占据主导

——2021 年 A 股市场展望

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

核心观点

回顾与展望：2020 年全年成长和消费表现均较强，A 股市场表现出业绩和成长性并重的特征。回顾 2020 年的 A 股市场走势，全年整体表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局。截至 2020 年 11 月 20 日，创业板指全年涨幅达 48.33%，在全球主要指数中涨幅排名第一，深证成指则以 32.80%的涨幅排名第二，均超过纳斯达克指数的 32.68%的涨幅。整体来看，绩优股指数（主要是高端白酒拉动）和创业板综指（医药、电子、电新等拉动）表现明显强势，显示当前 A 股市场对盈利和成长性的青睐均较显著。

❖ **市场主线：盈利持续修复，消费端存在机会。**（1）宏观经济增长处在复苏通道，低基数和“双循环”新格局下高质量发展将带动高增长回归。（2）在 2020 年企业利润低基数的大背景下，2021 年工业企业利润增速将出现强劲修复。（3）2020 年受疫情影响，全球纷纷出台货币政策和财政政策来支撑经济，货币主要流向股市和债市，预计 2021 年将在消费端体现。

❖ **A 股市场趋势：震荡偏强，盈利驱动。**（1）资金层面：在资金流入方面，北向资金、新成立基金规模、投资者数量等多个维度预测明年资金流入依旧维持较高水平，整体资金面充裕；但资金流出角度看，解禁规模和 IPO 规模上，预计 2021 年也处于较高水平。（2）盈利面：2021 年 A 股市场基本面存在大幅改善的基础，整体估值预计回归正常水准。同时 A 股 2020 年一季度利润增速为负的背景下，为 2021 年利润增速大幅提升奠定了基础。

❖ **A 股市场行业配置：业绩占优，成长为辅。**（1）配置主线 1：“大消费”主题，一方面是从业绩修复角度出发，挖掘大消费板块中的可选消费：交通运输和消费者服务（旅游、酒店餐饮）另一方面则继续推荐高端白酒，我们认为高端白酒依旧能够在未来存在一定的投资机会（2）配置主线 2：军工板块，一是政策支持，“十四五”明确加快武器装备现代化，国防科技创新、加速战略性前沿颠覆性技术发展，武器升级和智能化发展；二是订单饱满，去年以来，军工企业业绩有明显增强，展望十四五，从订单和备货角度来看，十四五期间军工企业的业绩确定性将显著好于十三五期间。(3)配置主线 3：新能源汽车板块，该板块今年以来涨幅较大，一些个股当前处于高位，预计 2021 年板块会出现分化，因此我们就行业趋势挖掘增速较快，当前估值合理的磷酸铁锂细分领域。

❖ **风险提示：**经济超预期回落；政策发生重大变动；贸易摩擦超预期。

证券研究报告

所属部门	总量研究部
报告类别	策略深度
川财二级行业	市场策略
报告时间	2020/11/29

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

chenli@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、 回顾与展望：风险偏好驱动减弱，盈利修复是关键.....5
二、 2021 年市场主线：盈利持续修复，消费端存在机会.....7
2.1 经济持续修复，2021 年上半年有望实现高增长.....7
2.2 盈利修复强劲，低基数支撑增长.....9
2.3 伴随疫情控制，消费端有望受益.....10
三、 2021 年市场趋势：震荡偏强，盈利驱动.....12
3.1 资金层面：资金充裕，流动性良好.....12
3.11 资金流入.....12
3.12 资金流出.....14
3.2 企业盈利：业绩预计大幅改善，整体估值回归正常水准.....15
四、 2020 年行业配置：业绩占优，成长为辅.....17
4.1 配置主线 1：“大消费”主题.....17
4.2 配置主线 2：“军工”主题.....19
4.3 配置主线 3：“新能源汽车”主题.....20
风险提示.....23

图表目录

图 1： 前 11 个月食品饮料、电新等表现较强.....5
图 2： 今年以来绩优股指数表现较强.....5
图 3： 各行业年初至今市盈率变化比较.....6
图 4： 各行业年初至今市净率变化比较.....6
图 5： 上证指数估值倍数处于历史中位值.....7
图 6： 深证成指当前处于历史 80%分位值.....7
图 7： 我国 GDP 率先转正.....8
图 8： 工业增加值同比回暖.....8
图 9： CPI 指数表现.....8
图 10： 10 月剔除食品项 CPI 变化.....8
图 11： 制造业降幅持续收窄.....9
图 12： 工业品价格逐步回暖.....9
图 13： 工业企业利润累计值.....10
图 14： 工业企业利润累计同比.....10
图 15： M1 同比增速.....10
图 16： 2020 年主要指数涨幅.....10
图 17： 新增人民币贷款当月值.....11
图 18： M2 同比增速.....11
图 19： 社会消费品零售总额变化.....11
图 20： 新增人民币存款与贷款.....11
图 21： 近年来新成立基金份额.....12
图 22： 新成立偏股型基金数（亿份）对比.....12
图 23： 近 5 年来北向资金累计净流入.....13
图 24： 近两年北向资金单月净流入对比.....13
图 25： 上证指数与新增投资者数量.....14
图 26： 投资者信心指数.....14
图 27： 近两年 A 股市场解禁规模对比.....15
图 28： 2021 年 IPO 募资规模可能维持高位.....15
图 29： 剔除金融和两油后 A 股利润增速.....16
图 30： 主板、中小板、创业板净利润增速比较.....16
图 31： 剔除金融后 A 股营收增速变化.....16
图 32： 各板块 2020 年营收增速比较.....16
图 33： 2020 年一季度个板块 ROE 情况.....17
图 34： 2020 年上半年各行业 ROE 比较.....17
图 35： 各行业一、二季度利润增速.....18
图 36： 营收角度看，消费行业相对受影响最大.....18
图 37： 高端酒表现优异.....19
图 38： 次高端、区域酒正在摆脱影响.....19
图 39： 前 11 月军工指数涨幅.....20
图 40： 军工 PE 与 PE 以及历史分位值.....20
图 41： 汽车行业行情.....21

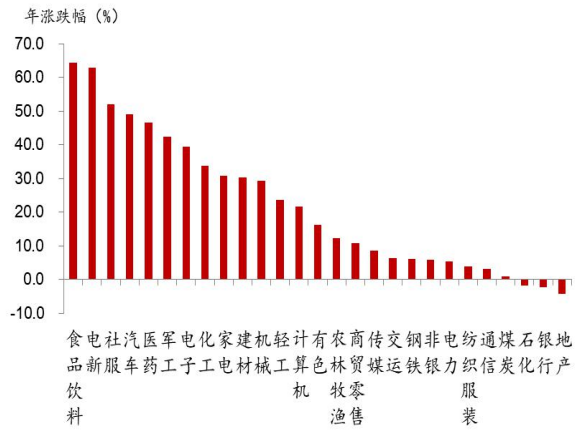
图 42：汽车行业表现.....21
图 43：汽车板块历史分位值.....21
图 44：电新行业历史分位值.....21
图 45：国内新能源乘用车对铁锂的需求预测.....22
图 46：海外新能源乘用车对铁锂的需求预测.....22

一、 回顾与展望：风险偏好驱动减弱，盈利修复是关键

2020 年全年成长和消费表现均较强，A 股市场表现出业绩和成长性并重的特征。回顾 2020 年的 A 股市场走势，全年整体表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局。截至 2020 年 11 月 20 日，创业板指全年涨幅达 48.33%，在全球主要指数中涨幅排名第一，深证成指则以 32.80%的涨幅排名第二，均超过纳斯达克指数的 32.68%的涨幅。整体来看，绩优股指数（主要是高端白酒拉动）和创业板综指（医药、电子、电新等拉动）表现明显强势，显示当前 A 股市场对盈利和成长性的青睐均较显著。

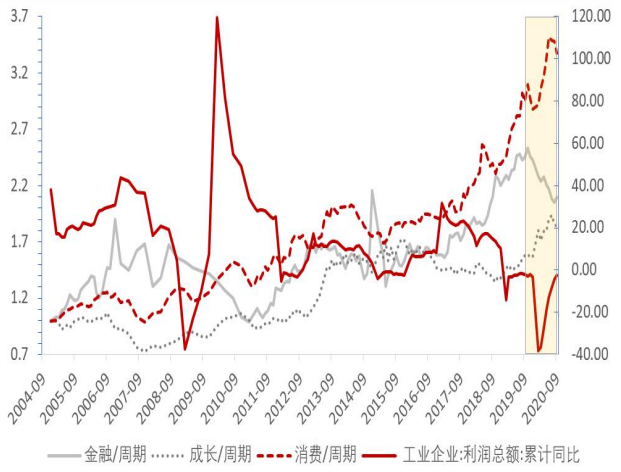
具体板块而言，一季度正直春节期间，国内疫情爆发，随着室外消费（餐饮、旅游、购物等）停滞、取消线下聚集活动、推迟办公等一系列防疫措施的实施，国内 GDP 一季度下滑 6.8%，股市方面也受到重挫，其中上证指数下跌近 10%，但一季度医药板块尤其是医疗器械板块受疫情需求拉动，表现远超其它板块；随着三月下旬疫情开始出现拐点，二季度国内企业开始复工复产，供给和需求开始出现反弹，期间出现中美贸易摩擦，以半导体为代表的电子板块表现良好，出现一波上涨；三季度受海外市场特斯拉、蔚来汽车屡创新高影响，国内新能源汽车产业链出现集体上涨，同时光伏方面受海外需求拉动，板块涨幅较好；四季度方面，受疫苗实验顺利推进影响，大宗商品出现涨价潮，原油、有色（铜、电解铝）、煤炭等均出现价格上涨，顺周期板块表现良好。

图 1：前 11 个月食品饮料、电新等表现较强



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：今年以来绩优股指数表现较强

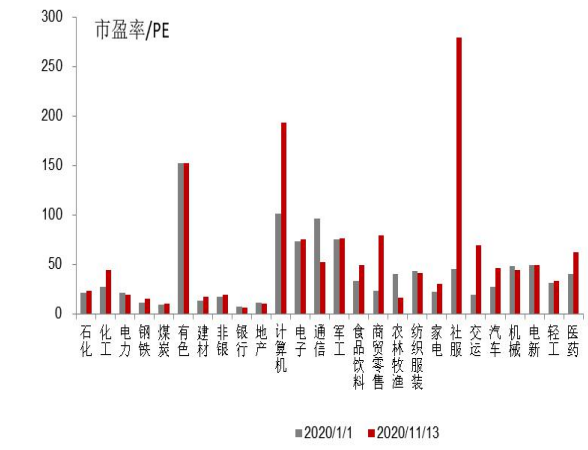


资料来源：Wind，川财证券研究所

估值提升是 2020 年 A 股上涨的驱动力。对比年初和年底各行业市盈率和市净率变化情况，市盈率年初和年底出现明显上涨的行业有化工、计算机、电子、食品饮料、交运、社服、汽车、医药；市净率方面年初和年底出现明显上涨的有计算机、电子、军工、食品饮料、社服、汽车、医药。剔除掉由于业绩受疫情下滑导致市盈率偏高的交运、社服（社服市净率上涨也是因为板块中国中免权重过大导致指数失真），可以看到医药、科技（计算机、电子、军工）、消费（食品饮料）估值均有所提升，而这些板块估值的提升也推动着 A 股的上涨，同时科技、医药更集中于创业板，因此创业板涨幅较大。

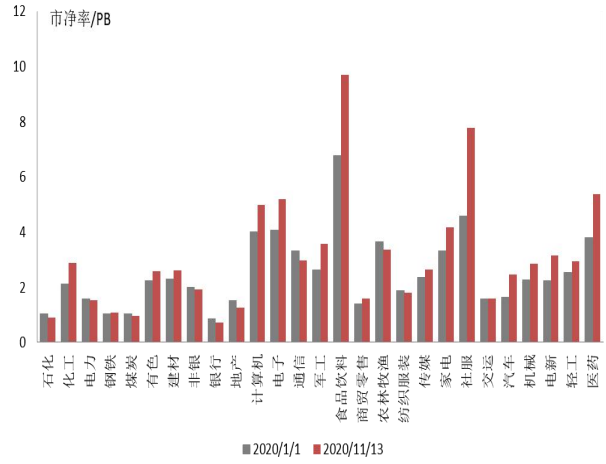
从估值提升的逻辑上来看，医药板块估值提升主要是受疫情推动，全球范围内对医疗卫生领域的重视力度加强，财政方面也向公共卫生领域倾斜，同时也具备一定的业绩支撑和行业壁垒，因此医药板块估值得到提升；科技板块估值提升则是当前“逆全球化”的大环境下，要防止核心科技、核心技术被“卡脖子”，叠加国家“十四五”向科技领域倾斜，科技板块估值提升；消费板块块估值提升来自于业绩强势的不断验证，消费领域尤其是高端白酒领域，业绩受疫情冲击较小，同时受需求带动价格上涨，业绩也保持正增长，最终形成了“戴维斯双击”效应，业绩与估值同时提升。

图 3：各行业年初至今市盈率变化比较



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：各行业年初至今市净率变化比较



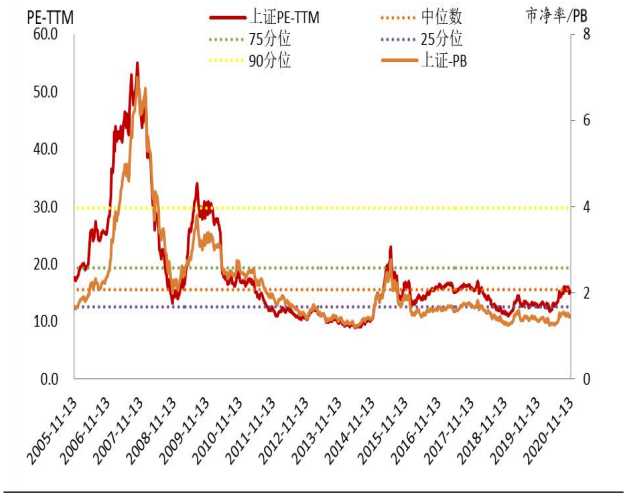
资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年四季度以来盈利的重要性逐步显现，风险偏好的驱动作用减弱。根据我们对上证综指上行原因的拆解模型，可以明显看到，最近两年以来风险偏好对 A 股的驱动作用明显，其中 2018 年 2 月份至 2018 年 12 月，以及 2019 年二季度，均是风险偏好回落导致指数出现调整，而 2019 年一季度和三季度，风险偏好较为明显的在驱动指数上行；但另一方面，2019 年 8 月份以后，尤

其是 8 月份和 10 月份，风险偏好对指数的负作用仍较大，但盈利显现出正面效应，整体市场表现仍较强，显示盈利持续下行到一定程度后开始对指数的负效应边际减弱，盈利对估值的提升效应显现，这从 2019 年四季度调整时，绩优股和成长股的成交额占比仍维持偏高可以看出，资金对盈利和成长性的追求没有因风险偏好的回落而降低。

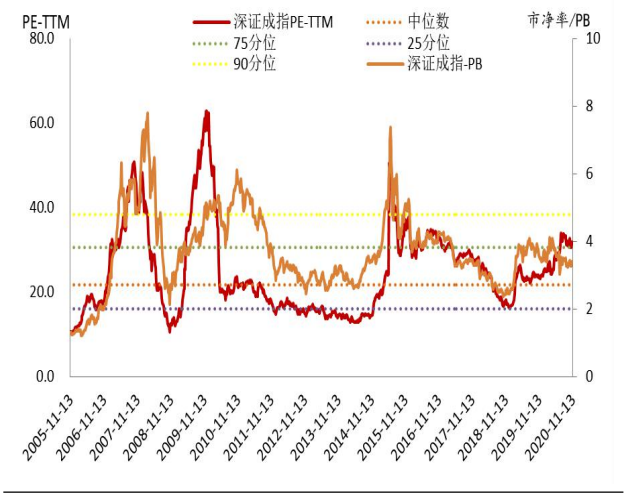
当前市场整体估值处于合理估值区间。截至 11 月 23 日，上证指数市盈率-TTM 为 15.7 倍，市净率为 1.49 倍，处于 43.08%的历史分为值，低于中位值 50%；深证成指市盈率-TTM 为 31.7 倍，市净率为 3.38 倍，处于超过历史 80%的分位值。整体来看，当前整体市场估值处于合理区间，今年低基数情况下，明年一季度各行业利润增速预计将保持高位，届时 A 股整体利润预计将有所增长，整体估值水平将出现回落到合理区间。

图 5：上证指数估值倍数处于历史中位值



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：深证成指当前处于历史 80%分位值



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、2021 年市场主线：盈利持续修复，消费端存在机会

2.1 经济持续修复，2021 年上半年有望实现高增长

宏观经济增长处在复苏通道，低基数和“双循环”新格局下高质量发展将带动高增长回归。下半年以来，国内生产、投资及消费表现共同回暖，国内 GDP 增速进一步回正，我国经济基本面率先修复，10 月 19 日，国家统计局公布数据，前三季度国内生产总值 722786 亿元，前三季度累计增速转正。展望全年，当前国内经济基本面持续向好的确定性较强，除贸易、投资项外，消费有望成

为四季度乃至明年一季度的增量点。预计 2021 年 GDP 增速整体呈现“前高后低”走势，IMF 预计明年增速达 8.2%。

图 7：我国 GDP 率先转正



资料来源：Wind，川财证券研究所

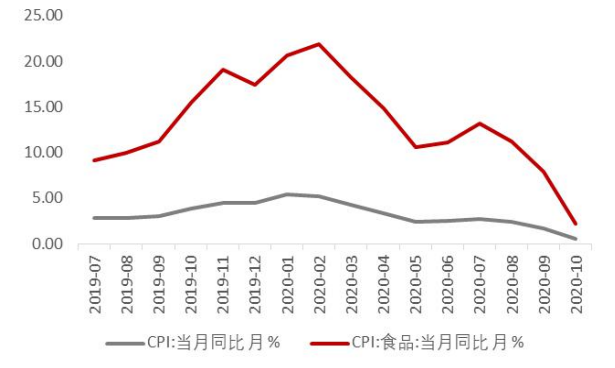
图 8：工业增加值同比回暖



资料来源：Wind，川财证券研究所

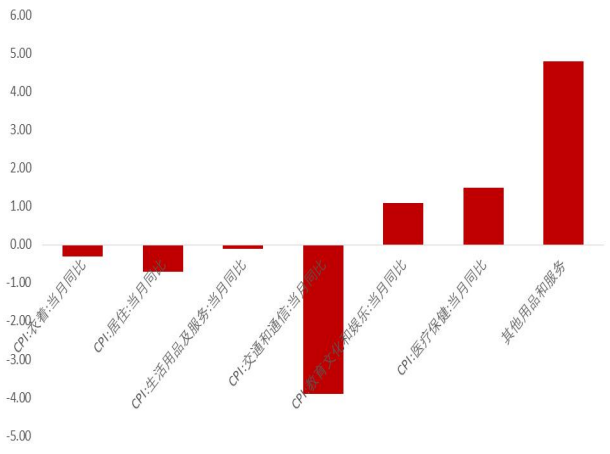
在猪价持续高位的影响下，一季度 CPI 单月同比增速保持在 4%以上。二、三季度随着猪肉价格趋稳和去年同期高基数影响下，CPI 同比增速保持在 2%~4%之间，而到了四季度，单看十月，CPI 增速仅为 0.5%，主要原因是受到去年同期高基数影响，致使当前 CPI 增速整体处于较低的水平。具体项目来看，CPI 主要是收到交通和通信拖累，而其他用品和服务增速较好。从时间上来看，CPI 高基数将持续到明年一季度，

图 9：CPI 指数表现



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：10 月剔除食品项 CPI 变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

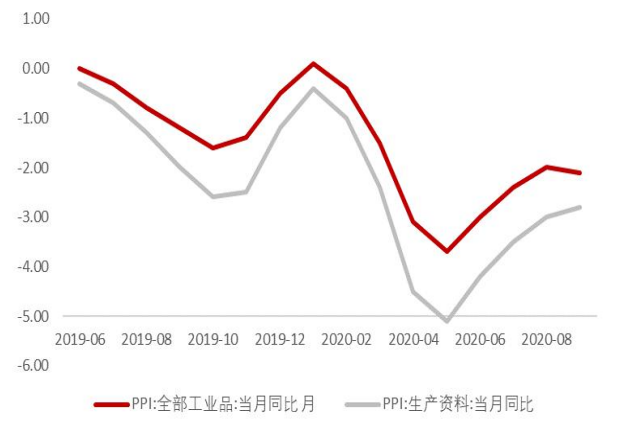
制造业投资仍较弱势，但企业资本开支意愿逐步增强。尽管三季度国内第二产业投资增速仍为负，但国内制造业投资正在持续修复，企业加大资本开支的意愿逐步上升。从产业特点看，当前小微、民营企业在我国制造业中占比仍然较高，对海外需求较为敏感。从数据看，9 月国内制造业 PMI 指数中的中小企业景气度回升至荣枯线以上，工业品价格同样有所改善，国内制造企业的再生产、投资意愿持续回暖。

图 11：制造业降幅持续收窄



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：工业品价格逐步回暖

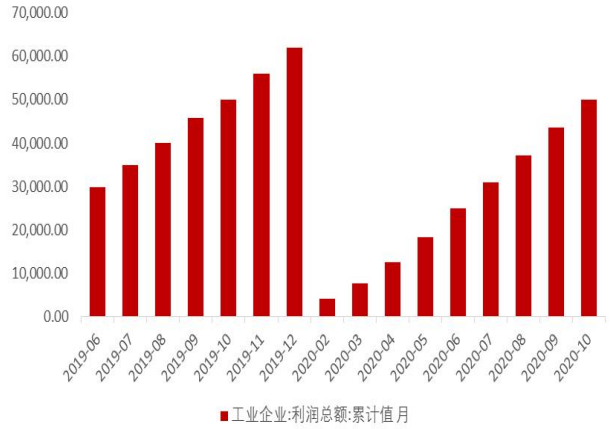


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 盈利修复强劲，低基数支撑增长

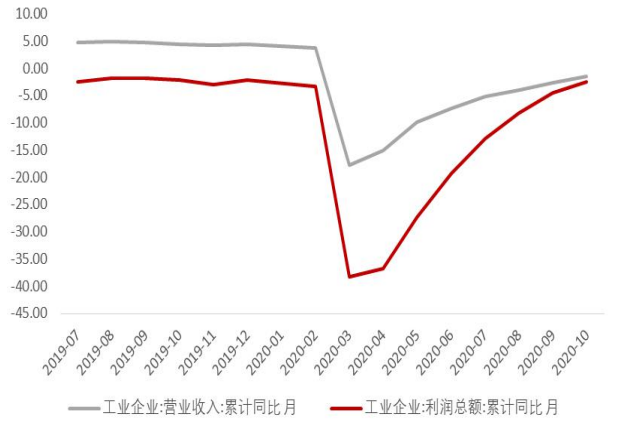
2021 年工业企业利润增速将出现强劲修复。2020 年一季度工业企业利润累计同比下滑超 30%，上半年累计下滑 12.8%，而在十月份，工业企业利润增速同比实现转正，简单地将十月份工业企业利润进行计算，以此为参考对明年一季度工业企业利润进行一个简单预测，明年一季度工业企业利润在低基数背景下，增加值实现超过 100%的增长。

图 13：工业企业利润累计值



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：工业企业利润累计同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3 伴随疫情控制，消费端有望受益

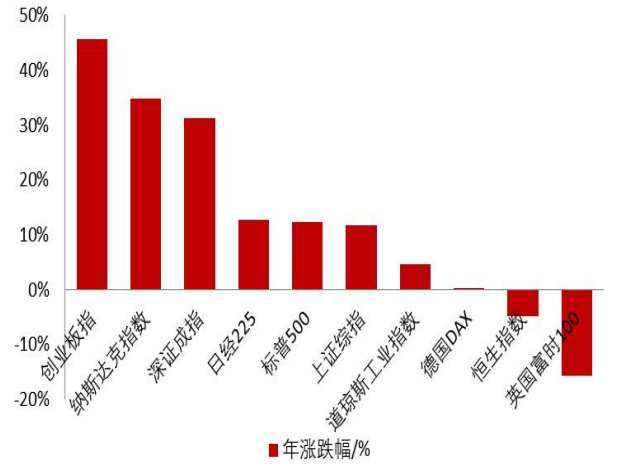
2020 年受疫情影响，全球纷纷出台货币政策和财政政策来支撑经济。国内前 10 个月社融和信贷分别累计新增 31.04 万亿和 16.95 万亿，货币政策始终保持在较高水准的宽松态势。但就发放的货币流向来看，前面已经证实 CPI 低位说明当前货币暂未大量进入消费端，而从各国今年以来的股票市场来看，大量资金流向了股市和债市。

图 15：M1 同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：2020 年主要指数涨幅



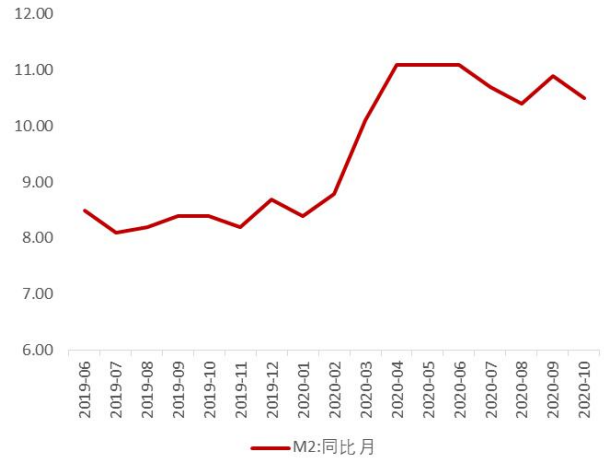
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：新增人民币贷款当月值



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：M2 同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

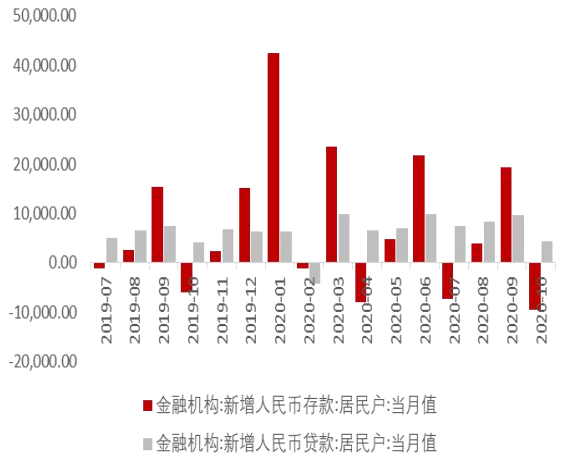
伴随疫情控制，消费端将开始发力拉动。近日，美国制药巨头辉瑞公司宣布新冠候选疫苗在没有感染新冠病毒的参与者身上，证明了超过 90%的有效性。疫情趋缓，得到控制已经是大趋势，而以旅游、交运、酒店餐饮为代表的的可选消费，疫情影响最严重的行业，随之而来将会出现需求增长，2020 年宽松的发放的货币最终流向消费端。

图 19：社会消费品零售总额变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：新增人民币存款与贷款



资料来源：Wind，川财证券研究所

三、 2021 年市场趋势：震荡偏强，盈利驱动

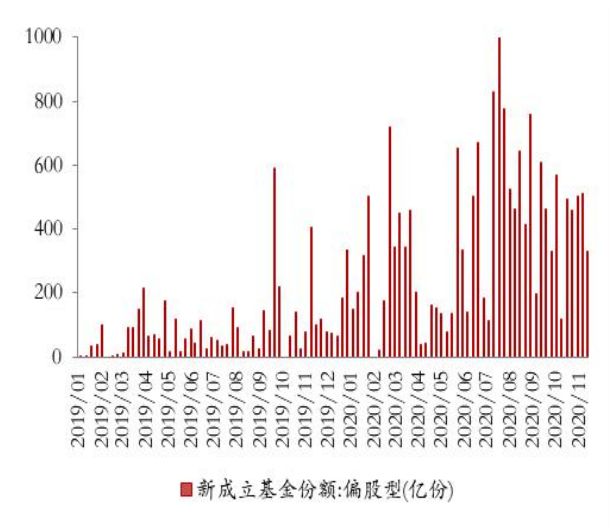
3.1 资金层面：资金充裕，流动性良好

3.11 资金流入

新成立基金份额（偏股型）：今年以来，截至 11 月 22 日，累计新成立偏股型基金 17617 亿份，远超去年全年的 4839 亿份。其中六月以来，今年新成立基金份额就一直保持高位，一方面来源于股市行情的火热，6 月以来，伴随着国内疫情控制良好和复工复产带动经济持续恢复，经济的复苏也映射到 A 股市场上，上证指数出现连续上涨，而一些经验不足，时间不够的投资者则选择将资金交给专业投资者打理。投资者选择通过购买基金的方式参与证券市场投资，基金一揽子股票的持仓方式可以降低非系统性风险，同时基金经理专业化的投资更容易获得超额收益；另一方面来源于创业板注册制落地，市场扩容，能够容纳更多资金进入 A 股市场。

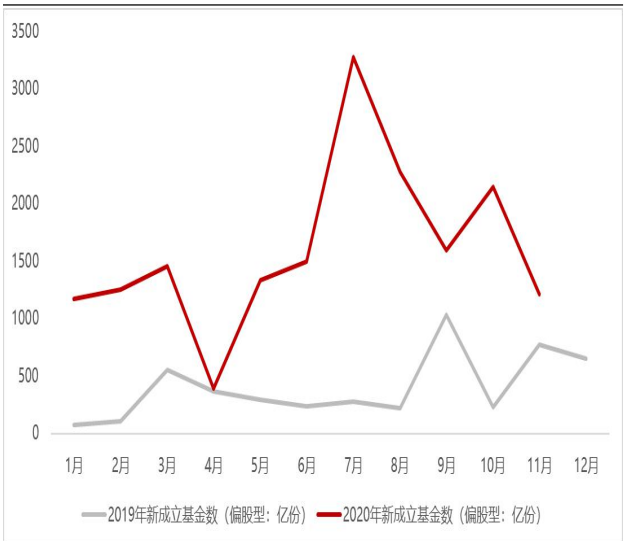
整体来看，2020 年 A 股市场呈现震荡慢牛的上涨行情，行业龙头（多数也是基金重仓股）表现强势，权益类基金赚钱效应明显，其中，2020 年 7 月、8 月、10 月新成立基金数均超过 2000 亿份，私募也类似。我们认为在 A 股震荡慢牛延续的大背景下。2021 年预计基金发行仍处于高位，以 2020 年前 11 个月月均 1601.56 亿为基准，预计 2020 年新基金单月发行规模有望维持 1200-1800 亿。

图 21：近年来新成立基金份额



资料来源：Wind，川财证券研究所

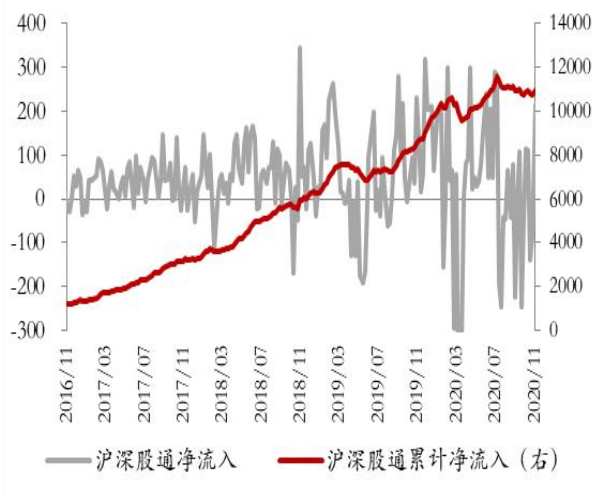
图 22：新成立偏股型基金数（亿份）对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

北向资金：北向资金方面，2019 年北向资金全年累计净流入 A 股 3517.43 亿元，其中仅 4 月和 5 月呈现净流出，全年超半数月份单月净流入超 500 亿元；2020 年北向资金全年净流入 1299.04 亿元，其中 4 月、6 月单月净流入超 500 亿元，预计 2020 年全年北向资金全年净流入处于 1300~1500 亿元区间。总体来看，今年北向资金流入较去年呈现放缓趋势，主要因为 3 月国内疫情影响导致当月北向资金净流出 678 亿元，拉低了全年的基数。当前 A 股市场整体估值在世界范围内属于合理的估值水平，同时今年国内疫情管控较欧美国家更加得当，IMF10 月 13 日发布《世界经济展望报告》，也表示预计 2020 年中国经济将增长 1.9%，是全球唯一实现正增长的主要经济体，A 股资产在世界范围内依旧具备一定的配置价值，因此预计 2021 年北向资金继续保持流入的趋势，预计整体净流入维持 1500-2000 亿元左右。

图 23：近 5 年来北向资金累计净流入



资料来源：Wind，川财证券研究所

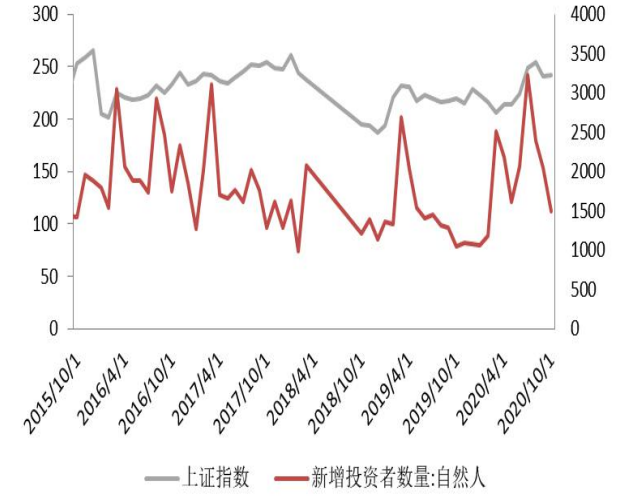
图 24：近两年北向资金单月净流入对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

新增投资者数量：从新增投资者数量上来看，2020 年 3 月以来，A 股市场单月新增投资者始终保持在 100 万以上，在 2019 年新增投资者整体处于高位的情况下，2020 年前十月新增投资者数量较去年同期同比增长 18.43%，截至 10 月底，A 股市场期末投资者数已达到 17462.60 万，同比增长 10.44%。根据中国证券投资者保护基金公司公布的证券投资者信心指数显示，7 月以来，投资者对 A 股市场整体偏向于乐观，指数保持在 60 附近（指数大于 50 时，表示投资者信心整体偏向乐观。指数值越高，表示投资者信心越强）。在当前震荡慢牛的大背景下，2021 年预计新增投资者继续保持高位。

图 25：上证指数与新增投资者数量



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：投资者信心指数



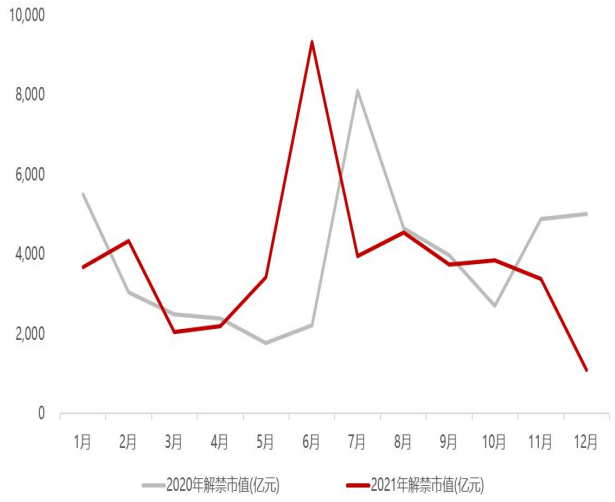
资料来源：Wind，川财证券研究所

3.12 资金流出

2020 年资金流出端将维持高水平，主要是解禁规模、IPO 维持高水平。解禁规模方面，2021 年 A 股市场解禁规模为 45658.49 亿元，整体规模与 2020 年相近，具体来看，2021 年一季度和四季度市场整体解禁压力较小，二季度解禁压力较高。

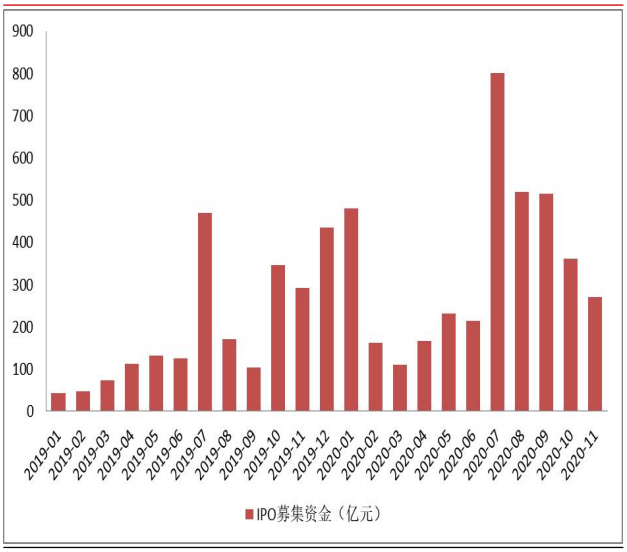
IPO 方面，前 11 月 A 股市场上市公司 IPO 募集资金量达 3833.56 亿元，较去年同期增加 100.61%，但与数据来看，7 到 9 月连续三月单月新增 IPO 规模均超过 500 亿元，具体来看，IPO 数量激增，一方面来自于创业板注册制落地，上市门槛整体更加方便快捷，一些前期排队上市的企业短期内集中上市进而导致 7 到 9 月整体上市企业数量较多。10 月、11 月后这一现象有所缓解，但随着 2021 年全面注册制将进一步推进，预计 2021 年 IPO 规模仍然处于高位，但整体处于一个市场能够容忍的范围。

图 27：近两年 A 股市场解禁规模对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：2021 年 IPO 募资规模可能维持高位



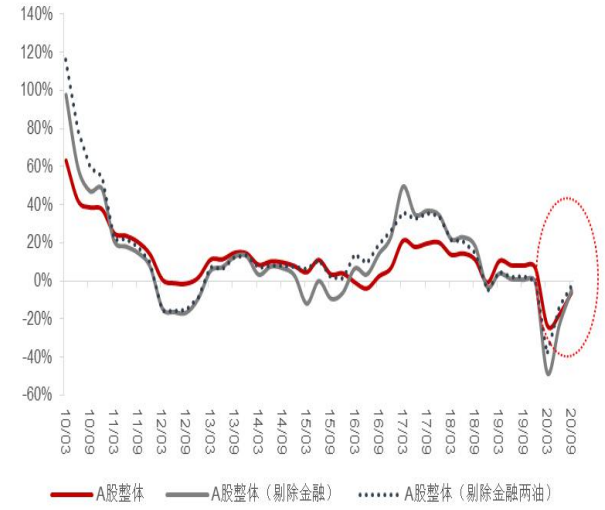
资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 企业盈利：业绩预计大幅改善，整体估值回归正常水准

2021 年 A 股市场基本面存在大幅改善的基础，整体估值预计回归正常水准。从历史复盘情况来看，估值的持续上升往往以盈利大幅改善为支撑，例如 2007 年、2009 年的估值提升；而缺乏盈利支撑的估值提升幅度则相对有限，例如 2019 年一季度的行情；2015 年的牛市期间，虽然盈利有所下行，但可以看到在牛市启动前的较长阶段，盈利增速平稳维持在 10%左右，后期缺乏盈利支撑也使得资金牛走向瓦解，此外，由于缺乏盈利持续改善的支撑，相比于 2007 和 2009 年牛市期间，估值提升幅度相对有限。

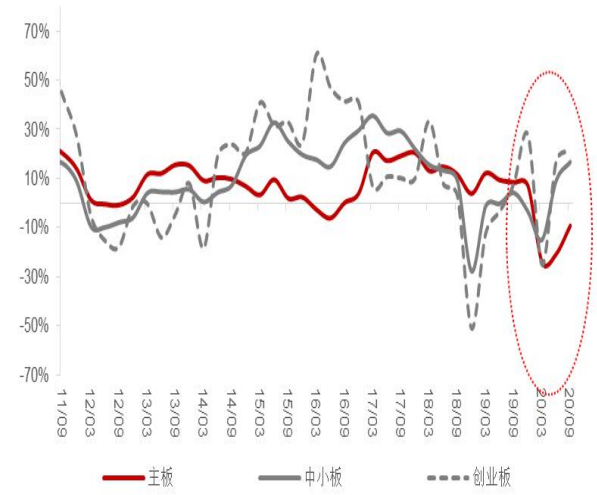
2021 年 A 股在低基数背景下，业绩提升空间较大。回顾 2020 年全年，一季度 A 股整体利润增速为负，在剔除金融板块后，会发现 A 股市场一季度利润增速下滑超 40%，具体板块而言，主板净利润增速下滑幅度最大，主要是收到交运、社服、石油化工等板块拖累；创业板利润增速下滑较低，也是因为 19 年同期创业板个股商誉计提减值，导致基数偏低；中小板整体利润增速下滑幅度最低，A 股 2020 年利润增速为负的背景下，为 2021 年利润增速大幅提升奠定了基础。

图 29：剔除金融和两油后 A 股利润增速



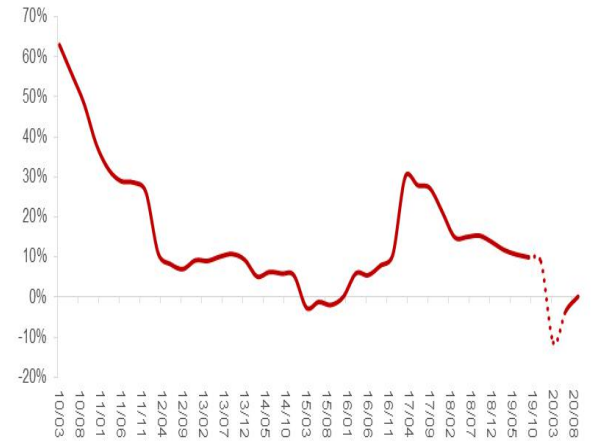
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：主板、中小板、创业板净利润增速比较



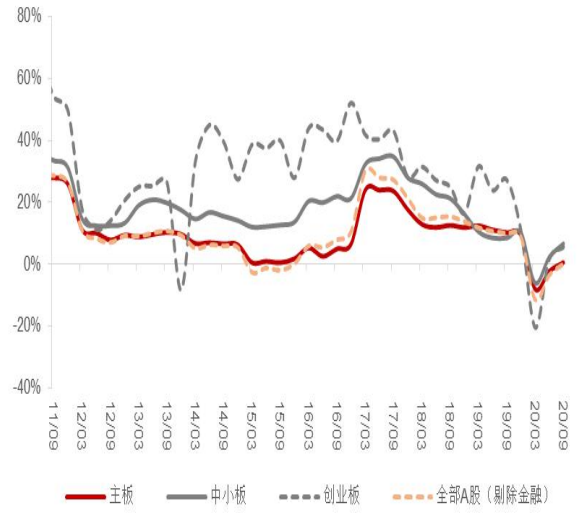
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：剔除金融后 A 股营收增速变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32：各板块 2020 年营收增速比较

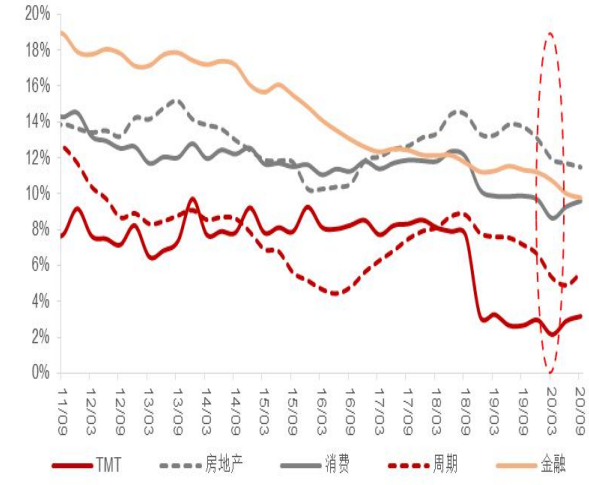


资料来源：Wind，川财证券研究所

具体行业来看，2020 年一季度 ROE 下滑最严重的为周期板块，金融行业受影响程度相对较低。疫情期间，各地采取封城的措施来从源头上杜绝疫情的传播，交运停滞，致使原油价格暴跌，纽约原油期货价格一度下跌至-37.63 美元，煤炭价格也同样下跌，因此周期板块整体利润下滑较其它行业更严重。具体细分行业来看，2020 年上半年消费者服务、石油石化、交通运输等板块 ROE 均低于-5%，而商贸零售、计算机、家电、纺织服装、汽车、钢铁等板块则小幅亏损。

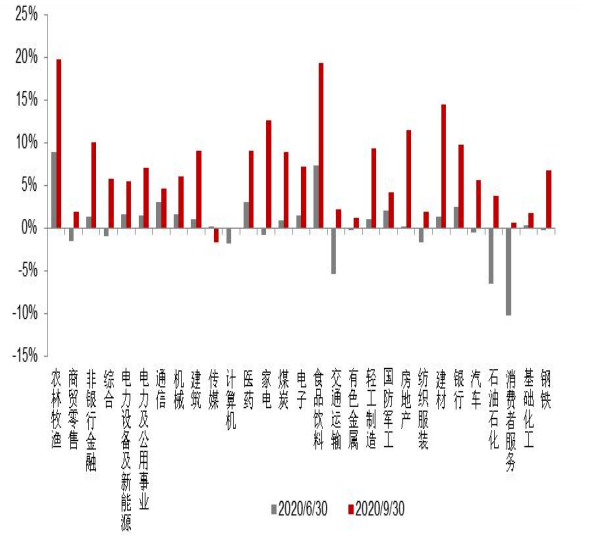
三季度以来，以原油、有色为代表的的顺周期板块业绩大幅改善，预计持续到明年一季度。伴随着疫苗实验顺利推进和批量生产，以原油为代表的大宗商品价格持续反弹，行业业绩持续改善，预计明年一季度，这类顺周期板块将成为预期差最大的行业，前后利润差最为明显。

图 33：2020 年一季度个板块 ROE 情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：2020 年上半年各行业 ROE 比较



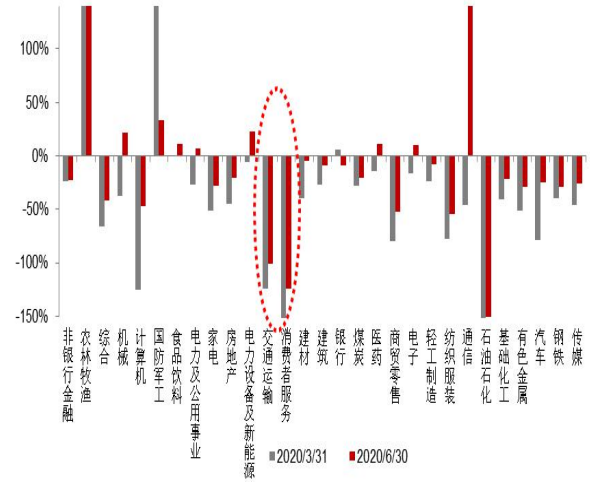
资料来源：Wind，川财证券研究所

四、2020 年行业配置：业绩占优，成长为辅

4.1 配置主线 1：“大消费”主题

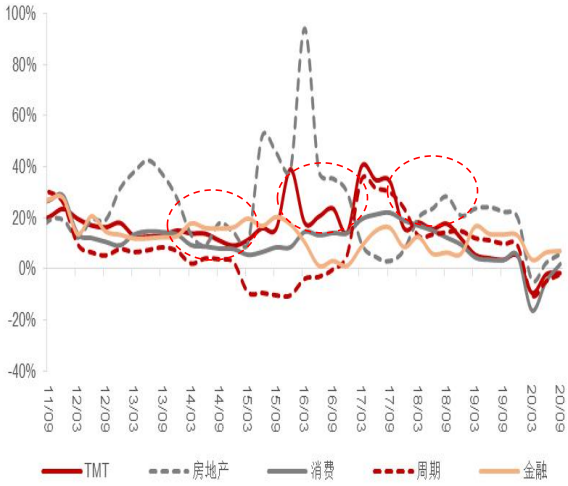
可选消费（交运、酒店餐饮、旅游为代表）：消费领域的第一条主线主要是从业绩修复角度出发，从 2020 年一季度和上半年利润下滑最严重的行业来看，主要是交通运输和消费者服务，受疫情影响，室外消费（餐饮、旅游、购物等）停滞、取消线下聚集活动、推迟办公等一系列防疫措施的实施，交通运输和消费者服务受影响最为严重，伴随着疫苗实验顺利和有效，明年这类板块在低基数背景下有望出现最高的利润增速。以交运、酒店餐饮、旅游为代表的可选消费，当前受利润下滑影响市盈率较高，但市净率方面较为合理，在大消费板块中属于较为“便宜”的品种。预计明年上半年在利润出现“报复性”修复的情况下，整体表现会偏优，之后相对平稳。

图 35：各行业一、二季度利润增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36：营收角度看，消费行业相对受影响最大



资料来源：Wind，川财证券研究所

高端白酒：消费领域的第二条主线是从必选消费里面依旧具有配置价值的品种，我们认为高端白酒依旧能够在未来存在一定的投资机会。回顾过去白酒行业量价规律，我们发现量为白酒行业发展过去的主要驱动力，在 16 年之后随着消费转变为大众日常消费、商务消费为主，行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增长，同时在消费升级的背景下，高端酒批价持续上行打开提价空间，价格成为主要驱动力。

站在当下时点，我们通过分析量价情况来预判明年行业情况：

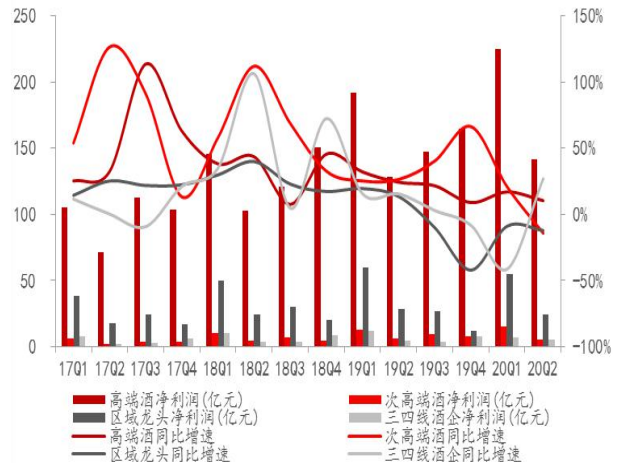
1）量方面：疫情控制较好，预计明年白酒整体尤其是高端酒的需求依旧最为稳定，白酒行业整体需求将逐步恢复，从人口角度以及产品属性来看，整体白酒需求量依然较为稳定；

2）价方面：茅台、五粮液及泸州老窖批价均较为稳健，酒企渠道库存整体较为健康，预计白酒行业消费量趋于稳定，价格整体随着消费能力的提升依然具备提升空间，白酒行业驱动力仍以价为主，在疫情后产能出清，行业集中度明显提升后，优势企业将尽享消费升级带来的结构性红利。

高端白酒确定性强，白酒整体逐渐摆脱疫情影响。白酒行业整体销量持续下滑，行业已经进入挤压时增长阶段，同时近两年受到高收入人群的消费力高增长以及优秀的行业格局影响，白酒行业高端酒的表现持续优异，同时由于受到疫情的影响，使得行业集中度进一步提升，从中报以及部分披露的三季报来看，上市酒企基本都受益于此，其中高端酒所受影响最小，其他次高端、区域酒正逐渐摆脱影响，白酒消费已明显复苏。（详情参考川财研报：《把握行业成长红

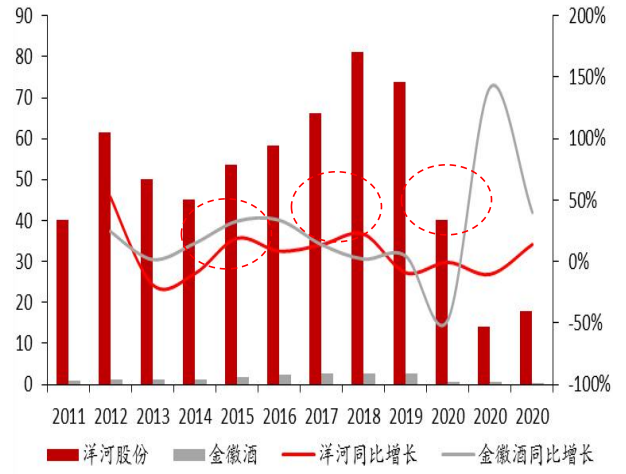
利，挖掘优质领先企业》）

图 37：高端酒表现优异



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 38：次高端、区域酒正在摆脱影响



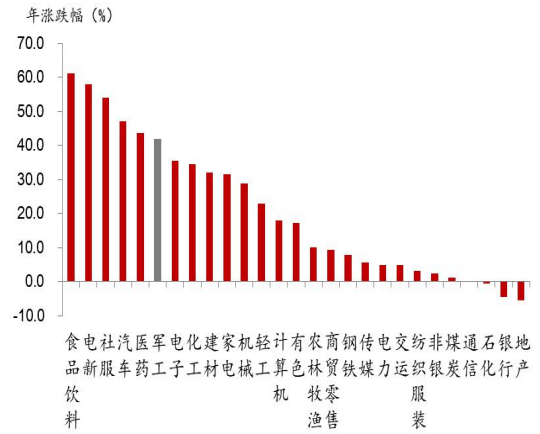
资料来源：Wind，川财证券研究所

4.2 配置主线 2：“军工”主题

今年板块整体涨幅靠前，表现为近四年最佳。军工行业今年涨幅排名第六，上涨 41.88%，为近四年来表现最佳，具体来看，上半年军工板块整体表现平稳，7 月后受国际紧张局势加剧，军工板块出现一大波上涨行情，主要是以飞机、导弹产业链为主。四季度受拜登当选美国总统，市场预期国际紧张局势趋缓影响，军工板块出现一定的回落。总体来看，当前当前 PE 分位值处于历史中位值，相对 A 股整体而言不高，同时军工行业利润增速 2019 年底以来一直保持较高速度增长，三季报中，多数企业在一季度受到了疫情影响的情况下，营业收入和净利润水平呈现出了超过 20%的高额增长，因此此轮军工行业的上涨是有业绩支撑作为基础的，不单是因为估值提升。

具体逻辑上看，一是**政策支持**，“十四五”明确加快武器装备现代化，国防科技创新、加速战略性前沿颠覆性技术发展，武器升级和智能化发展；二是**订单饱满**，去年以来，军工企业业绩有明显增强，展望十四五，从订单和备货角度来看，十四五期间军工企业的业绩确定性将显著好于十三五期间；三是**大国博弈离不开国防建设**，军事战略威慑力量是大国博弈的重要谈判筹码，国防建设不能松懈。

图 39：前 11 月军工指数涨幅



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：军工 PE 与 PE 以及历史分位值

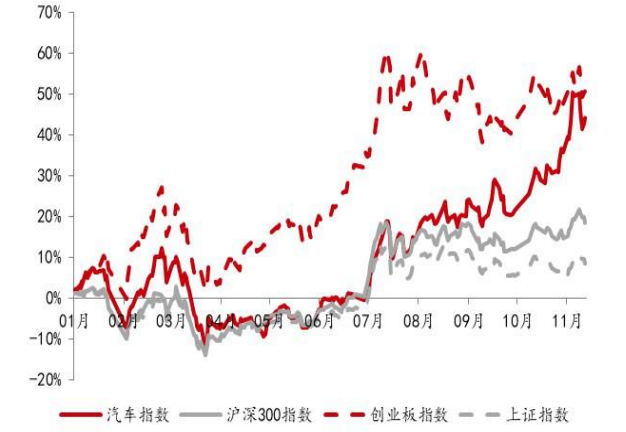


资料来源：Wind，川财证券研究所

4.3 配置主线 3：“新能源汽车”主题

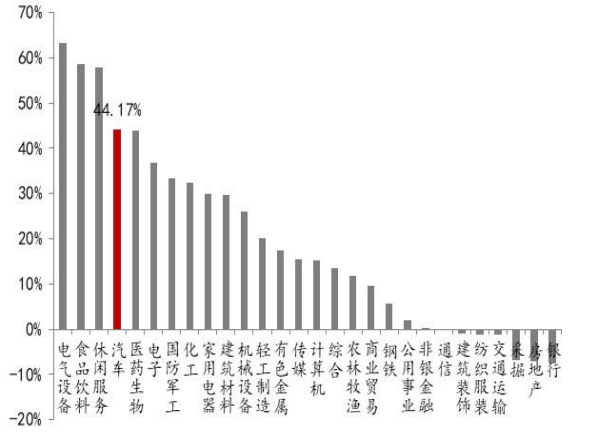
今年新能源汽车板块整体表现良好，产业链受追捧。随着国内复工复产的稳步推进，市场需求增加，行业回暖，锂电池和新能源汽车行业逐渐向好发展。年初至今，新能源汽车指数和锂电池指数分别上涨 40.70%和 36.72%，由于新能源汽车指数中包括了相对更多的新能源整车企业，表现强于锂电池指数。主要原因来自于汽车市场需求回暖，二季度以来国内汽车销量重回正增长，5 月至 10 月，全国汽车月销量同比增速均在 10%以上。10 月我国汽车产销分别完成 255.2 万辆和 257.3 万辆，环比分别增长 0.9%和 0.1%，同比分别增长 11.0%和 12.5%，行业趋势向好。截至 10 月，全国共实现汽车销量 1969.9 万辆，降幅也由一季度的 42.42%缩窄至 4.7%，全年销量有望达到去年同期水平。

图 41：汽车行业行情



资料来源：Wind，川财证券研究所

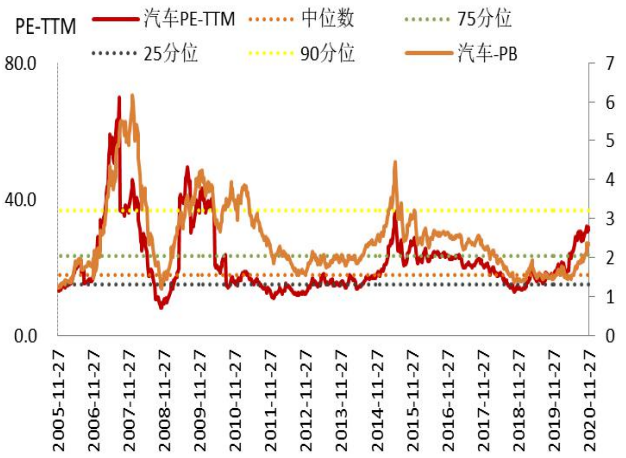
图 42：汽车行业表现



资料来源：Wind，川财证券研究所

从估值角度上看，当前汽车、电新板块处于历史较高分位值。截至 11 月 27 日，当前汽车板块市盈率 31.20 倍，处于历史 85.84%分位值。以比亚迪为代表的新能源汽车板块今年也出现了超过 200%的涨幅。

图 43：汽车板块历史分位值



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：电新行业历史分位值



资料来源：Wind，川财证券研究所

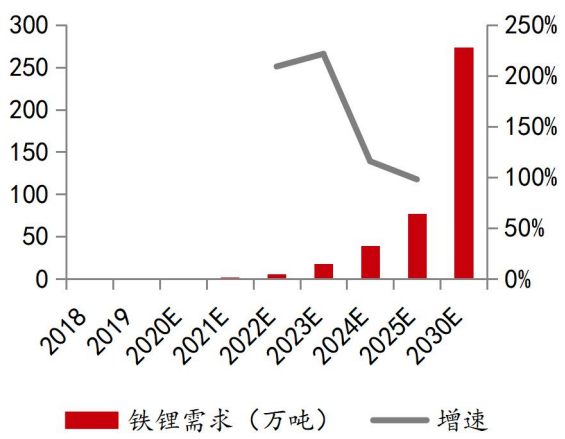
因此，新能源汽车板块预计出现分化，但一些细分领域依旧值得挖掘。主线一就是：磷酸铁锂。今年以来，比亚迪发布“刀片电池技术”、特斯拉的 CTP 技术、大众与国轩高科深度合作，均表明了主流车企正重新选择磷酸铁锂电池作为新能源汽车的动力电池。11 月 16 日，滴滴在北京正式发布了专门为共享出行场景设计的车型 D1，滴滴 D1 是与比亚迪合作的搭载磷酸铁锂电池的车型，得益于磷酸铁锂的长循环寿命，使用比亚迪“刀片电池”的滴滴 D1 相较于传统燃油车，将会有更长的生命周期和总使用里程。可以预见的是，未来网约车电动化是大势所趋，而磷酸铁锂电池也将成为主流选择。（详情参考川财研报：《坚定拥抱电动化浪潮，掘金细分赛道》）

图 45：国内新能源乘用车对铁锂的需求预测



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46：海外新能源乘用车对铁锂的需求预测



资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

1. 经济超预期回落；

2. 政策发生重大变动；

3、贸易摩擦超预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399