

策略 · 两会工作报告解读

基调已定，盈利预测和相对业绩趋势如何调整？

5月22日上午，十三届全国人大三次会议开幕，国务院总理作政府工作报告。在前期政治局会议定调的基础上，本次报告的核心内容包括：

1、寻找“新路子”、不走“老路子”——松动总量目标，守住就业与脱贫底线

①今年在总量目标上最明显的变化自然是不再设置全年经济增速目标这一项。即使是在前期政策基调已经比较明确，但最终确认不设置具体增速目标仍然有重要的信号意义（虽然市场对此有部分预期）。除此之外，每年两会大家最关心的“铁公基”目标今年也未出现在报告中，至少为2015年以来首次。城镇新增就业和失业率的目标较去年有一定下滑，稳就业迫切性加大，“就业”一词在报告中出现了近40次。

②对经济刺激的问题，今天的报告在解释为什么不设置增速目标的时候提到，“要走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子”，在扩大有效投资具体安排处提到“要优选项目，不留后遗症，让投资持续发挥效益”——某种程度上都是对稳增长会不会回到传统刺激方式（老路子）的回应。

2、财政货币政策：趋势上保持积极，但“不急于一时”、也不会“大动干戈”。

①两会工作报告奠定了信用周期“缓慢扩张”的基调，从历史情况来看，信用周期从底部抬升的时候，一般不大会出现全面性“杀估值”。

②货币政策伴随财政政策在趋势上保持积极，但又“不急于一时”、也不会“大动干戈”的基调，使得今年大部分时候，市场整体仍然是区间震荡的格局。

3、如何稳住就业的基本盘？——中小企业纾困、稳市场主体

对于保障就业和民生，除了直接的财政支出以外，基本盘更在于稳住市场主体，尤其是中小企业和个体户。此次报告在企业减税降费上的篇幅占比明显高于过去几年。总量来看，2.5万亿的减税降费规模和大型银行普惠金融贷款增长40%的目标，都要高于去年的2万亿和30%增长。

4、根据两会工作报告定下的全年基调，A股的盈利预期有何调整？沪深300和创业板指的相对业绩趋势判断有何变化？

在前期的报告《推荐科技的心路历程——当我们谈论风格时，本质上在讨论什么？》中，我们曾经提到，短期1-2个月风格变化可能受到诸多因素的干扰，比如利率、流动性、风险偏好、政策等，但是中长期趋势来看，相对业绩趋势的变化，对风格起到了决定性作用。

结合两会的定调，根据我们的盈利预测模型，我们预计，2020年沪深300的净利润增速为-5.9%，创业板剔除温氏的净利润增速为8.1%，中长期来看，盈利预测的相对业绩趋势变化仍然更有利于科技风格。

注：由于全球疫情、华为被限制等因素，后续盈利预测可能面临进一步调整，我们将持续保持跟踪。

风险提示：经济下行风险，政策不及预期风险，疫情对经济影响超预期，贸易摩擦加剧等

证券研究报告

2020年05月22日

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 联系人
wuliyang@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200511-20200515）-央行缩量续作MLF，基金发行份额小幅抬升，资金利率不再下台阶》 2020-05-19
- 2 《投资策略：策略-机构投资者持股全景（更新至20Q1）：公募、险资、外资、监管》 2020-05-15
- 3 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200506-20200508）-整体利率水平仍然很低，但中枢已经不再下行》 2020-05-12

内容目录

1. 寻找“新路子”、不走“老路子”——松动总量目标，守住就业与脱贫底线.....	3
2. 财政货币政策：趋势上保持积极，但“不急于一时”、也不会“大动干戈”。.....	5
3. 如何稳住就业的基本盘？——中小企业纾困稳市场主体.....	7
4. 两会定调如何影响企业盈利和市场结构——相对业绩趋势如何变化？.....	7
4.1. 沪深 300 和非金融 A 股的盈利预测.....	8
4.2. 创业板指（剔除温氏股份）盈利预测.....	9

图表目录

图 1：18-20 年政府工作报告目标.....	4
图 2：政府工作报告有效投资主要领域.....	6
图 3：信用周期与股票市场的估值变化.....	6
图 4：政府工作报告减税降费主要措施.....	7
图 5：经济增速测算.....	7
图 6：物价指数（%）.....	8
图 7：2020 年沪深 300 盈利趋势预测（中性假设）.....	8
图 8：2020 年沪深 300 盈利趋势预测（乐观及悲观假设）.....	9
图 9：2020 年非金融 A 股与全部 A 股盈利趋势预测（中性假设）.....	9
图 10：创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值.....	10
图 11：创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值.....	10
图 12：创业板指与沪深 300 的相对业绩与相对走势.....	10

5月22日上午，十三届全国人大三次会议开幕，国务院总理作政府工作报告。由于疫情的影响今年两会时间推迟，且考虑到疫情对正常生产生活的破坏性，政治局已经在3月和4月两次召开会议讨论经济形势，因此对于下一阶段的工作方向、财政货币政策力度市场已有一定预期。今天的报告整体来看，也维持了此前的政策态度。我们重点对此次的几个变化进行说明。

1. 寻找“新路子”、不走“老路子”——松动总量目标，守住就业与脱贫底线

今年在总量目标上最明显的变化自然是不再设置全年经济增速目标这一项。即使是在前期政策基调已经比较明确，但最终确认不设置具体增速目标仍然有重要的信号意义（虽然市场对此有部分预期）。除此之外，每年两会大家最关心的“铁公基”目标今年也未出现在报告中，至少为2015年以来首次。而根据交通部在会前的表态，今年铁路建设投资目标是8000亿，公路水运目标是1.8万亿，也仅是持平于去年。棚改目标连续两年不再提到，今年新增老旧小区改造3.9万个的目标，与住建部在4月中提出的目标一致。城镇新增就业和失业率的目标较去年有一定下滑，稳就业迫切性加大，“就业”一词在报告中出现了近40次。

与之相对应的，一方面，在脱贫攻坚、全面建成小康社会上的要求丝毫没有松动。过去几年在农村减贫上都设置了1000万左右的目标，今年作为“决胜之年”要求全部脱贫。但是根据统计局的数据，截至2019年末，我国农村贫困人口还有551万，因此单从数量上看难度并不是太大（去年实际脱贫1109万）。另一方面，财政支出要求继续“节衣缩食”，除一般性支出坚决压减以外，要求中央政府带头压减非急需非刚性支出压减50%以上。今年一季度财政收入下滑14.3%。

图 1：18-20 年政府工作报告目标

【天风策略】18-20 年政府工作报告目标完成情况					
指标	2018 年目标	2018 年实际	2019 年目标	2019 年实际	2020 年目标
经济/财政/货币					
1、国内生产总值	6.5%左右	6.6%	6%-6.5%	6.10%	不设目标
2、CPI	3%左右	2.1%	3%左右	2.90%	3.50%
3、赤字率	2.6%/2.38 万亿	(若不调节)4.1%/3.75 万亿	2.8%/2.76 万亿	(若不调节)4.9%/4.85 万亿	3.6%以上/3.76 万亿
4、地方专项债券	1.35 万亿	1.95 万亿 (含提前)	2.15 万亿	2.59 (含提前)	3.75 万亿
5、抗疫特别国债					1 万亿
6、中央转移支付	10.9%	10.9%	10.90%	10.9%	
7、中央本级支出					负增长
8、M2	合理增长	8.10%	与经济增速匹配	8.70%	广义货币供应量明显高于去年
9、社会融资余额	合理增长	9.78%	与经济增速匹配	10.70%	社融规模增速明显高于去年
10、登记失业率	4.5%以内	3.8%	4.5%以内	3.6%	5.5%左右
11、调查失业率	5.5 以内	4.9%	5.5 以内	5.3%以下	6%左右
12、城镇新增就业	1100 万以上	1361 万	1100 万以上	1352 万	900 万
13、一般性支出			压减 5%以上	压减 10%	坚决压减
14、“三公”经费			压减 3%左右	压减 3.8%	
15、非急需非刚性支出					压减 50%
固定资产投资					
1、铁路投资	7320 亿	8028 亿	8000 亿	8029 亿	增加铁路建设资本金 1000 亿 (交通部:投资 8000 亿)
2、公路水运投资	18000 亿	22973.7 亿	18000 亿	23451 亿	(交通部:公路水路投资 1.8 万亿,民航 900 亿)
3、水利在建规模	10000 亿	10141 亿	再开工一批		
4、中央预算内投资	5376 亿	5376 亿	5776 亿		6000 亿
5、老旧小区改造					3.9 万个
供给侧改革					
1、钢铁去产能	3000 万吨	3500 万吨以上	市场化		
2、煤炭去产能	1.5 亿吨	2.7 亿吨	市场化		
3、煤电去产能	淘汰 30 万千瓦以下煤电机组	关停 800 万千瓦以上	/		
4、降成本	企业和个人减税 8000 亿	1.3 万亿	近 2 万亿	2.36 万亿	2.5 万亿
企业纾困					
1、国有大型银行小微企业贷款增长			30%	五大行普惠贷款增长 53%	40%
2、增值税率下调			16%→13%,10%→9%	完成	
3、移动网络流量资费	降低 30%以上	下降 63%	降低 20%以上	降低 41%	
4、中小企业宽带资费			降低 15%	11 月基本完成	降低 15%

5、一般工商业平均电价	平均降低 10%	降低 10.5%	平均降低 10%	7 月宣布基本完成	降 5%延至年底
三大攻坚战					
1、减少贫困人口	1000 万	1386 万人	1000 万	1109 万人	标准下全部脱贫
2、易地扶贫搬迁	280 万	280 万	/		
3、单位 GDP 能耗	下降 3%以上	下降 3.1%	下降 3%以上	下降 2.6%	继续下降
乡村振兴战略					
1、新增高标准农田	8000 万亩以上	约 8200 万亩	8000 万亩以上	8150 万亩	8000 万亩
2、高效节水灌溉	2000 万亩	2158 万亩	/		
3、新改建农村公路	20 万公里	31.8 万公里	20 万公里	29 万公里	
城镇化/民生					
1、进城落户	1300 万人	1390 万人	/		
2、医保财政补助	提高 40 元	完成	提高 30 元	完成	提高 30 元
3、棚改	580 万套	626 万套	/	316 万套	
4、基本养老缴费			各地可降至 16%	完成	

资料来源：中国政府网，wind，天风证券研究所

我们认为，总量目标的松动包含对客观不确定性的调整（疫情、贸易摩擦），同时也表达了主观的政策选择（不作强刺激）。与此前政治局会议的定调一致：**稳增长的上限是守住不能发生系统性风险，进行强刺激的可能性不大；稳增长的底线是全面建成小康社会，尤其是完成脱贫、就业等民生领域的目标。**需要明确的是，在政策文件中，“努力”和“确保”有程度上的差异。这份报告中用到“确保”的，只有在脱贫攻坚、食品安全和养老金足额发放三处，都是民生领域。报告也延用了近期国常会的提法，将“六保”作为“六稳”的发力点。

此外，对经济刺激的问题，今天的报告在解释为什么不设置增速目标的时候提到，“**要走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子**”，在扩大有效投资具体安排处提到“**要优选项目，不留后遗症，让投资持续发挥效益**”——某种程度上都是对稳增长会不会回到传统刺激方式（老路子）的回应。这一次不在报告中提铁路公路投资目标也是个明确信号。

2. 财政货币政策：趋势上保持积极，但“不急于一时”、也不会“大动干戈”。

财政和货币政策方面，赤字率提高至 3.6%、地方专项债券提高至 3.75 万亿基本符合市场预期。需要另作说明的几个问题是：

第一，两个增量的 1 万亿，包括 1 万亿的财政赤字和 1 万亿的特别国债，通过特殊转移支付机制直达市县基层，换言之不用经过省级单位的调拨。这是相比于往年的一个重大变化。这样的安排一定程度上也会影响对于投资的预期，直接把钱划到基层，在疫情冲击下财政困难的市县级政府，首先要做的是所谓“三保”，即保基本民生、保运转、保工资，而不是去做增量投资。去掉这 2 万亿，财政上相比于去年的增量，还剩下 1.6 万亿的地方专项债券、5000 亿的减税降费和略增的中央预算内投资。一般性支出上，从中央到地方都要做好过苦日子的准备。

关于地方专项债，截至目前已经提前下发三批合计 28480 亿。按照规则，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，可以提前下达下一年度新增地方政府债务限额。则理论上今年内最多还可以下发年内额度剩余的 9100 亿和明年额度中的 22500 亿。

图 2：政府工作报告有效投资主要领域

	主要领域
“两新一重”	新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级
新型城镇化	提升县城公共设施和服务能力；新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务
交通、水利	增加国家铁路建设资本金 1000 亿元

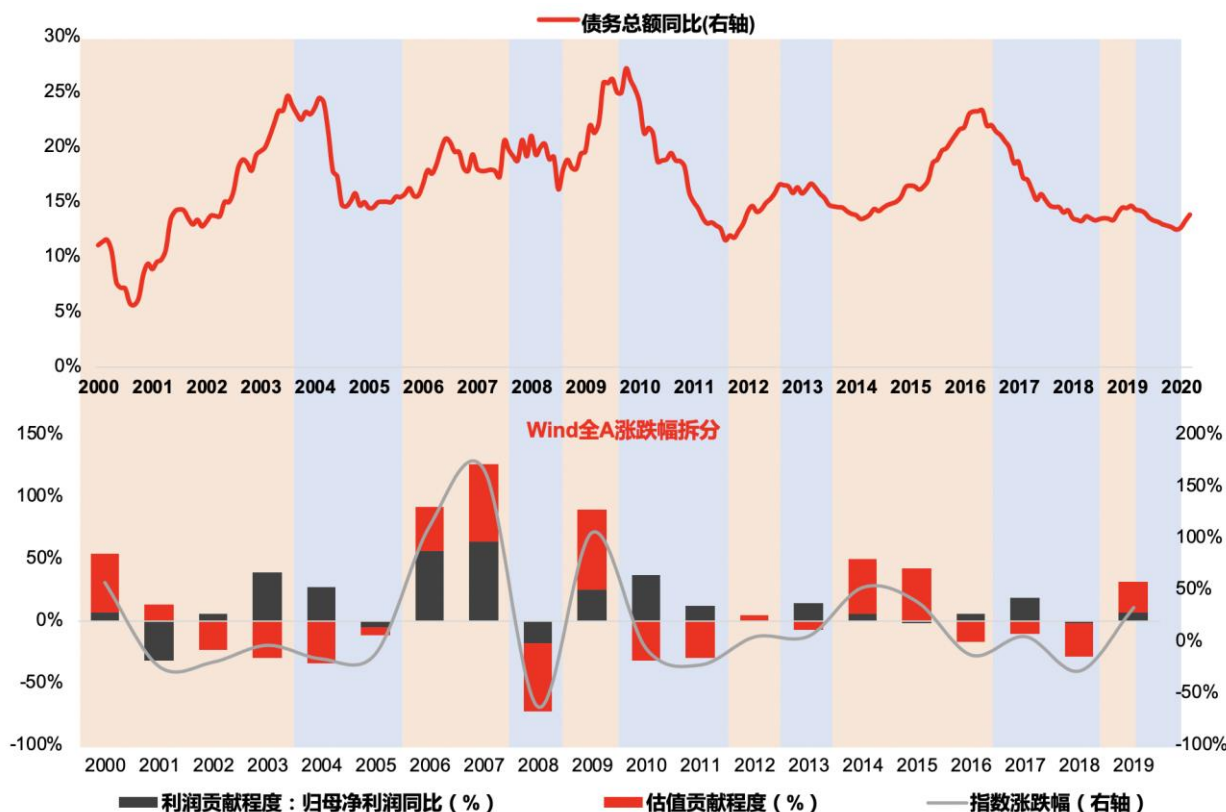
资料来源：中国政府网，天风证券研究所

第二，货币政策的提法更加积极，今年要求广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。具体来看，去年 M2 和社融存量目标都是与经济增速匹配，实际分别增长 8.7% 和 10.7%，均高于 2018 年数据；国有大型银行小微企业贷款增长 40%，也高于去年 30% 的目标。今年截至 4 月 M2 和社融存量同比分别增长 11.1% 和 12.0%，下一阶段的宽松大概率将维持，降息具有必要性。但同时也要注意，报告一方面明确了“创新直达实体经济的货币政策工具”、“财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业”，另一方面强调要“加强监管，防止资金空转套利”，仍然在说资金的投向问题。

第三，但是，短期来看，隔夜利率已经非常之低，银行间利率水平再下台阶的空间有限。今年 Q1 在央行大规模投放流动性和实体经济开工缓慢的情况下，银行间利率水平（dr007，shibor 等）大幅回落，但最近一个月，随着央行流动性投放放缓和实体经济加速复工，银行间利率中枢已经不再下台阶。货币政策的总基调还是以配合财政政策为主，而不是漫无目的放松，因此，货币政策伴随财政政策在趋势上保持积极毋庸置疑，但“不急于一时”、也不会“大动干戈”。

最后，总结来说：①两会工作报告奠定了信用周期“缓慢扩张”的基调，从历史上来看（下图中粉色背景），信用周期从底部抬升的时候，一般不大会出现全面性“杀估值”。②货币政策伴随财政政策在趋势上保持积极，但又“不急于一时”、也不会“大动干戈”的基调，使得今年大部分时候，市场整体仍然是区间震荡的格局。

图 3：信用周期与股票市场的估值变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 如何稳住就业的基本盘？——中小企业纾困稳市场主体

对于保障就业和民生，除了直接的财政支出以外，基本盘更在于稳住市场主体，尤其是中小企业和个体户。此次报告在企业减税降费上的篇幅占比明显高于过去几年。总量来看，2.5 万亿的减税降费规模和大型银行普惠金融贷款增长 40% 的目标，都要高于去年的 2 万亿和 30% 增长。

图 4：政府工作报告减税降费主要措施

项目	主要内容
减税	①免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费，执行期限全部延长到今年年底。 ②小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。
降费	①降低工商业电价 5% 政策延长到今年年底。 ②宽带和专线平均资费降低 15%。 ③减免国有房产租金，鼓励各类业主减免或缓收房租，并予政策支持。
信贷	①中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底。 ②鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。 ③大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率。 ④大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%。 ⑤支持企业扩大债券融资。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

4. 两会定调如何影响企业盈利和市场结构——相对业绩趋势如何变化？

虽然报告中未提到具体的增速目标，但我们可以通过赤字和价格指数目标做一个简单的测算。按照赤字率下限的 3.6% 和 3.76 万亿的赤字规模计算，2020 年的名义 GDP 规模在 104.44 万亿左右，名义同比增长 5.41%。今年的 CPI 目标为 3.5%，PPI 截至 4 月累计同比 -1.2%，那么如果假设今年 GDP 平减指数同比在 3% 左右，则实际 GDP 同比为 2.41%；平减指数同比如果在 2% 左右，对应实际 GDP 为 3.41%。

图 5：经济增速测算

(万亿)	情景一	情景二	情景三	情景四
19 年一季度 GDP 不变价	19.71	19.71	19.71	19.71
19 年二至四季度 GDP 不变价	69.45	69.45	69.45	69.45
20 年一季度 GDP 增速	-6.8%	-6.8%	-6.8%	-6.8%
20 年一季度 GDP 不变价	18.37	18.37	18.37	18.37
2020 年经济增速要求测算				
全年增速假设	5.00%	4.00%	3.00%	2.00%
20 年 GDP 不变价最低要求	93.62	92.73	91.84	90.95
20 年二至四季度 GDP 最低要求	75.25	74.36	73.47	72.58
20 年实现该目标二至四季度要求最低增速	8.35%	7.07%	5.78%	4.50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：物价指数（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

那么，在此数据的测算基础之上，以及根据两会工作报告定下的全年基调，A 股的盈利预期有何调整？沪深 300 和创业板指的相对业绩趋势判断有何变化？

（在前期的报告《推荐科技的心路历程——当我们谈论风格时，本质上在讨论什么？》中，我们曾经提到，短期 1-2 个月风格变化可能受到诸多因素的干扰，比如利率、流动性、风险偏好、政策等，但是中长期趋势来看，相对业绩趋势的变化，对风格起到了决定性作用。）

4.1. 沪深 300 和非金融 A 股的盈利预测

沪深 300 的盈利预测采用宏观自下而上的方法来实现。具体预测过程参见《当前估值隐含了怎么样的增长预期——A 股盈利趋势展望》。今年一季度在疫情冲击之下，GDP 同比下滑 6.8%，出现了自 1992 年有季度统计数据以来的首次负增长。上市公司一季报，全部 A 净利润下滑 24%；剔除金融净利润下滑 52.5%；剔除金融/两油/四大航，净利润下滑 36.5%。一季报披露后，我们对沪深 300 全年的盈利预测也进行了调整。最新预测结果如下：

中性假设下（全年 GDP 增速 2.8%），2020 年，沪深 300 的营收增速和净利润增速分别为 -0.7% 和 -5.9%。趋势上，增速逐季抬升，Q1、Q2、Q3、Q4 累计净利润增速分别为 -18.3%、-15.8%、-11.0%、-5.9%。

图 7：2020 年沪深 300 盈利趋势预测（中性假设）

预测项目	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12
GDP 同比	6.40	6.20	6.08	6.00	-6.80	3.50	6.50	6.50
PPI 同比	0.40	0.50	-0.77	-1.17	-0.60	-5.80	-4.56	-3.84
营收单季同比	12.8%	11.1%	8.7%	9.5%	-6.8%	-10.3%	0.0%	1.2%
净利润单季同比	10.8%	10.8%	10.9%	8.1%	-18.3%	-13.8%	-1.0%	14.6%
营收累计同比	12.8%	11.9%	10.8%	10.5%	-6.8%	-2.2%	-1.5%	-0.7%
净利润累计同比	10.8%	10.8%	10.9%	10.7%	-18.3%	-15.8%	-11.0%	-5.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2020 年沪深 300 盈利趋势预测（乐观及悲观假设）

假设 预测项目	乐观假设（全年 GDP 增速 3.6%）					悲观假设（全年 GDP 增速 2.0%）				
	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12
GDP 同比	6.00	-6.80	4.50	7.50	7.50	6.00	-6.80	2.50	5.50	5.50
PPI 同比	-1.17	-0.60	-5.12	-3.50	-2.79	-1.17	-0.60	-6.47	-5.62	-4.90
营收单季同比	9.5%	-6.8%	-6.4%	4.5%	5.7%	9.5%	-6.8%	-14.2%	-4.5%	-3.3%
净利润单季同比	8.1%	-18.3%	-10.1%	3.5%	27.3%	8.1%	-18.3%	-25.0%	-14.5%	2.6%
营收累计同比	10.5%	-6.8%	-0.2%	1.4%	2.6%	10.5%	-6.8%	-4.2%	-4.3%	-4.0%
净利润累计同比	10.7%	-18.3%	-13.9%	-8.3%	-1.2%	10.7%	-18.3%	-21.7%	-19.3%	-15.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

另外，在中性假设下：

2020 年，非金融 A 股的营收增速和净利润增速分别为-1.8%和-7.0%。Q1、Q2、Q3、Q4 累计净利润增速分别为-52.5%、-28.4%、-17.5%、-7.0%。

2020 年，全部 A 股的营收增速和净利润增速分别为-1.2%和-2.9%。Q1、Q2、Q3、Q4 累计净利润增速分别为-29.5%、-15.4%、-9.0%、-2.9%。

图 9：2020 年非金融 A 股与全部 A 股盈利趋势预测（中性假设）

预测项目	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12
非金融 A 股 营收累计同比	9.5%	8.4%	7.6%	7.9%	-12.3%	-6.9%	-3.9%	-1.8%
非金融 A 股 净利润累计同比	1.4%	-2.6%	-2.2%	-2.5%	-52.5%	-28.4%	-17.5%	-7.0%
全部 A 股 营收累计同比	11.0%	9.3%	8.7%	8.3%	-10.6%	-5.8%	-3.1%	-1.2%
全部 A 股 净利润累计同比	9.4%	6.5%	6.8%	1.4%	-29.5%	-15.4%	-9.0%	-2.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 创业板指（剔除温氏股份）盈利预测

创业板指的盈利预测通过市场一致预期及历史平均折扣来推算。即基于有效期在 180 天内的个股的预测值（卖方的盈利预测），通过历史上实际利润与预测利润的偏差（折扣=实际利润/预测利润），进一步推算盈利增速。

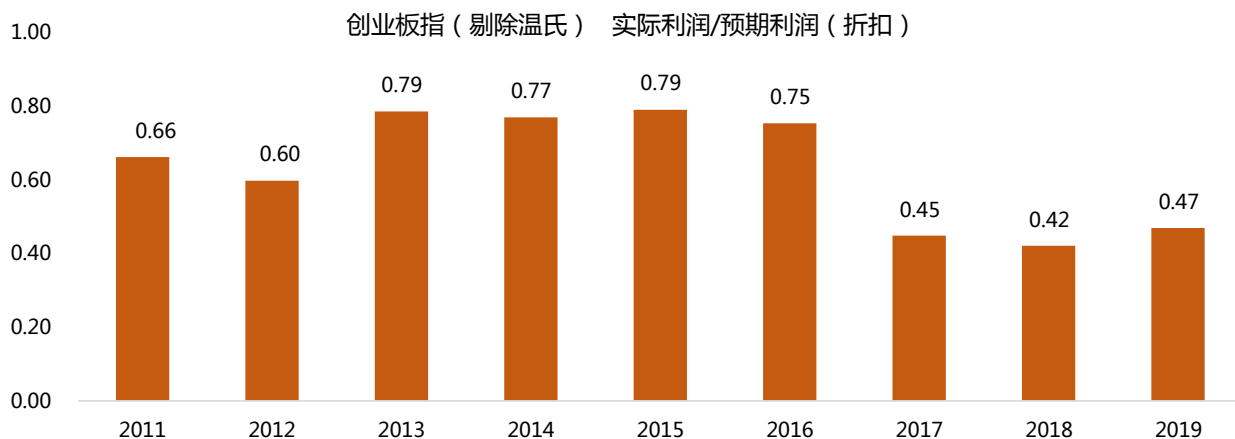
取 2010-2019 年平均折扣值（0.63）作为中性假设，相应地，2020 年创业板指（剔除温氏）净利润增速为 8.1%。

另外，我们对折扣值进行情形假设：当折扣值取 0.55、0.60、0.63（历史平均）、0.70、0.75 时，相应的创业板指增速为-6.3%、2.2%、8.1%、19.3%、27.8%，与沪深 300 的增速差（创业板指-沪深 300）为-0.4%、8.1%、14.0%、25.2%、33.7%。可见，即使今年创业板指的实际利润折扣低于历史平均折扣一定幅度，其增速仍小幅高于沪深 300 增速。

随着近两年创业板指成份股的优化以及商誉减值等包袱逐步出清，我们预计市场一致预期利润与实际利润的偏差有望趋于收敛。总的来说，根据当前盈利预测计算的相对业绩来看，今年创业板指相比沪深 300 仍然占优。

注：由于全球疫情、华为被限制等因素，后续盈利预测可能面临进一步调整，我们将持续保持跟踪。

图 10：创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值



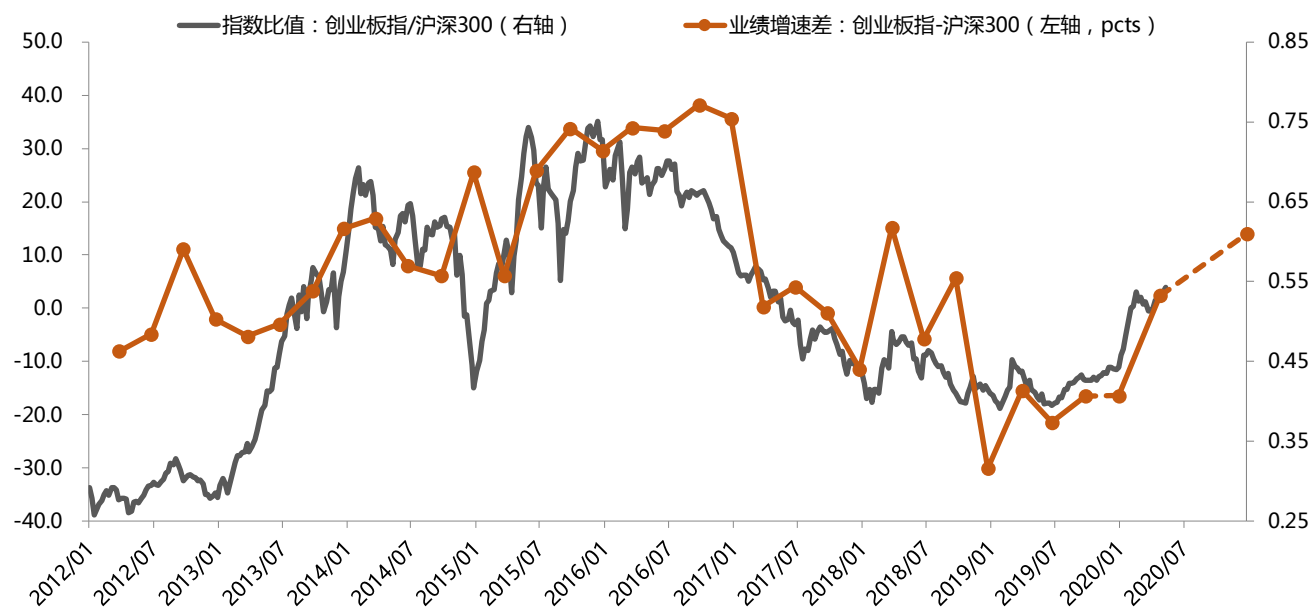
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值

折扣假设	0.50	0.55	0.60	0.63 (中性假设)	0.70	0.75	0.80
创业板指增速	-14.8%	-6.3%	2.2%	8.1%	19.3%	27.8%	36.3%
沪深 300 增速	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%
增速差：创业板指- 沪深 300	-8.9%	-0.4%	8.1%	14.0%	25.2%	33.7%	42.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：创业板指与沪深 300 的相对业绩与相对走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到细分板块上，在宏观政策目标被淡化的情况下，顺政策方向的新基建和民生领域阻力更小，长期业绩趋势相对更加确定。具体配置上，我们延续前期的三个思路：

一是符合中长期产业趋势的新基建即国产替代领域，包括【数据中心】、【5G 基础设施】、【软件国产化】。

二是政府资金（预算内资金、特别国债）投向的民生和防疫领域，包括【医疗器械】、【疫

苗）、【医疗信息化】、【环保】。

三是老旧小区改造和房地产竣工产业链，包括【装饰建材】、【家具家电】、【楼宇设备电梯】、【电表】等。

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