

A股市场重心长期转向“提质”

——新“国九条”及相关监管政策解读



YONGXING SECURITIES

核心观点

资本市场第三个“国九条”。2024年4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，国务院再次出台资本市场指导性文件。与前两个“国九条”相比，本次文件体现了强监管、防风险、促高质量发展的主线；提出补短板、强弱项，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾。《意见》在上市准入、上市公司监管、退市、证券基金机构监管、交易监管、中长期资金入市、深化改革开放、形成资本市场合力等方面做出了方向性的指导。

我们认为，过去20年三个“国九条”对A股市场的指导方向是与每个阶段的经济和资本市场发展相契合的。具体来说，2004年强调“发展”，到2014年侧重“转型”，而当前2024年着重聚焦于“提质”。

同一天，证监会及沪深交易所、北交所发布相关监管文件，将新“国九条”的指导意见落实到具体监管文件中。4月12日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，并就《科创属性评价指引（试行）》等6项制度规则向社会公开征求意见。沪、深、北交易所同步就相关业务规则公开征求意见。

三地交易所相关业务规则起草说明中，主要包括了重大资产重组、上市财务标准、将分红指标纳入ST风险警示、修改财务造假退市标准、新增三项规范类退市情形、财务退市指标、市值类退市、科创板其他风险警示制度、减持规则等几个方面。

市场目前对退市和分红这两方面的关注度较高。根据证监会上市公司监管司司长郭瑞明答记者问中的内容，我们认为退市新规整体对上市公司的影响范围较小，并能使有退市风险的公司及早采取措施改善经营和市值情况。对投资者而言，明确的退市标准能够加强对公司的预判，更准确的做出投资选择。

在分红方面，新“国九条”中提出“多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性”。我们认为，这不仅利好高股息风格，对分红“稳定性、持续性和可预期性”的提法，也对上市公司的分红能力和分红潜力提出了要求。因此，我们进一步考察A股中各行业的现金流/自由现金流与市值的比值，以及现金流/自由现金流的波动性，作为该行业分红能力/潜力的考察指标。综合以上两个方面，建议关注银行、煤炭、石油石化、钢铁几个行业。

投资建议

新“国九条”以及相关监管政策对公司分红、财务真实度、退市标准等方面做出了重点指导和规定，同时对科创属性做出了指引。长期看有利于促进权益市场的高质量发展、提升股市整体估值。我们建议关注：周期类行业中现金流/自由现金流情况较好的公司；消费类行业中现金流/自由现金流稳定的公司；大制造中重点关注业绩；科技行业中关注政策支持力度大/盈利模式较为成熟的板块。

风险提示

政策实施进度不及预期。

日期：2024年04月24日

分析师：于霄

E-mail: yuxiao@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523100001

相关报告：

《市场转向长期主线，建议均衡配置》

——2024年04月02日

《关注业绩、分红及回购》

——2024年03月22日

《政策强监管，权益高质量》

——2024年03月17日

正文目录

1. 时隔十年国务院再次出台资本市场指导性文件	3
1.1. 资本市场第三个“国九条”	3
1.2. 证监会相关监管文件和交易所业务规则	5
1.3. 对退市和分红新规的影响分析	9
2. 投资建议	10
3. 风险提示	10

图目录

图 1: GDP 增速与 A 股资产证券化率	4
图 2: 基金数量与基金总份额变化 (2000-2013 年)	4
图 3: A 股流通股数量和占比 (2004-2013 年)	4
图 4: A 股总市值和成交额 (2004-2013 年)	4
图 5: 信息产业收入年均增长 16% (2010-2015 年)	5
图 6: A 股 TMT 行业市值占比	5

表目录

表 1: 三次“国九条”中的 9 项内容提纲	3
表 2: 《国务院关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》(新“国九条”内容整理)	5
表 3: 近期证监会发布多项资本市场监管文件	6
表 4: 沪、深、北交易所相关业务规则 (4 月 12 日)	7
表 5: 中信一级行业中现金流与市值的比值、以及现金流波动率	10

1. 时隔十年国务院再次出台资本市场指导性文件

1.1. 资本市场第三个“国九条”

2024年4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，国务院再次出台资本市场指导性文件。与前两个“国九条”相比，本次文件体现了强监管、防风险、促高质量发展的主线，对股市的制度机制、监管执法等方面补短板、强弱项，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾。

表1:三次“国九条”中的9项内容提纲

年份	2004年	2014年	2024年
文件	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
九条内容提纲	一、充分认识大力发展资本市场的重要意义 二、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想 and 任务 三、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展 四、健全资本市场体系，丰富证券投资品种 五、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作 六、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平 七、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平 八、加强协调配合，防范和化解市场风险 九、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	一、总体要求 二、发展多层次股票市场 三、规范发展债券市场 四、培育私募市场 五、推进期货市场建设 六、提高证券期货服务业竞争力 七、扩大资本市场开放 八、防范和化解金融风险 九、营造资本市场良好发展环境	一、总体要求 二、严把发行上市准入关 三、严格上市公司持续监管 四、加大退市监管力度 五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强 六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性 七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量 八、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展 九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力

资料来源：中国政府网，甬兴证券研究所

我们认为，过去20年三个“国九条”对A股市场的指导方向是与每个阶段的经济和资本市场发展相契合的。具体来说，2004年强调“发展”，到2014年侧重“转型”，而当前2024年着重聚焦于“提质”。

从2001年至2004年，我国正处于加入WTO后的经济高速发展期，此时大力发展资本市场成为必然。政策方向主要是“推进资本市场改革开放”、“健全资本市场体系，丰富证券投资品种”等。其中特别针对我国市场中的股权分置问题，提出了规范上市公司非流通股份的转让行为。

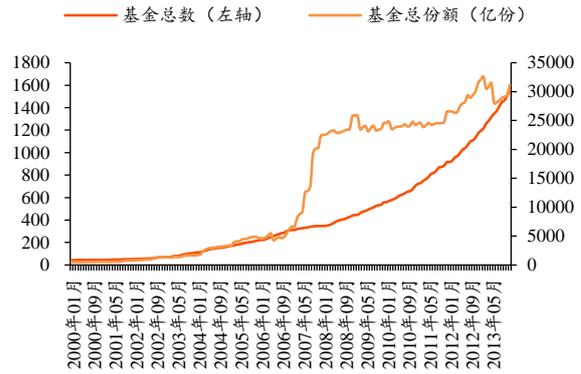
2004年之后的10年间，A股资产证券化率中枢为62.9%，比2000-2004年的36.43%提高了26.6pp；基金总数量从2003年底的110只大幅增加至2013年底的1552只。流通股占比、A股总市值和成交额也大幅增加。

图1:GDP 增速与 A 股资产证券化率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:基金数量与基金总份额变化 (2000-2013 年)



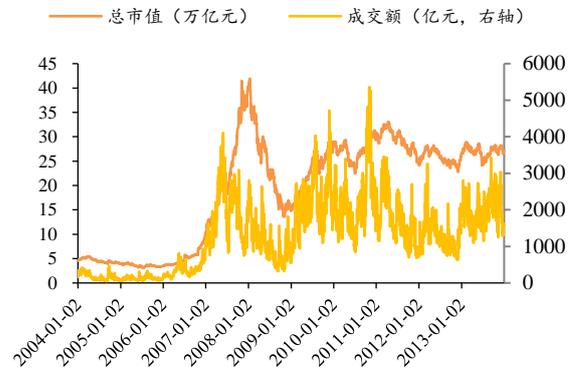
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:A 股流通股数量和占比 (2004-2013 年)



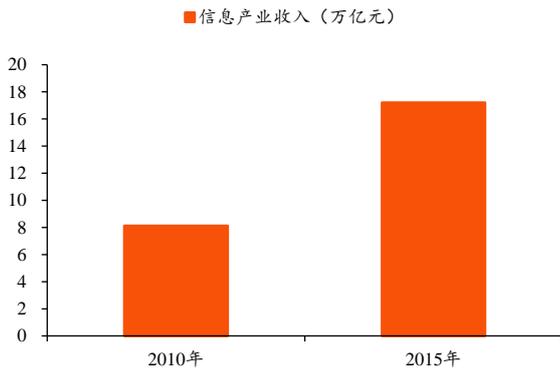
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:A 股总市值和成交额 (2004-2013 年)

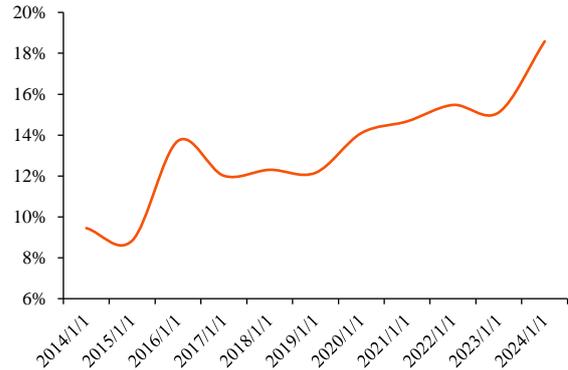


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

而 2014 年颁布的第二个“国九条”，我们认为是在经济转型期当中，着眼于推动新经济和新产业而出台的资本市场新政。2010 年的“十二五”规划提出了“加快转变经济发展方式”。2010 年开始我国 GDP 增速开始转为中速增长，经济结构调整过程中信息产业占比提升。2014 年的“国九条”提出发展多层次股票市场，健全适合创新型、成长型企业发展的制度安排，增加证券交易所市场内部层次，鼓励市场化并购重组，积极稳妥推进股票发行注册制改革。之后创业板再融资办法落地，上市公司重大资产重组管理办法发布，在随后的 2015 年，A 股迎来大牛市，TMT 等行业表现亮眼，同时并购重组大幅增加。

图5:信息产业收入年均增长16% (2010-2015年)


资料来源: 工信部、网信办, 甬兴证券研究所

图6:A股TMT行业市值占比


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

而2024年4月12日发布的新“国九条”,我们认为是在推进经济高质量发展的同时,推动资本市场进入“高质量”发展的新阶段。具体而言,则主要是针对市场的制度机制、监管执法等方面补短板、强弱项,推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾。我们整理了文件中的要点如下:

表2:《国务院关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》(新“国九条”内容整理)

上市准入	1. 提高主板、创业板上市标准,完善科创板科创属性评价标准。明确上市时要披露分红政策。将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。从严监管分拆上市。严格再融资审核把关。 2. 建立审核回溯问责追责机制。进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任。严查欺诈发行。 3. 整治高价超募、抱团压价等市场乱象。加强募投项目信息披露监管。 4. 打击违规代持、以异常价格突击入股、利益输送等行为。
上市公司监管	1. 整治财务造假、资金占用等行为。 2. 严厉打击违规减持。防范各类绕道减持。责令违规主体购回违规减持股份并上缴价差。 3. 对多年未分红或分红比例偏低的公司,限制大股东减持、实施风险警示。推动一年多次分红、预分红、春节前分红。 4. 研究将上市公司市值管理纳入评价体系
退市监管	1. 收紧财务类退市指标。完善市值标准等交易类退市指标。鼓励头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度。 2. 加强并购重组监管。加大对“借壳上市”的监管力度。 3. 打击财务造假、操纵市场等规避退市的行为。 4. 对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失。
证券基金机构	1. 完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度。 2. 支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力,鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。 3. 培育良好的行业文化和投资文化。完善证券基金行业薪酬管理制度。
交易监管	1. 出台程序化交易监管规定,加强对高频量化交易监管。制定私募证券基金运作规则。查处操纵市场恶意做空等行为。 2. 将重大经济或非经济政策对资本市场的影响评估内容纳入宏观政策取向一致性评估框架。
中长期资金	1. 大幅提升权益类基金占比。推动指数化投资发展。 2. 降低公募基金行业综合费率,研究规范基金经理薪酬制度。 3. 鼓励险资开展长期权益投资。完善社会基金、基本养老保险投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活性。鼓励银行理财和信托资金提升权益投资规模。
深化改革开放	1. 做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。推动股票发行注册制走深走实。提升对新产业新业态新技术的包容性,促进新质生产力发展。 2. 完善多层次资本市场体系。统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
形成合力	1. 推动加强资本市场法治建设,大幅提升违法违规成本。 2. 深化央地、部际协调联动。

资料来源: 中国政府网, 甬兴证券研究所

1.2. 证监会相关监管文件和交易所业务规则

同一天,证监会及沪深交易所、北交所发布相关监管文件,将新“国九条”的指导意见落实到具体监管文件中。4月12日,证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》,并就《科创属性评价指引(试行)》等6项制

请务必阅读报告正文后各项声明

度规则向社会公开征求意见。其中《指引》中对科创企业定位：“最近三年研发投入金额”由“累计在 6000 万元以上”调整为“累计在 8000 万元以上”；“应用于公司主营业务的发明专利”数量由“5 项以上”调整为“7 项以上”；“最近三年营业收入复合增长率”由“达到 20%”调整为“达到 25%”。在退市制度方面，增加一年严重造假、多年连续造假退市情形；连续多年内控非标意见退市；大股东大额资金占用的退市考虑；控制权长期无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息的退市情形；加大绩差公司退市力度。

4 月 19 日，证监会又陆续发布了对港合作措施等文件。这是继 3 月 15 日发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等 4 项文件后持续在市场监管方面发力。

表3:近期证监会发布多项资本市场监管文件

3 月 15 日	《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》 《关于加强上市公司监管的意见（试行）》 《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》 《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》 《首发企业现场检查规定》 《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》
4 月 12 日	《关于严格执行退市制度的意见》 《科创属性评价指引（试行）》 《中国证监会随机抽查事项清单》 《上市公司股东减持股份管理办法》 《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则（修订征求意见稿）》 《关于加强上市证券公司监管的规定》 《证券市场程序化交易管理规定（试行）》
4 月 19 日	5 项资本市场对港合作措施 《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》 《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》

资料来源：证监会官网，甬兴证券研究所

为了落实证监会的监管规定，4 月 12 日，沪、深、北交易所同步就相关业务规则公开征求意见。相关主要规则如下：

表4:沪、深、北交易所相关业务规则（4月12日）

上交所	1. 股票发行上市审核规则（征求意见稿） 2. 上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿） 3. 上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法（征求意见稿） 4. 股票上市规则（征求意见稿） 5. 科创板股票上市规则（征求意见稿） 6. 上市公司自律监管指引第15号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份（征求意见稿） 7. 科创板上市公司自律监管指引第4号——询价转让和配售（征求意见稿）
深交所	1. 股票发行上市审核规则（2024年修订征求意见稿） 2. 上市公司重大资产重组审核规则（2024年修订征求意见稿） 3. 上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法（2024年修订征求意见稿） 4. 股票上市规则（2024年修订征求意见稿） 5. 创业板股票上市规则（2024年修订征求意见稿） 6. 上市公司自律监管指引第18号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份（征求意见稿）
北交所	1. 向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则（征求意见稿） 2. 股票上市规则（试行）（征求意见稿） 3. 上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿） 4. 上市委员会和并购重组委员会管理细则（征求意见稿） 5. 上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理（征求意见稿） 6. 上市公司持续监管指引第10号——权益分派（征求意见稿）

资料来源：上交所、深交所、北交所官网，甬兴证券研究所

我们整理了以上三地交易所业务规则起草说明中的重点内容。

上交所/深交所。（1）重大资产重组：取消科创板/创业板配套融资“不得用于支付交易对价”的限制；将科创板配套融资由“不超过5000万元”改为“不超过上市公司最近一年经审计净资产的10%”；小额快速交易所审核时限缩减至20个工作日。

（2）主板上市财务标准：将第一套上市标准中的最近3年累计净利润指标从1.5亿元提升至2亿元，最近一年净利润指标从6000万元提升至1亿元，最近3年累计经营活动产生的现金流量净额指标从1亿元提升至2亿元，最近3年累计营业收入指标从10亿元提升至15亿元；将第二套上市标准中的最近3年累计经营活动产生的现金流量净额指标从1.5亿元提升至2.5亿元；将第三套上市标准中的预计市值指标从80亿元提升至100亿元，最近1年营业收入指标从8亿元提升至10亿元。

（3）分红指标纳入ST风险警示：对于最近一个会计年度净利润和母公司报表未分配利润均为正的公司，如果最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于5000万元的（科创板/创业板为3000万元），将被实施ST（其他风险警示）。对于科创板公司，具备分红条件但未达到上述分红标准的，如公司最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例在15%以上或者累计研发投入在3亿元以上，不予实施其他风险警示。

（4）修改财务造假退市标准：1、一年虚假记载金额达到2亿元以上，且占比超过30%。2、连续两年虚假记载金额达到3亿元以上，且占比超过20%。3、连续三年及以上年度存在虚假记载。

（5）新增三项规范类退市情形：控股股东及其关联方非经营性占用资金，余额达到最近一期经审计净资产绝对值30%以上，或者金额超过2

亿元以上，被中国证监会责令改正但公司未在规定期限内改正的，对公司股票予以停牌；连续两年内部控制审计报告为无法表示意见或者否定意见，或未按照规定披露内部控制审计报告的，公司股票被实施退市风险警示；新增控制权无序争夺退市情形。

(6) 财务退市指标：一是主板组合类财务退市指标中的营业收入标准由“低于 1 亿元”调整到“低于 3 亿元”，以及在“扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值”中增加利润总额为负的考察维度，修改后的组合指标为“利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值且营业收入低于 3 亿元”（科创板/创业板为 1 亿元）。

(7) 市值类退市：将原来主板“连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元”修改为“连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 5 亿元”。

(8) 建立科创板其他风险警示制度。在上市公司出现关联方资金占用或违规担保未及时整改、公司治理机制失灵、内部控制薄弱、持续经营能力存在不确定性等 9 项情形时，对公司股票实施其他风险警示。另外，将不触及重大违法强制退市的财务造假行为纳入其他风险警示情形。

(9) 减持：明确大股东认定应当将股东证券账户与其通过转融通出借但尚未归还或通过约定购回式证券交易卖出但尚未购回的该公司股份数量合并计算；将减持计划的时间区间由最多 6 个月调整为最多 3 个月。上交所：明确大股东、董监高在离婚、解散分立等情形下的减持规则，要求股份过出方、过入方在股份过户后持续共同遵守大股东、董监高减持的相关规定。上交所/深交所：对于合计持股比例达到 5% 以上的股东及其一致行动人之间、大股东及其一致行动人之间解除一致行动关系的，解除后的 6 个月内应当共同遵守大股东减持的相关规定；明确大股东或特定股东通过协议转让方式减持股份后的 6 个月内，受让方不得减持其所受让的股份；大股东、董监高不得融券卖出本公司股份；禁止大股东、董监高参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止股东持有股份在限制转让期内转融通出借、融券卖出。

(10) 另外，深交所对创业板上市指标的修订为：将第一套上市标准中的最近两年累计净利润由“5000 万元”提高至“1 亿元”，并新增“最近一年净利润不低于 6000 万元”的要求；第二套上市标准的将预计市值由“10 亿元”提高至“15 亿元”，最近一年营业收入由“1 亿元”提高至“4 亿元”。

北交所。(1) 退市：连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 100 万股的，将予退市；财务类退市指标：新增要求扣除与主营业务无关的业务收入；对采用标准一上市的企业，明确对于最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值，

且营业收入低于 5000 万元的将被实施退市风险警示；控股股东及其关联人非经营性占用资金/内控非标/财务造假退市：同沪深交易所。

(2) 减持：新增离婚、法人或非法人终止、分立等方式减持后相关方持续共同遵守减持限制；要求大股东通过协议转让、大宗交易减持股份的，受让方在受让 6 个月内不得减持受让股份；明确大股东、董监高不得融券卖出，禁止限售股融券卖出。优化违法违规不得减持的规定，对控股股东、实控人、董监高减持，从自身和上市公司违规两个层面予以限制；对一般大股东减持仅从自身违规角度予以限制。

(3) 分红：删除审议定期报告同时审议权益分派方案的要求，便利公司增加分红频次；明确中期分红基准，修订为“上市公司实施中期分红，且不送红股或者不以公积金转增股本的，半年度、季度财务报告可以不经审计，但应当以最近一次经审计的未分配利润为基准，合理考虑当期利润情况”。

1.3. 对退市和分红新规的影响分析

市场目前对退市和分红这两方面的关注度较高。4 月 16 日，证监会上市公司监管司司长郭瑞明就有关问题答记者问，表示对分红不达标实施 ST 的安排，以 2020-2022 年度数据测算，沪深两市可能触及该标准的公司数量仅 80 多家。沪深两市 2025 年适用组合财务指标触及退市的公司家数预计在 30 家左右；2025 年可能触及该指标并实施退市风险警示的公司约 100 家，这些公司还有超过一年半时间来改善经营、提高质量。市值指标方面，沪深两市当前仅 4 家主板公司市值低于 5 亿元，科创板、创业板暂无公司接近 3 亿元市值退市指标。

因此，退市新规整体对上市公司的影响范围较小，并能使有退市风险的公司及早采取措施改善经营和市值情况。对投资者而言，明确的退市标准能够加强对公司的预判，更准确的做出投资选择。

在分红方面，新“国九条”中提出“多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性”。我们认为，这不仅利好高股息风格，对分红“稳定性、持续性和可预期性”的提法，也对上市公司的分红能力和分红潜力提出了要求。因此，我们进一步考察 A 股中各行业的现金流/自由现金流与市值的比值，以及现金流/自由现金流的波动性，作为该行业分红能力/潜力的考察指标，结果如下：

表5: 中信一级行业中现金流与市值的比值、以及现金流波动率

现金流与市值的比值 (2014-2023 年 均值, 由高到低, 前 15 名)		自由现金流与市值的比值 (2014- 2023 年均值, 由高到低, 前 15 名)		现金流波动率 (2014-2023 年均值, 由低到高)		自由现金流波动率 (2014- 2023 年均值, 由低到高)	
银行	0.065	煤炭	0.101	食品饮料	0.583	食品饮料	0.424
建筑	0.035	钢铁	0.069	电力及公用事业	0.810	石油石化	0.550
煤炭	0.020	石油石化	0.054	基础化工	0.979	钢铁	0.781
石油石化	0.018	交通运输	0.039	轻工制造	1.060	煤炭	0.793
交通运输	0.017	食品饮料	0.023	银行	1.078	建材	0.937
汽车	0.015	建材	0.021	汽车	1.081	交通运输	0.975
电力设备及新能源	0.014	通信	0.018	钢铁	1.104	汽车	1.261
家电	0.013	纺织服装	0.018	电子	1.165	通信	1.535
钢铁	0.013	家电	0.017	有色金属	1.204	家电	1.926
通信	0.012	汽车	0.015	农林牧渔	1.213	纺织服装	1.962
电子	0.012	电力及公用事业	0.010	家电	1.219	消费者服务	2.623
食品饮料	0.011	综合	0.007	医药	1.223	轻工制造	3.557
消费者服务	0.010	商贸零售	0.006	石油石化	1.242	医药	3.794
纺织服装	0.010	消费者服务	0.006	电力设备及新能源	1.243	电力及公用事业	5.231
基础化工	0.009817	房地产	0.006	消费者服务	1.364	传媒	7.173

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

根据表 5, 在分红能力方面, 我们建议关注银行、建筑、煤炭、石油石化、交通运输、钢铁; 在分红稳定性方面, 建议关注食品饮料、电力及公用事业、基础化工、轻工制造、银行、石油石化、钢铁、煤炭、建材。综合以上两个方面, 建议关注银行、煤炭、石油石化、钢铁。

2. 投资建议

新“国九条”以及相关监管政策对公司分红、财务真实度、退市标准等方面做出了重点指导和规定, 同时对科创属性做出了指引。长期看有利于促进权益市场的高质量发展、提升股市整体估值。对于各大类行业, 我们建议关注: 周期类行业中现金流/自由现金流情况较好的公司; 消费类行业中现金流/自由现金流稳定的公司; 大制造中重点关注业绩; 科技行业中关注政策支持力度大/盈利模式较为成熟的板块。

3. 风险提示

政策实施进度不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师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，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

行业投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。