

---

# “十四五”规划及2035年远景目标展望

杨帆

中信证券研究部 首席政策分析师

2020年11月4日

# CONTENTS

## 目录

---

1. 2035年建成中等发达国家，创新、绿色领域看点最多
2. “十四五” 双循环内外共振，收入分配与生育政策或迎调整
3. 产业政策向市场化转型，1+4领域需要重点关注
4. 城镇化突出城市群作用，土地盘活释放要素潜力
5. 金融体系改革地位提升，资本市场改革或为亮点

# “十三五”规划提出32个定量指标，多数已于2019年提前完成

## “十三五”指标及完成情况

指标	2020年目标	2019年完成	完成率	指标	2020年目标	2019年实现	完成率
GDP (万亿元)	92.7**	89.2**	96%	万元GDP用水量较2015年降低 (%)	23	23.8	103%
研究与试验发展(R&D)经费投入强度 (%)	2.50	2.19	88%	单位GDP能源消耗 (吨标准煤/万元)	0.61***	0.51	120%
全员劳动生产率 (万元/人)	12	11.5	96%	单位GDP二氧化碳排放较2015年降低 (%)	18	未披露	未披露
每万人发明专利拥有量 (件)	12	12.5	104%	非化石能源占一次能源消费比重 (%)	15	15.3	102%
科技进步贡献率 (%)	60	58.5	98%	化学需氧量较2015年减少 (%)	10	11.8	118%
固定宽带家庭普及率 (%)	70	86.1	123%	氨氮较2015年减少 (%)	10	12.1	121%
移动宽带用户普及率 (%)	80	93.6	117%	二氧化硫较2015年减少 (%)	15	未披露	未披露
服务业增加值比重 (%)	56	53.92	96%	氮氧化物较2015年减少 (%)	15	16.6	111%
常住人口城镇化率 (%)	60	60.6	101%	耕地保有量 (亿亩)	18.65	20.23	108%
户籍人口城镇化率 (%)	45	44.4	99%	新增建设用地规模 (5年累计) (万亩)	3256***	未披露	未披露
城镇新增就业人数 (5年累计) (万人)	5000	5378	108%	森林覆盖率 (%)	23	22.96	100%
农村贫困人口脱贫 (5年累计) (万人)	5575	5024	90%	森林蓄积量 (亿立方米)	165	175.6	106%
基本养老保险参保率 (%)	90	91.5	102%	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	80	82	103%
人均预期寿命 (岁)	77.34	77.30	100%	细颗粒物 (PM2.5) 未达标地级及以上城市	47***	39	121%
城镇棚户区住房改造 (5年累计) (万套)	2000	2157	108%	达到或好于III类水体比例 (%)	70	74.9	107%
劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	10.8	10.63*	98%	劣V类水体比例 (%)	5***	3.4	147%

资料来源: Wind, 新华网, 生态环保部, 国家统计局, 中信证券研究部 \*代表2018年数据; \*\*单位为2015年不变价; \*\*\*目标为最高值, 即数值越低代表完成越好

# 2035年建成中等发达国家，对应15年平均增速约为4.8%

- 十九届五中全会提出到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平，我们认为这一目标约为2万美元左右
  - 世界银行将发达经济体定义为，人均国民总收入（GNI）超过12,536美元；2019年共有62个国家或地区满足这一标准\*，其中21-42名应为中等发达国家，第42名的希腊GNI约为2万美元
  - 2019年4月20日，上海市市长应勇在新闻发布会上表示，上海2018年人均GDP超过2万美元，达到上中等发达国家水平
- 中性预期下，2021-2035年均增速4.8%，到2035年人均GDP达到21,006美元，可同时实现人均GDP超过2万美元和较2020年翻番两个目标
  - 2022-2025年、2026-2030年、2030-2035年平均增速分别为5.0%、4.6%、3.9%

部分发达经济体GNI

国家或地区	2019年GNI（美元）	世界排名
瑞士	85,500	1
中国澳门	78,640**	3
美国	65,760	6
中国香港	50,840	15
德国	48,520	17
英国	42,370	24
日本	41,690	25
韩国	33,720	28
捷克	22,000	40
波多黎各	21,970	41
希腊	20,320	42
匈牙利	16,140	54
罗马尼亚	12,630	62

资料来源：世界银行，中信证券研究部  
注：\*剔除部分没有最新数据的经济体；\*\*中国澳门为2018年数据

2035年中国经济增长情景分析

2021-2035年人均GDP增速情景分析（预测）								
2019年人均GDP	2020年增速/人均GDP（预测）	情景假设	2021年增速/人均GDP	2022-2025年均增速	2026-2030年均增速	2031-2035年均增速	2021-2035年均增速	2035年人均GDP
		中性		5.0%	4.6%	3.9%	4.8%	21,006美元
		悲观		4.7%	4.3%	3.6%	4.5%	20,177美元

资料来源：wind，中信证券研究部预测（GDP按2019年不变价计算）

# 进入创新型国家前列，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑

- 十九届五中全会提出2035年跻身创新型国家前列，加快建设科技强国
  - 企业是科技创新的主体，推进产业基础高级化、产业链现代化，或将进一步完善“首台套”、财税激励、政府采购、金融支持等政策
  - 科研院所继续承担国家战略科技力量的重任，实行“揭榜挂帅”的科技项目组织管理方式，扩大科研院所自主权，构建充分体现知识、技术等创新要素价值的收益分配机制，完善科研人员职务发明成果权益分享机制
- 国家中长期科技发展规划(2021-2035)预计将于今年年底或明年年初公布，有望在人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等领域制定新一批国家重大科技专项

全球国家综合创新能力（GII）排名

国家/地区	总体排名	分项排名						
		制度	人力资本和研究	基础设施	市场成熟度	商业成熟度	知识和技术产出	创造力产出
瑞士	1	13	6	3	6	2	1	2
瑞典	2	11	3	2	12	1	2	7
美国	3	9	12	24	2	5	3	11
英国	4	16	10	6	5	19	9	5
荷兰	5	7	14	18	23	4	8	6
丹麦	6	12	2	4	8	11	12	10
芬兰	7	2	4	9	33	8	6	16
新加坡	8	1	8	13	4	6	14	18
德国	9	18	5	12	24	12	10	9
韩国	10	29	1	14	11	7	11	14
中国香港	11	5	23	11	1	24	54	1
法国	12	19	13	16	18	21	16	13
以色列	13	35	15	40	14	3	4	26
<b>中国大陆</b>	<b>14</b>	<b>62</b>	<b>21</b>	<b>36</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>7</b>	<b>12</b>
爱尔兰	15	17	22	10	35	14	5	21

# 推动绿色低碳发展，基本实现美丽中国建设目标

- 中国将力争在2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和
  - 十九届五中全会提出，中国将制定2030年前碳排放达峰行动方案
  - 提升新能源消纳和储存能力或将成为未来重点任务，新能源汽车、分布式光伏电站、储能设施值得关注
- 中共中央计划2035年基本实现美丽中国目标，将推动生态环境质量向更高标准迈进

“十三五”规划与建设美丽中国的环保指标

	“十三五”规划	建设美丽中国
节约资源	单位国内生产总值能源消耗	--
	单位国内生产总值二氧化碳排放	--
	万元GDP用水量	--
	--	化解过剩产能、淘汰落后产能
能源结构	非化石能源占一次能源消费比重	--
污染物	主要污染物排放总量（二氧化硫、化学需氧量、氨氮、氮氧化物）	主要污染物排放总量（二氧化硫、化学需氧量、氨氮、氮氧化物）
	--	垃圾分类
土地	耕地保有量	--
	新增建设用地规模	--
	--	受污染耕地安全利用率
	--	污染地块安全利用率
	--	生态保护红线面积
森林	森林覆盖率	森林覆盖率
	森林蓄积量	--
空气	地级及以上城市空气质量优良天数	地级及以上城市空气质量优良天数
	细颗粒物（PM2.5）未达标地级及以上城市	细颗粒物（PM2.5）未达标地级及以上城市
水	达到或好于III类水体比例	达到或好于III类水体比例
	劣V类水体比例	劣V类水体比例
	--	近岸海域水质优良（一、二类）比例
	--	全国用水总量

# CONTENTS

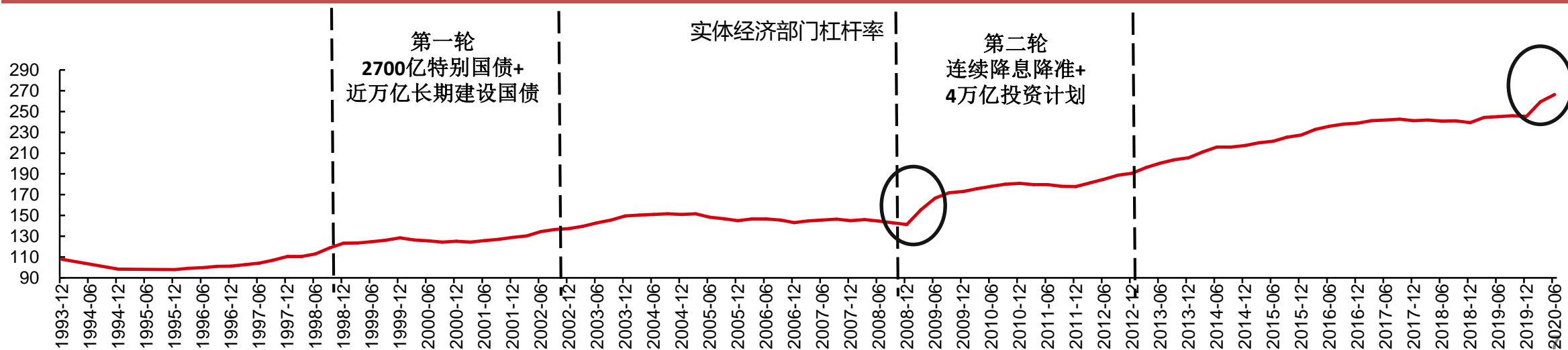
## 目录

---

1. 2035年建成中等发达国家，创新、绿色领域看点最多
2. “十四五” 双循环内外共振，收入分配与生育政策或迎调整
3. 产业政策向市场化转型，1+4领域需要重点关注
4. 城镇化突出城市群作用，土地盘活释放要素潜力
5. 金融体系改革地位提升，资本市场改革或为亮点

- 中美摩擦与疫情背景下出口有较大的下行风险，对冲方式包括开拓外需与扩大内需两大方面：
  - 开拓外需：一方面需通过出口转内销与多元化出口来缓解货物贸易顺差的下降，另一方面需通过改革提高服务业供给进而缩减服务贸易逆差
  - 扩大内需：短期可通过投资与消费的需求侧政策如专项债、消费券等托底经济，但长期看需通过改革带动消费增长，收入分配机制改革与人口政策调整或为未来5-10年的工作重点
- “十四五”规划或将重点阐述扩大内需战略，考虑到宏观杠杆率的风险，供给侧方面的改革或为本轮扩大内需的重点：
  - 扩大内需战略并非首次提出，1998-2002年的第一轮扩大内需中，国家进行了包括机构改革、加入WTO等多项改革开放政策，经济成功企稳；2008-2012年的第二轮扩大内需以基建地产为抓手，经济虽然企稳但宏观杠杆率也快速上升
  - 本轮扩大内需的初期，宏观杠杆率快速上升类似2008年。为防范风险，参考1998年经验，供给侧的改革开放或为重点

此前共有两轮完整的扩大内需战略周期





# 货物贸易：出口集中风险较大，出口转内销与多元化出口共同化解风险



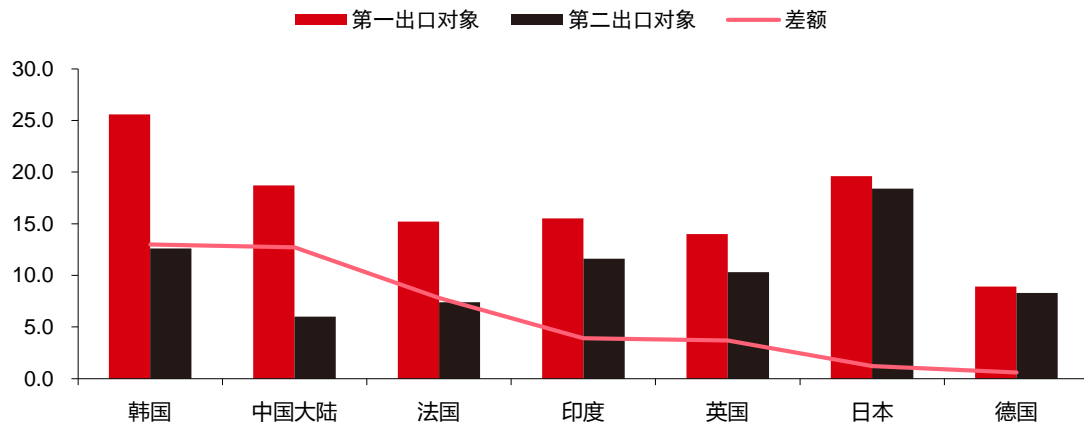
## ■ 对单一国家过高的外需依存度，可能诱发贸易安全问题

- 2015-2018年间，中国大陆前两大出口目的地金额占比之差为12.7%，而同为制造业大国的日本和德国仅为1.2%和0.6%
- 《广场协议》后日德货币对美元升值幅度相似，而日本对美出口占比过高，其出口滑坡更剧烈，经济减速更严重

## ■ 简单情景假设下，在美国当前“保护主义大棒”的政策下，未来5-10年对美出口货物金额有下降约40%的可能性，内需与“一带一路”和欧日韩或可有效承接

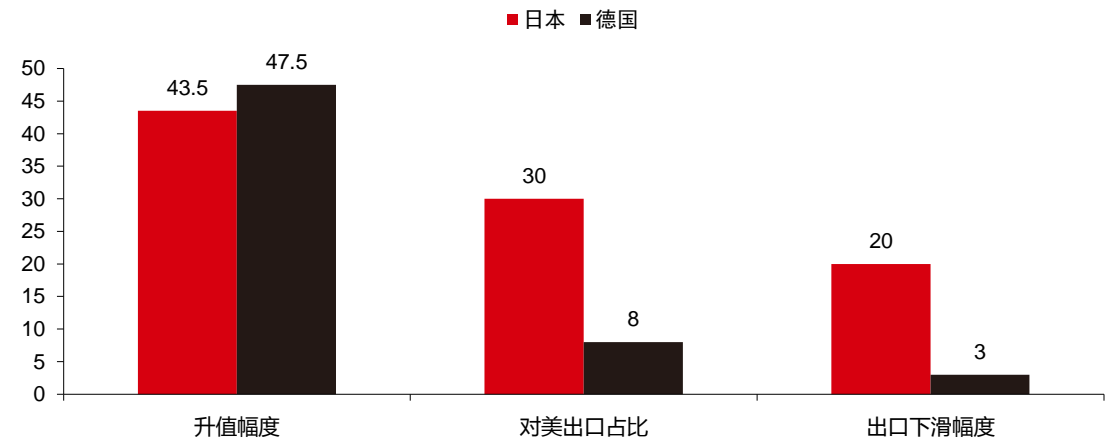
- 我国内需释放潜力较大，预计15%的对美出口或可转移至国内
- 预计17%对美出口或可转移至“一带一路”和欧日韩，这不仅是国际局势影响的结果，更是市场潜力的考量。2019年，我国对“一带一路”出口额达7,510亿美元（对美国出口额为4,187亿美元），增长13.1%
- 预计8%对美出口或难以转移，带来一定净损失。比如21世纪经济报道等媒体报道，中国美国商会今年3月进行的一项调查发现，受疫情影响，有16%的美国企业考虑会将部分生产或供应链迁出中国

与日德等制造业大国相比，我国对美出口集中度更高（%）



资料来源：wind，中信证券研究部  
注：求各国/地区2015-2018年第一和第二出口对象金额占比的均值，排除转口为主的中国香港

对单一经济体外需依赖过高可能引发经济安全担忧（%）



资料来源：World Bank，CEIC，中信证券研究部  
注：升值幅度为《广场协议》签订至1990年末的对美元汇率变化；对美出口占比为《广场协议》签订至1990年末的年度均值；出口下滑幅度为《广场协议》签订前后各一年的出口增速之差

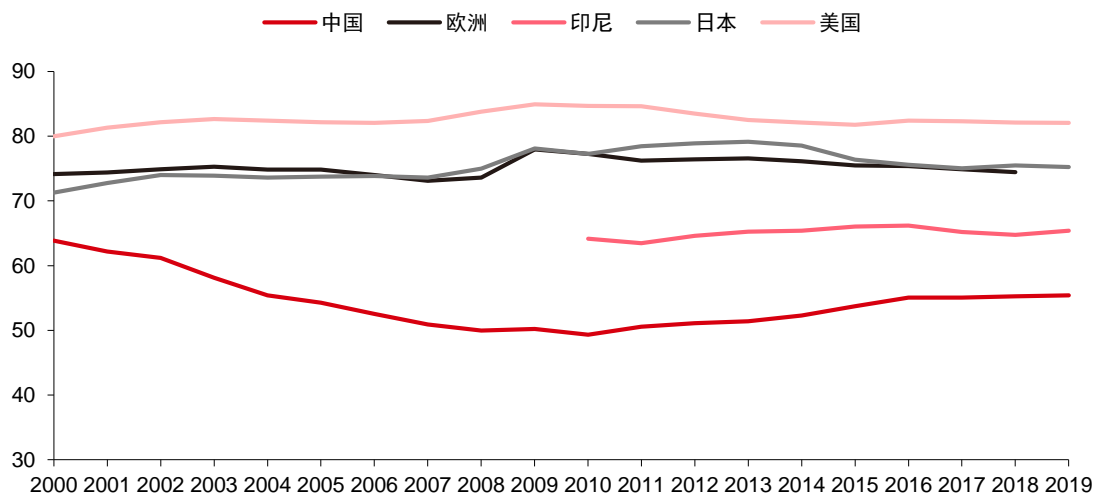
# 服务贸易：短期看人员“少出去”，长期看服务“多出去”

- 中国是全球最大的服务贸易逆差国，2019年逆差高达近1.8万亿元，主要来源于旅行、运输、知识产权使用费等
- 服务贸易逆差从扩大到收窄是后发工业化国家的普遍规律，德国通过制造业与服务业融合以带动生产性服务业出口的提升，日本则通过入境旅游、知识产权及金融服务走出去缩减逆差
- “十四五”规划的前期阶段，疫情常态化及逆全球化趋势影响下，人员“走出去”意愿或有下降，改善国内服务供给，或将减少服务贸易进口，实现服务内循环：
  - 在**旅游**方面，需要推动国内高质量旅游供给的形成，引导旅游向国内市场转向
  - 在**留学**方面，预计未来合作办学的发展及国内教育资源的提升有望承接部分留学需求，进而实现服务贸易逆差的收窄
  - 在**医疗**方面，医疗改革“三医联动”或为基本盘，海南有望建设成为一流国际医疗旅游目的地，吸引境外就医需求回流
  - 短期内旅行服务贸易（含留学、旅游、就医）“少出去”或有望为我国扩大内需提供约4000亿体量的增长空间，使服务贸易逆差缩减22%
- 更长期来看，降低服务贸易逆差需要大力促进中国公司及服务“多出去”，增加服务贸易出口，扩大服务外循环：
  - **技术服务**：“一带一路”沿线的服务贸易出口潜力巨大，推动以铁路、水电和通信工程建设等为重点的技术出口，或将大幅收窄服务贸易逆差
  - **金融服务**：在加速推进金融服务业双向开放的大背景下，金融服务贸易的进口与出口或均有增加，特别是“一带一路”上，金融服务随实体企业同步走出去或有助于逆差适度收窄。伴随着国内金融自由化与人民币国际化的推进，我国金融服务在“一带一路”沿线或将大有可为
  - **数字服务**：我国在新一轮数字经济转型中具备先行者优势，未来数字服务（如大数据、云计算、人工智能、软件服务、数字影音、线上教育医疗等）出口或为最大亮点，有望使中国实现弯道超车，改变我国国际贸易领域话语权较弱的局面。北京有望成为我国数字贸易的发展高地，或可从根本上解决服务贸易逆差问题

# 提振消费是扩大内需的核心，而关键在于提高收入让居民“能消费”

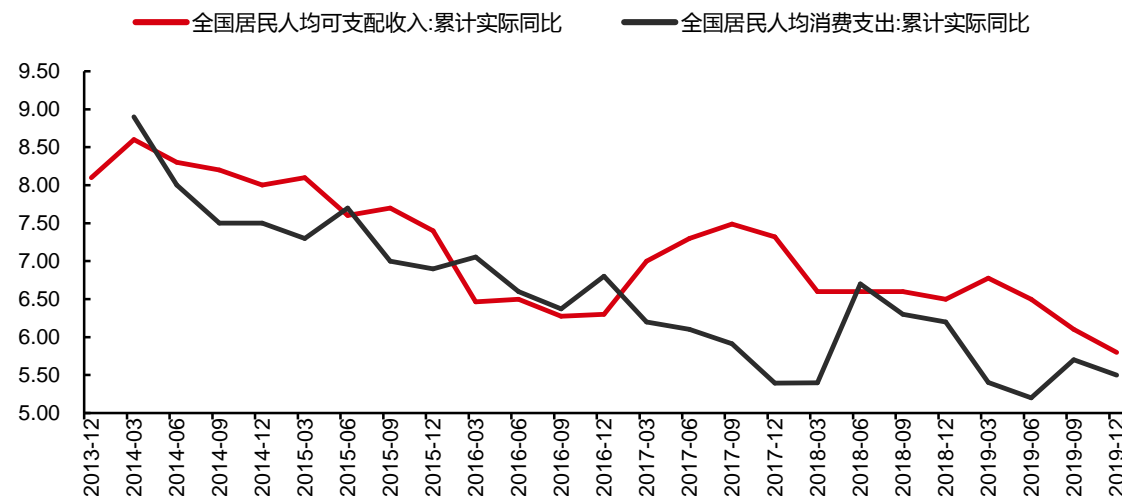
- 对于当前中国经济，消费既是压舱石又是发动机，扩大内需需要充分发挥消费的基础性作用
  - 从对GDP增长的贡献看，2014年以来消费都超过了55%，是名副其实的“发动机”
  - 和其他国家相比，我国消费占比还处于偏低的水平，促进消费特别是居民部门消费或将是扩大内需的重要途径
- 要通过改革让居民“能消费”、“愿消费”、“敢消费”，而最为核心的仍在于通过提高收入让居民“能消费”
  - 发放消费券等措施或能为短期的消费回补提供支撑，但是长期来看，破除制约消费的体制机制障碍或才能从根本上提高我国居民消费率。具体来看，预计可以包括三个方面：首先，推进收入分配制度改革，让群众“能消费”；其次，改善消费软硬环境、鼓励商家提升产品和服务供给，让群众“愿消费”；最后，不断完善社会保障体系，让群众“敢消费”
  - 从历史数据可以看出，全国居民人均可支配收入与人均消费支出高度相关，提振消费的核心在于通过提高收入让居民“能消费”，收入分配机制改革愈发重要

### 各国最终消费占GDP比例 (%)



资料来源: wind, 中信证券研究部

### 居民消费支出与收入水平高度相关

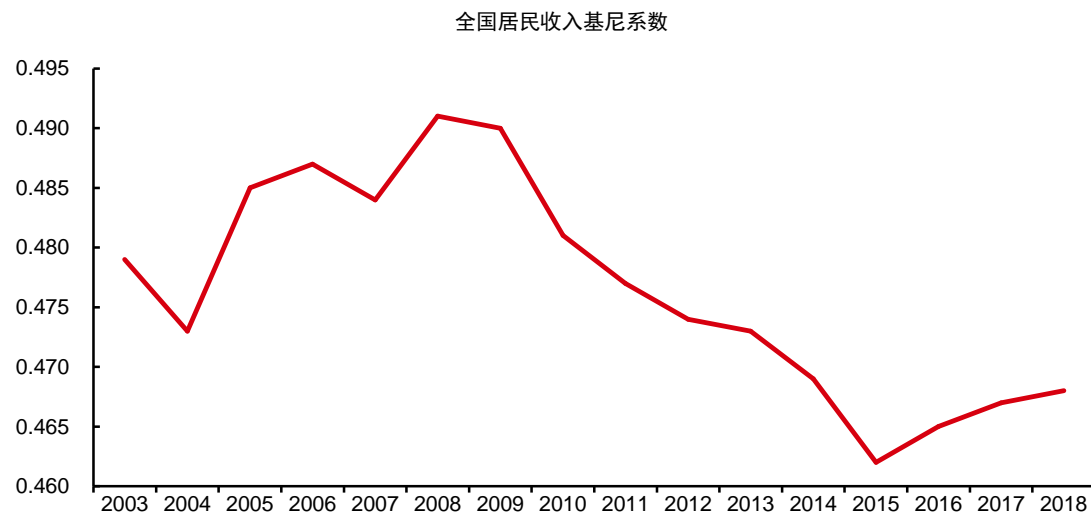


资料来源: wind, 中信证券研究部

# 收入分配机制不合理或制约消费，初次分配是收入分配改革的重点

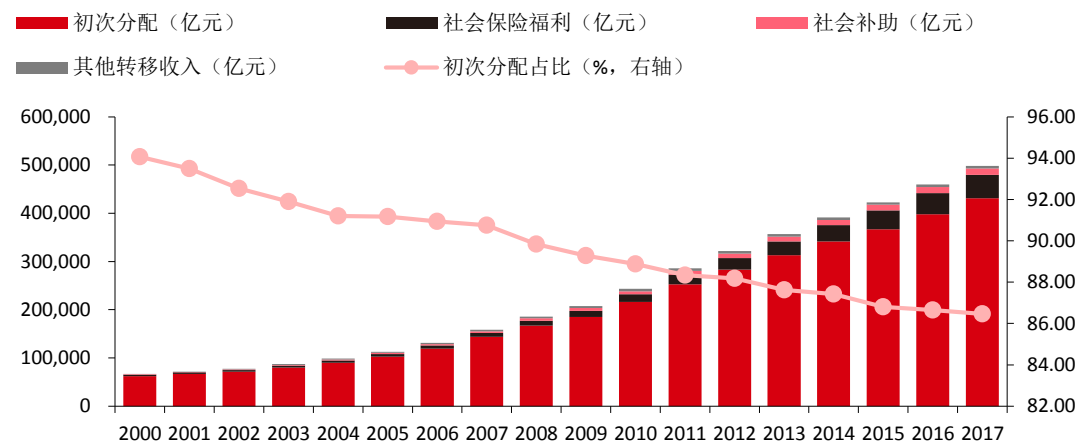
- 不合理的收入分配结构或已成为抑制居民消费的重要因素
  - 居民部门在整体国民收入中分配比例较低和居民部门内部收入分配差距过大或导致居民消费需求被抑制
  - 基尼系数可以体现贫富分化情况，该系数在2008年后开始好转，但是在2015年后开始再度恶化
- 初次分配是收入分配的重中之重，健全各要素市场化改革或为后续重点
  - 初次分配是收入分配的基础环节，对最终可支配收入的贡献超过85%
  - 初次分配是通过市场机制实现的，劳动力、资本、技术、管理等各种生产要素通过市场竞争获得各自的报酬
  - 社会保险福利、社会补助等再分配手段的影响还非常小，初次分配对居民可支配收入起决定性作用

### 我国基尼系数在2015年后再度抬升



资料来源：wind，中信证券研究部

### 中国居民收入分配结构



资料来源：《中国统计年鉴》，中信证券研究部

# 优化初次分配结构，激发劳动、科技、土地等要素活力

- **劳动：推动产业转移并破除要素流通障碍，促使劳动要素的价值得以充分实现**
  - 推动部分产业向中西部等低收入地区转移，充分利用当地资源优势的同时，增加对当地劳动要素的收入分配
  - 深化户籍制度改革，畅通劳动力和人才的社会性流动渠道，加强职业培训，使劳动要素实现市场化配置
- **科技：强化以产权为核心的科技要素市场化评价和分配机制**
  - 改革科研成果评价机制，建立市场化、社会化的科技要素评价制度
  - 建立健全科技成果和知识产权制度和转化机制，激发科研人员积极性，完善科技要素报酬机制
  - 以“科改示范行动”为抓手，深化国有企业工资决定机制改革，促进内部科技要素活力迸发
- **土地：释放农村土地要素活力，帮助近八亿农民实现增收**
  - 土地要素市场化配置的关键在于改变过于依赖土地财政的模式，建立健全城乡统一的建设用地市场，使得农民手中的土地要素得到合理的市场化报酬
  - 一方面全面推动4200万亩农村集体经营性建设用地入市
  - 另一方面深化农村宅基地制度改革，或将盘活农村1.14亿亩闲置宅基地

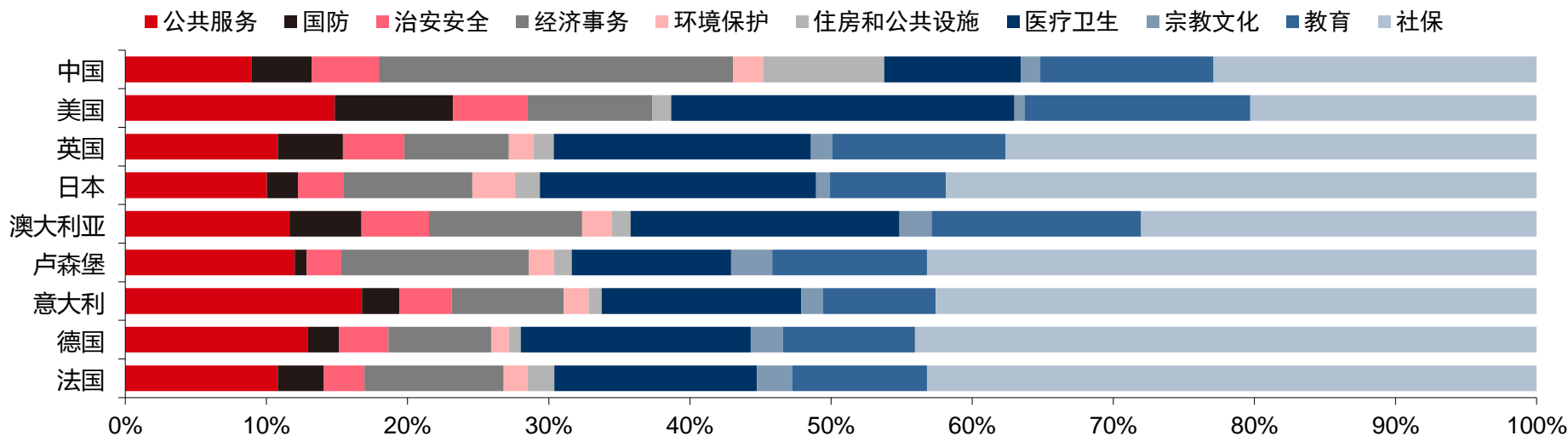
## 存量集体经营性建设用地入市总规模约4.8万亿元

方面	数据	来源
集体经营性建设用地规模	4200万亩	2013年社科院测算
实际可入市比例	约40%	综合33个试点情况
平均交易地价	28.6万/亩	2018年底，全国已入市面积9万余亩，总价款约257亿元
预估土地市场规模	<b>4.8万亿元</b>	4200万亩*28.6万/亩*0.4；考虑入市供给规模和节奏影响价格，仅作为静态估算

# 二次分配缩小贫富差距，社保体系加码支持中低收入群体

- 个税改革或效果有限，房产税、证券资本利得税、遗产税等有望发挥“调高补低”的作用
  - 2019年我国税收收入15.8万亿，其中个税收入仅1万亿，相对较小的税收规模限制了个税改革的效果
  - 房产税已经在上海、重庆试点，制度相对成熟，证券资本利得税、遗产税或将适时推出。预计均会采取类似个税的累进税制，更多地向高收入群体征收，税收收入或将主要用于补贴低收入群体
- 健全社会保障体系，充分发挥社保的托底功能
  - 中国政府的社保支出约占中国GDP的7.1%，占整体政府支出的22.9%，和其他国家相比处于偏低的水平
  - 政府或将完善全方位多层次的社会保障体系，解决人民群众在住房、养老、医疗等问题上的后顾之忧
  - 盘活存量住房公积金，丰富住房公积金用途，充分激发超6万亿元缴存结余的活力

各国政府公共支出构成（单位：%）

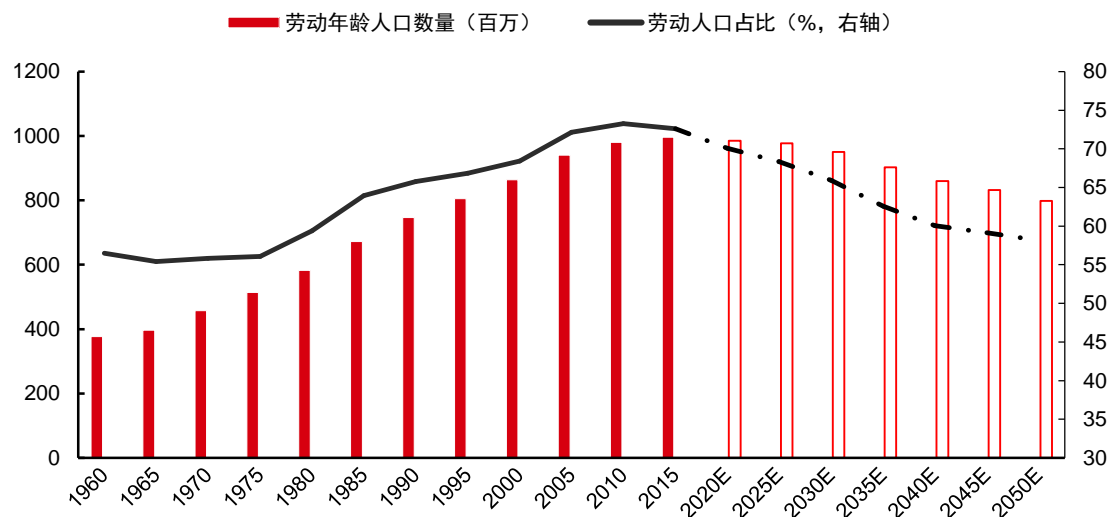


# 剔除二孩堆积效应后，长期生育率或已经降至1.1左右的极低水平

## ■ 人口问题的本质是年龄结构问题，改善的关键在于增加生育

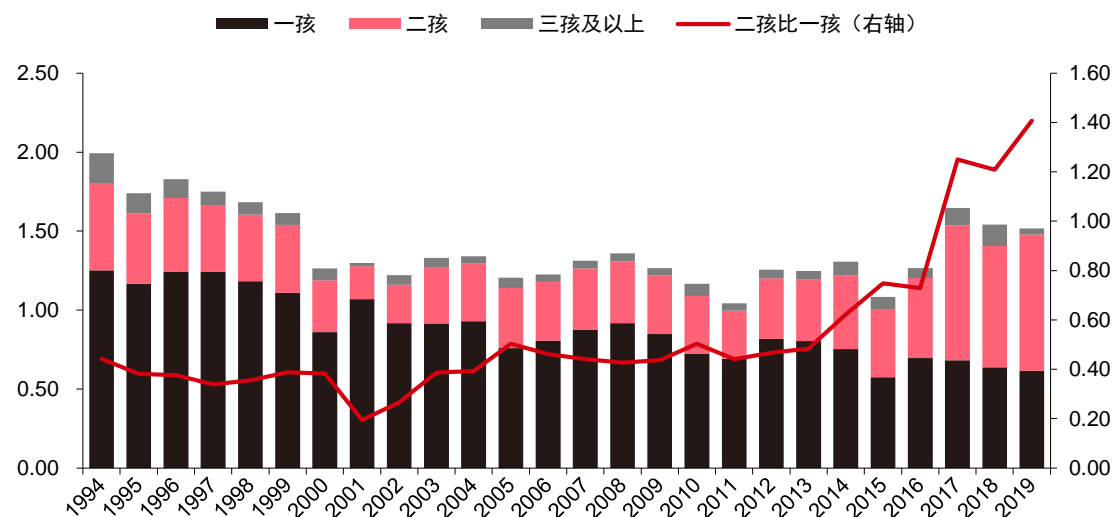
- 中国大陆劳动年龄人口占比在2010年达到峰值73.3%，此后持续下滑，预计将在2025回落至68.3%
- 2019年出生人口1465万人，生育率约为1.52。但2019年出生人口中二孩数量比一孩已经达到了1.41，中国台湾该比例的长期均值约为0.72。参考中国台湾数据，我们修正了二孩放开的堆积效应，发现中国大陆长期的生育率已降至1.1左右，仅略高于韩国的1.05，远低于日本的1.43

### 中国劳动年龄人口数量和劳动人口占比 (%)



资料来源: wind, World Population Prospects (含预测), 中信证券研究部

### 中国大陆总和生育率分孩次情况

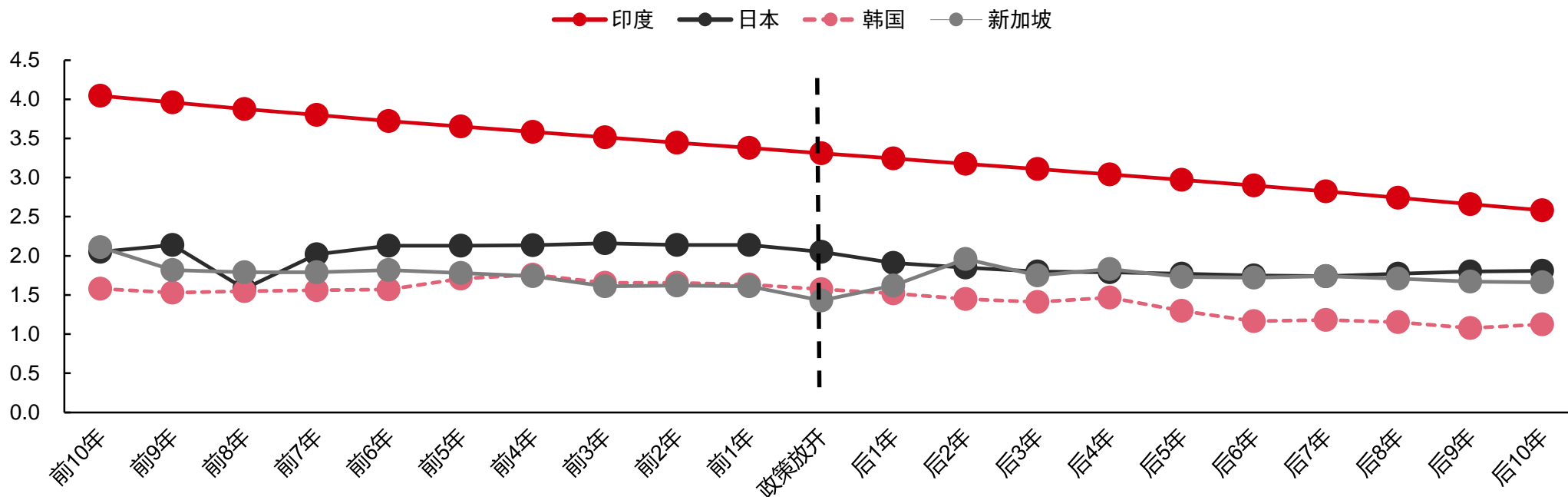


资料来源: wind, 国家统计局, 中信证券研究部

## ■ 生育限制全面放开或已近在眼前

- 第七次全国人口普查时间点为2020年11月1日，普查结果预计在明年初发布，或将成为未来人口政策制订的重要依据。我们认为人口普查数据或将充分反映当前中国生育不足的问题，为生育限制全面放开提供有力根据
- 只是放开限制性生育政策效果并不理想，日本、韩国、新加坡和印度都曾经历过实施生育限制再到放开的过程。除了放开限制后立即转为鼓励生育的新加坡，其他国家生育率并未随着政策放开出现明显回升

### 限制性生育政策放开前后生育率变化





## 整体力度

**整体力度：**10~20年接近日本、韩国的水平，即鼓励生育的财政支出达到GDP的1%

## 政策展望

**现金补贴：**每孩生育补贴达到1万元，0~6岁婴幼儿平均每人每年补贴3000元，每年的财政支出或将达到约4000亿元

**税收减免：**税收减免范围拓展至所有育儿支出；根据子女数量进行“递进式”减免

**产假制度：**妇女产假标准延长至半年以上；男性陪产假15天以上

**公共服务配套：**加强普惠性托幼机构建设，入托率达到OECD国家35%左右的平均水平

**观念倡导：**春晚宣传；光荣家庭勋章

## 预计效果

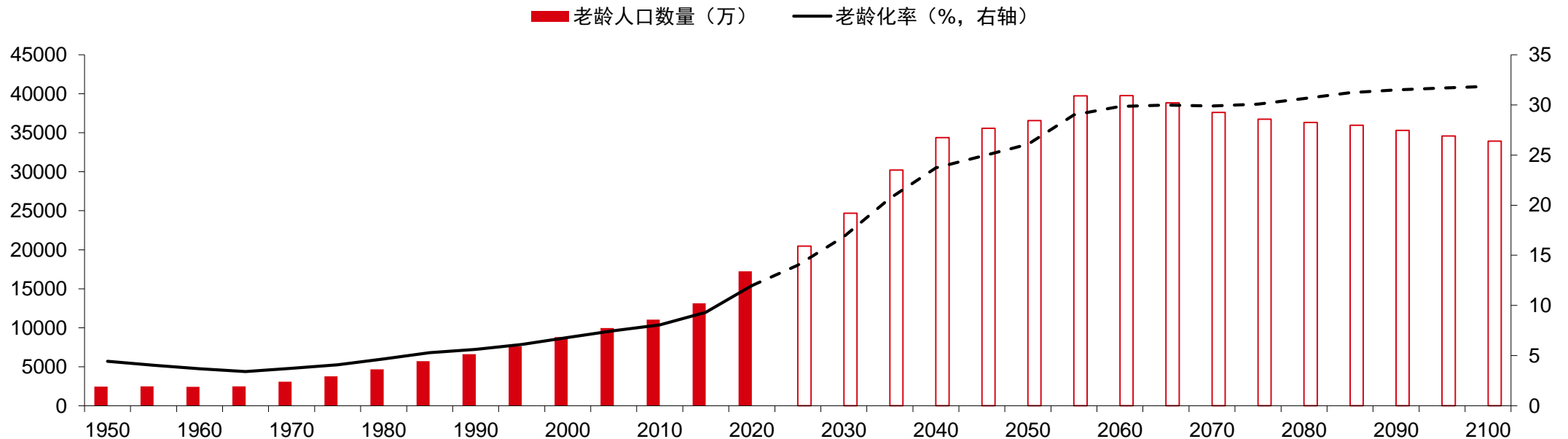
**预计效果：**参考其他国家经验，中国有望将长期生育率从当前的1.1提升至1.6

# 强化养老金“三支柱”体系，发展多层次养老服务

## ■ 应对老龄化，在保障老龄人口收入的同时还应提供相应的养老服务

- 2019年我国65岁以上老龄人口数量达到1.76亿人，老龄化率约为12.6%。根据联合国《世界人口展望》，2025年老龄人口数量将达到2.05亿人，老龄化率超过14.0%，正式进入深度老龄化社会
- 通过国资划转社保和养老金入市缓解第一支柱的支付压力，同时加快发展第二、第三支柱
- 健全以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系，扩大适老产品和服务供给

中国老龄人口和老龄化率



资料来源：wind，中信证券研究部测算

# CONTENTS

## 目录

---

1. 2035年建成中等发达国家，创新、绿色领域看点最多
2. 十四五双循环内外共振，收入分配与生育政策或迎调整
3. 产业政策向市场化转型，1+4领域需要重点关注
4. 城镇化突出城市群作用，土地盘活释放要素潜力
5. 金融体系改革地位提升，资本市场改革或为亮点

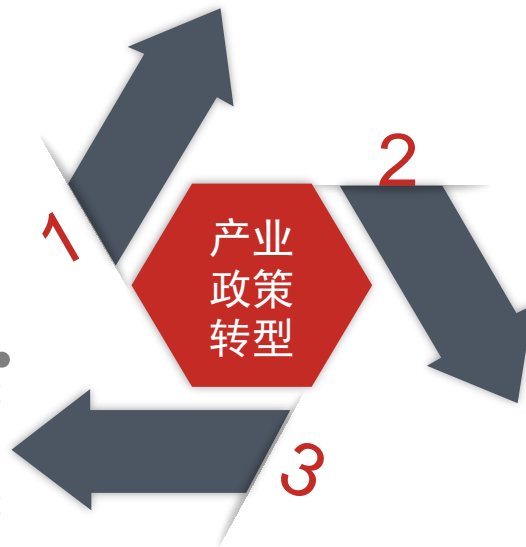
- 2020年5月公布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》中明确指出，要推动产业政策向**普惠化**和**功能性**转型，加强产业政策和**竞争政策**协同
  - **普惠化**：与选择性产业政策相对，指支持对象的选择标准更加公开公平，凡是符合标准的企业即可获得支持
  - **功能性**：指通过加强各种基础设施建设，降低社会交易成本，提高社会效率
  - **竞争性**：为市场主体创造公平竞争的市场环境，进一步扩大对外开放、破除垄断

## 普惠化

- 按照竞争中性原则,在财政补贴、要素获取、准入许可、经营运行、政府采购和招投标等方面，对各类所有制企业平等对待
- 深化公平竞争审查机制，消除地方保护主义

## 竞争性

- 进一步缩减外资负面清单，通过引入特斯拉等优秀国外企业，促进国内市场竞争
- 放开电力、石油、天然气、交通运输、电信等垄断行业的竞争性环节
- 吸引民营资本进入养老、托幼、医疗和教育等公共服务领域



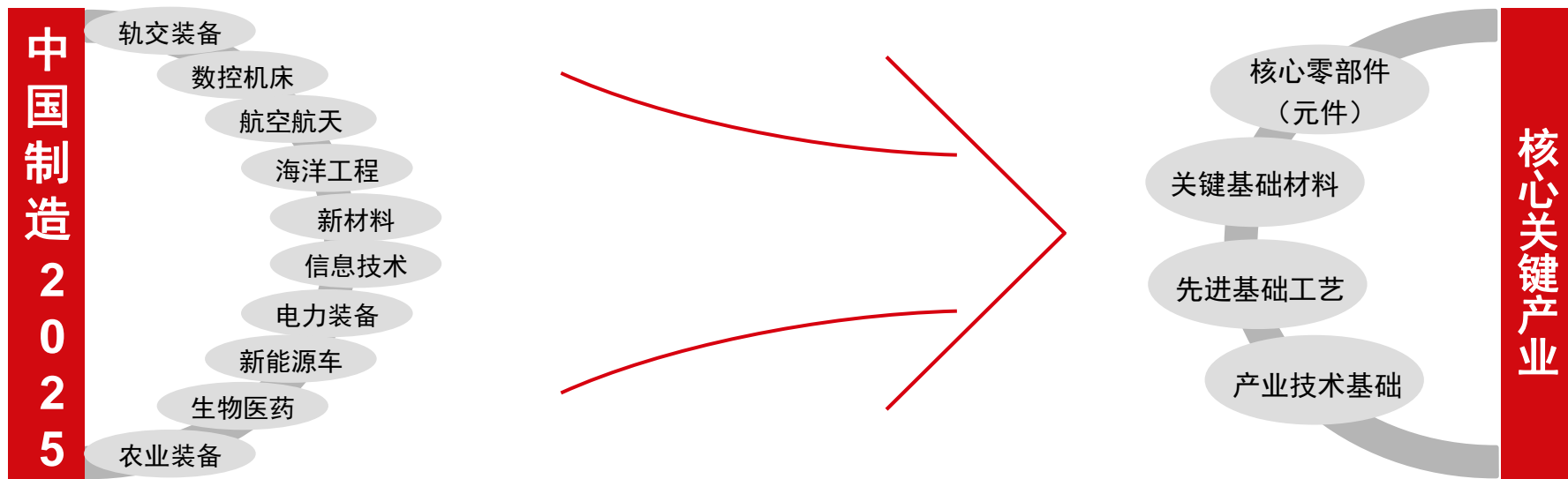
## 功能性

- 提高基础研究投入，探索竞争性与非竞争性“双轨制”科研经费投入机制
- 加强正外部性强的新型基础设施建设，为下游应用跨越式发展奠定坚实基础
- 如5G、数据中心、新能源充电桩、智能驾驶、工业互联网、智慧城市等领域

# 建立新型举国体制，集中攻克“卡脖子”领域

- 普惠化转型不代表支持方向完全没有针对性，对于要不来、买不来、讨不来的“卡脖子”技术，需要建立新型举国体制
  - 2020年5月，《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》要求，构建社会主义市场经济条件下**关键核心技术攻关新型举国体制**，使国家科研资源进一步聚焦重点领域、重点项目、重点单位
  - 2020年5月，中央政治局常委会指出，“抓紧布局战略性新兴产业、未来产业，提升产业基础高级化、产业链现代化水平，要发挥**新型举国体制**优势，加强科技创新和技术攻关”
  - 2019年10月，十九届四中全会要求，“构建社会主义市场经济条件下**关键核心技术攻关新型举国体制**”
- 国家资源或将集中至**核心零部件（元件）、关键基础材料、先进基础工艺和产业技术基础**等“卡脖子”领域

## 重点支持对象由10大领域聚焦到“卡脖子”领域



## 一揽子支持政策有望在“十四五”期间推出

重大专项

《国家科技中长期规划（2021-2035）》正在制定中，或将滚动实施新一批国家重大科技专项，如此前实施的集成电路01专项和02专项

税收优惠

鼓励企业增加研发支出，优化研发费用加计扣除和固定资产加速折旧政策；在软件和集成电路等关键行业实施特殊税收优惠

金融支持

继续提高制造业贷款比例；扩大政府产业基金规模，重点投向初创企业，并引导行业整合；优先支持核心关键领域企业上市融资

政府采购

修订政府采购法和招投标法，强化对创新产品的首购、订购支持，允许为自主创新产品支付一定溢价

首台（套）政策

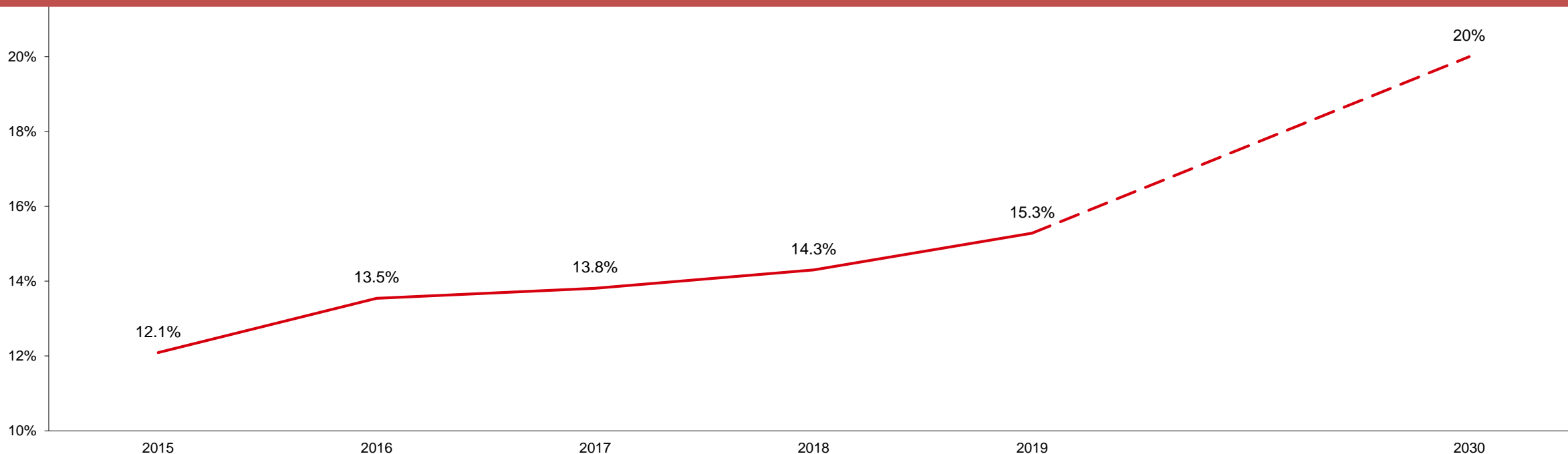
从单纯的保费补贴，向政府购买、财政奖励和金融支持等一揽子支持政策扩展，鼓励创新产品使用

科研成果转化

建立以事前知识产权所有权激励为核心的职务科技成果权属制度，破解科研成果转化难题

- 中国在《巴黎气候协定》中承诺，到2030年将非化石能源在一次能源中的占比提高至20%以上
  - “十三五”目标到2020年非化石能源占比达到15%，已经于2019年提前完成
  - 预计“十四五”规划将在2020年基础上制定更高的目标，以确保2030年承诺按时完成
- 光伏、风电、水电、核电等非化石能源有望迎来快速增长，尤其是开发潜力大、安全性较高的光伏和风电

## 2030年非化石能源占比的目标为20%

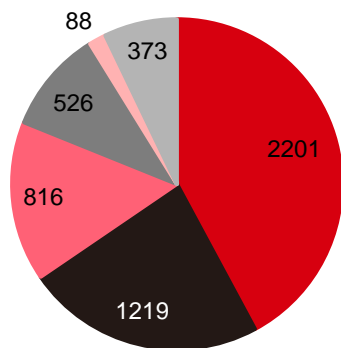


资料来源：Wind，中信证券研究部

- 预计全国矿山修复需要7800亿元总投资，其中“十三五”期间约为1125亿元
  - 截至2016年，全国共有约5223万亩矿山占用损毁土地，按平均每亩1.5万元的修复成本计算，共需约7800亿元投资
  - “十三五”规划提出，2016-2020年完成750万亩历史遗留矿山地质环境治理恢复任务，对应约1125亿元
- “十四五”期间矿山修复有望加速
  - 城乡建设用地增减挂钩、耕地占补平衡指标等市场化激励手段不断完善
  - PPP融资放松、资本市场改革等或将缓解环保企业现金流压力

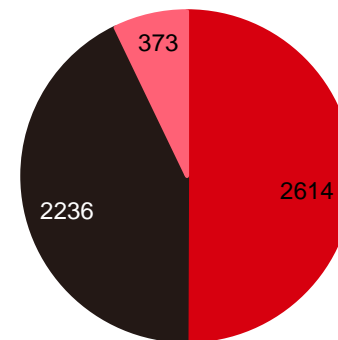
### 矿山占用损毁土地类型（万亩）

■ 采场 ■ 采空塌陷区 ■ 中转场地 ■ 固体废弃物 ■ 矿山建筑 ■ 恢复治理



### 矿山土地利用状态（万亩）

■ 正在利用 ■ 废弃 ■ 已恢复治理



资料来源：《中国矿山地质环境遥感监测（2016年）》（杨金中，王昊，董双发，孙娅琴，姚维岭，王海庆，冯涛，邓锟，高俊华，马世斌，杨显华，苏一鸣，薛庆，张策，周智勇），中信证券研究部

资料来源：人民日报，中信证券研究部



- **推进医保控费，扩大带量采购范围**
  - 采购范围或将从化学药口服制剂逐步扩大至化学药注射剂和高值医用耗材，生物制品和中成药也存在集采的可能性
  - 预计未来符合医保控费价值导向的创新药、创新器械市场占比将不断提升，药企销售能力的重要性将逐渐弱化
- **继续便利医保异地结算，推动分级诊疗**
  - 长三角已有29个城市实现医保“一卡通”，未来有望实现全国医保异地结算
  - 进一步完善城乡三级医疗服务网络，优化医疗资源合理布局

# 身处百年未有之大变局，军队建设或迎来补偿式发展

- 7月30日政治局会议强调，当今世界正经历百年未有之大变局，和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强
- 7月，美国政府首次表态拒绝承认中国南海主权，并派出双航母赴南海举行军事演习
- 今年以来，印军多次越过边境线，挑衅和攻击中国人员，在两国部队之间造成了严重的肢体冲突
- 十九大将国防和军队现代化目标完成时点提前15年至2035年，十九届五中又提出了2027年建军百年奋斗目标，“十四五”是目标修订后首次个五年计划，军费支出有望合理增加，重点装备型号或将进行补偿式发展

## 十九大将国防和军队现代化目标提前15年

2017年十九  
大目标

基本实现机械化，信息化建  
设取得重大进展，战略能力  
有大的提升

基本实现国防和军队现代化

把人民军队建设成世界一流  
军队

2020年

2035年

2050年

1997年中央  
军委目标

适当加大发展高技术武器的  
力度，完善武器装备体  
系……使国防和军队现代化  
建设有一个较大的发展

实现国防和军队现代化

# 身处百年未有之大变局，军队建设或迎来补偿式发展

- 我军目前仍装备了大量的老旧装备，新装备数量及结构占比与美俄等军事强国相比仍有较大差距
- 信息化：电子系统价值占比更高的新装备列装加速，部分老型号装备也在信息化升级
- 消耗类装备：实战化训练背景下，训练强度和频率的增加将显著加大消耗类装备的需求，如航空发动机、导弹、无人机
- 上游厂商：景气度率先改善，业绩弹性比下游主机厂更大

## 军工装备产业链



竞争激烈  
景气度提前  
弹性大

稀缺、垄断  
产业地位高

# CONTENTS

## 目录

---

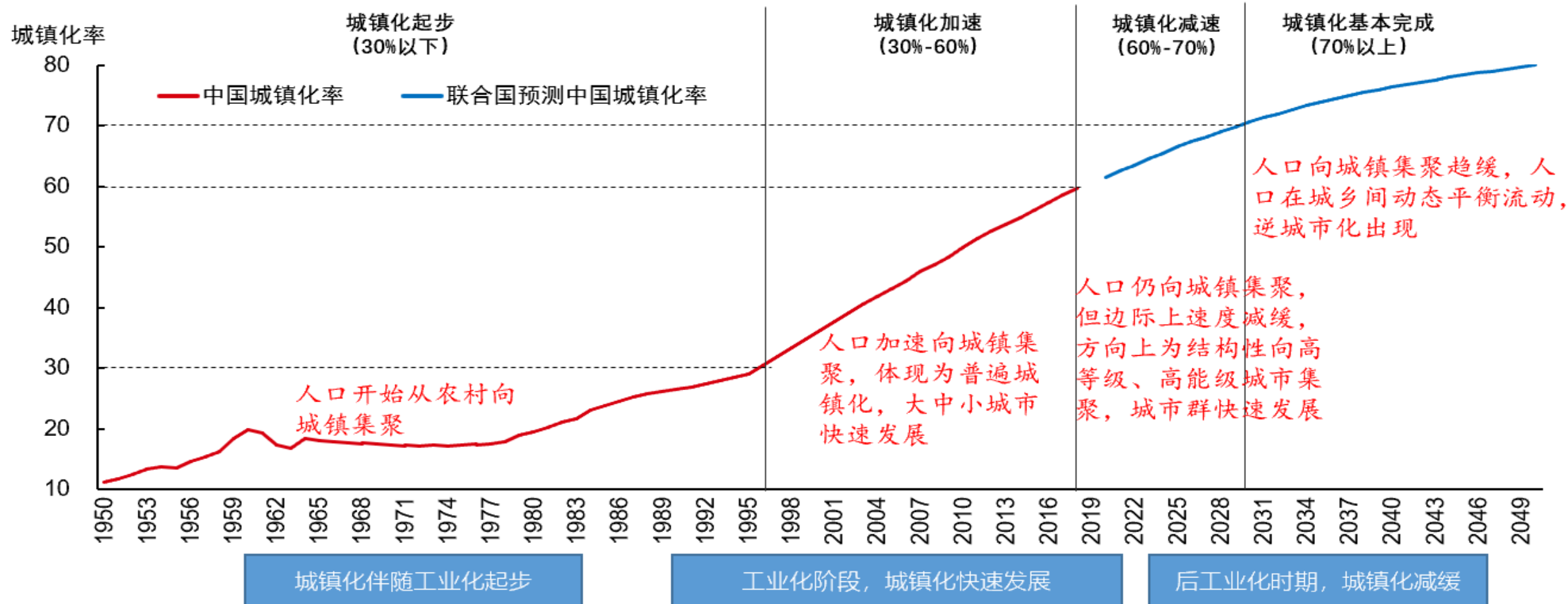
1. 2035年建成中等发达国家，创新、绿色领域看点最多
2. 十四五双循环内外共振，收入分配与生育政策或迎调整
3. 产业政策向市场化转型，1+4领域需要重点关注
4. 城镇化突出城市群作用，土地盘活释放要素潜力
5. 金融体系改革地位提升，资本市场改革或为亮点

- “十三五”规划中，“推进新型城镇化”和“推动区域协调发展”论述中国城镇化思路，预计部分政策方向将继续贯彻：
  - 加快农业转移人口市民化，统筹推进户籍制度改革和基本公共服务均等化，健全常住人口市民化激励机制
  - 提高城市治理能力，加大“城市病”防治力度，加强城市基础设施建设
  - 坚持房地产平稳健康发展，完善购租并举的住房制度，构建以市场为主满足多层次需求的住房供应体系
  - 推动城乡协调发展，一方面坚持深化乡村振兴战略，加快建设美丽宜居乡村；另一方面继续提升县域经济支撑能力
- “十四五”规划预计将在均衡与发展中重新取舍
  - 城镇化率已超过60%，结构性的城镇化特征突出。预计将更加强调城市群、都市圈战略，避免大中小城市均衡发展的平均用力。基于“三个一亿人”目标的“新生中小城市”、“特色小镇”等或将不再是政策重点
  - 核心城市群预计将成为投资发展重要抓手。除十三五提及的京津冀协同发展外，粤港澳大湾区，长三角一体化以及成渝双城经济圈预计均将有所部署，共同构成驱动中国发展的“组合发动机”
  - 考虑到边疆安全、产业链完整、开放与贸易调整等因素，新时代西部大开发将获更多政策倾斜，助力区域协调发展
  - 要素改革方面，除户籍改革持续推进外，预计土地要素盘活将成为城乡协同发展的重要看点，农地改革等有望加速

# 以城市群带动新型城镇化，是扩大内需核心抓手之一

- “发挥中心城市和城市群综合带动作用”，由此带来消费扩容升级+集中基础设施投资+高端要素集聚的产业发展
  - 根据OECD报告，城市群带来人口集聚，发达国家城市人口翻一番可以使生产率提高2%-5%
- 我国各区域发展不平衡，而发达地区和重点城市群的增速并不迟缓，这一特征在“十四五”期间预计不会改变

2019年我国城镇化率为60.60%，从“普遍的城镇化”转向“结构化的城镇化”，人口加速向城市群流动



# 总览区域战略布局，料在发展中促进相对平衡的辩证法将继续坚持

## 新时代西部大开发

1. 乡村振兴和扶贫攻坚
2. 基础设施完善，与“一带一路”倡议结合，助力打通陆海通道
3. 承接更多产业转移，保持我国完整的工业体系

## 黄河流域+长江流域： 大保护下高质量发展

1. 黄河流域生态保护和高质量发展
2. 长江经济带共抓大保护

## 三大核心区域：粤港澳 大湾区+长三角一体化 +京津冀协同发展

1. 区域战略规划已经成型，应实现率先发展
2. 后续亟待地方加快在基础设施、产业发展、公共服务等领域协同推进

## 成渝地区双城经济圈

1. 年内多次提及：财经委会议+政府工作报告
2. 中国高质量发展第四极，内陆开放高地
3. 成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地

## 海南自由贸易港

1. 范围为海南全岛：开放新高地，改革试验田
2. 财税：免税额度+所得税优惠+财政支持加力
3. 金融：产品开放+差异化发展+FT账户
4. 贸易投资自由化便利化
5. 法制保障和制度创新

## 发挥比较优势，承接东部产业转移，保全完整工业产业体系

- 全球最大工业国且拥有完整的产业链，是我国独特的竞争优势。一方面，需要减少“两头在外、大进大出”，进一步巩固安全、提升价值；另一方面，避免“国际雁阵”继续演进，强化“国内雁阵”转移，更多打造以中国为核心的“聚合”模式
- 中西部要素禀赋不断改善，“筑巢引凤”条件愈发成熟：丰富劳动力资源+基础设施条件改善+廉价地电水成本+营商环境改善

## 从消费端与投资端为扩大内需提供充足空间

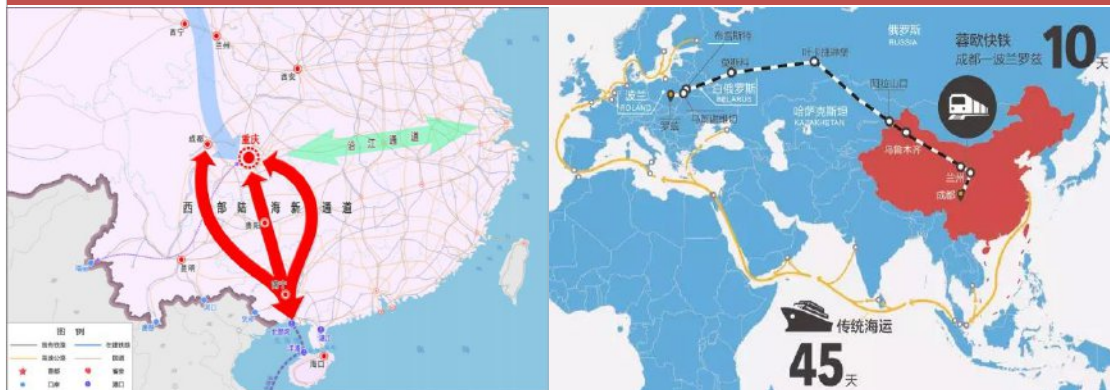
- 消费端：伴随产业转移与发展推进，西部地区人口更多选择留在本省都市圈，并且获得更多可支配收入，存在消费升级扩容潜力
- 投资端：基础设施建设存在增量空间，尤其是为维护战略安全推进的重大工程，如川藏铁路、新疆城镇建设等；产业结构优化与产业转移加速下，工业化投资需求也将扩张

## 国际经贸环境改变，西部地区打造内陆开放战略高地

- 中美贸易下降削弱了东南沿海的区位优势，预计未来外贸的重心逐渐转移至亚欧大陆
- 一带一路建设+西部陆海新通道，使西部的对外通达性较过去有较大提升，有机会成为对外贸易核心增长区

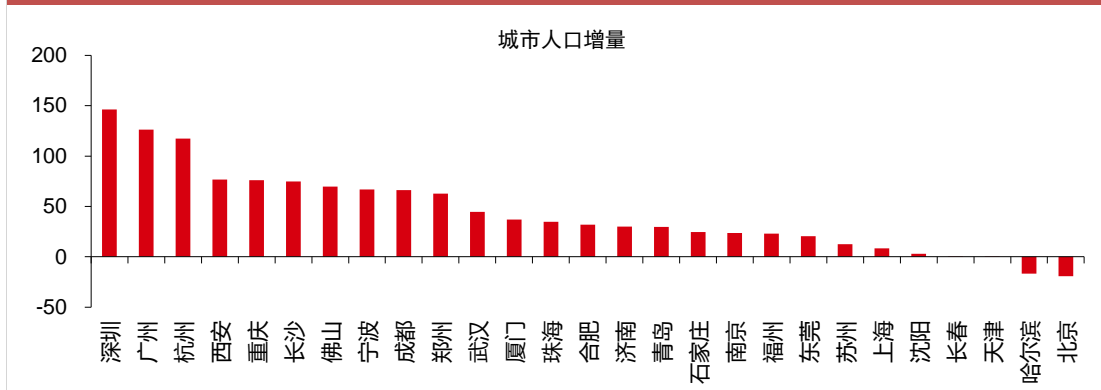


## 西部陆海新通道是重要的贸易突破口



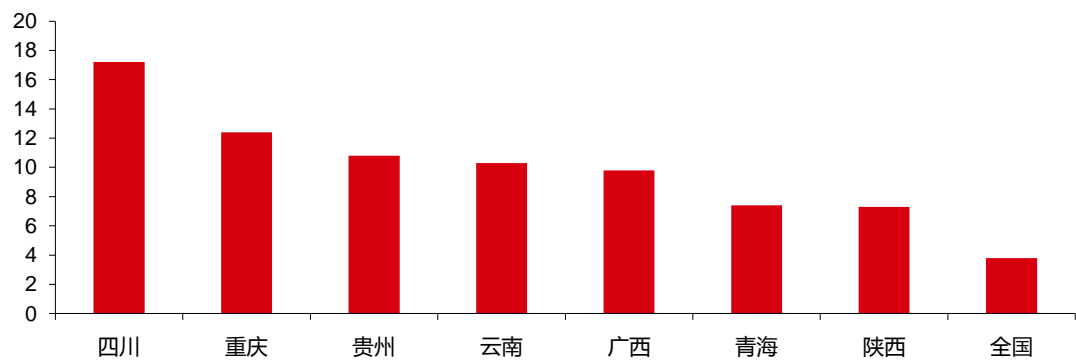
资料来源：《西部陆海新通道总体规划》，凤凰周刊

## 城市“抢人大战”中西部强省会表现优异（单位：万人）



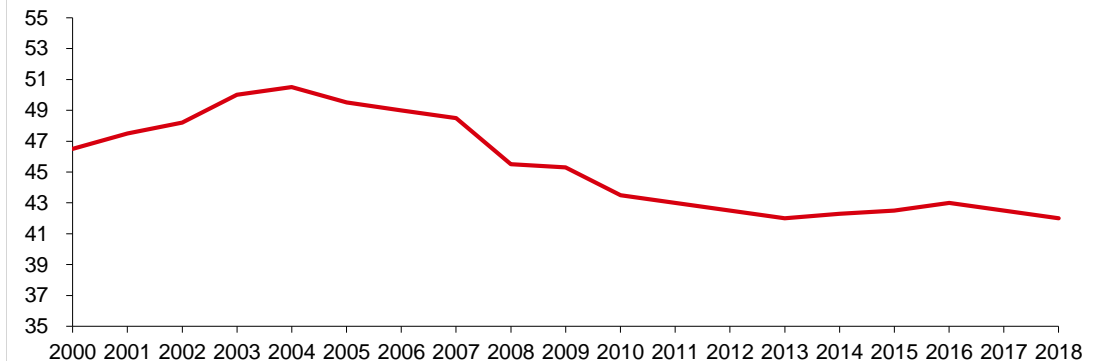
资料来源：各地统计局，中信证券研究部

## 部分中西部省份2019年基建投资增速极高（单位：%）



资料来源：各地政府工作报告，中信证券研究部

## 我国制造业前五省集中度在2008年前后快速下降（单位：%）

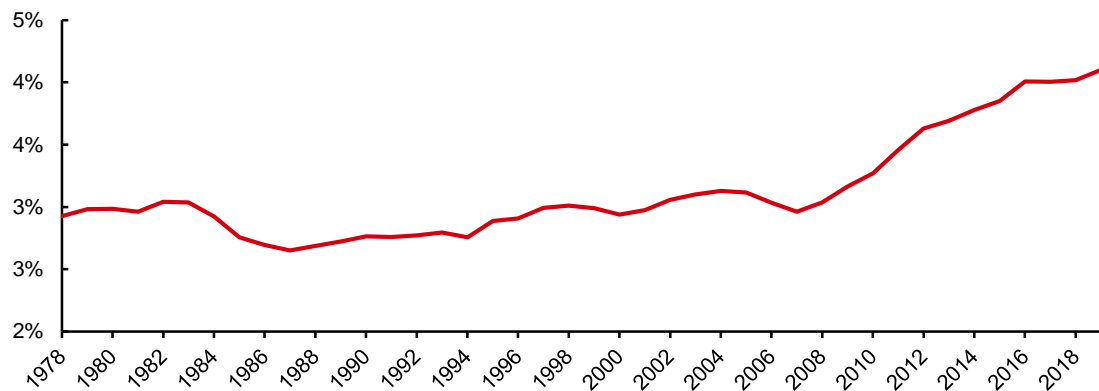


资料来源：Wind，中信证券研究部

# 成渝双城经济圈：有望成为中国高质量发展第四极

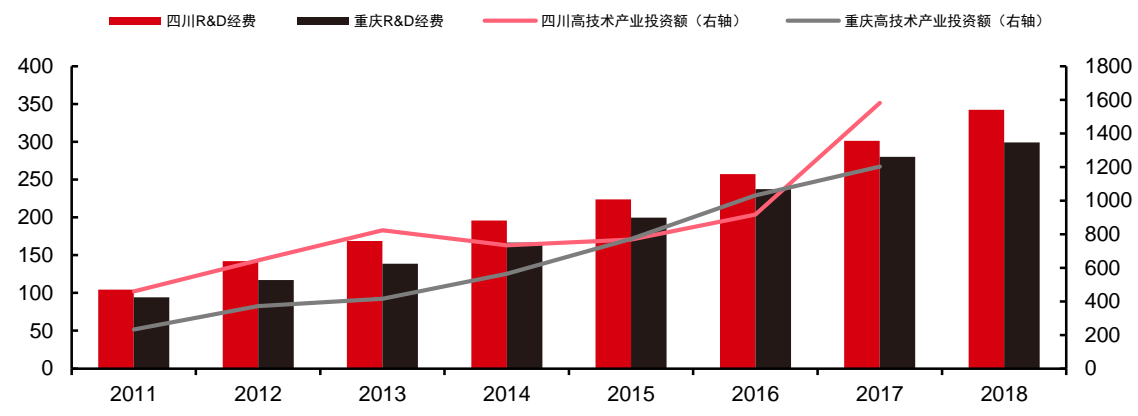
- 中西部核心城市群和中心城市正在享受城镇化和工业化的双重战略红利
  - 在中西部城镇化水平整体低于全国平均的背景下，“新一线”强省会得到更多要素倾斜，人口与产业流入极快
- 成渝地区表现亮眼。“成渝地区双城经济圈”被写进《政府工作报告》，预计相关方案将于年底出台
  - 充足的人力资本与良好的教育资源：2015至2019年，成渝两地每年合计新增人口50万人以上
  - 除一般制造业外，以电子制造业为代表的先进制造业已形成产业链集群
  - 成渝消费理念前卫，消费意愿强烈，消费潜力突出，有条件成为中国特色的消费中心

### 成渝地区占全国GDP比重逐年增加



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 成渝地区加大战略新兴产业研发与投资（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

巩固成果，建立以**贸易自由便利**和**投资自由便利**为重点的制度体系：

- 1) “一线”放开，“二线”管住，岛内自由，服务贸易便利
- 2) 大幅放宽市场准入，强化产权保护，保障公平竞争

补齐**财税、金融短板**，逐步建立与高水平自由贸易港相适应的税收制度，跨境资金流动自由便利：

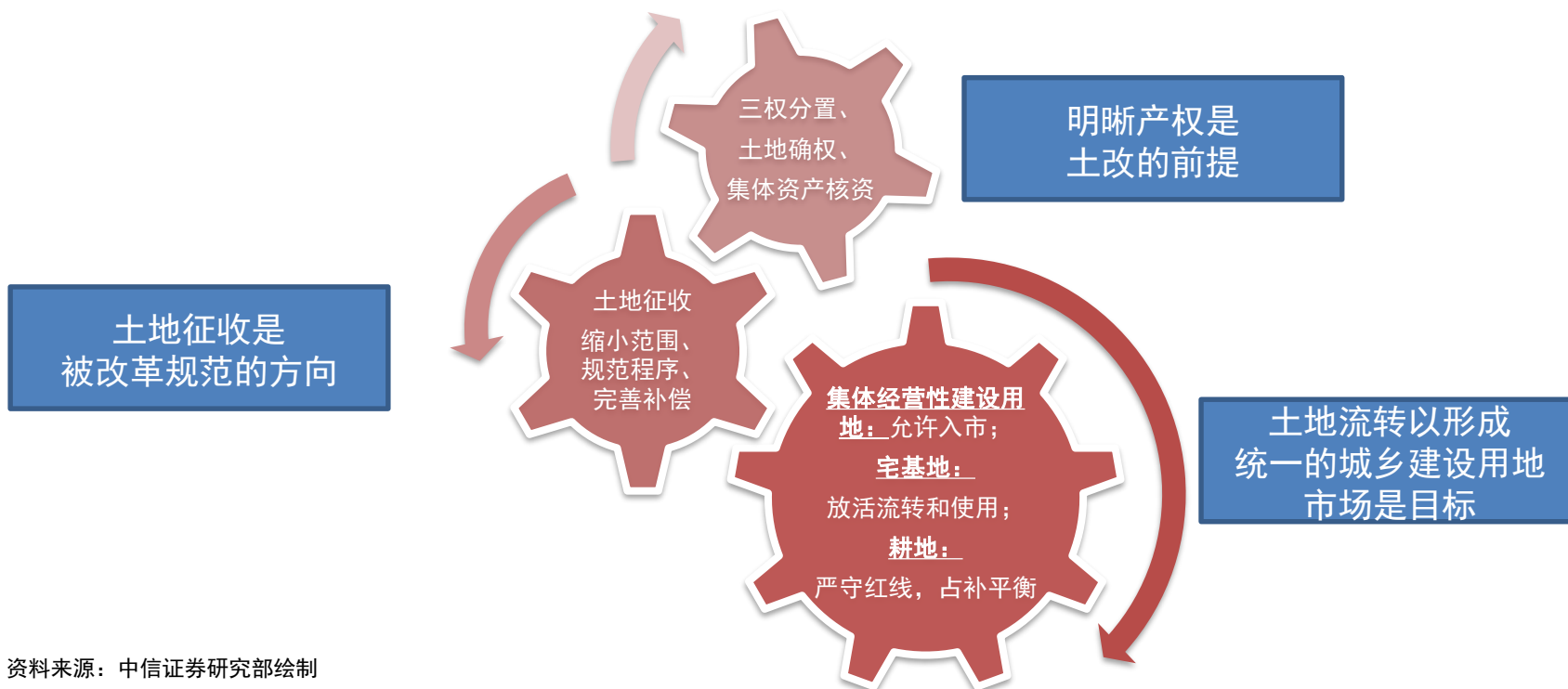
- 1) **零关税+低税率+简税制+中央地方财权平衡**
- 2) 多功能**自由贸易账户体系+新建金融市场与金融产品创新+跨境投融资市场化改革**

要素根本保证：运输来往自由便利，数据安全有序流动，人员进出自由便利，营造国际一流法治环境

如：**自贸港法**抓紧立法，利用好**特区立法权**等；**外籍和高端人才引进**、免签政策放松等

- 除超大城市外，其他城市落户条件均大幅放松。在“人地钱挂钩”高质量城镇化中，土地成为最需深化改革的领域
  - 一方面，提高城镇存量建设用地效率。预计包括1) 矿区土地复垦及盘活利用；2) 推动二三产业混合用地；3) 闲置土地使用权收回；4) 城市基础设施和保障性住房和租赁住房相关REITs试点等
  - 另一方面，探索更为灵活的农地使用创新。预计包括1) 集体经营性建设用地全面入市并灵活使用用途；2) 稳妥推进宅基地退出流转与使用权放活；3) 严守耕地红线前提下，进一步放松城乡建设用地增减挂钩节余指标省内和跨省调剂机制

十八大以来，土地制度改革主要有五大任务：确权核资、土地征收改革、集体经营性建设用地入市、宅基地改革、农地改革



### 目前土改主要进展：

- 2016年底承包地基本完成所有权、承包权、经营权三权分置；2018年开始探索宅基地所有权、资格权、使用权三权分置
- 2018年底承包地基本完成土地确权；2020年底前预计完成宅基地土地确权
- 《土地管理法》关于征地制度方面的修订：缩小征地范围，规范征地程序，提高补偿
- 2020年发改委提出推动集体经营性建设用地全面入市，全国约4200万亩土地成为潜在增量。四种可能的入市方式：就地入市、异地调整入市、连片整治入市、废弃宅基地或公益性建设用地转入市

# CONTENTS

## 目录

---

1. 2035年建成中等发达国家，创新、绿色领域看点最多
2. 十四五双循环内外共振，收入分配与生育政策或迎调整
3. 产业政策向市场化转型，1+4领域需要重点关注
4. 城镇化突出城市群作用，土地盘活释放要素潜力
5. 金融体系改革地位提升，资本市场改革或为亮点

- 在金融领域，“十三五”规划着墨相对有限，主要强调丰富金融机构体系、健全金融市场体系、改革金融监管框架
  - 丰富金融机构体系：商业性与政策性金融协调；构建多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系；重视普惠金融
  - 健全金融市场体系：发展多层次资本市场，提高直接融资占比；健全利率、汇率市场决定机制；丰富金融工具
  - 改革金融监管框架：加强金融宏观审慎管理制度建设；完善中央与地方金融管理体制
- 内外压力之下，**金融体系改革的重要性日益突显**
  - 内部来看，“金融活，经济活，金融稳，经济稳”，金融服务实体经济的能力在未来仍需提升
  - 外部来看，金融开放背景下，必须打造富有竞争力的国内金融市场与金融中介机构，以应对冲击和挑战
  - 2019年2月中央政治局第十三次集体学习时首提金融供给侧结构性改革，这是未来金融领域工作的总纲领
- 金融体系对促进双循环格局形成具有独特作用，**预计金融改革在“十四五”规划中的地位将明显提升**
  - 双循环格局下，需解决产业链和需求“两头在外”的状况，保障经济安全
  - 在产业链上，金融的支持手段更为市场化，可为突破“卡脖子”环节提供融资支持
  - 在需求上，成熟的金融体系有助于扩大国内有效需求，发挥好财富效应

- 资本市场改革不仅是金融改革中的最大亮点，更是各项结构性改革中的最大亮点，预计推进速度较快，阻力较小
  - 2019年提出的“深改十二条”标志着资本市场改革已进入新周期
  - 2020年以来中央对资本市场改革的重视或前所未有，强调发挥好**资本市场的枢纽作用**；强化基础制度建设；**放松或取消不适应发展需要的管制**；**提升市场活跃度**
- 预计未来将围绕**融资端、投资端和机构端**加速改革

## 预计改革将从融资端、投资端和机构端持续加速

**融资端：**促进市场优胜劣汰，提升服务实体经济的能力

**已有的标志性改革：**

- 科创板与创业板注册制试点；
- 改革新三板与转板机制，优化多层次资本市场结构；
- 优化并购重组、再融资、分拆上市、部分减持规则等制度安排；
- 缩短退市流程，改革科创板与创业板的退市制度；



**投资端：**提升市场活跃度，发挥好资本市场的投资功能

**已有的标志性改革：**

- 改革科创板和创业板的交易制度；
- 优化QFII/RQFII等制度，扩大资本市场双向开放；
- 两融标的扩容，优化转融通制度；
- 推出沪深300指数期权等衍生品；
- 支持权益类产品发行；
- 改善指数编制



**机构端：**提升金融开放背景下国内金融机构的竞争力，发挥桥梁作用

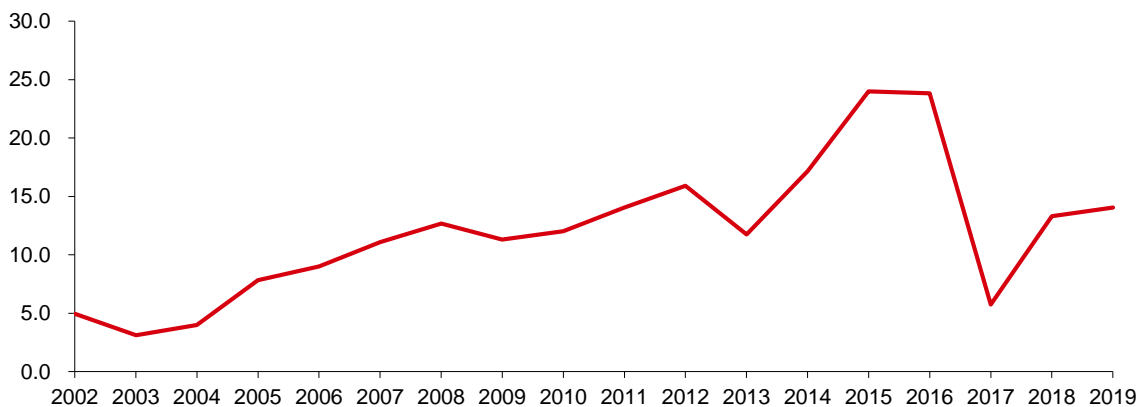
**已有的标志性改革：**

- 支持证券公司充实资本金；
- 持续缩短各类审批流程，尊重市场化定价；
- 取消证券公司等外资持股比例限制，扩大基金托管等业务开放

# 资本市场改革未来将围绕融资端、投资端和机构端展开

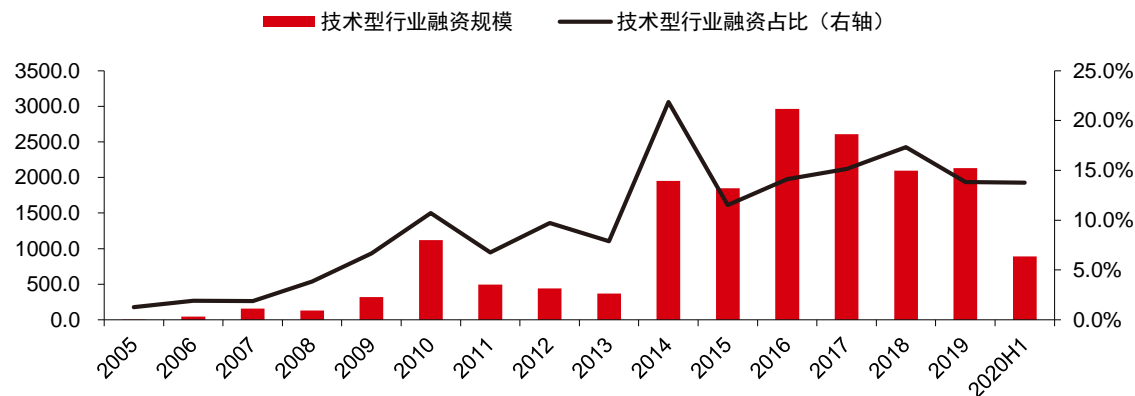
- **融资端改革**具有基础性作用，高质量的上市公司是市场良性运行的基石
- **全市场注册制与中概股回归**或是“十四五”期间的关键增量改革
  - 全市场注册制或可在2021年推行，保持目前实质审查与形式审查相结合的模式
  - 中概股是新经济的优秀代表，中美摩擦下预计将持续为海外中概股回A提供便利通道
  - 各项基础制度环节也将在“十四五”期间持续微调和优化
  - 改革难以一蹴而就，并购重组和再融资此前已优化，减持和退市也有望在2020年改革，上述制度需要在实践中持续微调
- 预计“十四五”期间**直接融资占比将有明显提高**，特别是科技类行业的融资将有大幅提升

### 新增社融口径下的直接融资占比 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：直接融资包括企业债和股票

### 近年来科技类行业融资占比明显提升 (亿元, %)



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：融资规模为IPO和再融资之和。技术型行业为Wind行业分类下的半导体与半导体生产设备、软件与服务、技术硬件与设备、电信服务、医疗保健设备与服务、制药、生物科技与生命科学



- **投资端改革**是提升市场活跃度的关键，近期政策层的重视程度明显提升，与融资端并列
  - **长线资金**入市渠道或在“十四五”期间持续拓宽，包括险资、外资和年金等长线资金将有效提升市场韧性
  - **金融工具**或在“十四五”期间持续丰富，遵循从场内到场外、从指数到个股的逻辑，衍生品市场或有大发展
  - 信息披露与投资者保护机制既需要配套细则的持续优化，也需要司法体系的配合。预计“十四五”期间或持续优化信息披露细则，并打造行政、民事和刑事的全方位追责体系
- **机构端改革**是金融双向开放背景下保障金融安全的重要举措
  - 做大头部金融机构的规模是最直接的方式，以券商为例，预计“十四五”期间将扩展资本金补充渠道、适度提高杠杆比例，并鼓励并购重组
  - 除规模外，金融自由化是提升国内金融机构竞争力的根本途径，利率市场化改革或在“十四五”期间持续深化
  - 混业经营模式或仍相对谨慎，但或有在“十四五”后期探索的可能性
- 总体上，**“建制度、不干预、零容忍”**是未来资本市场监管的基本原则，重视制度建设，避免不必要干预。

## ■ 银行体系改革在“十四五”期间或促进脱虚向实、防范化解风险、完善公司治理

- 促进脱虚向实并畅通货币政策传导机制，是银行体系一直以来的改革基调。除此之外，“十四五”期间的脱虚向实预计还将强调向重点领域的倾斜，如大幅增加先进制造业和战略性新兴产业中长期资金支持，精准支持国家重大区域发展战略和“两新一重”项目建设等
- 资管新规是防范化解系统性风险的重要抓手，尽管2020年资管新规已再度延期，但“十四五”中前期将大概率落地
- 《健全银行业保险业公司治理三年行动方案（2020-2022年）》已出台，完善公司治理预计是未来银行改革（特别是地方性银行和中小银行）的关键抓手

## ■ 金融监管在“十四五”期间或需要与时俱进，适应经济增速放缓、金融开放加速、金融科技应用的新格局

- 经济增速逐步放缓是发展水平提高后的天然结果，但放缓过程中易造成金融风险的加剧暴露。预计“十四五”期间将加强对重点领域风险的处置，将攻坚战的监管经验常态化，并持续完善宏观审慎支柱以及存款保险等制度
- 金融双向开放背景下，风险跨境、跨资产的传染机制将更加复杂。预计“十四五”期间将持续增强汇率形成机制的弹性，但预计资本账户开放的推进仍将相对审慎
- 金融科技的发展与应用，一方面为监管带来挑战，另一方面为监管带来了工具。预计“十四五”期间将加速新兴领域的立法，并发展自主可控的金融基础设施，丰富科技监管手段，提升科技监管水平



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

杨帆（首席政策分析师）

执业证书编号：S1010515100001

# 免责声明



证券研究报告 2020年11月4日

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INN000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券2020版权所有。保留一切权利。**