日期：2020 年 11 月 20 日

万物复苏展宏图

——2021 年 A 股市场策略展望

分析师： 屠骏
Tel： 021-53686136
E-mail： tujun@shzq.com
SAC 证书编号： S0870511070001

分析师： 刘骐豪
Tel： 021-53686132
E-mail： liuqihao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870512090002

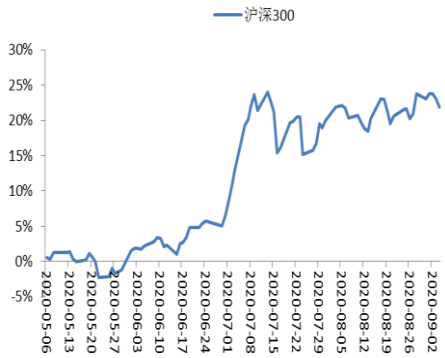
分析师： 陈健宓
Tel： 021-53686133
E-mail： chenjianmi@shzq.com
SAC 证书编号： S0870514080001

报告编号： 2020NDCL-2

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

最近 6 个月沪深 300 指数表现



■ 主要观点：

1.2021 年是实施“十四五”规划和 2035 年远景目标的开局之年。中国经济将步入正常轨道。对内对外政策总基调是供给侧改革、双循环和扩大开放。

2.2021 年上半年 A 股市场运行的主导因素是政策退出和经济复苏的节奏。率先复苏的中国经济受低基数的影响，在一季度末可能迎来复苏速率的峰值。届时政策退出预期将考验市场。疫苗的广泛应用大概率使欧美经济在三季度后进入复苏通道。但“财政货币化”趋势使得欧美货币政策边际收紧时点较难预期，需要关注通胀预期的逐步升温。

3.流动性判断与市场趋势方面：国内流动性走过信用扩张的高点之后，利率的拐点取决于名义 GDP 或者 PPI。相对于 2020 年，2021 年流动性边际下降对股市“双高”（高估值、高位）股票产生中期压力。中国股市已经告别“熊长牛短”，直接融资比重提高，居民金融资产不断通过基金流入股市，投资者结构机构化的趋势将继续。2021 年大盘波幅或有所收敛。

4.结构行情方面：2021 年中国经济向上的动力在消费与制造业。三驾马车中弹性较大的是出口贸易。上半年大类资产配置：大宗商品>股票>债券。行业选择的主线是周期>成长，前期疫情受损行业>前期疫情受益行业。

上半年结构行情优先配置：（1）疫情受控修复盈利：机场、航空、酒店。（2）周期（大宗商品）盈利复苏：工业金属、化工品、下游需求乐观的小金属。（3）出口驱动受益行业：小家电、家居、汽车零部件。（4）双循环下扩大开放的地域主题性机会。

一、全球经济持续向好，通胀预期升温

从全球疫情发展的角度看，国内的疫情已经得到了有效的控制，但国外疫情形势依然严峻。新增病例数量夏季保持相对平稳，进入冬季 10 月以来再度爆发。截至 11 月 10 日，国外累计确诊病例达 51,772,619 例。

尽管确诊数量居高不下，但随着对新冠病毒了解程度不断加深以及治疗方法不断优化，新冠病毒感染后的治愈率和死亡率呈现明显下行态势，新冠病毒死亡率由 4 月末的超过 7%的高点下降至 11 月中旬 2.5%左右的水平。

疫情影响逐渐减弱，复工复产加速的背景下，全球主要经济体复苏态势明显。摩根大通全球制造业 PMI 指数 4 月创下 39.60 的低点后持续恢复，7 月再度站上 50 的荣枯分界线，受疫情影响更大的摩根大通全球服务业指数 4 月创下 23.7 的低点后，7 月同样回升至 50 上方，且 7 月以来摩根大通全球制造业/服务业 PMI 指数均呈现持续回升的态势。疫情重灾区美国和欧洲经济 4 月以来同样出现持续复苏迹象，美国以及欧元区制造业 PMI 指数 10 月读数分别上升至 59.8 和 54.3。

世界范围内疫苗研发加速，11 月 9 日辉瑞和 BioNTech 宣布两家联合研发的新冠候选疫苗在 III 期临床试验中取得重大进展。后期随着疫苗落地，全球产业体系回归常态，全球经济向好格局不变。此外，尽管美国总统大选结果未定，但市场预期拜登胜选后或修补国际多边关系及推出新一轮刺激政策，同样有助于推动全球经济复苏。

为了应对疫情，在美联储无限量宽松货币政策的带动下全球主要央行均实施了超宽松的货币政策。美国联邦储备委员会 8 月 27 日宣布调整现有货币政策框架，将寻求实现 2%的平均通胀率长期目标。此前，美联储相关政策表述是致力于实现通胀率位于“对称性的 2%目标”附近。更新后的表述意味着即便今后失业率降低，美联储可能也不会像以前那样因担心物价上涨而提高基准利率。此举被市场解读为美联储将更长时间维持超低利率宽松货币政策。美联储资产总额从年初的 42,213 亿美元大幅扩张至 11 月中旬的 72,241 亿美元，相应的美国 M2 增速 10 月 24.17%，读数处于上世纪 60 年代以来的历史高位。全球经济向好叠加美联储引领下的全球央行释放的巨量流动性，全球通胀预期明显升温。

图 1 国外疫情新增病例



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 2 国外疫情累计趋势



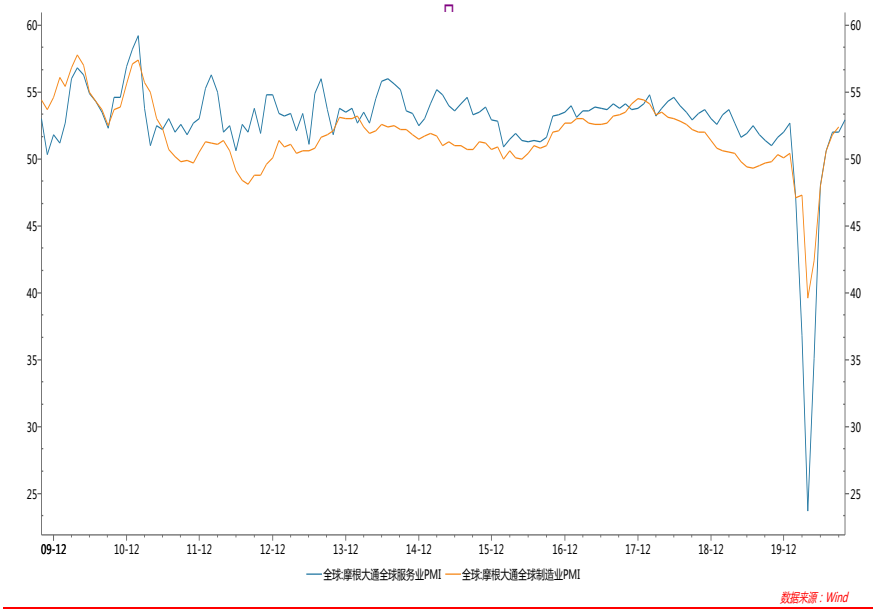
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 3 国外新冠病例死亡率



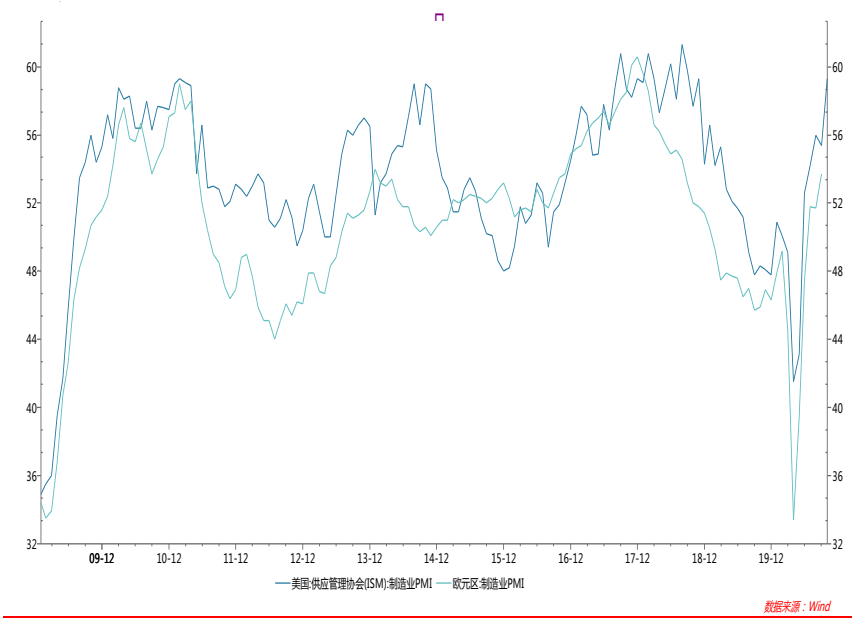
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 4 全球摩根大通制造业及服务业指数



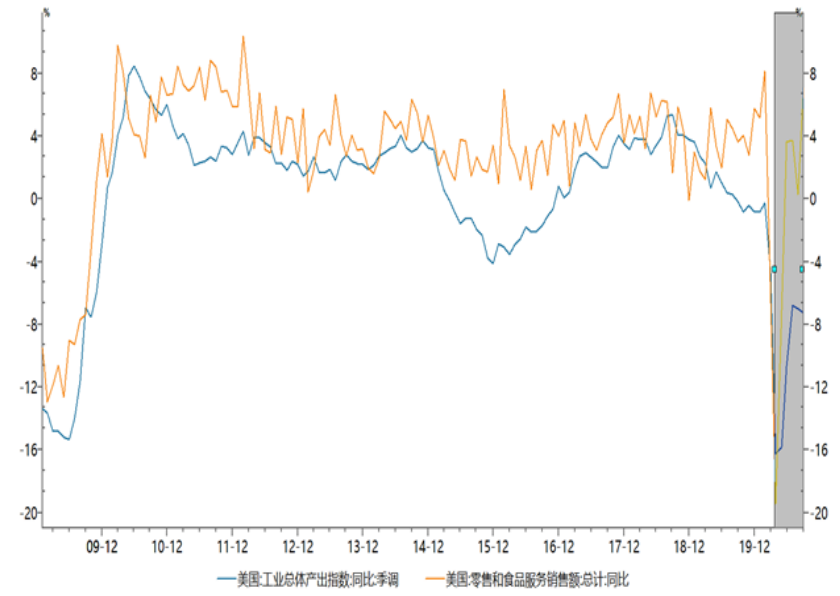
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 5 美国以及欧元区制造业 PMI 指数



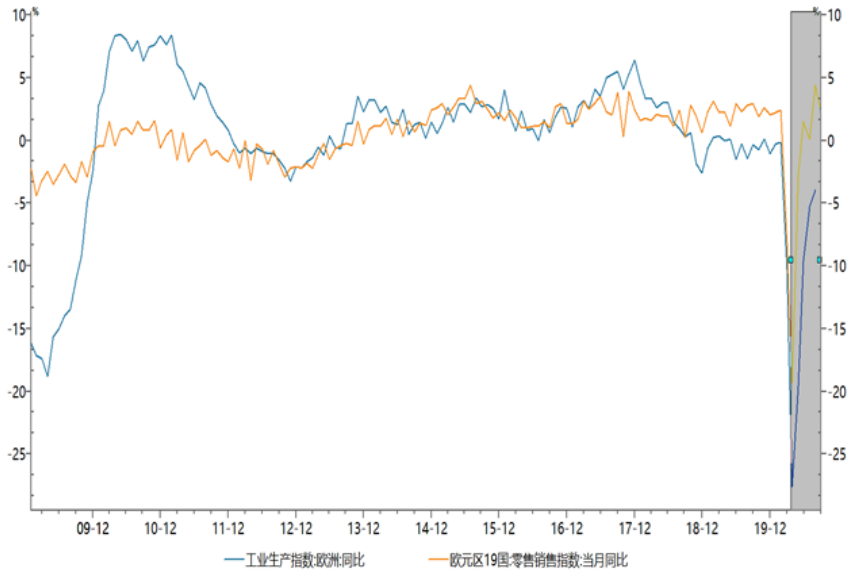
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 6 美国生产及消费增速



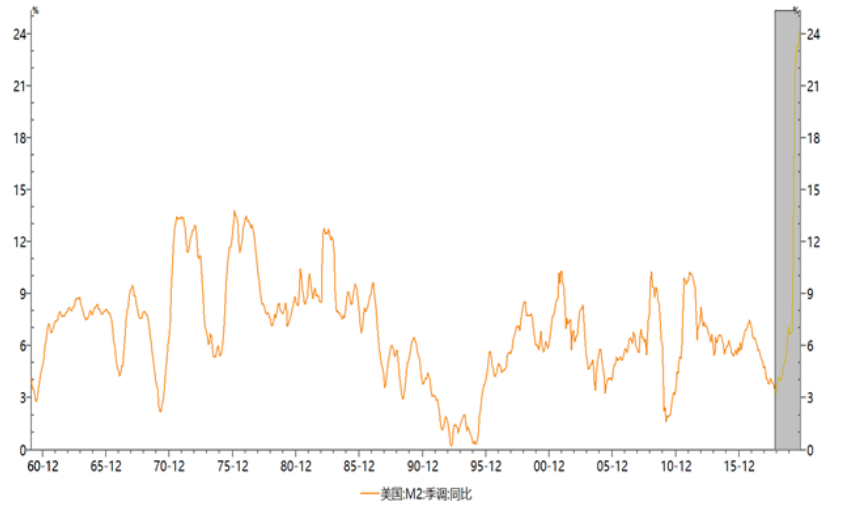
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 7 欧洲生产及消费增速



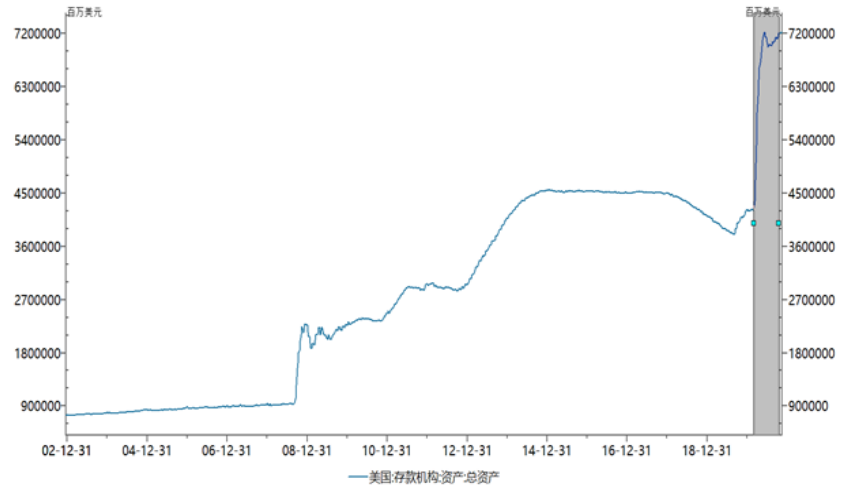
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 8 美国 M2 增速



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 9 美联储总资产规模



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

二、中国经济表现更优，出口增速持续韧性

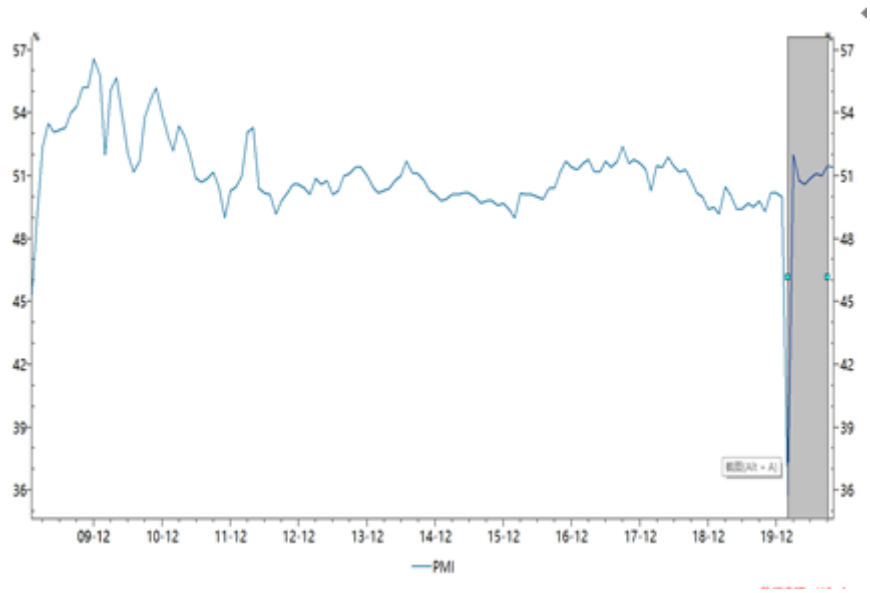
全球经济向好,中国经济表现相对更优。二季度欧美经济大幅下滑的背景下，在系列精准政策支持以及科学有效的疫情防控举措下中国经济迅速恢复，二季度 GDP 增速 3.2%实现正增长，三季度增速 4.9%继续向好。分项数据看，受疫情影响最严重的 2 月 PMI 读数创下 35.7 的低位后，3 月以来 PMI 读数持续位于 50 上方。生产端，工业增加值一季度大幅下滑，4 月开始转正，前 10 月累计增速 1.8%。需求端，投资增速由 2 月的累计同比-24.5%持续恢复至 10 月的 1.8%,消费累计增速由 2 月的-20.5%持续恢复至 10 月的-5.9%。中美贸易摩擦和疫情冲击的背景下中国出口表现出了较强的韧性，累计增速由 2 月的-17.1%恢复至 10 月的 0.5%。

随着疫情影响的逐步降低，后期内外部需求的回升将进一步刺激国内经济的好转。此外，根据底部-底部划分国内企业库存的周期。2000 年以来企业库存经历了 2002 年 3 季度至 2006 年 2 季度，2006 年 2 季度至 2009 年 3 季度，2009 年 3 季度至 2013 年 3 季度，2013 年 3 季度至 2016 年 2 季度等 4 轮完整的周期。结合企业库存数据观察，2016 年 2 季度开启的库存周期大致应于 2019 年年末结束。疫情的影响打乱了新一轮库存周期的节奏，但随着经济的回升企业会重新开启因疫情影响而延后的新一轮补库存周期，这将进一步强化经济向好的基础。

外需角度看，由于积极货币和财政政策提升居民收入，美国以及欧洲 6 月以来消费增速均已转正，但疫情明显拖累了欧美经济体产能的恢复，美国以及欧洲工业产出增速仍为负增长。发达经济体

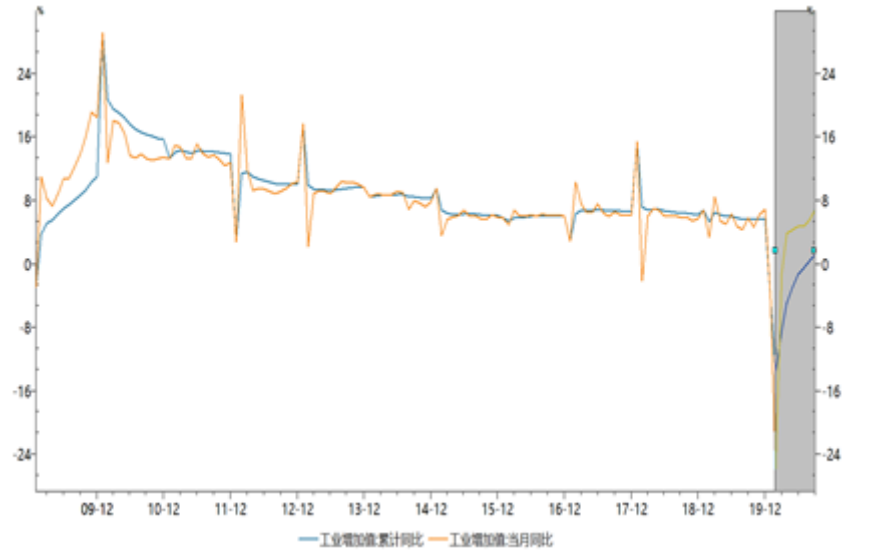
需求增速快于生产导致部分商品存在产能缺口，这将凸显产业链完备且疫情得到有效控制的中国出口产品的优势。此外，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的签署打开了中国外部更广阔的贸易市场，也将夯实中国经济内外双循环发展的基础，支撑国内出口保持韧性。

图 10 中国 PMI 读数



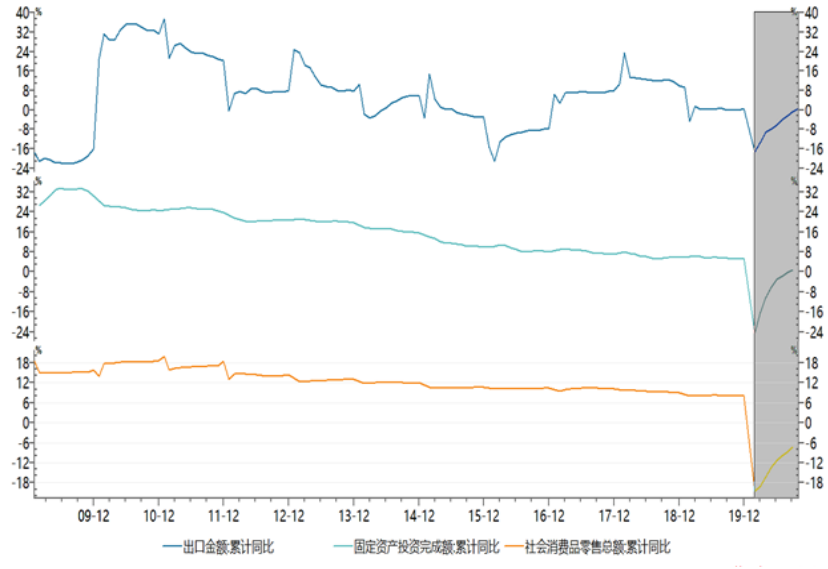
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 11 中国工业增加值增速



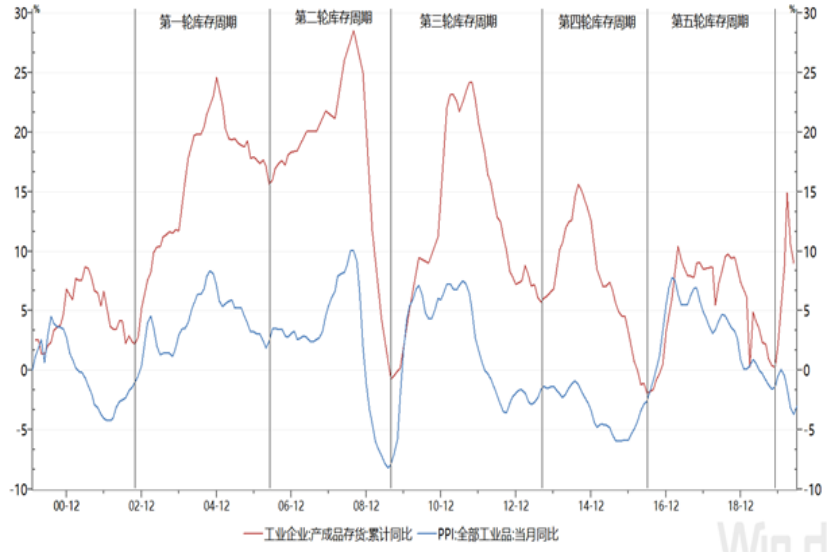
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 12 中国投资、消费、出口增速



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 13 2000 年以来库存周期



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

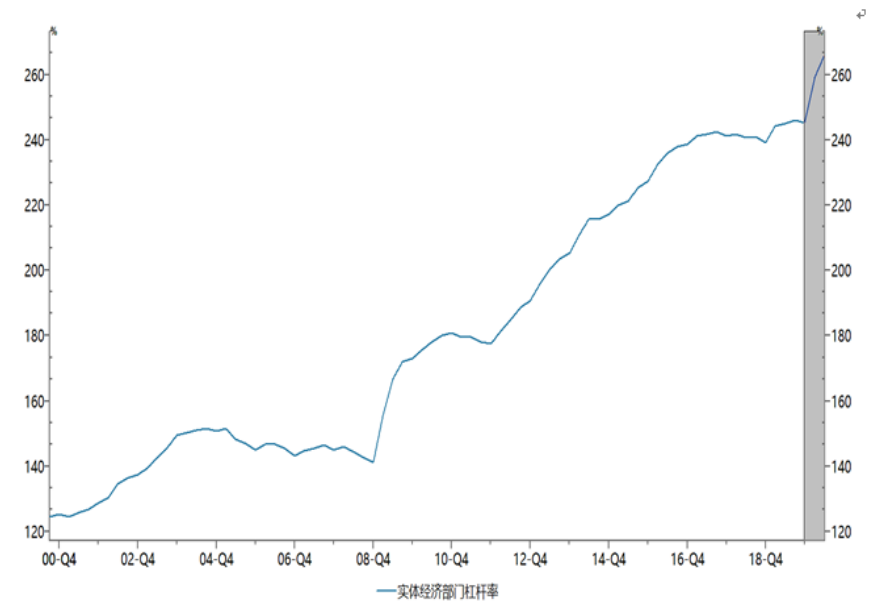
三、流动性总量保持相对宽松，利率水平边际上行

流动性层面看，为了应对疫情的影响，国内宽松的货币政策导致宏观杠杆率出现明显提升，实体经济部门杠杆率由年初的 245%上升至 266%。随着疫情影响降低经济开始好转，国内货币政策收紧的预期增强。中国人民银行行长易纲在金融街论坛上针对未来政

策上“把好货币供应的总闸门”的表态再次引发了市场对于流动性可能收紧的担忧。但从历史角度看，重提“闸门”并不直接对应货币政策的收紧和社融的回落，国内复苏基本面基础尚不牢固，仍需流动性支持，需求相对不足，CPI 持续回落，PPI 仍在通缩区间，央行短期内收紧货币的概率较低。在整体通胀水平没有明显压力的背景下，国内货币政策或依旧处于相对宽松的格局中，保持总量的适度，更加注重结构性和效果直达。

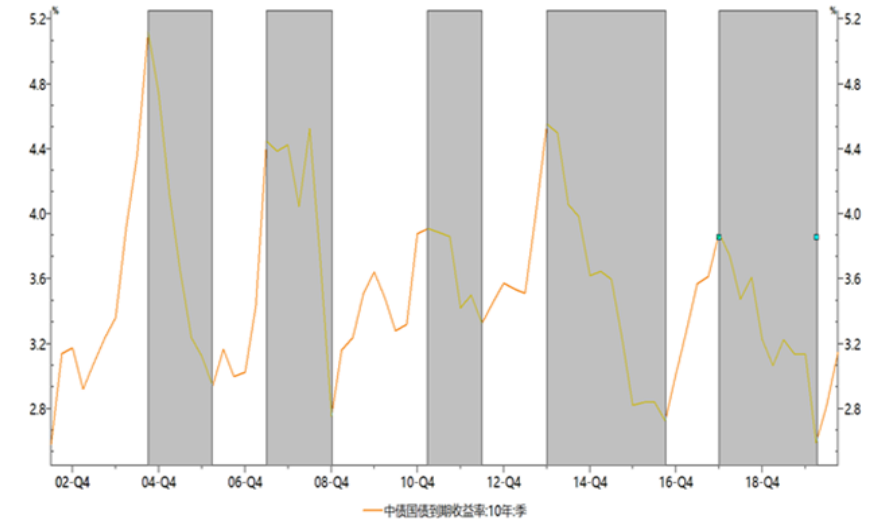
从价格层面的利率水平看，2018 年 1 季度至 2020 年 1 季度利率水平进入一轮下行周期，周期时间为 9 个季度，且 2020 年 1 季度利率水平已处于 2000 年来历史相对底部的区域，利率下行的时间和空间或已基本到位。1 季度或是本轮利率周期的拐点，后期利率水平边际上行的概率较大，此外，国内经济回暖 PPI 回升也将对利率水平形成支撑。

图 14 国内宏观杠杆率水平



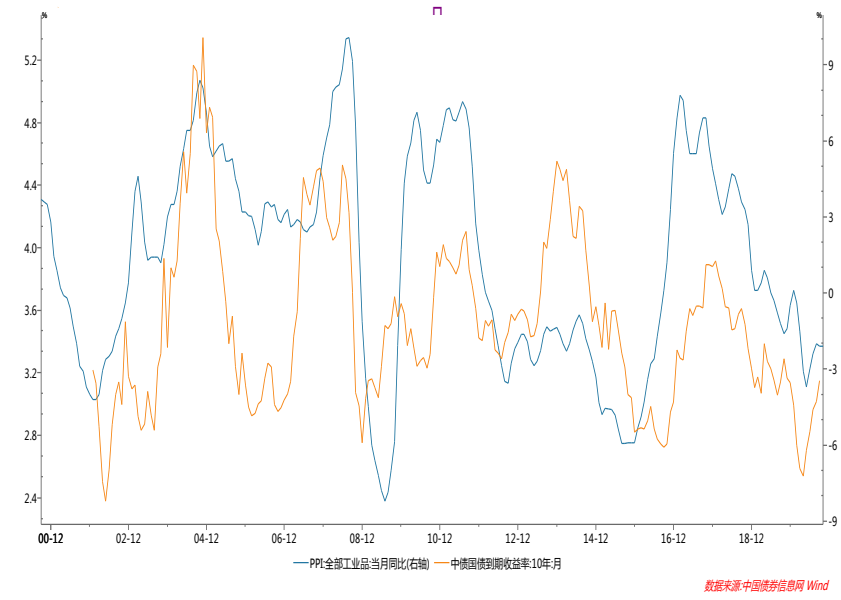
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 15 2000 年以来十年期国债收益率呈现周期变动



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 16 PPI 回升，带动利率水平上升



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

四、主要观点

1.2021 年是实施“十四五”规划和 2035 年远景目标的开局之年。中国经济将步入正常轨迹。对内对外政策总基调是供给侧改革、双循环和扩大开放。

2.2021 年上半年 A 股市场运行的主导因素是政策退出和经济复苏的节奏。率先复苏的中国经济受低基数的影响，在一季度末可能迎来复苏速率的峰值。届时政策退出预期将考验市场。疫苗的广泛应用大

概率使欧美经济在三季度后进入复苏通道。但“财政货币化”趋势使得欧美货币政策边际收紧时点较难预期，需要关注通胀预期的逐步升温。

3.流动性判断与市场趋势方面：国内流动性走过信用扩张的高点之后，利率的拐点取决于名义 GDP 或者 PPI。相对于 2020 年，2021 年流动性边际下降对股市“双高”（高估值、高位）股票产生中期压力。中国股市已经告别“熊长牛短”，直接融资比重提高，居民金融资产不断通过基金流入股市，投资者结构机构化的趋势将继续。2021 年大盘波幅或有所收敛。

4.结构行情方面：2021 年中国经济向上的动力在消费与制造业。三驾马车中弹性较大的是出口贸易。上半年大类资产配置：大宗商品>股票>债券。行业选择的主线是周期>成长，前期疫情受损>前期疫情受益。

上半年结构行情优先配置：（1）疫情受控修复盈利：机场、航空、酒店。（2）周期（大宗商品）盈利复苏：工业金属、化工品、下游需求乐观的小金属。（3）出口驱动受益行业：小家电、家居、汽车零部件。（4）双循环下扩大开放的地域主题性机会。

五、结构性机会

（一）盈利改善驱动股价上涨

随着 2021 年疫苗研发成功进入临床应用，新冠疫情得到有效控制，各国非常规的刺激性政策退出，流动性边际收紧，2021 年 A 股指数的回升将由估值切换至企业盈利驱动，经济增速在 2020 年低基数下同比显著回升，指数的上涨将受益于企业盈利的改善。

我们看好的行业有：化工、有色和汽车。

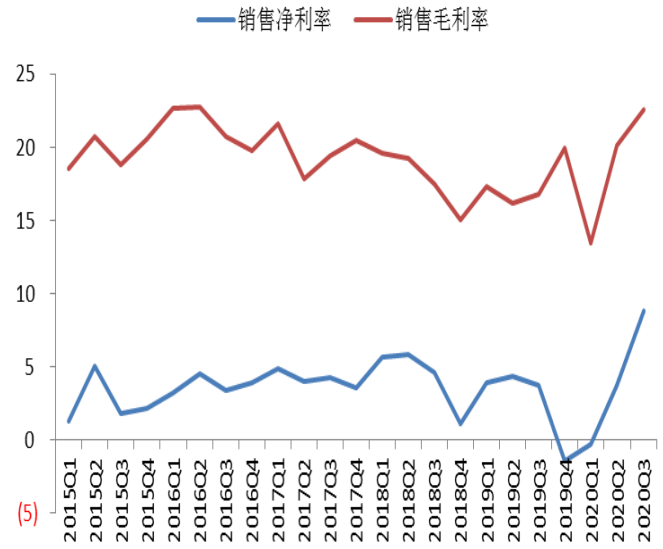
1. 化工

国内化工行业供给结构持续优化，海外需求恢复后行业龙头有望受益于价量齐升。2019 年，我国化工行业规模以上企业较 2015 年减少 12.74%。2019 年石化化工行业主营收入 12.27 万亿元，国内收入占比 12.5%。甲醇、烧碱、纯碱、磷铵、尿素、硫酸、合成树脂、农药、轮胎、PTA、涤纶等 20 多种大宗化工品产量稳居世界第一。十四五期间化工行业将持续优化产业结构及布局，基于化工行业的三高属性：环保壁垒、园区壁垒和资金技术密集因素，龙头综合优势明显，持续扩产，行业集中度提升背景下，细分行业龙头强者恒强逻辑持续。

根据 Wind 统计，2020 年第三季度申万化工一级行业销售毛利率回升至 22.61%，环比增加 2.52%，销售净利率为 8.82%，环比增

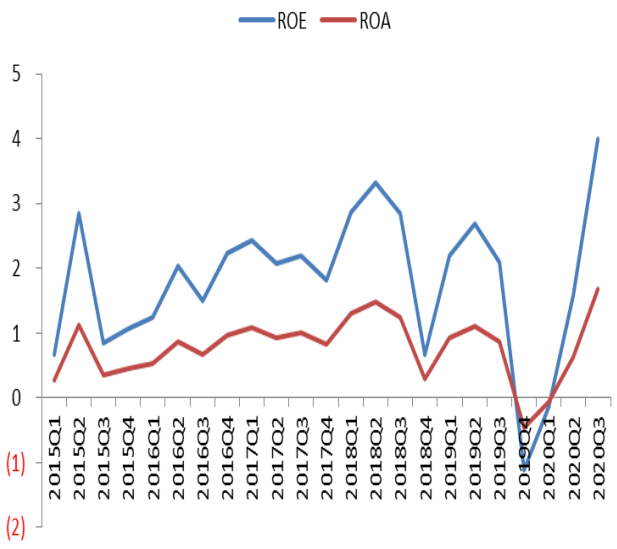
加 5.12%。单季度 ROE 为 3.99%，环比增加 2.41%；ROA 为 1.68%，环比增加 1.05%。

图 17 化工行业单季度销售净利率和销售毛利率



数据来源：淘系平台、上海证券研究所

图 18 化工行业单季度 ROE 和 ROA

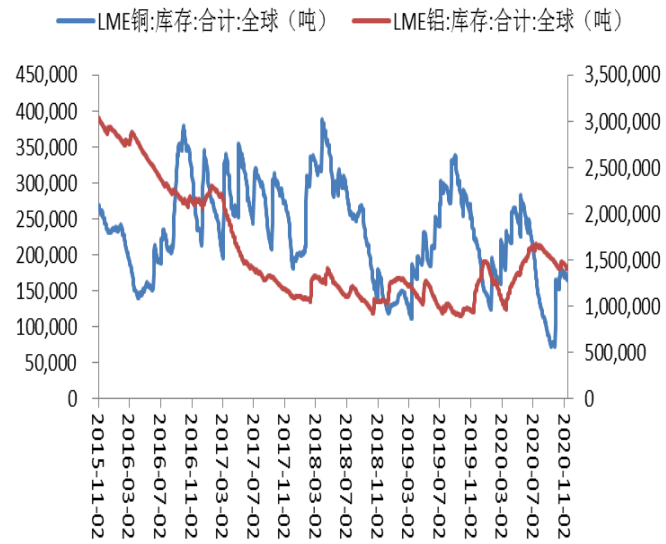


数据来源：淘系平台、上海证券研究所

2.有色金属

铜是典型的顺周期资产。全球主要铜矿位于南美和非洲地区，铜的消费与全球 GDP 增速基本一致。根据 Wood Mackenzie 数据，2019 年中国铜需求量 1193 万吨，占比 51%，欧美地区铜需求量 643 万吨，占比超过 27%，即中国、美国、欧洲地区铜消费约占全球的 78%，铜价与全球制造业 PMI 走势基本同步。欧美经济于明年疫苗问世量产后，将加速修复，对有色金属需求上升。当前全球工业品显性库存仍处历史性低位，低库存+强需求利好有色金属量价齐升。

图 19 铜和铝库存处于历史低位



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 20 铜价和全球制造业 PMI 走势基本同步



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

从历史来看，作为有色金属板块中最重要的工业金属，铜的价格和整个有色金属板块走势高度相关。在经济复苏情形下，即 2015 年 12 月-2017 年 12 月全球制造业 PMI 向上阶段，有色金属板块的表现好于 A 股整体。在 2017 年 12 月-2020 年 4 月全球制造业 PMI 下行阶段，有色金属板块的表现弱于 A 股整体，2020 年 5 月全球制造业 PMI 开始新一轮复苏周期，有色金属板块重启超额收益阶段。

图 21 铜价和申万有色金属指数高度相关



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 22 全球经济景气时，有色金属指数表现好于 A 股整体

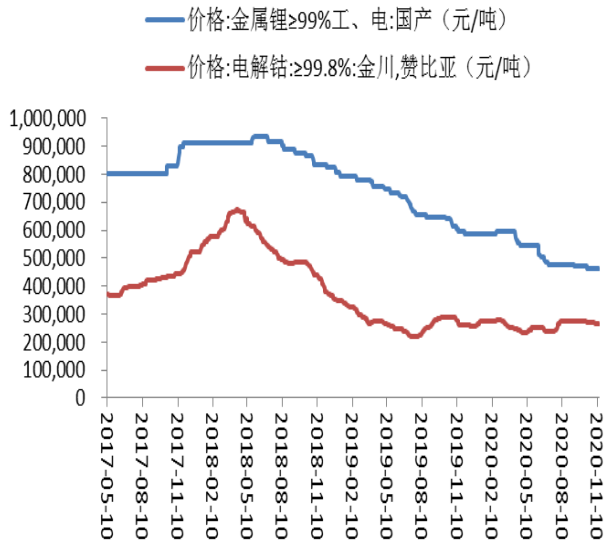


数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

随着 9 月份以来国内新能源汽车销量同比环比均大幅增以及欧洲新能源汽车销量大增，锂价触底回升。拜登就任后将推动美国重

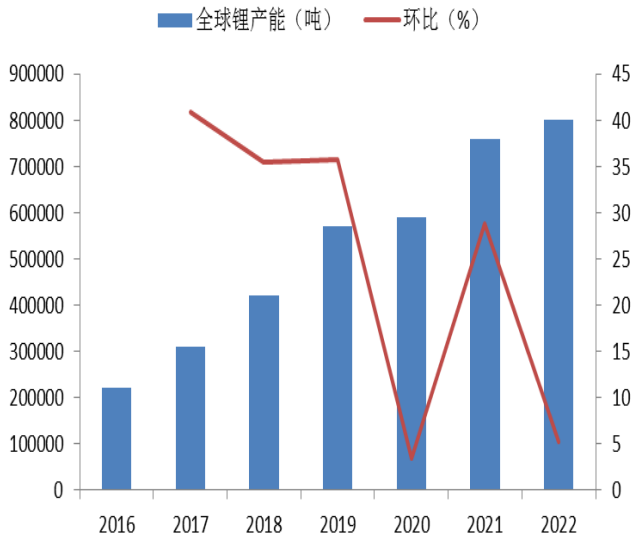
新加入《巴黎气候协定》，加快电动车的推广、增加电动汽车充电站，制定截止 2030 年所有美国制造的新客车实现零碳排放目标；加大对风电光伏等清洁能源基础设施建设，在 2035 年前实现发电零碳排放，对新能源车和光伏是利好。预计 2021 年新能源汽车动力电池与 5G 手机出货量高增，锂、钴等金属原材料需求大幅增加。

图 23 锂、钴的价格处于历史低位



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 24 2020 年全球锂产能增速将逐步放缓

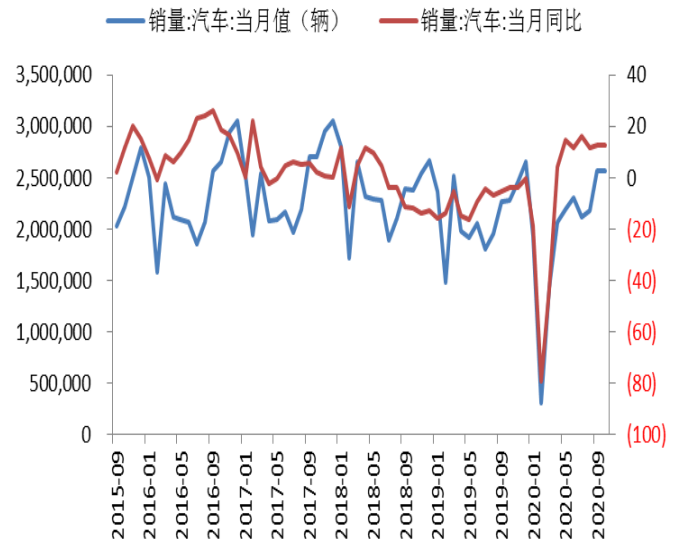


数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

3.汽车

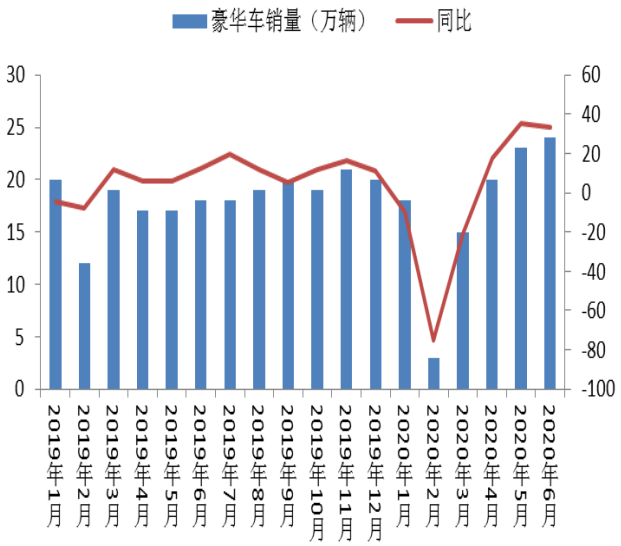
受新冠疫情影响，今年一季度汽车销量断崖式下滑，但随着国内疫情得到控制，各地消费刺激政策落实，4 月以来汽车销量持续改善， 5-10 月汽车月度销量同比增长 13.33%，需求提振导致三季报汽车板块业绩明显好转，行业重回周期性复苏，并带动上游零部件和下游经销商景气度回升。值得注意的是，疫情下的中低端群体购买力下降,高端购买力旺盛,5-6 月豪华车销量同比增速高达 34%。预计未来豪华车在 SUV 系列仍有巨大渗透力。

图 25 2020 年下半年汽车销量同比复苏



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 26 豪华品牌销量及同比增速（万辆；%）



数据来源：乘联会、上海证券研究所

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 年）》。《规划》明确 2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆，新能源汽车比例不低于 80%；比例约束将为重点区域公共领域的新能源汽车带来 B 端增量，国产品牌有望充分受益，且更加重视新能源汽车的安全性。

《规划》明确到 2025 年新能源汽车的新车销量占比达到 20%，2019-2025 年，我国新能源汽车销量年均复合增速有望达 32%，增速水平依然较高。

特斯拉第二款纯电 SUV Model Y 将于 2021 年第一季度在上海工厂下线，目前上海超级工厂二期进展顺利，预计今年年底将完成建设，特斯拉配套产业链有望受益。

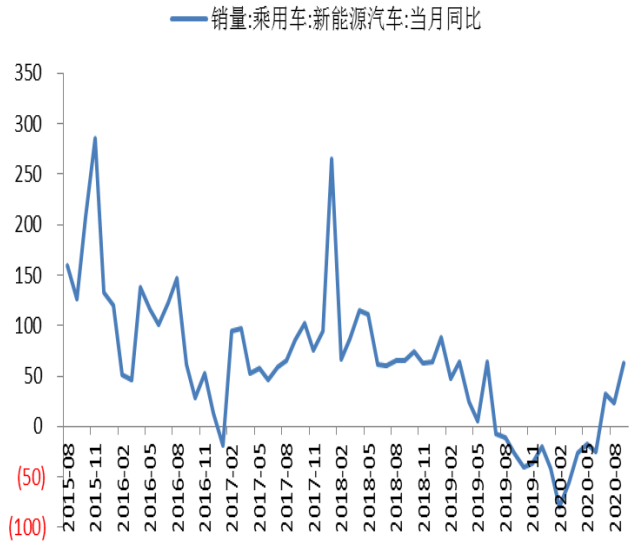
表 1《新能源汽车产业发展规划》正式稿与征求意见稿要点对比

项目	正式文件（2020.11.02）	征求意见稿（2019.12.03）
新能源与智能网联汽车销量目标	到 2025 年，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 2025 年，新能源汽车销量占比达到 25%左右，智能网联汽车销量占比达到 30%。
平均电耗要求	到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12kwh/100km。	2025 年纯电动乘用车新车平均电耗降至 12kwh/100km,插电式混动（含增程式）乘用车平均电耗降至 2kwh/100km。

公共领域新能源更新比例	2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%。	2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新用车全部使用新能源汽车。
智慧出行服务	推进自动代客泊车技术发展与应用	未提到

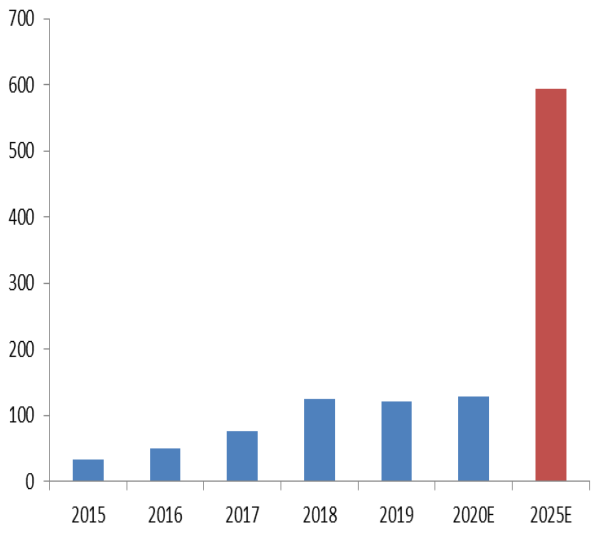
资料来源：国务院，工信部，上海证券研究所

图 27 2020Q3 以来新能源汽车销量同比上升



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 28 新能源汽车销量预测（单位：万辆）

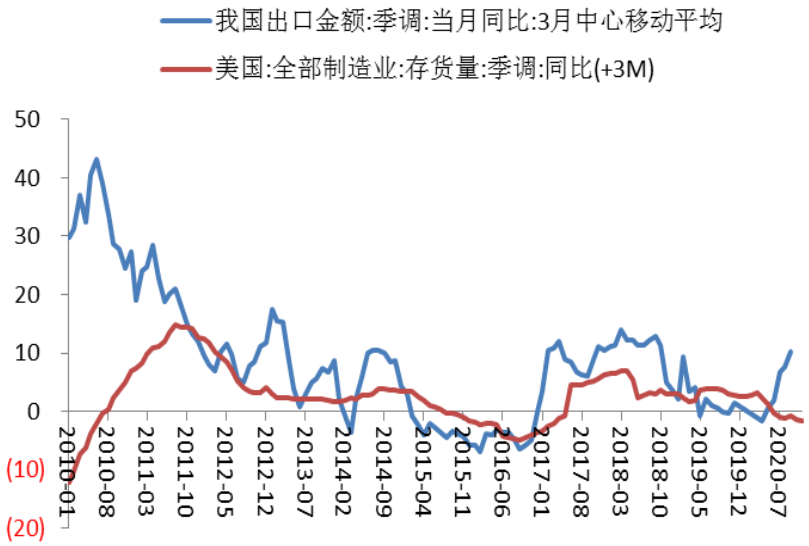


数据来源：乘联会、上海证券研究所

（二）海外需求恢复带动出口上行

2020 年 10 月出口金额继续超出预期，海外需求整体继续修复。我国新出口订单维持旺盛。疫苗研发到大量投产仍需一段时间，全球的供需修复是渐进的过程，海外对我国产品进口需求弹性较弱，而新兴经济体的供应修复有限，转移到国内生产的订单仍有一定粘性，我国出口替代效应到明年上半年有望延续。目前美国产成品库存同比已至 2010 年来的历史底部，主动补库存开启，2021 年拜登执政后，部分商品关税可能下降，我国对美国出口具有韧性。

图 29 美国库存周期处于 2010 年以来的底部



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

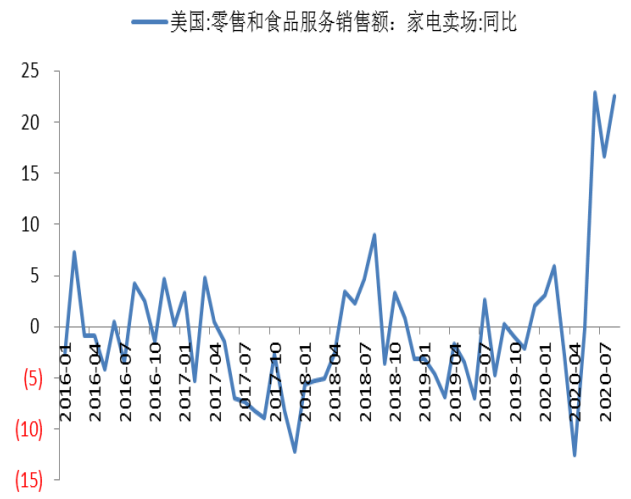
1. 家电

根据 ITC 数据，2019 年中国空调、洗衣机、冰箱全球出口份额分别达 33%、29%、23%，均为全球第一。目前主要家电出口国均不同程度受疫情影响，而我国家电上下游产业链完整，复工复产走在前列，秋冬之际海外二次疫情爆发催化了出口订单向中国转移，我们依然看好未来 2 个季度的家电出口。

相对已经趋于饱和的大家电，我国小家电保有率较发达国家还有一定的差距。随着中等收入居民数量增多，在必需品大家电基本普及后，可支配收入开始向可选消费转移，小家电渗透率将不断增加。

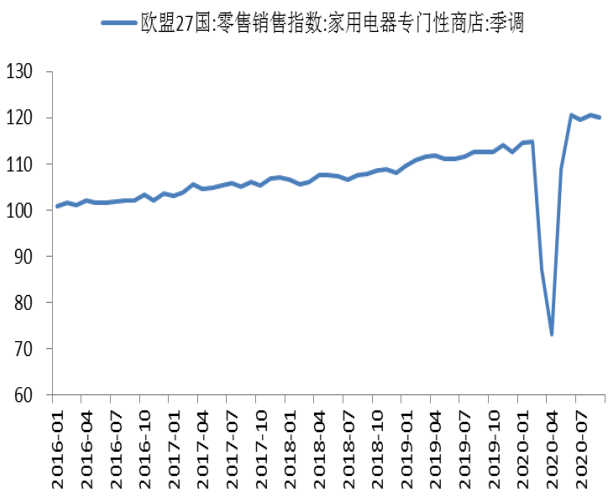
疫情期间居家生活明显提高了家电的使用频率，小家电产品的海外需求明显增长，今年上半年，我国电炒锅、面包机、榨汁机等出口分别增长 62.9%、34.7%、12.1%。小家电出口爆单，企业用工存在缺口。预计明年上半年，宅家必备的厨房小家电如电炒锅、面包机、榨汁机等和杀菌消毒清洗类功能的小家电如扫地机器人、空气净化器等销量仍保持高增速。

图 30 美国家电卖场零售额改善



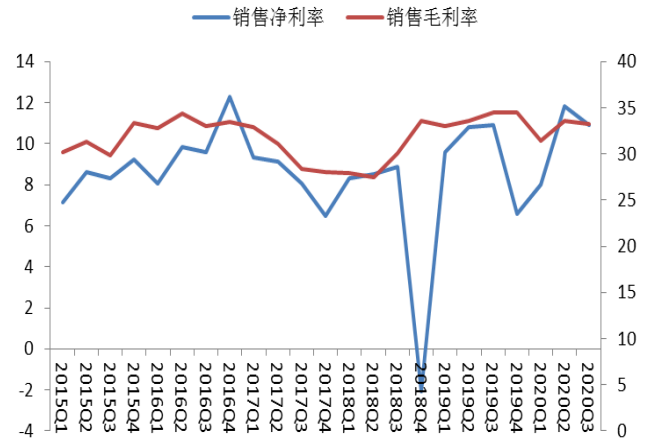
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 31 欧盟家电销售指数改善



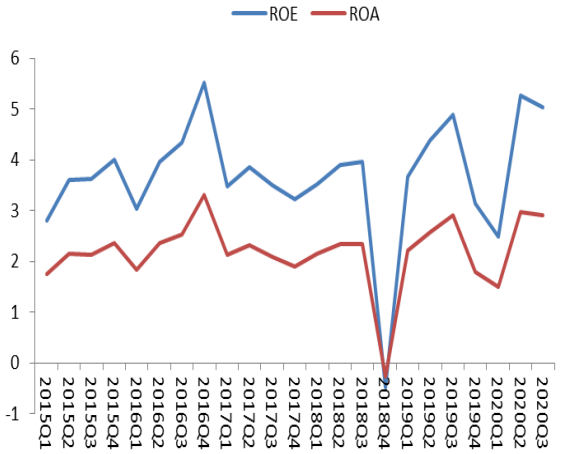
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 32 小家电行业单季度销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 33 小家电行业单季度 ROA 和 ROE

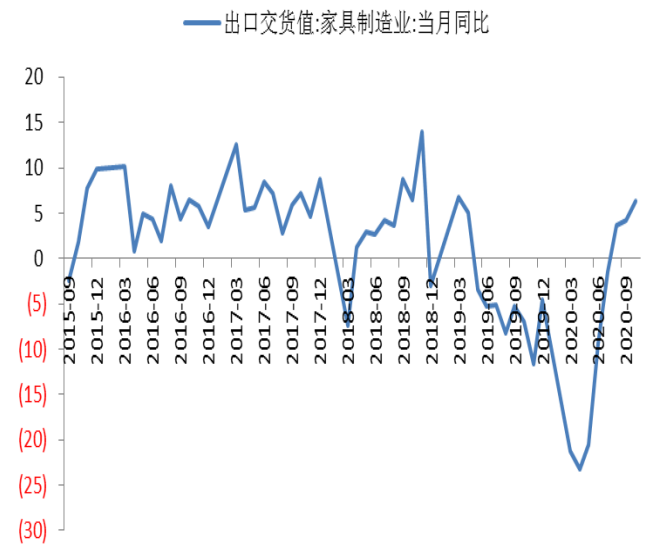


数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

2.家居

中国家居企业产能率先恢复，海外企业产能供给并未同步提升，我国全产业链供给具备优势，替代了欧洲部分制造国家、东南亚部分国家和地区以及美国的产能，其中办公家居受益海外需求提升出口增长尤为亮眼。企查查数据显示，目前我国共有家居进出口相关的企业共 65.63 万家。今年前三季度，家居进出口相关企业共注册 10.61 万家，同比增长 14.2%，其中三季度新增 3.7 万家。2020 年 10 月中国家居及其零件出口金额增长，2020 年 10 月中国家居及其零件出口金额为 56.54 亿美元，同比增长 32.3%。今年美国低利率带来的房地产销售火爆拉动未来一二个季度内家居行业的高需求。

图 34　2020 年国内家居出口同比前低后高



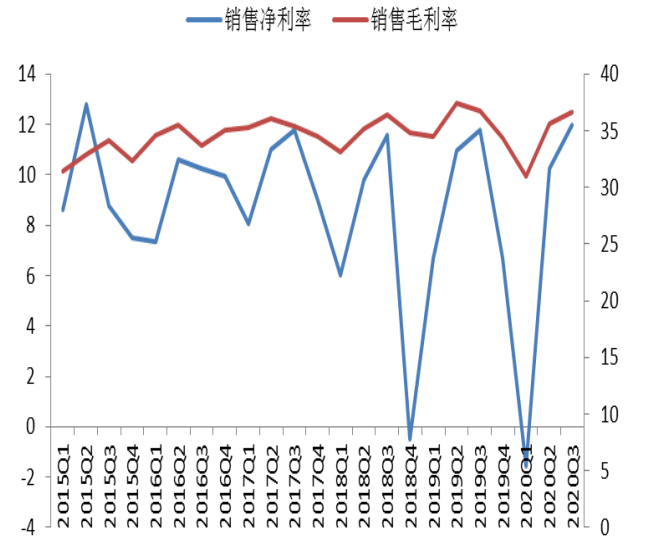
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 35　美国住房市场指数一路走高



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 36　家居行业单季度销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 37　家居行业单季度 ROA 和 ROE



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

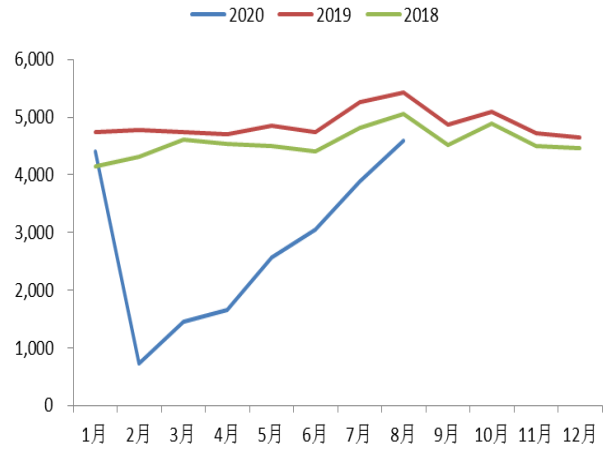
（三）疫情控制下行业基本面修复

如新冠疫苗研发上市顺利，预计明年二季度左右将在全球大规模接种。疫情控制后，全球办公旅游等出行需求将逐步修复。航空酒店业的股价将随基本面修复的预期上涨，并领先于基本面拐点到来。

1. 航空

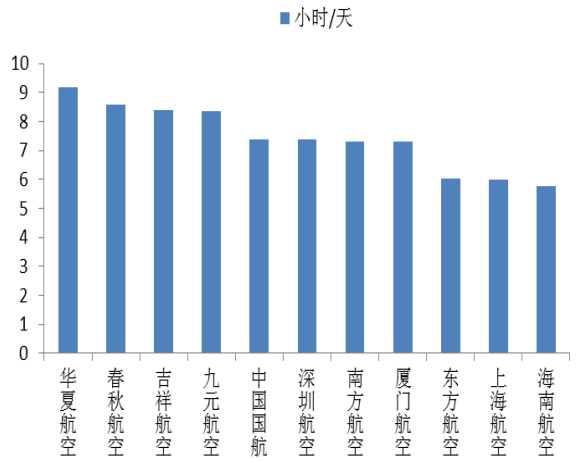
目前小规模的航空公司因机队规模相对精简，率先将运力投回国内市场，飞机日利用率较高，经营效率高，估值修复逻辑已经率先兑现。明年航空业新增运力有限，业绩弹性最大的将是大型全服务航空公司的国际航线恢复。具体要看疫情控制的进展和民航监管部门放松国际航线管制的政策措施推出节奏。

图 38　8 月国内航空客运量恢复至同期 90%水平



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 39　各航司飞机日利用率（以 11 月初周均值计）



数据来源：航班管家、上海证券研究所

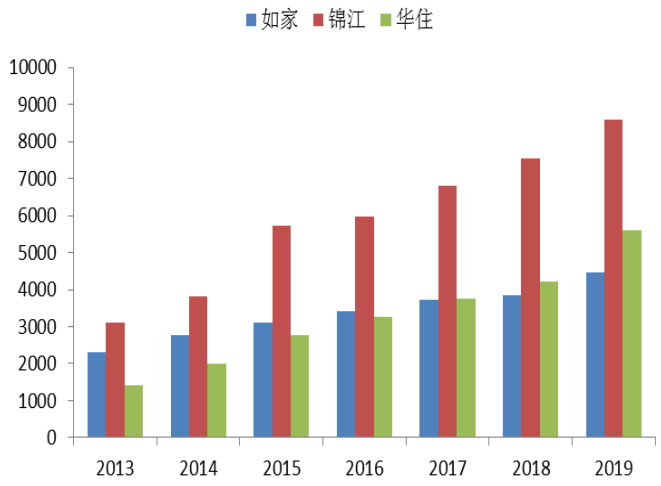
2.酒店

2020 年上半年以来我国酒店行业出清明显，其中中小酒店占绝大多数，酒店行业资本性开支减少。与此同时，三家龙头酒店集团华住、锦江、首旅疫情中逆势扩张，大幅提升未来 3 年内开店计划，重点加速布局三线及以下城市。

目前新开业酒店的前期准备、装修周期为半年至一年左右时间。三线城市在缺乏一二线城市天然流量优势的前提下，对龙头酒店集团的品牌、供应链、会员体系以及标准化管理更为依赖。

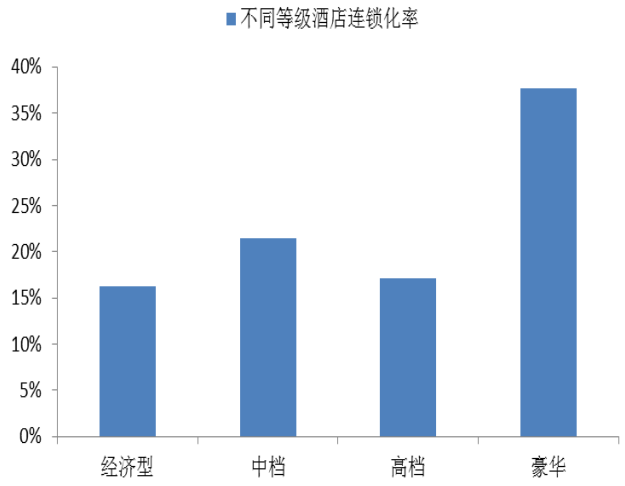
三线及以下城市当前连锁化率不足 20%，较一二线城市差距巨大，三线城市酒店连锁化率提升的巨大空间将支撑龙头品牌未来 3-5 年快速成长。

图 40 头部酒店集团市占率提升



数据来源：公司公告、上海证券研究所

图 41 大量低等级酒店并未纳入到连锁品牌体系中



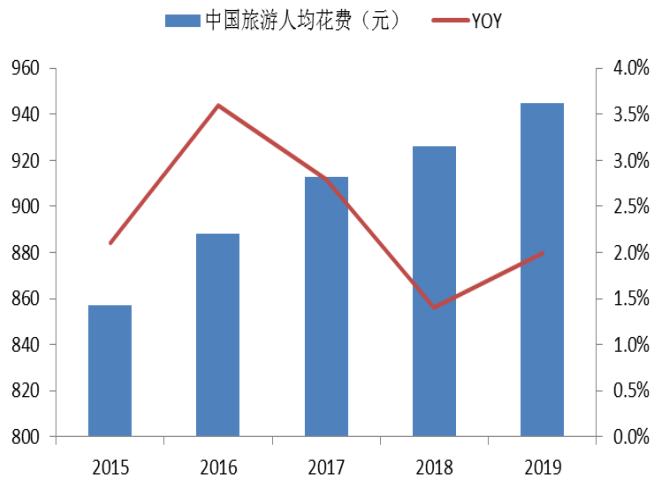
数据来源：《中国住宿业大报告》、上海证券研究所

3.旅游

此次疫情导致出游需求受抑制，对旅游行业造成的冲击尚未完全恢复。根据文化和旅游部数据中心测算，2020 年国庆中秋长假期间，全国共接待国内游客 6.37 亿人次，同比恢复 79%；实现国内旅游收入 4665.6 亿元，同比恢复 69.9%。明年疫情得到控制后，交通、酒店、景区、旅行社等均有望迎来显著改善，明年国内旅游同比数据恢复还有较大上升空间，出境游也有望逐步复苏。

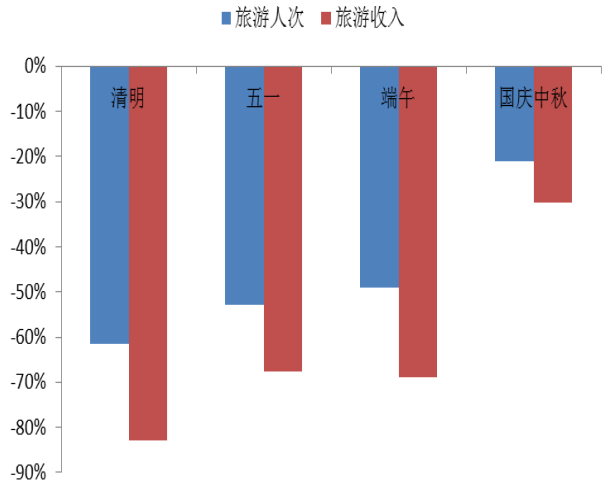
“双 11”期间飞猪网平台随心飞机票+租车累计销售 10 万件；高星酒店成交近 300 万间/夜。国人旅游需求再度爆发。“95 后”成为飞猪“双 11”旅游消费的主力，旅游商品预订量同比大涨 86%，人均消费同比上涨 20%。三线及以下城市出游人次占比达到 55%，超过了一二线城市，下沉消费市场逐步崛起，主题公园、小众目的地、旅拍、季节性主题游等不断创新的旅游需求逐渐引领市场。

图 42 2019 年中国人均旅游费用达 935 元



数据来源：《中国旅游统计年鉴》、上海证券研究所

图 43：今年国庆中秋假期旅游收入比去年仍有 30%降幅



数据来源：文化和旅游部数据中心、上海证券研究所

（四）主题投资机会：“十四五”规划

“十四五”规划是 2021 年最大的主题投资机会，五年规划中的政策引导对产业发展有显著的提振作用，引起市场关注。每一个五年规划在前一年 11 月份规划建议出台和后一年 3 月两会纲要细则落地前后，主线行业股价相对于大盘指数几乎都有较为明显的表现。

“十四五”相对淡化 GDP 增长目标，但强调高质量发展。

《“十四五”规划建议》（下称《建议》）认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。这意味着“十四五”期间实际 GDP 增速达到 3%左右，但还是把工作重点放在提高发展质量和效益上。

《建议》指出瞄准人工智能、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，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目，加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等新兴产业。针对双循环扩大内需，提出着重“顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费”，推动汽车从购买管理向使用管理转变，促进住房消费健康发展。

我们认为明年两会后发布的《“十四五”规划》的重点机会在于科技、新能源和消费升级三大方向的行业规划超预期出台，带来

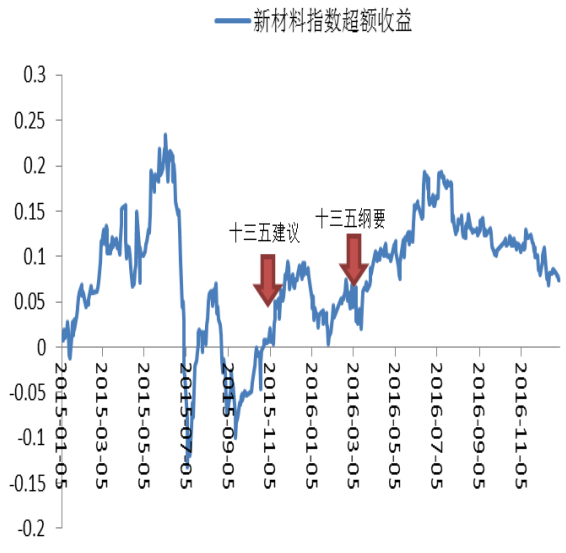
的主题性机会。

图 44“十三五”纲要发布前后，生物育种指数表现显著



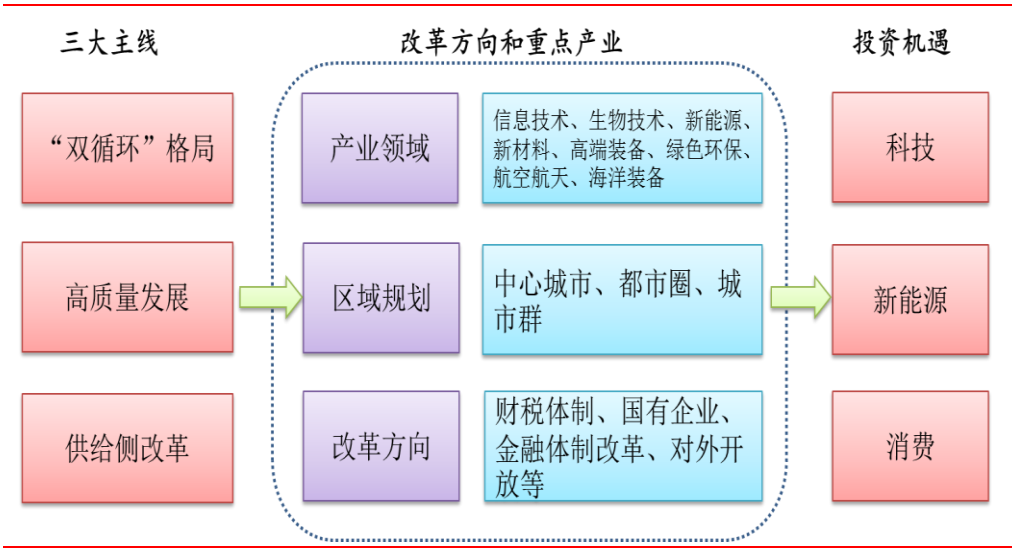
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 45“十三五”纲要发布前后，新材料指数表现显著



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 46 《“十四五”规划建议》要点



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

六、附表

表 2 A 股市场多指数盈利预测

	净利润同比增长率(%)			市盈率		
指数名称	20E	21E	两年复合	19A	20E	21E
上证综指	-4.30	17.09	6.40	14.23	14.87	12.70
沪深 300	0.43	16.67	8.55	14.01	13.95	11.95

深证成指	32.41	22.45	27.43	36.40	27.49	22.45
中小板综	101.59	22.82	62.21	65.77	32.62	26.56

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

表 3 沪深 300 指数分行业盈利预测

			净利润同比增长率(%)		净利润占沪深 300 比(%)		
行业名称	实际权重(%)	流通市值(亿元)	20E	21E	19A	20E	21E
能源	4.61	16,288.78	-60.41	49.57	6.74	2.89	3.70
材料	5.77	20,383.12	11.32	19.37	3.56	4.28	4.38
工业	11.01	38,873.28	-26.22	38.66	9.92	7.92	9.41
可选	9.60	33,903.30	-17.88	31.48	4.87	4.33	4.88
消费	16.23	57,306.91	40.37	17.30	3.83	5.82	5.86
医药	6.48	22,883.57	13.98	24.31	1.47	1.82	1.93
金融	34.22	120,835.37	-4.69	10.83	64.78	66.83	63.48
信息	8.20	28,942.87	36.45	30.87	1.75	2.59	2.90
电信	1.54	5,421.46	0.50	24.43	1.21	1.32	1.41
公用	2.35	8,280.65	9.17	8.28	1.87	2.21	2.05

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

表 4 最新基金行业资产配置情况（2020 年三季报）

行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
农、林、牧、渔业	1,892,587.98	0.11	0.46	0.90	-0.45	-15.32
采矿业	5,361,352.81	0.31	1.29	4.09	-2.80	29.70
制造业	255,501,806.51	14.81	61.47	52.12	9.35	26.93
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2,574,888.81	0.15	0.62	2.77	-2.15	9.87
建筑业	2,638,140.45	0.15	0.63	1.88	-1.24	-3.06
批发和零售业	4,847,069.71	0.28	1.17	2.32	-1.15	-8.89
交通运输、仓储和邮政业	7,884,951.91	0.46	1.90	3.10	-1.20	32.24
住宿和餐饮业	584,896.11	0.03	0.14	0.13	0.02	61.69
信息传输、软件和信息技术服务业	24,165,456.12	1.40	5.81	5.11	0.70	-12.76
金融业	41,518,622.03	2.41	9.99	19.59	-9.60	34.56
房地产业	9,932,476.56	0.58	2.39	3.24	-0.85	6.07
租赁和商务服务业	8,744,446.93	0.51	2.10	1.52	0.58	46.42
科学研究和技术服务业	7,058,343.56	0.41	1.70	0.76	0.93	19.90
水利、环境和公共设施管理业	1,287,268.49	0.07	0.31	0.55	-0.24	30.82
居民服务、修理和其他服务业	15.25	0.00	0.00	0.00	0.00	-91.81
教育	753,697.23	0.04	0.18	0.10	0.08	19.04

卫生和社会工作	7,992,168.20	0.46	1.92	0.78	1.14	29.13
文化、体育和娱乐业	4,625,290.43	0.27	1.11	0.88	0.24	2.06
综合	94,711.86	0.01	0.02	0.15	-0.13	-65.60

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

分析师声明

屠骏 刘骐豪 陈健宓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。