

策略 · 专题报告

证券研究报告

2020 年 10 月 21 日

下一个五年风口在哪里：要素配置视角看十四五主线

一、几个重要时间节点：1) 10 月 29 日十九届五中全会公报阐述十四五规划主旨；2) 11 月初中共中央关于十四五规划的建议稿全文发布；3) 明年 3 月中旬人大会议审议通过，十四五规划全文发布；4) 明年后续发布十四五战略新兴产业规划。

二、五年规划及战略新兴产业规划发布前后市场表现：

- 十二五和十三五规划发布前后市场情绪都有所提振，但由于两次都处于弱市中，因此持续性不强。两次战略新兴产业规划发布之后市场表现都比较低迷，一方面与当时的市场环境有关，另一方面也与市场预期、利好兑现有关，5G、新材料等都在战略规划发布前提前反映。
- 拉长看，十三五战略新兴规划加码的科技领域分化明显，动力电池、芯片、医疗器械、手机产业等强势板块甚至越过了 15 年牛市高点；硬件制造领域表现整体好于软件领域。长线领先板块大多有良好的基本面或预期支撑：一类是景气度持续向好的医疗器械、手机产业、芯片、5G，以及 ROE 下滑但绝对值维持高位的人工智能；一类是新能源车相关的动力电池、燃料电池等当前业绩未放量，但政策不断超预期、具备渗透率提升逻辑、业绩有筑底迹象的板块。

三、要素配置视角展望十四五政策主线：

- 依据当前特殊时代背景（国际、国内、产业背景），十四五期间核心解决两方面问题：一是传统增长动能枯竭叠加海外需求与地缘政治风险加剧，如何挖掘新的增长动能，实现高质量增长，提高国际竞争力。二是 40 年的总量增长之后，区域间发展不协调、不平衡的问题该如何破局。
- 对比十二五，十三五规划关键词（五大发展理念、创新驱动、国企改革、产权制度、新型城镇化）都在规划前的政策脉络中有迹可循。展望十四五，需要重视几个关键词：十九大提出高质量发展（淡化总量，重视结构）；十九届四中提出“核心技术攻关举国体制”，将“社会主义市场经济体制”上升为基本经济制度；今年 4 月发布要素市场化顶层文件，5 月以来多次在重磅会议上提双循环概念。
- 要素市场化建设是增长和平衡困局的药方：要素市场化最核心的一件事，就是要让要素的价格能够反映其稀缺性，并且打破空间限制使其流通。则一方面，市场主体基于利润最大化，就会充分利用便宜的、边际效用高的要素，从而区域间其实能够更好地发挥各自的要素禀赋；另一方面，要素能够自由地从过剩地区流向稀缺地区，创造更高的边际效用，从而实现总量上的增长。

四、基于要素优化配置下的市场机会（详见正文）：

- 1) 基于技术与数据要素市场建设：精选战略新兴领域（核心技术攻关+渗透率提升+基本面向好）、重视新基建底层建设。
- 2) 要素确权、定价和交易环节制度建设：重视产权制度建设、资本市场建设。
- 3) 市场化机制下的要素流通方向：关注大城市集群建设。
- 4) 双循环背景下的国家安全领域：粮食安全、能源安全、战略资源安全、国防安全。
- 5) 基于当前人口结构与民生需求：关注医疗信息化超预期与新能源车领域。

风险提示：经济下行风险，地缘政治、贸易摩擦加剧风险等

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090002
zyang@tfzq.com

吴黎艳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520090003
wuliyang@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略-专题-当我们讨论中美摩擦和美股暴跌的时候实质上在讨论什么？》 2020-09-06
- 2 《投资策略：策略-一周资金面及市场情绪监控（20200713-20200717）-成交额及换手率小幅回落，北上资金转为流出，但基金发行依然火爆》 2020-07-22
- 3 《投资策略：策略-一周资金面及市场情绪监控（20200706-20200710）-创业板换手率破 5%，北上资金波动加大》 2020-07-14

内容目录

1. 十三五经验：哪些科技细分脱颖而出.....	3
2. 对十四五政策主线的思考：增长与平衡之困，要素市场化破局.....	7
3. 展望十四五主线：基于要素优化配置逻辑	11
4. 附录	15

图表目录

图 1：十四五规划发布流程	3
图 2：十七届五中全会、十二五规划发布前后市场表现	3
图 3：十八届五中全会、十三五规划发布前后市场表现	4
图 4：十二五、十三五战略新兴产业规划重点指数表现	4
图 5：十二五、十三五战略新兴产业规划比对	5
图 6：十三五战略新兴产业规划重点领域发布前后市场表现	5
图 7：十三五战略新兴产业规划重点领域长期表现	6
图 8：强势板块越过 15 年牛市高点（工业互联网指、5G 序列过短未纳入）	6
图 9：科技细分 ROE TTM（2020Q2）与分位数	7
图 10：科技细分 ROE TTM（2019Q4）与分位数	7
图 11：十三五政策支持领域盈利能力	7
图 12：十三五规划提及国家战略出处	8
图 13：中、美、日 GDP	9
图 14：桥水-民粹主义指数升至二战以来高点	9
图 15：十八大以来历次中央委员会全体会议主要内容	10
图 16：5G 渗透率正处于快速提升阶段	12
图 17：中国软件盗版率居前	13
图 18：城市基础设施建设	14
图 19：中巴管道建设战略意义	14
图 20：新能源车处于渗透初期	15
图 21：十四五规划潜在利好方向梳理	15
图 22：2019 年以来中字头、国字头主要政策	16
图 23：今年以来工信部主要政策（科技领域）	17
图 24：十二五、十三五经济社会发展主要目标	18

1. 十三五经验：哪些科技细分脱颖而出

首先，时间线上的说明。10月26-29日十九届五中全会以及随之发布的文件，是中央对十四五规划的建议稿，而非完整的十四五规划全文。具体来说，最近一次9月28日政治局会议（25位政治局委员参会）讨论了十四五规划文件建议稿，紧接着送交月底的十九届五中全会（全体中央委员、候补委员、中央纪委委员参会）进行审议形成建议稿并在会后几天内发布；最终明年的十三届人大四次会议审议通过规划全文并发布。除此之外，明年大概率还会发布配套的十四五战略新兴产业规划，十二五和十三五战略新兴产业规划的发布时间分别是2012年7月和2016年12月。

按照之前的经验，全会公报主要是对十四五期间的总体目标、政策基调等做一个全局阐述，对细分领域涉及较少，能很快地帮助我们形成一个自上而下的轮廓。十八届五中全会两处最具分量的阐述，一个是对全面小康的重新定义，设立2020年GDP比2010年翻番的目标；另一个是首提创新、协调、绿色、开放、共享，把创新置顶，点明了整个五年规划的主旨。

图 1：十四五规划发布流程



资料来源：新华社，天风证券研究所

市场表现来看，十二五、十三五在全会召开和正式规划发布前后，市场情绪都有一个短期的提振。但两次规划发布都处于弱市之中，因此持续性并不强。

图 2：十七届五中全会、十二五规划发布前后市场表现



资料来源：wind，天风证券研究所

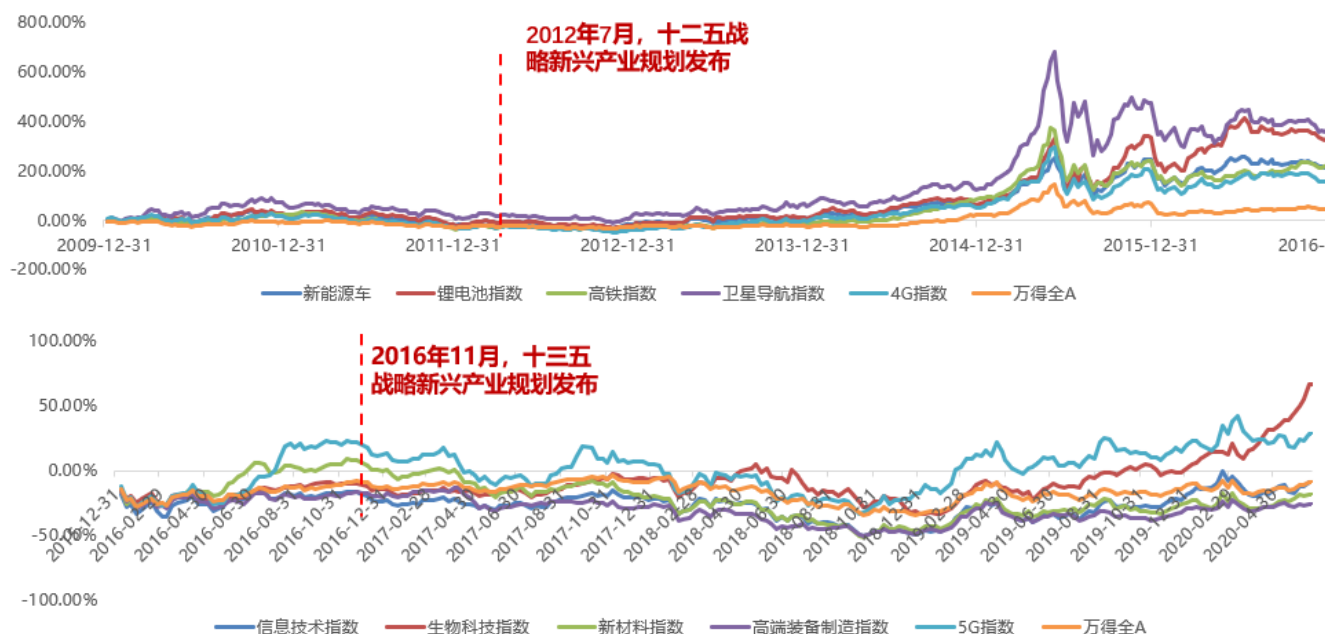
图 3：十八届五中全会、十三五规划发布前后市场表现



资料来源：wind，天风证券研究所

此外，两次战略新兴产业规划发布之后市场表现都比较低迷。这一方面与当时的市场环境有关，十二五和十三五战略新兴产业规划分别发布于2012年7月和2016年12月，前者市场处在基本面低迷和新股扩容双重压力下，后者市场处于成长股商誉风险出清前期。另一方面也与市场预期、利好兑现有关，比如5g、新材料等方向在2016年下半年都有明显超额收益，但在规划发布后有所调整。十三五战略新兴规划作重点扶持的方向，在此前的《中国制造2025》和五年规划中都有一定体现，细分领域也提前取得了一些政策支持（比如大数据，2015年9月国务院发布《促进大数据发展行动纲要》→十三五规划明确国家大数据战略→十三五战略新兴进一步确认为重点方向）。

图 4：十二五、十三五战略新兴产业规划重点指数表现



资料来源：wind，天风证券研究所

之所以强调战略新兴产业规划，是因为站在当前看未来五年，市场对科技成长的大方向已经有很高的一致预期，这也在过去一年多的市场中得到充分体现。因此我们更想从十三五经验得出的是，同样是战略方向，同样在中短期市场情绪和交易因素下调整之后，哪些科技细分领域最终能在政策加持下长期跑赢。为进一步说明，我们对比了十二五和十三五的战略新兴方向，划定十三五期间政策重视度提升的板块（下表红字部分）。

图 5：十二五、十三五战略新兴产业规划比对

十二五战略新兴产业方向	十三五战略新兴产业方向
节能环保产业 ：高效节能产业、先进环保产业（污染防治）、资源循环利用产业	信息技术产业 ：网络强国基础设施（宽带、 5G ）、推进互联网+（ 工业互联网 ）、实施 大数据战略 、做强信息技术核心产业（ 芯片 、 基础软件 、 高端整机 ）、发展 人工智能 、深化电信体制改革
新一代信息技术产业 ：下一代信息技术网络产业（宽带工程、4G）、电子核心基础产业（集成电路、面板、传感器等）、高端软件和新兴信息服务产业（软件、云计算）	高端装备与新材料产业 ：打造智能制造高端品牌、智能制造关键技术装备（工业机器人）、航空产业、卫星及应用产业、轨道交通装备、海洋工程装备、新材料（面向航空航天、轨道交通、电力电子、新能源汽车等）
生物产业：生物医药产业（创新药、基因工程）、生物医学工程产业、生物农业产业、生物制造产业	生物产业 ：生物医药行业（ 基因测序 ）、生物医学工程（ 医疗器械 、移动医疗）、生物农业产业化、生物制造规模化、培育生物服务新业态、创新生物能源发展模式
高端装备制造产业 ：航空装备产业、卫星及应用产业、轨道交通装备产业、海洋工程装备产业、智能制造装备产业（传感器、工业机器人）	新能源汽车、新能源和节能环保 ： 新能源汽车 （整车品质与性能、具有全球竞争力的 动力电池产业链 、 燃料电池汽车 、 充电桩 ）、 新能源产业 （新增“互联网+”智慧能源）、 高效节能产业
新能源产业 ：核电技术产业、风能产业、太阳能产业、生物质能产业	数字创意产业 ：数字文化创意技术和装备（虚拟现实）、相关产业融合发展（电子商务、社交网络应用）
新材料产业 ：新型功能材料产业（稀土等）、先进结构材料产业（合金）、高性能复合材料产业	超前布局战略性新兴产业 ： 空天海洋领域 （ 航天器 、 发动机 、 深海远海极地技术装备 ）、 信息网络领域 （ 物联网 ）、 电子器件变革 、 生物技术领域 （ 干细胞与再生技术 、 基因编辑 、 合成生物技术 ）、 核技术领域 （ 核能装备 ）
新能源汽车产业 ：当前重点推进纯电动汽车和插电式混合动力汽车产业化	

资料来源：wind，天风证券研究所

如前述，科技细分领域在十三五规划发布后（16年3月）有一个情绪上的推动，而在战略新兴规划发布后（16年12月）则除了空天军工板块以外悉数调整。军工板块当时一方面政策上持续的推动（15年3月军民融合上升为国家战略，16年3月国防科工局发布军民融合专项文件，17年1月政治局决定设立中央军民融合发展委员会），另一方面受益于当时事件性的冲击（南海对峙等）。

图 6：十三五战略新兴产业规划重点领域发布前后市场表现

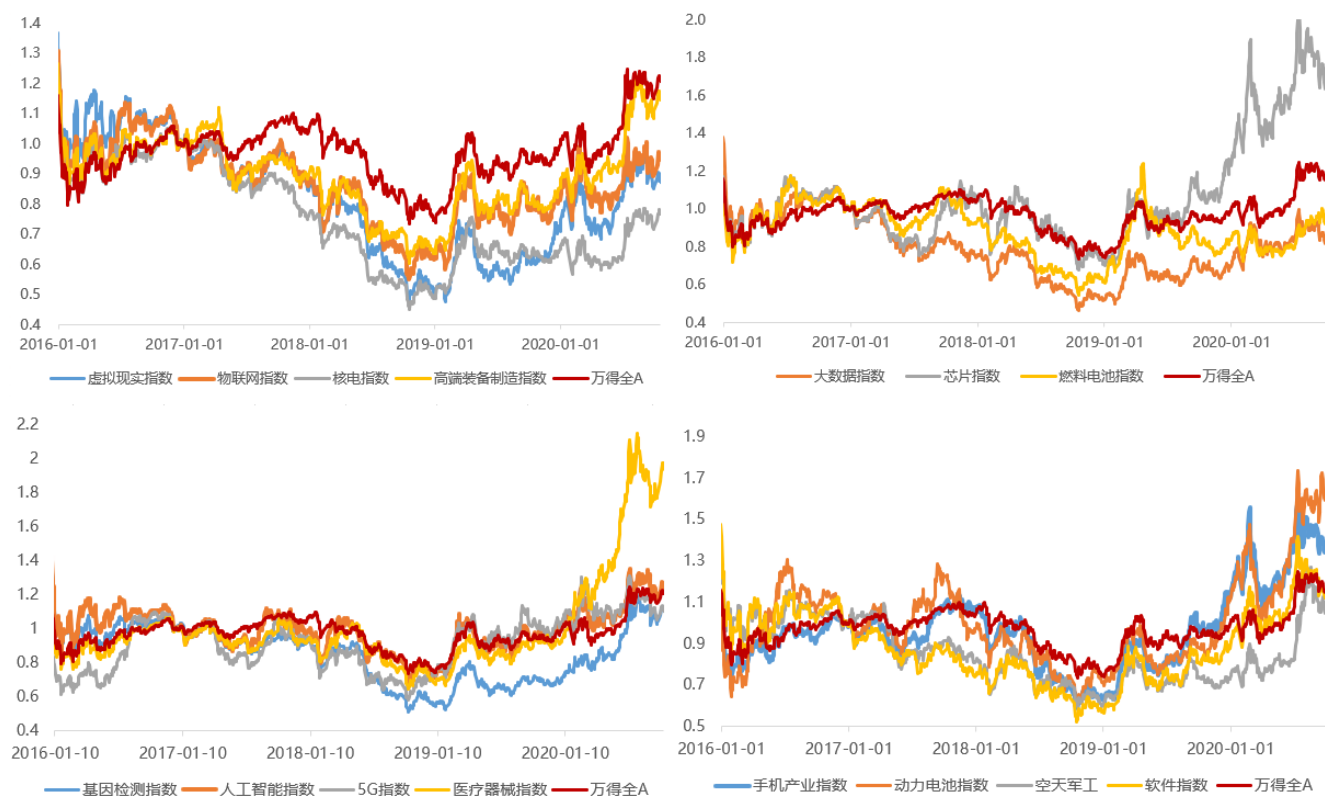
	十三五规划发布前后指数表现				十三五战略新兴规划发布前后指数表现			
	发布前1个月	发布前1周	发布后1周	发布后1个月	发布前1个月	发布前1周	发布后1周	发布后1个月
大数据指数	-6.77%	2.45%	7.58%	15.34%	-8.65%	-4.99%	-9.47%	-9.71%
芯片指数	-5.01%	0.20%	6.31%	15.73%	-8.61%	-4.60%	-9.16%	-9.64%
燃料电池指数	0.47%	1.07%	4.56%	14.32%	-8.38%	-6.20%	-3.29%	-3.22%
基因检测指数	-8.68%	-0.78%	5.68%	14.85%	-6.62%	-5.01%	-6.38%	-7.05%
人工智能指数	-1.49%	1.24%	8.65%	14.86%	-9.90%	-5.92%	-8.36%	-8.81%
5G指数	0.09%	1.89%	3.96%	14.33%	-7.15%	-3.66%	-6.37%	-5.26%
医疗器械指数	-5.14%	0.10%	5.57%	13.79%	-4.26%	-5.11%	-9.09%	-8.37%
手机产业指数	1.02%	0.20%	3.75%	10.87%	-3.19%	-2.62%	-9.61%	-9.13%
动力电池指数	7.17%	6.83%	6.60%	16.24%	-10.26%	-5.57%	-7.33%	-6.72%
空天军工	-9.33%	-2.53%	8.80%	11.42%	-3.69%	-0.43%	0.76%	1.12%
软件指数	-8.06%	2.56%	12.14%	16.94%	-7.19%	-5.50%	-11.26%	-10.62%
万得全A	0.85%	0.09%	4.45%	10.43%	-3.73%	-3.50%	-2.89%	-2.27%

资料来源：wind，天风证券研究所

但拉长来看，板块间的分化则非常可观。甚至我们以股灾前的高点作参照，强势板块中如动力电池、芯片、医疗器械、手机产业等，都在这一轮成长反转行情中越过了15年牛市

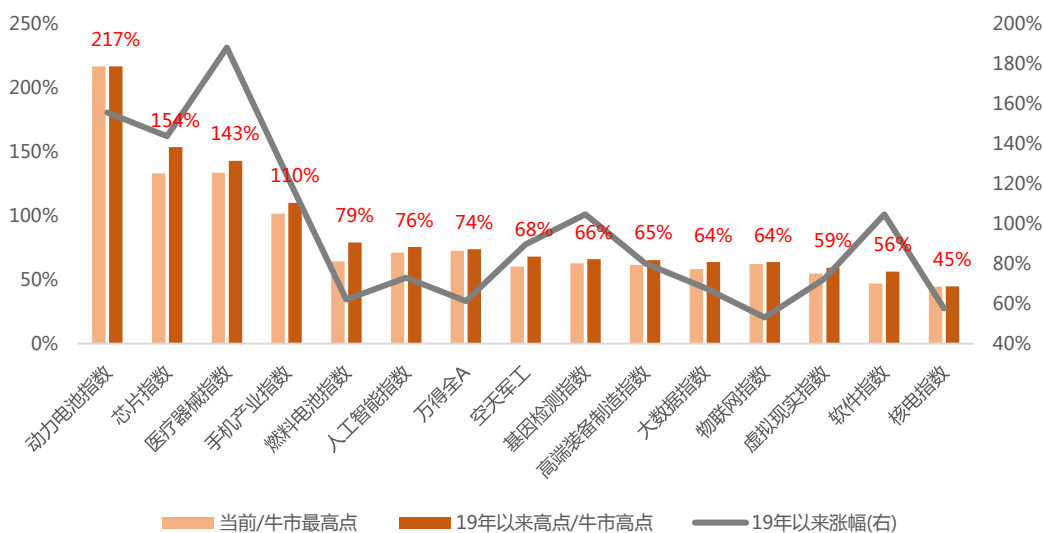
高点。且整体来看，硬件制造业领域表现要好于软件领域。

图 7：十三五战略新兴产业规划重点领域长期表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：强势板块越过 15 年牛市高点（工业互联网指、5G 序列过短未纳入）

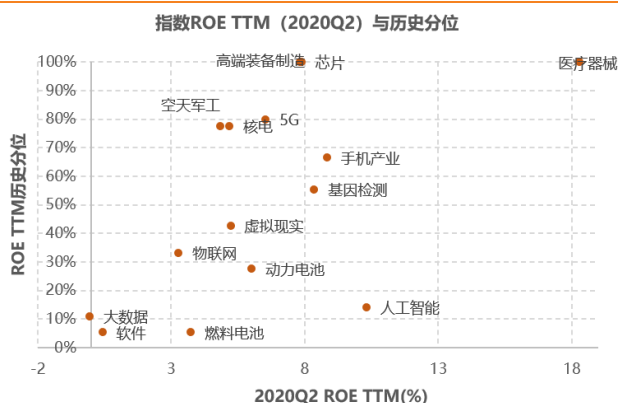


资料来源：wind，天风证券研究所

从基本面寻找线索，我们发现同样作为政策主线，长线领先板块大多都有良好的基本面或预期支撑。从疫情前后综合来看（19Q4 和 20Q2），战略规划发布以来以及过去两年表现较好的，一类是景气度持续向好的医疗器械、手机产业、芯片、5G，以及 ROE 下滑但绝对值维持高位的人工智能；一类是新能源车相关的动力电池、燃料电池等当前业绩未放量，但政策不断超预期、具备渗透率提升逻辑、业绩有筑底迹象的板块。而在规划发布后长期表现落后的大数据、物联网、虚拟现实、核电等，都是当前业绩趋势一般或者盈利能力绝

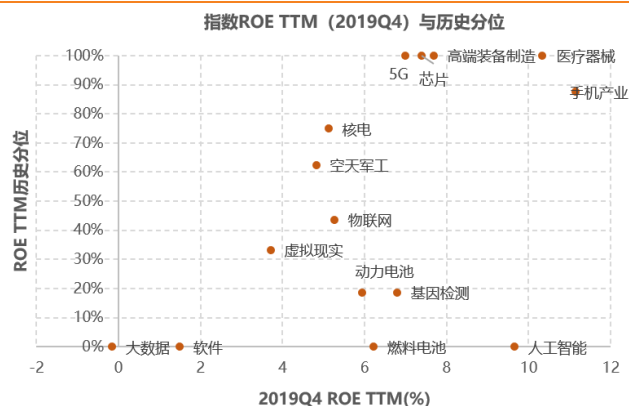
对值偏低的板块。

图 9：科技细分 ROE TTM（2020Q2）与分位数



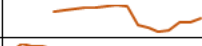



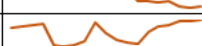










资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：科技细分 ROE TTM（2019Q4）与分位数



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：十三五政策支持领域盈利能力

指数 ROE TTM (%)	2019Q4	2020Q1	2020Q2	指数 ROE TTM (2015Q4以来)
虚拟现实指数	3.71	3.89	5.22	
物联网指数	5.26	3.19	3.28	
核电指数	5.11	4.40	5.17	
高端装备制造指数	7.68	7.42	7.81	
大数据指数	-0.16	-0.64	-0.05	
芯片指数	7.39	7.24	7.87	
燃料电池指数	6.22	3.61	3.74	
基因检测指数	6.79	6.67	8.35	
人工智能指数	9.65	8.77	10.31	
5G指数	7.00	6.08	6.54	
医疗器械指数	10.34	11.20	18.29	
手机产业指数	11.13	9.90	8.83	
动力电池指数	5.94	5.01	6.01	
空天军工	4.82	4.84	4.85	
软件指数	1.48	0.12	0.42	

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 对十四五政策主线的思考：增长与平衡之困，要素市场化破局

回到规划本身，临近会议，市场对于“超预期”的讨论越来越多。事实上基于十三五的经验，读十九届五中全会和十四五规划，也许不必太执着于挖掘增量信息；反而把过去一个阶段——十九大报告和四中全会的高屋建瓴，以及最近几年的政策脉络理清，可能会起到意想不到的效果。比如我们事后去看十三五（2016 年 3 月发布全文）相对于前一个五年规划的几个关键词：

第一是首提五大发展理念，创新驱动重要性明显提升。创新驱动战略最早是十八大（2012 年）提出的；五年规划发布后，16 年 5 月紧接着出炉《国家创新驱动发展战略纲要》顶层文件。明确实施制造强国战略，这是由 2015 年 5 月发布《中国制造 2025》提出的，最终涉及的细分领域也大致围绕这份文件。

第二是改革的分量提升，其中的国企改革和供给侧改革在后来都成为了贯穿两三年的政策

主线。往前回溯，这一轮由国企改革是十八届三中全会而起；十四五规划发布后当年，国企改革 1+N 政策体系完成。这一轮对于化解过剩产能的部署最早见于 13 年末《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》；十八届五中之后，供给侧结构性改革在 15 年 11 月由中央财经领导小组会议明确提出。

第三是产权制度建设分量提升，十三五规划时隔数年再提建立现代产权制度（十二五未提），这一点同样可以回溯到十八届三中全会《决定》，那是第一次提出“产权是所有制的核心”。

第四是新型城镇化概念，最早由十八大提出（此前都叫中国特色城市化）；“两横三纵”的城市化格局最早出现在 2013 年 12 月中央城镇化工作会议。

图 12：十三五规划提及国家战略出处

十三五提到战略	战略首次提出时间
创新驱动战略	2012 年 11 月党的十八大提出实施创新驱动战略
制造强国战略	2015 年 5 月《中国制造 2025》提出实施制造强国战略（三步走规划）
国家大数据战略	十三五规划首次提出；2015 年 9 月国务院印发《促进大数据发展行动纲要》
质量强国战略	2011 年首次提出；2016 年 3 月首次在政府工作报告出现“建设质量强国”
网络强国战略	2014 年 2 月总书记提出了努力把中国建设成为网络强国的战略目标
国家安全战略	2015 年 1 月政治局会议审议通过《国家安全战略纲要》
军民融合战略	2015 年 3 月两会期间将军民融合发展上升为国家战略。
优进优出战略	2015 年 5 月总理首次提出推动中国外贸从“大进大出”转向“优进优出”。
自由贸易区战略	2007 年十七大把自由贸易区建设上升为国家战略
就业优先战略	十二五规划首次提出
食品安全战略	十三五规划将食品安全问题提到国家战略高度
全民健身战略	2014 年 10 月《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》将全民健身上升为国家战略
藏粮于地、藏粮于技战略	十三五规划首次提出

资料来源：新华社，天风证券研究所

所以可以看到，虽然五年规划很长，几乎覆盖了国民经济建设的方方面面，但是最关键之处其实都可以从过去一个阶段的政策脉络去找线索。因此我们跟踪十四五，也无非两条思路，一方面是从当前特殊的国内国外环境出发去做推演；另一方面是对过去一个阶段，尤其是最近两年的政策脉络做个梳理。

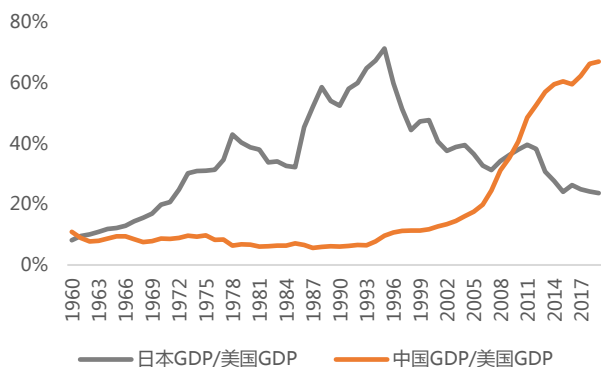
对十四五作展望，首先我们需要再对当前特殊的时代背景——所谓的“百年未有之大变局”——有一个清晰的认识。

国际背景，三大特征。第一是新冠疫情可能中长期伴随，近期欧美第二波疫情来势汹汹，美国新增病例重新回归到每天六七万的水平，欧洲的单日新增几乎是 3 月第一波疫情时；国内疫情防控常态化，也仍然会出现类似之前的北京、后来的青岛这样的局部风险。

第二是地缘政治风险高发，中印、南海、台海等等。疫情、滞胀、贫富差距拉大，政客对外转移矛盾，民粹主义骤起。

第三全球贸易摩擦不可逆。2019 年中国占美国 GDP 比重达 67.02%，已经逼近 1995 年日本/美国 71.34% 的高点。大国竞争格局发生根本性变化，意味着大国之间经贸、金融乃至政治领域的摩擦，会是一个长期变量。

图 13：中、美、日 GDP



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：桥水-民粹主义指数升至二战以来高点



资料来源：桥水，天风证券研究所

国内背景，当前时刻同样是攸关国运的一个历史路口。首先，2020 年是第一个百年计划（全面实现小康社会）收官，随即而来的就是下一阶段新的目标制定和路线安排。此前十九大已经提出了从 2020 年开始的下一个两阶段战略：2020-2035 年基本实现社会主义现代化；2035 年到本世纪中叶建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。根据十九大的主旨，这其中有几个硬指标，包括科技实力、收入水平和城乡差距、生态环境。

第二，效率与公平的问题。从经济体量来看相比于前一个五年规划，现在无疑是站在一个更高的起点上。2019 年我国人均 GDP 正式突破 1 万美元，离跨越所谓中等收入陷阱的 12700 美元只差临门一脚，按照 5% 的年复合增长，十四五期间就要冲击这条标准线；但总量增长的背后却不能忽视区域之间发展失衡、收入差距拉大的问题。

第三，增长模式转型与当前的产业背景。经济转型来到关键窗口，一方面可能遭受摆脱路径依赖时的阵痛，另一方面又面临新一轮技术革命的机遇——中国能否由跟随者变为主导者，进一步提高在国际分工上的位置，在下一个五年会更加清晰。

因此概括来说，如果单从国内经济增长的层面出发，十四五期间其实就是要解决两个问题：

第一，传统增长动能枯竭叠加海外需求与地缘政治风险加剧，如何挖掘新的增长动能，实现高质量增长，提高国际竞争力。

第二，四十年的总量增长之后，区域间发展不协调、不平衡的问题该如何破局。

基于这些大背景，然后再看过去一个阶段政策端给出了什么样的药方。首先全局来看最重要的参考资料，依然是十九大和十九届四中。十九大报告关键词：高质量发展——意味着淡化总量，重视结构，转型升级；十九届四中全会提出了重磅的“核心技术攻关举国体制”，将“社会主义市场经济体制”上升为基本经济制度。因此不出意外，科技创新、产业结构转型仍然是十四五期间的关键词，但这些都是结果不是手段。我们看十四五规划，更应该关注的是方法论。

四中全会给出的答案是从制度建设层面着手，制度要能够结合具体实际进行适应性的变革。随后在今年上半年疫情严重冲击的情况下，中央国务院发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》——其实也是经济领域制度建设的——这样一份顶层文件，明确了当前市场化程度偏低亟待改革的五大要素（土地、劳动力、资本、技术，和新增的数据要素）；5 月之后又多次在重要会议上阐述双循环的概念，所谓的循环，本质也在于破除障碍，让要素能够流通起来，让土地能够流转进一步解放农村劳动力，让劳动力流动能够打破地理限制，让技术成果能够被定价交易，让金融资源得以高效配置。在此前的报告我们多次强调了，双循环是不能忽视的、大概率会贯穿中长期的政策主线。从生产端来看，重点就是要素配置的优化改革。

图 15：十八大以来历次中央委员会全体会议主要内容

时间	党代会/全会	主要内容
2012 年 11 月	十八届一中	人事任命（政治局、中央书记处、中央军委、中央纪委）
2013 年 2 月	十八届二中	人大/政协领导人员建议名单；审议《国务院机构改革和职能转变方案》；部署国内改革发展稳定任务
2013 年 11 月	十八届三中	审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确全面深化改革的五大体制改革要点： 经济体制（重点）、政治体制（成立深改委和国安委）、文化体制、社会体制（治理体系和治理能力现代化）、生态文明体制
2014 年 10 月	十八届四中	通过《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》（全会首次以依法治国为主题）
2015 年 10 月	十八届五中	审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》： ①提出全面小康社会新的目标：提出了全面建成小康社会新的目标要求：经济保持中高速增长，到二〇二〇年国内生产总值和城乡居民人均收入比二〇一〇年翻一番。②首提五大发展理念：创新、协调、绿色、开放、共享。
2016 年 10 月	十八届六中	审议通过《关于新形势下党内政治生活的若干准则》和《中国共产党党内监督条例》
2017 年 10 月	十八届七中	讨论十九大报告，通过《中国共产党章程（修正案）》
2017 年 10 月	十九大	四个新的重大判断：①弱化“以经济建设为中心”，提出高质量发展；②主要矛盾变为“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”③对发展阶段新的表述“中国特色社会主义新时代”；④截至 2020 年三步走基础上，提出新的两阶段战略。 四个新设机构：中央全面依法治国领导小组、国有自然资源资产管理和自然生态监管机构、退役军人管理保障机构、国家、省、市、县监察委员会。
2017 年 10 月	十九届一中	人事任命（政治局、中央书记处、中央军委、中央纪委）
2018 年 1 月	十九届二中	审议通过《中共中央关于修改宪法部分内容的建议》：其中“中华人民共和国主席、副主席每届任期同全国人民代表大会每届任期相同，连续任职不得超过两届”之后， 删除“连续任职不得超过两届。”
2018 年 2 月	十九届三中	人大/政协领导人员建议名单；审议通过《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》
2019 年 10 月	十九届四中	审议通过《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》。 全新提法：①基本经济制度首次添加“社会主义市场经济体制”，建设高标准市场体系；②首提“关键核心技术攻关新型举国体制”；③将财税体制上升到国家治理的高度并将其视为长治久安的制度保障（央地事权分配）。

资料来源：中国共产党新闻网，天风证券研究所

为什么政策面要在这个非常时期反复强调和推进要素市场化。回归到最简单的经济学理论，经济增长无非来自各类要素的贡献。从要素贡献的角度出发，上文提到的十四五期间两个命题就可以解释为：

一方面，传统增长路径难以为继，新的增长动能有赖于要素市场的建设。改革开放前面三十年，中国经济的高速增长主要依赖于人口红利和加杠杆，也就是劳动力和债务资本要素。但目前人口红利丧失，面临未富先老的困境；宏观杠杆率高企，即使是特殊时期阶段性提高对杠杆率的容忍度，长区间来看空间也比 20 年前 10 年前要小的多。因此增长的新动能要从其他的要素去挖掘，也就是技术要素、新提的数据要素，以及权益资本要素、人才要素。

另一方面，区域间发展的不平衡实际上反映的也是要素配置和定价的失衡。去年底总书记在《求是》杂志发表了一篇署名文章，就针对了这几年区域间发展不平衡且同质化严重的问题。举个例子，前些年中西部地区也在大力建设产业园区、大规模招商引资，但最终并

没能取得理想的经济效益。从要素配置的角度来看，中西部地区资本要素是稀缺的，在市场化机制下本来应该有更高的价格；但在行政力量的作用下，比如以更低的融资成本、政策补贴来招商引资，最终的结果实际上就是把要素配置到低效的地方去了。

而要素市场化最核心的一件事，就是要让要素的价格能够反映其稀缺性。稀缺的要素边际效用高，就可以更贵；过剩的要素边际效用低，就应该便宜。这些都由市场的意志决定，政府层面的过多干扰可能会扭曲这个定价机制。

但如果能够建立一个市场化的要素价格体系，并且使得要素能够打破空间限制自由流通，那么一来，市场主体基于利润最大化，就会充分利用便宜的、边际效用高的要素，从而区域间其实能够更好地发挥各自的要素禀赋；二来，要素能够自由地从过剩地区流向稀缺地区，创造更高的边际效用，从而实现总量上的增长。这实际上就解决了上文提到的十四五期间总量增长和区域平衡两个问题。

因此，对于十四五规划在经济领域的政策，我们以要素市场化配置改革为基点去作预判，应该说逻辑是比较通畅的。这大概率也是未来五年，是双循环背景下的一大看点。

3. 展望十四五主线：基于要素优化配置逻辑

基于要素配置改革和双循环背景，我们大致总结了以下几个可能受益于十四五规划的市场主线：

1) 技术与数据要素市场建设：精选战略新兴领域、重视新基建

从新动能角度出发，潜在增长空间最大的是技术和数据要素。技术要素方面主要就是战略新兴产业，细分领域会在十四五规划和战略新兴规划中汇总。但我们看十三五规划和战略新兴产业规划会发现，由于涉及面过宽、分类太细，反而让大家很难把握重点，并且回溯来看也并不是提到的都有超额收益。因此我们可以对战略新兴产业作进一步筛选：

首先要贴合四中全会提的核心技术攻关举国体制。这可能是基于双循环逻辑，相比于5年前不太一样的地方。“攻关”意味着有一定迫切性，因此首先要突破的是目前在产业链上受制于人的细分领域。

其次从行业内部结构来说，五年前是铺开了创新，中小企业百花齐放；但当前进行关键技术的突破，就意味着更高的技术门槛和前期巨大的研发成本，因此技术要素的趋势应该是向头部公司集中。

最后是科技股整体高估值的情况下，**行业本身基本面应对估值有一定的消化能力。**所以总结来说，大概就是要能够满足国产替代逻辑、集中度提升、基本面改善这三个条件，我们筛选的细分领域包括【**半导体材料和设备、信创国产替代、高端装备（机床、医疗器械等）、汽车零部件**】。

数据要素市场可能获得进一步政策支持的包括【**区块链、云计算**】等。

此外，**技术和数据要素的底层基础设施建设**依然很关键。虽然今年以来相关板块已经取得比较高的超额收益，但是从政策红利和行业空间来说，应该是远未到位的。以5G为例，目前电信和移动数据显示5G的渗透率应该在13-15%区间附近，仍处于快速上升阶段。这一方向主要包括【**新一代信息技术、数据中心，以及工业互联网的平台类公司**】。

图 16：5G 渗透率正处于快速提升阶段

中国电信	移动用户数 (万)	5g 用户 (万)	5g 占比
2020 年 8 月	34769	5714	16.43%
2020 年 7 月	34607	4927	14.24%
2020 年 6 月	34347	3784	11.02%
2020 年 5 月	34120	3005	8.81%
2020 年 4 月	33852	2170	6.41%
2020 年 3 月	33655	1661	4.94%
2020 年 2 月	33040	1073	3.25%
中国移动	移动用户数 (万)	5g 用户 (万)	5g 占比
2020 年 8 月	94590	9816	10.38%
2020 年 7 月	94638	8506	8.99%
2020 年 6 月	94674	7020	7.41%
2020 年 5 月	94698	5561	5.87%
2020 年 4 月	94673	4375	4.62%
2020 年 3 月	94630	3172	3.35%
2020 年 2 月	94216	1540	1.63%

资料来源：wind，天风证券研究所

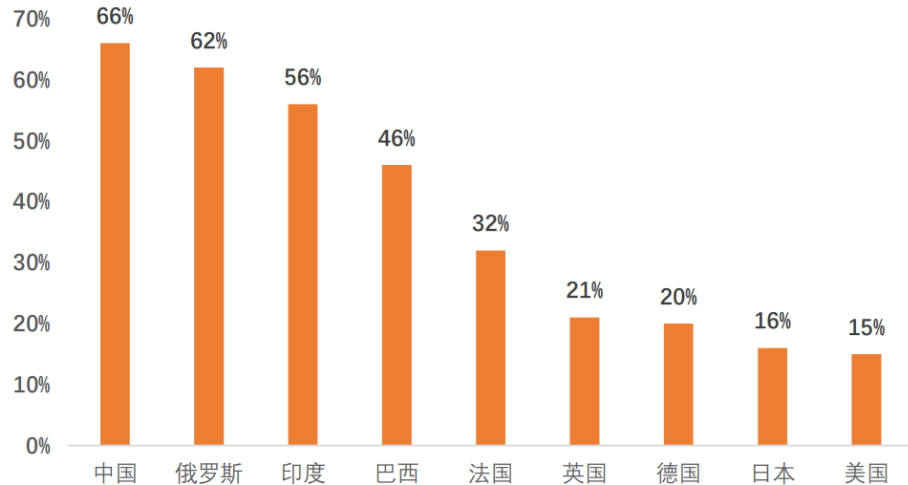
2) 要素的确权、定价和交易：重视产权制度建设、资本市场建设

要素市场化制度建设涉及到的几个环节，在流通/交易之前，目前难点在于确权 and 定价环节。尤其是对技术和数据要素，确权和定价是存在较多困难的。一方面，我国产权保护（针对科技要素的知识产权保护）相对于滞后于发达经济体，客观上会压抑创新的积极性；另一方面，技术和数据不像劳动力、土地，有一个明确的要素单位，因此定价因素更为复杂。基于这两点，我们建议可重点关注从两个方向：

一是知识产权保护制度不断完善的受益方向，比如最典型的国产软件。根据 BSA 截至到 2017 年的数据，我国软件盗版率高达 66%，而西方发达国家普遍在 20-25% 之间。

二是资本市场尤其是权益市场基础制度的改革。从 19 年初政治局会议集体学习上总书记强调金融供给侧开始，应该说资本市场的战略地位上升到了一个前所未有的高度。加快战略新兴领域的股权融资进度、通过金融开放和养老金改革等等引入长期资本的措施，实际上也是在创造一个市场化的环境，把技术和数据要素定价的难题交由市场。所以相信**这一次五年规划，在资本市场上的笔墨会比五年前多得多**。最近以国务院名义发了针对上市公司质量的文件，也可见级别之高，在注册制上亦有超预期的表述。金融市场改革预期的提振或在中长期利好【头部券商】。

图 17：中国软件盗版率居前



资料来源：BSA、天风证券研究所，2017

3) 市场化机制下的要素流通方向：大城市集群建设加速

市场化配置下技术和数据要素，以及劳动力要素会如何流通，我们倾向于，未来会看到这些核心要素进一步向头部城市集中。从而依仗其本身的科技禀赋、规模优势，这些市场要素能够更好地物尽其用。但这里需要特别解释的问题是，核心要素进一步向大城市群集中、人口进一步向大城市群集中，是否违背区域间协调发展的宗旨？

关于这一问题，陆铭在他的著作《大国大城——当代中国的统一、发展与平衡》研究了发达国家的经验后得出，在人口自由流动的过程当中，区域差距一开始是扩大的。但是经济进一步发展，劳动力进一步流动，区域间的人均收入差距会趋向于收敛。按照我们对于要素优化配置的阐述可以得到同样的结论，中西部地区劳动力资源是过剩的，阻碍劳动力流动，特别是限制低技能劳动力的流动，最终反而会使区域间差距由扩大转而缩小的时间点推迟。因此我们认为，大城市化进程不仅没有背离区域协调发展的初衷，反而能够推动更好地发挥比较优势。

19 年 2 月发改委《培育发展现代化都市圈的指导意见》文件也解释了要素市场化与都市圈建设的关联。《意见》明确提出到 2035 年形成若干具有全球影响力的都市圈；未来将放宽除个别超大城市外的城市落户限制；还强调了技术市场、金融服务和市场准入的一体化。

目前横向比较来看，我们一线城市辐射范围内的城市群集中度其实并不算太高，这可能与我国特殊的户籍制度和行政壁垒有关。以日本为例，整个东京都市圈用 3.5%的土地面积容纳了全国三分之一的人口，创造了全国一半的 GDP（当然这个因国情而异不能作数字上的比较）。

因此我们认为，就城市化进程来说，前一个 5 年、10 年的重点是人口城市化、经济城市化，下一个 5 年、10 年的重点大概率就是超大、特大城市化和城市产业集群建设。从这个角度出发，未来可能受益的方向，一是【轨道交通建设】，包括高铁、轻轨等；二是超大、特大城市运作、安全、精细化管理角度的【智慧城市和安防】；三是京津冀、长三角、珠三角城市集群的房地产。

图 18：城市基础设施建设



资料来源：学习小组，天风证券研究所

4）双循环背景下的国家安全领域：粮食安全、能源安全、战略资源安全、国防安全

供给端主线除了前文提到的产业链上受制于人的补短板领域以外，还有一些逆全球化背景下直接挑战生存底线的领域。根据最近一段时间的政策动态，我们大致整理了四个方向：

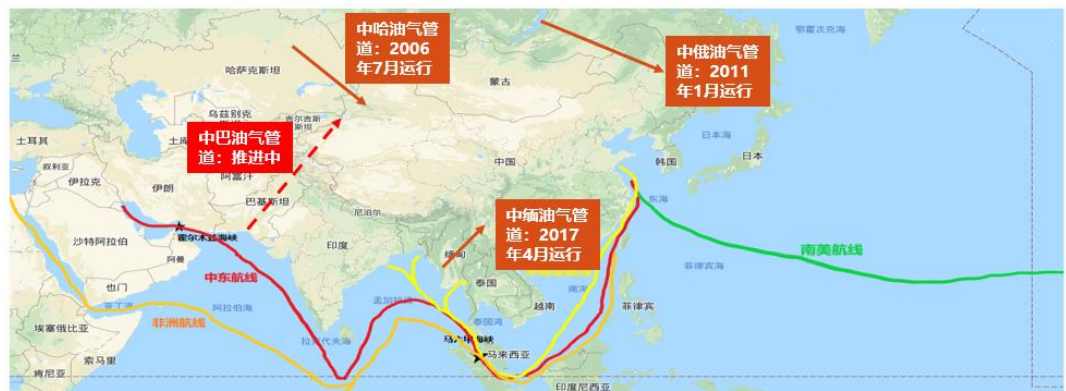
第一是粮食安全。按照十三五规划的定义，粮食安全的标准是要达到谷物基本自给，口粮绝对安全的水准。目前我国粮食安全领域主要的风险在于谷物，尤其是大豆。我国大豆的对外依存度在 80%以上，且集中来自美国、巴西、阿根廷等地。这部分对应的方向是【**转基因/种业自主创新**】，后者其实也是十三五规划给出的到 2030 年的重大项目。

第二是能源安全。目前我国一次性能源结构中石油天然气占比近 30%，且严重依赖进口、严重依赖海运，并且海运途径的马六甲海峡、霍尔木兹海峡都是地缘政治要冲。当前除了发展新能源以外，另一个救急的突破口在于**中巴油气管道的建设**。如果管道运行，则意味着中国通往中东的运输航线，可完全不绕道马六甲海峡；未来若还能建设从瓜达尔港管道延伸到伊朗的管道，就可以让中东到中国的油气，全程管道运输，无需油轮。而中巴管道建设最直接的影响，就是【**新疆及沿线的基础设施建设**】会超预期。

第三是以铁矿石为典型的战略资源安全。19 年全年我国进口额 2 万亿美元，单铁矿一项是 1000 亿美元，且 60%以上来自澳大利亚。考虑海外矿山集中度高的长期因素，以及中澳关系的不确定因素，有必要提前采取措施以保障战略资源安全。根据新华社消息，【**再生钢铁原料**】国家标准，有望在年底出台。

第四是国防安全，对应军工板块，尤其是兼具国产替代逻辑的【**军工上中游**】。

图 19：中巴管道建设战略意义

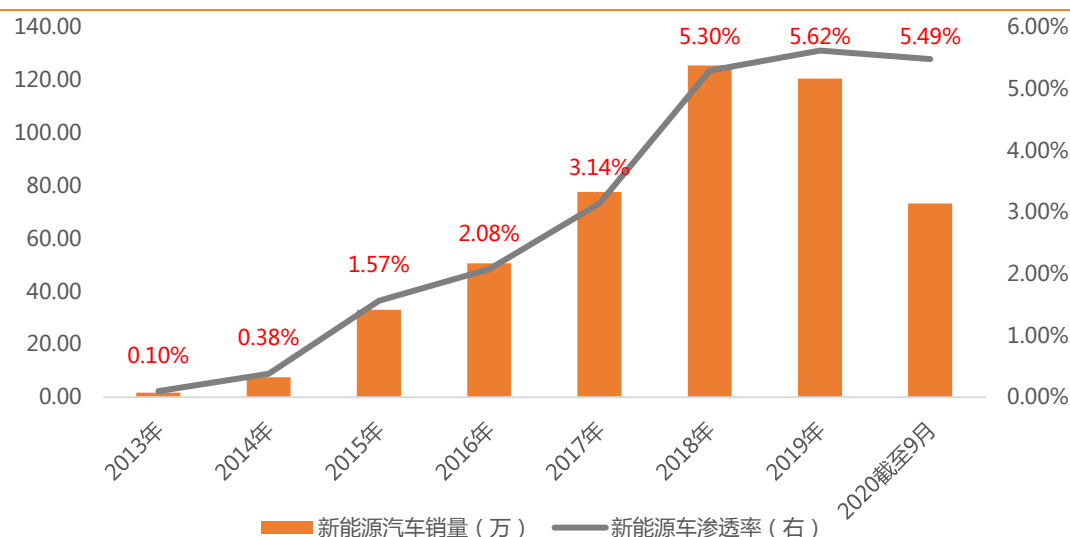


资料来源：Google map，天风证券研究所

5) 人口结构与民生：医疗与环保

最后基于当前人口结构、城市化建设以及总书记在十九大提到的美好生活概念，一方面重点关注疫情之后倒逼的，政策资源可能超预期投放的【医疗信息化】领域；另一方面是绿色环保概念、且具备渗透率提升逻辑的【新能源车】。

图 20：新能源车处于渗透初期



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：十四五规划潜在利好方向梳理

思路	受益方向
新动能要素建设(技术与数据)	核心技术攻关举国体制——半导体上游材料和设备、信创国产替代、高端装备（机床、医疗器械等）、汽车零部件；数据要素市场——区块链、云计算。
底层基础设施建设	5G、数据中心、工业互联网（平台）
要素的确权、定价和流通	国产软件（受益于知识产权制度）、头部券商（资本市场改革）、智能物流
要素流动趋势/特大城市群建设	轨道交通、智慧城市和安防、三大城市群地产
双循环下国家安全领域	种业自主创新（粮食安全）、新疆概念（能源安全）、再生钢铁原料（战略资源安全）、军工上中游（国防安全）
疫情常态化防控、人口结构与民生	医疗信息化、新能源车

资料来源：wind，天风证券研究所

4. 附录

1) 2019 年以来中字头、国字头主要政策

图 22：2019 年以来中字头、国字头主要政策

时间	关键词	中字头、国字头文件
2020/10/11	区域战略	中共中央办公厅 国务院办公厅印发《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020 - 2025 年）》
2020/10/9	技术、资本	国务院关于进一步提高上市公司质量的意见
2020/9/23	土地	中办国办印发《关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》
2020/9/15		中共中央办公厅印发《关于加强新时代民营经济统战工作的意见》
2020/9/15	土地	国务院办公厅关于坚决制止耕地“非农化”行为的通知
2020/9/13	资本	国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定
2020/8/27		中共中央 国务院关于对《首都功能核心区控制性详细规划（街区层面）（2018 年 - 2035 年）》的批复
2020/8/4	技术	国务院关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知
2020/7/31	劳动力	国务院办公厅关于支持多渠道灵活就业的意见
2020/7/30	技术、劳动力	国务院办公厅印发《关于提升大众创业万众创新示范基地带动作用进一步促改革稳就业强动能的实施意见》
2020/7/20		国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见
2020/7/17	技术	国务院关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见
2020/6/2	流通环节	国务院办公厅转发两部《关于进一步降低物流成本的实施意见》
2020/6/1	区域战略	中共中央 国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》
2020/5/18	顶层文件	中共中央 国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见
2020/5/17	区域战略	中共中央 国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见
2020/4/9	顶层文件	中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见
2020/3/9	资本	国务院办公厅关于印发国有金融资本出资人职责暂行规定的通知
2020/3/5		中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见
2020/1/17		国务院办公厅关于支持国家级新区深化改革创新加快推动高质量发展的指导意见
2019/12/1	区域战略	中共中央 国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
2019/11/28		中共中央 国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见
2019/11/24	技术	中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于强化知识产权保护的意见》
2019/11/21	劳动力	中共中央 国务院印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》
2019/11/21	土地	国务院办公厅关于切实加强高标准农田建设提升国家粮食安全保障能力的意见
2019/11/7	资本	国务院关于进一步做好利用外资工作的意见
2019/11/5	顶层文件	中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定
2019/10/15	资本	国务院关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》和《中华人民共和国外资银行管理条例》的决定
2019/10/9		国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》
2019/9/19		中共中央 国务院印发《交通强国建设纲要》
2019/8/27	流通环节	国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见
2019/8/18	区域战略	中共中央 国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见
2019/7/19	土地	国务院办公厅关于完善建设用地使用权转让、出租、抵押二级市场的指导意见
2019/6/28		国务院关于促进乡村产业振兴的指导意见
2019/5/28	技术	国务院关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见
2019/5/23	土地	中共中央 国务院关于建立国土空间规划体系并监督实施的若干意见
2019/5/5	土地、劳动力	中共中央 国务院关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见
2019/4/28	资本	国务院关于印发改革国有资本授权经营体制方案的通知
2019/2/19	土地	中共中央 国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见

2019/2/18	区域战略	中共中央 国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》
2019/2/14	资本	中办国办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》
2019/1/24	区域战略	中共中央 国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

2) 今年以来工信部主要政策（科技领域）

图 23：今年以来工信部主要政策（科技领域）

时间	部门	领域	文件
2020/10/14	工信部、应急管理部	工业互联网	《“工业互联网+安全生产”行动计划（2021-2023 年）》
2020/9/21	工信部	新能源车	《新能源汽车推广应用推荐车型目录》（2020 年第 10 批） 《享受车船税减免优惠的节约能源使用新能源汽车车型目录》（第十九批） 《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（第三十五批）
2020/9/21	工信部办公厅	建材产业升级	《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021-2023 年）》
2020/9/9	发改委、工信部等十四部门	物流业	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》
2020/8/10	工信部办公厅	船舶制造	《船舶总装建造智能化标准体系建设指南（2020 版）》
2020/8/6	工信部办公厅、发改委办公厅等 6 部门	数据中心	组织开展国家绿色数据中心（2020 年）推荐工作
2020/7/29	工信部、财政部等 5 部门	技术装备	《重大技术装备进口税收政策管理办法实施细则》
2020/7/15	工信部、发改委等 15 部门	服务型制造	《关于进一步促进服务型制造发展的指导意见》
2020/7/15	工信部办公厅等 3 部门	新能源车	《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》
2020/7/7	工信部办公厅	物联网	《关于公布 2019-2020 年度物联网关键技术与平台创新类、集成创新与融合应用类示范项目名单的通知》
2020/5/13	工信部	大数据	《关于工业大数据发展的指导意见》
2020/5/7	工信部	物联网	《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》
2020/4/24	工信部、公安部、国家标准委	车联网	《国家车联网产业标准体系建设指南（车辆智能管理）》
2020/3/24	工信部	5G	《关于推动 5G 加快发展的通知》
2020/3/20	工信部办公厅	工业互联网	《关于推动工业互联网加快发展的通知》

资料来源：工信部网站，天风证券研究所

3) 十二五、十三五经济社会发展主要目标

图 24：十二五、十三五经济社会发展主要目标

十二五、十三五规划目标比对：经济社会发展主要指标				
指标		十二五目标年均增长	十三五目标年均增长	属性
经济发展				
国内生产总值(万亿元)		7	> 6.5%	预期性
全员劳动生产率（万元/人）			> 6.6%	预期性
服务业增加值比重(%)		[4]	[5.5]	预期性
城镇化率	常住人口城镇化率（%）	[4]	[3.9]	预期性
	户籍人口城镇化率（%）		[5.1]	预期性
科技教育/创新驱动				
九年义务教育巩固率(%)		[3.3]		约束性
高中阶段教育毛入学率(%)		[4.5]		预期性
劳动年龄人口平均受教育年限（年）			[0.57]	约束性
研发经费支出占 GDP 比重(%)		[0.45]	[0.4]	预期性
每万人口发明专利拥有量(件)		[1.6]	[5.7]	预期性
研究与试验发展经费投入强度（%）			[0.4]	预期性
科技进步贡献率（%）			[4.7]	预期性
互联网普及率	固定宽带家庭普及率（%）		[30]	预期性
	移动宽带用户普及率（%）		[28]	
资源环境				
耕地保有量(亿亩)		[0]	[0]	约束性
新增建设用地规模（万亩）			[< 3256]	约束性
万元 GDP 用水量下降（%）			[23]	约束性
单位工业增加值用水量降低(%)		[30]		约束性
农业灌溉用水有效利用系数		[0.03]		预期性
非化石能源占一次能源消费比重(%)		[3.1]	[3]	约束性
单位 GDP 能源消耗降低(%)		[16]	[15]	约束性
单位 GDP 二氧化碳排放降低(%)		[17]	[18]	约束性
人民生活				
城镇居民人均可支配收入(元)		>7	> 6.5	预期性
农村居民人均纯收入(元)		>7	[0.57]	预期性
农村贫困人口脱贫（万人）			[5575]	
城镇登记失业率(%)				预期性
城镇新增就业人数（万人）		[4500]	[> 5000]	预期性
城镇参加基本养老保险人数(亿人)		[1]	-	约束性
城乡三项基本医疗保险参保率(%)		[3]		约束性

基本养老保险参保率(%)		[8]	预期性
城镇保障性安居工程建设/城镇棚户区住房改造(万套)	[3600]	[2000]	约束性
全国总人口增长	< 7.2‰		约束性
人均预期寿命(岁)	[1]	[1]	预期性
注：[]内为五年累计目标			

资料来源：新华社，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com