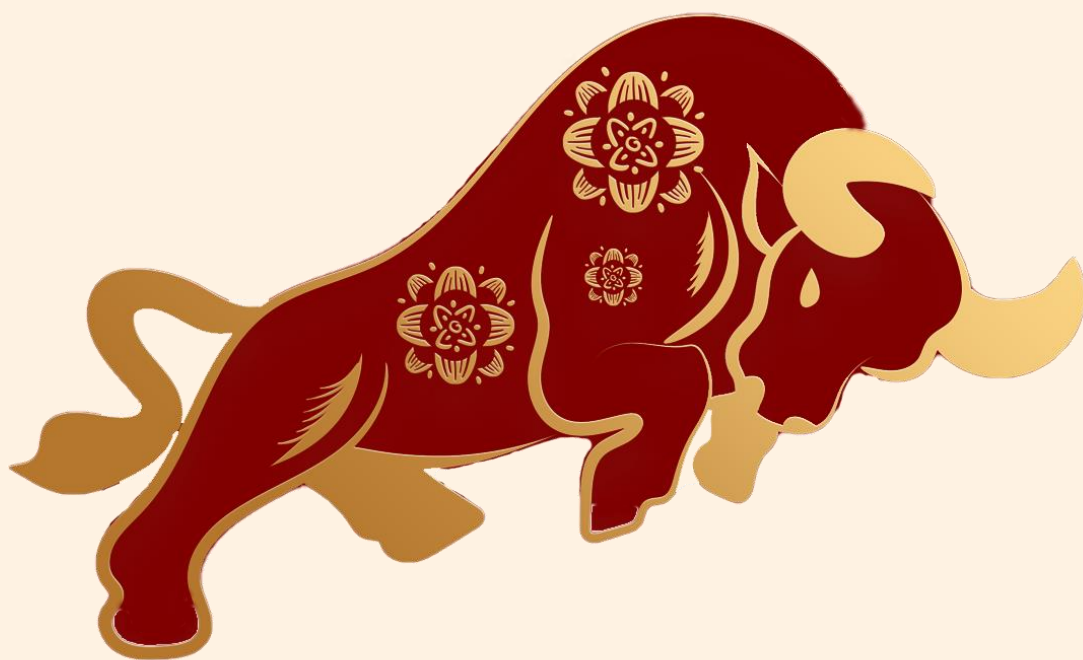




招銀國際
CMB INTERNATIONAL



年度策略报告



疫后产需齐复苏
牛年恒指闯关三万

— 宏观与策略

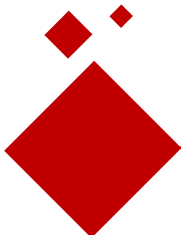
— 行业分析

— 首选股份

目录

宏观与策略.....	3
2021 年中国经济展望.....	4
2020 年市场及策略回顾.....	23
2021 年港股展望.....	27
行业分析	43
中国互联网板块	优于大市.....44
中国科技板块	优于大市.....53
中国软件及 IT 服务板块	优于大市.....61
中国必需消费板块	优于大市.....68
中国非必需消费板块	优于大市.....75
中国医药板块	优于大市.....88
中国教育板块	优于大市.....97
中国银行板块	优于大市.....103
中国保险板块	优于大市.....110
中国证券板块	优于大市.....115
中国房地产板块	优于大市.....121
中国工程机械 / 商用车板块	优于大市.....129
中国光伏设备板块	优于大市.....137
中国光伏板块	优于大市.....139
中国风电板块	优于大市.....144
中国城市燃气板块	优于大市.....148
中国快递板块	同步大市.....155
中国汽车板块	同步大市.....159
行业首选股份	164
附录：招银国际覆盖股份.....	202

*本报告内所有公司股份截至 2020 年 12 月 9 日。



宏观与策略

2021 年中国经济展望

经济学家：丁文捷，PhD – dingwenjie@cmbi.com.hk

供需双驱下的持续复苏

后疫情时代，需求端和供给端共同发力支撑经济复苏或是明年最重要的主题之一。但疫情对人们生活、工作方式的影响还在发酵，经济发展并不均衡，在刺激政策正常化进程中能否确保稳妥有序，中美关系长期竞合均是未来面临的挑战。2021 年是十四五的开局之年，国内政策加持，国际区域合作加强，都将为全面建成小康社会后中国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的元年增添新的色彩和机遇。

2021 宏观的主题： 1) **需求侧的追赶。** 疫情以来，需求端复苏滞后于供给端，但自三季度以来服务业和消费的追赶之势已形成，就业趋稳，相信明年需求端将持续改善。2) **不均衡的复苏。** 在疫情冲击下，行业、企业经营和信用出现分化，大型企业和限额以上主体恢复显著快于中小微企业，后者需要持续的帮扶脱困措施；家庭财富亦出现分化，中低收入家庭受到疫情的负面冲击更为显著和持久，实现“共同富裕”任重道远。3) **中美关系的长期复杂性。** 拜登就任后，中美经贸关系可能打开更多合作空间，但长期竞合的格局并未改变。新一届政府以美国利益为核心，注重修复与其他国家的关系，重塑美国的领导力，进而通过多边机制施加制衡。中美关系未来可能会更复杂，陷入更多的规则之争。

我们预计 2021 年中国 GDP 增长 8.6%。消费受到总需求回暖和低基数效应的提振，将成为明年经济增长最重要的动力。随着疫情对消费行为影响的弱化，以及就业情况和工资增速改善，2021 年可选消费品和餐饮、休闲、旅游等服务消费的增长潜力有望进一步释放。投资端，我们看好制造业投资的反弹空间，受到内外需提振、先进制造业和战略新兴产业持续发力、金融支持更趋完善的推动。基建投资料在今年疫情扰动、洪水灾害造成的低基数上平稳加速。房地产投资随着调控政策、房企融资新政的推进，预计新房销售、新开工和土地购置投资均温和降温。进出口预计在内外需复苏、贸易摩擦缓和的基础上低位反弹。

疫情后政策：平稳过渡，关注弱势群体，加强对企业引导力。 货币和财政政策都将开启正常化进程，有序退出疫情期刺激政策，但收紧不宜过快过猛。考虑到疫情后经济复苏还存在结构性不平衡，财政政策需要维持扩张的时间更长，以支持弱势群体脱困。货币政策在“稳信用”基调下稳妥推进正常化，我们预测明年 M2、信贷和社融增速均自今年高位放缓。

2021 年主要经济数据预测摘要

同比增速 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	6.6	6.2	2.3	8.8
CPI	2.1	2.9	2.8	1.3
PPI	3.5	-0.3	-2.0	1.2
城镇固定资产投资	5.9	5.4	2.5	7.4
社会零售消费品总额	9	8.0	-3.0	13.0
M2	8.4	8.7	10.4	9.2
新口径社会融资规模	9.8	10.7	13.8	11.4
USDCNY (年底值)	6.88	6.98	6.60	6.50

资料来源：国家统计局，中国人民银行，彭博，招银国际证券预测

2021 年中国经济关注的主题

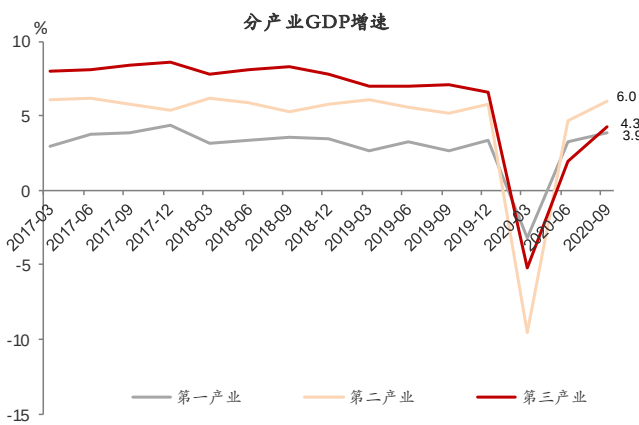
(一) 需求的追赶

■ 今年疫情后总需求的复苏滞后

自疫情以来，需求端复苏滞后于供给端，服务业的复苏滞后于工业生产。从分产业的增加值增速看，第一和第二产业今年三季度增速已恢复到接近疫情前的正常增速水平，但第三产业增加值同比增长 4.3%，较往年 6-7% 的增速水平仍有至少 2 个百分点的差距。

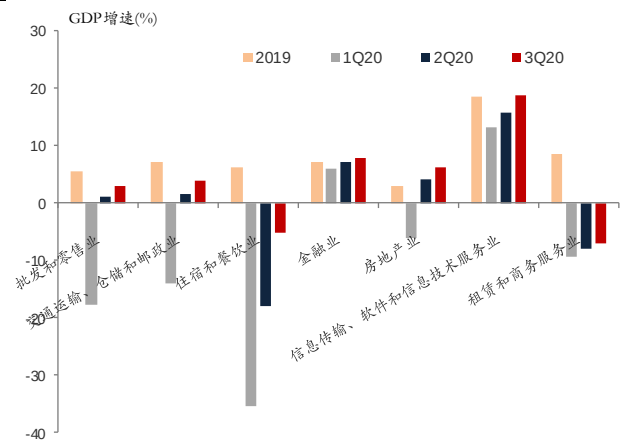
在第三产业内部，除了金融业、房地产业、信息传输、软件和信息技术服务业增速已经恢复至接近甚至超过疫情前的水平，剩下的主要行业，如批发零售、交运仓储、住宿餐饮、租赁和商务服务等，景气度与疫情前相比仍有差距。其中，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业增加值三季度仍录得负增长。

图 1：第三产业增速仍显著慢于疫情前



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 2：第三产业 GDP 增速，分行业

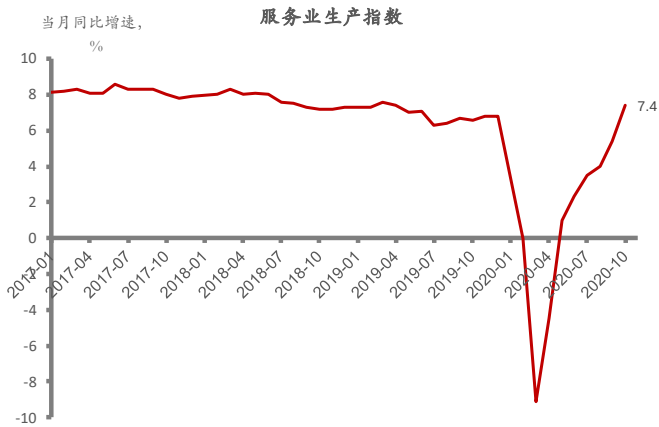


资料来源：国家统计局，招银国际证券

■ 但总需求的追赶之势已经形成

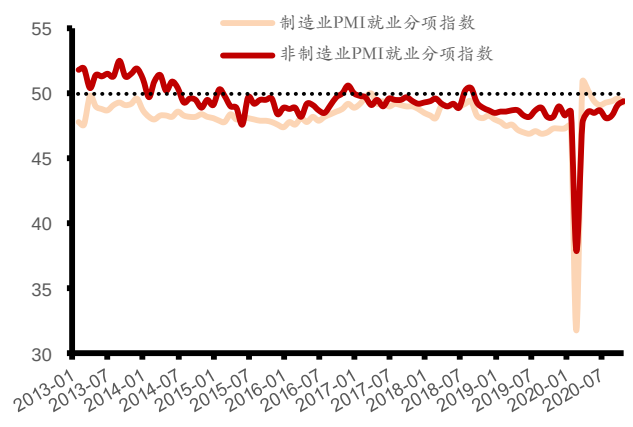
自三季度以来，疫情持续得到有效控制使得服务业经营状况和就业情况都有显著改善。十一和中秋长假重燃居民的旅游、休闲、餐饮需求，带动服务相关行业低位反弹。社零同比增速 8 月份恢复正增长，10 月当月录得同比增长 4.3%；餐饮业收入增速 10 月份首次回正，实现 0.8% 同比增长。服务业生产指数加速改善，10 月当月同比增长 7.4%，略超疫情前的增速水平。随着就业和居民收入的稳步改善，和扩大内需、促消费促投资等打通内循环政策的逐步落地，我们认为明年总需求的反弹和改善将得以延续，并成为支撑经济增速的最主要动力之一。

图 3：服务业生产指数加速改善，10 月份同比增长 7.4%



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 4：服务业 PMI 就业指数亦加速改善



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

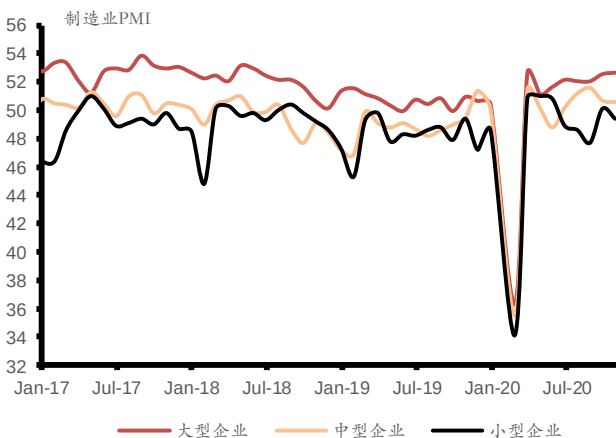
（二）不平衡的复苏

■ 大企业 with 中小企业分化持续，主要行业集中度上升

在疫情的冲击下，优秀企业和大企业拥有更强的资源调动、组织管理能力，抵抗负面冲击，并承担组织上下游产业链的重任。除了企业的内在原因之外，抗疫期间的货币宽松和结构性财政支持，落到中小微企业的过程往往欠通畅，在实际中可能造成大企业得到更多、更快的政策支持。

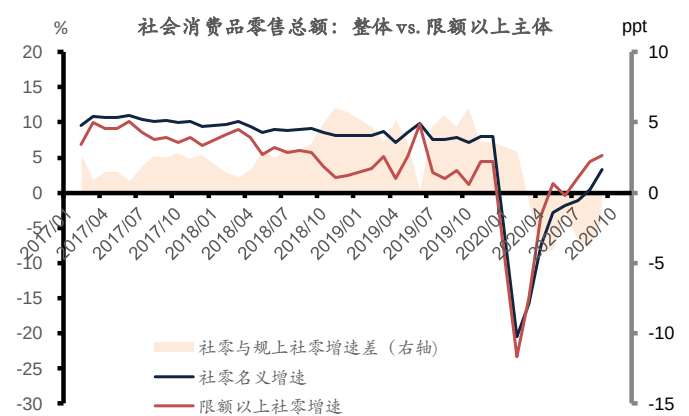
我们以两方面的数据作为佐证。首先，从制造业看，大企业的景气度自疫情后稳步上升；但中小企业的恢复在时间上滞后于大企业；尤其是小型企业，在 3-5 月份出现一阵报复性反弹后，又连续三个月出现景气度下行，至今仍徘徊在荣枯线附近。其次，从服务业的角度，我们比较全口径和限额以上主体的社零增速不难发现，自疫情之后，限额以上主体的增速（10 月份同比+7.1%）比全口径的增速（10 月份同比+4.3%）恢复更快，且超越了后者；而在疫情爆发前，全口径社零增速一直领先于限额以上主体。

图 5：中小型企业 PMI 恢复滞后



资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 6：社零：限额以上主体增速恢复快于整体



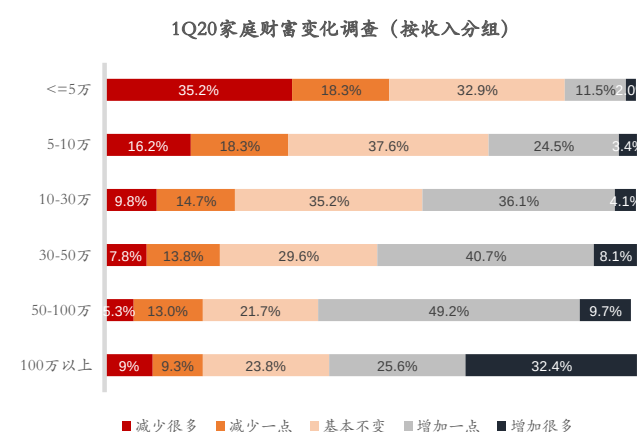
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

■ 贫富分化

疫情冲击下，家庭财富出现分化。由西南财大中国家庭金融调查与研究中心和蚂蚁集团研究院于今年一季度联合发布的《疫情下中国家庭的财富变动趋势》显示，疫情造成的经济停摆对中低收入家庭的收入带来更多的负面影响。在年收入少于5万的家庭中，超过53%表示疫情使其家庭收入减少（35.2%表示“减少很多”）。随着二季度经济重启，该报告追踪发现，中低收入群体疫情后的财富预期指数仍远低于高收入群体：年收入小于5万的家庭在2Q20认为未来收入仍会缩水，其财富预期指数仅为83.3。

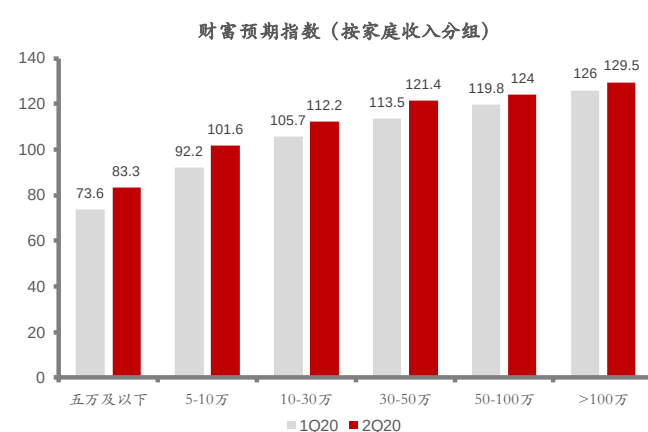
我们从细分品类的消费数据，亦可以得到验证。以汽车行业为例，豪华车销量于疫情后快速反弹，甚至超过疫情前的增速水平，远高于合资车和自主品牌车的低单位数增速。而在此消费升级的背后，可能彰显的是贫富差距的进一步拉开。

图7：中低收入家庭由疫情导致的财富缩水更严重



资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，招银国际证券

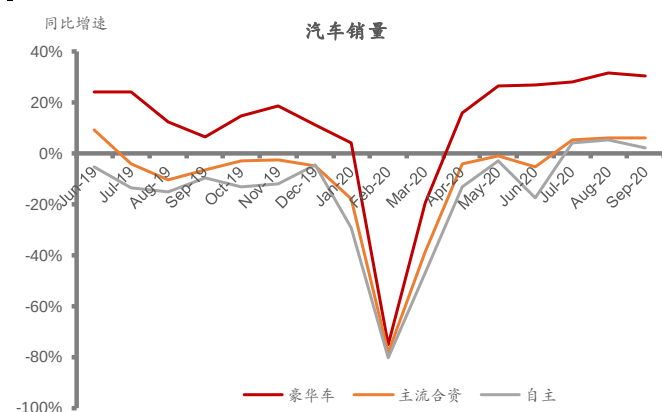
图8：疫情后对财富的预期与收入水平正相关



资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，招银国际证券

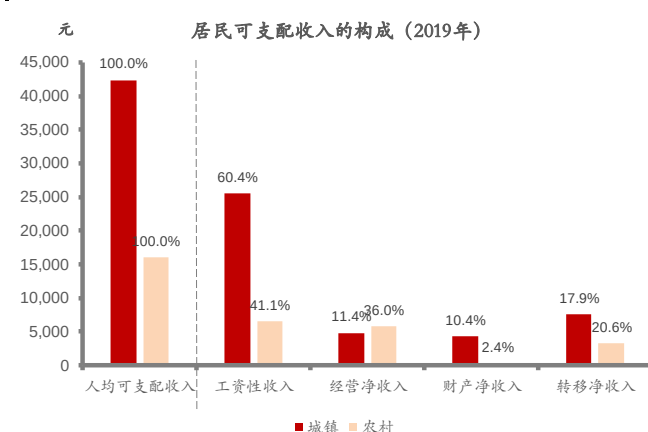
*注：财富预期指数>100表示认为未来的财富会增加

图9：豪华车销量复苏先于且快于合资和自主品牌



资料来源：乘联会，招银国际证券

图10：应加快探索多途径提升居民收入水平



资料来源：国家统计局，招银国际证券

实现“共同富裕”目标需要更多的努力。十四五规划建议稿在到 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标中提出“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”，并在改善人民生活品质部分突出强调“扎实推动共同富裕”，这在中央的全会上尚属首次。规划建议稿提及完善要素分配制度，探索通过土地、资本等要素使用权、收益权增加中低收入群体要素收入；多渠道增加城乡居民财产性收入；完善再分配机制，加大税收、社保、转移支付等调节力度和精准性，合理调节过高收入，取缔非法收入等措施。不难预见，随着经济逐步走出疫情笼罩，改善收入和财富分配格局会是十四五期间重要的政策目标。

（三）中美关系的长期之争

短期缓和，长期竞争。如若拜登顺利当选美国总统，中美经贸关系可能阶段性趋于缓和、正常化，并打开更多合作空间，拜登甚至有可能取消一部分先前对于中国出口商品加征的额外关税。然而中美战略竞争的格局将长期存在，拜登的对华态度预计仍然强硬、偏保护主义。相较于加征关税、行政制裁、威胁脱钩，拜登或许会偏向传统外交手段，降低两国战略误判、陷入冷战僵局的可能性。此外，拜登就任后，会积极修复与同盟国以及国际组织的关系，重塑美国在国际关系秩序上的领导力，从而利用多边机制来制约中国。所以不难判断，中美关系和经贸合作未来恐怕会更复杂，卷入更多的规则之争和领导力之争。

2021 年预测的基准假设

我们从疫情、国内政策、外部环境三个维度定义预测的基准情形如下：

- 1) 疫苗最快于 2020 年底问世，全球疫情在 2021 年上半年有望得到有效控制，不会再次爆发大规模感染，导致经济停摆；
- 2) 国内货币和财政政策正常化进程稳妥有序；
- 3) 中美经贸关系短期边际缓和，中长期基本维持现状，不会施加新的额外关税或进一步出台限制措施。全球经济稳步复苏，逐渐放开边境控制政策。

图 11：关于预测基准情形的假设

基准情形	上行风险	下行风险
------	------	------

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_934

