



## 核心观点

- ❖ **“两会行情”大概率存在：**历史经验表明“两会行情”大概率存在且左侧行情好于右侧。历史数据显示 2010-2018 年每年两会召开前的一个月，除 2013、2014、2018 年外，其余年份两会前一个月市场主要指数基本都上涨；且中小盘股表现相对更强；两会期间市场表现趋向平稳，两会后市场表现则无明显规律。
- ❖ **两会热点对股市作用与当年宏观环境密不可分：**从统计中看，历年两会对社会保障、环境问题、医疗改革、食品安全、住房制度、教育改革等关注度持续较高。当宏观走势与政策环境形成共振时，两会对应板块提振作用最为突出，当宏观环境和股市走势相对平稳时，热点则较为分散，如果宏观和股市在两会前后发生重大变化，则两会政策因素对板块刺激作用相对比较有限。
- ❖ **今年两会短期需求刺激和长期供给改革均是看点：**今年两会或将进一步淡化总量增长目标，同时积极财政发力的具体方向和力度值得关注。同时结构性改革仍是本次两会的最主要看点。劳动力要素上，人口出生率偏低情况有待改善，同时人口老龄化加速带来养老压力；资本要素上，发展直接融资市场成为缓解中小企业融资困境的一个方向；全要素生产率方面，部分对经济增长拉动作用较强的高新技术产业仍将成为政策扶持的重点，同时区域城市群培育也将有助于技术水平提升。
- ❖ **养老产业：**人口老龄化背景下养老产业规模巨大。空巢率较高和养老基础设施不足支撑养老服务，老年人用药消费支出占比较高，同时老年人出游意愿较强也将带动银发游。
- ❖ **婴幼儿产业：**若人口政策出现新的调整，婴幼儿市场的发展或迎来新的发展，其中儿童教育、儿童饮食均是消费支出的重点，婴幼儿产业高端化倾向或将更加明显。
- ❖ **科创板：**科创板将成为解决中小型企业融资问题的重要手段。近期正式管理办法和实施细则进一步提振科创板投资热情。以创业板的历史经验看，细则公布后或为重要投资窗口期，从行业板块上，电子、计算机、传媒、国防军工等成长板块在中长期表现相对更为强势。
- ❖ **国防军工：**(1) 核心军品采购加速，国防开支将在两会明确。(2) 改革提速预期也将直接利好军工板块。
- ❖ **长三角一体化：**政策密集出台下长三角一体化进程加速，同时长三角区域民营经济发达，独角兽较为集中，或与科创板形成良好共振。
- ❖ **风险提示：**政策不及预期；历史经验不再适用。

## 证券研究报告

所属部门	宏观策略部
报告类别	特色主题
报告时间	2019/3/3

## 分析师

### 邓利军

证书编号: S1100517110001  
021-68595193  
denglijun@cczq.com

## 联系人

### 邵兴宇

证书编号: S1100117070008  
010-66495651  
shaoxingyu@cczq.com

### 邢妍姝

证书编号: S1100118060010  
021-68595195  
xingyanshu@cczq.com

## 川财研究所

**北京** 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼, 100□34

**上海** 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

**深圳** 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层, 518000

**成都** 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

## 正文目录

一、历年“两会”怎么走？ .....	5
1. “两会行情”左侧往往好于右侧 .....	5
2. 历年两会热点板块存在布局机会 .....	6
二、今年“两会”看什么？ .....	9
1. 短期需求端发力,着重总量调节 .....	9
2. 长期供给端调整,结构仍是看点 .....	11
三、“两会”热点怎么投？ .....	13
1. 养老产业 .....	13
2. 婴幼儿产业 .....	14
3. 科创板 .....	15
4. 国防军工产业 .....	18
5. 长三角一体化 .....	19
风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1:	会议召开前一个月指数涨跌幅 (%)	5
图 2:	会议召开前一周指数涨跌幅 (%)	5
图 3:	会议结束后一个月指数涨跌幅 (%)	6
图 4:	改革开放相关指数两会后取得超额收益	6
图 5:	乡村振兴指数短期有相对超额收益	6
图 6:	2010-2018 年两会 10 大热词	7
图 7:	PPI2015 年末开始触底回升	7
图 8:	二三线城市房价自 2015 年末开始上行	7
图 9:	2016 年相关板块绝对收益和相对沪深 300 指数超额收益 (%)	7
图 10:	2017 年全年 PMI 高位运行	8
图 11:	股票市场表现较为平稳	8
图 12:	2017 年相关板块绝对收益和相对沪深 300 指数超额收益 (%)	8
图 13:	2018 年初海外波动影响 A 股	9
图 14:	乡村振兴指数出现较大幅度反弹	9
图 15:	2018 年相关板块绝对收益和相对沪深 300 指数超额收益 (%)	9
图 16:	GDP 与工业增加值有所下行	10
图 17:	投资消费面临挑战	10
图 18:	“两会”主要目标预计	10
图 19:	外需存在进一步走弱的可能性	10
图 20:	我国税负水平偏高	10
图 21:	劳动生产率持续下行	11
图 22:	出生率快速下降	11
图 23:	美国直接融资占比相对较高	12
图 24:	直接融资在社会融资中占比仍较低	12
图 25:	全要素生产率贡献水平	12
图 26:	我国 TFP 与发达国家相比差距较大	12
图 27:	第三产业拉动经济增长	13
图 28:	新兴产业占比扩大	13
图 29:	中国养老产业规模提升	13
图 30:	老年人家庭空巢率较高	13
图 31:	养老床位相对不足	14
图 32:	老年人旅游意愿较高	14
图 33:	城镇消费水平提升	14
图 34:	一线城市婴幼儿消费水平较高	14
图 35:	儿童教育和儿童饮食占比较高	15
图 36:	奶粉零售额有待进一步提升	15
图 37:	小微企业贷款下落速度更快	15
图 38:	纾困基金	15
图 39:	科创板相关规则与其他上市板对比	16
图 40:	创业板推出前后 A 股市场历史表现	17
图 41:	国防军费开支	18

图 42:	军备招标采购次数明显增长.....	18
图 43:	军工企业资产证券化目标.....	19
图 44:	长三角区域一体化相关政策.....	20
图 45:	长三角城市群规划发展带.....	20
图 46:	长三角地区路网相对密集.....	20
图 47:	500 强民企分布 .....	21
图 48:	独角兽分布情况 .....	21

## 一、历年“两会”怎么走？

2019年全国两会将分别于3月3日和3月5日在北京开幕。两会期间，关系国计民生的一些政策热点受到广泛关注，两会前后也往往是政策密集出台的时点。长期以来“两会行情”在A股中得到一定验证。

### 1. “两会行情”左侧往往好于右侧

历史经验表明两会的左侧行情大概率存在。2010-2018年两会召开前的一个月，除2013年、2014年和2018年，其余六年两会前一个月市场主要指数基本都上涨。而召开前一周，“两会行情”表现并不明显。从市场风格来看，中小板指、创业板指、中证1000等偏成长的指数表现更佳，而沪深300、上证50的表现则相对较弱。我们认为，这在一定程度上与成长类股票的弹性相对更高有关，因此在相关主题期间表现较好。

图1：会议召开前一个月指数涨跌幅（%）

主要指数	主要指数	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
000001.SH	上证综指	5.53	3.72	6.41	-2.46	2.07	4.31	4.01	1.87	-6.00
399001.SZ	深证成指	5.87	5.89	9.78	-1.73	-2.39	5.14	1.57	3.43	-0.63
000300.SH	沪深300	6.00	4.69	7.79	-2.72	-0.55	4.59	3.28	1.18	-5.96
000016.SH	上证50	4.42	4.21	4.65	-5.41	-0.99	2.76	4.25	-0.71	-9.06
399005.SZ	中小板指	9.30	6.28	12.76	4.61	1.35	10.33	0.21	5.33	2.25
399006.SZ	创业板指	0.00	3.07	13.87	13.10	-2.06	15.61	-3.29	2.23	4.09
000903.SH	中证100	5.06	4.10	5.86	-4.34	-1.47	2.66	3.65	0.23	-7.64
000852.SH	中证1000	13.32	9.03	14.59	5.93	5.08	11.42	1.99	3.65	2.23
881001.WI	万得全A	6.77	4.61	7.78	0.47	2.29	7.80	3.19	2.85	-2.64

资料来源：Wind，川财证券研究所

图2：会议召开前一周指数涨跌幅（%）

主要指数	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
上证综指	3.84	1.41	0.86	1.96	-1.82	0.50	-2.36	-1.02	-1.05
深证成指	4.50	1.64	1.74	3.05	-4.63	-1.64	-5.29	-0.34	1.81
沪深300	4.27	1.48	1.21	2.78	-3.26	-0.41	-1.64	-1.31	-1.34
上证50	3.77	2.80	0.94	3.24	-2.83	-1.98	0.58	-1.69	-3.14
中小板指	6.66	0.09	0.46	2.33	-3.45	1.17	-5.59	0.78	2.35
创业板指	0.00	-4.47	-0.61	5.50	-3.59	3.56	-8.92	0.12	6.18
中证100	3.94	2.26	1.14	3.03	-3.34	-1.66	-0.19	-1.71	-2.51
中证1000	7.26	0.60	0.50	3.54	-1.52	3.73	-7.62	-0.09	4.19
万得全A	4.59	1.26	0.86	3.04	-2.33	1.67	-5.14	-0.51	0.87

资料来源：Wind，川财证券研究所

两会后市场表现无明显规律。两会结束后，往往是市场“春季躁动”走向尾声的时间点，从“数据真空期”步入到“经济验证期”。随一季度宏观数据陆续披露、公司年报一季报等业绩数据逐渐明朗，影响市场的驱动因素变得更为复杂。本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

杂，两会不再是影响市场的核心因素，历史统计数据也显示也无明显规律。

图 3：会议结束后一个月指数涨跌幅（%）

主要指数	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
上证综指	5.07	3.71	-3.93	-3.71	6.65	21.09	9.68	0.21	-4.02
深证成指	3.19	1.12	-3.68	-2.25	5.12	16.50	15.04	-0.11	-4.06
沪深300	5.28	3.27	-3.75	-3.20	7.40	21.09	8.53	0.86	-4.96
上证50	4.05	6.88	-1.99	-4.33	10.33	22.36	5.22	0.03	-5.05
中小板指	11.29	-3.68	-6.42	-0.37	0.79	20.31	14.65	-0.25	-4.45
创业板指	0.00	-7.73	-9.27	1.59	-2.53	18.01	20.13	-3.60	-0.91
中证100	3.56	4.84	-2.50	-3.83	8.79	22.06	5.85	0.82	-5.70
中证1000	11.97	0.23	-6.41	-1.22	2.03	23.42	20.24	-2.75	-1.66
万得全A	6.39	2.61	-4.19	-2.50	5.22	24.31	15.96	-0.55	-3.29

资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2. 历年两会热点板块存在布局机会

改革热点往往与当年宏观热点密不可分。我们认为梳理 2010-2018 年两会 10 大热词和相关板块在两会前后表现，有助于把握今年的“两会行情”。从统计中可以看出，历年两会和社会保障、环境问题、医疗改革、食品安全、住房制度、教育改革等关注度持续较高。当宏观走势与政策环境形成共振时，两会对应板块提振作用最为突出，当宏观环境和股市走势相对平稳时，两会期间热点则较为分散，如果宏观和股市在两会前后发生重大变化，则两会政策因素对板块刺激作用相对比较有限。每年新上榜的热词，如 2018 年新上榜的“改革开放”、“乡村振兴”，往往与当年宏观环境变化密不可分，同时也透露当年政策导向的一些变化，值得重点关注。

图 4：改革开放相关指数两会后取得超额收益



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：乡村振兴指数短期有相对超额收益



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 2010-2018 年两会 10 大热词

年份	关键词									
2010	养老保险	依法拆迁	反腐倡廉	房价调控	贫富差距	就业问题	医疗改革	司法公正	教育公平	民主监督
2011	社会保障	司法公正	反腐倡廉	个人收入	房价调控	医疗改革	环境污染	物价调控	食品安全	教育改革
2012	社会保障	收入分配	医疗改革	社会管理	教育公平	三农问题	反腐倡廉	物价问题	食品安全	房价调控
2013	社会保障	收入分配	反腐倡廉	住房保障	医疗改革	稳定物价	食品药品安全	法治中国	行政体制改革	国防建设
2014	社会保障	反腐倡廉	食品药品安全	收入分配	干部作风	计划生育	环境治理	教育改革	住房	新型城镇化
2015	收入分配	重拳反腐	经济新常态	食品药品安全	简政放权	从严治党	环境保护	教育改革	社会保障	住房
2016	社会保障	居民收入	医疗改革	打虎拍蝇	教育公平	住房	环境保护	司法改革	金融风险	一带一路
2017	反腐倡廉	社会保障	医疗改革	就业和收入	教育公平	住房	环境保护	住房	依法治国	公共安全
2018	反腐败斗争	社会保障	教育	医疗改革	脱贫攻坚	住房制度	改革开放	环境保护	乡村振兴	依法治国

资料来源：人民网，川财证券研究所

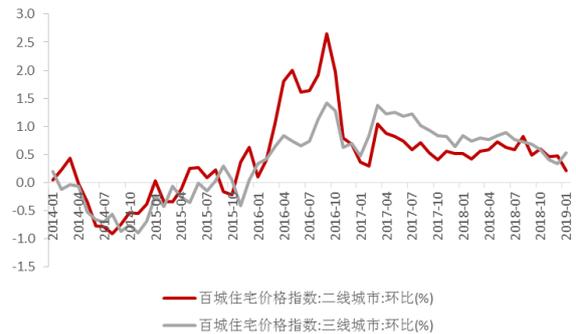
供给侧改革和棚改为 2016 年有色、钢铁、地产板块表现提供支撑。2016 年看，有色钢铁均表现突出，大宗商品价格直接受到了 2015 年 11 月提出的供给侧改革提振。此外，发端于 2012 年的棚户区改造在 2015 年-2016 年加速发力，二三线地产市场房价企稳回升，也为地产板块发力提供了契机。

图 7： PPI2015 年末开始触底回升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 二三线城市房价自 2015 年末开始上行



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 2016 年相关板块绝对收益和相对沪深 300 指数超额收益 (%)

2016	前一个月		前一周		召开期间		后一周		后一个月	
	绝对收益	相对收益								
医药	0.54	-2.74	-6.69	-5.05	-0.33	-0.80	10.60	2.94	15.73	7.19
房地产	7.58	4.30	-0.66	0.98	-6.22	-6.69	10.50	2.84	14.06	5.52
建筑	4.62	1.34	-4.65	-3.01	1.30	0.83	10.24	2.59	14.08	5.55
保险(2)	2.58	-0.70	0.06	1.70	2.14	1.67	6.61	-1.05	4.85	-3.68
银行	3.98	0.70	1.86	3.50	2.95	2.48	2.39	-5.27	2.12	-6.41
钢铁	9.80	6.52	-2.04	-0.39	-2.58	-3.05	8.53	0.87	14.31	5.78
有色	18.78	15.50	0.82	2.46	-1.35	-1.82	9.24	1.58	15.22	6.69
化工	3.50	0.22	-7.13	-5.49	-0.69	-1.16	12.90	5.24	22.28	13.74
环保(3)	2.47	-0.81	-4.70	-3.06	-1.61	-2.08	11.38	3.72	19.31	10.78

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

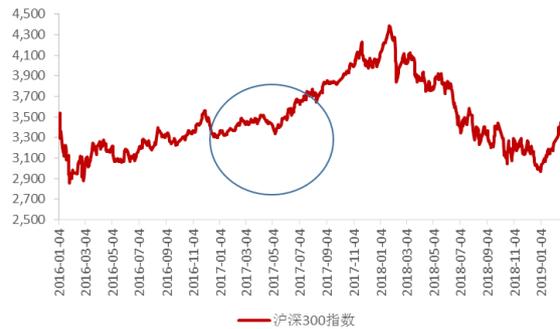
2017年两会期间传统热点板块多有所表现。随着2017年宏观环境和股票市场回暖，两会期间板块表现也相对较为分散。其中，受环保力度加大影响，环保板块表现最为突出，同时，先进制造业发展在两会前后获得强调，通信等板块亦表现较为强劲。食品饮料、餐饮旅游等弱周期行业，受两会影响较小，其波动则与当年产业龙头集中趋势关联较大。

图 10： 2017 年全年 PMI 高位运行



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 股票市场表现较为平稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12： 2017 年相关板块绝对收益和相对沪深 300 指数超额收益 (%)

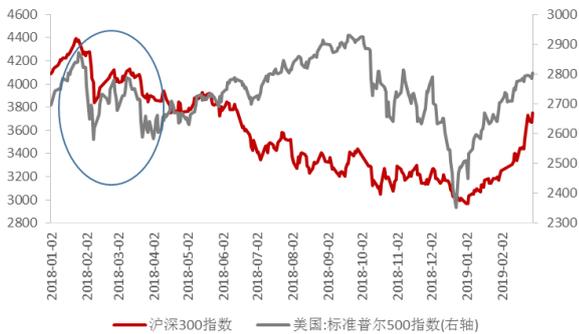
2017	前一个月		前一周		召开期间		后一周		后一个月	
	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益
医药	2.06	0.88	-0.93	0.38	1.41	0.58	1.95	2.15	-1.16	2.02
房地产	1.27	0.10	-1.03	0.28	2.24	1.41	2.01	-1.82	1.09	0.23
建筑	3.72	2.54	-1.41	-0.10	0.97	0.14	4.28	4.47	6.65	5.79
农林牧渔	1.31	0.13	-0.50	0.81	0.95	-1.78	0.00	0.19	-3.15	4.02
环保(3)	5.24	4.06	1.22	2.53	1.68	0.85	0.50	0.69	6.78	7.92
家电	5.32	4.14	-1.48	-0.17	5.45	4.61	2.02	2.21	-0.15	1.01
汽车	3.04	1.87	0.18	1.49	1.56	0.73	-0.71	-0.52	-0.69	1.55
传媒	2.15	0.97	0.63	1.94	-0.47	-1.30	1.05	-0.86	-6.18	-7.04
通信	4.42	3.24	1.02	2.33	3.28	2.44	0.96	1.15	-4.56	-5.42
餐饮旅游	2.89	1.71	1.48	2.78	0.51	-1.34	3.22	3.41	-1.63	2.49

资料来源：Wind，川财证券研究所

2018年初宏观及市场环境发生较大变动，两会热点股市作用相对较为有限。对海外资本市场大幅波动和国内宏观情况变化直接主导了2018年两会期间股市走势。年初，在美股出现较大幅度调整情况下，A股迅速转入下行，同时对国内宏观情况的担忧也开始逐步发酵。在这种情况下，当年两会期间多数传统热点表现相对平淡。但是，值得注意的一点是，2018年两会对乡村振兴多有着墨，而乡村振兴指数也在两会期间经历了较大幅度的反弹行情，表明两会政策仍对股市有一定作用。

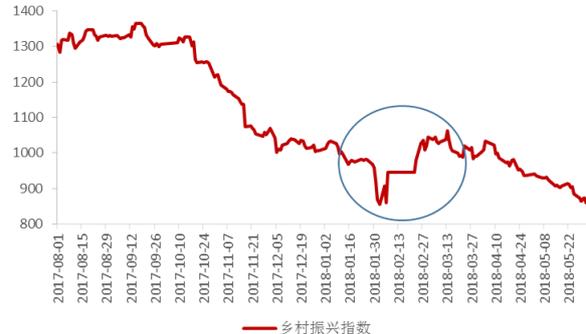
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 13： 2018 年初海外波动影响 A 股



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14： 乡村振兴指数出现较大幅度反弹



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15： 2018 年相关板块绝对收益和相对沪深 300 指数超额收益 (%)

2018	前一个月		前一周		召开期间		后一周		后一个月	
	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益
医药	0.85	6.81	2.59	3.93	4.95	2.96	2.48	3.78	4.39	9.36
房地产	-0.18	-4.22	-2.47	-1.13	0.82	-1.17	-2.50	-1.20	-3.33	1.64
建筑	-5.03	0.94	0.54	1.88	0.56	-1.43	-1.38	-0.08	-3.20	1.77
农林牧渔	-3.04	2.92	0.57	1.91	1.23	-0.75	-1.60	-0.30	-2.40	2.57
环保 (3)	3.68	9.65	3.70	5.04	1.07	-0.91	-1.72	-0.42	-2.64	2.32
教育 (3)	8.03	13.99	12.41	13.75	2.49	0.50	-1.60	-0.30	-5.40	-0.44
家电	-4.01	1.96	-1.40	-0.06	4.56	2.57	-4.21	-2.91	-10.14	-5.17
汽车	0.73	6.70	2.18	3.52	2.93	0.94	-2.08	-0.78	-5.63	-0.66
传媒	1.08	7.05	5.31	6.66	2.63	0.65	-2.01	-0.71	-6.04	-1.08
通信	3.97	9.94	5.08	6.42	3.57	1.58	-1.35	-0.05	-2.32	2.65
餐饮旅游	-0.78	5.18	0.62	1.96	3.19	1.20	-1.36	-0.06	-2.09	2.87

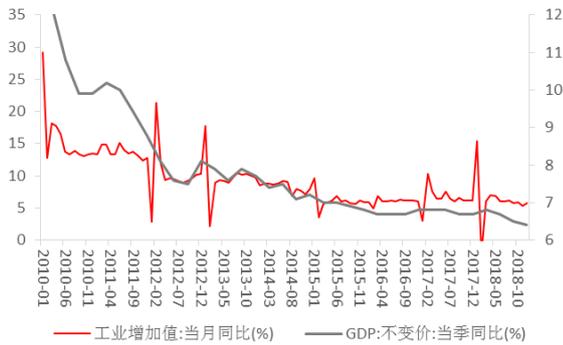
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 二、今年“两会”看什么？

### 1. 短期需求端发力，着重总量调节

总需求“稳重有变”，政策将进行对冲。从近一年以来的宏观经济总量指标上看，2018 年全年国内 GDP 增速较上年出现回落，同时投资、消费等增长的主要驱动力也不同程度的走弱，全球景气回落下外需亦面临不确定性。在中央“稳中有变”的基本判断下，本次两会的一个重要看点在于总需求调控对冲短期经济下行的方向和力度。在更看重经济结构调整的背景下，我们认为经济增长目标或将进一步淡化。

图 16: GDP 与工业增加值有所下行



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 投资消费面临挑战



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 18: “两会”主要目标预计

	2018年目标	2018年实际值	2019年目标预计
GDP	6.50%	6.60%	6.30%
CPI	3%	2.10%	2%
财政赤字率	3%	-	3.00%
单位GDP能耗	3.4%左右		
M2	10%	8.40%	8.5%-10%
社会融资规模存量	12%	9.78%	10%-12%

资料来源: 人民日报、新华社、经济参考报等, 川财证券研究所

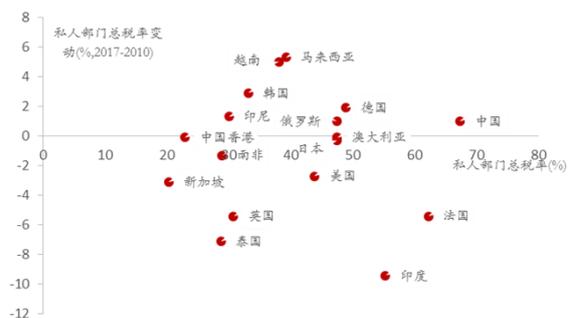
积极财政力度将得到进一步明确。我们认为, 当前积极财政政策和稳健货币政策的基调已经较为明确, 财政政策仍将在 3% 赤字率范围以内, 财政扩大支出的任务将主要依靠专项债完成, 货币政策则将进一步淡化供给量中介而强化价格中介。另外, 在扩大支出的同时, 我国私人部门税负过高的仍将是本次会议讨论的重点, 增长税和企业所得税方向或有进一步减税的相关政策出台。

图 19: 外需存在进一步走弱的可能性



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 我国税负水平偏高



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 2. 长期供给端调整, 结构仍是看点

**经济结构仍将继续调整。**在总需求进行短期调节的同时,“调结构”仍将是本次两会的最大看点。从供给端看,劳动力、资本和全要素生产率决定了经济长期均衡增速水平。我们认为,在人口生育意愿不足、资本配置效率不高、技术水平较为有限的情况下,增长的几大要素都将成为会议讨论和研究的重点。

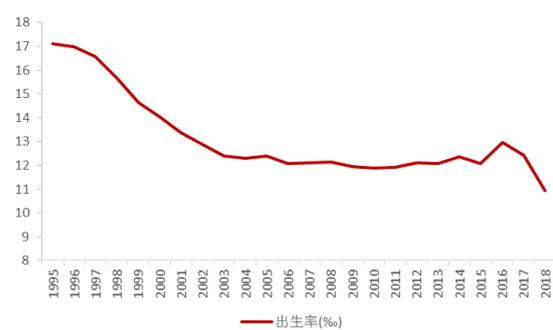
**人口出生率有待进一步提振。**人口方面,自全面放松二胎政策以来,我国人口出生率稍有提振,但仍弱于此前政府评估水平。按照国家卫计委公布的数据,2010年以来,我国总和生育率在1.54-1.64之间波动,预计全面二孩政策支持下总和生育率将在1.8上下波动,但仍明显低于2.1的更替水平。依据联合国估算,在我国人口出生率不足的大背景下,我国人口老龄化将大大加速,未富先老问题将极大的限制未来经济增长潜力。

图 21: 劳动生产率持续下行



资料来源: Wind, 川财证券研究所

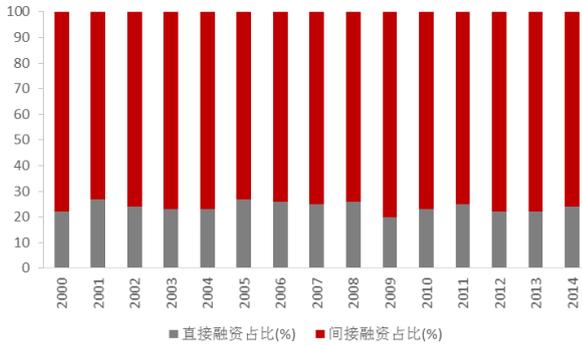
图 22: 出生率快速下降



资料来源: Wind, 川财证券研究所

**直接融资市场建设或将加速。**资本方面,长期以来,我国均高度依赖于间接融资手段,直接融资比重严重不足,在全部社会融资规模中直接融资项目存量占比不足20%,作为对比,美国直接融资比重则长期稳定在70%以上。也正是在高度直接依赖间接融资的情况下,我国中小企业长期存在融资难、融资贵的问题。在当前中小企业融资问题引发全社会普遍关注的情况下,我国直接融资市场的建设或将进一步加速。

图 23： 美国直接融资占比相对较高



资料来源：CEIC，川财证券研究所

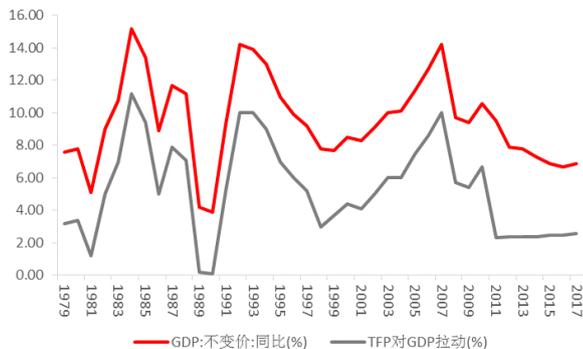
图 24： 直接融资在社会融资中占比仍较低



资料来源：Wind，川财证券研究所

产业政策和区域政策将继续提振全要素生产率。我国传统经济增长模式高度依赖于要素投入而非要素配置效率提升。如果按照 Penn World Table 测算水平，尽管近年来我国 TFP 水平有所提升，但相对美国而言仍有较大差距。从这一点上看，部分对经济增长拉动作用较强的高新技术产业仍将成为政策扶持的重点。另外，经济学原理上看，由专业分工带来的马歇尔外部性和由多样化带来的雅克比外部性溢出，有助于促成全要素生产率的提升，因此区域城市群培育或也将进一步发力。

图 25： 全要素生产率贡献水平



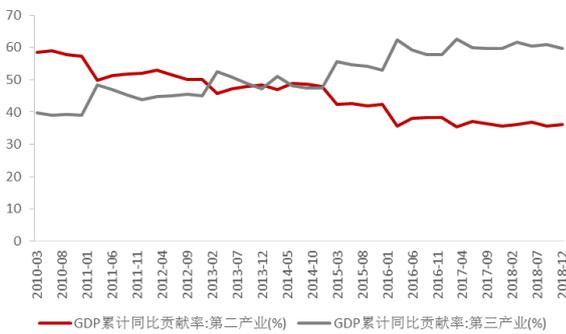
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26： 我国 TFP 与发达国家相比差距较大



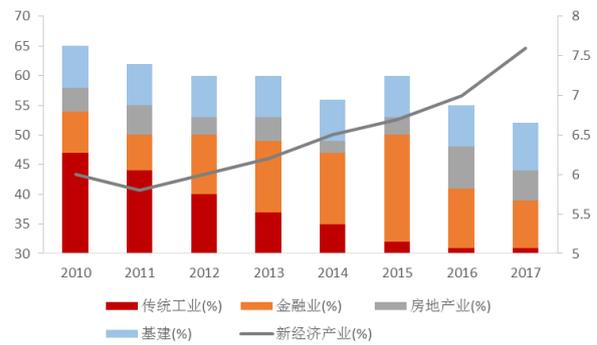
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27： 第三产业拉动经济增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28： 新兴产业占比扩大



资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 三、“两会”热点怎么投？

#### 1. 养老产业

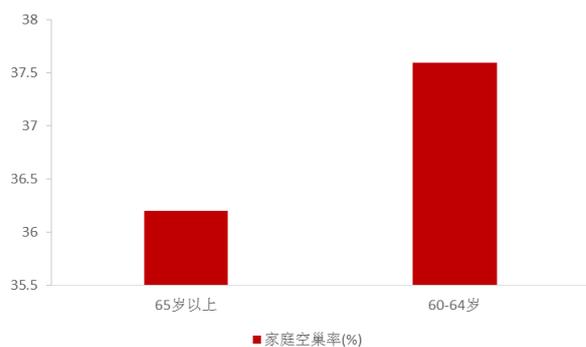
人口老龄化背景下养老产业规模巨大。据前瞻产业研究院公布数据显示，我国目前养老产业规模已经超过 4 万亿，但相对 GDP 比重而言，占比尚不足 10%，与此同时美国占比则为 22.3%，预计在人口老龄化加速的背景下，到 2020 年我国老年人口或将达到 2446 万人，养老产业市场总规模或将膨胀至 7.7 万亿。

图 29： 中国养老产业规模提升



资料来源: 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

图 30： 老年人家庭空巢率较高



资料来源: Wind, 川财证券研究所

养老服务、老年人用药、银发游都将成为养老产业发展的方向。按照国家卫计委统计数据，我国家庭空巢老人占老年人总数超过三分之一，与此同时养老服务供给能力则严重不足，每千人占有养老床位不足 30 张，与发达国家平均占有 70 张的水平存在巨大差距。老年人用药时间往往较长，卫计委测算认为老年人用药消费水平是非老年人用药的 8-9 倍左右，随着老龄化加快，医药市场

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

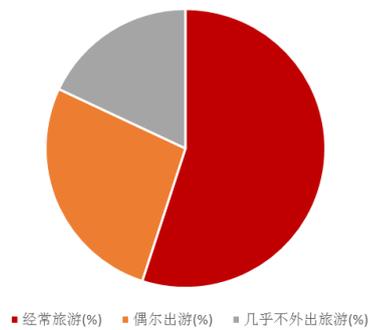
将获得更大发展空间。另外，就已有统计数据看，老年人出游意愿往往较高，银发游也将受益于养老产业的进一步发展。

图 31： 养老床位相对不足



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32： 老年人旅游意愿较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2. 婴幼儿产业

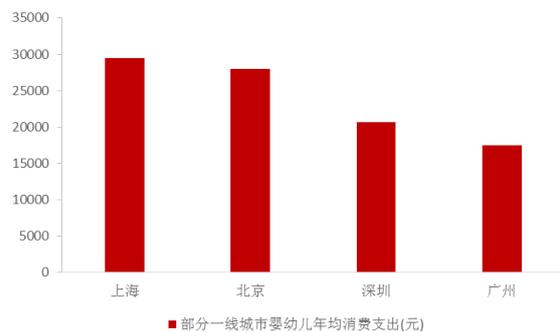
育婴市场或出现投资机会。在人口老龄化不断加速的同时，人口政策的进一步调整或也将逐步提上日程。从历史情况看，婴幼儿市场的发展与居民收入水平提升和城镇化进程密不可分。2016 年上海、北京、深圳婴童消费年均支出已经超过 2 万元，其中上海已经逼近 3 万元大关，达到 29460 元。而从婴幼儿相关消费上看，儿童教育、儿童饮食均是消费支出的重点，未来随着生育政策的进一步放松和城镇化进程，婴幼儿产业高端化倾向或将更加明显。

图 33： 城镇消费水平提升



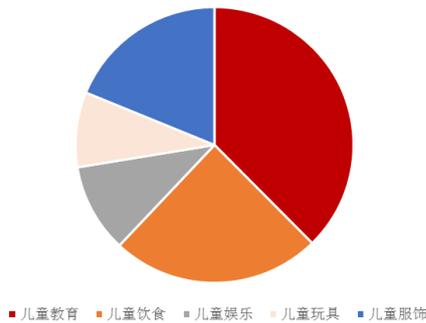
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 一线城市婴幼儿消费水平较高



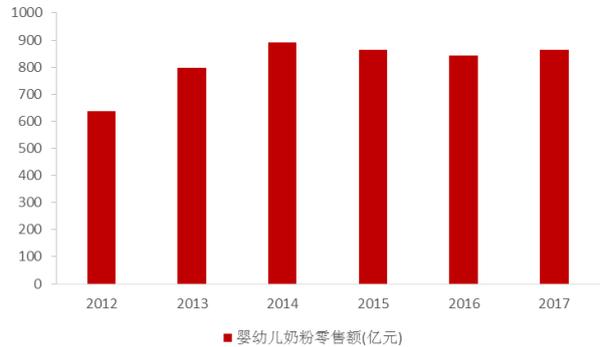
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35： 儿童教育和儿童饮食占比较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36： 奶粉零售额有待进一步提升

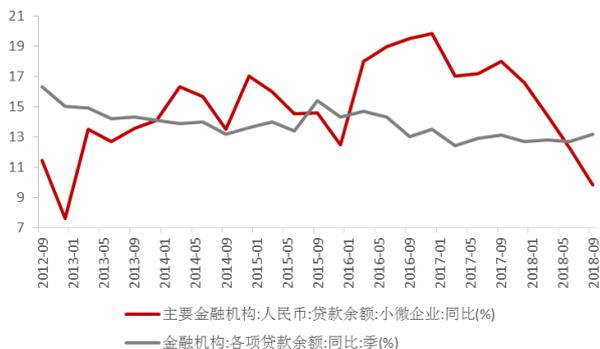


资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3. 科创板

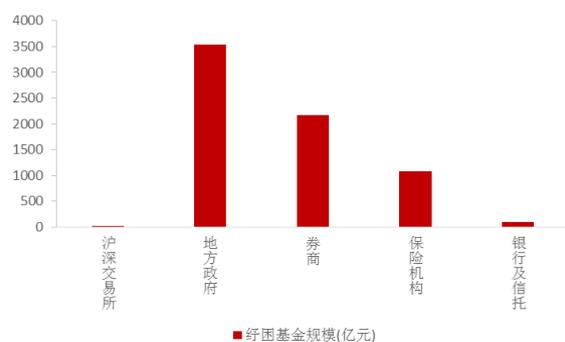
科创板将着力于解决中小型企业融资问题。过去一年，在债券违约频发、股权质押风险一度增大的情况，各类市场主体相继成立总规模近万亿的纾困基金用于缓解民企融资难题。考虑到民营企业在我国经济体系中承担着促进就业、支撑创新的重大任务，保持民企活力仍将是本次两会一个重心。科创板的成立正是使用直接融资手段系统性解决中小企业融资问题的一种尝试。

图 37： 小微企业贷款下落速度更快



资料来源：公开新闻整理，川财证券研究所

图 38： 纾困基金



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39： 科创板相关规则与其他上市板对比

		主板	中小板	创业板	新三板	科创板
市场类型		场内市场			场外市场	场内市场
上市制度		核准制				注册制
上市公司 门槛	持续经营	3年以上			2年以上	3年以上
	财务指标	(一) 最近3个会计年度净利润均为正数且累计>3000万元。 (二) 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计>5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计>3亿元。 (三) 最近一期期末不存在未弥补亏损	(一) 最近一期期末净资产≥2000万元，且不存在未弥补亏损。 (二) 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计≥1000万元；或最近一年盈利，最近一年营业收入≥5000万元。		具有持续经营能力	(一) 市值≥10亿，最近两年均为正且累计≥5000万元，市值≥10亿，最近一年净利润且营业收入≥1亿元； (二) 市值≥15亿，最近一年≥2亿，且近三年研发投入占三年营收的比≥15%； (三) 市值≥20亿，最近一年≥3亿，且近三年经营活动现金流量净额累计≥1亿； (四) 市值≥30亿，且最近收≥3亿； (五) 市值≥40亿，主要产品需经国家有关部门批准，间大，目前已取得阶段性成果 (六) 符合相关规定的红筹市值≥100亿，或市值≥50亿一年营收≥5亿。
	股本	发行前股本总额≥3000万元	发行后股本总额≥3000万元	/		发行后股本总额≥3000万元
个人投资者要求		具有两年交易经验	具备两年交易经验	前一交易日日终证券类资产市值500万以上；具有两年以上证券投资经验，或具相关专业背景。		申请权限开通前20个交易日户内资产日均元，同时参与证券交易24个。
交易规则	交易制度				T+1	
	涨跌幅限制	10%，ST股票交易日涨跌幅限制5%		做市转让不设涨跌幅限制；竞价转让涨幅上限200%，跌幅上限50%。		20%，上市前5个交易日不受
	融资融券	(一) 上市交易超过3个月 (二) 融资买入标的股票的流通股本≥1亿股或流通市值≥5亿元，融券卖出标的股票的流通股本≥2亿股或流通市值≥8亿元 (三) 股东人数≥4000人		/		上市后首个交易日即开放两
	异常波动认定流程	连续3个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到±20% 退市风险警示-暂停上市-终止上市		/		连续3个交易日内日收盘价格指数偏离值累计达到±30% 退市风险警示-终止上市
退市规则	终止上市后续	终止上市情形已消除，且符合一定条件可重新申请上市		强制摘牌情形消除，摘牌满三年后，可再次申请挂牌		不得申请重新上市，决定作个月后可再次申请
	退市风险警示财务标准	(一) 最近两个会计年度的净利润连续为负； (二) 最近一个会计年度期末净资产为负； (三) 最近一个会计年度营业收入低于1000万元；		/		(一) 最近一个会计年度的连续为负，且营业收入<1亿 (二) 最近一个会计年度期产为负； (三) 最近一个会计年度营主要来源于与主营业务无关业务，公司明显丧失持续能力； (四) 研发型上市公司主要产品或所以来的基础技术研或被禁止使用
	终止上市财务标准	(一) 净利润、净资产负值，暂停上市后近1年度仍负值； (二) 营业收入低于1000万元，暂停上市后近1年度仍低于1000万； (三) 暂停上市后，最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具保留意见、无法表示意见或者否定意见的审计报告；		(一) 最近两个会计年度均不能以持续经营为编制假设； (二) 最近两个会计年度财务报告均被注册会计师/主办券商出具持续经营能力存在不确定性的意见。		(一) 主营业务大部分停滞模板低； (二) 经营资产大幅减少导致维持日常经营； (三) 营业收入或者利润主于不具备商业实质的关联交 (四) 营业收入或者利润主于与主营业务无关的贸易业 (五) 其他明显丧失持续经营的情形

资料来源：上交所，深交所，川财证券研究所

正式管理办法和实施细则进一步提振科创板投资热情。3月1日晚，证监会正  
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

式发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》。正式管理办法和实施规则对红筹企业上市标准、股份减持制度、信息披露、持续督导等方面进行了完善优化。根据证监会、上交所正式发布的管理办法和实施规则，对征求意见稿的修改完善主要有：第一，进一步明确红筹企业的上市标准，符合创新企业境内发行股票或存托凭证试点要求的红筹企业可以申请在科创板上市，对于境外上市红筹企业，要求营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位，同时预计市值不低于 100 亿元，或预计市值不低于 50 亿元且最近一年营业收入不低于 5 亿元；第二，对股份减持制度进行了优化，核心技术人员股份锁定期从三年缩短至一年，对控股股东、实际控制人、董监高以及核心技术人员减持做出梯度安排；第三，科创板股票发行上市审核，实现受理和审核全流程电子化，全流程重要节点均对社会公开。此外，对上市信息披露、持续督导等要求也进行了明确，包括发行价格确定、特别表决权的信息披露、回拨机制、终止上市等方面。值得注意的是，此次规则中未纳入 T+0 交易机制。

图 40： 创业板推出前后 A 股市场历史表现



资料来源：Wind，川财证券研究所

**消息公布后或为投资窗口期。**从推出创业板的历史经验来看，对 A 股整体影响较大的阶段为消息公布后至正式推出前，而相关行业的表现则可能存在一定滞后。以历史为鉴，在即将推出创业板的消息公布后至正式推出前这一阶段，市场整体表现较强。自 2009 年 3 月 31 日中国证监会正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》后 6 个月内，上证综指最高涨幅达 43.70%，而在 2009 年 10 月 30 日创业板正式上市后，上证综指在短期冲高

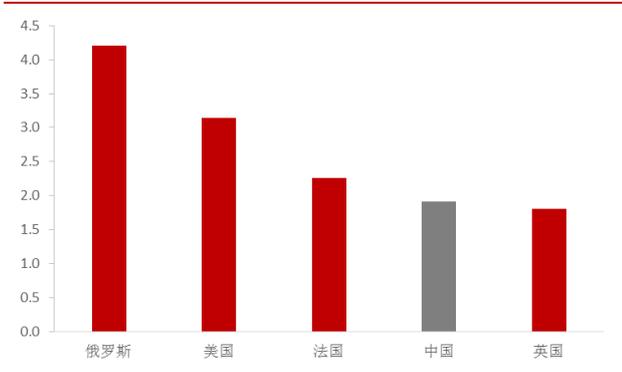
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

后震荡回落。另外，从行业板块上，电子、计算机、传媒、国防军工等成长板块在中长期表现相对更为强势。

#### 4. 国防军工产业

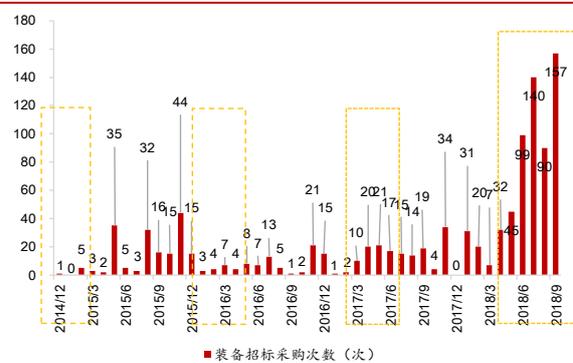
核心军品采购加速，装备升级需求或将提升国防军工产业景气度。我国国防军费开支水平已经达到万亿规模，其中约三分之一用于装备采购。2019年是核心军品集中交付列装的大年，从目前可见到的军品装备招标采购情况看，2018年军品招标采购相比2017年出现较大幅度提升，两会期间军费开支明确或将带来国防军工产业景气度的进一步提振。

图 41：国防军费开支



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：军备招标采购次数明显增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

同时，改革提速预期也将直接利好军工板块。目前看，我国军工产业整体资产证券化水平偏低的问题尚未得到完全解决，军工集团实际资产证券化水平与各大集团目标水平之间尚存在一定差距。另外，混合所有制改革和科研院所改制等也都将助推国防军工板块。两会期间改革或有加速，作为国有企业占比较高的板块，国防军工将直接受益于改革加速预期。

**图 43： 军工企业资产证券化目标**

军工集团	时间	来源	集团资产证券化率目标
中航工业	2014年11月	集团副总经理吴献东	整个集团资产证券化率目标是达到80%，科研院所改革将成为关键一环。
中船工业	2016年4月	《中国证券报》	集团下属三个上市平台中国船舶、中船防务、中船科技将分别从民用船舶制造、军用/军民融合船舶制造、高科技资产（科研院所等）三个方向承接集团优质资产；集团资产证券化率在“十三五”期间（2016年-2020年）将从目前的30%左右提升至70%左右。
中船重工	2017年3月	集团董事长胡问鸣	“十三五”时期集团资产证券化率由40%提升至70%，同时打造10大产业板块上市公司平台，其中IPO、借壳是可
	2018年6月	资产部副主任李嘉华	集团目前正在对多家拟上市平台公司展开整合，目标是使集团资产证券化率达到或超过70%。未来集团旗下超百亿元、千亿元市值的上市公司数量有可能会超过十几家。
航天科技	2016年3月	中国航天报	集团计划在“十三五”末将资产证券化提升至45%；全方位践行“军民深度融合发展”，目前已牵头发起军民融合发展基金。
中国电子	2016年3月	集团总经理刘烈宏	集团改革主要有三个人物，一是混改引入战略投资者；二是推动所属企业员工持股；三是计划将整体资产证券化率从现在的55%左右提升到80%左右。
中国电科	2017年2月	集团2017年工作会部署	明确提出“资产证券化率达到35%，实现外部权益性融资超过100亿元，投资超过150亿元”的目标，并再次强调推进核心业务资产专业化重组和市场化运作。
	2018年3月	集团公司2018年度工作会议	继续加大改革改制力度，推进资产证券化改革和机构调整各项工作，实现母子公司管理模式平稳切换。
兵器集团	2018年8月	集团官网新闻中心	兵工财务有限责任公司联合商业保理公司在金融资产交易所累计发行“军工票”资产证券化产品3000万元，“军工票”在资产证券化方面实现了重要创新与突破。
兵装集团	2017年9月	集团董事长徐平调	集团“十三五”资产证券化率目标为50%。

资料来源：Wind，川财证券研究所

## 5. 长三角一体化

**政策密集出台，长三角一体化进程加速。**长三角地区作为我国最为集中的城市群，在我国经济发展中占有重要地位。2018年6月，长三角一体化的纲领性文件《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020年）》正式印发，随后2018年11月，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式发表重要演讲，将大力支持长三角一体化发展提升到国家战略。

图 44： 长三角区域一体化相关政策

时间	文件	部门	内容
2008-09-16	关于进一步推动长江三角洲地区改革开放与经济社会发展的指导意见	国务院	提出要把长三角地区建设成为亚太地区重要的国际门户和全球重要的先进制造业基地，具有较强国际竞争力的世界级城市群。
2010-06-07	长江三角洲地区区域规划	国家发展改革委	首次在国家战略层面上将长三角区域范围界定为苏浙沪全境内的25个地级市，主要是在原16个城市的基础上，加强了苏北的徐州、淮阴、连云港、宿迁、盐城和浙西南的金华、衢州、丽水、衢州。但该规划仍把16个城市列为长三角区域发展描述长江经济带发展的宏伟蓝图，推动长江经济带的发展。
2016-03-25	长江经济带发展规划纲要	中共中央政治局	描述长江经济带发展的宏伟蓝图，推动长江经济带的发展。
2016-05-11	长江三角洲城市群发展规划	国家发改委、住建部	改革创新推动长三角城市群协调发展，培育更高水平的经济增长极。
2018-11-22	国家领导人主席在中国国际进口博览会开幕式演讲	国家领导人	将长三角一体化发展为国家战略，“为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用，推进更高起点的深化改革和更高层次的对外开放”。
2018-12-06	关于协同推进长三角港航一体化发展六大行动方案	交通运输部与上海市、江苏省、浙江省、安徽省政府	六大行动协同推进长三角港航一体化
2018-12-19	批复了上海轨道交通三期规划和杭州轨道交通三期的调整规划	国家发展改革委	两地新增的投资项目金额预计将超过3500亿元，长三角交通一体化正在提速。

资料来源：Wind，川财证券研究所

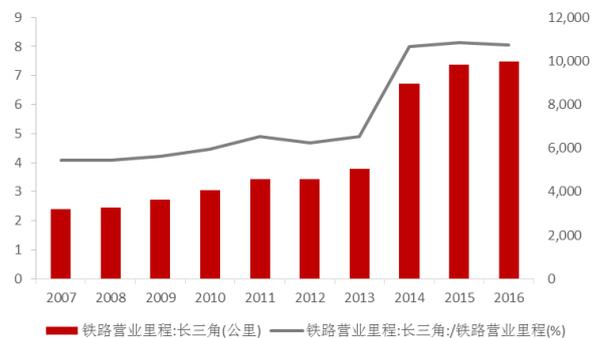
长三角区域一体化进程或与科创板设立产生良好共振。长三角地区路网相对密集，随着一体化进程加速或将进一步推动区域内部路网建设。更为重要的是，从长三角地区情况看，一直以来较好的营商环境使得长三角地区民营经济均较为发达。按照全国工商联最新公布的“2018中国民营企业500强”名单，长三角城市群表现好于其他区域，独角兽公司更是密集分布于长三角地区。随着科创板投资热度的不断提升，长三角区域一体化进程或与科创板设立产生良好共振。

图 45： 长三角城市群规划发展带



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46： 长三角地区路网相对密集



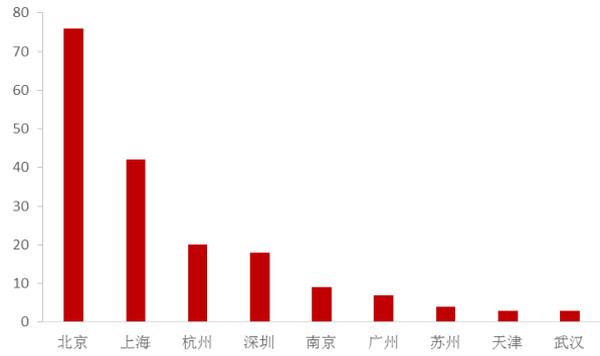
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47：500 强民企分布



资料来源：全国工商联，川财证券研究所

图 48：独角兽分布情况



资料来源：胡润研究院，川财证券研究所

## 风险提示

- 1.政策不及预期;
- 2.历史经验不再适用。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003