

主题策略

未来五年，十大趋势

十四五规划下的趋势梳理

十四五规划期：追求高质量增长下的机遇与挑战，未来五年十大趋势

十四五规划纲要已经发布，追求高质量增长成为十四五规划期间要求的显著特征。基于我们对十四五规划政策重点整理，结合对中国经济、金融发展阶段的理解，并基于其他经济体发展的经验与教训，我们梳理未来五年中国经济与金融发展值得关注的十大趋势如下：

一、科技创新与产业升级趋势加速，“中国制造”上台阶。科技创新对中国下一步发展的重要性不言而喻。十四五规划明确要求研发经费年均增长7%以上，科技创新与产业升级趋势强化，“三高一强”的“中国制造”再上台阶（高附加值、高技术含量、高质量、强品牌）。

二、消费和服务占经济的比例进一步提升，内需消费“精细化”。我们预计中国十四五期间有望成为全球最大单一消费市场，消费与服务占经济比例继续提升。结构上，我们预计中国“衣、食、住、行、康、乐”等各类消费与技术应用相结合，都将继续朝着“更舒适、更方便、更清洁、更美观、更健康”的方向进一步“精细化”。

三、数字产业化、产业数字化趋势方兴未艾，中国数字经济成为全球重要的一级。2020年的疫情加速了全球数字化转型。十四五规划中将“加速数字化发展，建设数字中国”单独成篇，尽管仍面临“核心层”技术不强等短板，中国有望借助内需优势成为全球数字经济重要一级。

四、出口结构“升级”，进口结构“降级”。在产业升级的趋势之下，中国在全球贸易中份额仍有提升空间，同时中国出口中附加值高的产品比例越来越高，进口中低附加值、初级产品的占比越来越高。

五、“品牌化”、“全球化”、“头部化”趋势强化。随着居民收入提高，我们预计中国“品牌化”及“品牌出海”将出现类似日本1970年代中后期以后的趋势，与高质量发展要求相匹配的研发投入、环保、金融资源利用等因素将强化多数行业企业“头部化”的趋势。

六、收入分配问题继续凸显，养老压力更加迫切。百年未有之变局底层因素之一就是全球各地的收入与财富分配问题，中国同样也面临类似挑战，且叠加人口老龄化问题。十四五规划在多个篇章涉及这两个话题。

七、居民资产配置进一步向金融资产倾斜，资产管理、财富管理大扩容，国际化配置需求强化。十四五规划虽然并未直接涉及这一内容，但结合中国当前发展阶段，居民资产配置有望更倾向金融资产、金融资产中逐步倾向中高风险资产、配置逐步国际化，我们预计将带来较多方面影响。

八、资本市场进一步开放，从“商品”大循环到“资本”大循环。资本市场开放在近年已经取得较大进展，在此基础上，未来五年中国资本进出双向规模预计将进一步增长，中国从全球“商品”大循环枢纽向“资本”大循环枢纽演进。

九、绿色发展主题得到进一步强化，促进行业分化、改变区域优势。绿色发展在十四五规划中重要性明显提升，且符合全球大趋势，预计将加速发展并在产业和地缘层面产生显著中长期影响。

十、地缘格局变迁，中国力保全方位安全。地缘格局的变迁，小概率事件频发，安全问题突出，十四五规划有较多篇幅来阐述安全相关的问题，包括建设粮食、能源、金融等领域的安全能力，也包括在科技等产业核心环节自主、食品与卫生安全、健全应急管理体系、国防现代化等趋势。

受益标的梳理与风险提示：我们在A股及港股也梳理了相关受益股票，参见图表 37/38。风险方面，关注全球资产配置不平衡、收入分配不平衡、通胀持续上升、债务压力、地缘结构变迁等结构性问题的潜在扰动。

分析员

王汉锋，CFA

SAC 执证编号：S0080513080002
SFC CE Ref: AND454
hanfeng.wang@cicc.com.cn

联系人

黄凯松

SAC 执证编号：S0080121020008
kaisong.huang@cicc.com.cn

联系人

何璐

SAC 执证编号：S0080120010032
SFC CE Ref: BQB821
lu5.he@cicc.com.cn

相关研究报告

- [市场策略 | 十四五规划系列\(1\): 八大主线看“十四五”](#) (2020.10.23)
- [市场策略 | 数字经济，十大趋势](#) (2020.09.20)
- [市场策略 | 中国股市生态的四大变化](#) (2020.12.20)

目录

“十四五”规划重点及未来五年十大趋势	4
一、科技创新与产业升级势头加速，“新中国制造”上台阶。	6
二、消费和服务占经济的比例进一步提升，内需“精细化”；	6
三、数字产业化、产业数字化趋势方兴未艾，中国数字经济成为全球重要的一级	8
四、出口结构“升级”，进口结构“降级”	10
五、“品牌化”、“全球化”、“头部化”趋势强化，多数行业头部集中趋势愈发明显；	15
六、收入分配问题继续凸显，养老压力更加迫切	17
七、居民资产配置进一步向金融资产倾斜，资产管理、财富管理大扩容，国际化配置需求强化	19
八、资本市场进一步开放，从“商品”大循环到“资本”大循环；	21
九、碳中和与绿色发展得到进一步强化，促进行业分化、改变区域优势	22
十、地缘格局变迁，中国力保全方位安全。	23

图表

图表 1：“十四五”与“十三五”量化指标对比	4
图表 2：中国五年规划的沿革及十四五规划的重点	5
图表 3：研发费用占 GDP 比例	6
图表 4：尽管受疫情冲击，中国“增速下行”、“结构转型、新老分化”的趋势仍在持续	7
图表 5：A 股、海外中资股、对中国销售敞口较大的海外跨国公司在这样的背景下新老经济长期表现分化	7
图表 6：实体经济中消费和服务相关新经济占比持续提升，股市新老板块表现分化	8
图表 7：我们预计中国消费市场在逐步成为全球最大的单一消费市场	8
图表 8：按照技术“硬核”维度和应用场景维度对核心层公司进行分类	9
图表 9：数字经济浪潮中的大趋势（参看《数字经济：十大趋势》）	10
图表 10：中国在全球出口份额中的占比有可能会进一步提升，甚至远高于日本和德国顶峰时期的水平	11
图表 11：日本走向高质量发展阶段呈现的产业结构变化：出口结构升级，进口结构降级	11
图表 12：日本经济实现高质量发展的阶段，出口结构的升级及进口结构的降级：高附加值的机械类商品占比从 1970 年的 46% 持续扩张至 1990 年的 75%	12
图表 13：中国进出口结构变化反映出产业结构变迁及产业升级趋势	12
图表 14：中国出口结构变化	13
图表 15：各贸易子行业贸易专业化系数（（出口-进口）/（出口+进口）%）显示的中国产业比较优势变迁	13
图表 16：中国在全球产业链上的优势较为独特：相比发达国家高端人才成本仍低，比发展中经济体技术领先。	14
图表 17：消费领域的“品牌化”趋势（下面仅做示例，并不一定代表推荐）	15
图表 18：制造领域的“品牌化”趋势（下面仅做示例，并不一定代表推荐）	16
图表 19：日本 1970 年代中后期，对外直接投资特别是对美国的直接投资大幅增长	16
图表 20：日本对外直接投资占比：分目的地	17
图表 21：日本对外直接投资占比：分行业	17
图表 22：我国自 2010 年起已经进入了人口拐点，总抚养比开始升高	18
图表 23：我国的人口结构金字塔底部逐渐缩小	18
图表 24：迎接居民家庭资产配置的拐点	19
图表 25：中国、美国、日本、德国、英国居民资产配置结构（2019）	20
图表 26：2017 年以来，居民资产中不动产、存款、理财和信托的比例有了一个台阶式的下移	20
图表 27：调查显示中国居民在资产配置中对房地产很有“好感”	20
图表 28：我们基于人口年龄结构做的估算显示，未来五年居民资产中不动产占比可能降低 10 个百分点左右	21
图表 29：根据我们估算，中国居民金融风险资产规模有望在未来五年翻番，年化增速将达到 14% 左右	21

图表 31: 中国资本市场可能在十四五期间进一步大发展, 根据名义 GDP 及证券化率估算的未来 5 年中国股市市值..	21
图表 32: 中国经济占全世界的比例与外资占中国的比例	22
图表 33: 非化石能源在能源消费中占比从 1980 年的 9% 逐渐提升至 2019 年的 16%.....	23
图表 34: 可再生能源的容量扩张的份额近年来持续上升, 2019 年达占新增容量的 72%	23
图表 35: 绿色经济年产值 (累计数据)	23
图表 36: 绿色能源累计投资	23
图表 37: 未来五年十大趋势 A 股受益代表性个股梳理	24
图表 38: 未来五年十大趋势海外中资股受益代表性个股梳理	25

“十四五”规划重点及未来五年十大趋势

十四五规划及2035年远景目标纲要已经发布。我们在2020年10月发布《八大主线看“十四五”》的主题报告，对比刚发布的十四五规划，大主线总体符合预期，但更加综合全面、更加深入。在深入解读十四五规划全文的基础上，基于十四五规划的内容，我们总结十四五期间中国经济金融领域可能出现的十大趋势，并梳理相关投资机会。

总体上，中国经济和社会发展在十三五期间取得了显著成绩，与此同时又有很多新的发展。十四五规划是在这些新的发展基础上，基于内外的新环境，对十三五规划做了继承和拓展。我们对十四五规划重点内容与此前五年规划重点的对比和衔接，参见图表1和2。

图表1：“十四五”与“十三五”量化指标对比

十三五规划目标					十四五规划目标					
指标	2015年	2020年	年均增速% [累计]	属性	指标	2020年	2025年	年均/累计	属性	
经济发展					经济发展					
国内生产总值 (GDP) (万亿元)	67.7	>92.7	>6.5	预期性	国内生产总值 (GDP) 增长率 (%)	2.3	-	保持在合理区间, 各年度视情况提出	预期性	
全员劳动生产率 (万元/人)	8.7	>12	>6.6	预期性	全员劳动生产率增长率 (%)	2.5	-	高于GDP增长	预期性	
城镇化率	56.1	60	[3.9]	预期性	常住人口城镇化率 (%)	60.6*	65	-	预期性	
服务业增加值比重%	50.5	56	[5.5]	预期性	户籍人口城镇化率 (%)	-	-	-	预期性	
创新驱动					创新驱动					
研究与试验发展经费投入强度%	2.1	2.5	[0.4]	预期性	全社会研发经费投入增长率 (%)	-	-	>7, 力争投入强度 高于“十三五”	预期性	
每万人口发明专利拥有量 (件)	6.3	12	[5.7]	预期性	每万人口发明专利拥有量 (件)	6.3	12	-	预期性	
科技进步贡献率%	55.3	60	[4.7]	预期性	数字经济核心产业增加值占GDP比重 (%)	7.8	10	-	预期性	
互联网普及率	40	70	[30]	预期性						
固定宽带家庭普及率%	57	85	[28]	预期性						
移动宽带用户普及率%	-	-	-	-						
民生福祉					民生福祉					
居民人均可支配收入增长%	-	-	>6.5	预期性	居民人均可支配收入增长%	2.1	-	与GDP增长基本同步	预期性	
劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	10.23	10.8	[0.57]	约束性	城镇调查失业率 (%)	5.2	-	<5.5	预期性	
城镇新增就业人数 (万人)	-	-	[>5000]	预期性	劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	10.8	11.3	-	约束性	
农村贫困人口脱贫 (万人)	-	-	[5575]	约束性	每千人口拥有执业医师数 (人)	2.9	3.2	-	预期性	
基本养老保险参保率%	82	90	[8]	预期性	基本养老保险参保率%	91	95	-	预期性	
城镇棚户区住房改造 (万套)	-	-	[2000]	约束性	每千人口拥有3岁以下婴幼儿托位数 (个)	1.8	4.5	-	预期性	
人均预期寿命 (岁)	-	-	[1]	预期性	人均预期寿命 (岁)	77.3*	-	[1]	预期性	
资源环境					绿色发展					
耕地保有量 (亿亩)	18.65	18.65	[0]	约束性	单位GDP能源消耗降低%	-	-	[13.5]	约束性	
新增建设用地规模 (万亩)	-	-	[<3256]	约束性	单位GDP二氧化碳排放降低%	-	-	[18]	约束性	
万元GDP用水量下降%	-	-	[23]	约束性	地级及以上城市空气质量优良天数比率%	87	87.5	-	约束性	
单位GDP能源消耗降低%	-	-	[15]	约束性	达到或好于III类水体比例%	83.4	85	-	约束性	
非化石能源占一次能源消费比重%	12	15	[3]	约束性	森林覆盖率%	23.2*	24.1	-	约束性	
单位GDP二氧化碳排放降低%	-	-	[18]	约束性						
森林发展	森林覆盖率%	21.66	23.04	[1.38]	约束性					
	森林蓄积量 (亿立方米)	151	165	[14]	约束性					
空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比率%	76.7	>80	-	约束性	粮食安全生产能力 (亿吨)	-	>6.5	-	约束性
	细颗粒物 (PM2.5) 未达标地级及以上城市浓度下降 ¹	-	-	[18]	约束性	能源综合生产能力 (亿吨标准煤)	-	>46	-	约束性
地表水质量	达到或好于III类水体比例%	66	>70	-	约束性					
	劣V类水体比例%	9.7	<5	-	约束性					
主要污染物排放总量减少%	化学需氧量	-	-	[10]	约束性					
	氨氮	-	-	[10]	约束性					
	二氧化硫	-	-	[15]	约束性					
	氮氧化物	-	-	[15]	约束性					

注: 1) GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算, 绝对数按2015年不变价计算。2) []内为5年累计数。3) PM2.5未达标地级市均值超过35微克/立方米

注: 1) []内为5年累计数; 2) *的为2019年数据。3) 能源综合生产能力指煤炭、石油、天然气、非化石能源生产能力之和。4) 2020年地级及以上城市空气质量优良天数比率和地表水达到或好于III类水体比例指标值受新冠肺炎疫情等因素影响, 明显高于正常年份。5) 2020年全员劳动生产率增长2.5%为预计数。

资料来源: 新华网, 中金公司研究部

基于十四五规划的重点内容,并综合我们对当前中国经济、金融与社会发展的理解,我们总结十四五期间中国经济与金融领域有如下十大趋势值得关注:

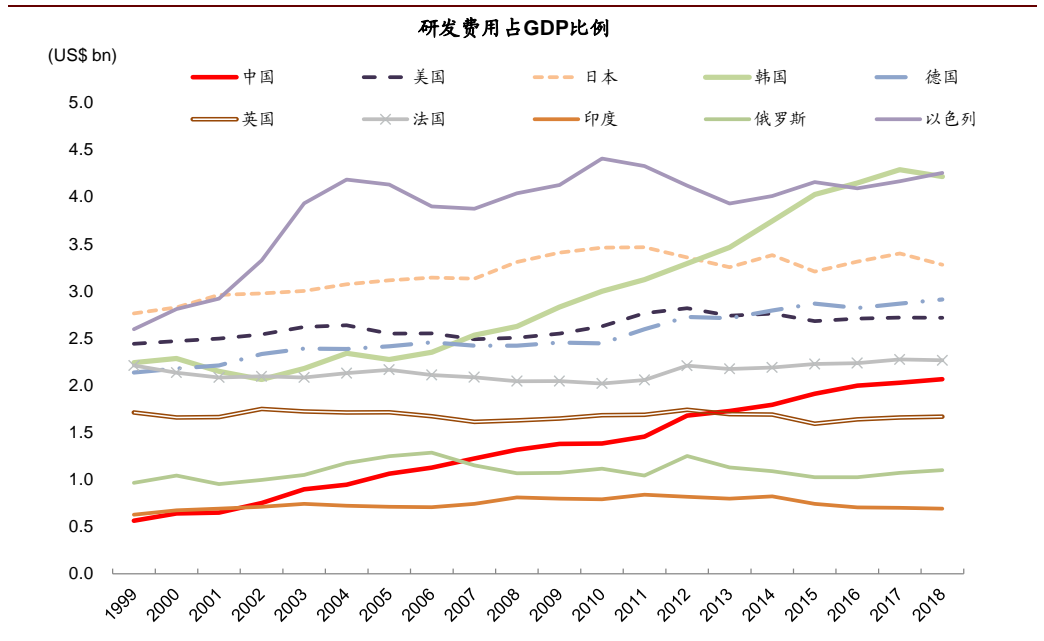
一、科技创新与产业升级势头加速,“新中国制造”上台阶。

考虑到中国当前发展阶段,考虑到中国目前面临的“百年未有之大变局”的内外部形势,科技创新对中国进一步发展的重要性不言而喻。十四五规划也将这一点作为开篇之后的“第二篇”重点内容,可见“创新驱动”在未来五年中国经济与社会发展中的重要性。

从具体操作目标上,规划首次明确列示全社会研发经费投入年均增长7%以上、力争投入强度高于“十三五”时期;对企业投入基础研究实行税收优惠,鼓励社会以捐赠和建立基金等方式多渠道投入,形成持续稳定投入机制,基础研究经费投入占研发经费投入比重提高到8%以上;战略性新兴产业增加值占GDP比重超过17%;确保中央国有工业企业研发支出年增长率明显超过全国平均水平;同时实现多方面机制保障,包括从资本市场的角度“畅通科技型企业国内上市融资渠道,增强科创板“硬科技”特色,提升创业板服务成长型创新创业企业功能”,等等。

结合这些综合举措,并结合中国制造业升级这些年发展取得的进展,借助中国“大市场”、“大、长、全的产业链”、“大基建”、“人才红利”等四大产业优势,我们估计未来五年科技创新与产业升级势头加速。中国制造正在从传统的“三低一弱”(低附加值、低技术含量、低质量、弱品牌),逐步走向“三高一强”的“新中国制造”(高附加值、高技术含量、高质量、强品牌)。

图表3: 研发费用占GDP比例



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

二、消费和服务占经济的比例进一步提升,内需“精细化”;

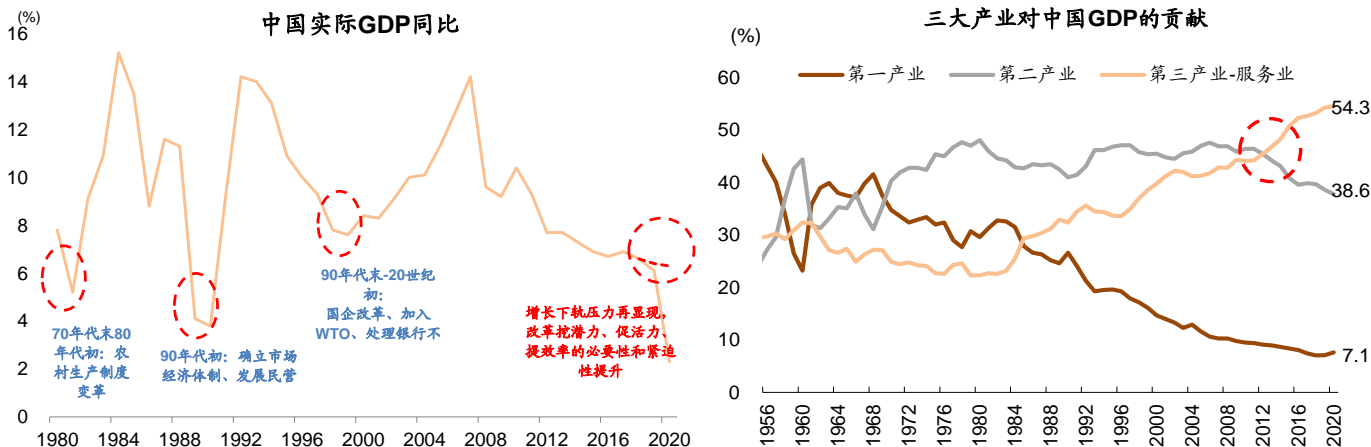
随着中国人均GDP突破1万美元,中国在全球经济中的占比以及人均GDP绝对水平的提升,中国的内需与消费的重要性在当前阶段进一步凸显。十四五规划也从多个方面对此进行了前瞻和规划,包括“形成强大国内市场”、“加快培训完整内需体系”、“完善新型城镇化战略”、“增进民生福祉”等多个方面。

实际上,中国消费市场的绝对规模及相对占比的提升早已经开始(参见我们2010年3月23日《看好消费买什么》的主题报告)。过去十年中,我们也一直以“宏观增速下行,

消费和服务占比提升”的“新老结构转换”的框架来看中国经济及资本市场中的趋势，以消费和服务为代表的“新经济指数”大幅跑赢与固定资产投资相关的“老经济指数”。

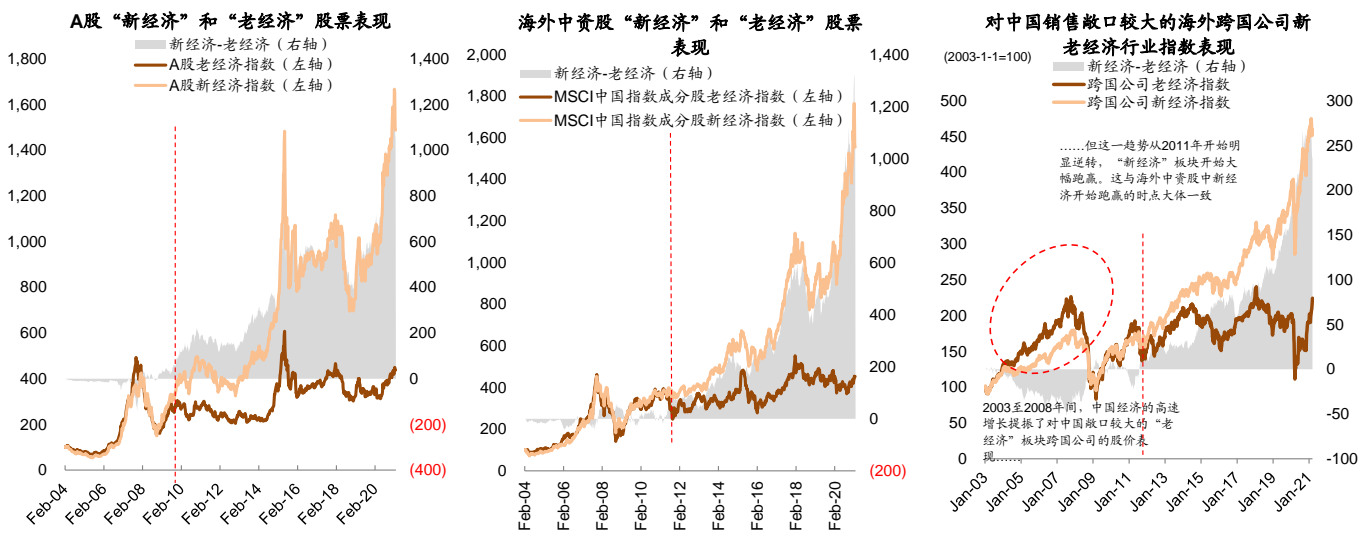
十四五期间，消费与服务的升级将继续是投资中国的最佳赛道之一。总量上，我们预计中国有望成为全球最大单一消费市场。结构上，“双循环”新发展格局之下内需与消费将提到新的高度。随着居民收入水平的进一步提高，中国与“衣、食、住、行、康、乐”相关的各类内需和消费都将朝着“更舒适、更方便、更清洁、更美观、更健康”的方向进一步“精细化”。随着中国交通网络及移动互联网等继续渗透与升级，整体居民收入水平提升与结构改善，地域层面东中西、城与乡互动，不同年龄层次、教育背景、收入水平群体间互促，叠加5G应用及科技周期的深化，消费领域仍可能异彩纷呈，“衣、食、住、行、康、乐”等领域结合新技术应用，将推升诸多新产品、新客群、新渠道、新模式，等等。

图表4: 尽管受疫情冲击，中国“增速下行”、“结构转型、新老分化”的趋势仍在持续



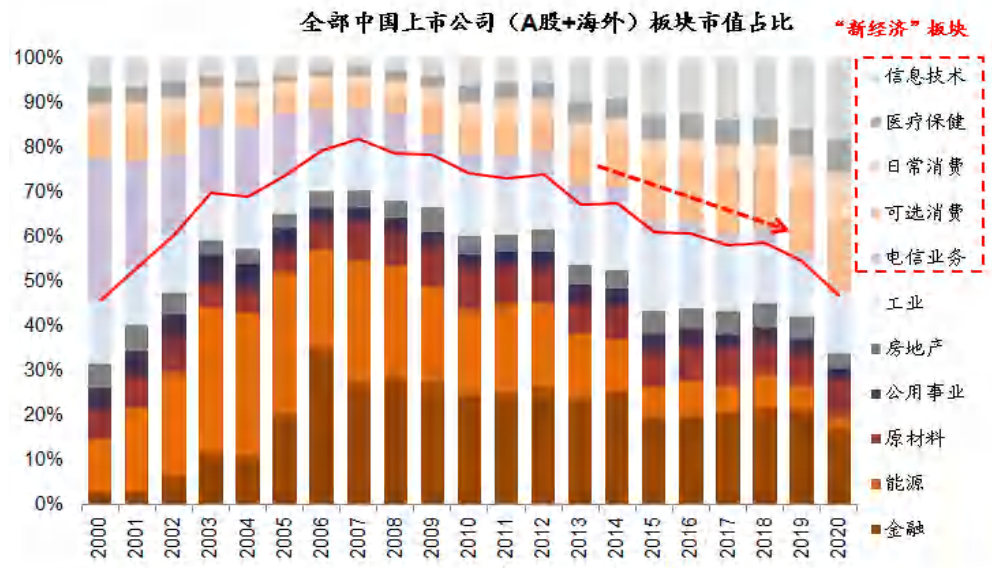
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表5: A股、海外中资股、对中国销售敞口较大的海外跨国公司在这样的背景下新老经济长期表现分化



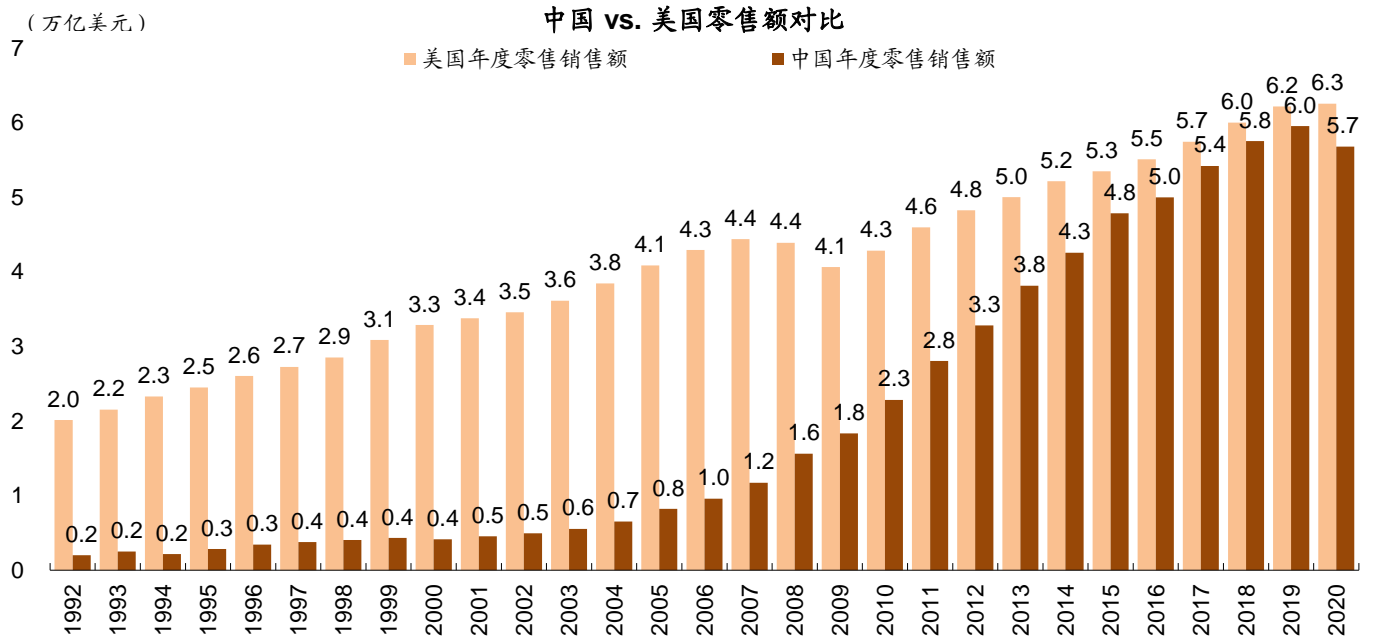
资料来源: Factset, 中金公司研究部 (数据截至2021年3月12日)

图表6: 实体经济中消费和服务相关新经济占比持续提升, 股市新老板块表现分化



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表7: 我们预计中国消费市场在逐步成为全球最大的单一消费市场



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

三、数字产业化、产业数字化趋势方兴未艾, 中国数字经济成为全球重要的一级

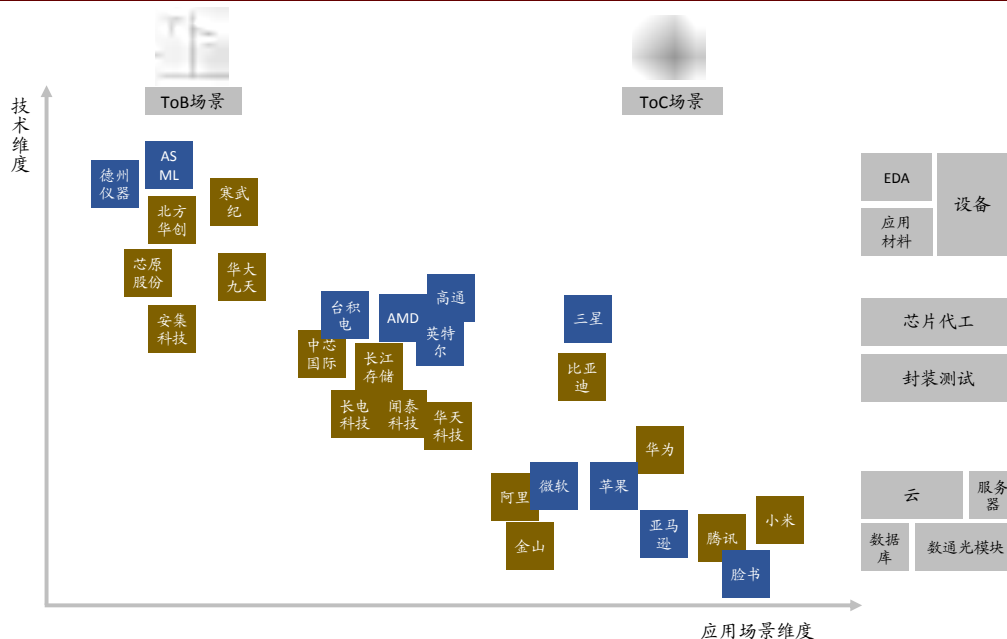
2020年百年一遇的疫情, 加速了全球数字化转型。2021年数字化转型仍在加速, 十四五规划中将“加速数字化发展, 建设数字中国”单独成篇, 并提出“数字经济核心产业增

加值占 GDP 比重由 7.8%提升至 10%”的目标, 凸显这一话题的重要性。

中金在 2020 年 9 月份发布《数字经济: 下个十年》的主题报告, 我们在报告中梳理了数字经济下的十大趋势, 包括: 1) 数字经济改变地缘格局, 中美可能继续引领数字经济浪潮; 2) 服务在线化、平台化; 3) 服务可贸易; 4) 制造自动化、智能化, 产品生产者与使用者的持续关联; 5) 制造的定制化、个性化与响应及时化, 工厂到消费者距离缩短, 产品规模化与个性化矛盾得到调和; 6) 数字催生平台“巨型化”: 平台属性强的企业规模仍可能进一步扩容; 7) 数字改变企业资产结构: 企业轻实物资产、重人力资本、重数据资产, 人才和创新能力更加重要; 8) 数字改变个人: 教育、学习的终生化; 9) 数字改变公共服务: 数字政务、智慧城市升级; 10) 中国可能加大力度推动自身数字经济核心层硬件与软件的技术进步及进口替代。

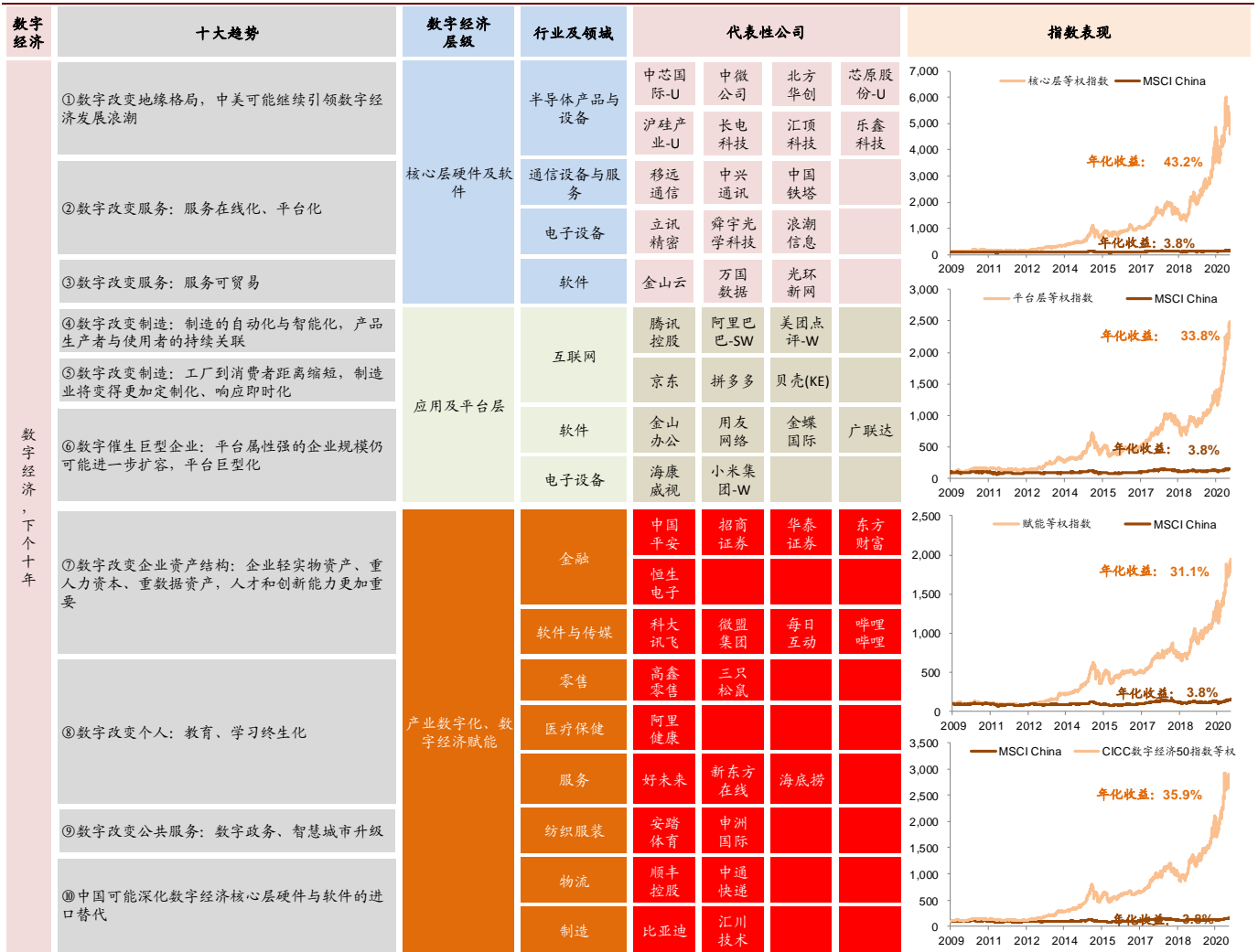
中国目前在数字经济的平台和应用层已经显现一定的竞争力, 但在数字经济的核心层还面临较大的挑战。我们相信, 未来五年, 数字产业化、产业数字化的趋势将进一步强化, 在全球来看, 中国数字经济也有望借助大市场及科技创新的趋势, 成为全球重要的一级。

图表 8: 按照技术“硬核”维度和应用场景维度对核心层公司进行分类



资料来源: 中金公司研究部

图表9：数字经济浪潮中的大趋势（参看《数字经济：十大趋势》）



资料来源：Factset，中金公司研究部

四、出口结构“升级”，进口结构“降级”

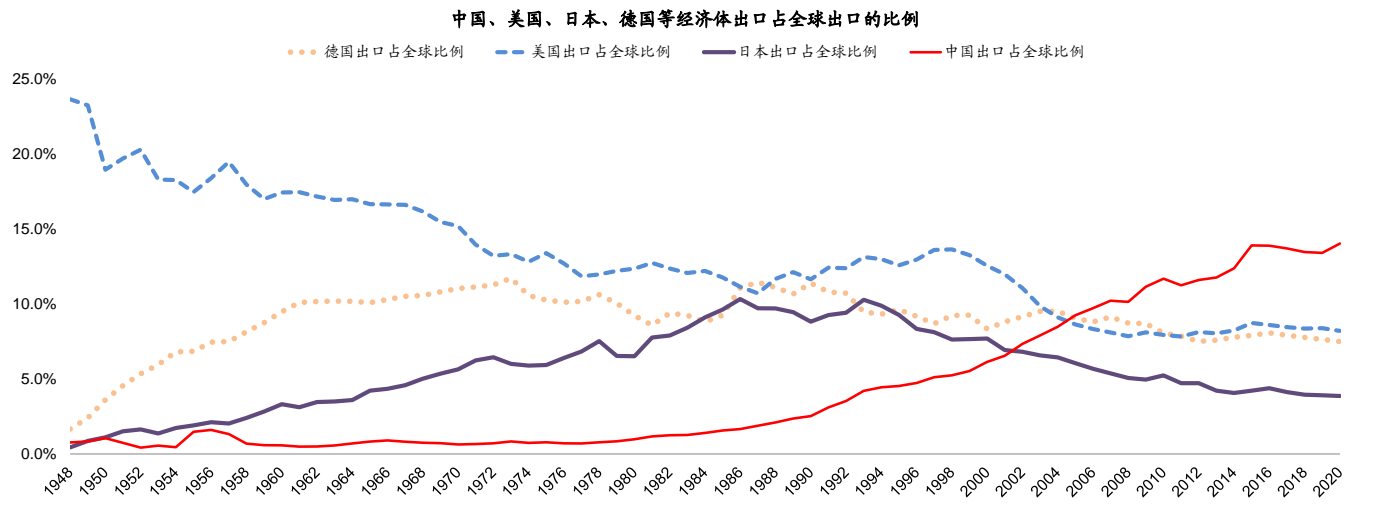
十四五规划对科技创新、产业升级、对内需消费以及外循环的强调，综合下来，我们预计：

- 1) 中国占全球出口的份额可能进一步上升，甚至达到远超当年日本、德国等经济体在高峰时期贸易占全球比例的水平；
- 2) 出口结构“升级”：中国在越来越多的领域特别是一些中高附加值产业领域实现出口，整体出口结构中，我们预计逐步从低附加值领域走向高附加值领域，高附加值产品的出口量占中国出口的比例进一步提升；
- 3) 进口结构“降级”：随着中国原来越来越多的领域实现产业自主，中国进口产品中高附加值、高技术含量的产品占比可能会逐步下降，而随着基于比较优势的区域化、全球化分工，一些低附加值、初级产品中国可能会进一步依赖进口而自身不生产。在这样的背景下，中国的进口可能会进一步呈现“低端化、初级化”的趋势，也就是进口结构的“降级”

我们注意到，类似的现象在日本在1970年代中后期走向高质量发展的阶段也曾经出现过。从国际上看，高收入国家之所以是高收入国家，原因在于它的产业结构倾向于进口低附加值产品而出口高附加值产品，低收入国家之所以是低收入国家，原因在于它的产业结

构倾向于进口高附加值产品而出口低附加值产品。中国谋求建立新发展格局、科技创新和产业升级,在贸易方面,可能会体现为“出口结构升级,进口结构降级”的趋势。

图表 10: 中国在全球出口份额中的占比有可能会进一步提升,甚至远高于日本和德国顶峰时期的水平



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 11: 日本走向高质量发展阶段呈现的产业结构变化: 出口结构升级, 进口结构降级

日本制造业国际竞争力(贸易专业化系数)演变

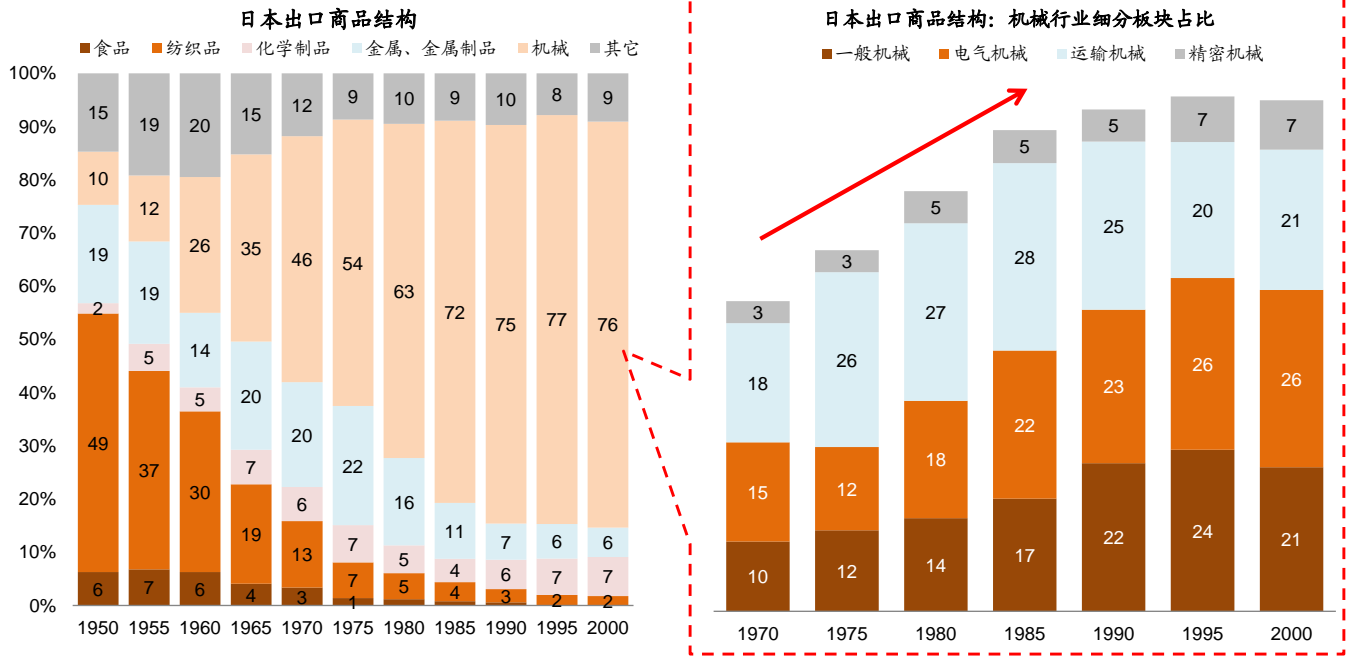
注: 贸易专业化系数=(出口量-进口量)/(出口量+进口量)

20世纪70年代后美日贸易摩擦加剧

	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990
钢铁	0.89	0.04	0.61	0.63	0.89	0.83	0.74	0.99
电子、通讯	-0.24	0.45	0.02	-0.15	0.26	0.51	0.74	0.97
汽车	-0.23	0.81	0.77	0.89	0.91	0.95	0.95	0.97
一般机械	0.12	-0.02	0.24	0.25	0.57	0.69	0.75	0.75
精密机械	0.49	0.49	0.59	0.38	0.46	0.58	0.58	0.74
其他电气机械	0.53	0.41	0.47	0.40	0.45	0.44	0.52	0.67
民生用电机械	0.76	0.95	0.94	0.94	0.90	0.92	0.93	0.59
办公用机械	-0.92	-0.91	-0.45	0.52	0.57	0.90	0.96	0.52
其他运输机械	0.88	0.71	0.77	0.63	0.80	0.51	0.53	0.36
金属制品	0.85	0.90	0.83	0.79	0.84	0.78	0.75	0.36
塑料制品	0.44	0.80	0.80	0.76	0.55	0.46	0.53	0.32
橡胶制品	0.92	0.94	0.94	0.90	0.68	0.56	0.50	0.27
陶瓷土石	0.87	0.79	0.83	0.72	0.72	0.52	0.47	0.17
化学制品	0.27	-0.34	0.14	0.13	0.36	0.12	0.09	0.06
重化机械	0.05	0.22	0.51	0.49	0.59	0.74	0.74	-0.01
出版	0.15	-0.23	-0.01	0.25	-0.41	-0.08	0.19	-0.18
纸制品	0.04	0.18	-0.19	-0.16	-0.08	-0.31	-0.23	-0.27
纺织	0.97	0.90	0.86	0.58	0.21	0.07	-0.02	-0.48
其它制造业	0.95	0.90	0.59	0.30	0.12	-0.10	0.02	-0.51
非铁金属	0.51	-0.64	-0.33	-0.52	-0.37	-0.38	-0.57	-0.65
石油制品	-0.74	-0.73	-0.53	-0.70	-0.46	-0.72	-0.73	-0.66
食品	0.45	-0.50	-0.60	-0.59	-0.77	-0.75	-0.78	-0.89
木制品	0.88	0.83	0.45	-0.33	-0.74	-0.74	-0.77	-0.90

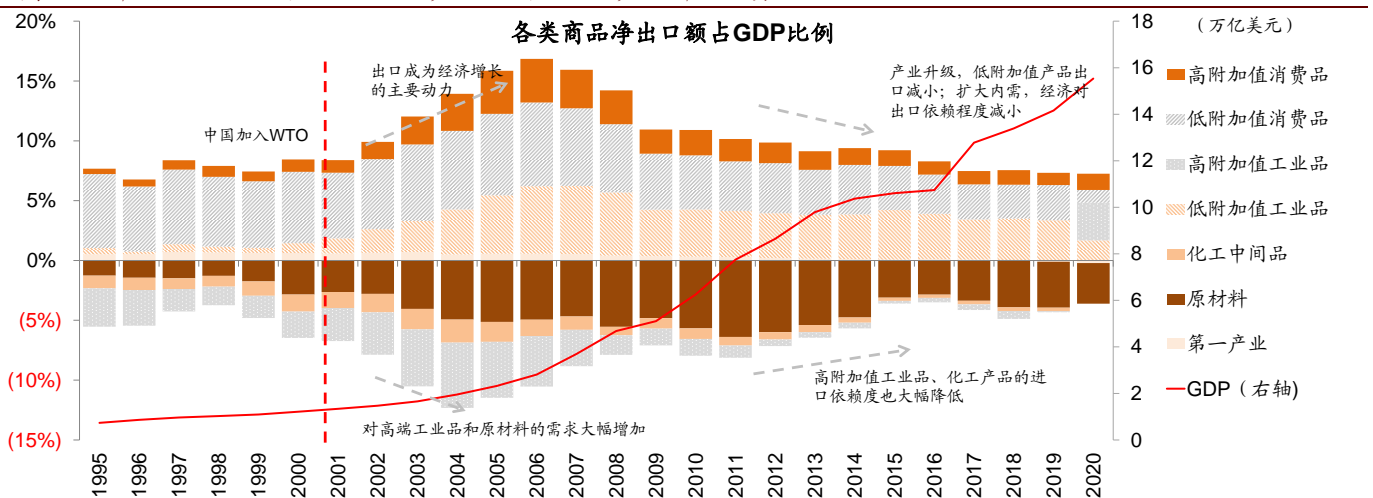
资料来源:《日美贸易摩擦与日本产业结构调整》, 中金公司研究部

图表 12: 日本经济实现高质量发展的阶段, 出口结构的升级及进口结构的降级: 高附加值的机械类商品占比从 1970 年的 46% 持续扩张至 1990 年的 75%



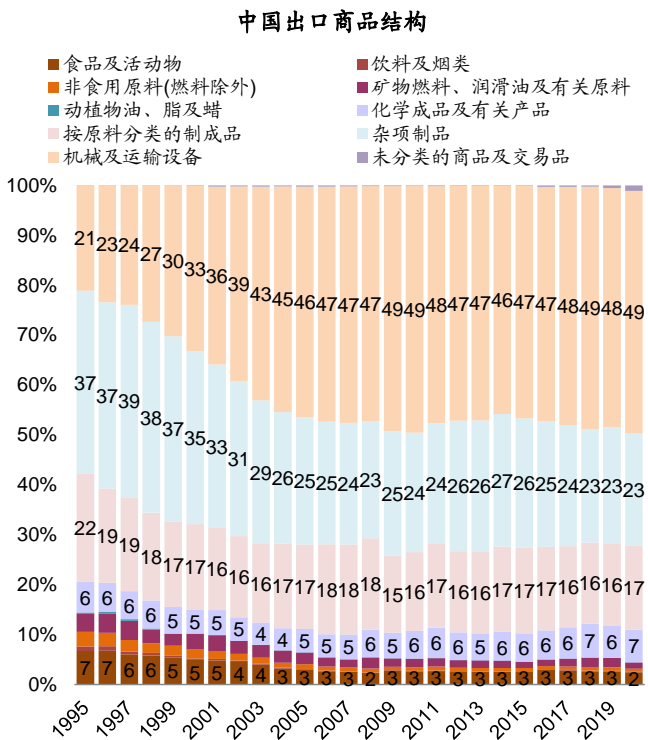
资料来源: 日本统计局, 中金公司研究部

图表 13: 中国进出口结构变化反映出产业结构变迁及产业升级趋势

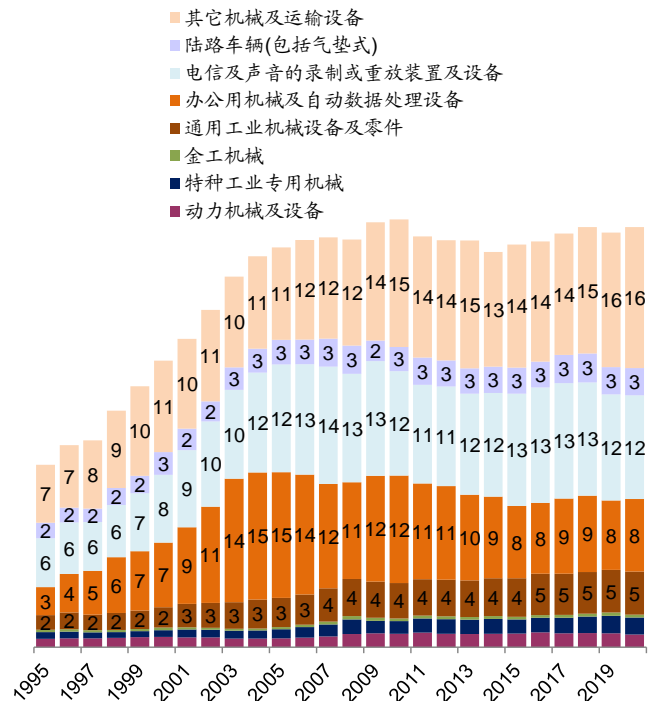


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 14: 中国出口结构变化



中国出口商品结构: 机械行业细分板块占比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 15: 各贸易子行业贸易专业化系数((出口-进口)/(出口+进口)%)显示的中国产业比较优势变迁

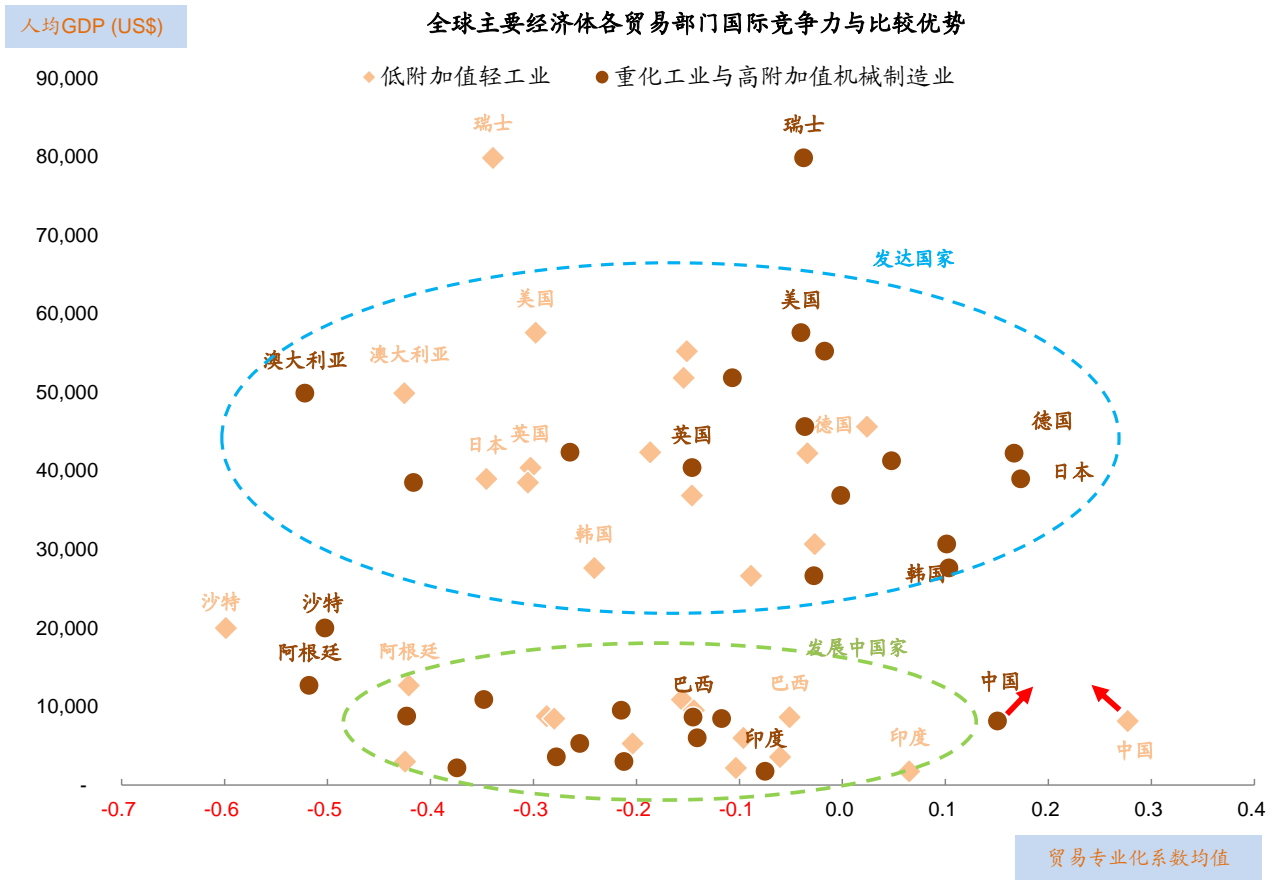
贸易专业化系数 = (出口额 - 进口额) / (出口额 + 进口额)

中国制造业贸易比较优势演变

贸易专业化系数	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
服装及衣着附件	0.92	0.93	0.93	0.93	0.94	0.93	0.94	0.95	0.95	0.96	0.96	0.97	0.96	0.97	0.96	0.95	0.94	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90	0.89	0.87	0.87
家具及其零件、漆器及类似填充制品	0.93	0.94	0.93	0.94	0.93	0.91	0.92	0.89	0.90	0.93	0.93	0.93	0.93	0.92	0.92	0.91	0.92	0.92	0.91	0.92	0.91	0.90	0.90	0.92	0.94
鞋靴	0.91	0.92	0.93	0.93	0.94	0.94	0.95	0.94	0.94	0.94	0.95	0.94	0.93	0.94	0.94	0.93	0.93	0.93	0.92	0.90	0.88	0.86	0.82	0.79	0.73
旅行用品、手提包及类似品	0.98	0.99	0.99	0.99	0.98	0.98	0.98	0.98	0.96	0.96	0.95	0.94	0.93	0.92	0.90	0.89	0.89	0.89	0.88	0.88	0.86	0.84	0.81	0.77	0.65
软木及木制品(家具除外)	0.02	0.06	0.02	0.15	0.21	0.41	0.48	0.50	0.64	0.74	0.83	0.85	0.86	0.87	0.88	0.87	0.84	0.82	0.82	0.80	0.80	0.81	0.80	0.77	0.77
其它杂项制品	0.68	0.74	0.77	0.75	0.74	0.73	0.74	0.72	0.70	0.71	0.72	0.71	0.73	0.70	0.70	0.74	0.79	0.80	0.81	0.78	0.77	0.77	0.77	0.77	0.79
电信及声音的录制或重放装置及设备	0.21	0.27	0.17	0.16	0.22	0.28	0.39	0.40	0.47	0.53	0.55	0.63	0.65	0.64	0.65	0.62	0.58	0.55	0.61	0.61	0.61	0.62	0.64	0.65	0.64
办公用机械及自动数据处理设备	0.33	0.35	0.34	0.27	0.26	0.30	0.36	0.44	0.49	0.51	0.54	0.54	0.56	0.55	0.56	0.57	0.55	0.59	0.58	0.58	0.61	0.59	0.56	0.57	0.57
橡胶制品	0.40	0.43	0.48	0.31	0.43	0.38	0.39	0.26	0.33	0.46	0.40	0.47	0.44	0.38	0.33	0.40	0.41	0.42	0.46	0.51	0.57	0.58	0.61	0.59	0.57
纸及纸板; 纸浆、纸及纸板制品	-0.56	-0.54	-0.56	-0.62	-0.47	-0.41	-0.41	-0.31	-0.23	-0.04	0.14	0.26	0.29	0.33	0.36	0.45	0.51	0.58	0.62	0.65	0.64	0.57	0.51	0.61	0.48
其它原材料制成品	0.10	0.17	0.18	0.16	0.15	0.19	0.23	0.26	0.30	0.35	0.38	0.36	0.42	0.32	0.33	0.35	0.38	0.40	0.35	0.48	0.47	0.46	0.44	0.49	0.49
钢铁	-0.33	-0.20	-0.34	-0.48	-0.38	-0.55	-0.61	-0.64	-0.26	-0.15	0.20	0.36	0.45	-0.06	0.22	0.34	0.40	0.44	0.53	0.50	0.42	0.44	0.37	0.09	0.09
通用工业机械设备及零件	-0.45	-0.34	-0.24	-0.25	-0.14	-0.15	-0.13	-0.10	-0.07	0.03	0.10	0.21	0.22	0.16	0.18	0.21	0.28	0.31	0.32	0.37	0.40	0.39	0.44	0.41	0.44
动力机械及设备	-0.35	-0.33	-0.35	-0.34	-0.27	-0.26	-0.25	-0.29	-0.28	-0.20	-0.10	-0.01	0.06	0.01	0.02	0.07	0.14	0.18	0.20	0.26	0.27	0.22	0.24	0.23	0.24
食品及活动物	0.29	0.44	0.47	0.49	0.44	0.44	0.47	0.49	0.35	0.41	0.44	0.46	0.40	0.37	0.31	0.27	0.19	0.14	0.11	0.07	0.11	0.07	0.01	-0.11	-0.21
摄影器材、光学物品及钟表	0.27	0.32	0.31	0.27	0.23	0.13	0.12	0.07	-0.02	-0.05	-0.11	-0.07	-0.09	-0.12	-0.09	-0.08	-0.04	-0.01	-0.00	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.04	-0.09
陆路车辆(包括气垫式)	0.08	0.21	0.29	0.26	0.29	0.19	0.08	-0.02	0.11	0.28	0.24	0.28	0.27	0.01	-0.05	-0.04	-0.06	-0.07	-0.11	-0.01	-0.06	-0.04	0.01	0.03	0.05
特种工业专用机械	-0.84	-0.77	-0.74	-0.72	-0.69	-0.68	-0.69	-0.68	-0.65	-0.47	-0.36	-0.28	-0.14	-0.18	-0.30	-0.27	-0.03	0.02	0.02	0.04	0.02	-0.06	-0.12	-0.02	-0.05
其它机械及运输设备	-0.14	-0.10	-0.10	-0.15	-0.19	-0.24	-0.27	-0.30	-0.30	-0.28	-0.25	-0.22	-0.13	-0.13	-0.09	-0.07	-0.07	-0.08	-0.10	-0.08	-0.11	-0.12	-0.14	-0.07	-0.07
化学成品及有关产品	-0.34	-0.31	-0.32	-0.40	-0.43	-0.41	-0.44	-0.43	-0.43	-0.37	-0.32	-0.28	-0.20	-0.29	-0.26	-0.22	-0.22	-0.23	-0.18	-0.14	-0.15	-0.16	-0.14	-0.15	-0.12
专业、科学及控制用仪器和装置	-0.38	-0.22	-0.20	-0.22	-0.26	-0.41	-0.49	-0.53	-0.50	-0.42	-0.40	-0.33	-0.30	-0.27	-0.28	-0.26	-0.20	-0.19	-0.19	-0.16	-0.16	-0.16	-0.18	-0.15	-0.09
金工机械	-0.80	-0.69	-0.71	-0.71	-0.61	-0.69	-0.75	-0.74	-0.74	-0.67	-0.60	-0.47	-0.33	-0.36	-0.48	-0.50	-0.45	-0.33	-0.33	-0.27	-0.25	-0.26	-0.22	-0.07	-0.00
饮料及烟类	0.46	0.53	0.69	0.58	0.34	0.36	0.43	0.35	0.38	0.20	0.07	-0.00	-0.11	-0.09	-0.12	-0.24	-0.26	-0.27	-0.29	-0.27	-0.27	-0.34	-0.35	-0.38	-0.43
皮革、皮革制品及已鞣毛皮	-0.66	-0.63	-0.57	-0.57	-0.50	-0.32	-0.30	-0.27	-0.22	-0.20	-0.21	-0.34	-0.50	-0.52	-0.52	-0.47	-0.42	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.42	-0.34	-0.24	-0.04
矿物燃料、润滑油及有关原料	-0.07	-0.19	-0.13	-0.31	-0.45	-0.35	-0.39	-0.45	-0.54	-0.57	-0.67	-0.68	-0.68	-0.72	-0.75	-0.79	-0.82	-0.81	-0.80	-0.75	-0.74	-0.75	-0.76	-0.76	-0.79
动植物油、脂及蜡	-0.64	-0.44	-0.66	-0.82	-0.79	-0.75	-0.89	-0.93	-0.93	-0.85	-0.83	-0.92	-0.90	-0.92	-0.91	-0.92	-0.89	-0.86	-0.84	-0.85	-0.81	-0.76	-0.78	-0.77	-0.77
未分类的商品及交易品	-0.96	-0.99	-0.99	-0.99	-0.76	-0.48	-0.41	-0.15	-0.16	-0.11	0.08	0.06	-0.44	-0.34	-0.85	-0.91	-0.96	-0.97	-0.95	-0.94	-0.86	-0.84	-0.86	-0.63	0.12
非食用原料(燃料除外)	-0.45	-0.48	-0.51	-0.53	-0.64	-0.68	-0.68	-0.74	-0.81	-0.81	-0.83	-0.86	-0.87	-0.89	-0.90	-0.90	-0.90	-0.90	-0.89	-0.88	-0.88	-0.89	-0.89	-0.89	-0.90

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 16: 中国在全球产业链上的优势较为独特: 相比发达国家高端人才成本仍低, 比发展中经济体技术领先。



资料来源: IMF, UNCTAD, 中金公司研究部

五、“品牌化”、“全球化”、“头部化”趋势强化，多数行业头部集中趋势愈发明显；

十四五规划中最强调的方向之一就是“高质量”发展，高质量发展具有非常丰富的含义，对企业来说：

- 1) **“品牌化”的趋势得到强化：**中国发展过程中，一直被人诟病的现象之一是“缺乏品牌”，这一现象此前在很多领域都存在。我们认为这与中国经济和社会发展阶段相关。但是，到了当前，随着居民收入水平的提高，随着十四五规划进一步强调“高质量”发展，从企业发展内生需求和企业发展面临的外部发展条件出发，并结合日本、韩国等地发展经验，我们认为中国企业“品牌化”的趋势将在未来五年进一步显现，无论是在消费、服务领域还是在生产领域，可能会涌现一批知名品牌。
- 2) **全球化、走出去的趋势进一步加强：**与品牌化相一致的趋势，就是品牌的全球化、企业的走出去。我们预计中国企业借助内需大市场建立的成本优势，技术上取得的相对领先优势，使得中国企业会逐步对外输出技术和成本优势，对外投资会加强，全球化的趋势会强化。日本在1970年代中后期在内外环境下也迈入了追求类似“高质量”增长的阶段，日本企业的“品牌化”及“全球化”就是在当时开始进一步抬头并蔚然成风，中国目前可能也处于这一阶段。

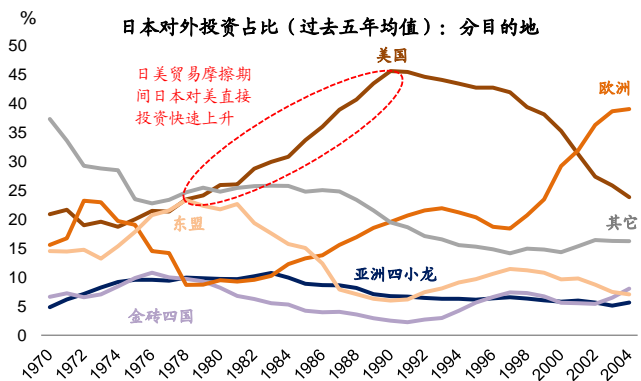
多数行业头部集中的趋势愈发明显。追求高质量发展，实际上对企业提出了更严格、更高的要求，对研发投入、环保、金融资源等方面的限制，可能会加速多数行业“头部化”的趋势。

图表 17: 消费领域的“品牌化”趋势（下面仅做示例，并不一定代表推荐）



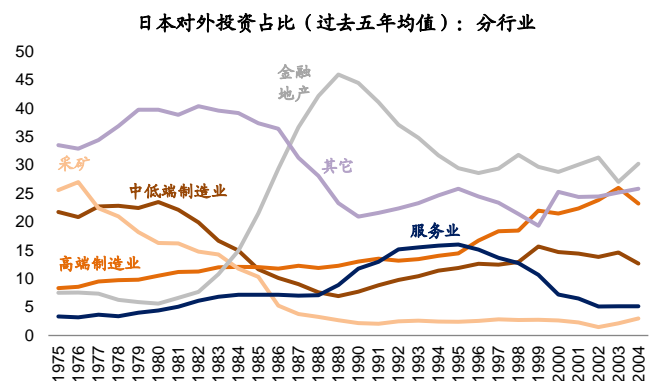
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 20: 日本对外直接投资占比：分目的地



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

图表 21: 日本对外直接投资占比：分行业



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

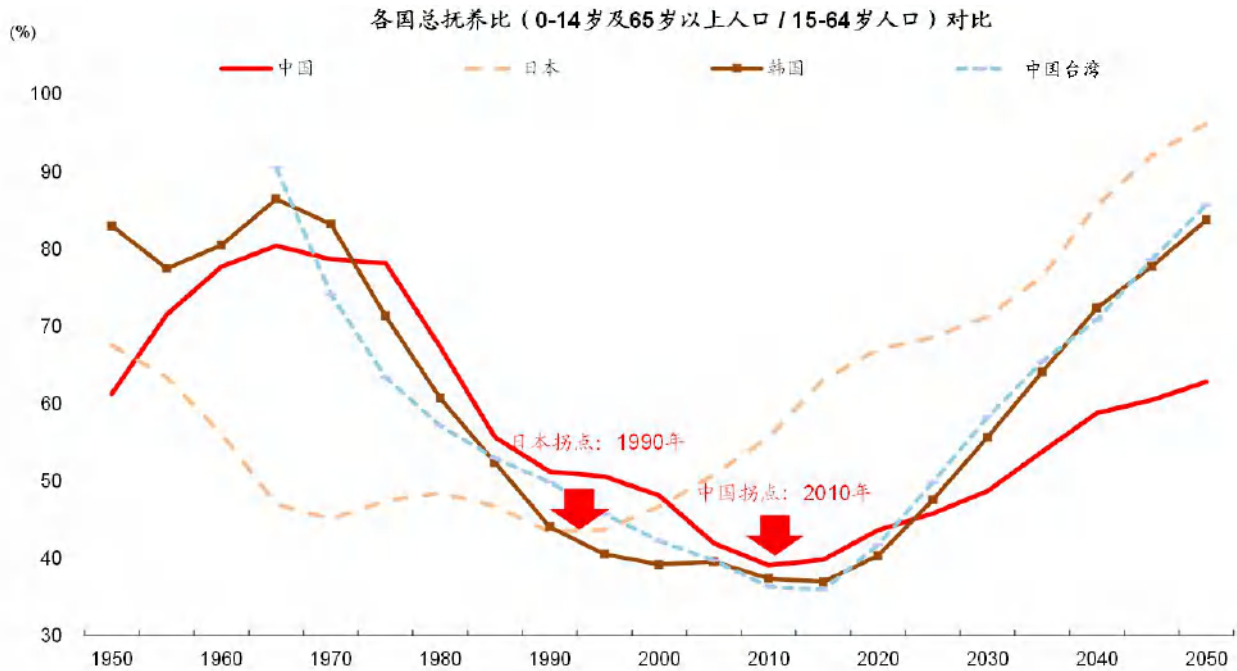
六、收入分配问题继续凸显，养老压力更加迫切

十四五规划中较为强调的两大相关问题，第一是改善收入分配，第二是应对人口老龄化和全社会应对养老的压力，并将积极应对老龄化上升到国家战略层面。

全球百年未有之变局，诸多矛盾的原因之一是全球化深入带来的各经济体内部利益分配不均，这种不平衡引发不同经济体之间矛盾。其实在中国内部，经济相对较快增长中同样也伴随着收入分配的差距拉大、不平衡的问题。十四五规划多方面的内容，涉及到应对这一问题，包括“坚持农业农村优先发展”、“完善新型城镇化”、“促进区域协调发展”、“促进人的全面发展”、“增进民生福祉”等内容和章节。我们应该注意到，收入分配问题事关全局，且错综复杂，并非从单一角度、单一手段就可以解决，预计这一问题在十四五期间可能会继续“凸显”。

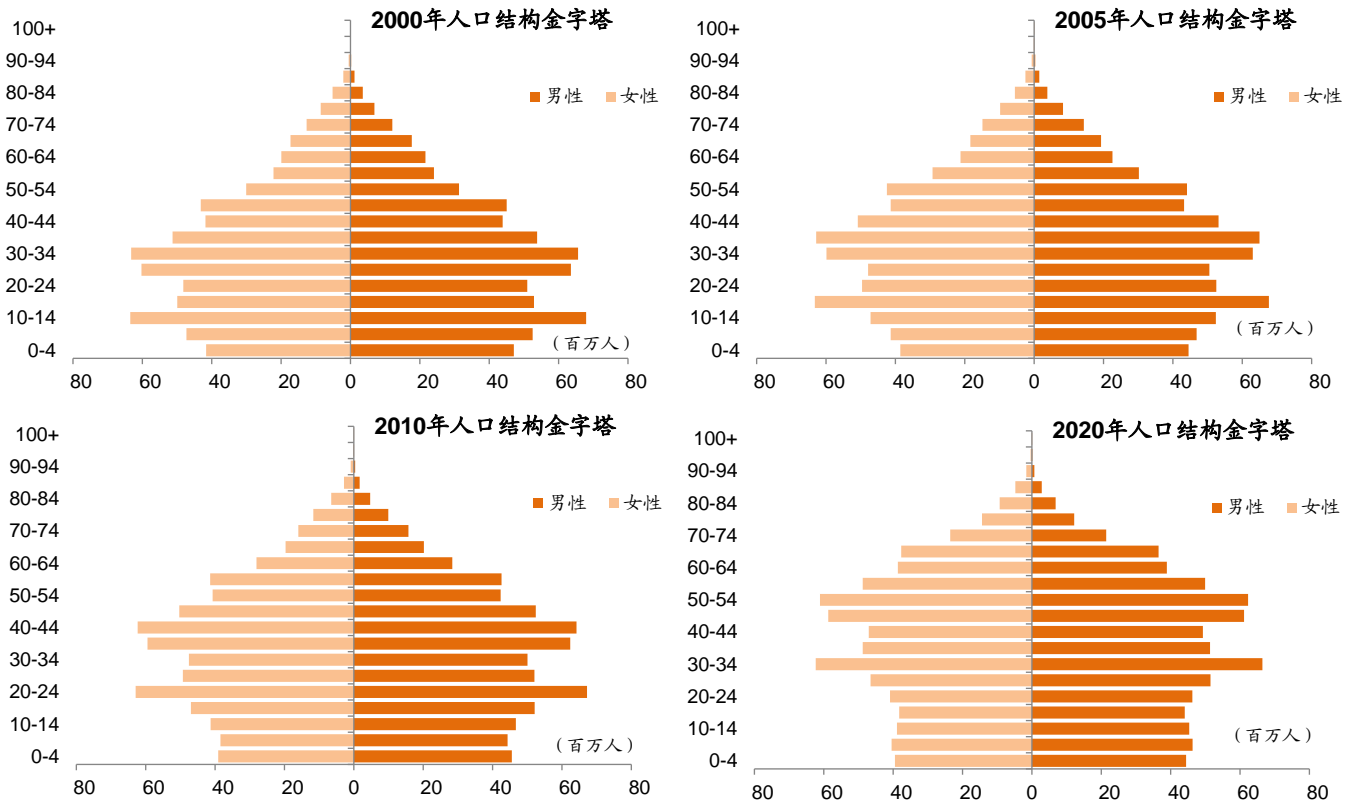
与收入分配问题相关的另外一个问题是养老压力的问题。中国在 2010 年便迈入了人口的拐点，抚养比开始逐年上升，老龄化人口占比逐渐增多。如何完善养老体系，使“老有所依、老有所养”，也是十四五规划期间重要课题。建立及完善养老和保险体系将有助于消除群体间收入及保障不平等、更好地应对人口老龄化的压力。在这方面，中国有必要进一步系统考察和学习日本的经验及教训。

图表 22: 我国自 2010 年起已经进入了人口拐点, 总抚养比开始升高



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 23: 我国的人口结构金字塔底部逐渐缩小



资料来源: 联合国, 中金公司研究部

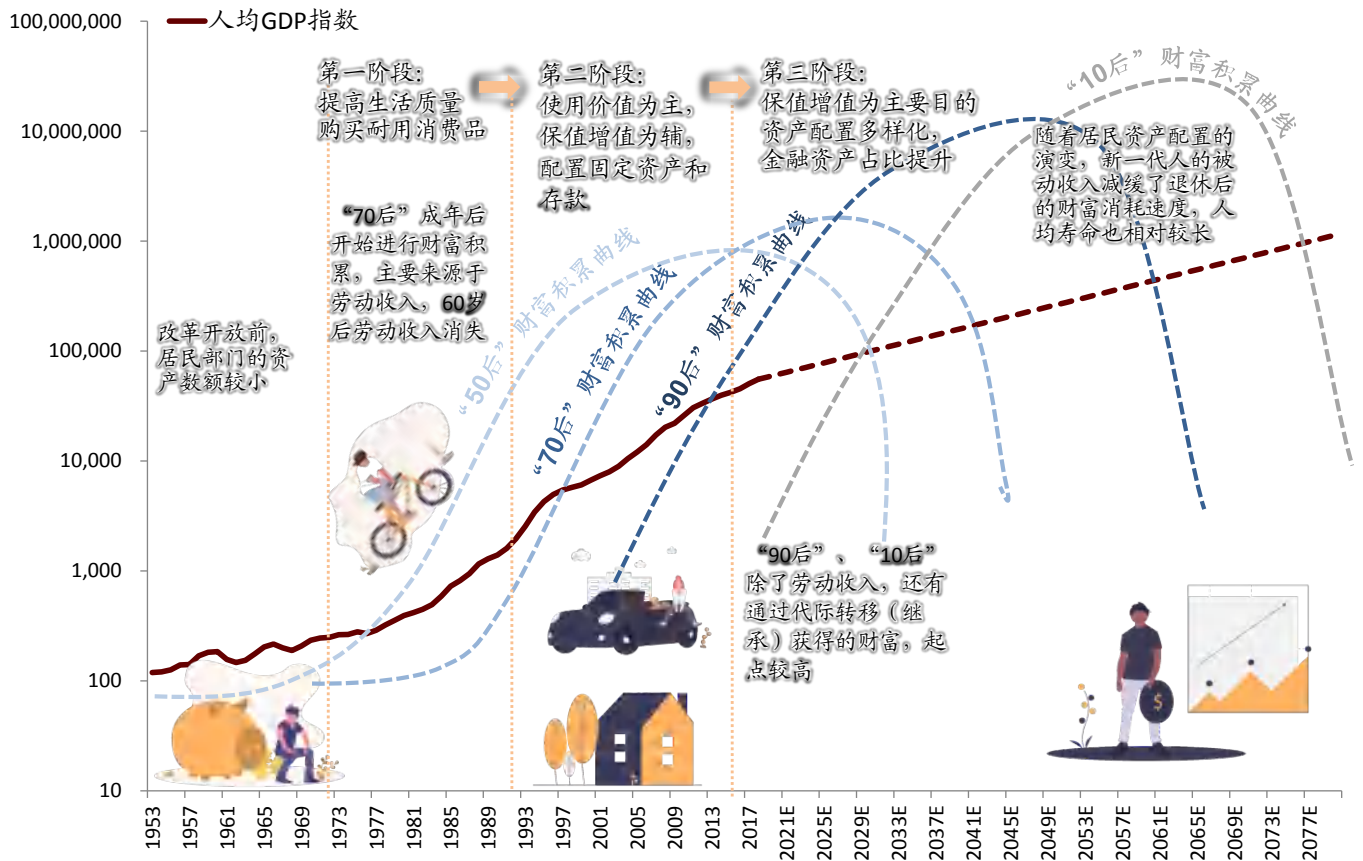
七、居民资产配置进一步向金融资产倾斜，资产管理、财富管理大扩容，国际化配置需求强化

虽然十四五规划并未直接涉及到居民资产配置的问题，但考虑到中国人均 GDP 已经突破 1 万美元，并在十四五期间有望进一步提升；居民资产配置此前过度配置房产等实物资产，等等，未来居民资产配置进一步向金融资产倾斜可能成为十四五规划期间显著的趋势之一。我们在 2020 年 6 月份《迎接居民资产配置拐点》中相对全面而深入地分析了这一话题。

这一变化包括三个层面，第一，居民资产配置会更多倾向金融资产；第二，金融资产中，配置从此前低风险资产配置比例较高，逐步转向配置更多中高风险资产；第三，目前居民资产配置中，国际资产配置比例偏低，未来随着市场逐步开放，国际化配置的需求可能会进一步增加。

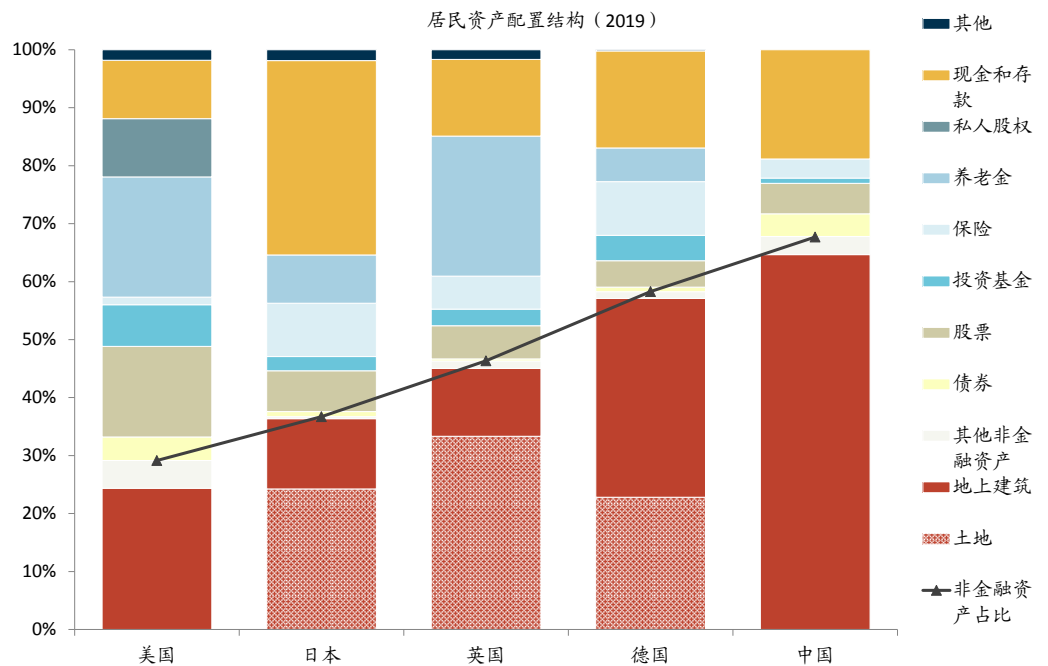
考虑到中国居民家庭资产体量、影响广泛，我们估计这一变化将对资本市场、资产管理、财富管理、资本账户、汇率及国际资产配置带来较为明显的影响。其中，较为直接的是，我们估计中国的资产管理行业及财富管理行业在十四五期间将经历快速增长。

图表 24：迎接居民家庭资产配置的拐点



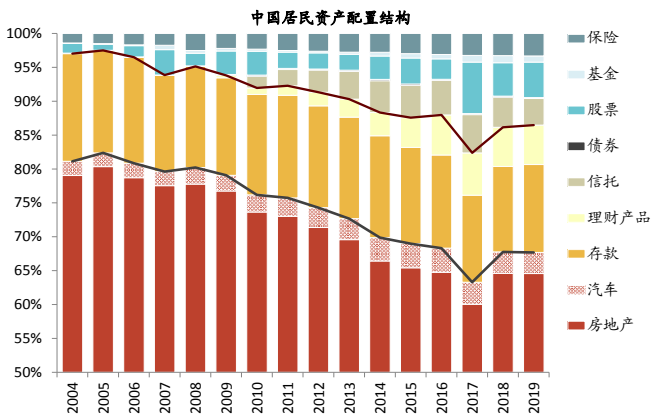
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 25：中国、美国、日本、德国、英国居民资产配置结构（2019）



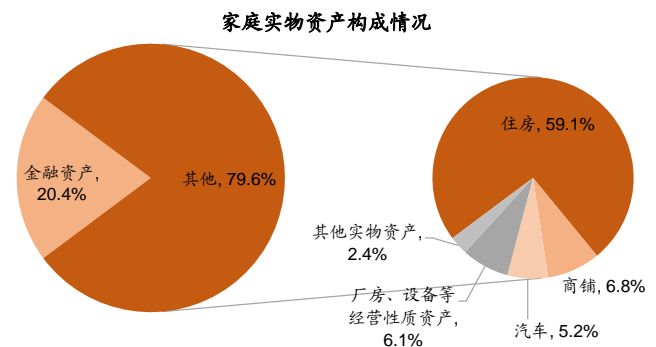
资料来源：CEIC，中金公司研究部 *中国数据是基于我们的估算。其他国家数据来自居民部门的资金流量表。

图表 26：2017 年以来，居民资产中不动产、存款、理财和信托的比例有了一个台阶式的下移



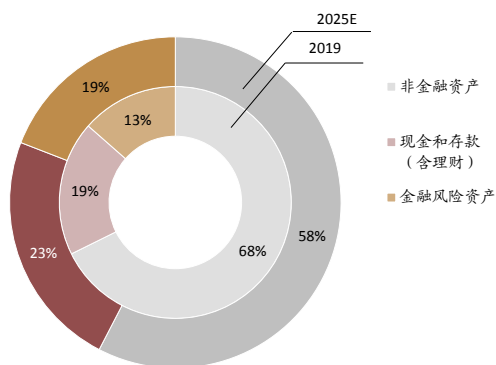
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 27：调查显示中国居民在资产配置中对房地产很有“好感”



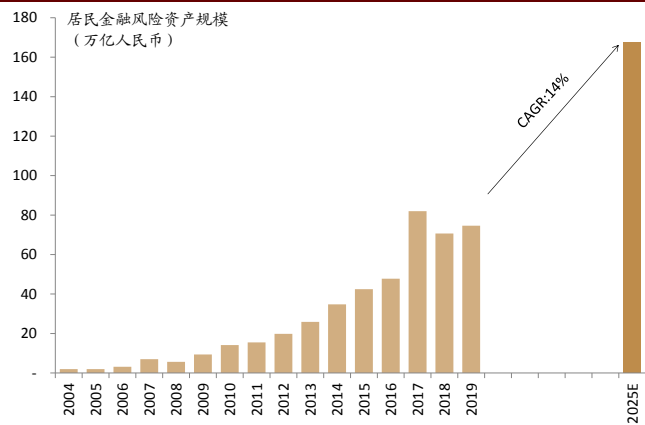
资料来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中金公司研究部

图表 28: 我们基于人口年龄结构做的估算显示, 未来五年居民资产中不动产占比可能降低 10 个百分点左右



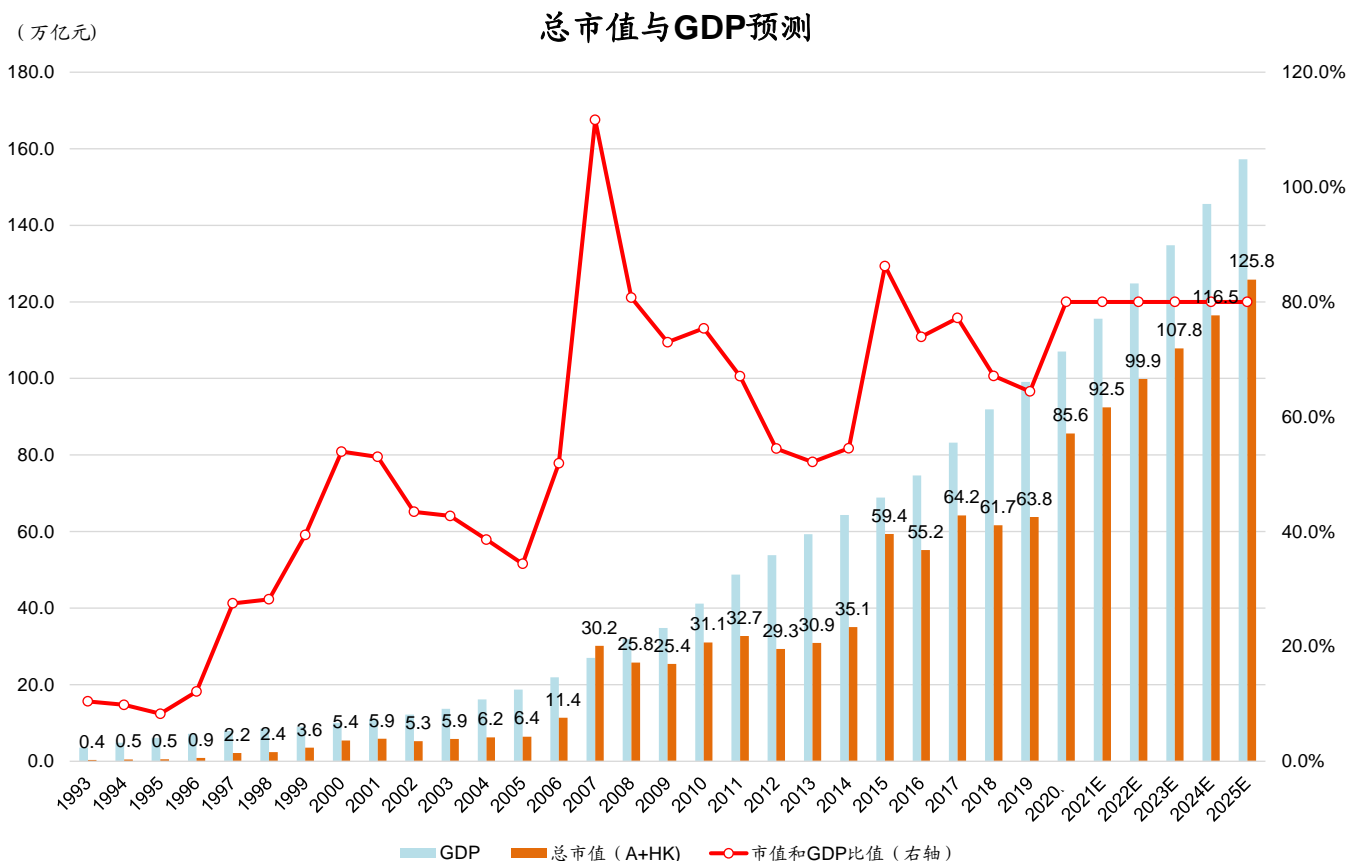
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 29: 根据我们估算, 中国居民金融风险资产规模有望在未来五年翻番, 年化增速将达到 14% 左右



资料来源: 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部

图表 30: 中国资本市场可能在十四五期间进一步大发展, 根据名义 GDP 及证券化率估算的未来 5 年中国股市市值



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

八、资本市场进一步开放, 从“商品”大循环到“资本”大循环;

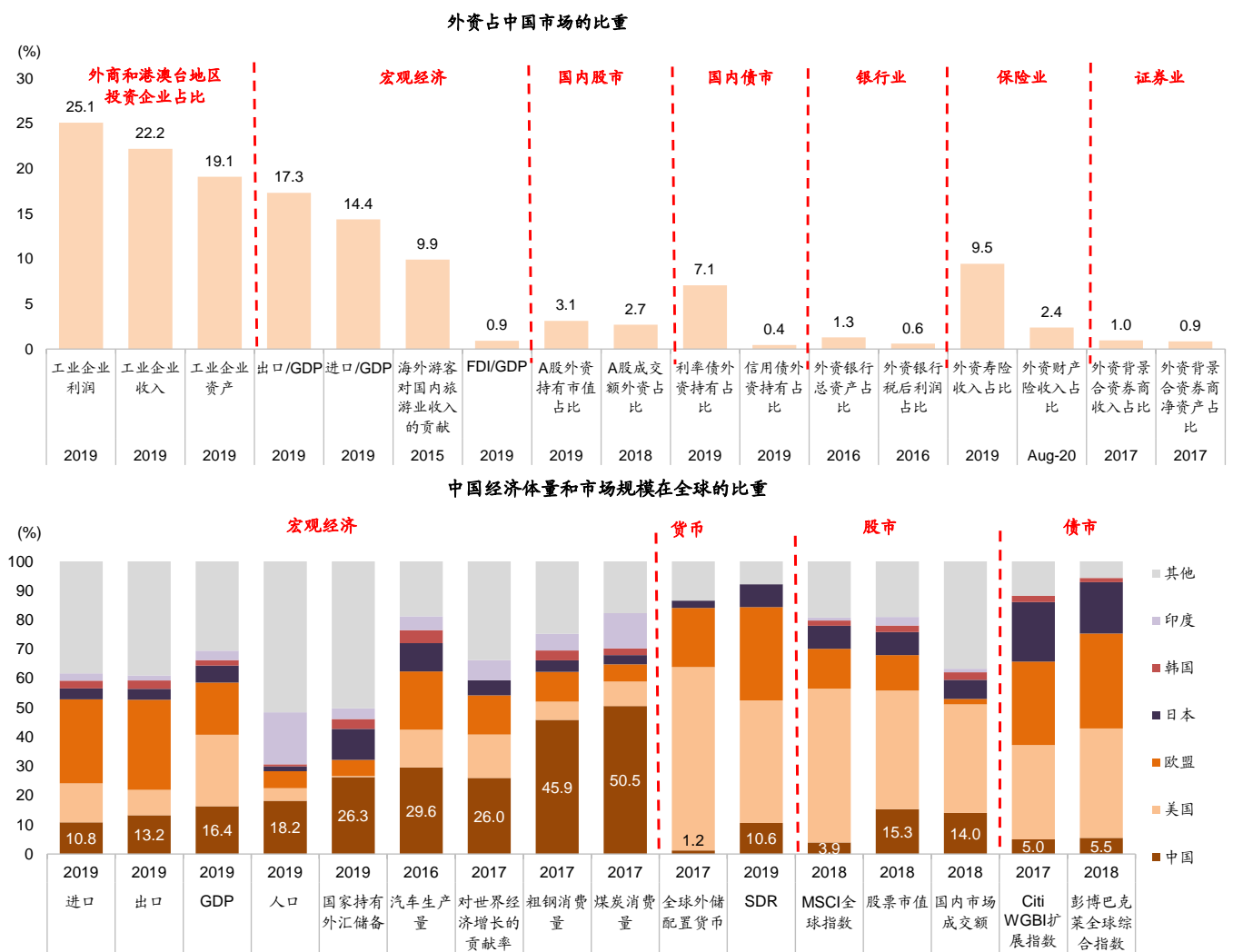
十三五期间中国资本市场开放的基本框架已经搭建, QFII、沪深港通、债券通等机制已经初具规模。十四五规划中“促进国内国际双循环”、“实行高水平对外开放”、“建设更高

水平开放性经济新体制”等篇章，进一步强调了开放的重要性。我们预计十四五期间，在上述资本市场发展的基础上，中国资本市场可能会进一步加大开放力度，资金进出双向的规模可能都会大幅增长。

中国已经是全球制造业大国、全球“商品”循环枢纽，未来随着进出中国的资本双向流动的规模更大、节奏更加频繁，中国可能也会成为全球“资本”循环的重要枢纽，中国外向和内向的直接投资、组合投资的体量可能会进一步上升。

我们注意到，日本在1970年代中后期应对国内外矛盾、走向高质量发展的进程中，结合日本当时经济发展的阶段，一个显著的特征是金融开放的加速。我们估计十四五期间，中国在这方面的特征也将更加明显。

图表 31: 中国经济占全世界的比例与外资占中国的比例



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

九、碳中和与绿色发展得到进一步强化，促进行业分化、改变区域优势

应对气候变化、遵循碳中和及可持续发展的原则，也是未来五年重要的趋势，可能会引发一场新的产业革命。在2020年中国对世界承诺“2030年碳达峰，2060年碳中和之后”，

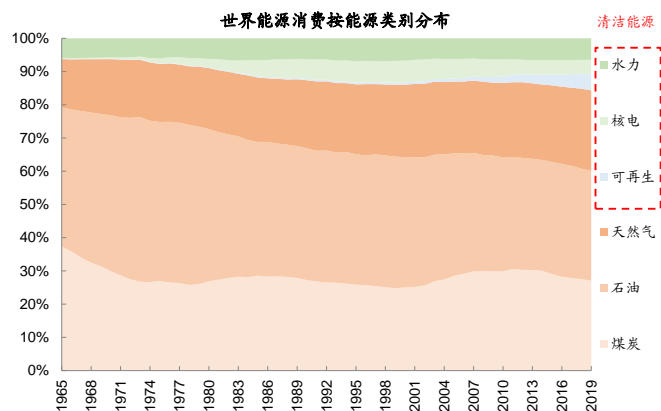
十四五规划将“推动绿色发展，促进人与自然和谐共生”单独成篇，凸显了“绿色发展”主题在未来五年内的重要性。

应对气候变化、推动碳中和对中国既是挑战，也是机遇。中国推动碳中和转型难度大，但也有望成为潜在碳中和革命的受益者。

这场革命会对行业、产业结构及区域经济产生较大中长期影响。我们判断绿色发展的趋势，在产业和地域层面带来如下几大问题及趋势：能源变“轻”、金融变“重”、商品“再生”、科技“助力”、区域“重塑”、消费“低碳”，等等。

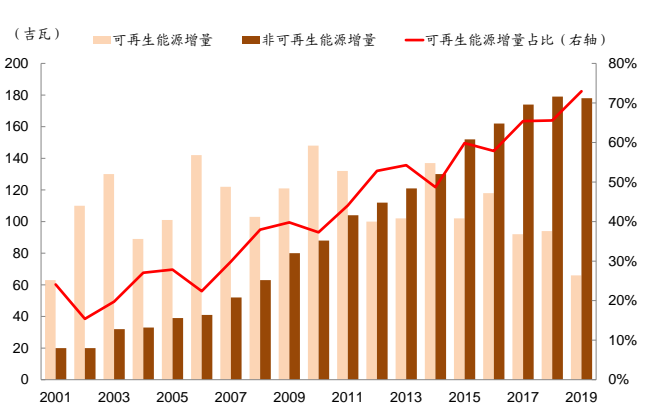
如果应对成功，中国也将成功摆脱对传统化石能源的进口依赖，且进一步发挥制造业大国的优势，在全球新能源产业链中占得一席之地。

图表 32: 非化石能源在能源消费中占比从 1980 年的 9% 逐渐提升至 2019 年的 16%



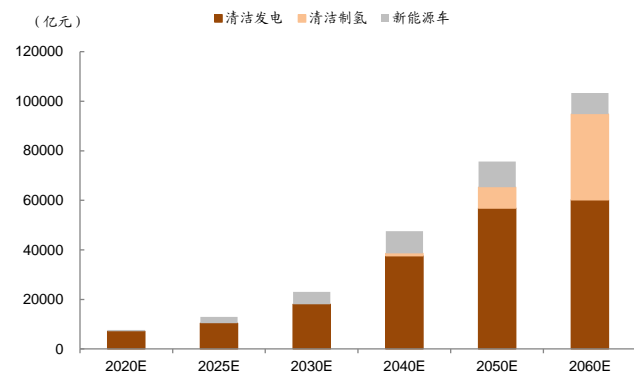
资料来源: IEA, 中金公司研究部

图表 33: 可再生能源的容量扩张的份额近年来持续上升, 2019 年达占新增容量的 72 %



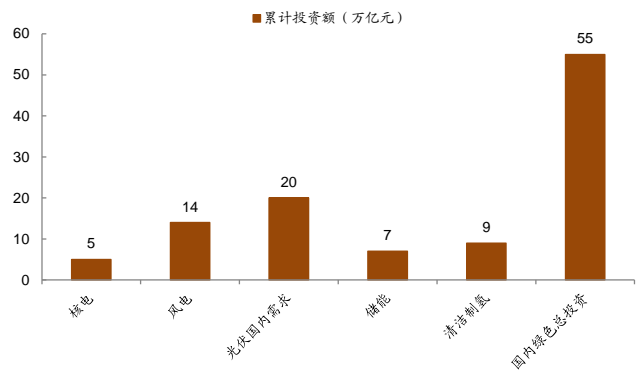
资料来源: IRENA, 中金公司研究部

图表 34: 绿色经济年产值 (累计数据)



资料来源: 中电联, 公司公告, 中金公司研究部

图表 35: 绿色能源累计投资



资料来源: 中电联, 公司公告, 中金公司研究部

十、地缘格局变迁, 中国力保全方位安全。

百年未有之变局, 并结合中国目前的发展阶段, 全方位的安全话题变得尤为重要。在此背景之下, 十四五规划有两篇来阐述安全相关的问题, 分别是“统筹发展和安全, 建设更高水平的平安中国”、“加快国防与军队现代化, 实现富国和强军相统一”。

我们预计,地缘格局的变迁,安全问题的突出,是十四五期间涉及众多行业和领域的核心关注点之一,可能也代表一种投资趋势,包括建设粮食、能源、金融等领域的安全能力,也包括在产业核心环节实现自主、食品与卫生安全、健全应急管理体系、国防现代化等趋势。

图表 36: 未来五年十大趋势 A 股受益代表性个股梳理

类别	股票代码	公司名称	行业	评级	收盘价 (元)	年初至今 涨跌幅	总市值 (百万元)	归母公司净利润(百万元)			市盈率(倍)			市净率(倍)			分红收益率			
								2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
科技创新与产业升级	600584.SH	长电科技	电子	跑赢行业	35.84	-16%	57,447	1,044.07	1,689.72	0.00	55.02	34	4.20	3.74	0.00%	0.00%	0.00%			
	603501.SH	韦尔股份	电子	跑赢行业	247.98	7%	215,147	2,691.62	3,559.54	4,869.04	79.93	60.44	44.19	20.38	15.63	11.84	0.16%	0.21%	0.34%	
	688981.SH	中芯国际	电子	跑赢行业	54.58	-5%	227,904	4,331.77	3,020.12	3,315.07	97.02	142.7	130.01	4.16	4.14	4.01	0.00%	0.00%	0.00%	
	000100.SZ	TCL科技	电子	跑赢行业	8.59	21%	120,524	4,445.38	9,040.52	9,054.26	27.11	13.33	13.31	3.59	2.95	2.60	1.44%	2.93%	2.93%	
	300124.SZ	汇川技术	电力设备	跑赢行业	81.70	-12%	140,501	2,102.09	2,780.54	3,421.44	66.84	50.53	41.06	13.50	11.25	9.37	0.49%	0.65%	0.80%	
	601100.SH	恒立液压	机械	跑赢行业	87.60	-22%	114,350	2,134.88	2,960.67	3,938.60	53.56	38.62	29.03	16.49	12.08	8.92	0.37%	0.52%	0.69%	
	603308.SH	应流股份	机械	跑赢行业	25.36	-15%	12,375	203.80	321.25	454.40	60.72	38.52	27.23	3.29	3.08	2.83	0.50%	0.79%	1.11%	
	300012.SZ	华测检测	机械	跑赢行业	24.42	-11%	40,663	572.19	788.13	978.18	71.06	51.59	41.57	11.08	9.24	7.64	0.14%	0.14%	0.16%	
	601633.SH	长城汽车	汽车	跑赢行业	29.45	-21%	232,841	5,317.28	9,519.29	12,500.60	50.82	28.39	21.62	4.71	4.20	3.75	0.98%	1.76%	2.31%	
	601799.SH	星宇股份	汽车	跑赢行业	164.90	-18%	45,538	1,156.85	1,517.07	1,981.69	39.36	30.02	22.98	7.90	6.89	5.90	1.47%	1.93%	2.52%	
消费与服务升级	600258.SH	首旅酒店	消费者服务	跑赢行业	24.00	13%	23,705	-450.34	872.03	1,066.91	-52.64	27.18	22.22	2.81	2.55	2.30	0.00%	0.29%	0.00%	
	002607.SZ	中公教育	消费者服务	跑赢行业	30.41	-13%	187,551	2,527.04	3,334.17	4,459.33	74.22	56.25	42.06	41.88	29.62	20.14	0.79%	0.79%	0.79%	
	603605.SH	珀莱雅	基础化工	跑赢行业	168.20	-6%	33,828	475.37	621.14	766.75	71.16	54.46	44.12	13.84	11.31	9.24	0.22%	0.29%	0.35%	
	603833.SH	欧派家居	轻工制造	跑赢行业	145.12	8%	87,294	2,114.83	2,507.73	2,939.03	41.28	34.81	29.7	7.78	6.61	5.63	0.60%	0.72%	0.84%	
数字经济	002027.SZ	分众传媒	传媒	跑赢行业	10.10	2%	148,247	4,018.99	6,096.88	7,746.19	36.89	24.32	19.14	8.83	7.46	6.52	2.03%	3.29%	4.18%	
	000063.SZ	中兴通讯	通信	跑赢行业	30.87	-8%	131,494	4,033.51	5,986.70	6,256.32	35.31	23.91	22.76	2.73	2.49	2.28	0.44%	0.64%	0.68%	
	600588.SH	用友网络	计算机	跑赢行业	34.47	-21%	112,746	992.62	994.62	985.71	113.56	113.33	114.36	15.00	14.07	13.26	0.44%	0.44%	0.44%	
	688111.SH	金山办公	计算机	跑赢行业	297.84	-28%	137,304	879.44	1,137.55	1,525.05	156.13	120.7	90.03	20.16	17.87	15.48	0.19%	0.25%	0.33%	
	002410.SZ	广联达	计算机	跑赢行业	57.10	-27%	67,708	330.06	885.23	1,264.85	205.14	76.49	53.53	19.42	16.10	13.48	0.25%	0.66%	0.94%	
	002439.SZ	启明星辰	计算机	跑赢行业	32.29	11%	30,145	794.16	957.37	1,193.55	37.96	31.49	25.26	5.89	5.00	4.20	0.15%	0.18%	0.23%	
出口升级	000333.SZ	美的集团	家电	跑赢行业	81.99	-17%	577,327	26,418.44	30,089.03	34,536.87	21.85	19.18	16.71	4.87	4.21	3.65	2.29%	2.61%	2.99%	
	600660.SH	福耀玻璃	汽车	跑赢行业	44.68	-7%	107,692	2,602.19	4,021.76	5,188.17	43.07	27.87	21.6	5.07	4.63	4.07	1.68%	1.68%	1.68%	
	002475.SZ	立讯精密	电子	跑赢行业	44.50	-21%	312,505	7,296.91	10,408.06	13,286.09	42.83	30.03	23.52	11.60	8.59	6.48	0.32%	0.45%	0.58%	
	600309.SH	万华化学	基础化工	跑赢行业	104.02	14%	326,596	9,899.11	16,420.80	19,230.31	32.99	19.89	16.98	6.78	5.34	4.38	1.06%	1.76%	2.36%	
	600031.SH	三一重工	机械	跑赢行业	36.89	5%	312,977	16,134.06	20,639.19	23,533.70	19.39	15.15	13.29	5.34	4.13	3.32	1.80%	2.31%	2.63%	
	603899.SH	晨光文具	轻工制造	跑赢行业	70.02	-21%	64,938	1,224.58	1,461.68	0.00	53.03	44.43	12.99	10.90			0.65%	0.78%	0.00%	
	600305.SH	恒顺醋业	食品饮料	跑赢行业	19.52	-12%	19,578	321.64	377.69	0.00	60.87	51.84		8.12	7.45			0.82%	0.96%	0.00%
	600519.SH	贵州茅台	食品饮料	跑赢行业	1936.99	-3%	2,433,243	45,539.31	55,218.95	62,980.56	53.43	44.07	38.63	15.19	12.69	10.79	0.97%	1.20%	1.40%	
	600600.SH	青岛啤酒	食品饮料	中性	75.02	-25%	86,843	2,200.68	2,778.12	3,175.22	46.5	36.84	32.23	4.96	4.52	4.09	0.75%	0.80%	0.91%	
	600887.SH	伊利股份	食品饮料	跑赢行业	37.95	-14%	230,836	7,296.70	8,813.96	10,247.99	31.64	26.19	22.53	8.10	7.18	6.38	2.24%	2.71%	3.15%	
品牌化、头部化	000651.SZ	格力电器	家电	跑赢行业	58.00	-6%	348,912	19,086.34	25,628.61	29,403.59	18.28	13.61	11.87	2.86	2.60	2.39	3.83%	5.14%	5.90%	
	600585.SH	海螺水泥	建材	跑赢行业	50.52	-2%	256,644	35,131.22	36,777.32	38,383.28	7.62	7.28	6.97	1.65	1.43	1.25	4.14%	4.33%	4.52%	
	003012.SZ	东鹏控股	建材	跑赢行业	18.65	30%	21,876	877.35	1,200.67	1,542.87	24.93	18.22	14.18	2.91	2.56	2.25	0.80%	1.65%	2.12%	
	600276.SH	恒瑞医药	医药	跑赢行业	91.78	-18%	489,345	6,501.05	8,274.95	10,033.27	75.27	59.14	48.77	16.17	13.12	10.70	0.25%	0.32%	0.39%	
	603259.SH	药明康德	医药	跑赢行业	126.21	-6%	306,679	2,960.29	3,564.92	4,022.23	104.46	86.75	76.88	15.78	14.00	12.47	0.35%	0.42%	0.47%	
	603882.SH	金域医学	医药	跑赢行业	119.59	-7%	54,950	1,475.09	1,504.70	1,347.03	37.25	36.52	40.79	14.70	11.07	9.12	0.51%	0.52%	0.46%	
	000538.SZ	云南白药	医药	跑赢行业	121.42	7%	155,102	4,825.26	5,516.16	6,305.75	32.14	28.12	24.6	4.18	4.06	3.93	2.85%	3.26%	3.72%	
	300347.SZ	泰格医药	医药	跑赢行业	121.30	-25%	104,155	1,729.29	1,904.96	2,386.66	61.2	55.56	44.34	6.47	5.89	5.28	0.28%	0.31%	0.68%	
	600036.SH	招商银行	银行	跑赢行业	48.50	10%	1,219,141	94,937.50	109,421.07	125,314.34	12.88	11.18	9.76	1.91	1.71	1.52	2.56%	2.95%	3.38%	
	601318.SH	中国平安	非银行金融	跑赢行业	84.05	-3%	1,526,646	143,099.00	142,218.02	181,113.84	10.74	10.8	8.48	2.01	1.78	1.54	2.62%	2.88%	3.22%	
金融资产配置与资本大循环	600900.SH	长江电力	电力及公用	跑赢行业	20.25	6%	460,523	26,314.89	24,731.93	25,331.02	17.5	18.62	18.18	2.86	2.71	2.58	3.35%	3.76%	3.85%	
	603588.SH	高能环境	电力及公用	跑赢行业	16.78	20%	13,586	546.68	735.76	1,010.48	24.85	18.47	13.45	3.74	3.16	2.60	0.46%	0.62%	0.85%	
	600438.SH	通威股份	电力设备	跑赢行业	32.40	-16%	145,850	5,304.14	6,011.23	0.00	25.57	23.11		6.39	5.49			1.12%	1.27%	0.00%
	601012.SH	隆基股份	电力设备	跑赢行业	84.00	-9%	316,829	8,587.37	13,014.63	15,504.29	36.89	24.34	20.43	8.93	6.65	5.12	0.27%	0.41%	0.49%	
	300750.SZ	宁德时代	电力设备	跑赢行业	300.00	-15%	698,842	5,467.92	8,031.91	12,321.02	127.81	87.01	56.72	16.03	13.53	10.93	0.00%	0.00%	0.00%	
	002460.SZ	赣锋锂业	有色金属	跑赢行业	91.45	-10%	119,173	1,045.69	2,060.25	2,535.35	117.56	59.67	48.49	13.01	10.68	8.75	0.00%	0.00%	0.00%	
国家安全	600893.SH	航发动力	国防军工	跑赢行业	48.25	-19%	128,615	1,361.20	1,653.87	2,348.17	94.49	77.77	54.77	4.27	4.10	3.87	0.32%	0.39%	0.55%	
	002179.SZ	中航光电	国防军工	跑赢行业	59.94	-23%	65,987	1,440.40	1,834.71	2,237.69	45.81	35.97	29.49	6.88	5.88	5.01	0.33%	0.42%	0.51%	
	000998.SZ	隆平高科	农林牧渔	跑赢行业	17.74	-10%	23,363	47.84	391.29	586.70	488.36	59.71	39.82	3.75	3.54	3.32	0.08%	0.67%	1.00%	
	002311.SZ	海大集团	农林牧渔	跑赢行业	68.71	5%	114,142	2,499.68	3,385.65	3,805.79	45.66	33.71	29.99	10.18	8.24	6.86	0.66%	0.89%	1.00%	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部(数据截至 2021 年 3 月 9 日)

图表 37: 未来五年十大趋势海外中资股受益代表性个股梳理

类别	股票代码	公司名称	行业	评级	交易货币	收盘价 (交易货币)	股价变动 (年初至今)	总市值 (百万美元)	市盈率(倍)			市净率(倍)			分红收益率		
									2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
科技创新与制造升级	00981.HK	中芯国际	半导体	跑赢行业	HKD	24	10%	34,948.20	33.87	57.34	51.59	1.60	1.58	1.54	0.00%	0.00%	0.00%
	01347.HK	华虹半导体	半导体	跑赢行业	HKD	40	-8%	6,765.11	69.16	52.76	44.71	2.72	2.58	2.44	0.00%	0.00%	0.00%
	00968.HK	信义光能	电力电气	跑赢行业	HKD	13	-36%	14,682.14	25.04	15.88	14.49	4.31	3.70	3.25	1.92%	3.03%	3.32%
	02208.HK	金风科技	电力电气	跑赢行业	HKD	14	-10%	8,393.21	15.25	13.08	0.00	1.57	1.40	0.00	2.01%	2.34%	0.00%
	02382.HK	舜宇光学	科技硬件	跑赢行业	HKD	178	5%	25,175.07	40.23	28.00	24.66	10.80	7.88	6.23	0.45%	0.70%	0.80%
消费与服务升级	01157.HK	中联重科	机械	跑赢行业	HKD	11	15%	15,665.19	10.71	8.10	6.80	1.64	1.38	1.20	2.57%	3.39%	4.05%
	03690.HK	美团-W	传媒互联网	跑赢行业	HKD	302	3%	229,046.45	588.88	-1,133.82	117.66	16.68	17.28	15.82	0.00%	0.00%	0.00%
	01797.HK	新东方在线	教育	跑赢行业	HKD	20	-29%	2,539.17	-20.97	-12.00	-14.31	8.35	37.38	-23.18	0.00%	0.00%	0.00%
	01995.HK	永升生活服务	物业管理	跑赢行业	HKD	17	0%	3,657.51	62.16	37.19	24.70	8.51	7.17	5.81	0.46%	0.80%	1.20%
	06098.HK	碧桂园服务	物业管理	跑赢行业	HKD	56	6%	21,157.70	58.28	38.75	27.73	20.08	13.83	9.81	0.45%	0.68%	0.95%
数字经济	BILI.US	哔哩哔哩	传媒互联网	跑赢行业	USD	107	25%	37,838.09	-93.91	-85.50	-89.99	31.88	55.65	150.03	0.00%	0.00%	0.00%
	00520.HK	呷哺呷哺	旅游酒店	跑赢行业	HKD	17	-5%	2,359.80	2,180.50	30.19	24.45	7.16	5.63	4.88	0.01%	1.32%	1.63%
	00941.HK	中国移动	电信服务	跑赢行业	HKD	55	24%	144,652.73	9.19	8.64	8.45	0.87	0.80	0.77	5.98%	6.37%	6.51%
	GDS.US	万国数据	电信服务	跑赢行业	USD	89	-5%	16,648.83	-479.25	959.13	347.64	8.64	8.09	7.70	0.00%	0.00%	0.00%
	00700.HK	腾讯控股	传媒互联网	中性	HKD	644	14%	795,838.93	45.28	34.02	0.00	10.22	8.04	0.00	0.23%	0.00%	0.00%
出口升级	00763.HK	中兴通讯	科技硬件	跑赢行业	HKD	20	0%	20,164.08	19.86	13.00	12.38	1.54	1.35	1.24	0.77%	1.18%	1.24%
	PDD.US	拼多多	传媒互联网	跑赢行业	USD	154	-13%	189,738.73	-471.23	141.38	48.75	70.39	45.94	23.65	0.00%	0.00%	0.00%
	01308.HK	海丰国际	交通运输	跑赢行业	HKD	22	31%	7,598.62	21.64	16.93	13.15	6.42	5.60	4.68	3.73%	4.13%	5.32%
	02313.HK	中洲国际	纺织服装	跑赢行业	HKD	155	2%	29,990.97	38.30	29.78	26.13	7.39	6.25	5.51	1.31%	1.69%	1.93%
	01810.HK	小米集团	科技硬件	跑赢行业	HKD	22	-34%	71,248.22	37.64	25.16	19.89	5.28	4.28	3.55	0.00%	0.00%	0.00%
品牌化, 头部化	00914.HK	海螺水泥	建材	跑赢行业	HKD	50	3%	39,355.32	6.70	6.19	5.93	1.45	1.21	1.06	4.71%	5.10%	5.32%
	00960.HK	龙湖集团	房地产	跑赢行业	HKD	48	7%	37,743.06	14.11	11.64	10.24	2.43	2.04	1.78	3.23%	3.91%	4.44%
	09633.HK	农夫山泉	非酒类食品	跑赢行业	HKD	41	-25%	59,462.77	77.68	60.88	52.80	26.11	19.21	15.14	0.39%	0.49%	0.57%
	ZTO.US	中通快递	交通运输	跑赢行业	USD	32	10%	27,463.72	38.57	33.07	27.20	3.94	3.53	3.23	0.77%	0.90%	1.09%
	00291.HK	华润啤酒	酒类食品	中性	HKD	56	-22%	23,378.71	73.78	44.82	35.91	7.61	6.64	6.06	0.75%	1.34%	1.67%
应对老龄化 金融资产配置 与资本大循环	06993.HK	蓝月亮	轻工日化	跑赢行业	HKD	13	-13%	9,976.66	58.05	35.16	28.56	4.82	4.34	3.89	0.52%	0.85%	1.05%
	02020.HK	安踏体育	纺织服装	跑赢行业	HKD	119	-3%	41,330.01	53.70	34.77	26.64	12.00	9.17	7.26	0.57%	0.88%	1.15%
	02359.HK	药明康德	医疗健康	跑赢行业	HKD	141	-7%	47,028.13	103.40	83.01	73.57	15.62	13.40	11.93	0.35%	0.44%	0.50%
	02318.HK	中国平安	保险	跑赢行业	HKD	99	4%	234,105.41	10.59	10.88	8.54	1.99	1.79	1.55	2.65%	2.86%	3.20%
	03968.HK	招商银行	银行	跑赢行业	HKD	57	16%	186,950.63	13.38	11.23	9.80	1.98	1.71	1.53	2.47%	2.94%	3.37%
绿色发展	NIO.US	蔚来	汽车及零	跑赢行业	USD	41	-15%	65,037.04	-80.33	-123.31	1,091.15	16.59	19.32	18.98	0.00%	0.00%	0.00%
	00371.HK	北控水务	节能环保	跑赢行业	HKD	3	-2%	3,962.70	6.98	6.24	5.62	0.70	0.64	0.59	5.39%	6.03%	6.70%
	01772.HK	赣锋锂业	有色金属	跑赢行业	HKD	87	-6%	18,274.74	99.66	48.90	39.74	11.02	8.75	7.17	0.00%	0.00%	0.00%
国家安全	01585.HK	雅迪控股	汽车及零	跑赢行业	HKD	16	-3%	6,017.79	44.90	28.64	20.04	11.55	9.34	7.58	1.11%	1.75%	2.49%
	02688.HK	新奥能源	石油天然	跑赢行业	HKD	116	2%	16,919.30	19.45	16.59	15.39	3.85	3.24	2.85	1.92%	2.25%	2.59%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (数据截至 2021 年 3 月 9 日)

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

