华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2020年11月04日

乘势待时

—2021年度投资策略

分析师：郑小霞 SAC职业证书号：S0010520080007

分析师：刘 超 SAC职业证书号：S0010520090001

分析师：张冬冬 SAC职业证书号：S0010520080001

联系人：方 晨 SAC职业证书号：S0010120040043

联系人：夏 怡 SAC职业证书号：S0010120020018

核心观点

- **2021年全年经济有望实现9%左右的增长，整体呈现前高后低态势。**一季度将出现阶段性高点，随后持续下降，四季度回归至潜在增速水平，**制造业投资和消费将成为2021年的亮点。**价格方面，**无论是生产端还是消费端全年均不构成压力。**
- **2021年宏观调控政策将向正常化回归。**伴随经济的持续复苏，政策全面回归正常化势在必行。**当前政策的最大掣肘在于短期宏观杠杆率快速上涨。**2020年12月中央经济工作会议有望重提宏观杠杆率问题，2021年4月政治局会议是非常重要的政策转向观察时点。
- **“十四五”规划是2021年最大的主题投资机会，新一代信息技术、高端装备制造、新能源、新材料、生物制药等产业已步入阶段性收获期。**五年规划的复盘显示：①**在历届五年规划《建议》和《纲要》发布的时间点前后**，主导产业均有不俗表现；②**每一个五年规划末期**，主导产业超额收益显著；③**从长周期看**，主导产业的持续性超额收益可观。
- **复盘2007年、2010年、2017年三次“阶段顶”+“政策收”组合下的A股表现，显示：①这一组合下，市场并不一定会单边下行；②2021年A股面临的宏观环境与2010年略有相似。**最主要的是增长的阶段性顶部均是由于外部冲击带来的低基数原因导致的。此外2010年政策调控由紧到松的变化导致了A股全年走出了V型反转的行情。
- **2021年A股将呈现宽幅震荡的结构性行情格局，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。支撑因素有**企业盈利持续改善、“十四五”规划元年产业政策有望密集落地、改革开放举措连连提升市场风险偏好、政策退出相机抉择等。**制约因素在于**宏观杠杆率的快速上涨不可持续、政策确定性向正常化回归、整体估值处于合理偏高位置等。
- **行业机会在于沿着“十四五”规划主线挖掘主导产业相关机会。**目前确定处于阶段性收获期的机会有：**5G产业链、集成电路、新能源、高端装备制造，以及医疗服务、信息服务等为代表的服务类消费等。**

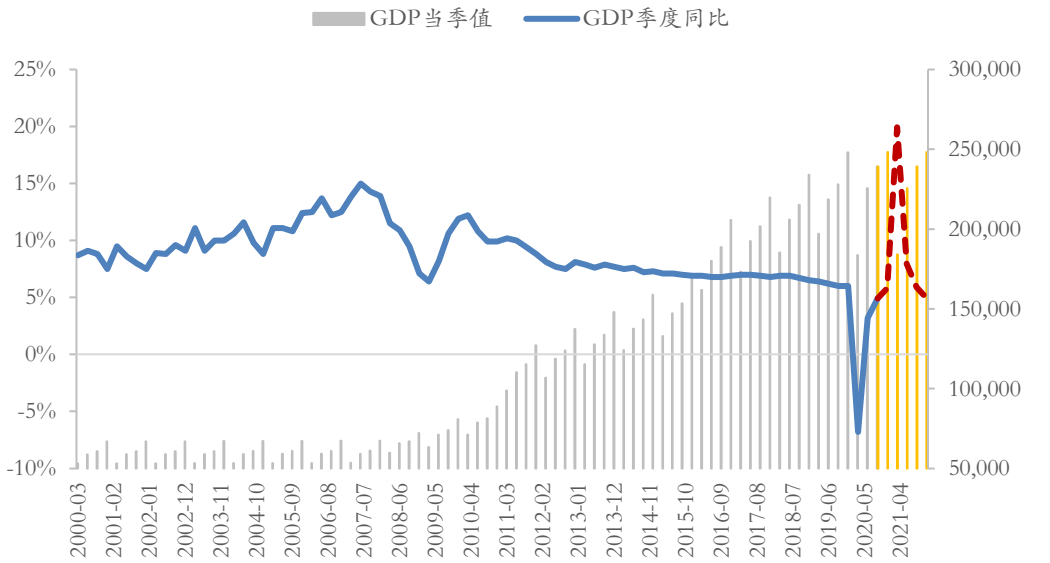
目录

1 引擎提档，制造消费齐舞
2 政策回归，稳定灵活理性
3 五年规划，主线蕴含良机
4 博古鉴今，2010变中育机
5 乘势待时，创新消费长兴

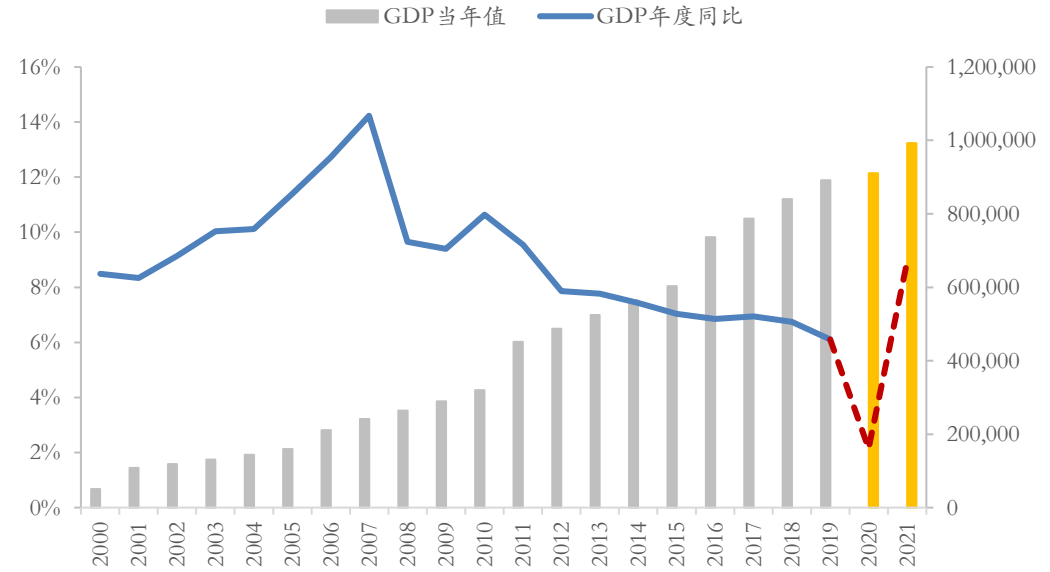
增长引擎向高质量切换，2021年将逐步回归潜在增速

- **2021年经济整体将呈现前高后低走势，全年有望实现9%左右的增长。**节奏上看，一季度将出现过去乃至未来多年的阶段性高点，随后持续下降，四季度回归至潜在增速水平。
- 由疫情导致的低基数效应将在2021年显现，叠加2020年二季度以来经济持续性修复，将导致2021年一季度GDP同比增速显著高企。如何解析即将到来的高企增速，将成为决策层、学术界、投资界共同的焦点。
- 支撑增长的引擎将向高质量切换，由2020年的基建投资、地产投资和净出口转向制造业投资、消费等。

低基数叠加复苏持续，2021年Q1将呈现爆发式增长



2021年GDP全年增速在9%左右

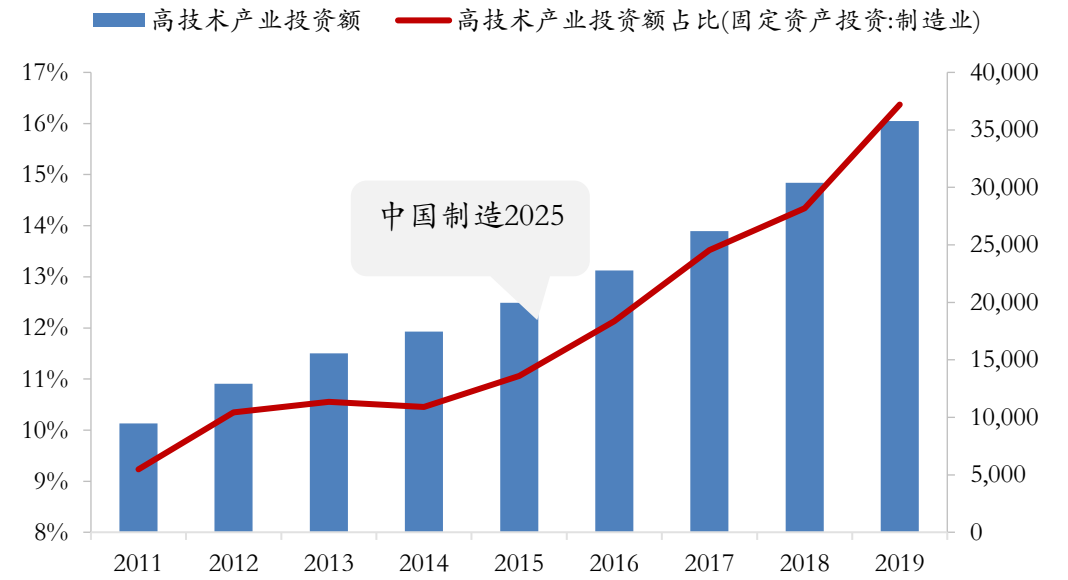


资料来源：Wind，华安证券研究所

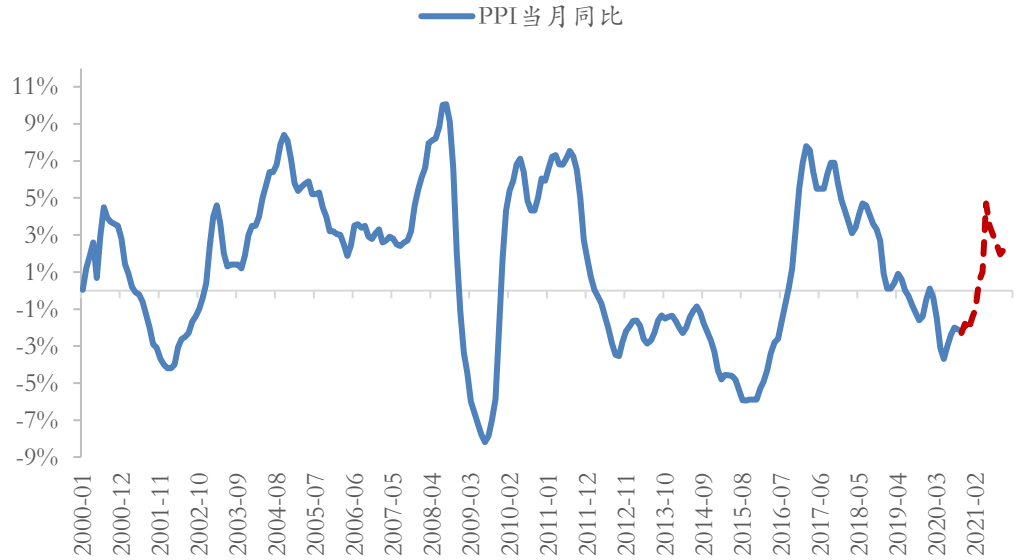
新引擎：制造业投资结构性新动能，高新技术产业投资加速发展

- **高技术产业投资高速发展。**2015年《中国制造2025》公布后，高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10.46%加速提升到16.37%，2021-2025年仍将提速。
- **PPI不改向上趋势，与制造业投资改善相呼应。**① 受原油价格影响，2020年内PPI同比仍将小幅回落；② 伴随制造业投资显著改善，PPI向上趋势确定。节奏上，受低基数影响，2021年二季度将出现阶段性高点5%左右，全年预计2%左右。

2015年后高技术产业投资高速发展



短期PPI小幅回落，2021年二季度高点

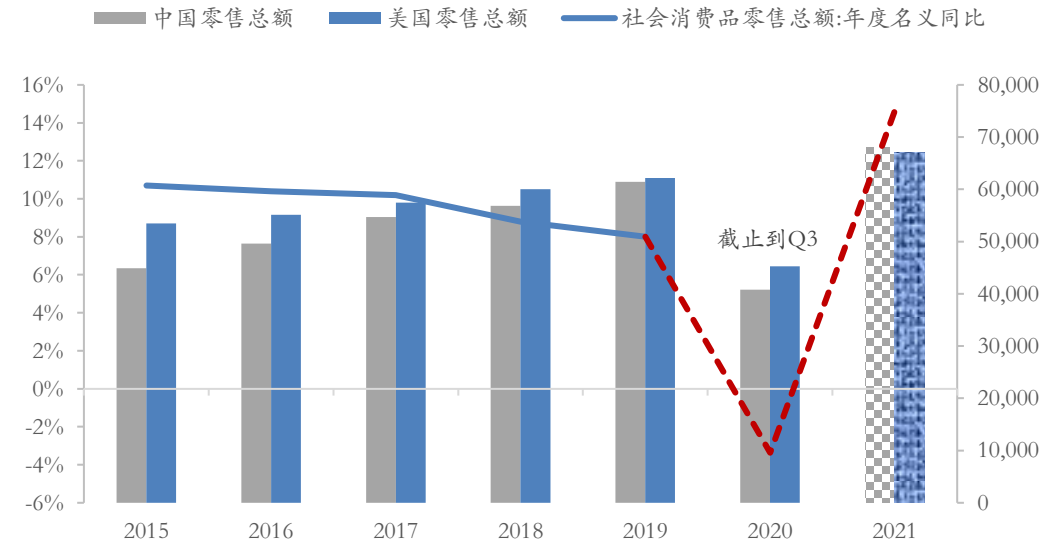


资料来源：Wind，华安证券研究所

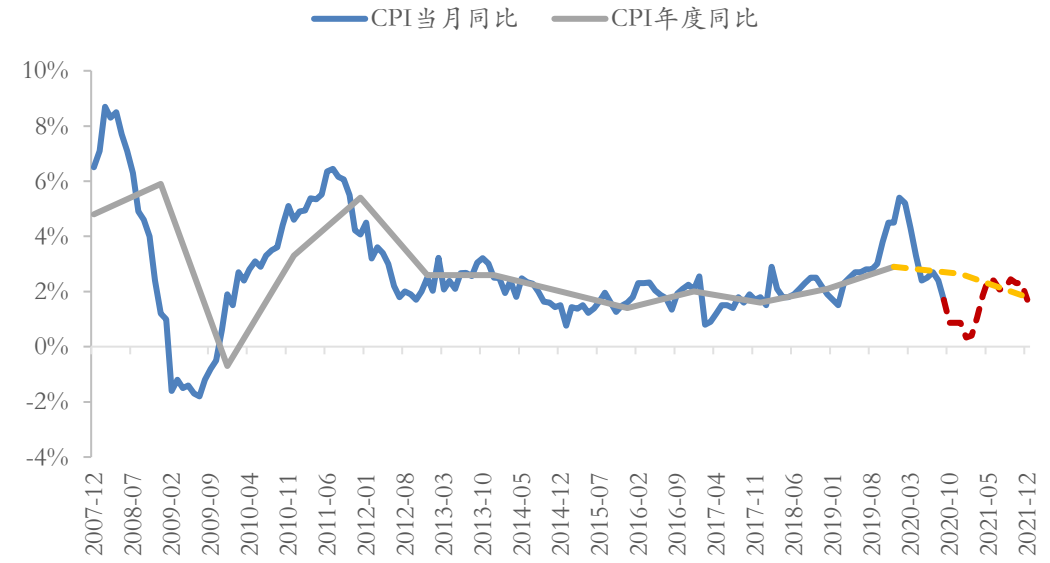
新引擎：消费恢复空间巨大，中国将成全球最大消费市场

- **消费2021年有望实现15%-17%的增速，加速恢复空间较大。**消费对经济拉动在2020年三季度转正，贡献率仍将进一步提升，新能源汽车及服务性消费等增速上行。截止到2019年底中国社零总额大致为6.1万亿美元与美国的6.2万亿已相差无几，按照当前增速推算，中国将超越美国，成为全球最大的消费市场。
- **CPI在2021年无压力。**2020年四季度CPI将显著下行，直至2021年一季度见底，随后缓慢抬升，高点有望出现在二季度，但也显著低于3%，随后在高位徘徊，2021年大致在1.8%-2%，不构成压力。

消费成为强力支撑，中国有望成为全球最大消费市场



CPI2021年一季度前处于下行通道，全年无压力

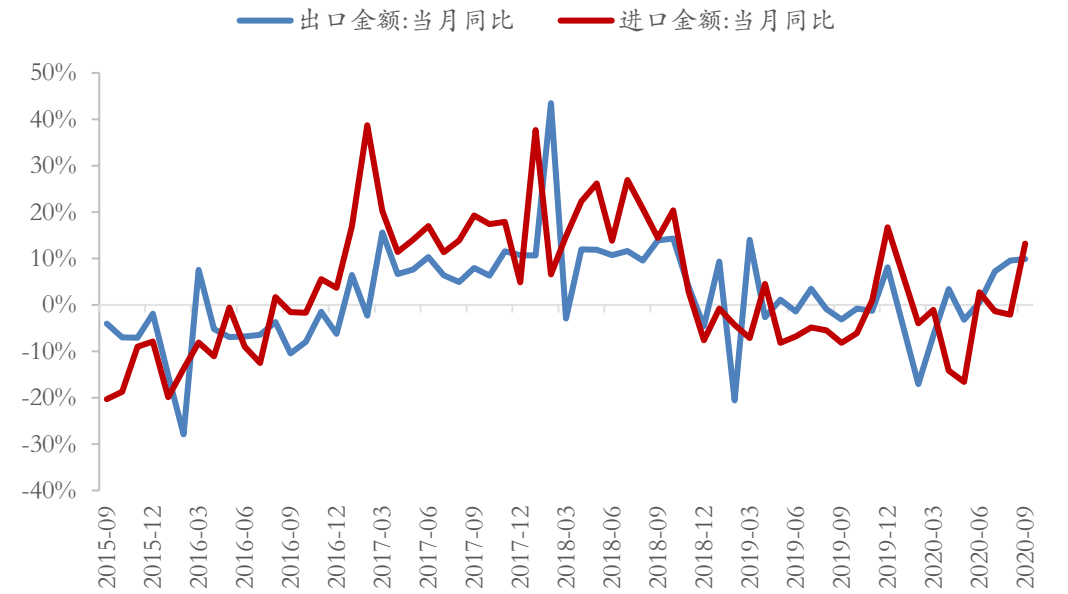


资料来源：Wind，华安证券研究所

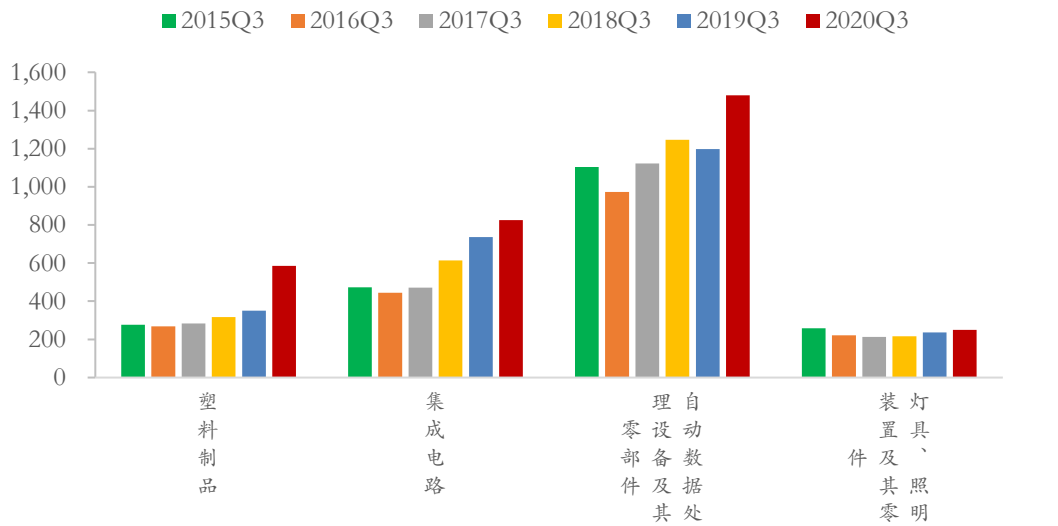
新引擎：进出口强劲延续，疫情下中国出口替代优势明显

- **海外疫情反复，凸显中国出口替代优势。**过往经验表明对于疫情反复可能给出口造成的扰动不必过度担忧，经此一疫，全球供应链集中度提升，而国内得益于疫情有效控制且产业链完备，出口替代优势明显。
- **进出口强劲数据延续。**①尽管疫情有波折，但海外经济复苏趋势不改，且需求快于供给，国内出口替代份额提升。经调研航运订单持续爆满，集装箱紧缺征加收费；②国内复苏确定，需求提升，全球产业链进一步修复。双轮驱动下，进出口韧性十足，强劲延续。

进出口数据强劲延续，韧性十足



塑料制品、电子产品出口替代优势明显

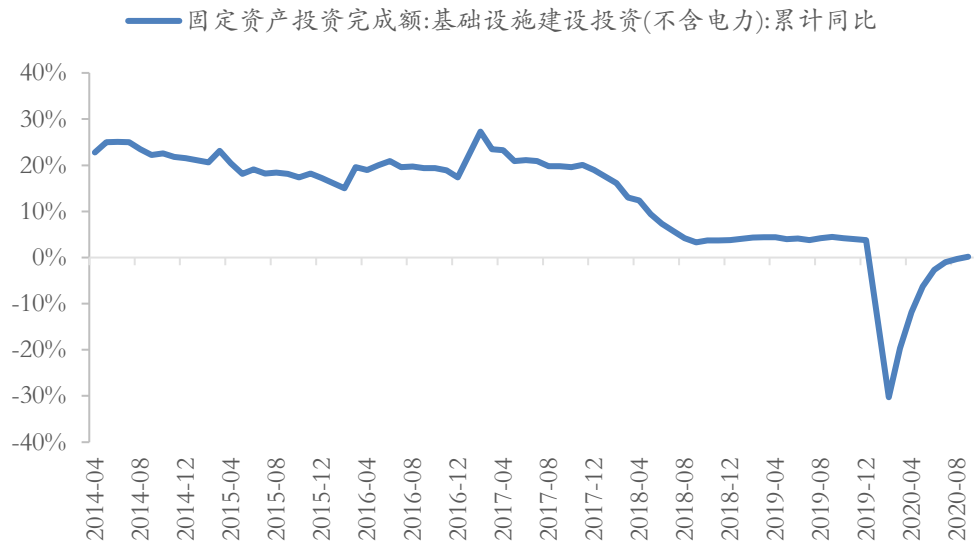


资料来源：Wind，华安证券研究所

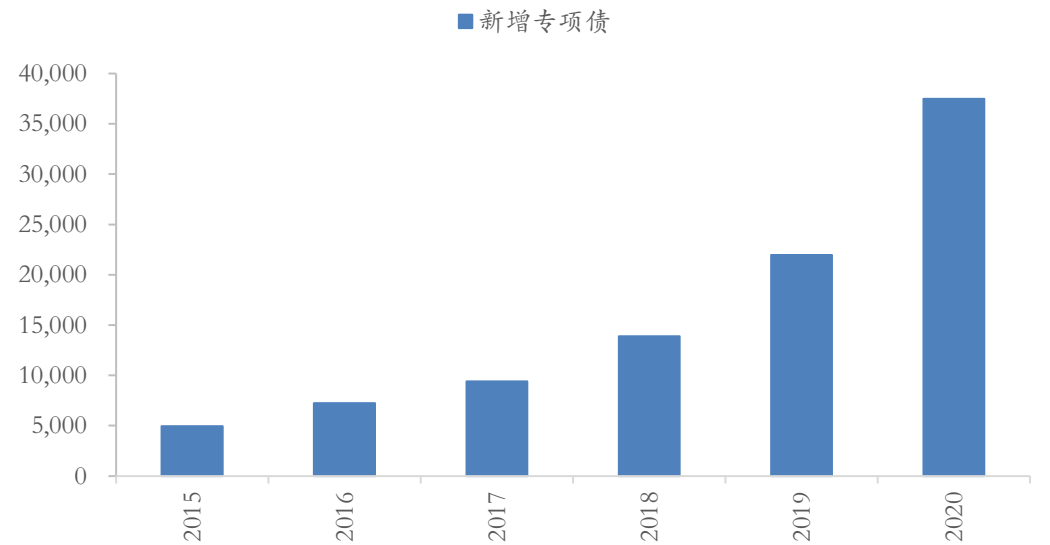
传统动能减弱：基建托底的边际效应显著减弱

- **基建托底的边际效应显著减弱，投资增速难上新台阶。**2020年专项债发行规模较2019年提升了1.6万亿，但基建投资依旧不及预期。2021年非常态化财政政策将逐步回归正常，赤字率、专项债规模均将有所回落，基建投资再上新台阶可能性较小。
- **基建投资2021年将呈现两个新的变化：**①新基建导向明确。新基建已成为国家重大战略项目并重点支持：5G网络、数据中心、人工智能、物流、物联网等；②“公共卫生医疗基础设施”、“城市更新”、“老旧小区改造”等将成为基建投资的新支撑。

基建托底效应逐步减弱



专项债规模难再上新台阶



资料来源：Wind，华安证券研究所

传统动能减弱：“房住不炒”一以贯之，“因城施策”精准调控

- **地产投资是2020年经济复苏的重要动力。**疫情以来宽松的货币环境助推了部分地区楼市价格快速上涨，在明确的“房住不炒”基调面前，“因城施策”给地方政府更多的主动权，2020年6月起，部分热门城市纷纷出台稳定房价的调控政策。随后住建部和央行召开重点房企座谈会，形成了重点房企资金监测和融资管理规则，即所谓的“三条红线”。

2020年9月以来多城房地产调控收紧

时间	城市	地产调控的主要措施
2020/09/29	银川	非本地限购 1 套商品住房，限售 2 年；继续执行差别化信贷，首套首付比例不低于 20%，二套首付比例不低于 40%，二套以上停贷。
2020/09/28	唐山	1、加大加快商品住宅用地供应；2、土地出让“限房价、竞地价”，实施比例不低于供地面积的 50%；3、打击房地产开发企业捂盘惜售，要求已办理预售许可的商品住房必须在 10 日内一次性对外公开销售；4、二套房首付比例由 40%上调到 50%，三套及以上暂停商贷等。
2020/09/23	长春	1、本年度宅地供应同比增长 10%以上；2、部分区域采取“限房价、竞地价”，“限自持、竞地价”方式出让宅地；3、继续实施商品住房价格指导；4、调整信贷政策，首套首付不得低于 3 成，二套不得低于 4 成，三套及以上停贷（此前首套 2 成、二套 3 成、三套不贷）。
2020/09/14	成都	1、增加住宅用地供应，宅地占经营性用地的比重不低于 60%，供需紧张区域不低于 70%；2、提高公证摇号中棚改、无房居民家庭优先的比例，棚改优先最低比例由 10%提高到 20%，无房居民家庭由棚改优先后剩余房源的 50%提高到 60%；3、个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年。
2020/09/12	常州	升级限售限贷政策，新购买市区(不含金坛区)新房和二手住房的，限售 4 年，二套房首付最低比例升至 6 成。
2020/09/06	沈阳	1、严格住房用地出让溢价率管控，采用“限房价”、“竞自持”两种方式出让土地；2、房企若未按规定 开竣工时间节点建设的取消取地资格；3、取得预售证 10 日内未公示房源及房价的项目将被暂停网签；4、房价变化较大未向主管部门报备的项目将被暂停网签；5、第二套商品住房首付比例从 40%上调到 50%，禁止分期首付及首付贷；6、个人住房转让增值税免征年限从 2 年增至 5 年。
2020/09/04	杭州	1、以父母投靠成年子女方式落户的，新增满 3 年方可购房的限制；2、办理房屋不动产权证时方可缴纳契税；无房家庭认定新增 30 周岁以上单身未婚和离异单身满 3 年且无房满 3 年的标准；4、热点项目最高无房倾斜比例最高 80%（原为不低 50%），且无 房家庭优先认购的房源需限售 3 年。

资料来源：华安证券研究所整理

传统动能减弱：2021年地产投资难有新作为

➢ **地产投资2021年难有新作为。**

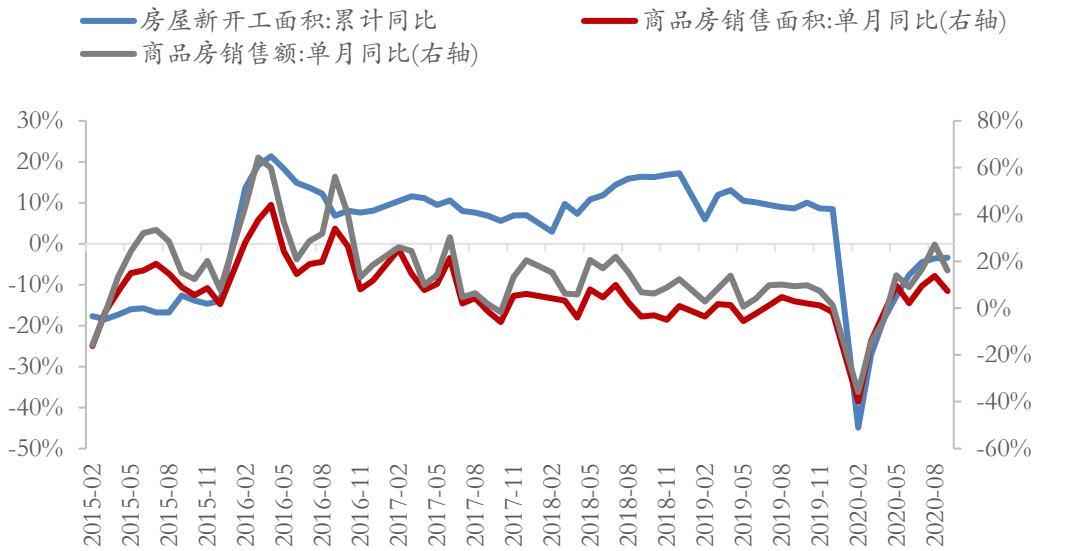
① 从前端销售看，尽管商品房销售额累计同比增速在扩大，但单月同比增速已经拐头向下。

② 新开工累计同比增速也出现拐头迹象，竣工面积累计同比降幅收窄显著趋缓，施工面积累计同比持续走平。

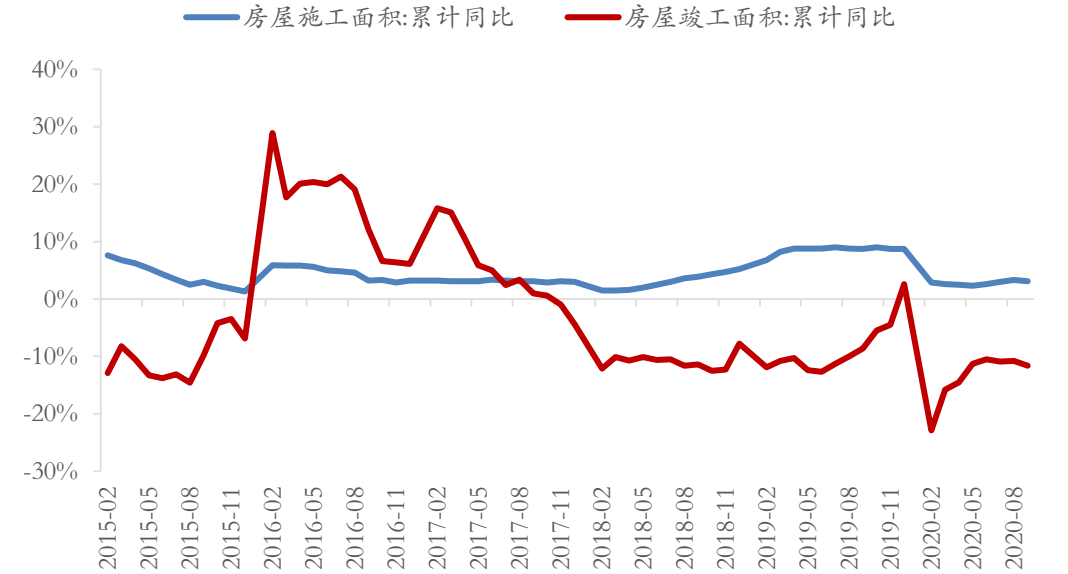
③“因城施策”调控灵活，因此不至于对地产投资产生断崖式下滑影响，进而不会对增长造成过多的负面冲击。

④“房住不炒”基调明确，地产企业融资管理“三条红线”不放松，都决定了房地产投资增速难再突破。

地产销售、新开工增速均在拐头向下



地产施工、竣工增速走平



资料来源：Wind，华安证券研究所

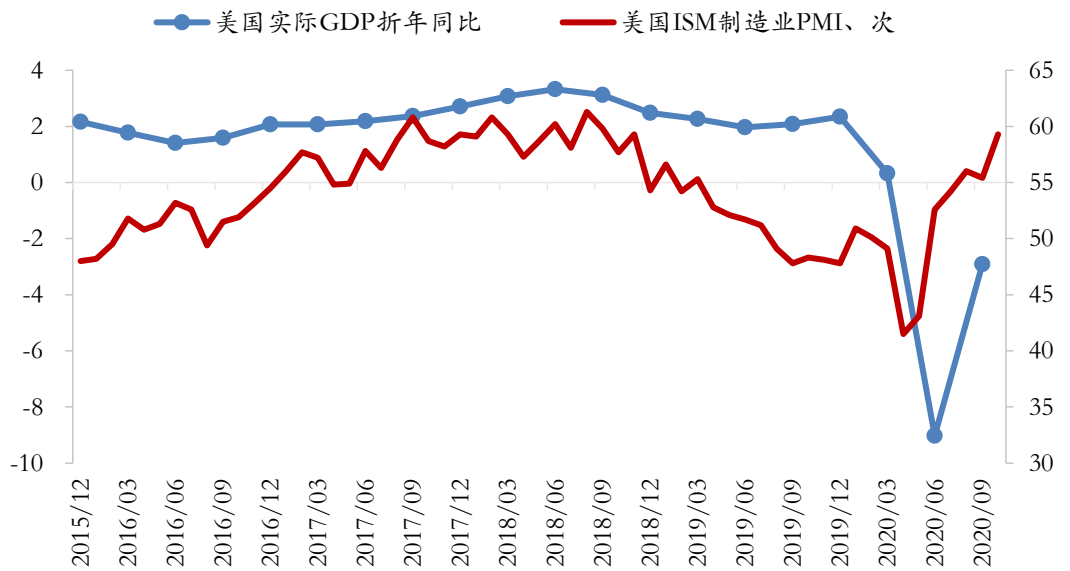
目录

1 引擎提档，制造消费齐舞
2 政策回归，稳定灵活理性
3 五年规划，主线蕴含良机
4 博古鉴今，2010变中育机
5 乘势待时，创新消费长兴

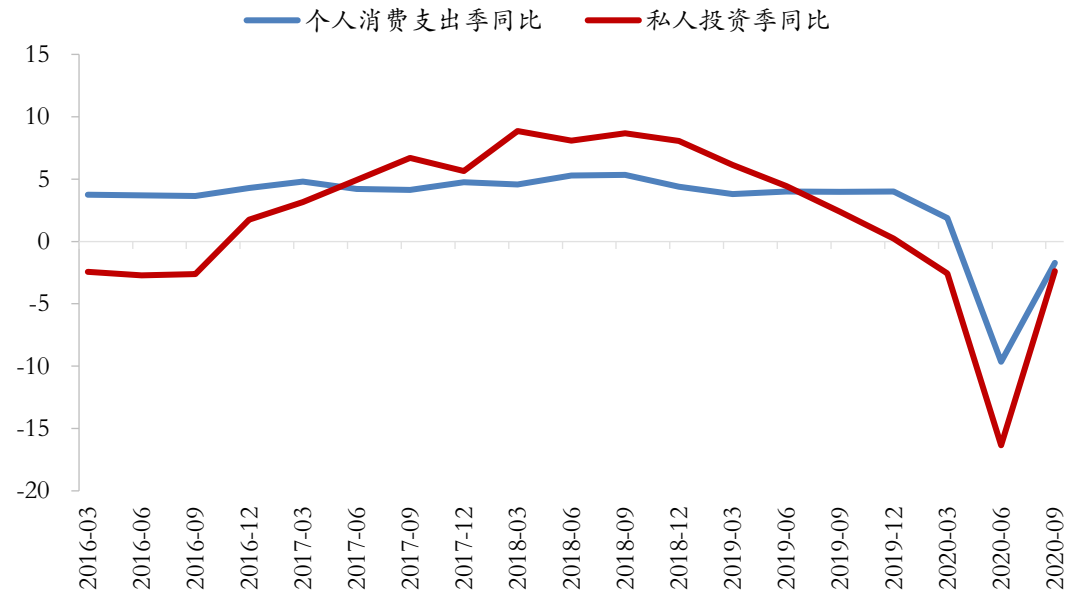
海外流动性不具备进一步宽松的条件

- **美国经济增长正处在复苏过程中，2021年复苏态势仍将继续，不构成货币进一步宽松的条件。**
- **美国经济增速下行幅度明显收窄，PMI显示美国经济正行进在景气复苏过程中。**美国经济增速在2020Q2季度触底，Q3季度下行幅度实现6.1个百分点收窄；PMI已升至前期荣枯线上方高位，美国经济有望继续维持强劲复苏。
- **私人消费和投资支出显著改善带动美国经济复苏。**一方面，私人消费支出Q3季度较上个季度下行收窄了7.95个百分点；另一方面，私人投资支出较上季度收窄了14个百分点。值得注意的是，净出口较上季度增速下行31.2个百分点，政府消费和投资也有小幅下行。

美国经济增速下行幅度收窄，PMI显示复苏景气高涨



私人消费和投资带动美国经济反弹

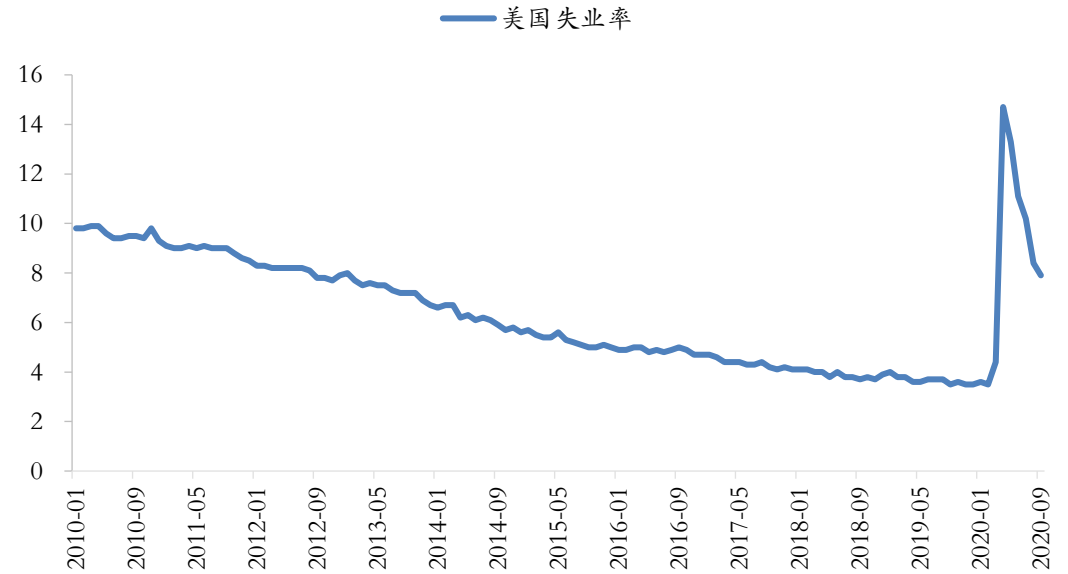


资料来源：Wind，华安证券研究所

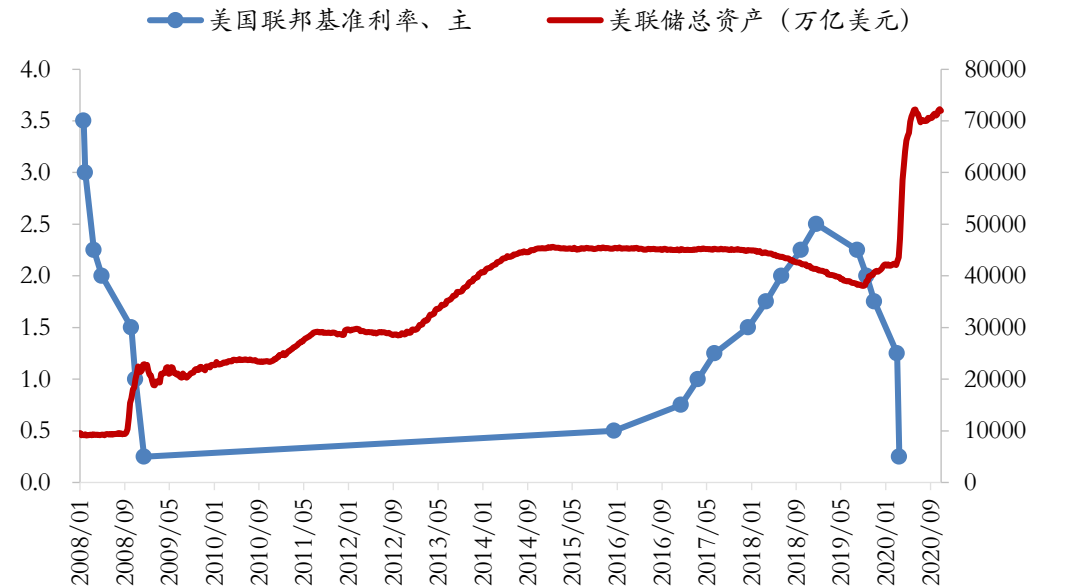
海外流动性不具备进一步宽松的条件

- **美国就业形势不断好转，基准利率已至低位，量化宽松有放缓迹象，都显示出流动性再难进一步宽松。**
- **美国失业率大幅下行，就业形势将维持较长时间的趋势性好转。**失业率从2020年4月14.7%的高点后，持续好转，到9月已经下降到7.9%的水平，随着经济的不断走向复苏，就业形势将呈趋势性改善。
- **美联储基准利率已降至历史低位，缺乏进一步下行空间；量化宽松扩表速度出现放缓迹象。**一方面，美联储坚决抵制负利率情况发生，因此利率没有再下行空间；另一方面，量化宽松扩表的速度在5月份以后也明显放缓。

随经济复苏演进，失业率在持续下行



基准利率已至低位，扩表速度有放缓迹象



资料来源：Wind，华安证券研究所

国内政策向正常化回归，保持宏观杠杆率稳定

- **2021年货币政策整体将继续往“正常化”方向前进，保持“灵活适度、合理充裕”。**
- **一方面，**2020年上半年货币政策大宽松是为了应对疫情冲击经济的非正常操作，而国内疫情已经受控、难言反复，并且经济在持续稳步复苏进程，货币继续宽松的必要性降低。近期当局对2021年货币回归正常的预期引导有充分体现。
- **另一方面，**回归正常并不意味迅速显著收紧。2021年国际疫情、增长、中美经贸等领域形势存在较大的不确定性，货币政策也在相机抉择，短期内并不具备显著收紧的条件。

2019年底以来货币政策走向梳理，近期当局引导货币政策2021年正常化的预期充分

时间	相关事件	货币政策的主要表述
2020/10/21	刘鹤副总理 参加金融街论坛	坚持稳健的货币政策**灵活适度**。在国际经济金融形势不稳的当下，**货币政策坚持基本稳定、灵活适度，对于稳定市场预期、应对各种可能的新变化，具有定海神针的作用。有的经济体在短时间内大量释放流动性，其潜在的外溢风险不可低估，我们要留有余地、做到可进可退。**货币政策稳定、灵活适度是为了保障**“理性的流动性”**。
2020/10/21	易纲行长 参加金融论坛	货币政策需**把好货币供应总闸门**，适当平滑宏观杠杆率波动，**使之在长期维持在一个合理的轨道上**。 保持**货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。**
2020/10/10	易行长刊文	坚决不搞“大水漫灌”,成功经济体必须保持币值稳定，**尽可能长时间实施正常货币政策**，促进居民储蓄和收入合理增长。
2020/07/30	中央政治局会议	货币政策要**更加灵活适度、精准导向**，要**保持货币供应量和社会融资规模合理增长**。
2020/07/21	企业家座谈会	习总书记表示：实施好更加积极有为的财政政策、**更加稳健灵活的货币政策**。
2020/06/18	刘鹤副总理参加陆家嘴论坛	稳健的货币政策更加灵活适度。从经济发展实际出发，加强逆周期调节，坚持**总量政策适度**，保持流动性合理充裕。
2020/05/22	两会政府工作报告	稳健的货币政策要**更加灵活适度**，综合运用**降准降息、再贷款**等手段，引导**广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。**
2020/04/17	中央政治局会议	稳健的货币政策要**更加灵活适度**，运用**降准、降息、再贷款**等手段，保持流动性合理充裕。
2020/03/27	中央政治局会议	稳健的货币政策要**更加灵活适度**，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。
2020/02/21	中央政治局会议	稳健的货币政策要**更加灵活适度。**
2019/12/12	中央经济工作会议	稳健的货币政策要**灵活适度**，保持流动性合理充裕，**货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。**

资料来源：会议公报，财联社，华安证券研究所

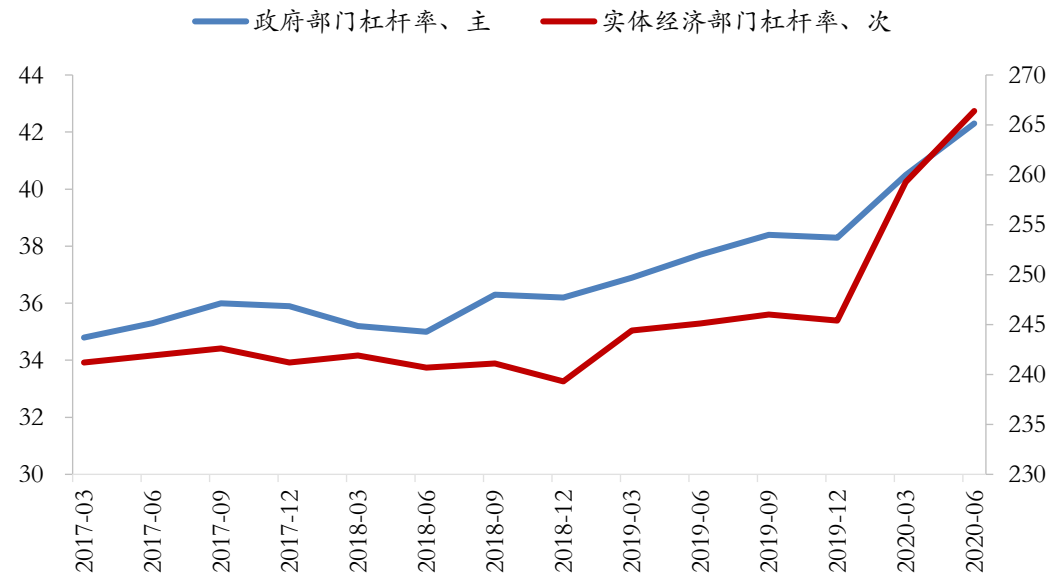
国内政策向正常化回归，保持宏观杠杆率稳定

- **非常状态下的杠杆率快速提升难以在回归正常状态后继续维持。**
- **疫情影响，2020年宏观杠杆率出现快速上升。**其中政府部门和企业部门上升较快，前者上半年上升了4个百分点，后者上升了21个百分点。
- **在防范重大风险和经济高质量发展的大背景下，宏观杠杆率缺乏快速上升的条件。**此外，地方政府债务问题等因素也制约杠杆率进一步快速上行。杠杆率成为2021年货币政策回归正常化的重要考量。

2021年宏观杠杆率缺乏继续大幅提升的环境基础

时间	相关事件	宏观杠杆率讨论
2020/10/21	易纲行长 参加金融街论坛	• 明年GDP增速回升后，**宏观杠杆率将会更稳一些。** • 货币政策需把好货币供应总闸门，**适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。**
2020/10/14	阮健弘 接受新华社采访	• 今年受疫情影响，宏观杠杆率会出现阶段性上升，应当允许宏观杠杆率阶段性上升。 • 二季度中国GDP增长已经实现了正增长，我们预计三季度GDP增速会进一步提升，这也为**未来更好保持合理的宏观杠杆率水平**创造了条件。

2020年3月以来宏观杠杆率再现快速提升



资料来源：Wind，财联社，华安证券研究所

预计2021年M2同比增速将回落至9.5%左右

- **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。**
- **货币与社融信贷供给水平整体与货币政策基调一致。**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”。
- **预计2021年全年的货币供给M2增速将会回到9.5%左右。**类似表述的2018、2019年，全年M2增速略小于当年实际GDP增速加CPI增速。

M2逐渐收回持续高速增长预期

时间	重要会议	M2政府预期目标及近期表述变化
2020/10/21	金融街论坛	• 易行长表示：**货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。**
2020/07/30	中央政治局会议	• **保持货币供应量和社会融资规模合理增长。**
2020/05/22	政府工作报告	• **广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。**
2019/12/12	中央经济工作会议	• **保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。**
2019年	政府工作报告	• **广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，**以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。
2018年	政府工作报告	• **管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长。**
2017年及以前	政府工作报告	• 全国两会政府工作报告中都会**给出明确的当年货币供给M2和社融信贷的政府预期目标。**便于市场进行量化感受。

“合理增长”预期下，明年全年M2在9.5%增速

时间	M2年增速	GDP年增速	CPI年增速	GDP+CPI与M2的误差
2021E	9-9.5%	8-9%	1.5-2.0%	0.6%左右
2019A	8.37%	6.11%	2.9%	0.64%
2018A	8.27%	6.75%	2.1%	0.58%

资料来源：Wind，公告全文，华安证券研究所

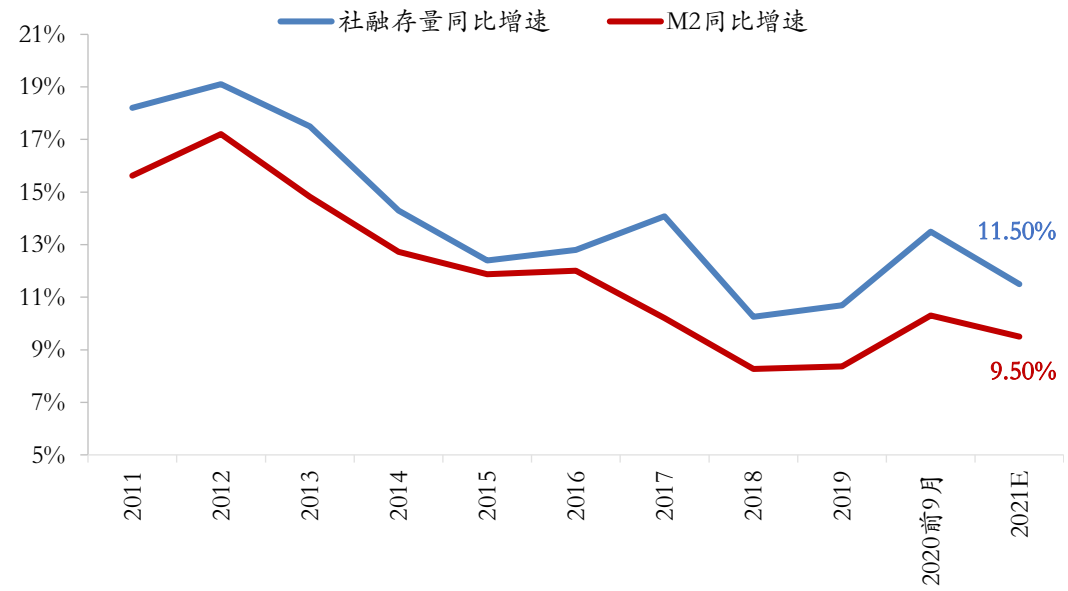
预计2021年社融存量同比增速将回落至11.5%左右

- **货币回归正常化，财政政策逐步退出非常规刺激政策，2021年社融存量增速将回落。**
- 2020年社融存量同比增速从年初的不足11%快速升涨到9月份的13.5%，主要驱动力来源于：大举扩张的非常规财政政策和货币宽松低利率环境下企业债发行大增。
- **2021年较难具备今年如此宽信用的条件。**原因在于上述两个条件都较难具备，一是疫情过后在杠杆率难以快速上行的背景下，财政政策难以维持如此非常规操作；二是大规模高增速的企业债发行需要货币宽松环境流动性支持。

财政政策大举扩张是今年社融高增的重要因素

年份	两会工作报告			实际发行规模
	政府债项目	预算规模	规模合计	
2019年	政府一般债	约2.76万亿	4.91万亿	4.72万亿
	地方政府专项债	2.15万亿		
2020年	政府一般债	约3.75万亿	8.50万亿	//
	地方政府专项债	3.75万亿		
	抗疫特别国债	1万亿		

社融存量增速与M2增速相差2%左右



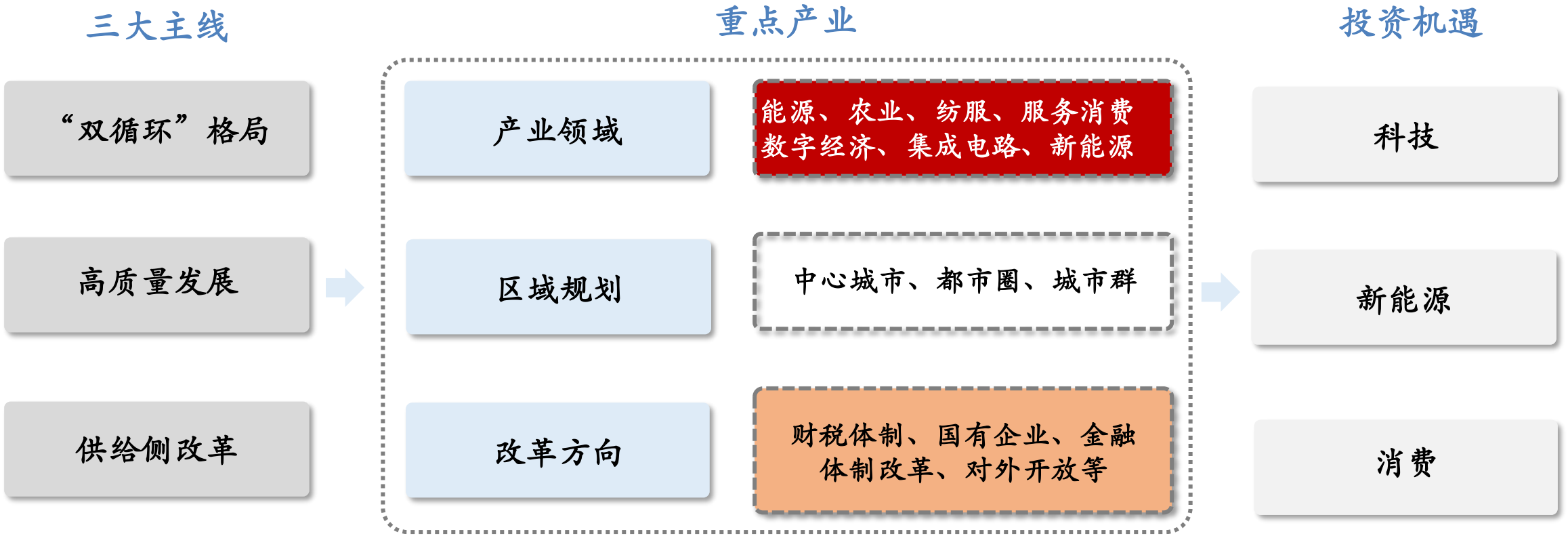
资料来源：Wind，华安证券研究所

目录

1 引擎提档，制造消费齐舞
2 政策回归，稳定灵活理性
3 五年规划，主线蕴含良机
4 博古鉴今，2010变中育机
5 乘势待时，创新消费长兴

“十四五”展望：百年新起点，循环新机遇

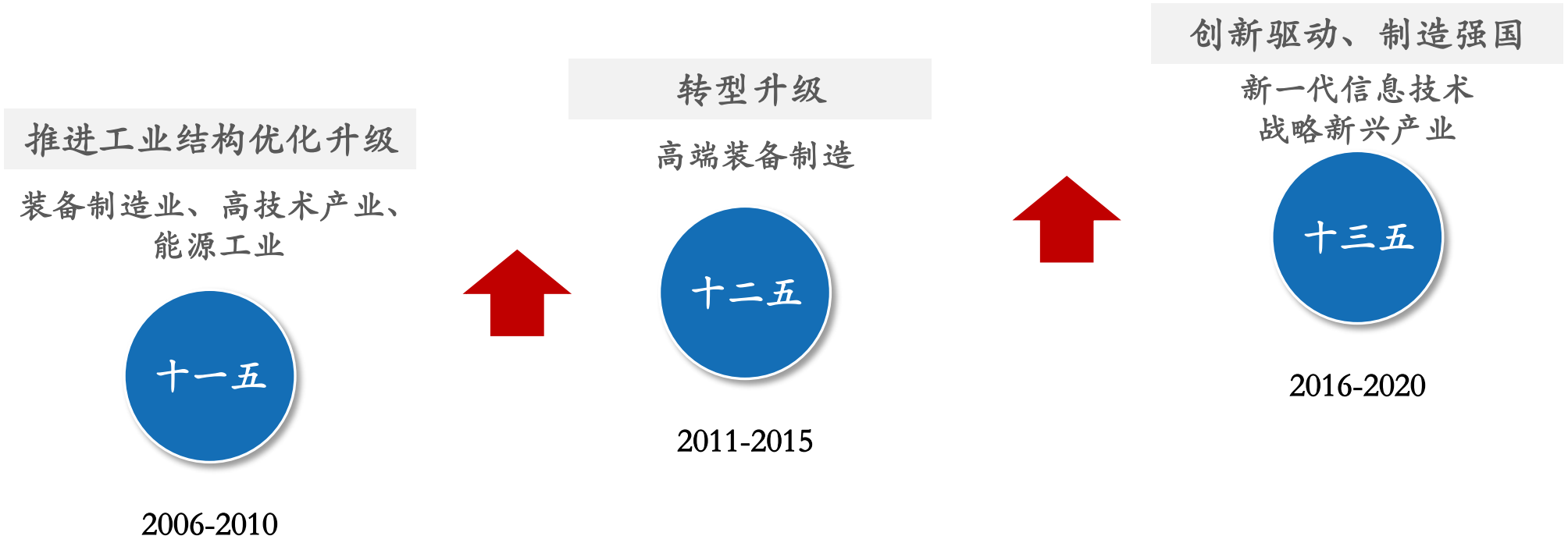
- **三大主线：**“双循环”、高质量发展、供给侧结构性改革将贯穿未来5年甚至15年始终。在“双循环”的大格局下，通过供给侧改革的方式，实现全方位的高质量发展。
- **与二级市场的关联：**主导产业的延续与更新。“十四五”有望沿着近三个五年规划以来逐渐聚焦、清晰、成熟的主导产业，实现实质性跃迁。



资料来源：华安证券研究所整理

五年规划产业主线演绎：从传统到新兴

- **历届五年规划产业主线特征：**
- 从十一五到十三五，从传统到新兴，通过**产业升级**和**创新驱动**的演进路径越来越清晰。
- **十三五：新一代信息技术（提到最多），创新驱动，制造强国，战略新兴产业。**
- **十二五：高端装备制造（提到最多），转型升级。**
- **十一五：装备制造业、高技术产业、能源工业，推进工业结构优化升级。**



资料来源：华安证券研究所整理

五年规划产业主线演绎：新兴产业的聚焦与成熟

十一五规划（2006-2010）	十二五规划（2011-2015）	十三五规划（2016-2020）
①电子信息制造业 集成电路、软件、新型元器件、无线通信、光电子、新一代网络、先进计算	**①高端装备制造** 装备制造行业、船舶行业、汽车行业、冶金、石化、电子信息、航空装备、卫星及应用、轨道交通、智能制造装备	**①新一代信息技术** 大数据、天地一体化信息网络、集成电路、人工智能、智能硬件、新型显示、5G、北斗导航、宽带移动通信、物联网应用推广、云计算、互联网+
②高端制造业 重大技术装备、汽车工业水平、船舶工业水平	**②新一代信息技术** 下一代互联网，物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件	**②智能制造、高端装备制造** 海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通、高端数控机床、机器人、现代农机装备、高性能医疗器械
③能源 优先发展火电、推进核电建设、油气并举、可再生能源	**③新能源** 可再生能源、节能环保核能、光伏、风电、太阳能、智能电网、生物智能	**③新能源、现代能源体系能源结构优化** 可再生能源、光伏、风电、生物质能、核电、氢能与燃料电池，智能电网、煤炭清洁高效利用、非常规油气
④航空航天 民用飞机、卫星应用	**④新能源汽车**	**④新能源汽车**
⑤新材料 高性能结构材料、纳米材料、复合材料、环保节能、稀土	**⑤新材料** 新型功能材料、先进结构材料、高性能纤维	**⑤新材料** 高端材料、石墨烯、超纳米
⑥生物育种 生物医药、生物农业、生物能源、生物制造	**⑥生物医药、生物育种** 生物医药、生物医学工程产品、生物农业、生物制造	**⑥航空航天** 航空航天装备
	⑦产业结构调整（传统产业企业兼并重组） 汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土、电子信息、医药	**⑦生物制药、生物育种** 生物育种、新型药物

资料来源：华安证券研究所整理

五年规划主线行业的行情演绎呈现三大特征

- **特征1：**五年规划发布前后的三个时间点（前一年两会、《建议》、《纲要》），规划中提到的主线行业几乎都有较为明显的表现，说明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。
- **特征2：**规划中的主线行业在五年规划的末期均有不俗表现，表明经过五年的规划发展，产业逐渐步入阶段性的收获期。
- **特征3：**从五年规划的整个周期来看，主线行业市场表现的持续性较好。

五年规划在A股市场的演绎呈现三大特征

	特征	代表情况
特征1	纲要发布前后的三个时间点规划主线行业均有表现	十三五：所有行业 十二五：所有行业 十一五：所有行业
特征2	五年规划末期， 多数主线行业超额收益明显	十三五：所有行业 十二五：几乎所有行业，除新能源 十一五：几乎所有行业，除能源
特征3	从五年全周期来看，主线行业持续性较好	十三五：几乎所有行业，除航空航天小幅跑输大盘 十二五：几乎所有行业，除高端装备、新能源跑输 十一五：所有行业

资料来源：华安证券研究所整理

特征1：纲要公布前后，规划主线行业有明显表现

- 当年两会纲要公布前后，重点关注三个时间节点：**①前一年两会；②《建议》发布；③当年两会《纲要》公布。**
- **“十三五”规划主线行业，在三个节点几乎均有显著表现，**说明五年规划中的政策引导对产业发展有显著的提振作用。
- **以信息技术产业为例，**因各产业相关规划已有大致发展方向，同时产业政策密集公布，因此表现为在前一年《建议》发布前已上涨一段时间。

“十三五”纲要发布前后，信息技术指数表现显著



“十三五”纲要发布前后，高端制造表现显著



资料来源：Wind，华安证券研究所

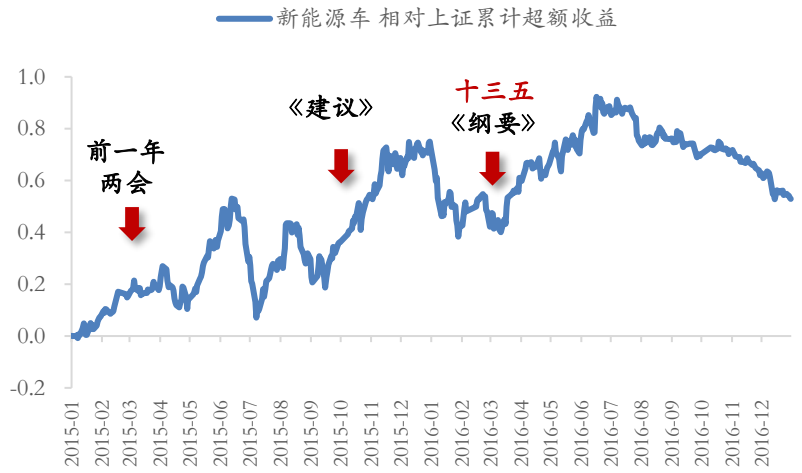
“十三五”纲要发布前后，主线行业表现显著

➢ “十三五” 对应节点分别是：2015年3月，2015年10月，2016年3月。

新材料



新能源车



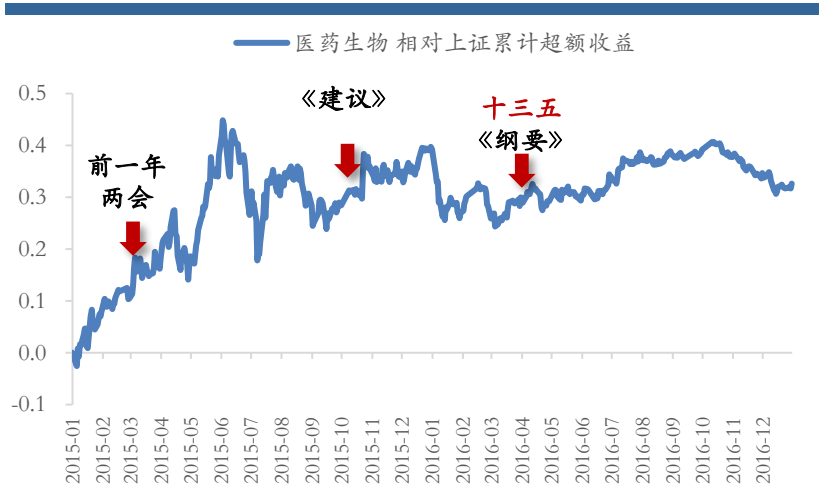
新能源



航空航天



生物制药



生物育种

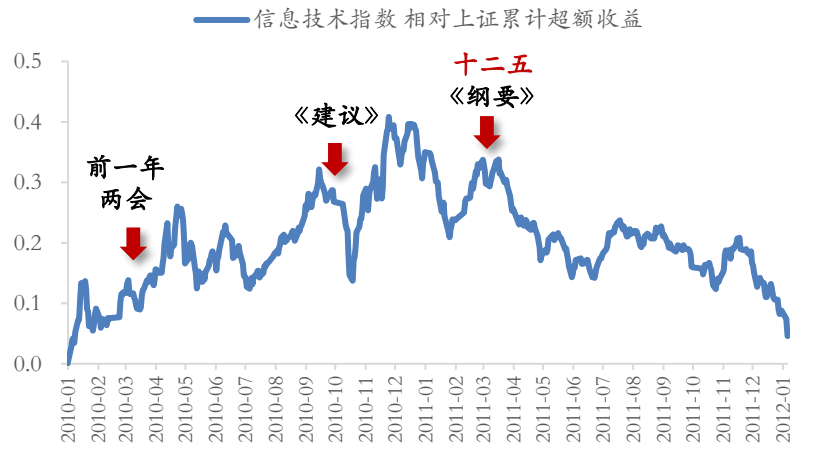


资料来源：Wind，华安证券研究所

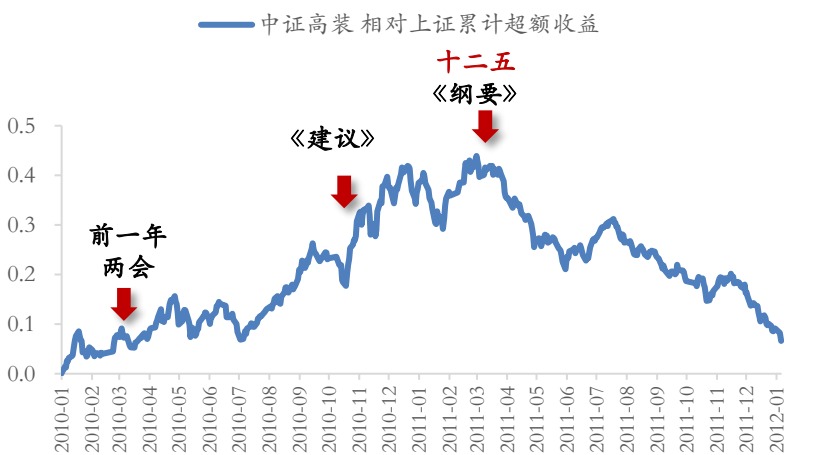
“十二五”纲要发布前后，主线行业表现显著

➢ “十二五” 对应节点分别是：2010年3月，2010年10月，2011年3月。

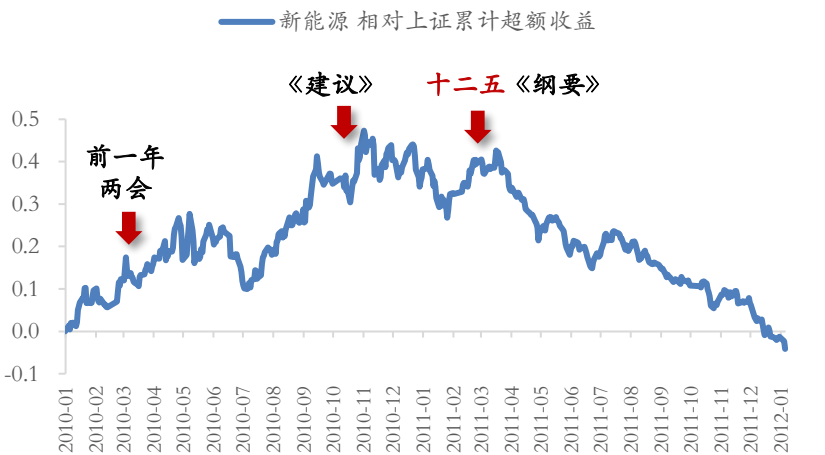
新一代信息技术



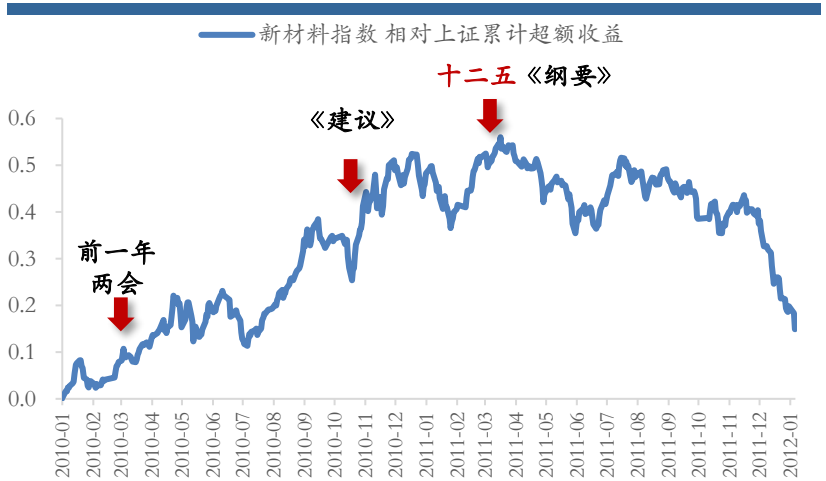
高端装备



新能源



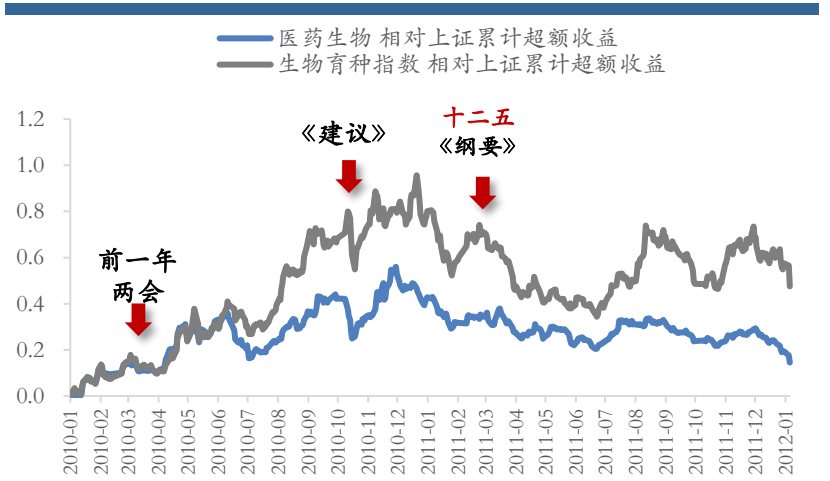
新材料



新能源车



生物育种、生物制药

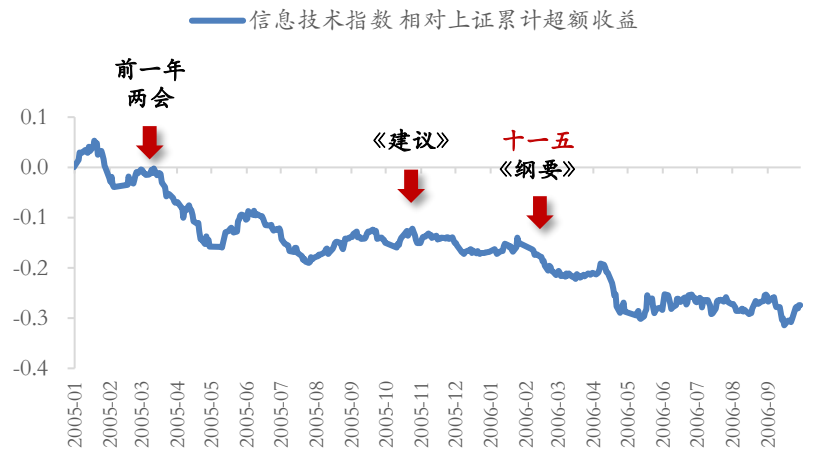


资料来源：Wind，华安证券研究所

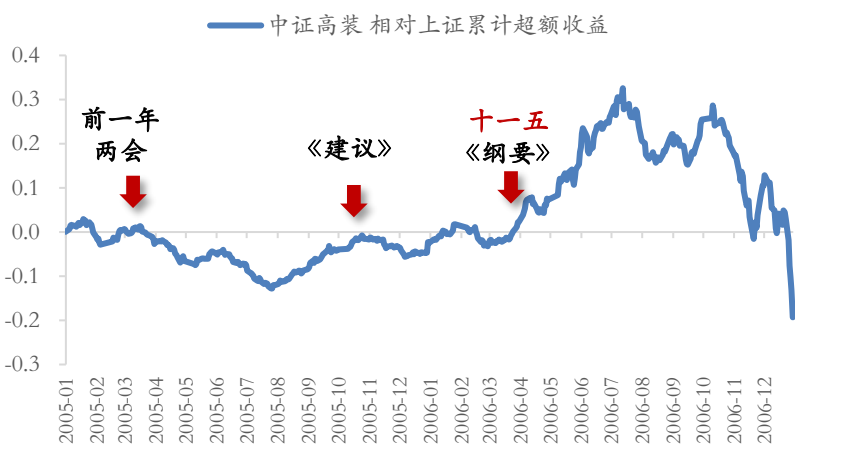
“十一五”纲要发布前后，主线行业表现显著

- “十一五”对应节点分别是：2005年3月，2005年10月，2006年3月。

新一代信息技术



高端装备



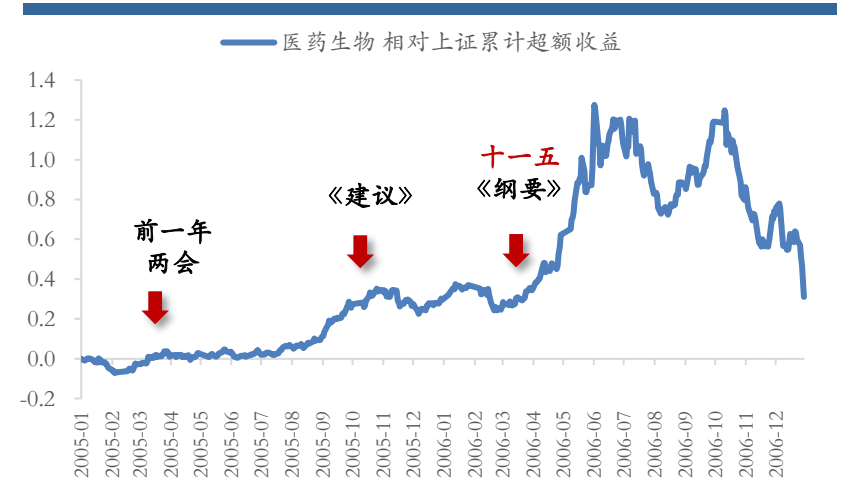
能源



航空航天



生物制药



- 产业主线中，新材料、生物育种概念指数“十一五”还未发布。

资料来源：Wind，华安证券研究所

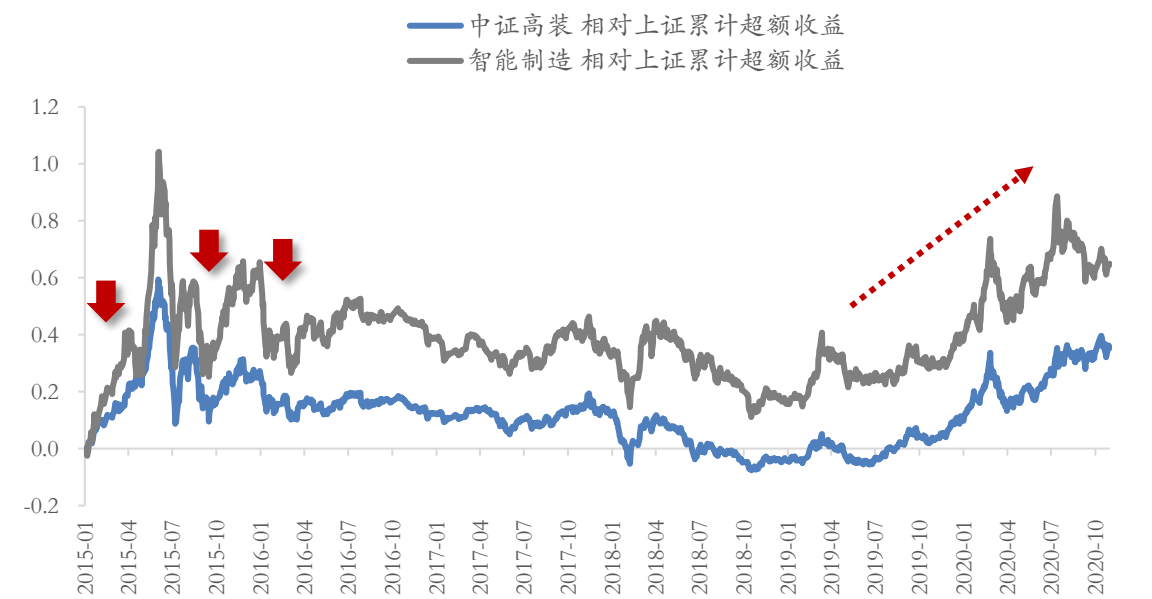
特征2：五年规划末期，“十三五”主线行业表现不俗

- **“十三五”末期，主线行业均有不俗表现。**
- **表明经过五年的规划发展，产业逐渐步入阶段性的收获期。**
- **基准选择创业板。**2017年以来，A股科技股明显跑赢大盘，信息技术属于科技范畴，因此选择成长指数更能表征主导行业的超额收益表现。从超额收益来看，尽管今年有所回落，但整体依然跑赢。

“十三五”规划末期，信息技术超额收益明显



“十三五”规划末期，高端制造超额收益明显



资料来源：Wind，华安证券研究所

“十三五”末期，主线行业表现不俗

新材料



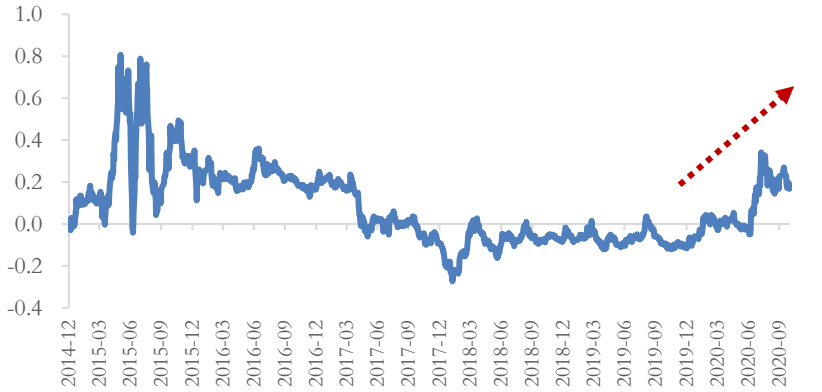
新能源车



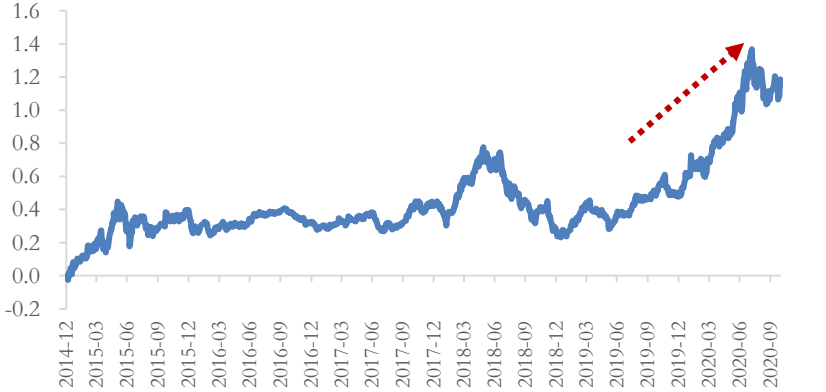
新能源



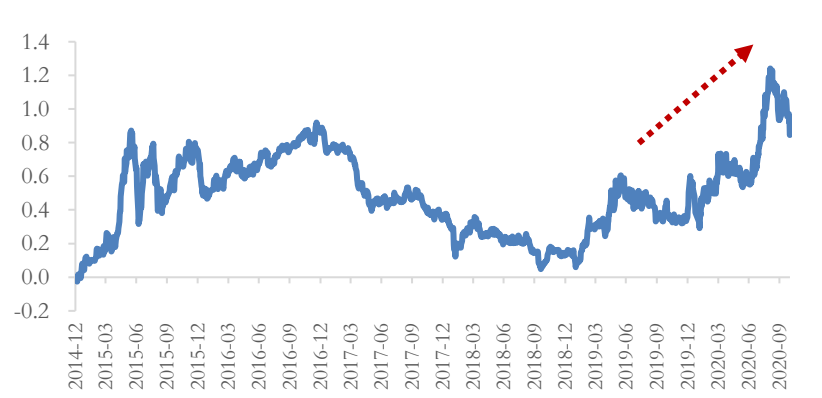
航空航天



生物制药



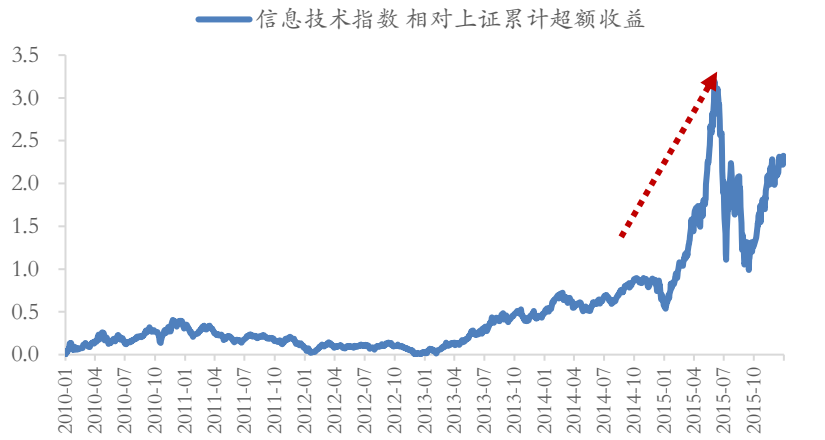
生物育种



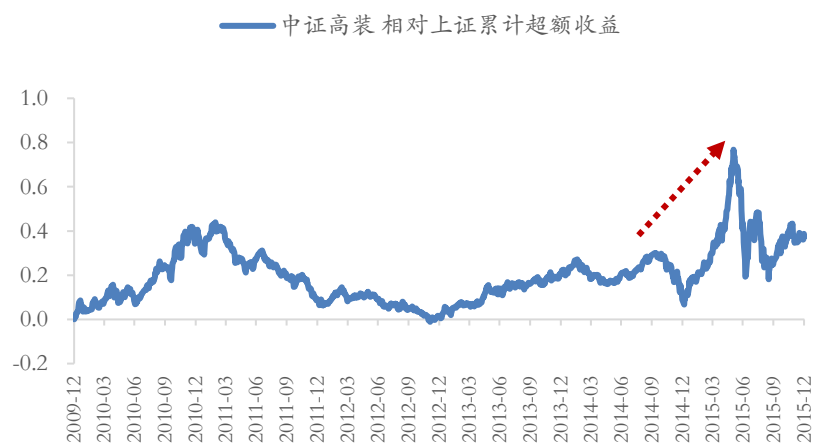
资料来源：Wind，华安证券研究所

“十二五”末期，几乎所有主线行业表现不俗，除新能源

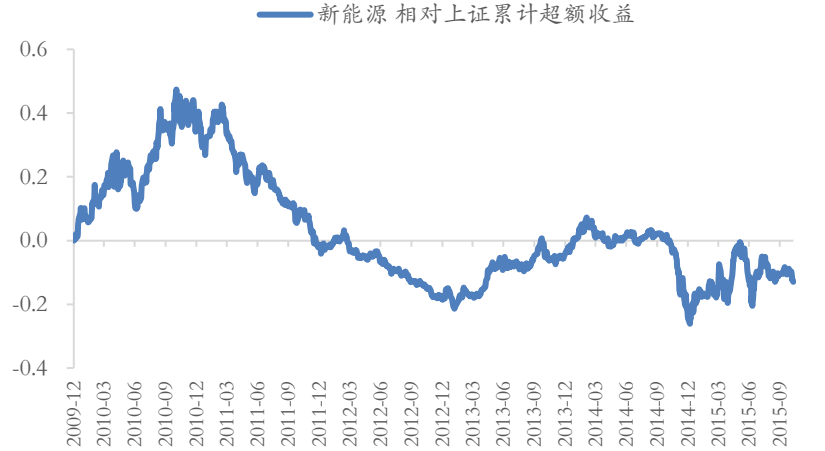
新一代信息技术



高端装备



新能源



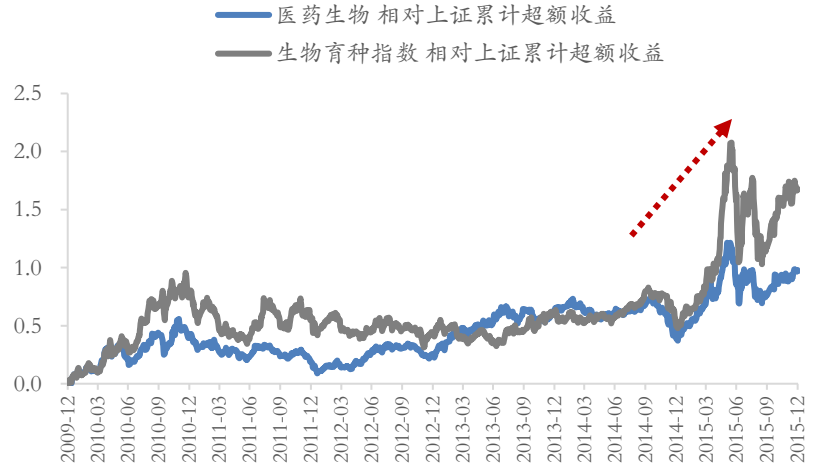
新材料



新能源车



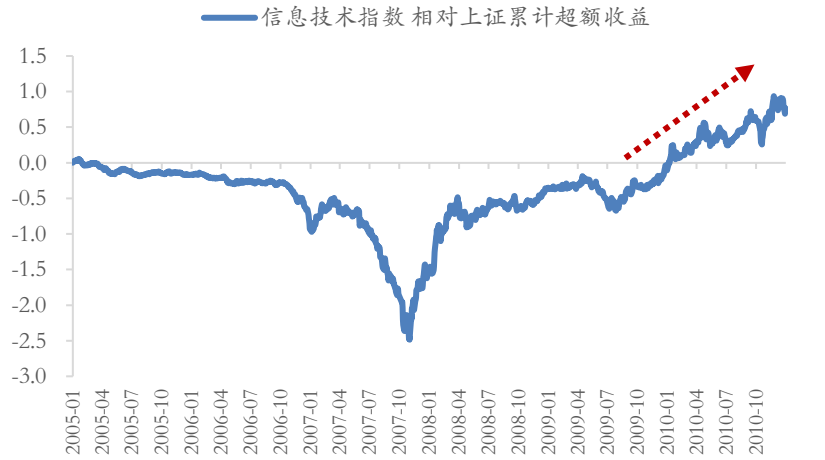
生物育种、生物制药



资料来源：Wind，华安证券研究所

“十一五”末期，几乎所有主线行业表现不俗，除能源

新一代信息技术



高端装备



能源



航空航天



生物制药



- 产业主线中，新材料、生物育种概念指数“十一五”还未发布。

资料来源：Wind，华安证券研究所

特征3：长期看，五年规划的主线行业持续性较好

- **从历届规划的长周期看，主线行业持续性较好。**
- **表明在五年周期内，相关产业受益于扶持力度，发展速度较快，并在A股市场上有一定反映。**
- 十三五期间（2016年3月至2020年10月）：信息技术指数、新能源指数，分别相对上证获得31%和68%的超额收益。
- 十二五期间（2011年3月至2015年12月）：信息技术指数五年超额收益近150%，新材料超130%。
- 十一五期间（2006年3月至2010年12月）：信息技术指数五年超额收益近152%，高端装备制造超300%。

“十三五”主线行业超额收益明显

相关指数	“十三五”超额收益
信息技术指数	31.3%
智能制造	27.1%
高端装备制造	23.4%
新能源	46.7%
新能源车	27.3%
新材料	9.0%
航空航天	-4.7%
医药生物	77.7%
生物育种	16.0%

“十二五”主线行业超额收益明显

相关指数	“十二五”超额收益
信息技术指数	149.7%
高端装备制造	-12.2%
新能源	-43.0%
新能源车	37.4%
新材料	130.8%
生物育种	44.7%
医药生物	51.0%

“十一五”主线行业超额收益明显

相关指数	“十一五”超额收益
信息技术指数	152.5%
高端装备制造	303.7%
能源	100.6%
航空航天	230.6%
生物制药	473.7%

注：超额收益基准指数为上证综指

资料来源：Wind，华安证券研究所

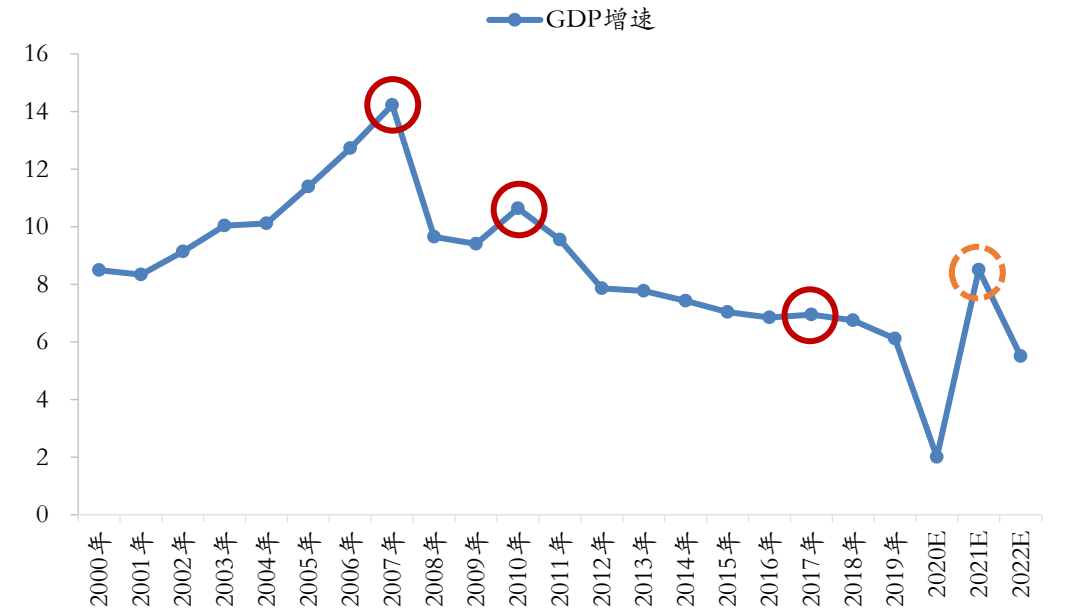
目录

1 引擎提档，制造消费齐舞
2 政策回归，稳定灵活理性
3 五年规划，主线蕴含良机
4 博古鉴今，2010变中育机
5 乘势待时，创新消费长兴

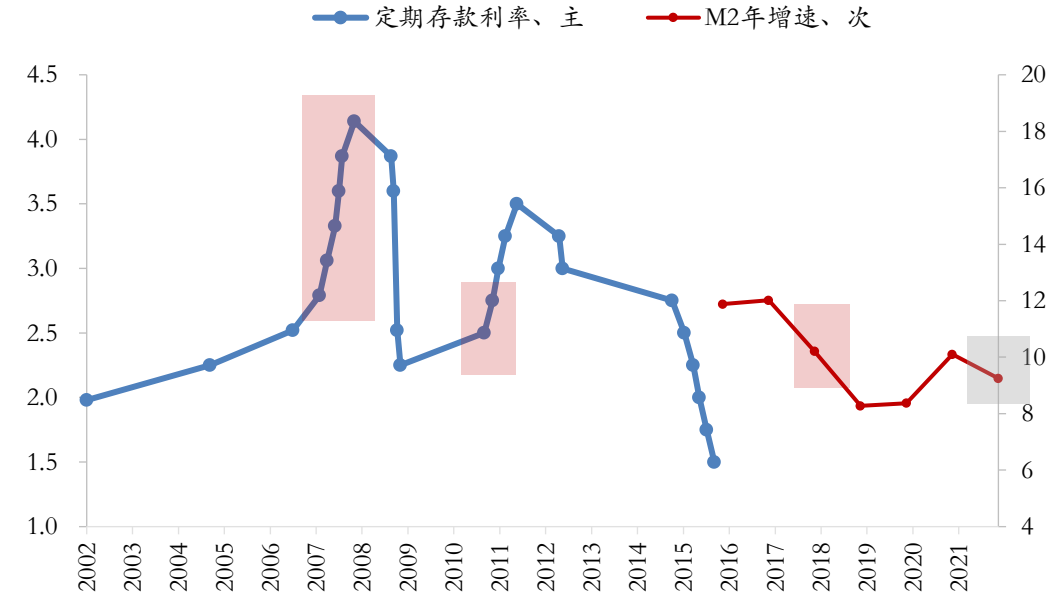
复盘：博古鉴今，从历史中寻觅方向

- **2021年的宏观环境：经济迎来阶段顶 & 货币政策回归正常化，形似2007、2010、2017年。**
- **2021年经济增长将迎来未来很长一段时间内的阶段性高点。**2020年GDP增速在2%左右，2021年全年经济增长将冲高至9%左右，2022年开始经济恢复到潜在增长水平，此后预计缓慢下行。因此2021年的GDP增速有望成为未来很长一段时间内的阶段性高点，这是2021年最重要的宏观基本面。
- **货币政策也将逐步走向正常化。**在经济阶段顶类似2007、2010、2017的年份，货币政策也有所收紧。

2021年经济增长将出现类似2007、2010、2017阶段顶



过去三次阶段顶均处于货币政策收紧的过程

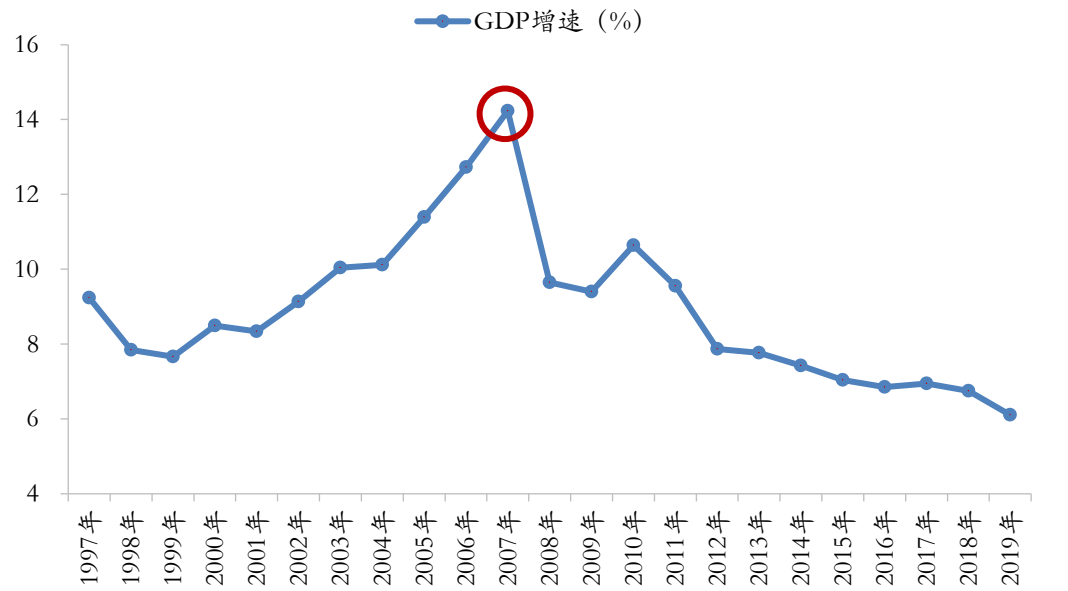


资料来源：Wind，华安证券研究所

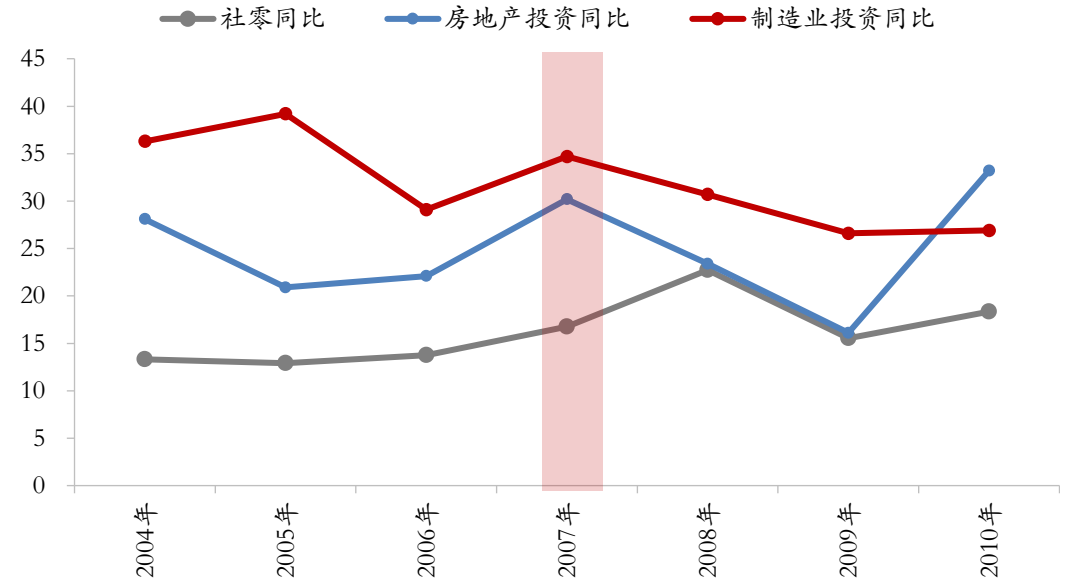
经典案例之2007年：经济—繁荣顶

- **2007年经济环境：持续繁荣的阶段性顶部。**在1998年的亚洲金融危机后，中国经济增长迎来了持续繁荣的黄金十年，在这期间经济增长连年上台阶，直到2007年在全球金融危机爆发前迎来了阶段性的顶部。
- **房地产、制造业和消费共同支撑起了2007年的经济大繁荣。**持续近十年的经济高增带动消费节节上行，2007年较上年增速提升了3.1个百分点；房地产投资较上年提升了8.1个百分点；制造业也较上年提升了5.6个百分点。出口增速小幅回落，基本持平。基建投资则是较上年出现了5.6个百分点的下滑。

2007年经济迎来持续繁荣后的阶段顶



房地产、制造业、消费支撑起2007年繁荣顶

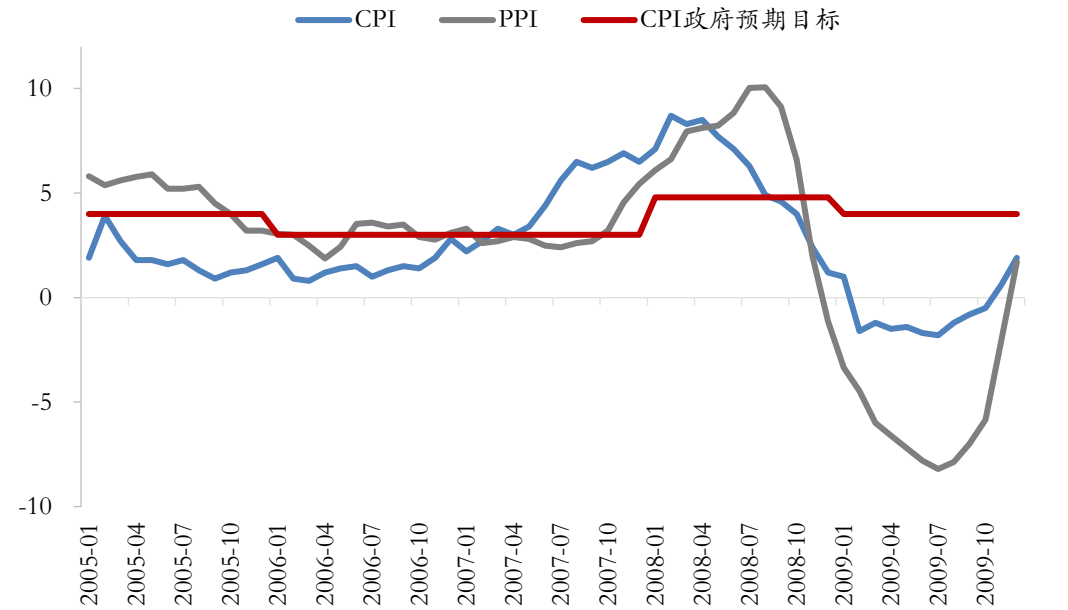


资料来源：Wind，华安证券研究所

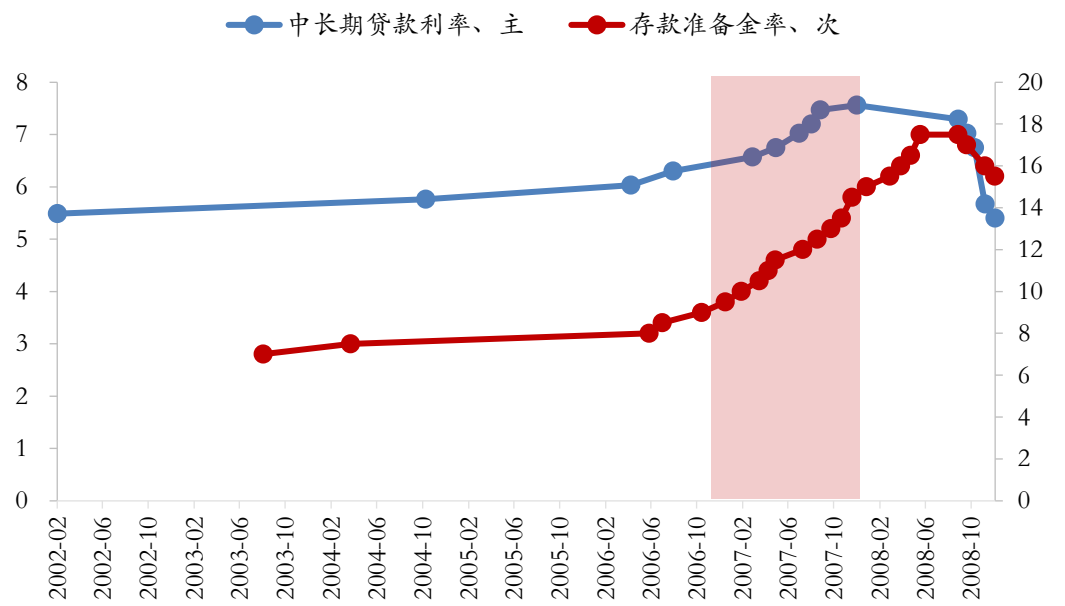
经典案例之2007年：流动性—通胀压力骤增，货币政策快速收紧

- **2007年货币政策和流动性环境：经济过热、通胀上行，货币快速收紧。**
- **猪油价齐涨，通胀很快上行并超过预期目标。**“蓝耳病”疫情导致猪肉价格飞涨，叠加国际油价2007年飙升带来生产端和生活端通胀输入压力，CPI加快上行，并在3月份就超过了政府预期目标，此后仍一路高歌猛进。
- **经济过热、通胀上行，货币政策采取了密集性的升准加息操作进行降温。**仅在2007年，央行就采取了10次调升准备金率共计5.5个百分点；6次调升存款利率共计1.62个百分点；6次调升贷款利率共计1.26个百分点。

通胀上行，很快超过了预期目标



2007年货币政策进行了密集性的升准加息

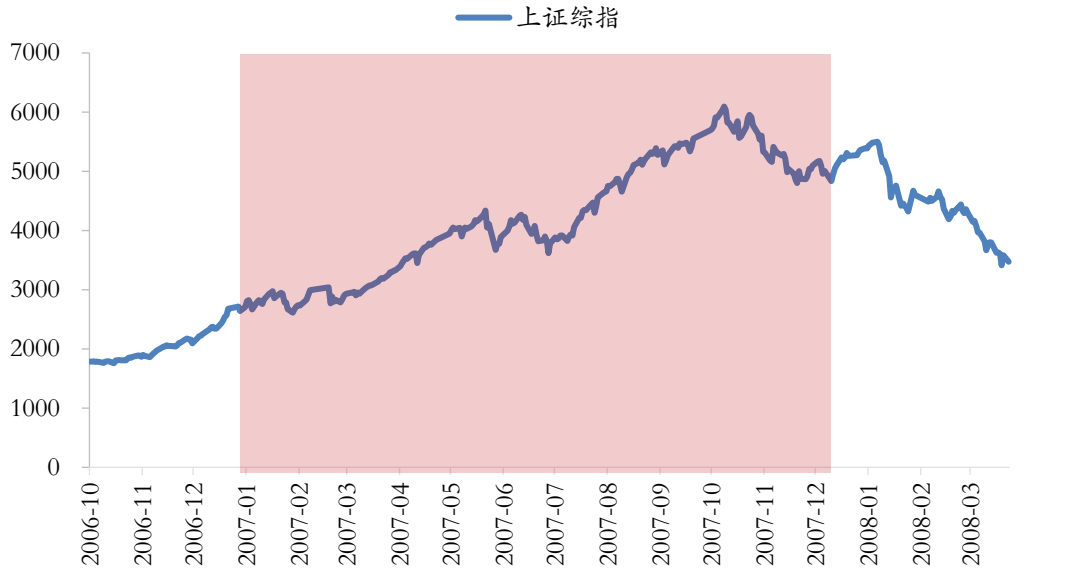


资料来源：Wind，华安证券研究所

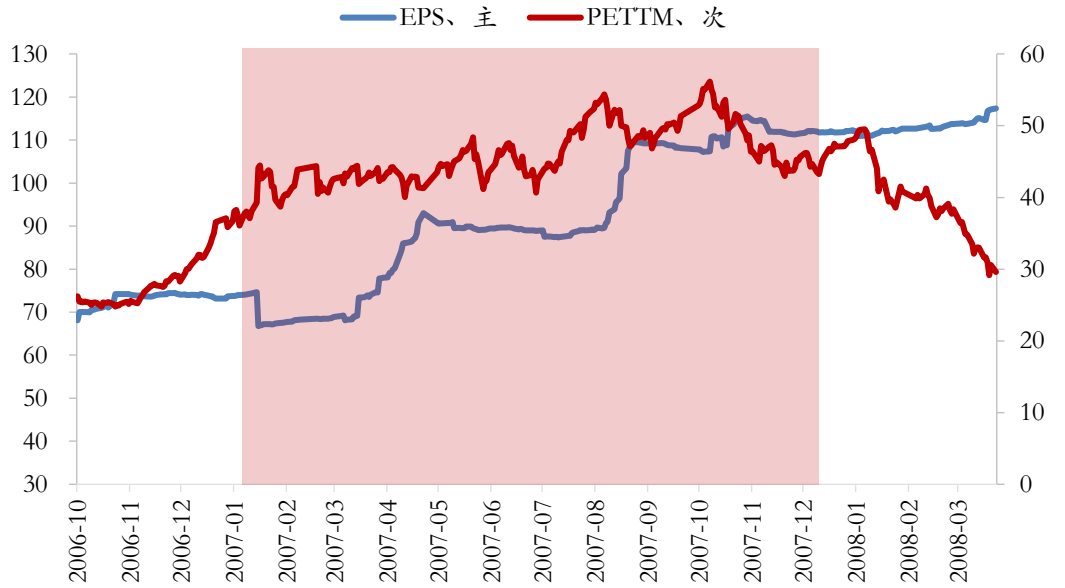
经典案例之2007年：驱动力—戴维斯双击，繁荣硬支撑

- **2007年市场爆发了一场“丰碑”式的大牛市，由戴维斯双击共同驱动，最重要核心是经济基本面硬支撑。**
- **经济火热使得EPS全年上涨了53%，提供了当年市场大涨的65%贡献。**2007年全年经济增速达到了14.23%，较2006年在已经连续两年高增的基础上，再次实现了1.51个百分点的边际改善，经济火热成为上涨最核心驱动力。
- **货币政策收紧背景下，经济基本面的强势仍然使得估值全年上涨了28%，提供了当年市场大涨的35%贡献。**尽管2007年货币政策进行了密集性的升准加息收紧操作，但2007年之前经济已经经历了近十年的连续上涨，基本面的强势还是使得估值飙升。

2007年市场没有因为货币收紧而下跌，反而牛市



戴维斯双击行情驱动2007年市场火爆



资料来源：Wind，华安证券研究所

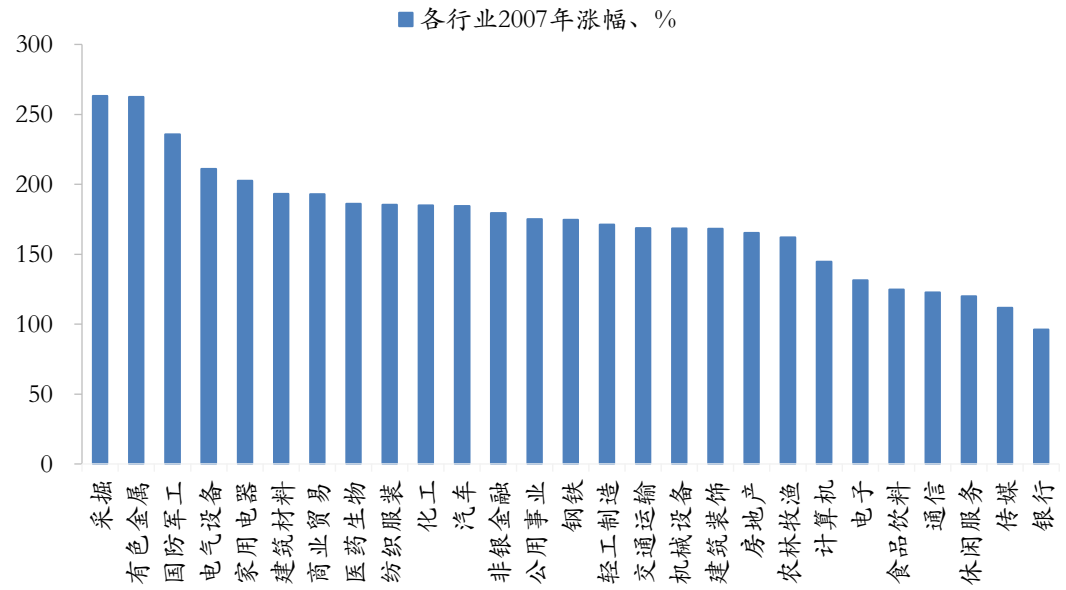
经典案例之2007年：行情主线—普涨，“煤飞色舞”、造船

- **大牛市普涨行情下，以“煤飞色舞”为代表的周期行情明显占优。**
- **经济繁荣周期环境下，行情普涨，但周期板块明显占优。**2007年全年上证指数上涨了96%。行情表现来看，普涨的特征明显，但对比而言，周期板块还是存在明显的占优，以全年210%的涨幅显著领先其他风格板块。
- **“煤飞色舞”与“军工造船”行情，耀眼全场。**在经济大繁荣的2007年，与煤炭和有色相关的大宗商品价格大幅上涨，由此带动了一轮吸人眼球的“煤飞色舞”行情。此外，2007年同样迎来了全球船运的最繁荣顶点，因此军工造船行业涨幅也领涨。

普涨行情，周期占优

涨幅排名	风格指数	2007年上涨幅度
1	**周期**(风格.中信)	210.43%
2	消费(风格.中信)	158.35%
3	稳定(风格.中信)	156.42%
4	成长(风格.中信)	147.33%
5	金融(风格.中信)	142.15%

煤炭、造船行情耀眼全场

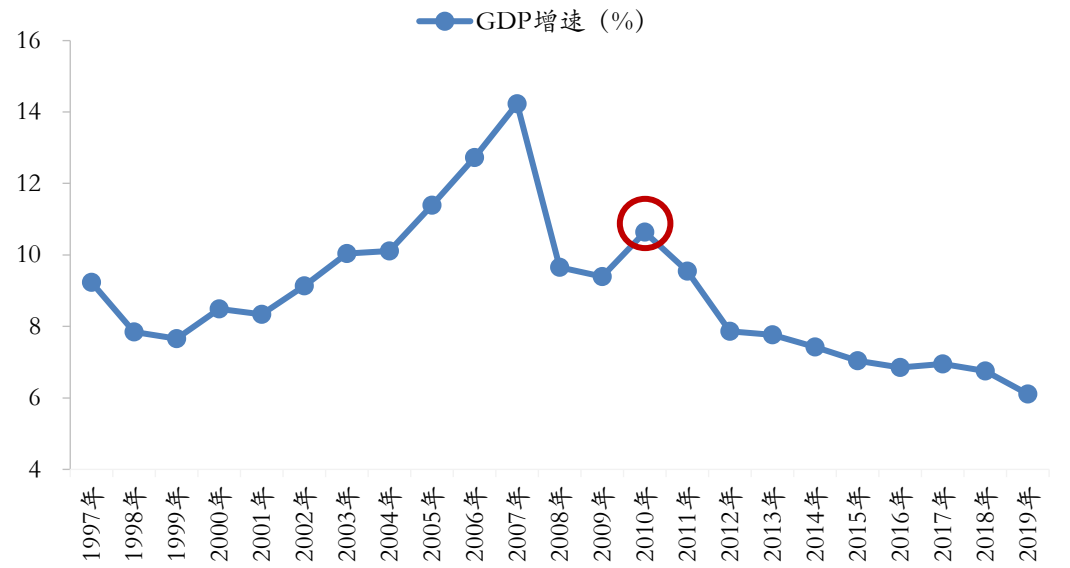


资料来源：Wind，华安证券研究所

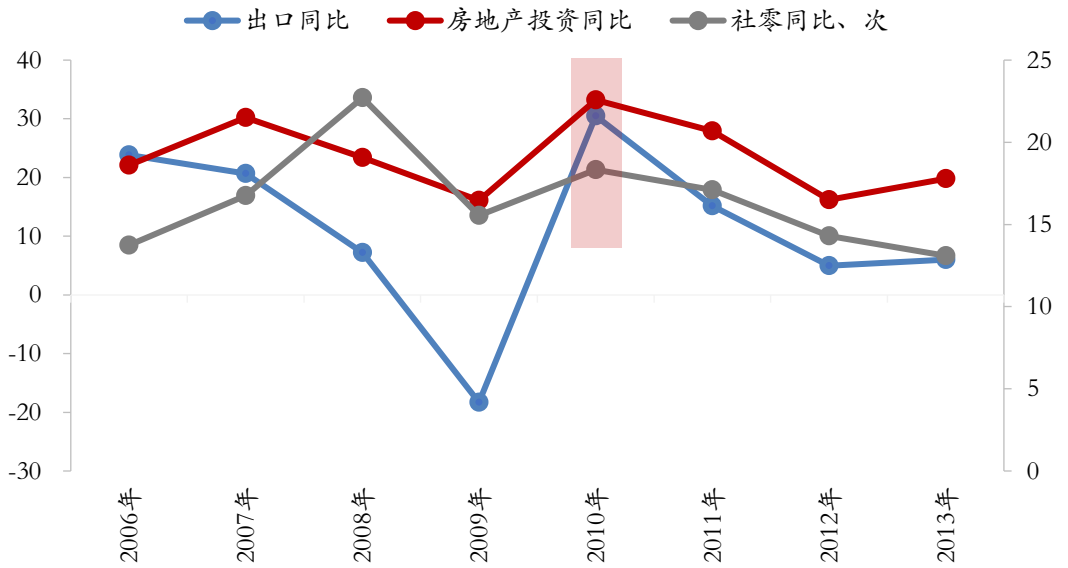
经典案例之2010年：经济—低基数经济顶

- **2010年经济环境：政策对冲非正常冲击后的经济阶段顶。**
- **低基数效应叠加政策刺激后的经济阶段顶。**2008、2009年在美国次贷危机和全球金融风暴非正常冲击影响下，中国经济增长出现快速大幅滑坡，在2009年四万亿等刺激措施下，经济逐步复苏并在2010年迎来阶段性顶部。
- **出口恢复、房地产投资大幅提升、消费上行成就了2010年的经济高增长。**出口同样在低基数效应下有巨大回升，较上年提升了49个百分点；房地产投资增速也大幅上行了17.1个百分点；消费小幅回升2.8个百分点。制造业投资持平；但基建投资出现了大幅下挫，增速下行达24个百分点。

2010年是低基数效应下政策刺激的经济阶段顶



出口和房地产成就2010年的经济高增

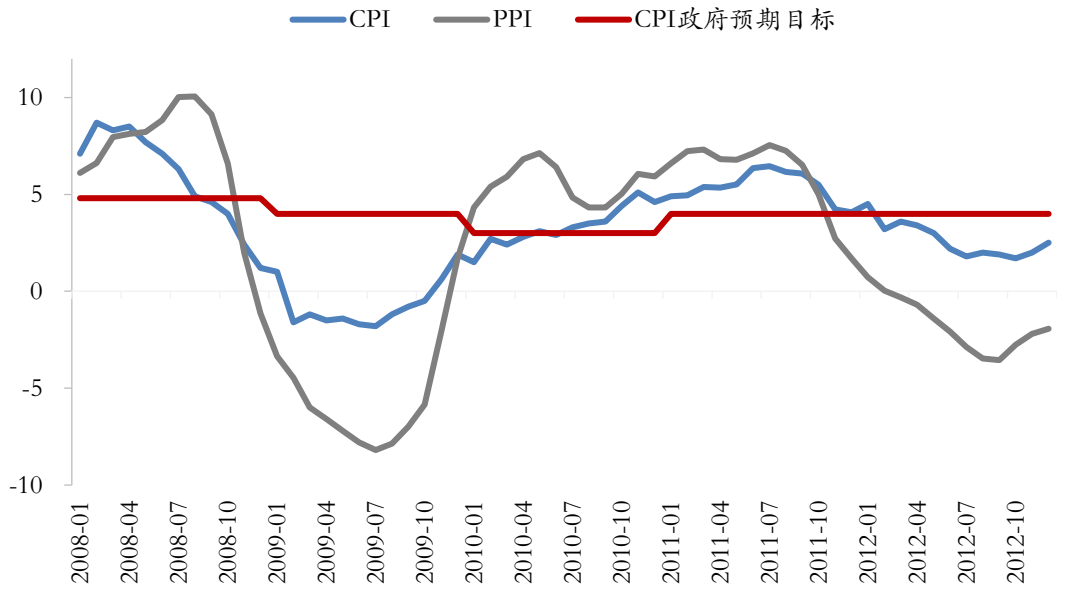


资料来源：Wind，华安证券研究所

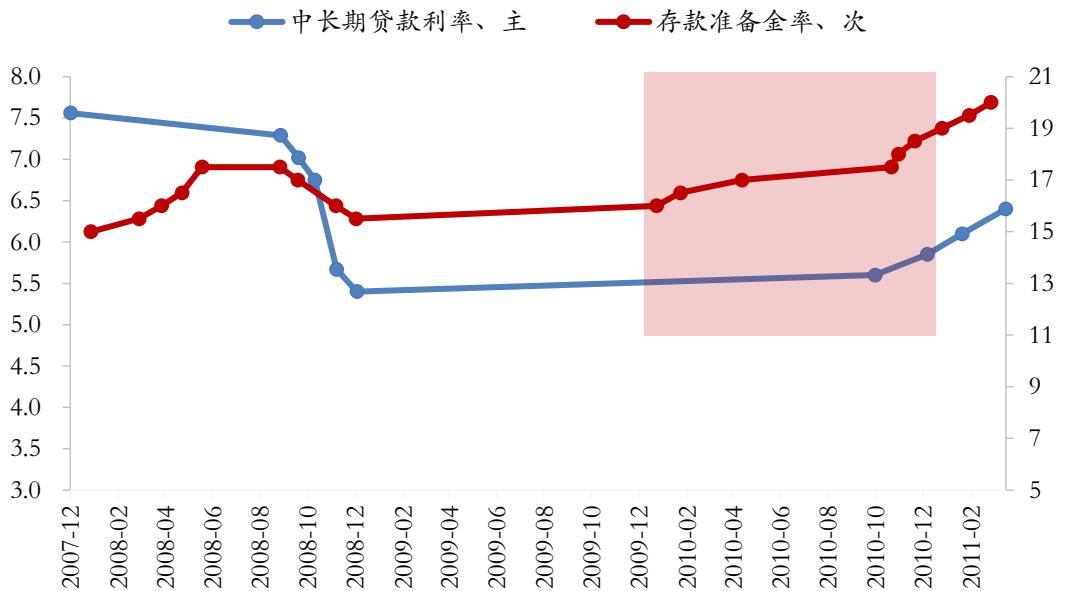
经典案例之2010年：流动性—通胀压力又现，货币收紧

- **2010年货币政策与流动性环境：防通胀，货币收紧。**
- **猪油共同推高物价水平，生产端价格大涨更是加码消费端通胀压力。**一方面，猪、油价格在2010年再次出现了较快速上涨，共同推高了物价水平；另一方面，4万亿基建刺激计划从生产端流入，大幅带高原材料价格，生产端的通胀压力向消费端传导。
- **通胀压力再现，货币政策采取升准加息措施。**在2010年，央行进行了6次调升准备金率共计3个百分点；2次调升存款利率共计0.5个百分点；2次调升贷款利率共计0.45个百分点。

CPI上行预期叠加生产端传导压力，升破预期目标



2010年货币政策进行升准加息

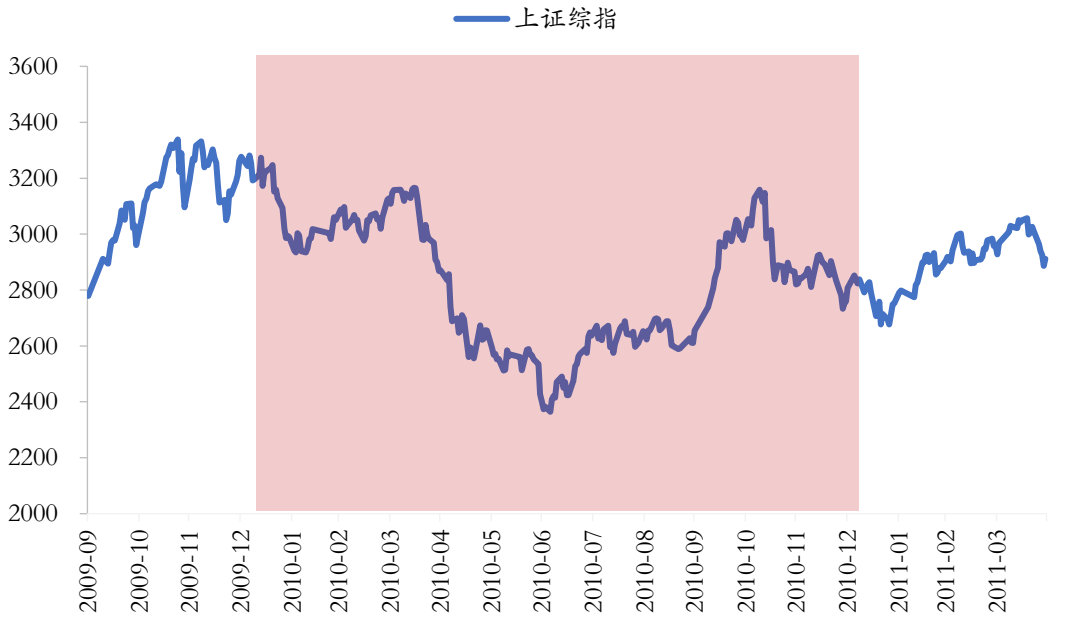


资料来源：Wind，华安证券研究所

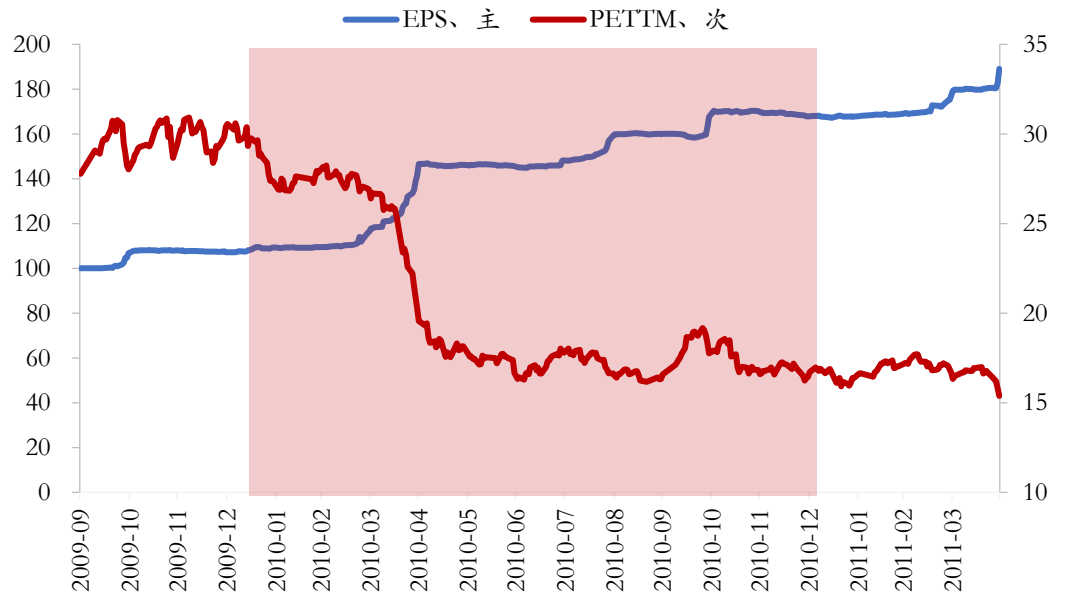
经典案例之2010年：驱动力—V后生机，基本面强势

- **2010年市场行情呈V型走势，危后生机，基本面上行支撑抵御估值下跌。**
- **V型左侧，基本面上行力度不抵估值回撤。**2010年上半年市场下跌了27.6%，全由估值导致，PETTM下跌了46%，EPS则是上涨了35.6%。估值回撤的原因主要包括：一是货币政策收紧；二是房地产迎来密集性严控措施；三是欧债危机导致全球股市暴跌传导等。
- **V型右侧，基本面上行支撑行情反转。**2010年下半年市场止跌反弹了17%，上涨在于基本面持续好转，EPS下半年继续上涨了15.5%，PETTM则小幅上涨了1.4%。估值下半年整体来看变化不大，但也有阶段性上涨的区间，主要在于两方面原因：一是上半年全面调控的政策年中有所缓和；二是9月底迎来全球货币量化宽松政策。

2010年全年市场V型反转，并未一跌到底



基本面支撑抵御估值下跌



资料来源：Wind，华安证券研究所

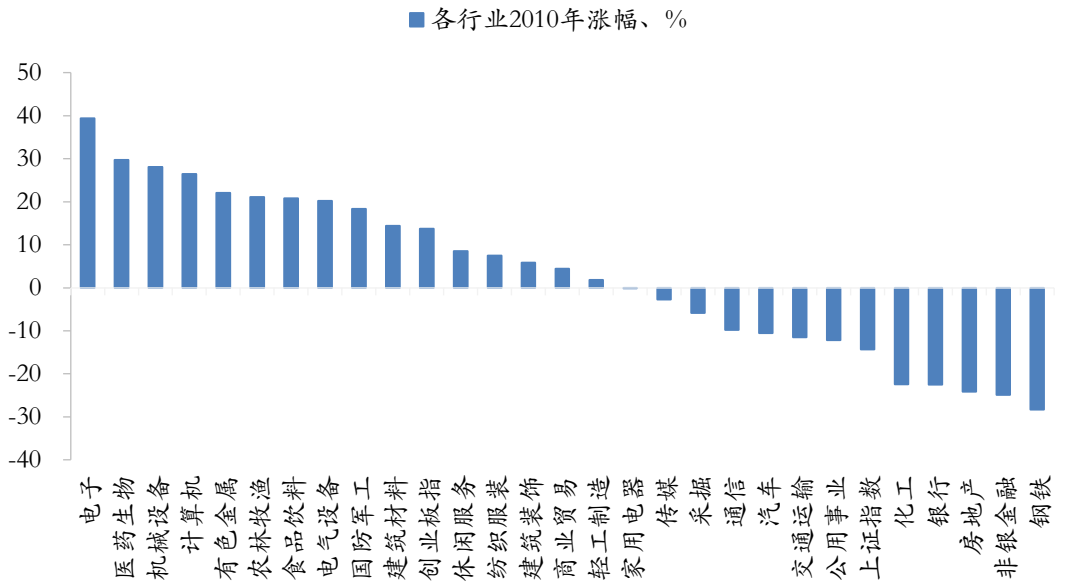
经典案例之2010年：三条行情主线

- **2010年行情呈现三条主线：贯穿全年的成长科技行情和以喝酒吃药为代表的消费行情以及下半年的周期行情。**
- **贯穿全年的成长科技行情。**上半年跌得最少，下半年涨的最多，全年涨幅第一，远优于其他板块。
- **喝酒吃药行情。**上半年跌得最少，下半年迎来大涨，全年涨幅第二。
- **周期行情在下半年有所演绎。**周期风格在下半年以40.8%的涨幅居第二，下半年出现一轮显眼行情。

成长消费的全年主线和周期的下半年机会

涨幅排名	风格指数	2010年上涨幅度	上半年跌幅	下半年涨幅
1	成长(风格)	24.94	-15.43	45.2
2	消费(风格)	15.02	-15.33	33.25
3	周期(风格)	2.54	-28.38	40.82
4	稳定(风格)	-13.33	-22.40	10.79
5	金融(风格)	-25.93	-30.35	5.67

大金融板块全年受抑制，跌幅最大

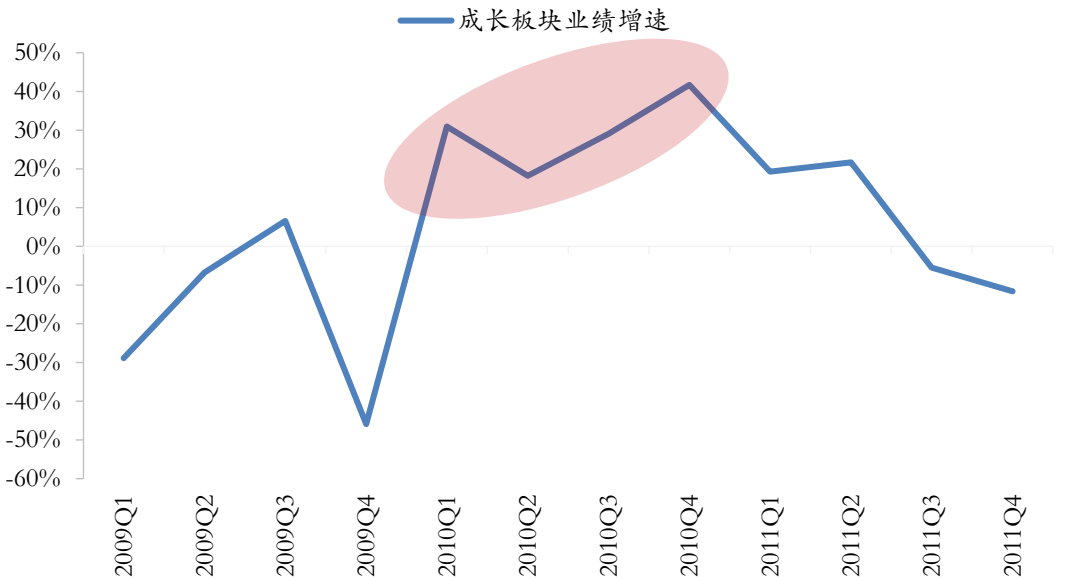


资料来源：Wind，华安证券研究所

经典案例之2010年：行情主线1—成长科技

- **贯穿全年的成长科技行情：改善的业绩 & 持续的催化。**
- **2010年成长科技板块的业绩大幅改善并维持在高速增长平台。**整个2010年成长科技板块的归母净利润增速高达30.7%，较上年的-24.7%，改善尤为显著。
- **科技创新产业周期启动，催化剂层不穷。**包括七大战略性新兴产业，纳入“十二五”规划，iPhone4手机进入中国并引发智能手机购买狂潮，科技互联网浪潮开启等。

2010年成长科技板块业绩改善并维持高增



2010年成长科技行情催化剂不断

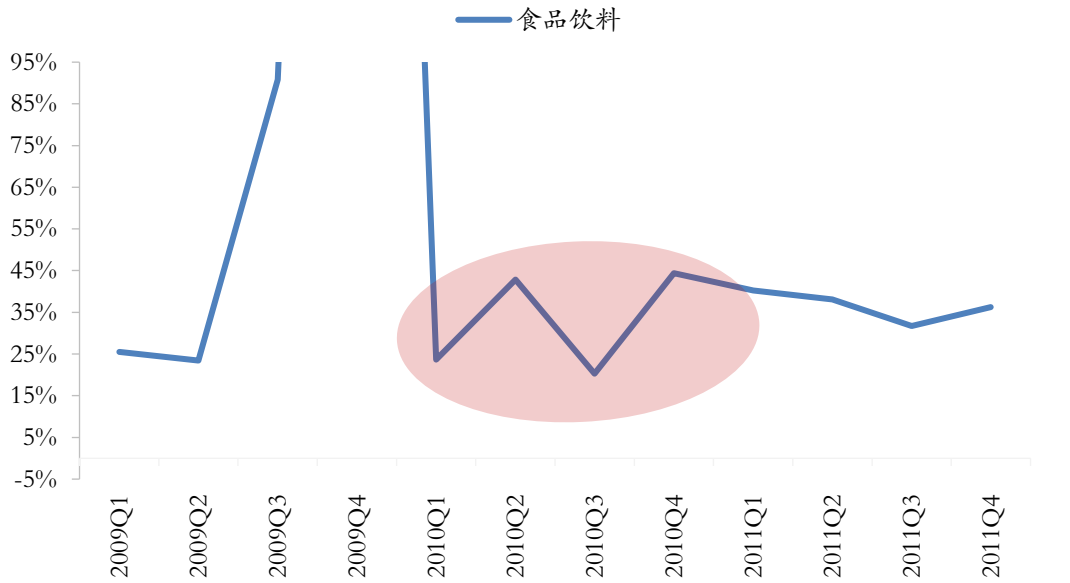
序号	成长风格催化剂等事件
1	2009年11月3日，温总理发表《让科技引领中国可持续发展》讲话，提出七大战略性新兴产业
2	2010年9月国常会通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，并随后写入“十二五“规划
3	iPhone4进入中国带领进入智能手机时代，从此手机出货量激增
4	3G应用启动，科技产业周期开启，移动互联网浪潮开始

资料来源：Wind，华安证券研究所

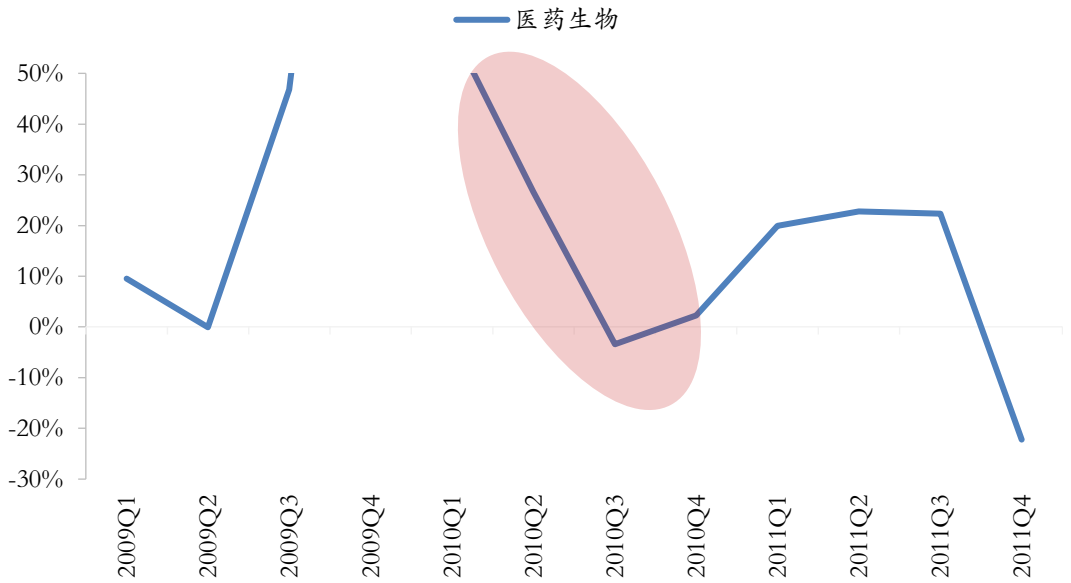
经典案例之2010年：行情主线2—“喝酒吃药”

- **拥有全年配置价值的次优选择：食品饮料 & 医药生物，平稳较高的增长预期。**
- **喝酒吃药行情。**业绩稳定，持续，匹配良好预期。

食品饮料业绩稳定在高增长



医药生物业绩整体也能维持平稳(基数效应除外)

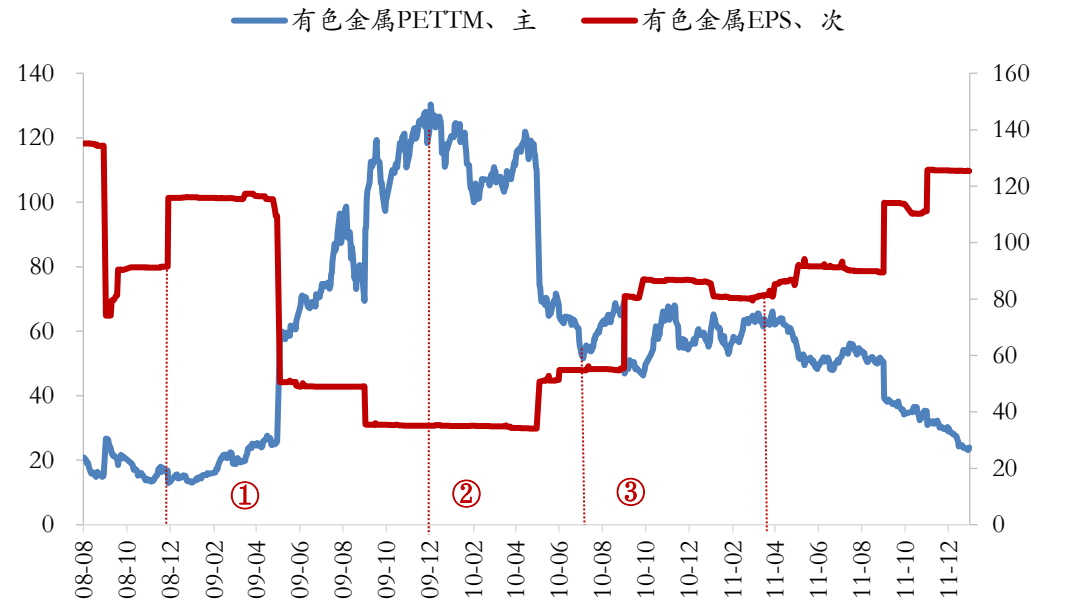


资料来源：Wind，华安证券研究所

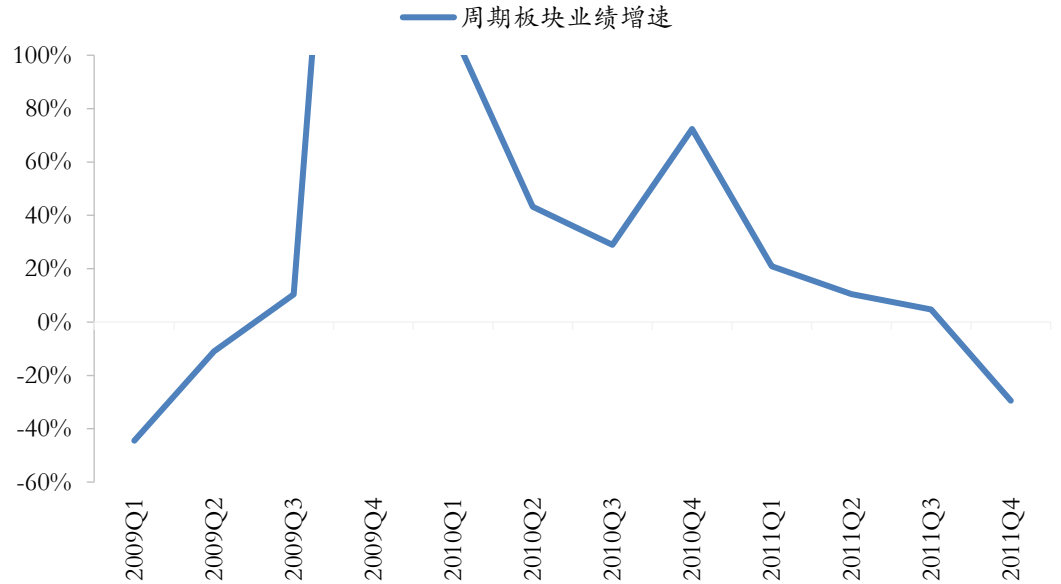
经典案例之2010年：行情主线3—周期风格

- **下半年周期板块演绎经济复苏大背景下的第三阶段行情。（详见报告《如何把握周期行情的节奏》）**
- **第三阶段行情实质上持续到了2011年的4月份。**在第三阶段期间，有色金属行业涨幅达95%，其中估值提供了24%的上涨贡献、业绩提供了57%的上涨贡献、估值业绩联合提供了接近14%的上涨贡献，总体来看对行情驱动的估值和业绩贡献为3-7分，业绩贡献起到了主要作用。
- **周期板块在2010年保持着较高的增速水平。**

周期行情演绎复苏节奏的第三阶段



2010年周期板块的盈利业绩表现较好

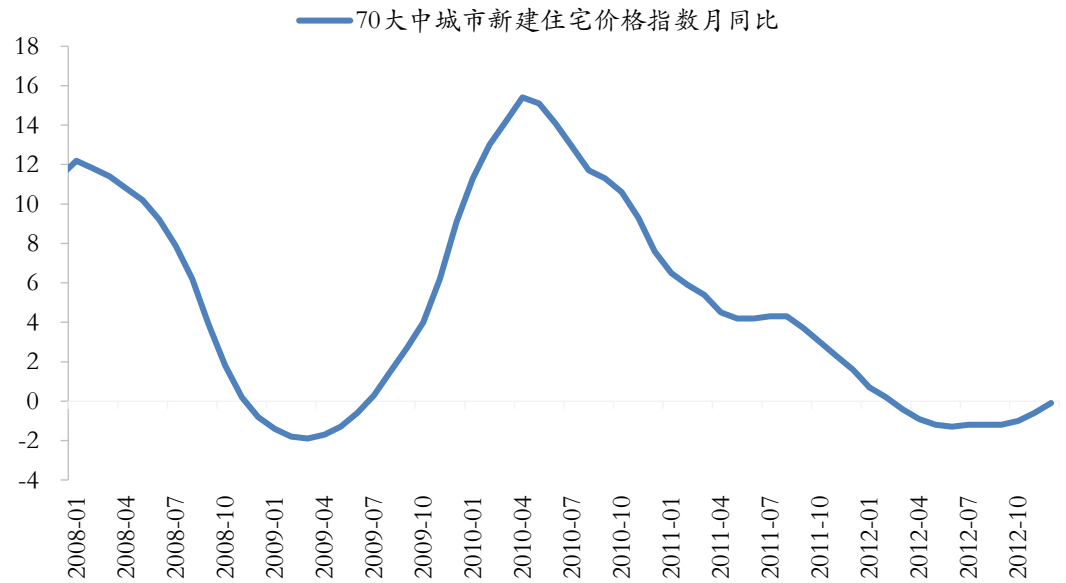


资料来源：Wind，华安证券研究所

经典案例之2010年：受地产拖累的大金融板块

- **全年弱势的大金融板块：房地产调控纷纷加码，成史上最严年份。**
- **经过经济刺激后，房价出现快速上涨势头。**2009年下半年开始，房价便开始了快速上涨，涨势尤其迅猛，甚至曾出现月同比增速高达超过15%的快涨。中央出台严厉政策遏制房价过快上涨。
- **严厉政策不断加码升级，极大打压了房地产乃至大金融板块的估值。**2010年初起就开始进行了房地产市场的严控政策，从中央到部委都出台了收紧措施，成为房地产调控政策史上最严年份。

2009年下半年开始房价快速上涨



严厉调控房地产的政策密集出炉

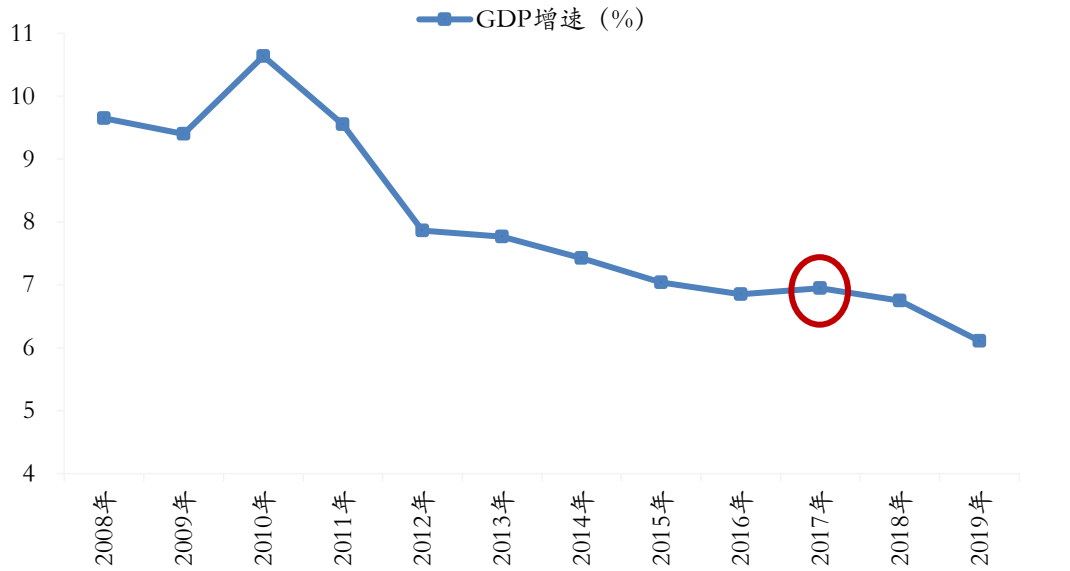
政策层级	主要文件或内容
2010年1月10日国务院办公厅	“国十一条”
2010年1月21日国土资源部	要求申报住宅用地的，经适房、廉租房和中低价位中小户型普通商品房用地占比不得低于70%
2010年3月9日财政部、国税总局	契税优惠政策收紧
2010年3月11日国土资源部	土地调控新政19条
2010年4月14日国常会	“新国四条”
2010年4月17日国务院	《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2010年4月27日住建部	《关于加强经济适用房管理有关问题的通知》
2010年6月3日国税总局	抬高土地增值税预征率下限
2010年6月4日住建部、央行等	明确二套房认定：认房又认贷
2010年9月29日	“929”新政

资料来源：Wind，wind新闻等，华安证券研究所

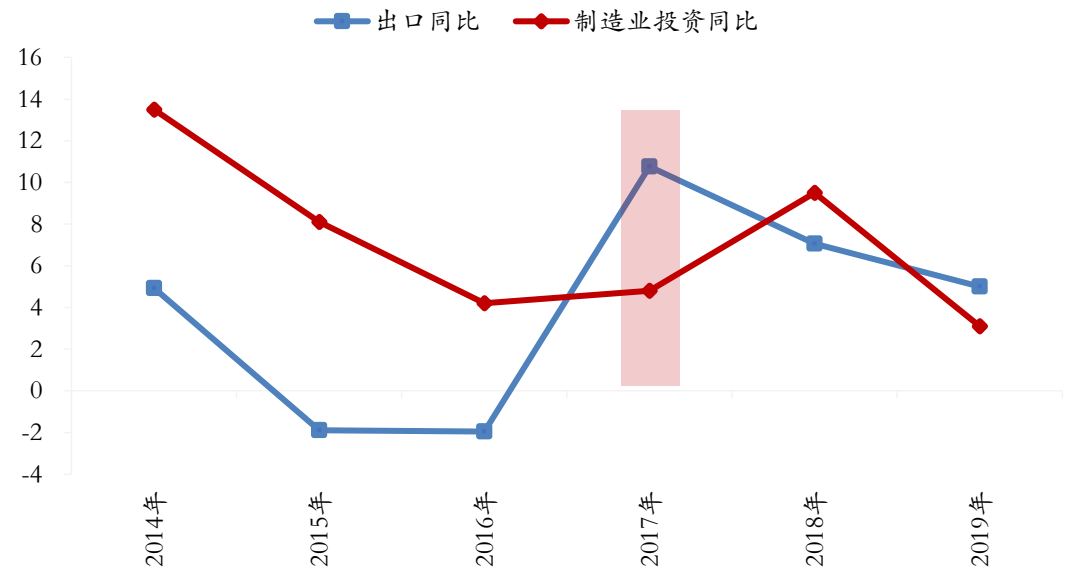
经典案例之2017年：经济—弱复苏经济顶

- **2017年经济环境：企稳弱复苏的经济阶段顶。**
- **经济增长在2017年出现了短暂的企稳复苏阶段顶。**2010年后经济增长逐年下行，直到2017年才出现了一次十分短暂的企稳弱复苏，当年的经济增长仅比上年提升了0.1个百分点。
- **出口增速大幅抬升对冲基建下行，导致了本次经济弱提升。**出口同比增速较上年大幅提振了12.7个百分点是本次经济增速弱改善的最核心因素；制造业投资有小幅改善，提升了0.6个百分点；房地产投资、消费基本持平。

2017年是短暂企稳弱复苏的经济阶段顶



出口增速抬升下，经济出现弱复苏

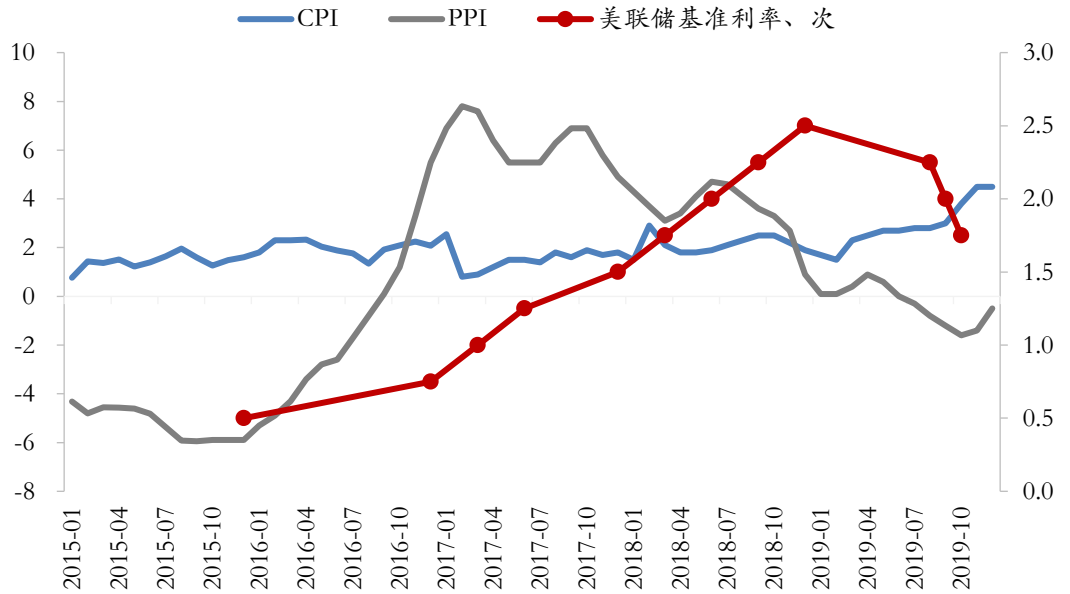


资料来源：Wind，华安证券研究所

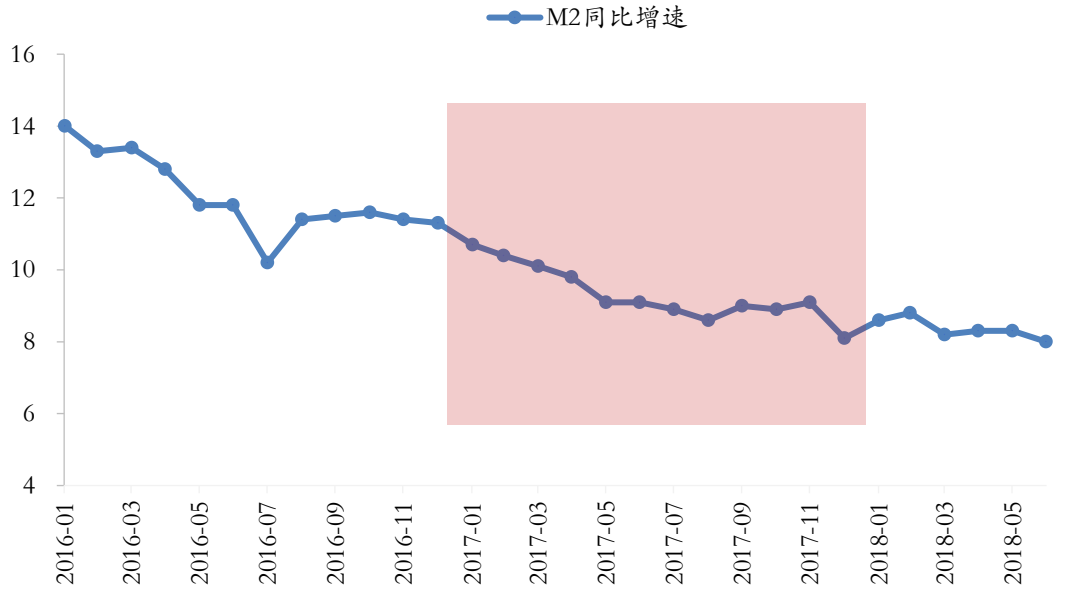
经典案例之2017年：流动性—多重压力下货币供给较快下滑

- **2017年货币政策与流动性环境：货币供应萎缩。**
- **货币政策面临多种压力加身。**其一，2016年以来的去产能导致原材料供给收缩，价格快速上涨，PPI持续高位运行，后端消费面临压力；其二，美国经济进入新一轮上行周期，同时美联储也开启了货币紧缩周期，带领全球货币环境走紧；其三，金融风险积聚，去杠杆势在必行。
- **多种因素共同作用下，货币供应量出现较快萎缩。**M2月同比增速从上年底的超过11%快速下滑至年末的8.1%。

去产能导致PPI高位，美联储开启加息周期



2017年货币供给量同比增速整体持续下行

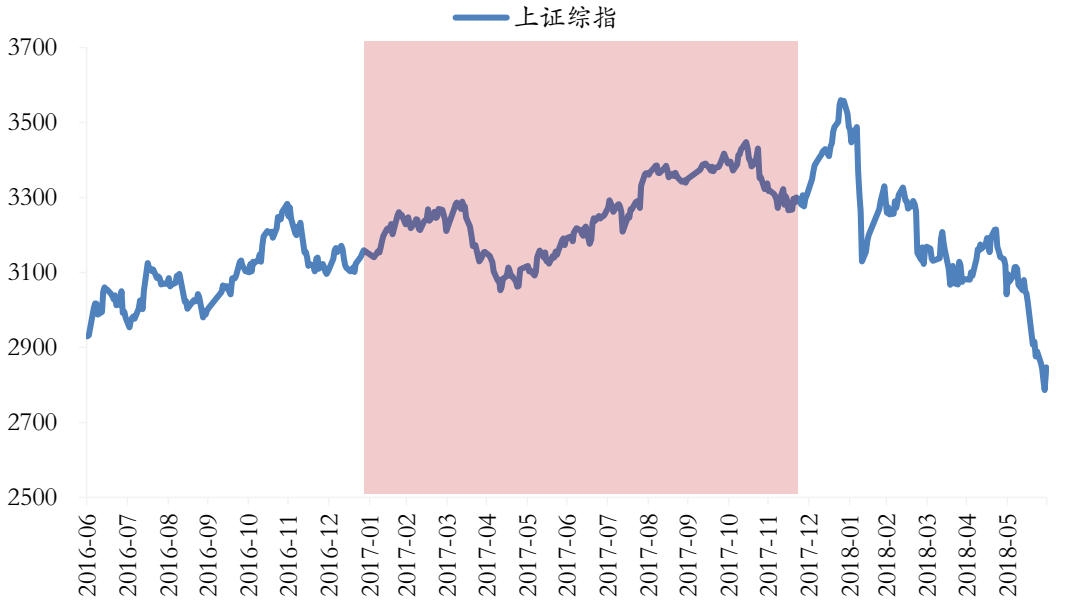


资料来源：Wind，华安证券研究所

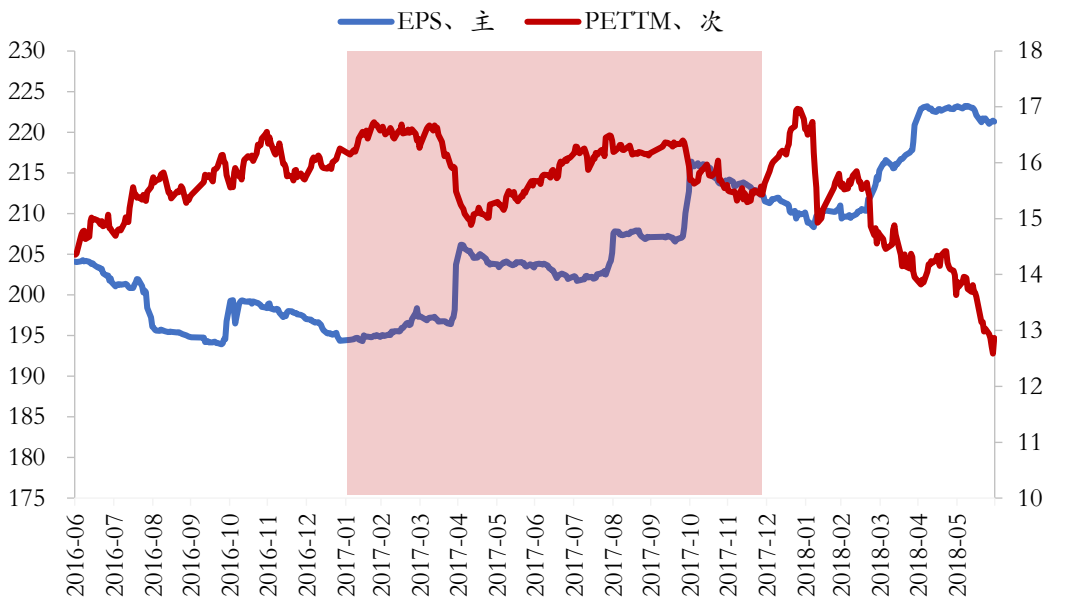
经典案例之2017年：驱动力—业绩硬支撑

- **2017年市场在波折中上涨，业绩基本面支撑是上涨驱动力。**
- **2017年EPS上涨了7.4%，贡献了市场上涨的全部驱动力。**2017年在经济层面仅仅是企稳性质的微弱复苏，较2016年增速上升了仅0.1个百分点，但上市公司业绩靓眼远比经济的改善明显得多，成为重要支撑。2017年全部A股归母净利润增速为19%，较2016年的7.3%增速有明显改善。
- **PETTM全年下降了1.8%。**货币政策全年是收紧的，但估值结果来看并没有太大下跌。这主要是由于其他因素带来的对货币政策收紧抑制估值的对冲，一是A股纳入了MSCI，二是RQFII投资额度扩容，这都带来的资金流入。

2017年市场整体在波折实现收涨



业绩基本面提供上涨驱动力



资料来源：Wind，华安证券研究所

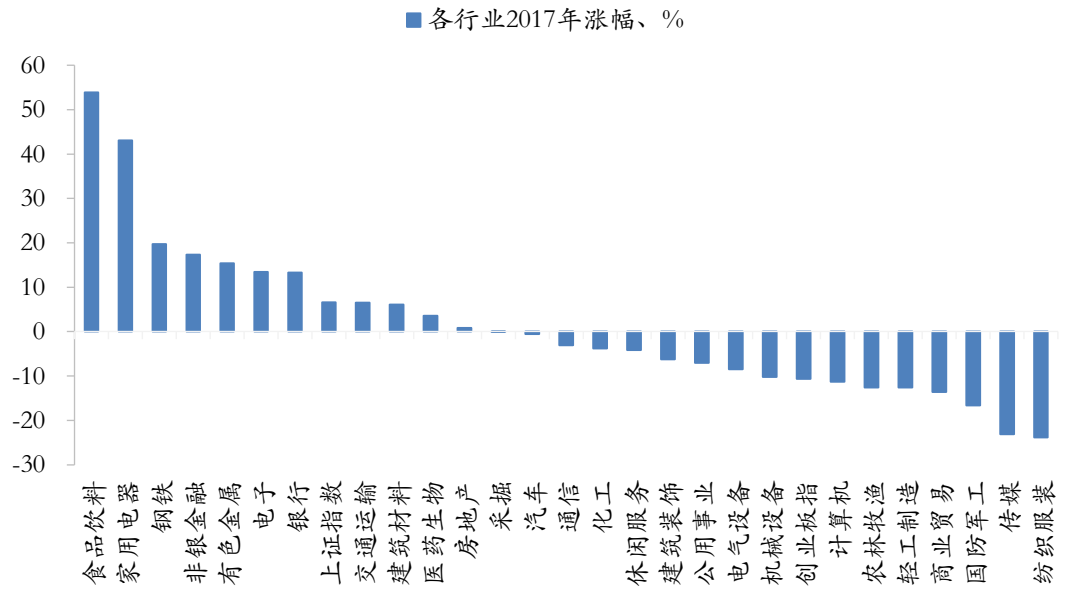
经典案例之2017年：行情主线—大蓝筹

- **上涨结构出现大分化，整体上偏向大蓝筹的倾向明显。**
- **市场风格出现明显分化，以消费和金融风格显著占优。**2017年的市场行情上整体延续了2016年的大蓝筹行情，消费和金融板块分别以12.6%和14%的涨幅明显领先其他板块，其他风格全年还出现了小幅下跌。
- **大蓝筹集中的食品饮料、家电、金融板块领涨。**2016年进行了去产能、去库存供给侧结构性改革，导致2016年上游周期板块的业绩大幅改善，2017年业绩向下游消费和金融板块传导，其中金融板块业绩增长由负转正，消费板块的业绩出现高位改善。

风格大分化，整体延续了2016年的大蓝筹行情

涨幅排名	风格指数	2017年上涨幅度
1	**金融**(风格.中信)	13.98
2	**消费**(风格.中信)	12.61
3	周期(风格.中信)	-1.12
4	稳定(风格.中信)	-2.05
5	成长(风格.中信)	-3.89

大蓝筹集中的食品饮料、家电领涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

目录

1 引擎提档，制造消费齐舞
2 政策回归，稳定灵活理性
3 五年规划，主线蕴含良机
4 博古鉴今，2010变中育机
5 乘势待时，创新消费长兴

2021年A股：变中育机，乘势待时，沿规划主线挖掘结构性机会

- **复盘显示在“增长阶段顶”+“政策收紧”的环境下，市场并不会单边下跌。**2021年面临的增长环境与2010年略有相似，主要是增长的阶段性顶部均是由于外部冲击带来的低基数原因导致的。但不同在于，2010年随之而来的货币政策持续收紧是源于通胀压力的上行，尤其是生产端通胀压力高企。而2021年无论是生产端还是消费端通胀均不会成为核心矛盾，保持宏观杠杆率在一定区间内的合理稳定才是货币政策的最大掣肘。

- **综合判断2021年的A股将整体呈现宽幅震荡的结构性行情格局，核心原因在于2021年支撑和制约A股的核心因素将一直处于相互交织的状态。**

- **支撑因素在于：**① 增长持续复苏将带动企业盈利显著改善；②“十四五”规划开启新篇章，强有力的产业政策有望密集落地；③“双循环”格局下，改革开放举措连连提升市场风险偏好；④ 政策退出节奏也在相机抉择。

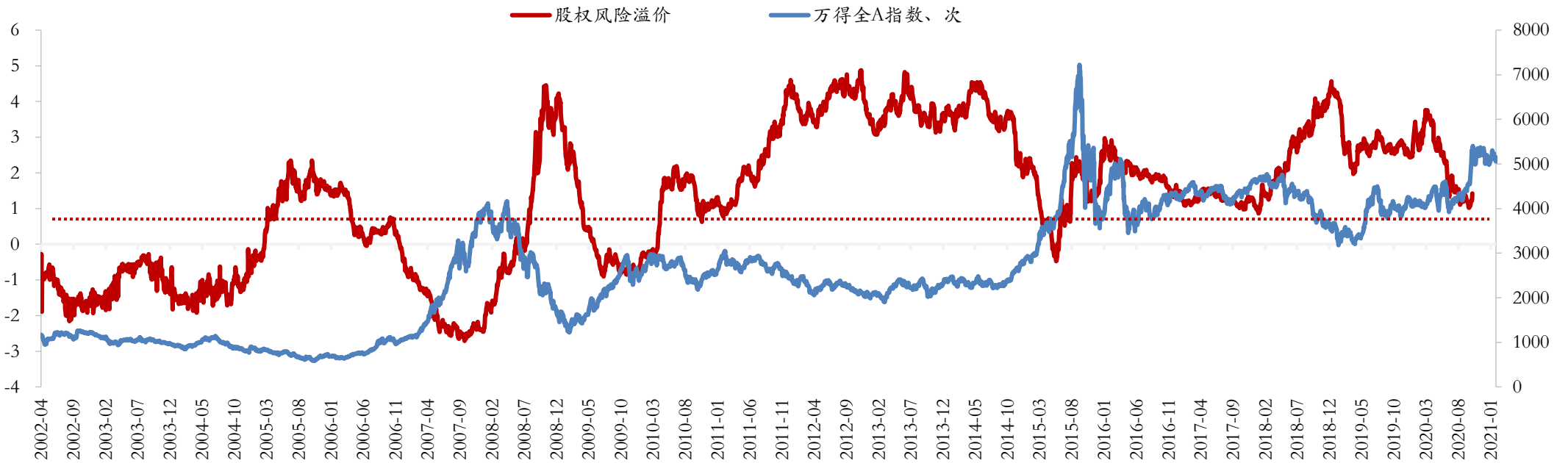
- **制约因素在于：**① 宏观杠杆率的快速上涨不可持续；② 政策确定性向正常化回归；③ A股整体估值处于合理偏高位置，部分行业显著高估。

- **行业机会**在于沿着“十四五”规划主线寻找主导产业机会，目前确定处于阶段性收获期的机会有：5G产业链、集成电路、新能源、高端装备制造，以及医疗服务、信息服务等为代表的的服务类消费等。

股权风险溢价下行空间有限

- **在经济维持复苏态势、货币政策回归正常化的背景下，股权风险溢价缺乏进一步向下的空间。**
- 今年4月初以来的股权风险溢价下行主要来自于市场估值的上升以及无风险收益率的上涨，其中市场估值上涨占据主要贡献。股权风险溢价缺乏进一步向下的空间原因在于：**一方面，**目前市场整体的估值水平已经处于合理偏高的位置；**另一方面，**无风险收益率已经上升到疫情前的水平，后续随着经济继续复苏且货币政策回归正常化途中，无风险收益率可能进一步走高，但空间比较有限。

股权风险溢价进一步下行的空间有限

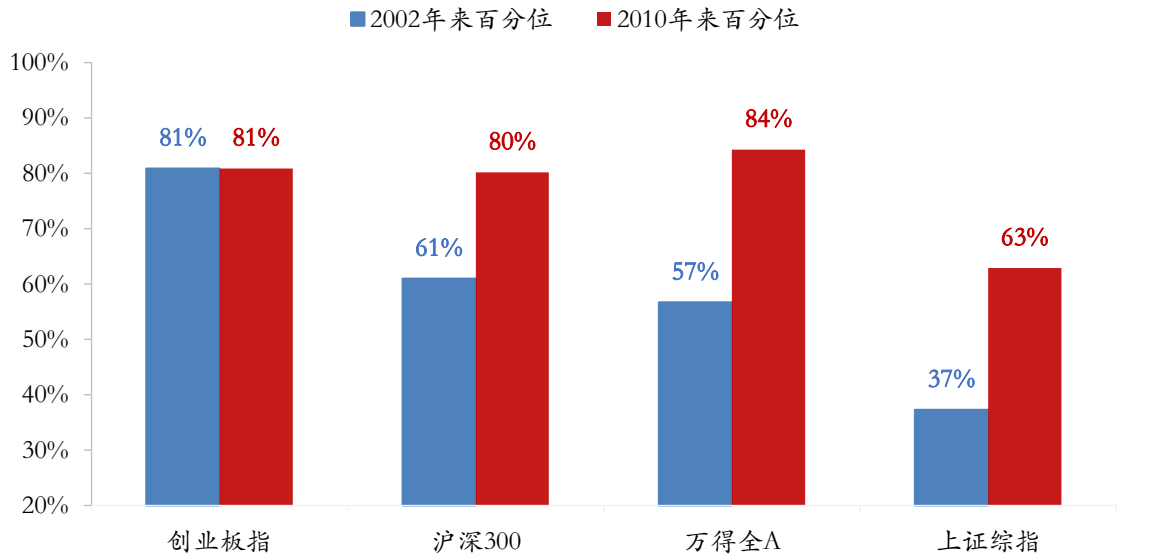


资料来源：Wind，华安证券研究所

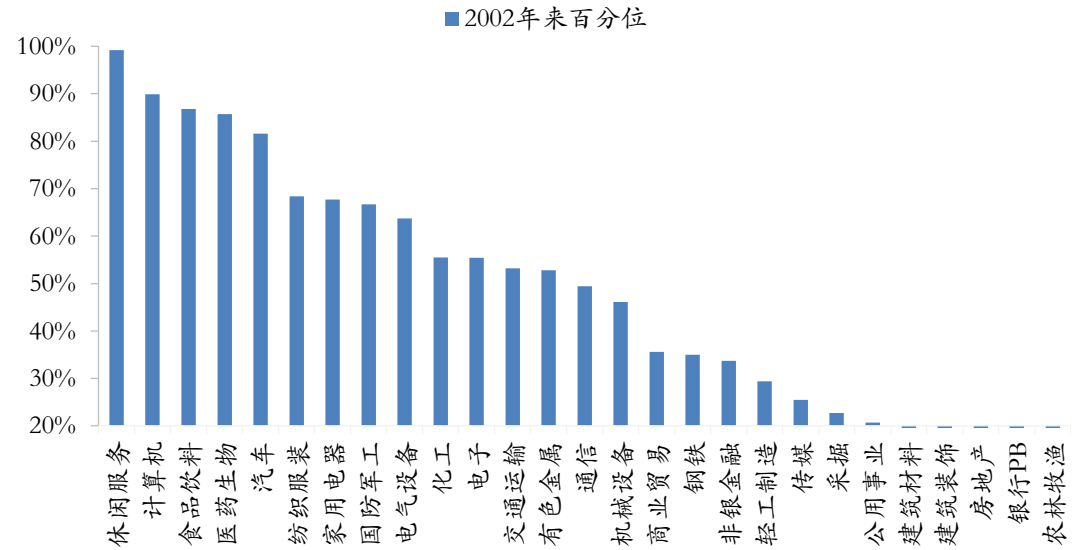
估值整体在合理偏高位置，行业分化严重

- **市场整体估值合理偏高，但行业出现严重分化。**
- 综合2002年和2010年以来的重要指数估值分位来看，目前市场整体的估值位置处于合理偏高的区域。2010年以来的分位显示，万得全A已经到了84%的估值分位水平。
- 行业间的估值分化处于历史最严重时期。科技和消费类行业整体偏高，而周期和大金融类行业普遍低位。

重要指数估值整体位于合理偏高位置，尤其是创业板



行业间存在严重的估值分化



资料来源：Wind，华安证券研究所

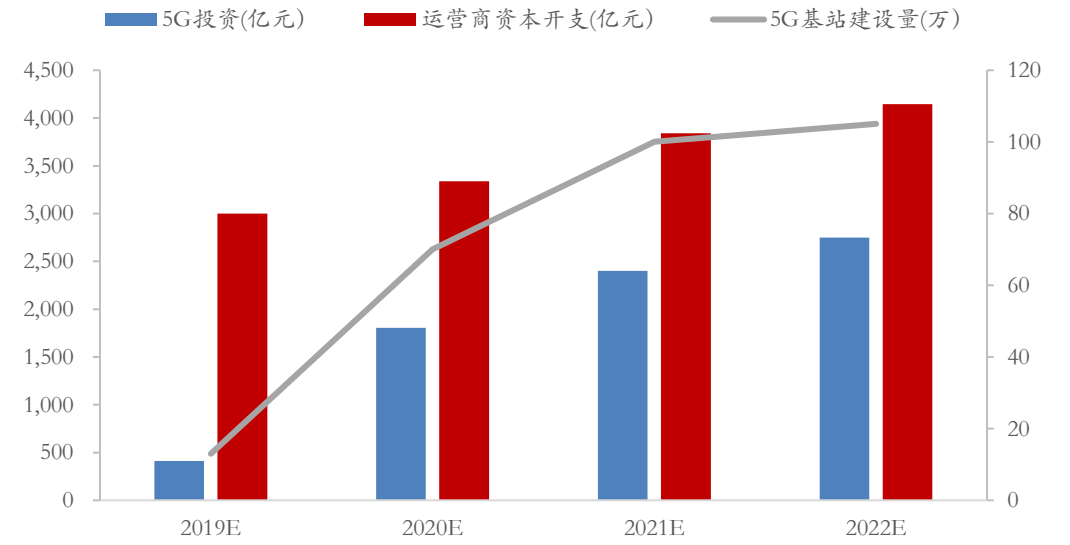
沿规划主线挖掘结构性机会之5G产业链

- **5G投资总规模或超1.6万亿元，基站建设是主要部分。**据预测2020-2025年，全球5G资本开支中国占比约25%。
- **5G应用下游市场百花齐放，带动行业数字化转型和科技消费内循环。**

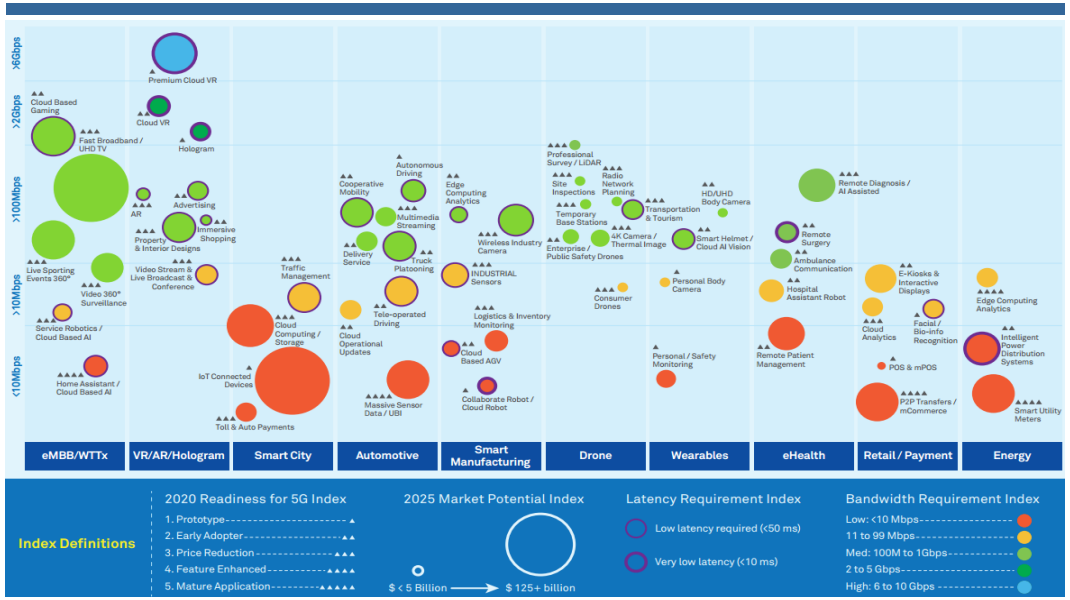
① 根据信通院5G经济社会影响白皮书，到2030年，5G将累计带动直接经济产出6.3万亿元，经济增加值2.9万亿元，带动间接经济产出10.6万亿元。

② 发改委和工信部下发《关于组织实施2020年新型基础设施建设工程（宽带网络和5G领域）的通知》，其中包括七项5G创新应用提升工程将得到政府推进和补贴。

5G建设仍处于高增速阶段



5G下游应用市场预计在2025年超过1250亿美元



资料来源：《global Mobile Trends 2020》，中国信通院、三大运营商年报，华为《5G应用的市场潜力和就绪状态矩阵》，华安证券研究所

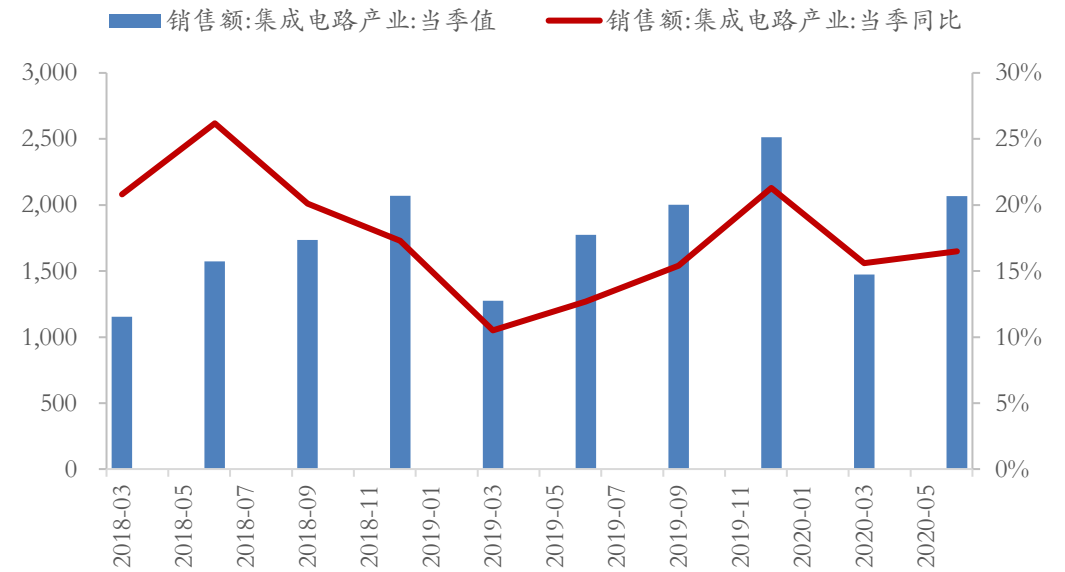
沿规划主线挖掘结构性机会之集成电路

- **国产替代全面推进。**2019年全球半导体市场销售额4121亿美元，同比下降了12.1%。中国2019年中国集成电路产业销售额为7562.3亿元，同比增长15.8%。
- **目标2025年国产化率能达到50%。**

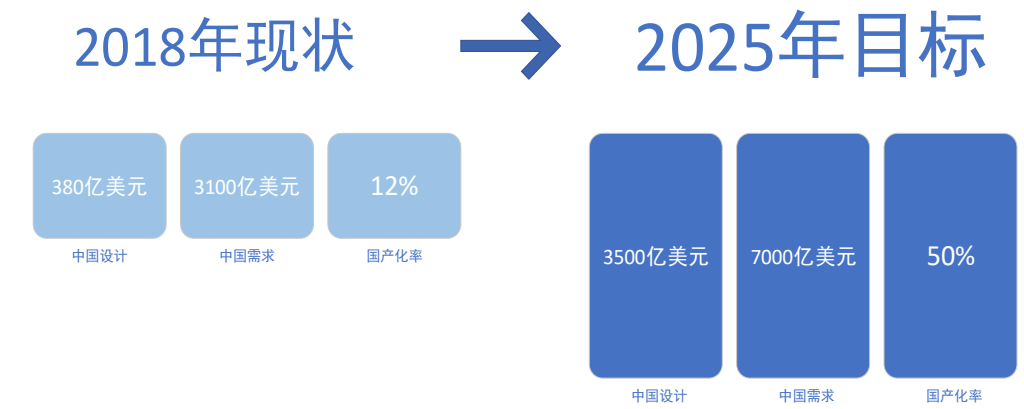
① 2018年中国半导体市场需求为3100亿美元，中国自身只能提供380亿美元的产品，综合国产化率12%。

② 根据国外机构预测2025年中国半导体市场需求约为7000亿美元，按照50%折算中国需要自产3500亿美元的产　品，相比于2018年替代空间几乎达到了10倍。

国产替代加速推进



中国集成电路的替代空间



资料来源：《中国制造2025》，Wind，华安证券研究所

沿规划主线挖掘结构性机会之新能源

- **新能源汽车再迎重大政策利好。**2020年11月2日，《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》发布。到2025年，纯电动乘用车新车平均电耗降至12.0千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。
- **可再生能源占比进一步提升，2019-2030年光伏国内每年新增装机的复合增速预计能达到10%。**

① 2020年4月9日国家能源局下发《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》，提到将实现2030年非化石能源消费占比达到20%。

② 可再生能源发电占比一般高于非化石能源占比，2030年可再生能源发电占比有望达到28%。

新能源汽车发展规划（2021-2035）

产业融合	具体规划
推动动力电池全价值链发展	鼓励企业提高锂、镍、钴、铂等关键资源保障能力等。
加强新能源汽车与电网（V2G）能量互动	加强高循环寿命动力电池技术攻关，推动小功率直流化技术应用等。
促进新能源汽车与可再生能源高效协同	推动新能源汽车与气象、可再生能源电力预测预报系统信息共享与融合，统筹新能源汽车能源利用与风力发电、光伏发电协同调度，提升可再生能源应用比例等。

国内光伏新增装机复合增速较2019年有望达10%

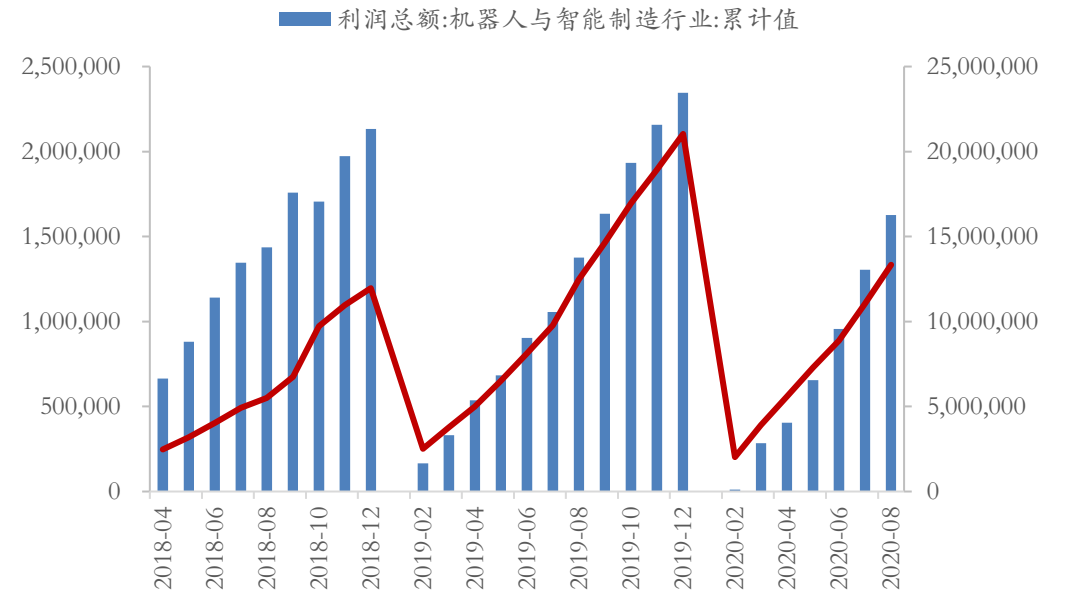
时间	发电量增速	可再生能源占比	光伏装机量较2019CAGR
2020E	3.3%	23.0%	20.4%
2025E	3.1%	26.0%	15.1%
2030E	3.0%	28.0%	10.0%

资料来源：Wind，华安证券研究所

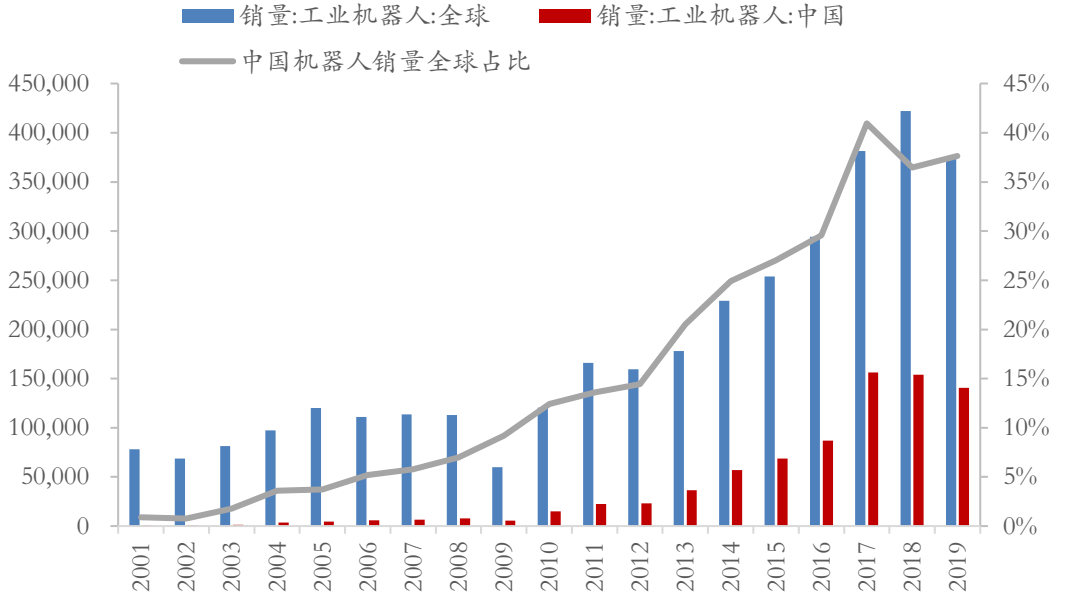
沿规划主线挖掘结构性机会之高端制造

- 2020年“十四五”规划：“两化融合”推进传统产业升级改造，推进产业基础高级化、产业链现代化。
- 2015年《中国制造2025》，制造强国十大领域：新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十个重点领域。
- 2010年《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》：高端装备制造业发展的重点方向主要包括航空装备、卫星及应用、轨道交通装备、智能制造装备、海洋工程装备。

智能制造出口与利润逐年抬升



中国工业机器人销量全球占比显著提高



资料来源：Wind，华安证券研究所

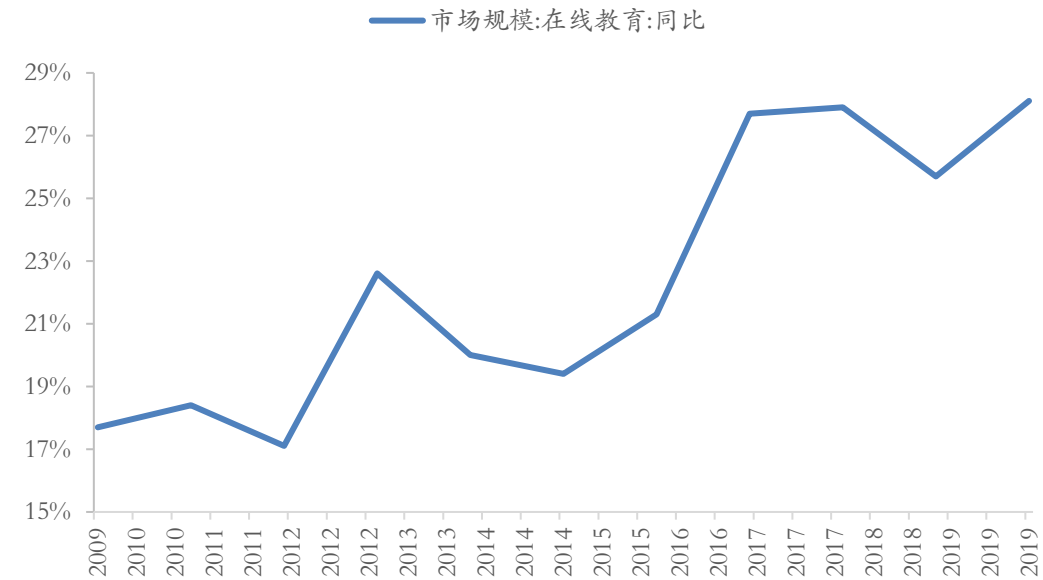
沿规划主线挖掘结构性机会之服务&信息消费

- **2020年国务院印发《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》：**强调线上线下消费融合，重点包括在线教育、互联网健康医疗服务、智慧旅游、智能体育。
- **2015年国务院印发《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》。**

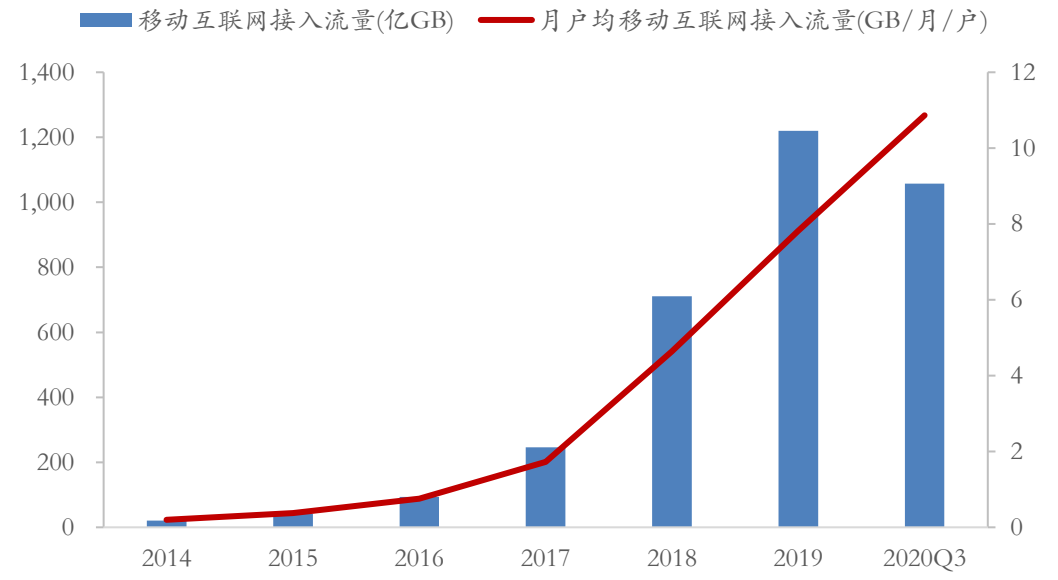
① 截止到2019年，我国在线教育规模年度同比增速超28%；2020年我国户均每月移动流量超10GB，服务消费再上新台阶。

② 目前我国服务消费比重已经超过商品消费，消费结构显著升级，成为经济增长与结构升级的新动能。

在线教育规模将持续扩大



户均每月移动流量2020年超10GB



资料来源：Wind，工信部，华安证券研究所

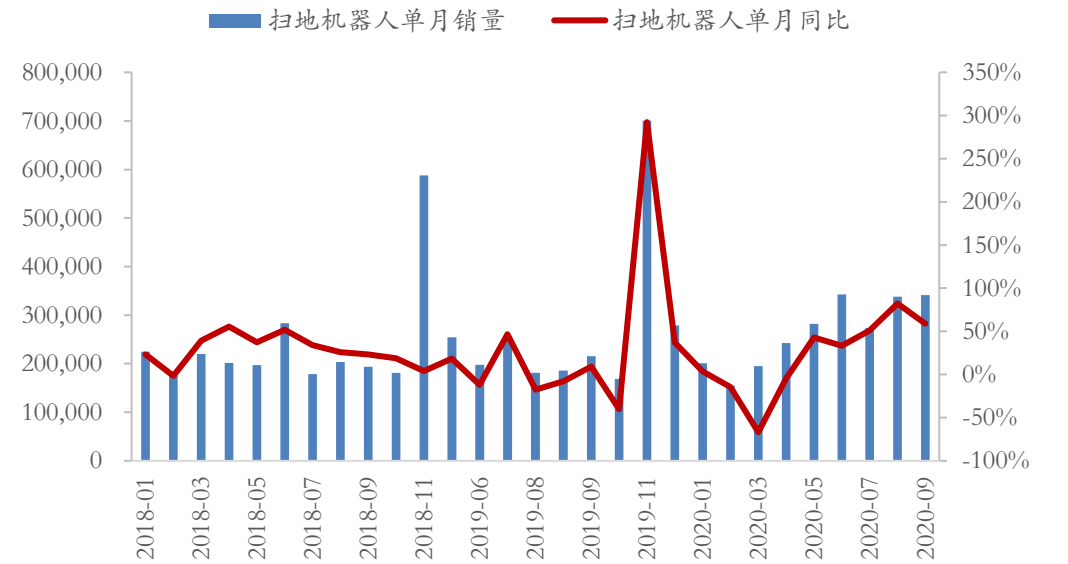
沿规划主线挖掘结构性机会之品质&农村消费

- **品质消费是以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的：**以扫地机器人作为新时代品质消费的典型代表，自18年起月销量同比增速均值超28%，双十一是年度高峰，2020年全年销量有望超300万台。
- **农村消费提高背后是农村居民生活质量的提升。**

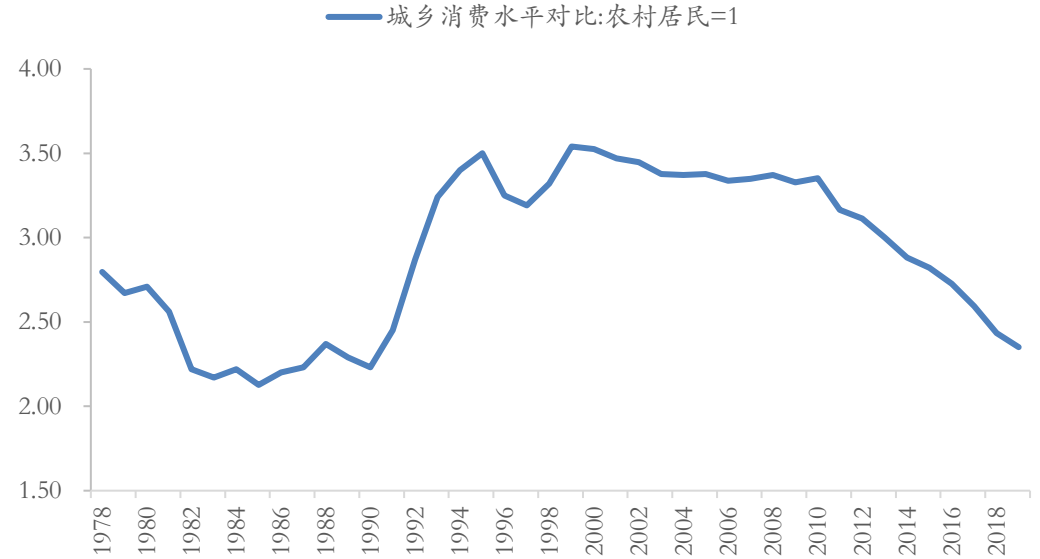
① 从城乡消费水平对比来看，2000年起城乡居民消费差距达3.5倍，截止到2019年城乡消费水平比降低到2.35倍。

② 2019年农村人均消费支出仅为13328元，还不到城镇居民人均消费28063元的一半。这也说明了农村市场蕴含着巨大的消费潜力与市场开发扩张的空间。

以扫地机器人为代表的品质消费量逐年提升



农村居民消费支出近十年持续提高

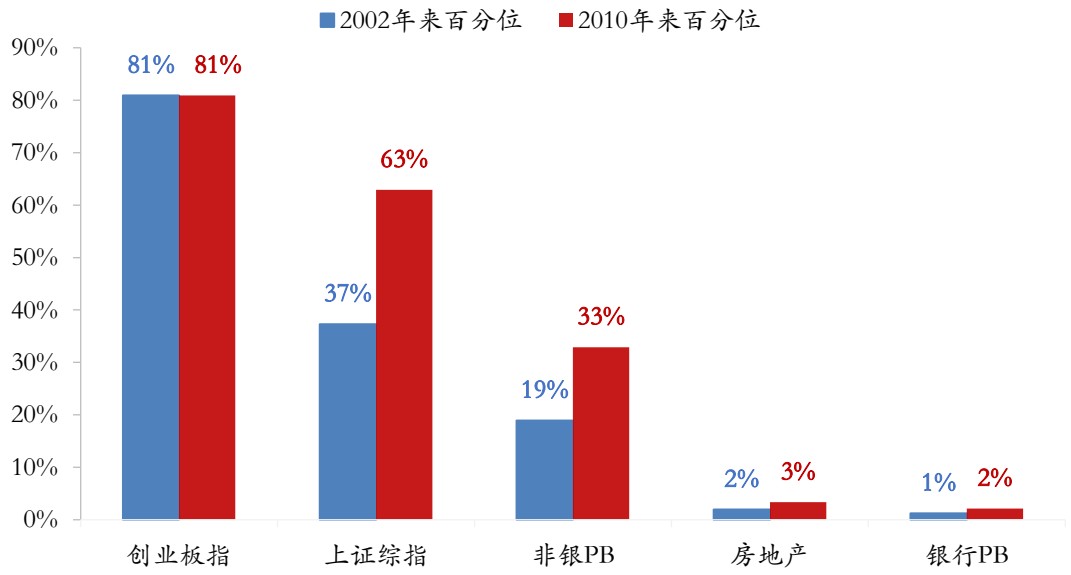


资料来源：淘数据，Wind，华安证券研究所

沿规划主线挖掘结构性机会之金融：托业绩、低估值、强改革

- **业绩利空已提前释放，2021年业绩有低基数托底。**尤其是银行业的业绩今年二季度进行了大量充足的拨备计提，来为实体经济让利1.5万亿，也导致了银行业乃至金融板块的利润增速触底，在低基数效应下，2021年业绩有托底。
- **估值在历史低位，有性价比优势。**截止10月底，整个大金融板块的估值无论是相对还是绝对角度都很便宜。
- **金融体制、资本市场强改革有望起催化提振效果。**资本市场发展规划被写入“十四五”和2035远景目标，未来将发挥更强大的支持实体经济的作用。

大金融行业估值身处低位，优势明显



2021年将迎金融市场强改革

时间	重要会议文件	金融市场改革措施及表述等
11月3日	“十四五”规划和二0三五远景	深化国有商业银行改革，支持中小银行和农村信用社持续健康发展；完善存款保险制度等。
11月2日	中央深改委	审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》。
10月31日	金融委	将全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。
10月22日	金融街论坛年会	沪深交易所正加紧制定转板上市配套规则，引入混合交易和融资融券交易制度；将完善天使创投环境，满足科创企业所需持续资金投资等。
10月9日	国务院文件	印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，要求强化监管，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，可持续发展能力和整体质量显著提高。
7月	证监会文件	印发《支持证券基金行业实施组织管理创新》文件，支持行业机构市场化合并。

资料来源：Wind，华安证券研究所

谢谢！

风险提示：经济复苏严重不及预期；政策剧烈转向；对比研究的局限性；对2021年经济数据的测算与实际存在较大误差；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。