



三中全会全景：百年局，中国策

首席经济学家：章俊

宏观分析师：张迪



三中全会全景：百年局，中国策

2024年07月22日

- **百年局，中国策。**放眼全球，世界百年未有之大变局加速演进，国际力量对比正在发生近代以来最具革命性的变化。统观国内，**中国在中国共产党成立一百周年之际全面建成了小康社会，正在意气风发向着全面建成社会主义现代化强国的第二个百年奋斗目标迈进。**中国的改革将走向何方？举世瞩目的二十届三中全会给出了掷地有声的回应。与十八届三中全会相比，我们认为本轮改革有以下三大突出特色：
- **首先，更加支持全面创新。**“构建支持全面创新体制机制”作为第三大改革任务单独成章，凸显了创新在我国现代化建设全局中的核心地位。统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，畅通教育、科技、人才良性循环，为中国式现代化注入强大动力。
- **其次，更加强调安全稳定。**“推进国家安全体系和能力现代化”单独成章，以制度建设为主线落实二十大报告中提出的“统筹发展与安全”，以新安全格局保障新发展格局，助力中国式现代化行稳致远。
- **最后，更加注重盘活存量。**“健全宏观治理体系”一章中提到，“优化各类增量资源配置和存量结构调整”。本次改革更加注重盘活存量、提升效能。实行国家资产负债表管理，盘活存量资产；因地制宜发展新质生产力，促进区域协调发展；畅通货币政策传统机制，盘活被低效占用的金融资源。
- 进一步全面深化改革更加注重系统集成，更加注重突出重点，更加注重改革实效。我们共梳理出以下十六个关注点：
 - (1) **国企：**深化国资国企改革，服务国家战略，增强核心功能。把科技创新作为“头号任务”，打造原创技术策源地。建立国有企业履行战略使命评价制度，开展国有经济增加值核算。深化国有资本投资、运营公司改革。推进能源、铁路、电信、水利等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革
 - (2) **民企：**持续破除市场准入壁垒，全面落实公平竞争政策制度。完善民企参与国家重大项目建设的长效机制。支持民企牵头承担国家重大技术攻关任务。
 - (3) **市场：**构建全国统一大市场，确保要素自由流通，推动土地、劳动力、数据等要素畅通流通，深化价格改革，水、电、气、成品油定价将更加市场化。
 - (4) **内需：**加快培育完整内需体系，突出政府引领作用。中央适当加杠杆，建立政府投资支持重大项目建设长效机制。适当增加公共消费，发挥乘数效应。
 - (5) **新质生产力：**因地制宜发展新质生产力，用好耐心资本长钱长投。建立未来产业投入增长机制。
 - (6) **数字经济：**完善数据确权，重视数字技术创新，深入推进数实融合，促进产业结构转型升级并大幅提升全要素生产率。
 - (7) **全面创新：**统筹推进科教人才制度改革，支持全面创新。教育方面，按照科技发展和国家战略需求设置学科，超常布局急需学科专业。科技方面，加强基

分析师

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

杨超: S0130522030004

刘雅坤: S0130523100001

华立: S0130516080004

周然: S0130514020001

李良: S0130515090001

鲁佩: S0130521060001

陈柏儒: S0130521080001

吴砚靖: S0130519070001

赵良毕: S0130522030003

高峰: S0130522040001

岳铮: S0130522030006

罗江南: S0130524050002

陶贻功: S0130522030001

张一纬: S0130519010001

胡孝宇: S0130523070001

程培: S0130522100001

杨策: S0130520050005

谢芝优: S0130519020001

石金漫: S0130522030002

郝帅: S0130524040001

范想想: S0130518090002

基础研究，强化企业科技创新主体地位，允许科技人员在科技成果转化收益分配上有更大自主权。人才方面，着力培养具有创新能力、能够创造新质生产力的科技领军人才，以及能够熟练掌握新型生产资料的一流产业技术工人队伍。

(8) 宏观政策：强化政策筹协调，将非经济政策纳入一致性评估。更加重视就业。探索实行国家宏观资产负债表管理，关注存量结构管理。

(9) 财税：深化财税体制改革，多措并举增加地方财力。将国有相关收入全面纳入财政预算管理。深化零基预算改革。

(10) 金融：推动制定金融法。畅通货币政策传导机制。积极发展“五篇大文章”。提高直接融资比重。稳慎推动金融高水平开放。

(11) 区域：立足自身禀赋优势，完善区域协调发展战略机制。对东部、中部、西部和东北四大区域发展战略进行新定位。

(12) 城乡：统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，推动城乡融合发展。推行“由常住地登记户口提供基本公共服务制度”。

(13) 开放：完善高水平对外开放机制，扩大制度型开放。深化外贸体制改革，尤其是创新提升服务贸易。推进高质量共建“一带一路”机制。

(14) 民生：完善就业优先政策，增强社保体系可持续性。完善新就业形态下的就业和社保制度。深化医药卫生体制改革。深化国有企业工资决定机制改革

(15) 房地产：租购并举，因城施策，构建房地产发展新模式。完善房地产税制重在降低交易成本，促进需求改善。

(16) 安全：统筹发展与安全，大力推进国家安全体系和能力现代化。一是加强重点领域安全能力建设。二是完善公共安全体系。三是提升产业链供应链韧性和安全水平。四是完善公共安全治理机制。

- **二十届三中全会对债市投资的战略指导：**三中全会要求继续落实好化解地方政府债务风险，完善政府债务管理制度。信用债方面，短期政策持续利好但仍需关注性价比。利率债方面，资产荒+基本面继续修复+宽货币导向仍是债市底层逻辑，债市仍处于债牛通道，但利率出现明确下行可能还要等待更多政策的调节，短期或偏向震荡。

- **二十届三中全会对 A 股市场投资的战略指导：**三中全会对进一步全面深化改革做出系统部署，有望提振投资者信心，给 A 股市场带来向上动力。相关主题有望受益：（1）新质生产力主题（2）央国企改革主题（3）出海主题（4）绿色低碳主题（5）国防军工主题（6）大消费主题（7）金融（8）房地产。

- **行业投资机遇：**二十届三中全会紧紧围绕“推进中国式现代化”这一时代重大命题作出部署，对相关行业影响深远。因此，文中列出重点关注的投资标的，以供参考。

- **风险提示：**1.国内经济复苏不及预期的风险：经济增长出现超预期时间可能影响政策走向；2.对相关政策理解不全面的风险：可能存在对当前政策表述的重点理解存在一定偏误的风险；3.政策落实不及预期的风险：既定政策出台到具体落地存在一定不确定性，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位4.历史经验失效的风险：本文所依据的历史经济环境和条件不可能与当前完全相同。

目录

Catalog

一、 三中全会：百年局，中国策	5
二、 全景观察：《决定》的 16 个关注点	6
(一) 深化国资国企改革，服务国家战略，增强核心功能	6
(二) 促进民营经济发展，破除准入壁垒，支持牵头技术攻关	8
(三) 构建统一大市场，确保要素自由流通和充分定价	9
(四) 加快培育完整内需体系，突出政府引领作用	11
(五) 因地制宜发展新质生产力，用好耐心资本长钱长投	12
(六) 牢牢把握数字经济优势，促进实体经济和数字经济深度融合	13
(七) 构建支持全面创新体制机制，健全新型举国体制	14
(八) 增强宏观政策统筹协调，关注存量结构管理	16
(九) 深化财税体制改革，多措并举增加地方财力	17
(十) 深化金融体制改革，推动制定金融法	21
(十一) 立足自身禀赋优势，完善区域协调发展战略机制	24
(十二) 统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，推动城乡融合发展	25
(十三) 完善高水平对外开放机制，扩大制度型开放	26
(十四) 完善就业优先政策，增强社保体系可持续性	28
(十五) 租购并举，因城施策，构建房地产发展新模式	29
(十六) 统筹发展与安全，大力推进国家安全体系和能力现代化	29
三、 固收：大会延续化债要求，债市短期或有震荡	31
(一) 会议要求继续落实好化解地方政府债务风险，完善政府债务管理制度	31
(二) 防风险目标下信用债展望：短期政策持续利好但仍需关注性价比	31
(三) 三中全会后利率债展望：或有长短端收益率不同方向的小幅波动	33
四、 二十届三中全会对 A 股市场投资的战略指导	34
(一) 新质生产力主题	34
(二) 央国企改革主题	35
(三) 出海主题	37
(四) 绿色低碳主题	39
(五) 国防军工主题	40
(六) 大消费主题	41

（七） 金融	43
（八） 房地产	44
五、 行业投资机遇	47
六、 风险提示	95

一、三中全会：百年局，中国策

百年局，中国策。百年局有两个重要涵义。一方面，放眼全球，**世界百年未有之大变局加速演进**，国际格局和国际体系正在发生深刻调整，全球治理体系正在发生深刻变革，国际力量对比正在发生近代以来最具革命性的变化。另一方面，统观国内，**中国共产党成立一百周年之际全面建成了小康社会，正在意气风发向着全面建成社会主义现代化强国的第二个百年奋斗目标迈进**。面对纷繁复杂的国际国内形势、面对新一轮科技革命和产业变革、面对人民群众新期待的全新篇章，中国的改革将走向何方？举世瞩目的二十届三中全会给出了掷地有声的回应。

2024年7月18日，二十届三中全会通过了《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》（下文简称《决定》），对进一步全面深化改革作出重要部署，为未来中长期中国经济社会发展方向提供了根本遵循和行动指南。二十届三中全会是十八届三中全会的实践续篇，启了百年未有之大变局和迈向第二个百年奋斗目标的时代新篇。

与十八届三中全会相比，我们认为本轮改革有以下三大突出特色：

首先，更加支持全面创新。“构建支持全面创新体制机制”作为第三大改革任务单独成章，凸显了创新在我国现代化建设全局中的核心地位。统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，畅通教育、科技、人才良性循环，为中国式现代化注入强大动力。教育方面，按照科技发展和国家战略需求设置学科，超常布局急需学科专业，鼓励国外高水平理工类大学来华合作办学。科技方面，加强基础研究，强化企业科技创新主体地位，允许更多符合条件的国企以创新创造为导向，支持民企牵头重大科技攻关，允许科技人员在科技成果转化收益分配上有更大自主权。人才方面，着力培养具有创新能力、能够创造新质生产力的科技领军人才，以及能够熟练掌握新型生产资料的一流产业技术工人队伍。

其次，更加强调安全稳定。“推进国家安全体系和能力现代化”单独成章，以制度建设为主线落实二十大报告中提出的“统筹发展与安全”，以新安全格局保障新发展格局，助力中国式现代化行稳致远。一是加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源安全，加快完善国家储备体系。二是完善公共安全体系，加强平急两用基础设施建设。三是提升产业链供应链韧性和安全水平，集中力量攻坚集成电路、工业母机等“卡脖子”技术，建设国家战略腹地 and 关键产业备份。四是完善公共安全治理机制，提高防灾减灾救灾能力，完善生产、食品药品、生物、网络、人工智能等领域安全体系建设。五是多措并举增加地方财力，对冲卖地收入下滑对地方的影响，保证基层财政可运转，如消费税稳步下划地方、优化共享税比例、研究设置地方附加税、适当扩大地方税收管理权限等。

第三，更加注重盘活存量。“健全宏观治理体系”一章中提到，“优化各类增量资源配置和存量结构调整”。十八届三中全会提出“让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流”，更加侧重做大蛋糕、做多增量，相比较而言，本次改革更加注重盘活存量、提升效能。其一，探索实行国家宏观资产负债表管理，梳理调整政府、企业、居民的资产负债结构盘活存量资产，根据资源配置效率推动供给侧结构性改革。其二，开展国有经济增加值核算，切实提升国企经营效率和质量。其三，因地制宜发展新质生产力，依托资源禀赋促进区域协调发展。其四，畅通货币政策传统机制，盘活被低效占用的金融资源，做好五篇大文章，加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。

坚定方向，聚焦行动。进一步全面深化改革更加注重系统集成，更加注重突出重点，更加注重改革实效。通过对《决定》的全面学习，结合三中全会公告、《决定》说明、新闻发布会等资料，我们共梳理出以下十六个关注点：（1）深化国资国企改革，服务国家战略，增强核心功能。（2）

促进民营经济发展，破除准入壁垒，支持牵头技术攻关。（3）构建全国统一大市场，确保要素自由流通和充分定价。（4）加快培育完整内需体系，突出政府引领作用。（5）因地制宜发展新质生产力，用好耐心资本长钱长投。（6）牢牢把握数字经济优势，促进实体经济和数字经济深度融合。（7）构建支持全面创新体制机制，健全新型举国体制。（8）增强政策统筹协调，关注存量结构管理。（9）深化财税体制改革，多措并举增加地方财力。（10）深化金融体制改革，推动制定金融法。（11）立足自身禀赋优势，完善区域协调发展战略机制。（12）统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，推动城乡融合发展。（13）完善高水平对外开放机制，扩大制度型开放。（14）完善就业优先政策，增强社保体系可持续性。（15）租购并举，因城施策，构建房地产发展新模式。（16）统筹发展与安全，大力推进国家安全体系和能力现代化。

二、全景观察：《决定》的 16 个关注点

（一）深化国资国企改革，服务国家战略，增强核心功能

《决定》强调“坚持和落实“两个毫不动摇”。毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护，促进各种所有制经济优势互补、共同发展。”“两个毫不动摇”是构建高水平社会主义市场经济体制的重要内容。党的十八大以来，习近平总书记反复强调要坚持“两个毫不动摇”。2023 年中央经济工作会议和 2024 年全国“两会”期间，习近平总书记强调，完善落实“两个毫不动摇”的体制机制，充分激发各类经营主体的内生动力和创新活力。新时代新征程上，必须继续坚持“两个毫不动摇”，进一步巩固和完善国有企业民营企业共同发展体制机制，激发各类经营主体活力，为推动高质量发展、推进中国式现代化持续注入强劲动力。

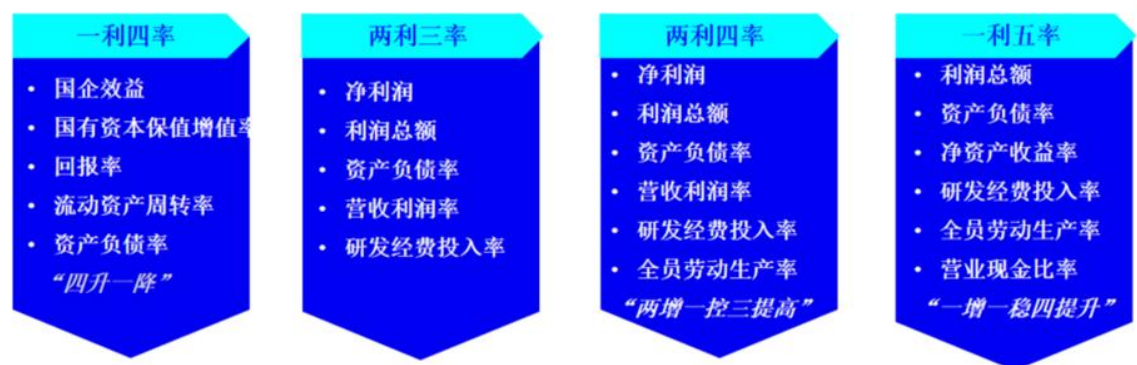
第一，深化国资国企改革，推动国资国企做强做优做大，服务国家战略，增强核心功能，提升核心竞争力。党的十八大以来开启了我国新一轮国有企业全面深化改革的新篇章。十多年来国企改革在理论和实践中的创新突破，为推进中国式现代化提供了强大动力和制度保障。特别是国企改革三年行动推动国有企业改革在重要领域和关键环节取得突破性进展，有力促进了国有企业做强做优做大、在关键时刻发挥关键作用。新时代新征程上，新形势新任务对国有企业深化改革提出了新的更高要求。

一是要以服务国家战略为导向，提高核心竞争力和增强核心功能。新一轮国企改革的重心已经从体制机制改革转移到功能性改革，以服务国家战略为导向，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，在建设现代化产业体系、构建新发展格局、推动高质量发展、推进中国式现代化建设中践行重要使命。应重点充分发挥国资国企在高水平社会主义市场经济体制建设中的引领作用，**把科技创新作为“头号任务”，打造原创技术策源地。**国有企业作为国家战略科技力量的重要组成部分，必须准确把握在我国科技创新全局中的战略定位，把科技创新作为“头号任务”，加快推进关键核心技术攻关，为发展壮大国家战略科技力量提供重要支撑。要突出战略导向，强化内在、长期价值，健全国有企业打造原创技术策源地的政策体系和制度安排。要充分发挥新型举国体制优势，围绕基础研究和应用基础研究、“卡脖子”关键核心技术攻关、前沿性颠覆性原创技术研究，不断加大研发投入，带动产业链上中下游企业共同参与，打造创新联合体升级版，大力推进科技攻关，努力掌握更多拥有自主知识产权的关键核心技术。其中，国有企业打造原创技术策源地是中国科技创新和产业升级战略的重要组成部分。国有企业需要运用原创性方法，提高关键核心技术攻关效率，缩短攻关时间，并在党的领导下和政府支持下集聚科技创新资源。所谓“策源地”，便是要求国有企业

应建立健全科技创新组织体系,加大在基础研究上的投入力度,促进基础研究与应用研究深度融合,强化原始创新能力。

二是建立国有企业履行战略使命评价制度,开展国有经济增加值核算。一方面,不断优化面向国有企业功能价值的考核评价体系。国有企业考核评价需以不断推动国有企业“提高核心竞争力、增强核心功能”为中心,国有企业考核评价的功能更加突出战略引领性,将实现国有企业功能价值的要点事项直接纳入考核,推动国有企业在国家战略支撑中发挥实质性作用。另一方面,开展国有经济增加值核算,切实提升企业经营效率和质量。经济增加值是指企业资本成本(债务和股东资本的机会成本)被扣除后的经济收入,是企业为股东创造的净价值,是为出资人创造的“真正的利润”。国有经济增加值考核是一项“管理革命”,是推动国有资本和国有企业做强做优做大,增强核心功能,提升核心竞争力的重要落脚点。经济增加值考核就是要引导企业增强价值创造能力,提升资本回报水平。国务院国资委于2007年推行经济增加值考核试点,2010年推行,目前已经初步建立以价值创造为核心的管理体系。未来推行经济增加值核算是业绩考核的必然方向,也是业绩考核的重中之重。着力做好以下几点:不断总结前期经验,逐步探索与实践,加快完善国有经济增加值核算考核方案,实现有效的激励和约束;推动国有经济增加值核算考核走深走实,提升企业价值创造能力,实现企业价值最大化目标。

图1: 国务院国资委关于中央企业考核指标的历次改革



资料来源: 国务院国资委, 中国银河证券研究院

三是深化国有资本投资、运营公司改革。深化国有资本投资、运营公司改革对构建以管资本为主的国资监管体制,优化调整国有资本布局结构具有重要作用。十八届三中全会指出要,深化国有资本投资、运营公司改革。经过十年的改革试点,国有资本投资、运营公司的改革已经取得显著成效,形成了一些可复制、可推广的经验和模式,但仍存在尚未解决的问题。深化国有资本投资、运营公司改革将成为后续我国国企改革的发展主线,也是推动后族国资国企改革取得实质性成效的重要突破口。

四是推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革,健全监管体制机制。加强对自然垄断环节监管,是近年来自然垄断行业改革的重要内容。2020年5月份,中共中央、国务院印发的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》就提出,要深化以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革,提高自然垄断行业基础设施供给质量,严格监管自然垄断环节,加快实现竞争性环节市场化,切实打破行政性垄断,防止市场垄断。2023年11月,习近平总书记主持中央全面深化改革委员会第三次会议,审议通过了《关于健全自然垄断环节监管体制机制的实施意见》,明确了自然垄断环节监管的任务目标,对下一阶段相关监管工作的开展进行了全面部署。能源、铁路、电信等行业具有自然垄断属性,是我

国国有经济布局的重点领域。健全体制机制入手，加强并完善对能源、铁路、电信等行业自然垄断环节的监管，既有利于巩固国有经济对自然垄断环节的控制力，更好发挥自然垄断领域在维护国民经济顺畅运行中的积极作用，也有利于提高国有资本的活力以及抗风险能力。

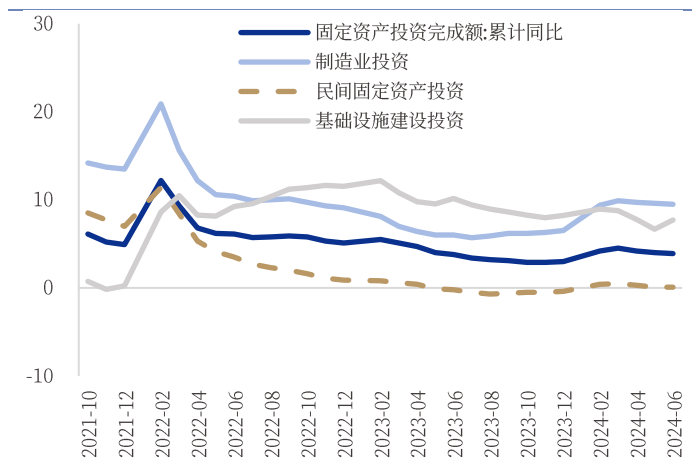
（二）促进民营经济发展，破除准入壁垒，支持牵头技术攻关

促进民营经济发展，破除准入壁垒，支持牵头技术攻关。民营经济是推进中国式现代化的生力军，是高质量发展的重要基础，是推动我国全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标的重要力量。3月，《人民日报》刊发文章《始终坚持“两个毫不动摇”》旗帜鲜明指出，公有制经济和非公有制经济都是我国经济社会发展的重要基础，二者是相辅相成、相得益彰的关系，而不是相互排斥、相互抵消的关系。2023年7月，《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》出台，为促进民营经济发展壮大进行重大部署。《决定》强调，坚持致力于为非公有制经济发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策。针对当前民营经济发展困境，重点为民营经济发展营造良好环境和提供更多机会：

一是持续破除市场准入壁垒，全面落实公平竞争政策制度。持续优化民营经济发展环境，完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等市场经济基础制度。各地区各部门不得以任何形式设定或变相设定准入障碍，建立市场准入壁垒投诉和处理回应机制。强化竞争政策基础地位，健全公平竞争制度框架和政策实施机制，坚持对各类所有制企业一视同仁、平等对待。

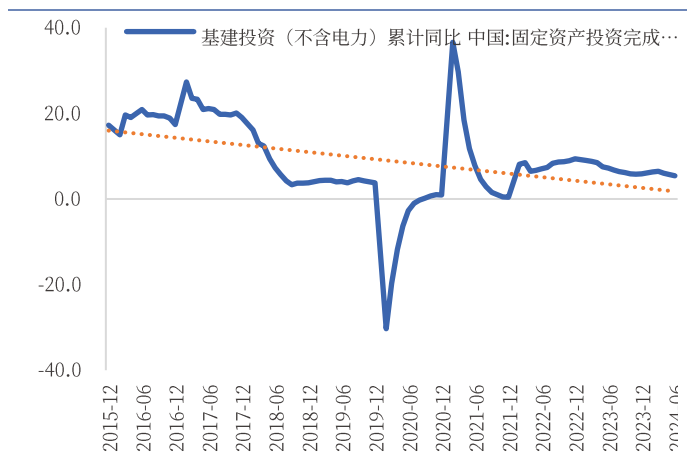
二是完善民企参与国家重大项目建设的长效机制。在当前新旧动能转换过程中，经济面临一定下行压力和不确定性，相较于国有企业而言，民营经济投资信心和预期相对较弱，微观主体在“新经济”中的参与感尚显不足。从当前固定资产投资增速分析来看，国有控股投资和民间投资增速持续分化，由政策主导的经济新循环形成中国企转向较快，但民间资本参与投资的渠道仍有待畅通。《决定》提纲挈领提出“完善民企参与国家重大建设项目的长效机制”，并为之对应地提出构建统一规范、信息共享的招标投标和公共资源交易平台体系，完善市场经济基础制度，其中包括产权保护、市场准入、破产退出、信用监管等制度建设，为民营企业参与各类投资提供制度保障和长效机制。

图2：固定资产和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：全国基建投资累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三是支持民企牵头承担国家重大技术攻关任务。《决定》强调，支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务，向民营企业进一步开放国家重大科研基础设施。2023年7月，《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》明确强调，要鼓励民营企业根据国家战略需要和行业

发展趋势，持续加大研发投入，开展关键核心技术攻关，按规定积极承担国家重大科技项目。2023年8月，发改委等八部门颁布《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》指出，支持民营企业参与重大科技攻关，并进一步列明了支持民营经济牵头承担科技攻关任务的具体领域，包括工业软件、云计算、人工智能、工业互联网、基因和细胞医疗、新型储能等六个领域。实际上，在我国新兴产业和前沿科技领域，民营企业始终发挥着重要作用，上市公司中龙头科技公司也均已民营企业为主。从科技领域“高投入、高风险、高收益”的行业特征来看，民营企业具备比国有企业更加匹配的激励机制。因此，在深化国资国企改革的同时，也必须鼓励发展壮大民营经济，也是坚持和落实“两个毫不动摇”的应有之义。

完善中国特色现代企业制度，加快建设更多世界一流企业。习近平总书记在6月深改委第五次会议强调，完善中国特色现代企业制度，必须着眼于发挥中国特色社会主义制度优势，加强党的领导，完善公司治理，推动企业建立健全产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，培育更多世界一流企业。《决定》强调，“完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，支持和引导各类企业提高资源要素利用效率和经营管理水平、履行社会责任，加快建设更多世界一流企业。”要着眼于发挥中国特色社会主义制度优势，加强党的领导，完善公司治理，推动企业建立健全产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，培育更多世界一流企业。

表1：历次重要会议重点内容对比

会议	时间	文件	表述
十四届三中全会	1993年	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》	首次提出现代企业制度。
十五届四中全会	1999年	《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》	建立现代企业制度。实现产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学，健全决策、执行和监督体系，使企业成为自主经营、自负盈亏的法人实体和市场主体。
十八届三中全会	2013年	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	推动国有企业完善现代企业制度。
全国国有企业党的建设工作会议	2016年	——	首次提出了“中国特色现代国有企业制度”，并强调“坚持党对国有企业的领导是重大政治原则，必须一以贯之；建立现代企业制度是国有企业改革的方向，也必须一以贯之。中国特色现代国有企业制度，“特”就特在把党的领导融入公司治理各环节，把企业党组织内嵌到公司治理结构之中。”
十九届四中全会	2019年	《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》	提出“中国特色现代企业制度”，还特别强调它是中国特色社会主义制度的重要组成部分。
二十大	2022年	二十大报告	完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业。
深改委第五次会议	2024年	《关于完善中国特色现代企业制度的意见》	完善中国特色现代企业制度，必须着眼于发挥中国特色社会主义制度优势，加强党的领导，完善公司治理，推动企业建立健全产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度，培育更多世界一流企业。完善国有企业现代公司治理，加强对国有资本监督管理。要鼓励有条件的民营企业建立现代企业制度。
二十届三中全会	2024年	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，支持和引导各类企业提高资源要素利用效率和经营管理水平、履行社会责任，加快建设更多世界一流企业。

资料来源：中国政府网，中国共产党新闻网，中国银河证券研究院

（三）构建统一大市场，确保要素自由流通和充分定价

中共中央、国务院在 2022 年发布了《关于加快建设全国统一大市场的意见》，指出加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场。二十大报告指出“构建全国统一大市场，深化要素市场化改革，建设高标准市场体系”。2023 年中央经济工作会议再次强调“加快全国统一大市场建设，着力破除各种形式的地方保护和市场分隔”。在 7 月 18 日通过的《决定》中，“构建全国统一大市场”作为构建高水平社会主义市场经济体制中的第二项任务，是进一步深化改革的重头戏，其核心还是在统一大市场中确保要素的自由流动和充分定价。推动全国统一大市场建设，需要重点做好以下五方面工作：

大市场的构建的根基是建设高标准的市场体系，即基础制度规则的统一、监管的公平统一、设施的高标准联通。具体表现一是加强公平竞争审查、反垄断和反不正当竞争、规范招商引资并禁止违法违规的优惠政策行为；二是建立统一规范、信息共享的招标投标和政府、事业单位、国有企业采购等公共资源交易平台体系；三是提升市场综合监管能力和水平。有了大市场的制度与监管统一、设施联通的保驾护航，才能确保要素的自由流通和充分定价。

在深化市场要素改革方面，《决定》强调要“推动生产要素畅通流动、各类资源高效配置、市场潜力充分释放”。一是土地要素市场化改革方面，要构建城乡统一的建设用地市场，该举措可以充分挖掘集体建设用地的巨大潜力，有利于形成统一、开放、竞争、有序的城乡建设用地市场体系；二是数据要素市场化改革方面，要培育全国一体化技术和数据市场。

在持续深化价格改革方面，《决定》强调要“完善主要由市场供求关系决定要素价格机制，防止政府对价格形成的不当干预”。一是在定价机制上，健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制；二是在具体领域推动价格改革，包括水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制。这意味着水、电、气等公用资源品的定价在满足居民部门日常使用需求后，超出部分的阶梯价格可能上调，以进一步通过市场化方式防止资源浪费；同时，成品油定价机制的完善也可能对应着油价与国际市场价格波动的相关性加强。

市场要素改革和价格改革后，还需完善流通体制。一是加快发展物联网，健全一体衔接的流通规则和标准，降低全社会物流成本；二是深化能源管理体制改革，建设全国统一电力市场，优化油气管网运行调度机制。由此，改革后充分定价的要素方可更加自由的流通。

统一大市场不仅是供给机制、要素和定价的完善，也将助力需求的增长，《决定》也要求“加快培育完整内需体系”。首先，要发挥市场主导下政府的带头作用，“建立政府投资支持基础性、公益性、长远性重大项目建设长效机制，健全政府投资有效带动社会投资体制机制，深化投资审批制度改革，完善激发社会资本投资活力和促进投资落地机制，形成市场主导的有效投资内生增长机制。”同时，要“完善扩大消费长效机制，减少限制性措施，合理增加公共消费，积极推进首发经济。”

图4：要素市场化改革历程



资料来源：姚树荣、冷文如（2024）《面向高质量发展的要素市场化改革研究》，中国银河证券研究院

（四）加快培育完整内需体系，突出政府引领作用

二十届三中全会强调加快培育完整内需体系。加快培育完整的内需体系对于提振消费、实现经济稳定发展具有重要意义，要充分发挥政府的引领作用。有以下四点值得重点关注：

第一，建立政府投资支持重大项目建设长效机制，发挥政府投资关键作用，用好超长期特别国债等支持性政策。2024年政府工作报告明确提出，拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。自该规划提出以来，国家发展改革委协同相关部门和地方，从项目储备、任务细化到第一批项目的下达准备，积极推进超长期特别国债支持“两重”建设的各项准备工作。发行超长期特别国债支持“两重”建设是政府投资支持重大项目建设长效机制的典型工具，后续政府投资机制在“基础性、公益性、长远性”重大项目建设方面有望进一步扩展。

第二，增强政府投资对全社会投资的引导带动作用。党的十八大以来，为更好发挥政府投资引导带动作用，引导带动社会资本积极性，党中央、国务院及相关部门陆续出台数十项法规政策文件。在一系列法规和政策推动下，政府投资对社会投资的引导带动效应日益凸显。地方政府专项债对于保障基础设施和公共服务领域补短板项目的融资需求，撬动更多资金支持重大战略和重点领域项目建设发挥积极成效。截至2023年底，全国地方政府债务余额40.74万亿元，其中专项债24.87万亿元。全国多地通过新设或整合优化政府引导基金，更好发挥财政资金“四两拨千斤”作用，加大对民企的扶持力度。根据清科研究数据，截至2023年上半年，我国共设立2143只政府引导基金，目标规模约12.91万亿元，已认缴规模约6.6万亿元。从扶持方向看，政府引导基金以新兴产业、医疗、生态价值、文化、扶贫、人才建设等方向为主。

第三，完善扩大消费长效机制，减少限制性措施，政策将进一步发力。一是优化扩大消费方面的政策，制定和实施鼓励消费的政策，提振消费需求。一方面，涉及如减税、补贴、消费券发放等提振消费的直接举措；另一方面，应侧重收入分配制度、扩大就业等方面的改善预期性消费的政策。二是在减少限制性措施方面将进一步发力。以房地产领域为例，目前房地产领域的限制性政策逐渐放松，预计今年一线城市的相关政策将进一步放松，二三线城市全面放开的大趋势会更为明显。

第四，发挥公共消费的“乘数效应”，首发经济是优先领域。公共消费能够带动居民消费，从而产生“乘数效应”，拉动经济增长。然而，公共消费对居民消费也可能造成一定“挤出效应”，因此需要充分考虑“合理”增加公共消费。公共消费在一定程度上反映出社会财富的二次分配，增加公共消费时需要兼顾公平与效率，教育、医疗、社会保障等是满足社会需求的重要领域。此外，首发经济是增加公共消费的优先领域。三中全会提出加大政府采购自主创新产品力度，概念验证、中试验证平台等相关产品符合首发经济。

（五）因地制宜发展新质生产力，用好耐心资本长钱长投

高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。当前，新质生产力在我国方兴未艾，并形成了对高质量发展的强劲推动力和支撑力。自2023年9月以来，习近平总书记先后在多个重要场合提及新质生产力。《决定》进一步强调：健全因地制宜发展新质生产力体制机制。这为新时代新征程上如何着力打通束缚新质生产力发展的堵点卡点，加快发展新质生产力助力推进中国式现代化提供了根本遵循和行动指南。

第一，因地制宜发展新质生产力是下一阶段加快发展新质生产力的根本方向。一方面，由于基础条件不同，各地必须立足本地实际，根据自身的资源禀赋、产业基础、科研条件等，有选择地推动新产业、新模式、新动能发展，因地制宜发展新质生产力，做到有所为有所不为。另一方面，以重大区域发展战略为引领，打破地区分割，改变“撒胡椒面”发展方式，防止低层次重复建设和过度同质竞争，避免合成谬误，推进全国统一大市场建设，实现从土地财政到新质生产力的新旧动能转换。其中，数字经济、绿色低碳等新兴产业作为新质生产力形成的重要载体，具有颠覆性技术创新驱动、产业布局前瞻性强、市场和组织不确定性高、技术赶超机会多等特征，通过国企适度超前投资有助于新质生产力的加快形成。

第二，深化教育科技人才体制机制改革，构建支持全面创新的基础制度，为加快发展新质生产力提供制度保障。党的二十大明确提出“到2035年，实现高水平科技自立自强，进入创新型国家前列的发展总体目标”，围绕完善科技创新体系和加快实施创新驱动发展战略进行重点战略工作部署。总书记在山东济南企业和专家座谈会上强调要完善支持全面创新的体制机制。《决定》进一步强调，“构建支持全面创新体制机制。健全相关规则和政策，加快形成同新质生产力更相适应的生产关系，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚，大幅提升全要素生产率。鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本。”

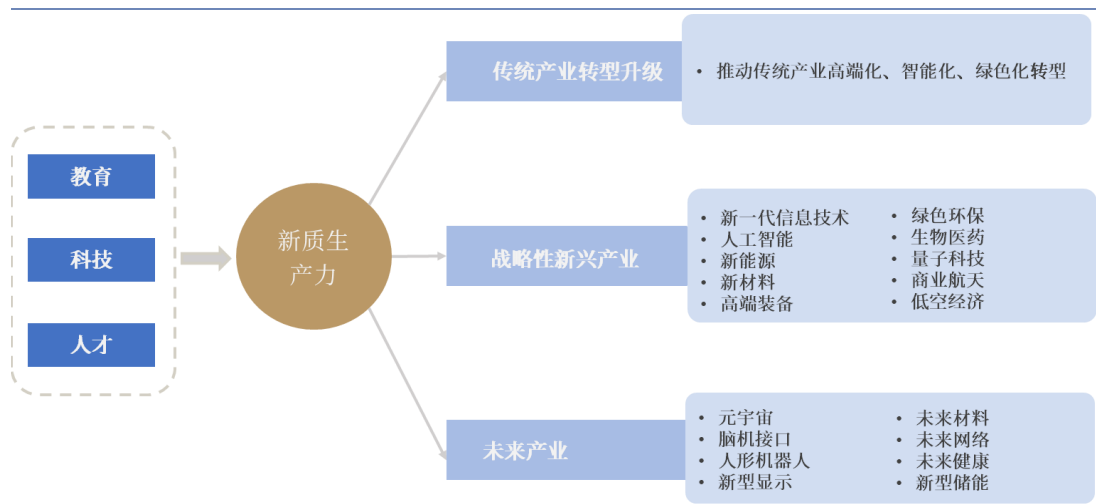
一是要以《决定》为指引，深化教育科技人才体制机制改革，聚焦科技创新体系短板弱项，加快构建支持全面创新的基础制度，为发展新质生产力提供有力支撑。要不断建立健全多元化科技投入机制，推动科技与金融资本深度融合，畅通金融服务科技创新的体制机制，提高金融服务科技创新质效。要鼓励发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，当好服务新质生产力发展的“耐心资本”

二是加快形成同新质生产力更相适应的生产关系，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚，大幅提升全要素生产率。新质生产力以劳动者、劳动资料、劳动对象及其优化组合的跃升为基本内涵，这不仅包括对劳动者、生产资料和劳动对象的全面提升，最重要的还是进一步全面深化改革，形成与新质生产力相适应的新型生产关系。深化经济体制、科技体制等改革，着力打通束缚新质生产力发展的堵点卡点；建立高标准市场体系，创新生产要素配置方式；扩大高水平对外开放，营造良好国际环境。

第三，改造提升传统产业，培育壮大战略性新兴产业，超前布局未来产业。习近平总书记强调：“要及时将科技创新成果应用到具体产业和产业链上，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，超

前布局建设未来产业，加快构建以先进制造业为支撑的现代化产业体系。”这一重要论述指明了加快发展新质生产力的基本路径。《决定》强调，要“加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业。”一是以国家标准提升引领传统产业优化升级。发展新质生产力确实要求“摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径”，但并不是忽视、放弃传统产业，而是用新技术改造提升传统产业。支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业，促进传统产业高端化、智能化、绿色化，切实防止一哄而上、形成新的产能过剩。二是积极培育壮大战略性新兴产业，超前布局建设未来产业，加快构建以先进制造业为支撑的现代化产业体系。

图5：发展新质生产力的基本路径



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

（六）牢牢把握数字经济优势，促进实体经济和数字经济深度融合

数字经济以信息通信技术为核心推动力，能够加速生产要素流动，提升市场配置效率，驱动传统产业转型升级，推动生产方式变革，是实现经济高质量发展的重要驱动力量。《决定》提出“健全促进实体经济和数字经济深度融合制度”，这是数字经济首次进入三中全会公报，我国将着力破除数字经济发展的制度障碍，重点从以下方面进行深化改革，为数字产业化与产业数字化提供政策支持与制度保障。

第一，数据要素是数字经济时代的关键生产要素，要建立健全数据要素的共享、确权、交易、安全治理、跨境流动等机制。我国拥有海量数据资源，但当前数据权属与收益分配等问题尚未解决，掌握数据资源的主体往往不愿意开放数据共享，导致数据价值无法充分释放。因此，一是亟需构建适应数据特征与发展规律的数据基础制度，完善数据要素市场的确权与交易流通机制，在利益分配时兼顾效率与公平，保障数据安全与个人隐私，畅通数据要素化、资产化、资本化的价值释放路径。二是推进数据基础设施建设高质量发展，构建数据开放共享标准体系，使数据开放共享规范化、标准化、透明化。三是提升数字治理话语权，在数据跨境流动方面积极参与国际谈判，在利用跨境数据促进经济和贸易发展的同时，也要注重维护国家安全和数据安全。

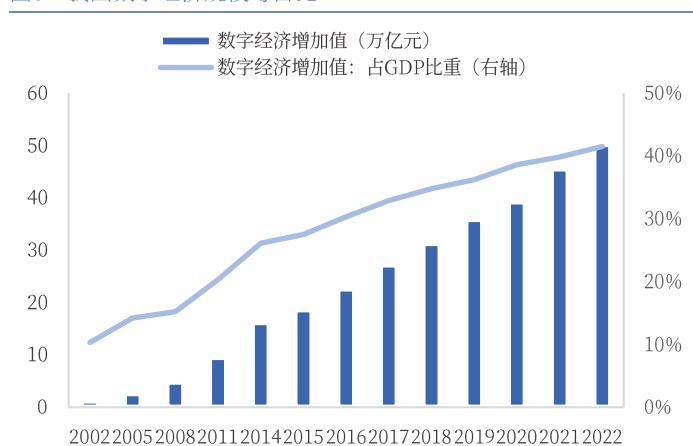
第二，数字技术是数字经济时代的核心技术，要围绕建设行业技术平台、打造数字产业集群、促进平台经济创新发展等积极部署。数字技术创新被视为汇聚创新要素最多、应用前景最广的创新领域，更有可能实现技术革命性突破，促使数字产业不断有更前沿的技术孕育萌芽。但当前我国前

沿技术创新能力与美国等创新强国存在较大差距，基础研究与转化应用机制有待完善。对此，一是集中力量解决数字产业共性技术需求，可由行业龙头企业、高校及科研机构、行业上下游企业共建创新平台，瞄准产业关键核心技术“卡脖子”问题，牵引创新链产业链深度融合。二是增强数字产业的国际竞争力，鉴于数字经济在全球产业格局中的地位日益突出，必须立足我国数字经济先发优势，加快迈向全球价值链中高端。三是强调平台经济对创新的引领作用，头部平台企业凭借其资金和人才优势成为数字科技创新的核心力量，也是前沿技术科研投入和科技成果转化的重要参与者。

第三，数实融合能够广泛提高生产效率，本次会议将对数字经济的改革重点聚焦于实体经济与数字经济的深度融合，要加快推进新型工业化、推动制造业智能化、发展工业互联网等。我国工业化进入深度追赶期，想要在先进制造领域打造全球竞争优势面临较大挑战。数实融合从根本上改变了工业发展范式，塑造新的生产组织形态，赋能制造业智能化、数字化转型，这为加快产业结构升级开辟了新路径。与此同时，工业互联网尚且属于我国数实融合的一片蓝海，能够聚合产业链上多环节、多类型企业和多种生产要素，提升全链条资源配置效率。对此，要坚持政府引导与市场主导相结合，在政策支持下适度超前布局数字基础设施，在产业链链主企业的带头作用下探索建立贯穿行业的技术标准体系，共同提升产业链数实融合程度。

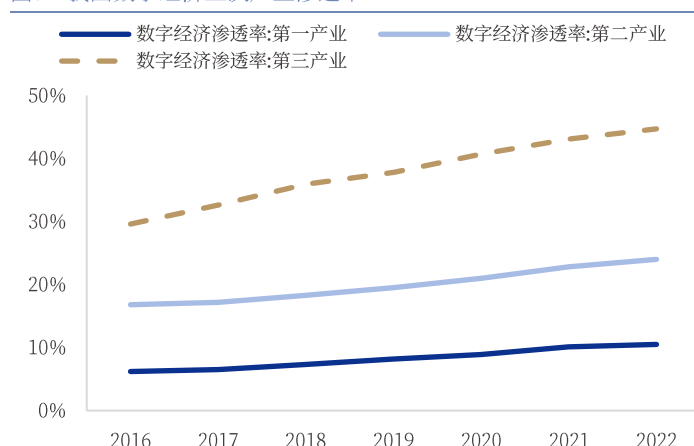
第四，在促进数实融合的同时，不能忽视实体经济自身的发展，要建立保持制造业合理比重投入机制。制造业是立国之本、强国之基，为国民经济其他行业提供了坚实的物质基础。2023年12月中央经济工作会议提出要“发挥超大规模市场和强大生产能力的优势”，这同样需要维持制造业合理比重来实现。

图6：我国数字经济规模与占比



资料来源：中国信通院，中国银河证券研究院

图7：我国数字经济三次产业渗透率



资料来源：中国信通院，中国银河证券研究院

（七）构建支持全面创新体制机制，健全新型举国体制

统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，畅通教育、科技、人才良性循环，为中国式现代化注入强大动力。“构建支持全面创新体制机制”作为第三大改革任务单独成章，凸显了创新在我国现代化建设全局中的核心地位。《决定》强调要“统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，健全新型举国体制，提升国家创新体系整体效能”，围绕完善科技创新体系和加快实施创新驱动发展战略进行重点战略工作部署。

教育方面，按照科技发展和国家战略需求设置学科，超常布局急需学科专业，鼓励国外高水平理工类大学来华合作办学。其一，优化高等学校学科设置、创新人才培养模式是推进教育科技人才事业发展的关键抓手。当前，我国人才培养与科技创新供需不匹配的结构性矛盾还比较突出，世界

级科技大师缺乏，领军人才、尖子人才不足，工程技术人才培养同生产和创新实践脱节，通过建立科技发展、国家战略需求牵引的学科设置调整机制和人才培养模式，超常布局急需学科专业，有利于形成更加完备的高质量人才培养体系，显著提升高层次人才自主培养能力。**其二**，鼓励国外高水平理工类大学来华合作办学，不仅为学生提供国际化的教育机会，还可以促进教育资源的共享和学术的交流，有助于培养具有国际视野和竞争力的人才，同时也是推进高水平教育开放的体现。

科技方面，加强基础研究，强化企业科技创新主体地位，允许更多符合条件的国企以创新创造为导向，支持民企牵头重大科技攻关，允许科技人员在科技成果转化收益分配上有更大自主权。**其一**，加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切要求，是建设世界科技强国的必由之路。当前，新一轮科技革命和产业变革深入发展，学科交叉融合不断推进，科学研究范式发生深刻变革，科学技术和经济社会发展加速渗透融合，国际科技竞争向基础前沿前移。应对国际科技竞争、实现高水平科技自立自强，推动构建新发展格局、实现高质量发展，迫切需要我们加强基础研究，从源头和底层解决关键技术问题。**其二**，以央国企为战略引领，健全新型举国体制。党的二十大报告明确提出“完善党中央对科技工作统一领导的体制，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”的重要任务。2022年9月6日，中央深改委第27次会议审议通过了《关于健全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的意见》，对“新型举国体制”给出了系统性定义。要突出战略导向，强化内在、长期价值，健全国有企业打造原创技术策源地的政策体系和制度安排，要充分发挥新型举国体制优势，围绕基础研究和应用基础研究、“卡脖子”关键核心技术攻关、前沿性颠覆性原创技术研究，强化企业科技创新主体地位，允许更多符合条件的国企以创新创造为导向，支持民企牵头重大科技攻关，打造创新联合体升级版，大力推进科技攻关，努力掌握更多拥有自主知识产权的关键核心技术。**其三**，允许科技人员在科技成果转化收益分配上有更大自主权。科学有效的激励机制能够激发科技人才活力，促使科技人才投身于科技创新创业活动中。在遵循科技人才成长规律的基础上，要着力解决物质福利、精神人文、工作环境、能力提升、政策保障等方面存在的问题，构建多种形式中长期科技人才激励机制。

人才方面，着力培养具有创新能力、能够创造新质生产力的科技领军人才，以及能够熟练掌握新型生产资料的一流产业技术工人队伍。**其一**，人才是第一资源，发展新质生产力首先需要打造一流产业技术工人队伍。一流产业技术工人队伍包括两个方面：一是具有创新能力、能够创造新质生产力的科技型人才，如战略科学家、一流科技领军人才和创新团队等；二是能够与时俱进，熟练掌握新质生产资料的应用型人才，如卓越工程师、大国工匠、高技能人才等。**其二**，人才评价体系对于人才的培养、选拔、使用具有重要导向作用，“健全以创新能力、质量、实效、贡献为导向的人才评价体系”，对于充分调动人才积极性主动性创造性、促进人才潜心研究和创新、推动新质生产力发展具有关键性作用。

表2：历次重要会议重点内容对比

会议或文件	时间	重要表述
中央财经领导小组第七次会议	2014年	总书记指出“实施创新驱动发展战略，就是要推动以科技创新为核心的全面创新。”这是首次提出全面创新。
中央经济工作会议	2014年	总书记指出“创新要实，就是要推动全面创新，更多靠产业化的创新来培育和形成新的增长点”。
《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》	2015年	首次在文件中阐述全面创新。
十八届五中全会	2015年	提出“坚持创新发展，必须把创新摆在国家发展全局的核心位置，不断推进理论创新、制度创新、科技创新、文化创新等各方面创新”。

《国家创新驱动发展战略纲要》	2016 年	在指导思想中提出“以科技创新为核心带动全面创新”。
科技三会	2021 年	习近平强调“推进科技体制改革，形成支持全面创新的基础制度”。
二十大报告	2022 年	指出“深化科技体制改革，深化科技评价改革，加大多元科技投入，加强知识产权法治保障，形成支持全面创新的基础制度”。
政府工作报告	2024 年	加快形成支持全面创新的基础制度，深化科技评价、科技奖励、科研项目 and 经费管理制度改革，健全“揭榜挂帅”机制。
深改委第四次会议	2024 年	强调“加快形成支持全面创新的基础制度，是深化科技体制机制改革、推动实现高水平科技自立自强的的重要举措”。
二十届三中全会决定	2024 年	强调“构建支持全面创新体制机制”。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

注：“科技三会”指全国科技创新大会、两院院士大会、中国科协全国代表大会

（八）增强宏观政策统筹协调，关注存量结构管理

本次三中全会完善宏观调控制度体系方面，重在增强政策统筹协调，关注存量结构管理。将着力从以下三方面进一步深化改革：

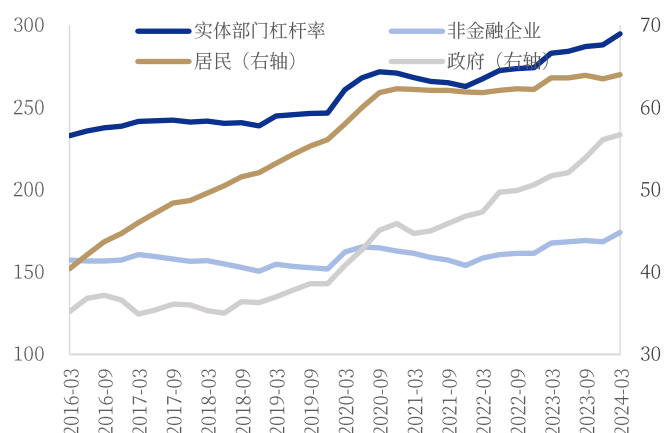
首先，从“以财政政策和货币政策为主要手段的宏观调控体系”过渡到“把经济政策和非经济政策都纳入宏观政策取向一致性评估”。当下中国经济的挑战更多是经济转型过程中中长期结构性问题的显性化，经济转型期的宏观调控意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济，不再以减缓经济周期波动影响为唯一目标。因此宏观调控不只是聚焦财政政策和货币政策，除了经济政策之外，也要将非经济政策一同纳入考量，避免取向不一致，政策效果被稀释。

其次，稳就业已上升至战略高度，就业政策成为宏观政策之一。当前我国正处于新旧动能切换的关键期，GDP 增速承压是转型时期必然面临的问题，2023 年 7 月中央经济工作会议把稳就业提升到战略高度，意味着政策层面托底经济的重心已从“经济增长目标”转向“稳定就业”。与十八届三中全会“加强财政政策、货币政策与产业、价格等政策手段协调配合”的表述不同，本次表述为“围绕实施国家发展规划、重大战略促进财政、货币、产业、价格、就业等政策协同发力”，新增“就业”做为宏观政策纳入宏观调控体系协同发力。

再次，探索国家资产负债表管理，优化存量结构调整。本次会议提出探索国家资产负债表管理，与十八届三中全会提到的“加快建立国家统一的经济核算制度，编制全国和地方资产负债表”，一脉相承，是健全宏观经济治理体系的重要举措之一。传统宏观研究侧重流量分析（如 GDP），经过改革开放 40 多年的飞速发展，存量指标的分析愈发重要。国家宏观资产负债表则是存量分析，存量分析将更有助于发现结构性的矛盾以及由此带来的宏观风险。这也是为什么 2008 年的全球金融危机推动了世界各国资产负债表编制的进展。实行国家宏观资产负债表管理具有重要意义：一是摸清“家底”，全面掌握我国各区域各部门的经济实力，为优化各类存量结构调整提供依据。国家资产负债表能够提供一整套基础数据，为国家宏观经济决策与管理服务。二是把控风险，更好跟踪结构性矛盾的产生及宏观风险的积累。国家宏观资产负债表可以分部门统计数据，可以帮助识别结构性的错配和风险。三是优化存量，梳理调整政府、企业、居民的资产负债结构，根据资源配置效率推动供给侧结构性改革。资产结构的优化可能包括优化政府和居民间的配置，盘活基础设施存量资产。负债结构的优化可能包括提升中央政府杠杆率，稳定地方政府杠杆率，通过降低间接融资比重，提升直接融资比重适当降低企业杠杆率等。从政府部门来看，截至 2023 年末，中国政府部门的杠杆率为 83%，低于美国（113%）、日本（219%），高于德国（64%），中国政府部门杠杆率仍有提升

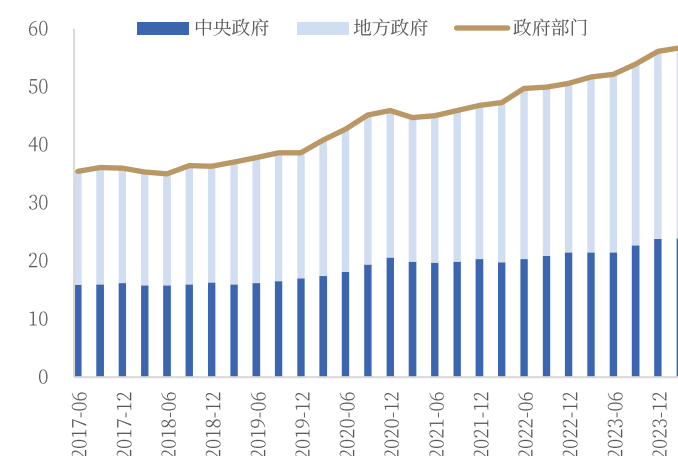
空间。2022年至2024年1季度末，政府部门杠杆率提升9.9个百分点，中央政府上升3.6个百分点、地方政府上升6.3个百分点，中央政府的杠杆率增速低于地方政府，适当提升中央政府杠杆率，稳定地方政府杠杆率是可能的方向。

图8：中国宏观杠杆率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：政府部门杠杆率（%）

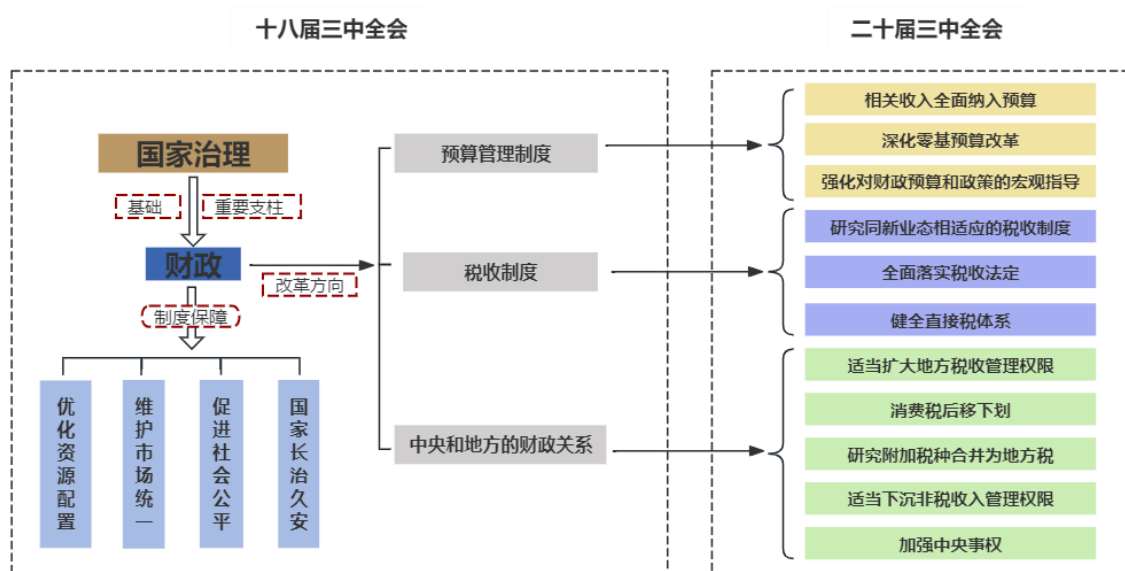


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（九）深化财税体制改革，多措并举增加地方财力

本次《决定》中关于财税体制改革基本延续十八届三中全会的改革路径，从预算制度、税收制度、央地间财政关系三方面明确了未来一段时期的改革方向，其中对央地间财政关系着墨较多，部分税收制度改革方案也被列入央地财政关系段落，从诸多方面落实“事权上收、财力下沉”。预算改革方面的亮点是将全部相关收入纳入国资预算管理、以及深化零基预算改革。税制改革方面，重点是优化结构，同时研究与新业态相适应的税收制度。具体来看有以下重点需要关注：

图10：十八届三中全会、二十届三中全会财税体制改革脉络与方向整理



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

一是多措并举增加地方财力。本次会议在财税体制改革方面一个重要方向便是补充地方财力，提出建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。为此，我们梳理了《决定》中关于补充地方财力的方式主要有以下三个方面：

消费税征收环节后移并稳步下划地方，补充地方财力。我们在前期报告已对此进行了详细测算和分析，目前来看消费税改革已是“明牌”，而如何推进是关键，我们认为未来或将是分税目试点推进，其中还需要兼顾改革后的税收征管效率。例如珠宝首饰、金银首饰等高端、大额消费税目，后移至消费环节后，由中央征收效率或有所降低，而将收入部分下划至地方则可提高征管效率，提供增量收入。再如汽车类、酒类消费税收入下划至地方，可提高地方促进消费、改善消费环境的积极性。以上税种优先推进的可能性较高。

图11：各消费税税目的税率、现行征收环节、税收规模

税目	烟					酒						成品油					
	卷烟			雪茄烟	烟丝	白酒	黄酒	啤酒		娱乐业、饮食业自制啤酒	其他酒	汽油	柴油	石脑油	溶剂油	润滑油	燃料油
	甲类卷烟	乙类卷烟	烟卷批发					甲类啤酒	乙类啤酒								
税率	销售额×56%+每支0.003元	销售额× 36%+每支0.003元	销售额×11%+每支0.005元	36%	30%	销售额×20%+0.5元/500g	240元/吨	250元/吨	220元/吨	250元/吨	10%	1.52元/升	1.2元/升	1.52元/升	1.52元/升	1.52元/升	1.2元/升
征收环节	生产/进口	生产/进口	批发	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口
税收收入（2022. 亿）	8595.86					771.46						6011.13					
税目	小汽车			摩托车		高档化妆品	贵重首饰及珠宝玉石		高尔夫球及球具	高档手表	游艇	鞭炮焰火	木制一次性筷子	实木地板	电池	涂料	
	乘用车	中轻型商用客车	超豪华小汽车	气缸容量250ML	气缸容量250ML以上		金银、铂金、钻石首饰及饰品	其他									
	1.0~4.0L以上																
税率	1%~40%	5%	10%	3%	10%	15%	5%	10%	10%	20%	10%	15%	5%	5%	4%	4%	
征收环节	生产/进口	生产/进口	零售	生产/进口	生产/进口	生产/进口	零售	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	生产/进口	
税收收入（2022. 亿）	1167.79					321											

资料来源：国家税务总局，中国银河证券研究院

三项税费合并为地方附加税，并授权地方在一定幅度内确定具体适用税率。这部分内容为本次会议首次提出，属于相对意外的增量信息，目前我国城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加的税基是以企业实际缴纳的增值税和消费税税额确定的，税率自1%-7%水平不等。基于三项税费的税基的相同且主要为地方税收，进行合并管理有利于提高征税效率。与此同时，授权地方在幅度内确定具体税率，有助于各地根据经济和企业情况因地制宜制定差异化政策，例如过去资源税的征收，逐步培养地方主体税种。

图12：各消费税税目的税率、现行征收环节、税收规模

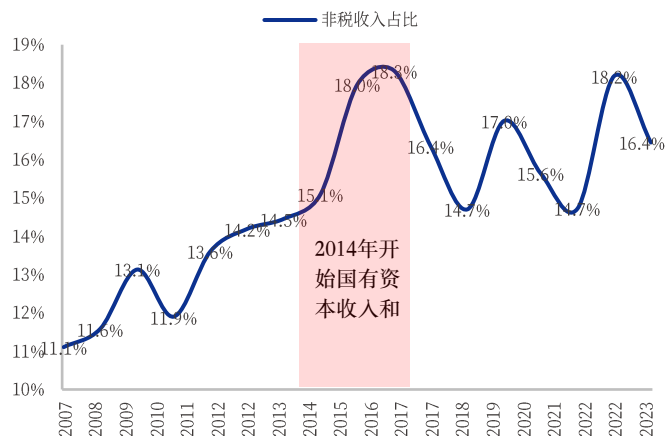
税目	计税依据	税率
城市维护建设税	以纳税人实际缴纳的增值税、消费税税额为计税依据	市区:7%
		县城、镇:5%
		不在市区、县城或镇:1%
教育费附加	以纳税人实际缴纳的增值税、消费税税额为计征依据	3%
地方教育附加	以纳税人实际缴纳的增值税、消费税税额为计征依据	2%

资料来源：国家税务总局，中国银河证券研究院

下沉非税收入管理权限，培养地方税源。目前我国非税收入构成主要分为专项收入、行政事业性收费、罚没收入、国有资本经营收入、国有资源有偿使用收入。其中2013年占比较大的主要是国有资源有偿使用收入。基于地方政府对本地实际情况拥有更多的信息优势，能够根据本地区的经济

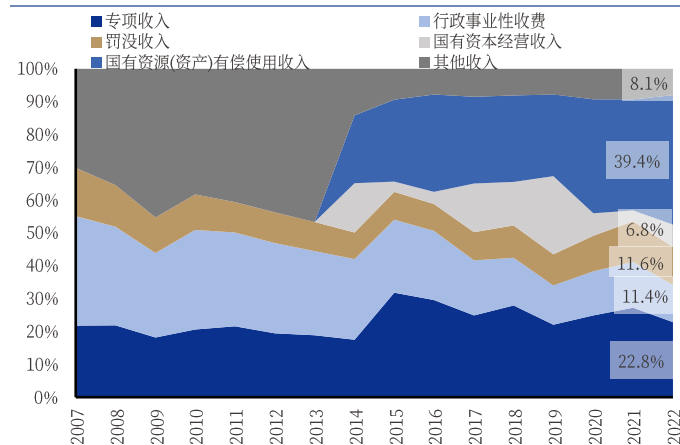
发展水平和资源禀赋，制定更加符合实际的非税收入政策，从而调动地方组织收入的积极性。差异化的非税收入政策也能更好促进区域间的协调发展，在给与地方管理权限的基础上，可以在非税收入中逐步培养适合各地经济结构的地方税源。

图13：非税收入占财政收入比重变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

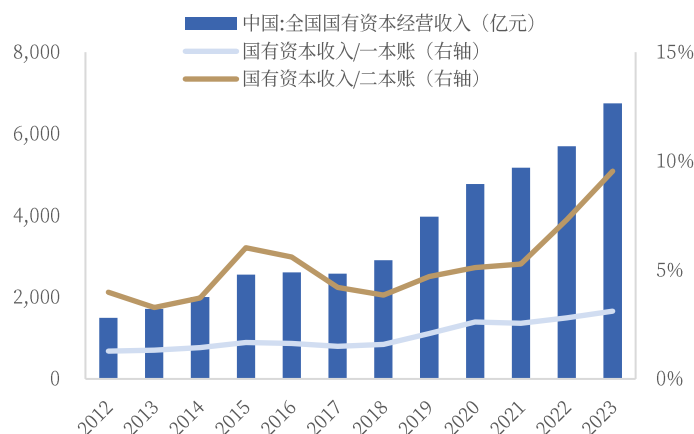
图14：非税收入主要构成占比变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

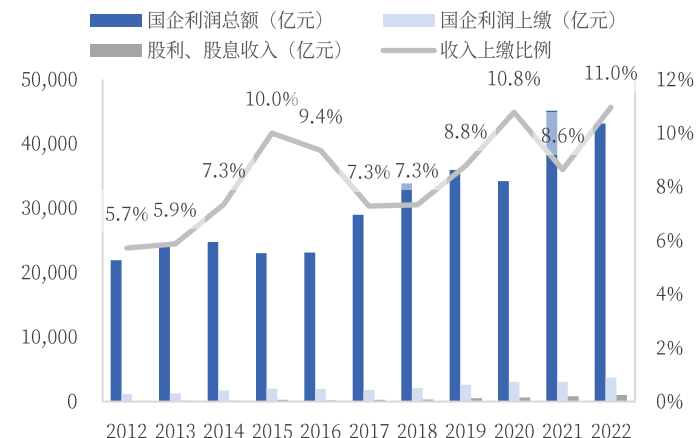
二是相关国有收入全面纳入预算管理，提高财政宏观调控能力。本次会议提出要“加强财政资源和预算统筹，把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理”，这其中主要包括了大量未纳入预算管理的国有企业。根据审计署 2021 年 6 月发布的《国务院关于 2020 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》显示：截止 2020 年底仍有 62 个部门所属的 1257 家企业（总资产 4793 亿元）未纳入国有资本经营预算管理，且中国印钞造币总公司等 11 家金融企业依托行政权力、国有资产资源取得的收入（2020 年净利润 131.66 亿元）尚未纳入预算管理。对此，在今年年初印发的国有资本经营预算新规中，便已经提出：“加快推进党政机关和事业单位所办一级企业按规定上交国有资本收益。凭借国家权力和信用支持的金融机构所形成的资本和应享有的权益，纳入国有金融资本管理”，这其中主要是指在国资委和财政部管理的国有企业和金融央企之外，各其他部委的下属企业。

图15：目前国有资本经营预算收入与一、二本账相比规模仍然较低



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图16：国资预算收入中企业上缴利润比例处于较低水平

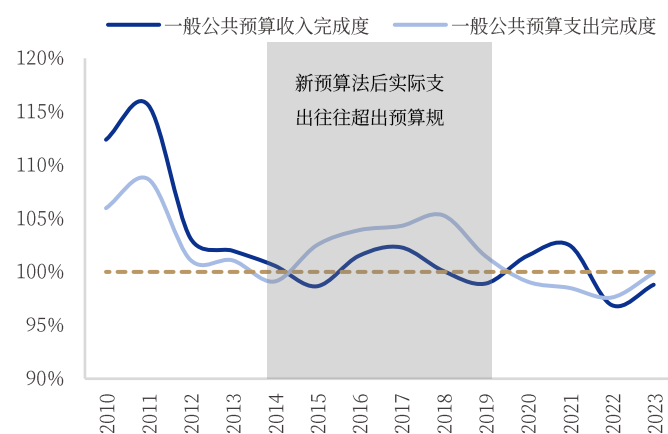


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

在此基础之上，本次会议还提出“完善国有资本经营预算和绩效评价制度，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障”，这意味着伴随广义国有企业全面纳入预算管理，未来“三本账”收入和支出规模将有望大幅提升，有效补充财政收入，从收入增长和结构调整两方面强化财政宏观调控和服务国家重大战略的能力。

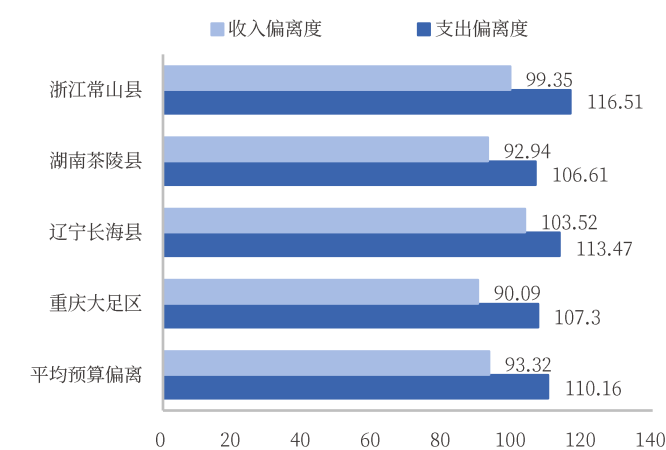
三是深化零基预算改革，打破支出固化。目前我国财政体制面临的重要问题不在于总量层面是否还有债务或支出扩张的空间，而在于结构上央地之间、区域之间、部门之间存在一定失衡，又由于现行财政预算的编制方法“只增不减、只动增量不动存量”，导致支出固化、僵化，结构性失衡难以调节，政府财力难以流向真正有需求的区域和重大项目建设。因此，预算改革是解决支出固化问题的“钥匙”。近年来较多研究也提出创新预算编制方式和管理理念，例如“零基预算”理念的推广。我国目前预算制定基本是在往年支出规模的基数上，按比例进行增减调整，一定程度上造成了支出固化。而所谓零基预算，是指全部预算支出在编制预算时归零开始，根据新的发展方向，剔除以前不必要的财政支出项目，重新安排预算收支，使财政支出的使用符合现实需要。

图17：2010-2023 年一般公共预算收支完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

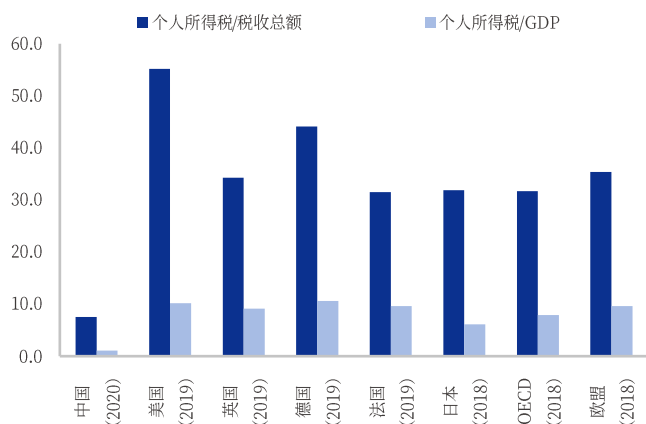
图18：财科院课题组对部分地区预算偏离度的相关调研 (%)



资料来源：中国财政科学研究院，中国银河证券研究院

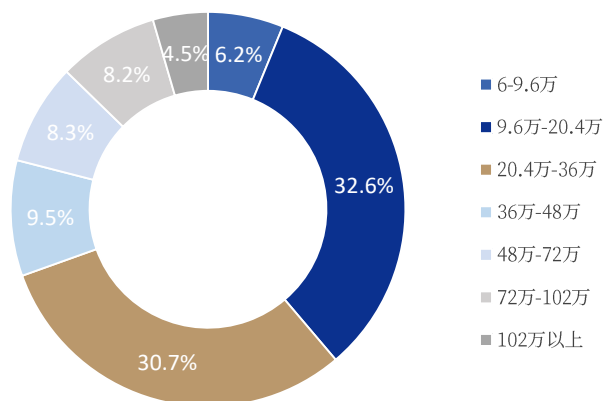
四是研究与新业态相应的税收制度，持续优化税收结构。结合本次会议表述，我们认为，所谓与新业态相关的税收制度，一方面是指现有税收制度根据新业态进行相应调整，例如本次再次提及的“完善综合和分类相结合的个人所得税制度”，2018年个人所得税法修订后，我国开始实施部分综合所得税制，将工资薪金、劳务报酬、稿酬和特许权使用费四项所得合并为综合所得，按年度合并计算应纳税额，适用超额累进税率。这种改革旨在更公平地反映纳税人的实际税负，并通过年度汇算清缴确保税负的准确性。但目前，诸如个体经营性收入、利息、股息、红利收入、财产租赁收入等尚未纳入综合所得征税范围，也并未按超额累进税率征收。这导致目前我国大部分个税总体规模较低，且大部分由工资性收入贡献，并未起到很好的税收筹集和收入分配职能。尤其是伴随当前数字经济和网络经济的发展，对于网上取得的相关收入界定不清，且存在偷税漏税情况。

图19: 各国个人所得税占税收和 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

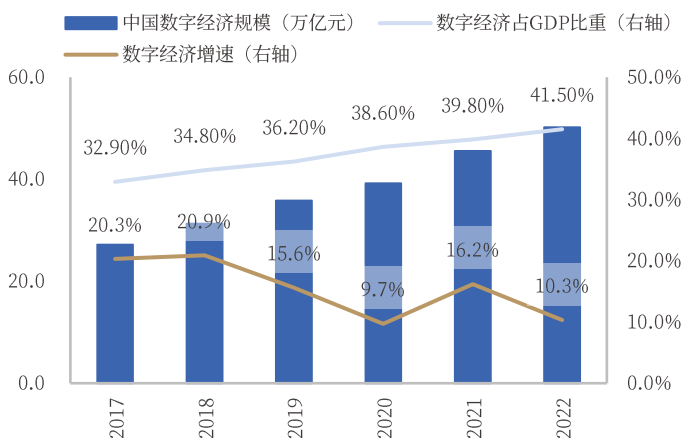
图20: 中国不同收入段缴纳个人所得税占比



资料来源: CFPS, 中国银河证券研究院

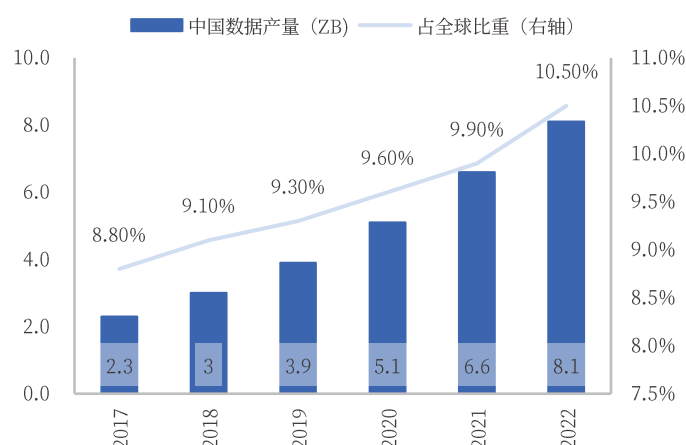
另一方面则可能是指研究设立与经济业态相适应的新税种。例如，数字经济时代，企业经营范围跨越了地理和物理因素的限制，可以在全国范围内甚至是全世界范围内产生收益，而其价值创造建立在大量源自于居民、企业、政府端的数据资产之上。当居民、企业数据成为数字经济时代的重要生产要素，如何对要素进行确权 and 征税便是未来长期需要解决的核心问题。从国际经验来看，伴随全球数字经济的发展，欧盟、英国、法国、新加坡等国家或地区已经逐步将数字服务税纳入了实践范畴，并制定了相应的税收制度和法案。于我国而言，数字税长期来看或是大势所趋，但短期仍需要客观评估影响。近年来我国数字经济规模和占 GDP 比重不断扩大，由于数据要素的可得性较强、基数较大，且目前大部分为免费数据资源，数字经济相关企业的经营优势远大于传统企业。

图21: 中国数字经济规模、增速及占 GDP 比重



资料来源: 信通院《数字中国发展报告(2022)》，中国银河证券研究院

图22: 中国数据产量及占全球比重



资料来源: 信通院《数字中国发展报告(2022)》，中国银河证券研究院

(十) 深化金融体制改革，推动制定金融法

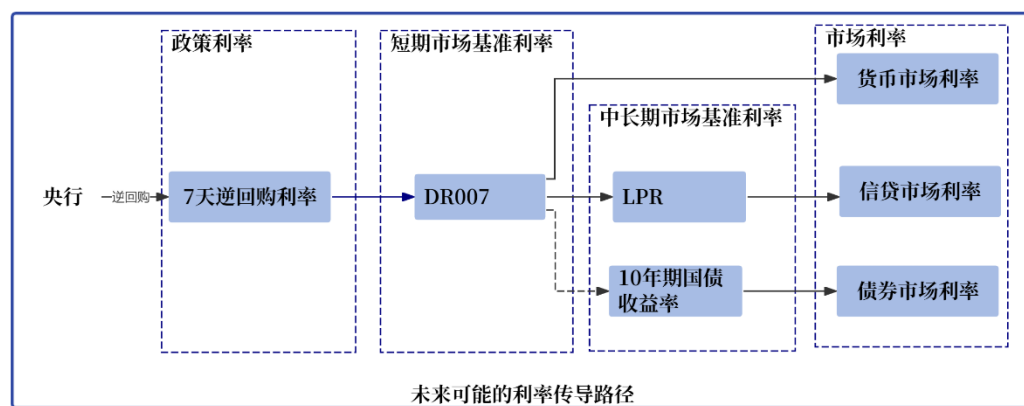
本次三中全会金融体制改革以金融工作会议为基础，围绕金融强国关键核心金融要素，将着力从以下六方面进一步深化改革：

一是制定国家层面的金融法，统一金融行业基础性法律制度，实现金融监管全覆盖。目前金融法律体系还不够健全，金融监管缺少统一的基本法，存在监管重叠或空白，制定国家层面的金融法，

将有助于实现全面监管，“依法将所有金融活动全部纳入监管”。第一，可以明确界定金融活动范围，将各类金融业态、金融产品、金融服务用一部统一的基本法予以规范。第二，明确中央和地方监管权责。第三，目前的金融法律体系对化解系统性金融风险缺乏整体设计和跨行业跨部门的统筹安排，相关条款分散于多部金融法律法规中，需要上升为统一的法律制度加以明确。参考国际经验，德国于 1961 年颁布了金融法，旨在监管和规范德国的金融机构和金融市场，以确保金融体系的稳定性、透明度和合规性。同时规定了金融监管机构的职责和权限，为实施金融监管提供重要依据。德国金融法作为德国金融体系的重要法律基础，对保护投资者利益、防范金融风险发挥至关重要的作用。总之，加快建设推进金融领域的基本立法，将提高我国金融行业法治水平，为建设金融强国提供保障。

二是畅通货币政策传导机制，健全市场化利率形成、调控和传导机制将成为关键。中国货币政策框架在未来的五个演进方向之一是货币调控的中间变量将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”。以价格型调控为主需要加强政策利率对市场基准利率的固定作用，减少市场基准利率的偏离幅度和波动。过度波动可能会模糊货币政策信号，不利于向市场传递更加清晰的利率调控目标信号，无法有效引导市场预期，从而影响货币政策效果。2024 年 7 月，央行公告将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，央行已真正开启构建新利率走廊的探索。新的利率走廊是 7 天 OMO 做为政策利率，隔夜逆回购利率成为走廊上限，隔夜正回购利率成为走廊下限，DR007 做为市场基准利率在走廊区间内波动。7 天 OMO 利率成为唯一政策利率，MLF 的政策利率身份将逐渐淡出的路径更加明晰。参考国际经验，DR007 做为市场基准利率，可能扮演类似 SOFR 的角色，在利率传导机制中发挥重要作用。DR007 叠加央行引导向 LPR 传导，LPR 再向债券、存贷款市场利率传导。

图23：中国未来可能的利率传导路径



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

三是积极发展“五篇大文章”，服务国家战略。强调金融机构的定位是服务实体经济，完善金融机构服务实体经济的激励约束机制，将推动金融服务的高质量发展。科技金融着力建立科技创新创业的金融服务体系，促进科技与金融的深度融合。我国在绿色金融已处于世界前列，但绿色金融标准和评价体系仍需加强统一。进一步提升普惠金融的普及性和可及性。养老金融则聚焦增加养老金融产品和服务的供给，发展多层次养老保险体系，培育养老产业。数字金融则重在推动数字技术与金融服务的深度融合，充分发挥数字技术与数据要素的双轮驱动作用，深化金融供给侧结构性改革。

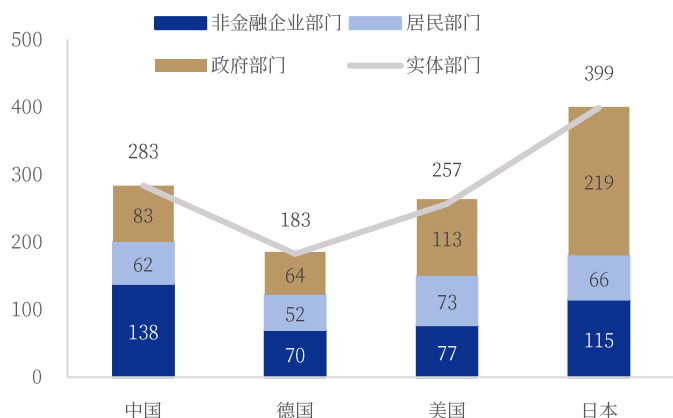
四是提高直接融资比重，优化企业的资产负债表。国际比较来看，中国企业部门的杠杆率偏高。截至 2023 年末，中国非金融企业部门的杠杆率为 138%，显著高于德国（70%）、美国（77%）和

日本（115%）。我国企业部门杠杆率偏高一定程度上由于目前间接融资占比较高。未来提升直接融资占比，降低企业杠杆率可能是重要方向。发展多元股权融资，加快多层次债券市场发展，是提高直接融资比重的重要手段。深化发展高收益债券市场可能将成为发展多层次债券市场的重要举措，高收益债券与新质生产力更加适配，可以为科创型企业开辟绿色通道，便利科技型中小企业债券融资，支持科技创新。

五是支持长期资金入市，促进资本市场健康稳定发展。投资和融资相协调的资本市场才是其稳定发展的基础。投资方面，支持长期资金入市，培养耐心资本，长钱长投，“长期资本投早、投小、投长期、投硬科技”。融资方面则重在提高上市公司质量，相关举措包括强化上市公司监管和退市制度，完善大股东、实际控制人行为规范约束机制，完善上市公司分红激励约束机制等。投资和融资的双向发力将增强资本市场内在稳定性。

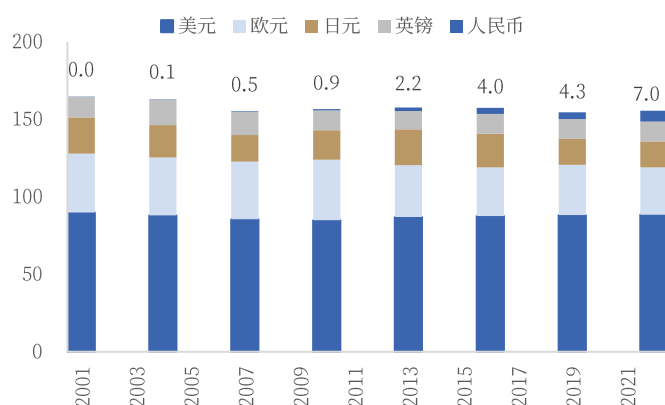
六是统筹安全与发展，推动金融高水平开放。统筹安全与发展，体现在两个“稳慎”，一个“稳妥”。稳慎扎实推进人民币国际化，稳慎拓展金融市场互联互通，稳妥推进数字人民币研发和应用。现阶段人民币国际化稳中有进，呈现一系列新进展、新变化。跨境人民币业务服务实体经济能力增强，2023年1-9月，人民币跨境收付金额为38.9万亿元，同比增长24%。其中，货物贸易人民币跨境收付金额占同期本外币跨境收付总额的24.4%，同比上升7pct，为近年来最高水平。同时，人民币融资货币功能提升。环球银行金融电信协会（SWIFT）数据显示，2023年9月，人民币在全球贸易融资中占比为5.8%，同比上升1.6个百分点，排名上升至第二。国际清算银行（BIS）2022年调查显示，近三年来人民币外汇交易在全球市场的份额由4.3%增长至7%，排名由第八位上升至第五位。本次会议提出建立统一的全口径外债监管体系，在“十四五”规划《纲要》也提出“加强对外资产负债监测，建立健全全口径外债监管体系。”。全口径外债包括各类期限、币种和结构的债务工具，建立统一的全口径外债监管体系的措施可能包括以下三点。第一，坚持外债总量控制，保持其在合理水平，守住不发生系统性金融风险的底线。第二，满足合理融资需求的同时进一步优化外债结构。重点支持利用外债资金支持国家重大战略实施和重点领域发展。同时防范短期外债风险，合理提高中长期外债占比，以及优化外债币种结构。第三，加强各部门协同，构建协调统一的外债管理体系，完善全口径外债统计监测制度，健全外债数据信息共享机制。截至2024年3月，我国外债余额2.5万亿美元，短期外债与外汇储备之比为43.46%，安全性较高，且短期债务占比从2019年开始呈现下降趋势。

图24：四国实体部门杠杆率及其结构（%）



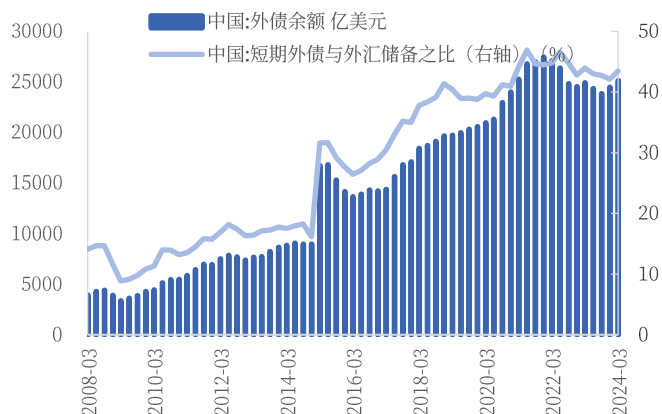
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：全球市场外汇交易份额（%）



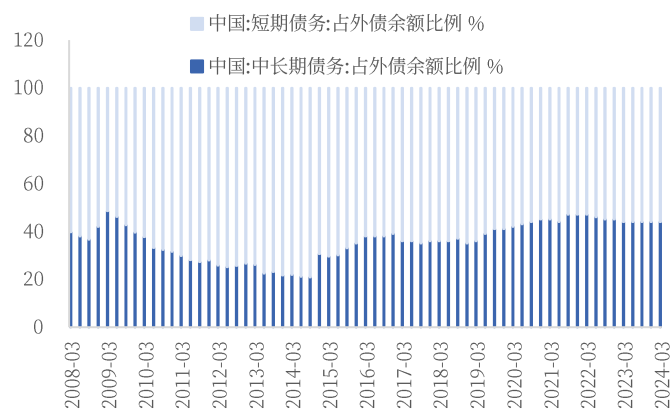
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：外债余额与短期外债占外汇储备之比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：短期和中长期外债占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（十一）立足自身禀赋优势，完善区域协调发展战略机制

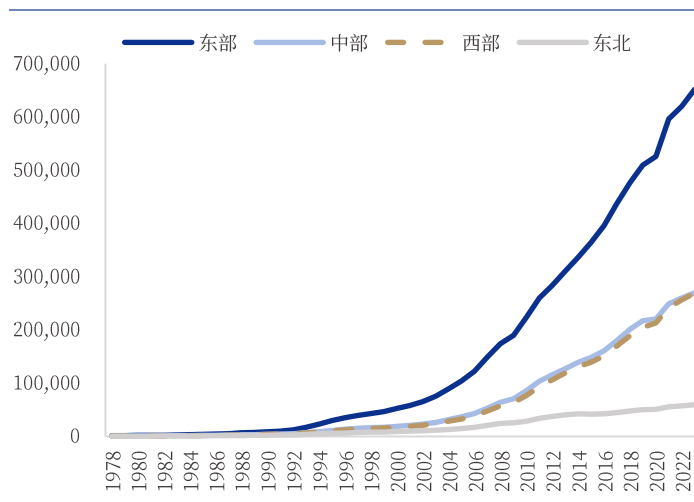
对比十八届三中全会，本次会议针区域协调发展的表述有三大变化。一是从章节设置上，**十八届三中全会没有设置专门章节谈及区域协调发展，本次会议不仅设置专门章节谈及区域协调发展**，并且将其作为健全宏观经济治理体系的一部分。二是本次会议沿用二十大报告和近期以来的有关政策文件，**对西部、东北、中部、东部地区发展战略进行了新定位**。由原来的“西部大开发”“东北全面振兴”“中部地区崛起”“东部率先发展”更新为“西部大开发形成新格局”“东北全面振兴取得新突破”“中部地区加快崛起”“东部地区加快推进现代化”。三是尽管十八届三中全会没有提及发展海洋经济，但本次会议在二十大报告基础上进一步提出“**完善促进海洋经济发展体制机制**”。

西部大开发形成新格局的新主要体现在三方面：一是“新”在贯彻新发展理念，推动高质量发展。即依托西部地区比较优势，推动西部具有比较优势的产业做大做强做优，推动形成现代化产业体系。二是新在以共建“一带一路”为引领，加大西部开放力度。如支持新疆加快丝绸之路经济带核心区建设，形成西向交通枢纽和商贸物流、文化科教、医疗服务中心。三是新在更加注重生态环境保护，加大美丽西部建设力度，筑牢国家生态安全屏障。**东北全面振兴取得新突破**则是主要考虑到和其他地区相比，东北地区尽管取得了明显发展成效，但和其他地区的发展差距在拉大，因此要取得新突破。新突破的主要任务集中在四方面：一是以科技创新推动产业创新，加快构建具有东北特色优势的现代化产业体系。二是依托本地优势，以发展现代化大农业为主攻方向，加快推进农业农村现代化。三是以东北亚区域合作为重点，提升对内对外开放水平。四是加大政策支持，更好解决东北人才外流问题。四是进一步优化政治生态，营造良好营商环境。**中部地区加快崛起**意味着中部不仅要实现崛起，而且崛起的速度要更快。这是因为中部地区尽管创新发展动能不断增强，产业基础明显改善，但也存在产业雷同、创新能力不够强等较为艰巨繁重的任务。因此要加速崛起。**东部地区加快推进现代化**则指的是东部地区利用其经济基础较好、开放程度较高、创新能力较强的优势，进一步深化改革、扩大开放、推动创新，以实现更高质量的发展和更高水平的现代化。

本次关于区域协调发展的布局顺应了当前区域协调发展面临的新挑战。经过多年探索，我国区域经济协调发展取得明显成果。一是支撑区域经济发展的政策体系更加健全，形成以区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略和新型城镇化战略为统领的区域经济发展政策架构。二是区域经济在不断发展中不平衡性开始收敛，各地区GDP总量不仅取得了显著增长，区域间发展的相对差距在2003年前后也整体呈缩小趋势。但与此同时，区域经济发展在实现高质量发展的过程中也面临

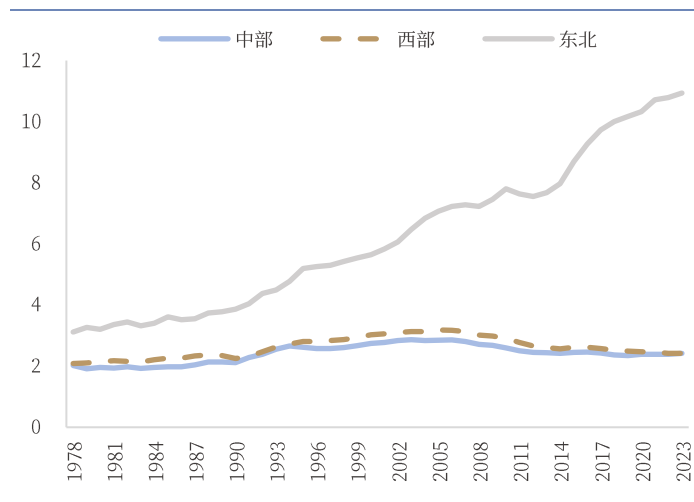
以地谋发展的模式难以为继、区域产业布局未能较好实现因地制宜、陆地关注较多而海洋关注不足、资本市场服务实体经济的区域差距显著、区域发展不平衡问题依旧突出的新问题。

图28：四大区域 1978-2023 年 GDP 总量（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：四大区域 1978-2023 年区域间 GDP 总量发展差距（东部地区是其他地区的多少倍）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

围绕促进区域协调发展，未来具体的改革方向如下：一是**切实做到因地制宜**，明确区域优势与不足，在此基础上针对性进行产业布局。比如东北地区土地资源肥沃，可以重点发展第一产业；长三角科研实力雄厚，可重点发展高科技产业；粤港澳大湾区对外贸易基础较好，可进一步做优做强外贸。二是**以数字经济为统领，依托数字产业化和产业数字化，在全国范围内统筹布局重要生产力，因地制宜改造传统产业、发展新兴产业、培育未来产业**。比如西部地区可依托土地和能源资源尤其是可再生能源优势，在发展数字经济的背景下布局数据中心，承接东部算力需求。三是**更加关注海洋经济的发展**。围绕海洋工程、海洋资源和海洋环境等领域，做强船舶制造、海工装备产业，培育壮大海洋生物医药、海水淡化等新兴和前沿产业。四是充分利用资本市场工具，发挥一二级市场力量，助力区域实体经济发展。

我们认为未来区域协调发展体制的改革将产生以下影响：一是不同区域将形成符合本地比较优势的发展模式，走出具有自身特色的发展道路，在全国范围内形成若干功能上互补的城市圈或都市群。二是数字技术会作为基础性要素，广泛而深入的影响不同地区的经济增长。在此过程中，各地又因资源禀赋、发展阶段的差异而不同。比如东北地区更加侧重依托数字技术进行传统产业的改造升级，长三角则依托人口规模优势、科技优势侧重利用数字技术发展新兴产业、培育未来产业。三是以海洋牧场为代表的海洋经济的发展重要性会进一步提升。四是以风投创投、企业 IPO 等为代表的资本市场工具将更加重要。

（十二）统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，推动城乡融合发展

对比十八届三中全会相比，针对城乡发展，本次会议有三方面新提法，一是对城乡关系的论述，由十八届三中全会的“健全城乡发展一体化体制机制”变为“完善城乡融合发展体制机制”。并且**将完善城乡融合发展体制机制作为进一步全面深化改革的重要任务之一进行部署**。二是**首次提出“统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴”**。首次将新型工业化纳入进来。三是在以人为核心的新型城镇化方面，提出“推行由常住地登记户口提供基本公共服务制度，推动符合条件的农业转移

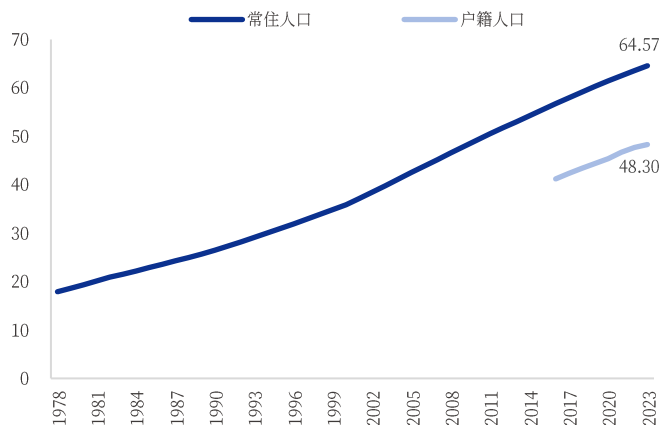
人口社会保险、住房保障、随迁子女义务教育等享有同迁入地户籍人口同等权利”。完善基本公共服务供给。

城乡融合发展是对城乡统筹和一体化发展的进一步升华，更加强调城乡要素的双向自由流动与融合。进入新世纪以来，我国开始关注城乡融合发展。2003 年的十六届三中全会上中央首次提出“统筹城乡发展”。2012 年，党的十八大报告明确提出“推动城乡发展一体化”。此后，十八届三中全会也沿用了这一表述。2017 年，党的十九大进一步强调“建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系”，这是中央文件首次提出“城乡融合发展”的概念。本次三中全会，进一步明确提出城乡融合发展。统筹城乡发展强调政府的统筹作用，各级政府是城乡统筹的主体。城乡发展一体化强调城乡发展的一体化目标，即推动实现城乡规划布局、基础设施、产业发展、公共服务等领域的一体化。城乡融合发展更加强调城乡要素双向融合互动和共建共享，其表述更加符合现阶段的发展特征。

统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，意味着后续乡村开展工业活动的空间进一步提升。长期以后，由于土地制度，以及担心城市资本下乡与农民争利，在农村地区利用建设用地开展工业活动以及城市资本下乡开展工业活动面临诸多政策限制。本次会议将新型工业化和新型城镇化以及乡村全面振兴统筹考虑，提出“**构建产业升级、人口集聚、城镇发展良性互动机制**”。以及“**培育乡村新产业新业态**”。产业发展在推动城乡融合发展中的重要性提升，后续在土地制度改革如农村建设用地开展工业活动，城市资本下乡，宅基地资格权外延，以数字技术为引领，发展农村新业态方面或将采取进一步举措。

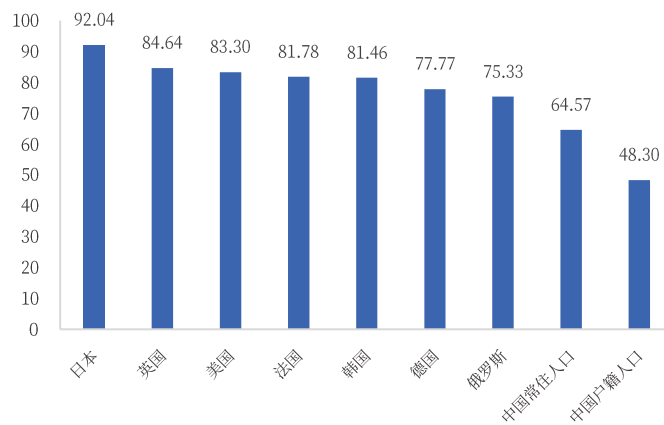
以人为核心的新型城镇化方面，明确提出“**推行由常住地登记户口提供基本公共服务制度**，推动符合条件的农业转移人口社会保险、住房保障、随迁子女义务教育等享有同迁入地户籍人口同等权利”。十八届三中全会提出“**稳步推进城镇基本公共服务常住人口全覆盖**，把进城落户农民完全纳入城镇住房和社会保障体系，在农村参加的养老保险和医疗保险规范接入城镇社保体系。但在实际操作中，进城落户农民工的基本公共服务供给因流入地财政压力等因素难以得到落实。本次会议则进一步明确提出，依据常住地登记户口提供基本公共服务，一定程度上明确了流入地提供基本公共服务的责任，进而提升农业转移人口基本公共服务供给。

图30：1978-2023 年我国城市化率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：2023 中国与其他国家城市化率对比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（十三）完善高水平对外开放机制，扩大制度型开放

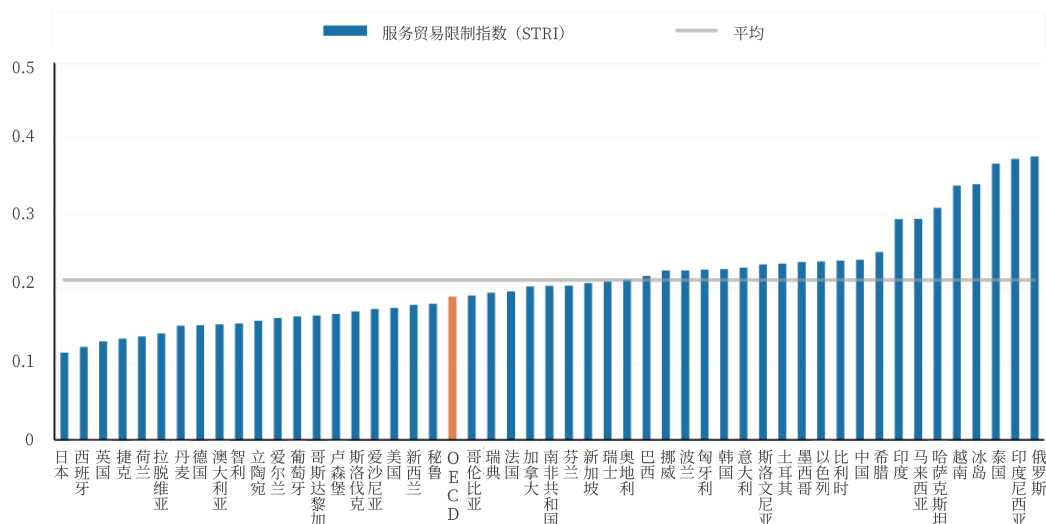
开放是中国式现代化的鲜明标识，我国正积极探索建设更高水平开放型经济新体制。2018 年中央经济工作会议首次提出“推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变”。“制度型开放”是较之过去“商品和要素流动型开放”而言更高、更深层次的开放。二十届三中全会强调稳步扩大制度型开放，推动高水平对外开放，其中以下三点值得重点关注。

一是主动对接国际高标准经贸规则，积极参与全球经济治理体系改革。本次会议重点提出要在产权保护、产业补贴、环境标准、劳动保护、政府采购、电子商务、金融领域等方面实现与国际规则、规制、管理、标准的相通相容。一方面，要求我国以现有自由贸易区和自由贸易港为试点，探索构建经贸规则衔接制度体系和监管模式，并积极与周边国家以及“一带一路”沿线国家探索拓展自贸区建设，扩大面向全球的高标准自由贸易区网络。另一方面，也要求我国积极参与国际经贸规则的制定，充分利用 RCEP 等现有多边、双边合作平台，深化二十国集团、亚太经合组织、金砖国家等合作，积极探索 CPTPP 等与其他区域经济一体化协定的对接，提出更多全球经济治理的中国方案。

二是深化外贸体制改革，尤其是创新提升服务贸易。服务业是制度型开放的重点领域。习近平总书记曾指出：“服务业因其独特的轻资产、软要素等特点，更加需要开放、透明、包容、非歧视的行业生态，更加需要各国努力减少制约要素流动的‘边境上’和‘边境后’壁垒，推动跨境互联互通。”当前，我国货物进、出口的国际市场份额已分别超过 14% 和 10%，但服务贸易仅占全球的 7% 和 6%。OECD 服务贸易限制指数（STRI）也显示我国服务业实际开放水平与发达国家仍存在较大差距。为此，本次会议强调要打造贸易政策和财税、金融、产业政策协同的制度和政策支持体系，重点支持数字贸易、国际物流枢纽和大宗商品资源配置枢纽等领域。同时要求全面实施跨境服务贸易负面清单，推进服务业扩大开放综合试点示范，并建立健全跨境金融服务体系，丰富金融产品和服务供给。

三是强化科技创新合作和互联互通网络建设，完善推进高质量共建“一带一路”机制。首先，本次会议强调继续实施“一带一路”科技创新行动计划。该计划突出科技人才在支撑“一带一路”建设中的关键核心作用，并通过打造科技园区和创新基地、建立联合研究中心和实验室等方式推动沿线国家共同参与科技创新合作，共享科技成果和发展经验。本次会议尤其强调强化在“绿色发展、数字经济、人工智能、能源、税收、金融、减灾”等领域的多边合作平台建设。其次，会议提出要完善陆海天网一体化布局，构建“一带一路”立体互联互通网络。我国已基于“六廊六路多国多港”架构，基本形成“陆海天网”四位一体的互联互通格局，不断降低物流成本、提高物流效率，为促进区域间经贸和产能合作、加强文化交流和人员往来奠定坚实基础。未来，我国将持续优化互联互通网络布局，深化传统基础设施项目合作，推进新型基础设施项目合作，并通过新技术、新模式打造绿色低碳的基础设施网络。再次，会议强调要统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目。重大标志性工程通常涉及大规模基础设施建设，具有示范和引领作用，有助于提升区域联通性和经济发展水平。“小而美”项目更注重民生改善和可持续发展，涉及农业、教育、医疗、环保等领域，直接关乎民众的生活质量。二者统筹推进将确保“一带一路”倡议在促进区域经济一体化和全球经济增长的同时，能够带来社会公平、环境可持续和人民生活水平的提升。

图32: OECD 服务贸易限制指数



资料来源: OECD, 中国银河证券研究院

(十四) 完善就业优先政策, 增强社保体系可持续性

本届三中全会决定在收入分配、就业、社会保障体系、医药卫生改革、人口这五大民生领域提出了更多系统性、综合性的措施, 体现了国家对民生问题的高度重视和全面部署, 其中有以下几点值得重点关注:

就业问题上着力解决结构性就业矛盾, 支持和规范发展新就业形态。在往届三中全会上, 主要强调增加就业机会, 健全公共就业服务体系, 但未对高质量就业和结构性就业矛盾做出具体阐述。本届三中全会更加强调解决结构性就业矛盾, 体现出当前国家面对新的就业形势, 对结构性就业矛盾的关注进一步提高, 要在有效解决结构性就业矛盾的同时, 实现更加充分和高质量的就业。与此同时, 为了应对依托于互联网和信息技术发展的新兴经济形式的出现, 促进就业多样化, 保障新就业形态劳动者的权益, 持续支持和规范发展新就业形态, 也是当前及未来解决就业问题的重要任务。

完善基本养老保险全国统筹制度, 健全灵活就业人员、农民工、新就业形态人员社保制度。本届三中全会相比以往更强调全国统筹和全覆盖, 特别关注灵活就业和新就业形态人员的社保问题。体现出保障和改善民生特别是要提高社会保障的覆盖面和公平性, 确保老有所养, 确保每一位劳动者都能享有基本的社会保障权益。

深化医药卫生体制改革, 建立以医疗服务为主导的收费机制。“以医疗服务为主导”是指以提供实际医疗服务为核心, 避免依赖药品、检查、化验等辅助项目的收入。其主要目的是通过合理定价和收费结构, 确保医疗机构和医务人员的收入主要来自于提供的医疗服务本身, 而非其他可能导致过度医疗或不必要支出的项目。作为深化医改的重要任务之一, 旨在推进医疗服务体系改革, 提升医疗服务质量和效率。

降低生育养育成本, 加大个人所得税抵扣力度。在往届三中全会中, 生育和人口政策主要集中在放宽生育政策和提高人口素质方面, 对于具体的生育、养育和教育成本的减负措施, 以及详细的生育补贴和税收优惠政策提及较少。为应对当前人口结构变化带来的新挑战, 本届三中全会提出完善覆盖全人群、全生命周期的人口服务体系, 完善生育支持政策体系和激励机制, 以鼓励生育、减轻家庭负担和促进人口的可持续发展。

深化国有企业工资决定机制改革,合理确定并严格规范国有企业各级负责人薪酬、津贴补贴等。2018年全国两会上首次提出要“深化国有企业工资决定机制改革”,旨在通过市场化手段更好地发挥国有企业在国民经济中的作用,提升企业的治理水平和市场竞争力,确保国有资产的保值增值。

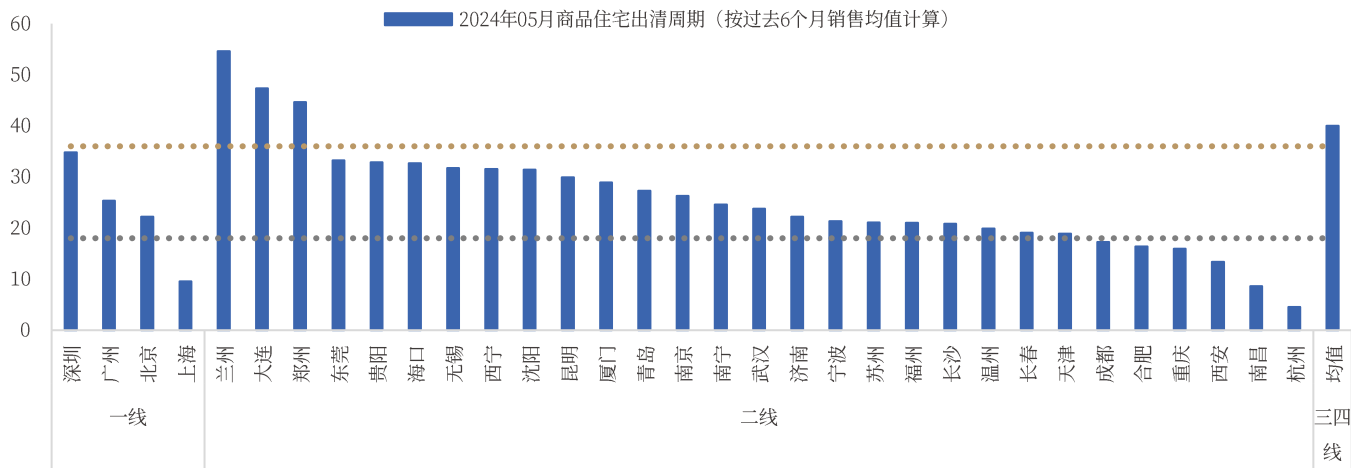
(十五) 租购并举, 因城施策, 构建房地产发展新模式

相较于十八届三中全会中并未专门提及房地产,本次会议增加了单独段落论述房地产行业发展,并将其列在“健全保障和改善民生制度体系”之下,作为健全社会保障体系的组成部分。从定位上来看,未来对于房地产政策的调控将更多从民生角度考虑,“自主调控、因城施策”下各地房地产市场也或将延续分化,而完善房地产税制重在降低交易成本,促进需求改善。具体来看有以下三点需要关注:

一是租购并举,加大保障房供给。本次会议出“加快建立租购并举的住房制度,加快构建房地产发展新模式”,其中供给端政策主要是提出加大保障性住房建设和供给。我们根据《中国人口普查年鉴》披露的第七次人口普查、统计公报、及往年公开报道数据初步测算,截止2020年,需求侧全国人均住房面积低于16平方米的家庭户数有4490万户,而供给端全国2020年保障房存量供应量大约为3404万套,显示当前保障性住房仍有较大的增长空间。但同时也需要注意的是,目前保障性住房建设主要由各地方政府主导,建设规模也主要受到各地方政府的财力影响,未来保障房建设增长的趋势可能还需要结合相关地区的财力变化判断。

二是房地产需求侧提及的政策仍是“自主调控、因城施策”。基于当前我国房地产市场的需求增长接近上限,且保障房供给也将覆盖部分刚需群体,限购政策的调整对于需求侧的影响或许有限,目前主要决定因素是库存水平和人口流向。伴随“因城施策”政策的深化,对于房地产调控的主体责任主要落于地方政府,房地产行业告别普跌普涨阶段,可以预见的是,未来伴随各区域住房库存和人口流入水平的差异,各地房地产交易量和交易价格或将进一步分化。

图33: 全国主要城市商品房住宅出清周期(按过去6个月销售均值计算)(单位:月)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三是完善房产税制度,降低交易成本。本次会议所提及的“完善房产税制度”应该是指现行房产税制度的调整,而非十八届三中全会所提及的“加快房产税立法并适时推进改革”。我们认为,未来房地产税收制度将更加灵活和精准,立足供求关系的重大变化市场特征,确保税收制度能够适应市场变化,降低开发环节、交易环节的税负。而房地产税的推出仍需时间观察。

(十六) 统筹发展与安全, 大力推进国家安全体系和能力现代化

习近平总书记指出，如果安全这个基础不牢，发展的大厦就会地动山摇。发展与安全是国家安全的两大基石。在全球化的背景下，两者相互依存、相互促进。中国式现代化不仅要求经济的持续健康发展，更要求在发展过程中保障国家安全。本次《决定》提到了“健全国家安全体系，强化一体化国家战略体系，增强维护国家安全能力，创新社会治理体制机制和手段，有效构建新安全格局。”

重点提及公共安全治理机制、社会治理体系以及涉外国家安全机制。我们认为有四大重点值得关注：一是加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源安全，加快完善国家储备体系。二是完善公共安全体系，提高防灾减灾救灾能力，加强平急两用基础设施建设。三是提升产业链供应链韧性和安全水平，集中力量攻坚集成电路、工业母机等“卡脖子”技术，建设国家战略腹地 and 关键产业备份。四是完善公共安全治理机制，完善生产、食品药品、生物、网络、人工智能等领域安全体系建设。

加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源安全，加快完善国家储备体系。粮食是国家安全的基础，能源是经济社会发展的动力。当前，我国正通过提高农业科技水平、优化种植结构、加强粮食储备管理等措施，确保粮食供应的稳定性和安全性。然而，随着人口增长和消费升级，粮食需求持续增加，对粮食生产和供应链的稳定性提出了更高要求。在能源领域也面临资源约束、环境污染和气候变化等多重挑战。因此，加强能源安全能力建设，推动能源结构优化和清洁能源发展，是确保能源供应稳定和可持续的关键。预计未来在粮食和能源领域将进一步加强农业科技创新，推广高效节水农业、智能农业等现代技术，提高粮食生产效率和抗风险能力。能源方面，随着清洁能源技术的进步，预计未来将继续大力发展新能源，减少对化石能源的依赖，提高能源供应的清洁性和可持续性。同时，在国家储备体系建设上，将加强粮食储备和供应链管理和能源基础设施建设，优化储备结构，提高储备物资的多样性和覆盖面，确保粮食和能源供应的稳定性和应急响应能力。

完善公共安全体系，加强平急两用基础设施建设。《决定》提到要“健全重大突发公共事件处置保障体系，完善大安全大应急框架下应急指挥机制，强化基层应急基础和力量，提高防灾减灾救灾能力。完善安全生产风险排查整治和责任倒查机制”。预计与防灾减灾救灾和重大突发公共事件处置保障能力相关的基础设施建设仍将成为未来一段时期的重要方向，例如“平急两用”公共基础设施建设仍将在中央资金支持下稳步推进；重点领域生产能力持续保障，从统筹发展与安全的角度来看，粮食、能源等重要产业链供应链发展思路或将有别于其他行业，仍需在国家宏观调控下采取市场与政府统筹的发展思路，保障重点领域的生产能力。不会被外部攻击或崩溃并产生重大风险。

提升产业链供应链韧性和安全水平。近年来，全球供应链受到多种因素的影响，如贸易摩擦、疫情冲击等，导致供应链的稳定性和可靠性面临挑战。特别是关键技术和原材料的供应链，如集成电路和工业母机，存在较大的风险和不确定性。《决定》明确国有资本“向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中”，以及“建立产业链供应链安全风险评估和应对机制”。因此在未来的发展中，国有资本将进一步加大对重要领域的投入，在集成电路、工业母机等“卡脖子”技术领域，将加大研发投入，集中力量进行技术攻关。在关键的产业链供应链上国有资本也会加大投入和掌握力度，加强产业链供应链的稳定性和抗风险能力。通过优化供应链管理，提高供应链的透明度和灵活性，增强供应链的适应性和响应速度。确保国家发展和安全由国有机构把握，降低消除产业链供应链被“卡脖子”等情况所造成的国家发展风险。

完善公共安全治理机制。随着社会的发展和科技的进步，公共安全治理面临来自生产安全、食品药品安全、生物安全、网络安全以及人工智能等多个领域的挑战。这些领域的安全问题相互关联，影响深远。预计未来将加大对这些领域的监管，食品方面将建设食品药品和生物技术安全监管体系，加强源头控制和全程监管，提高食品药品安全标准，确保公众健康和消费者权益。生物技术上确保生物技术的安全和伦理应用。特别是在基因编辑、合成生物学等领域，建立严格的监管框架。网络安全和人工智能预计未来将加强网络安全法律法规建设，提升关键信息基础设施的防护能力，加强

网络空间治理，保障数据安全和个人隐私。提升对人工智能伦理和监管的研究，制定相关法律法规，确保人工智能技术的负责任和安全应用。

三、固收：大会延续化债要求，债市短期或有震荡

（一）会议要求继续落实好化解地方政府债务风险，完善政府债务管理制度

二十届三中全会指出要统筹推进金融等重点领域改革，并延续去年以来针对化债防风险的表态，要求“要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”；此外会议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》要求“合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例。完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型”，可见中央对于继续防范化解隐性债务风险的力度和决心之坚。

去年以来，中央对金融体制改革下化债防风险提出和下达了一系列要求与举措，差异化管理地方债务，各地方积极使用工具化解存量债务。总体来看，去年 7 月以来中央的化债思路理念主要有三点，一是在化解存量债务的基础上严控增量，坚决防止新增隐性债务，下达特殊再融资债等工具助力债务置换；二是对各地方实行差异化化债举措，尤其对重点 12 省份加大工具支持与债务管控力度，化债的同时限制投资规模，控制新增债务风险；三是防风险的前提下兼顾经济发展，过好紧日子、用足政策资源、经济大省要挑起大梁稳定经济全局，确保压降债务的同时又能稳定发展。

表3：去年以来中央提出一揽子化债政策后针对化债防风险相关表态

日期	中央表态/政策	主要内容
2023年7月	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险， 制定实施一揽子化债方案。
2023年9月	国办发《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（35号文）	防范和化解融资平台等地方债务风险，要求 支持重点省份融资平台今明两年债务存量化解；严控融资平台各类债务规模新增，引导债务规模与地方经济发展和地方财力匹配。...尤其明确了12个重点省份化债政策。 这12个省份包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。
2023年10月	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。
2023年12月	中央经济工作会议	持续有效防范化解重点领域风险。 要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。 统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
2023年12月	全国财政工作会议	要 严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。
2023年12月	国办发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（47号文）	12个重点省份在地方债务风险降低至中低风险水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目，以控制债务风险。
2024年2月	国办发《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（14号文）	35号文之外的 19省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政策化债。 选报地级市的条件：1、核心的一条是区域债务率的高低；2、地级市所辖融资平台的金融债务也有具体的标准要求，以上报的截至2023年3月31日的数据为准；3、主要看地级市平台金融债务的绝对规模，以及占该市GDP的相应比重。
2024年3月	全国两会	统筹好地方债务风险化解和稳定发展， 进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。
2024年3月	国务院防范化解地方债务风险工作视频会议	化债工作既是攻坚战，更是持久战。 各地区各部门要提高政治站位，强化责任意识和系统观念， 妥善化解存量债务风险，严防新增债务风险。要持续深入化解地方政府债务风险，坚决落实过紧日子要求，用足用好各类政策资源，加快化债方案推进实施。
2024年4月	中共中央政治局会议	要 深入实施 地方政府债务风险化解方案， 确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

资料来源：政府网，中国银河证券研究院

（二）防风险目标下信用债展望：短期政策持续利好但仍需关注性价比

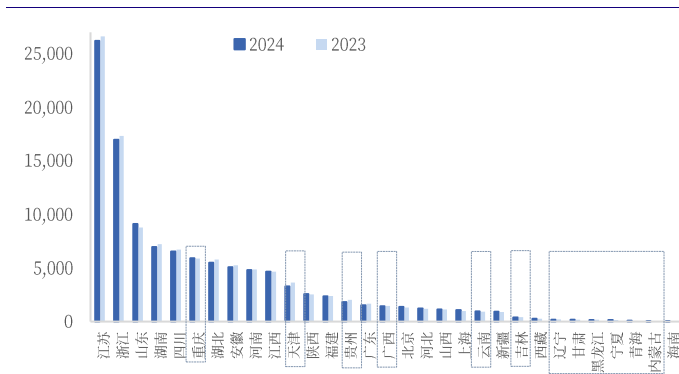
从化债成效来观察，今年以来整体城投风险在下降，具体体现在违约率呈下降趋势以及重点省市净融资基本走负。从存量城投债规模来看，12 重点省市规模基本在 2024 年有所下行。自 2023 年 10 月特殊再融资债重启以来至今，重点省份城投债净偿还 1452.9 亿元，除云南和青海的其他重点

省均为净偿还，非重点省份净偿还了1489.0亿元，整体城投风险在下降。目前重点12省份存量城投债在1.5万亿左右，占全国13.0%（2023年13.2%）。

从信用债违约情况来看，今年以来违约风险显著降低，尤其在化债背景下城投债的安全属性更明显。我们通过计算信用债违约金额与违约时债券余额之比、违约金额与债券发行总额之比分别观察信用债余额违约率、整体违约率，数据显示今年上半年以来二者分别为33.64%和0.26%，分别较2023年下半年显著下行29.81pct和0.15pct，信用债违约率下降趋势明显。城投债方面，得益于化债政策的推进，城投债存量规模下降、增量收敛，整体信用风险相对可控。对应市场表现来看，上半年城投债的安全属性下，信用利差压缩也较为极致。

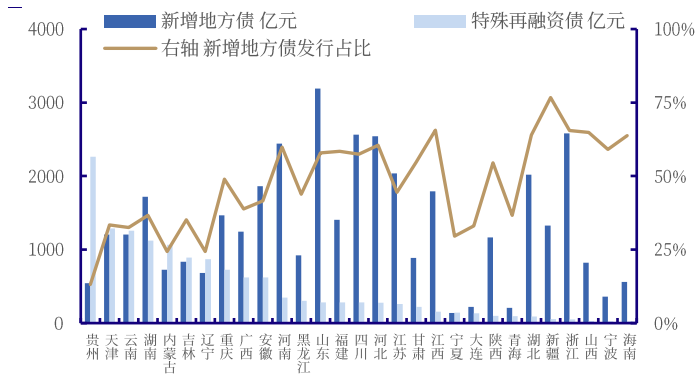
从化债工具使用来看，特殊再融资债作为一揽子化债方案中的主要工具在2024年使用规模收缩较明显，发行相对受限。往后看，地方政府专项债券支持范围扩大后可能使用新增专项债行使特殊再融资功能，助力新增专项债发行加速，预计整体规模或在万亿上下。2023年，特殊再融资债累计发行1.39万亿，其中12重点省占约70%；但2024年以来，特殊再融资债发行明显收敛，截至7月19日，仅发行了1088亿元。从去年新增地方债和特殊再融资债发行情况来看，特殊再融资债发行多的省份新增债发行占比相对少，而在今年新增地方债额度提升的基础上，特殊再融资债发行相对受限。此外，6月河南省财政厅披露新增专项债评级报告后将“化解存量债务”表述改为“资金用于下表所列项目”，意味着资金用途可能与以往不同。结合本次《决定》要求“合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例”，后续新增专项债很可能行使特殊再融资债的功能用于债务置换。根据我们此前对此测算，全年合计“类特殊再融资债”规模可能在8800亿-1.24万亿左右。

图34：各省市当前城投债存量规模 亿元



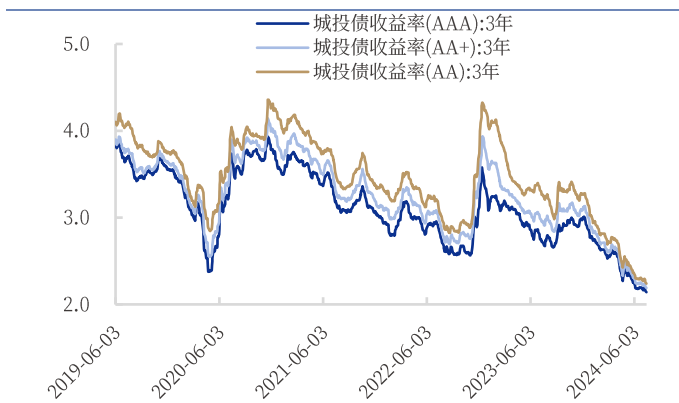
资料来源：Wind，中国银河证券研究院（2024年数据截至6月底）

图35：2023年重点省市的新增地方债与特殊再融资债规模



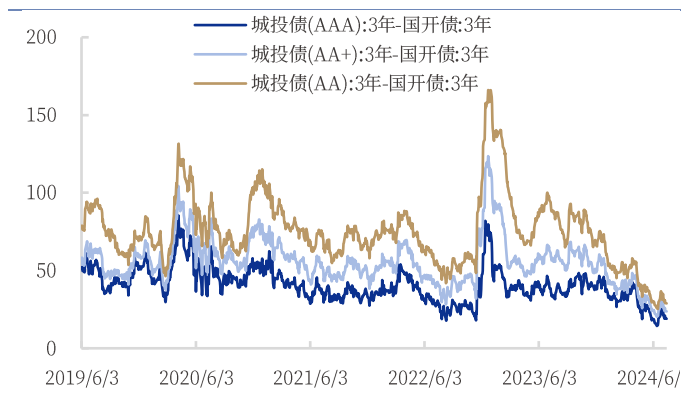
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：城投债收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：城投债信用利差（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在化债政策叠加资产荒的格局下，整体信用债的信用利差持续收窄，尤其是城投债的信用利差已压缩至历史极低水平，信用债的利率化趋势明显。今年以来，在资产荒的背景下信用债走牛，收益率持续下行，不同评级、期限、品类的利差快速压缩至历史低位，反映出极致的资产荒环境下，市场对于不同品类信用债背后隐含的期限溢价、信用溢价、流动性溢价定价均在低位。而具体到城投债来看，截至 2024 年 7 月 15 日，3 年期 AAA 级、AA+级、AA 级城投债收益率分别为 2.14%、2.19%、2.24%，较去年底分别下降 63BP、69BP、79BP。利差变化方面，3 年期 AAA 级、AA+级、AA 级城投债与同期限国开债收益率的信用利差分别为 19BP、24BP、29BP，较去年底分别收窄了 24BP、30BP、40BP，基本都在 2020 年以来的最低水平，信用利差收窄下信用溢价极致压缩，信用债尤其是较高等级城投债利率化趋势明显。

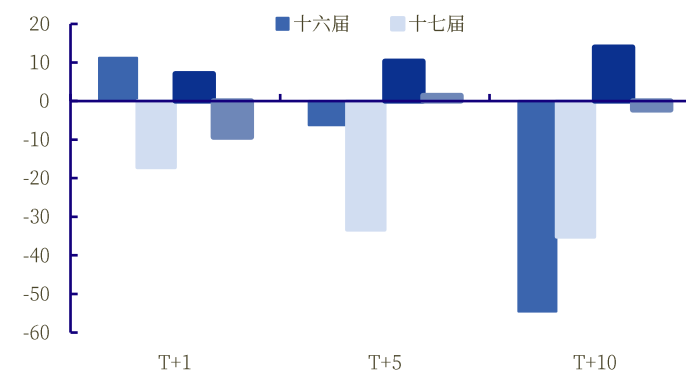
那么目前来看，一方面，需要继续关注月底政治局会议表态以及对化债防风险的具体工具使用落地，可能短期对城投债继续形成一定的利好支撑。但另一方面，利差极致压缩的资产荒格局下机构交易或前置，利好影响可能有限，信用债整体超额收益不足，进一步信用下沉挖收益难度上升，后续需警惕政策不及预期等导致的信用利差走扩风险。

（三）三中全会后利率债展望：或有长短端收益率不同方向的小幅波动

目前来看，资产荒+基本面继续修复+宽货币导向仍是债市底层逻辑，债市仍处于债牛通道，但利率出现明确下行可能还要等待更多政策的调节，短期或偏向震荡。本次三中全会提及“必须完善宏观调控制度体系...增强宏观政策取向一致性”，预计后续逆周期调节政策会继续发力，短期可能会有预期博弈扰动债市。对于后续利率债，结合当前环境，经济基本面仍在修复，宽货币大概率延续，资产荒背景下债市友好环境短期或难改变。目前市场降准降息预期仍然强烈，叠加美联储 Q3 或将开启降息，中美货币顺周期也利好国内债市，若后续有货币宽松落地或会观察到更明确的利率下行趋势。但是也需注意，当前债市主要风险点在于央行的操作和态度，央行对于利率水平的合意区间可能会对利率下行通道形成掣肘，后续仍需关注央行借债卖债和隔夜回购实操落地的规模和影响。

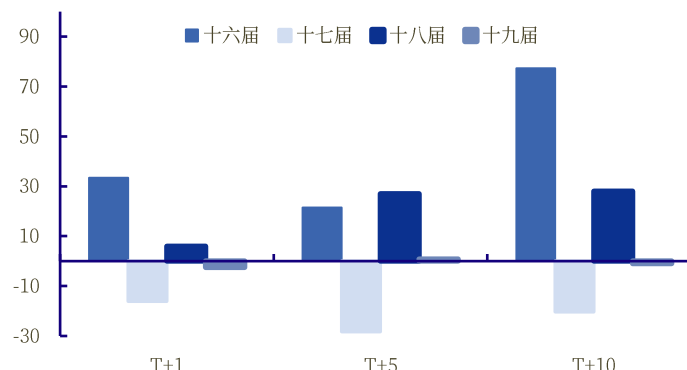
此外，历史经验也显示会后债市可能会有小幅波动，主要呈现为短端收益率下行但长端上行。过往四届会后 1-10 个交易日 1 年期国债收益率平均下行幅度在 2-20BP，10 年期国债收益率的平均上行幅度在 5-21BP。根据以往经验，三中全会主要以改革为主题，但偶数届会议会更偏向于经济体制相关探讨。我们据此计算观察过去四届三中全会后 10Y 国债收益率走势，历史经验显示提及经济的往届大会后十债收益率通常会有一定的波动调整，所以预计本次会后长端利率短期可能仍将保持波动。

图38：往届三中全会后 1Y 国债收益率涨跌幅(BP)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：往届三中全会后 10Y 国债收益率涨跌幅(BP)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

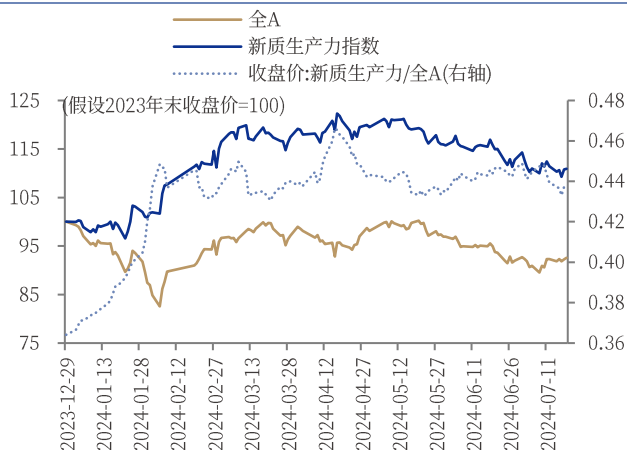
四、二十届三中全会对 A 股市场投资的战略指导

（一）新质生产力主题

二十届三中全会提出，健全推动经济高质量发展体制机制。首要的是“要健全因地制宜发展新质生产力体制机制”。具体内容包括：推动技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级，推动劳动者、劳动资料、劳动对象优化组合和更新跃升，催生新产业、新模式、新动能，发展以高技术、高效能、高质量为特征的生产力。加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动**新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技**等战略性新兴产业政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业。强化环保、安全等制度约束。健全相关规则和政策，加快形成同新质生产力更相适应的生产关系，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚，大幅提升全要素生产率。鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本。

截至 7 月 19 日收盘，新质生产力指数（8841755.WI）较去年末上涨了 10.89%，全 A 较去年末下跌了 7.76%，新质生产力指数较全 A 超额收益为 18.29%。自 5 月中旬以来，新质生产力指数行情震荡下行，但跌幅小于全 A，仍然较全 A 获得超额收益。7 月 19 日，新质生产力指数的 PE 为 19.26 倍，PB 为 1.88 倍，分别处于 2018 年以来 71.22%、53.58%分位数水平，估值处于历史中上水平。

图40：新质生产力指数（8841755.WI）收盘价走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：新质生产力指数 PE、PB 估值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从业绩来看，2024 年一季度，新质生产力相关产业中，节能环保、人工智能营收增速较高；高端装备、节能环保、机器人归母净利润增速较高。考虑基数效应后，预计高端装备、节能环保、数字经济、人工智能、机器人、储能、新材料、医药生物等产业 2024 年归母净利润增速会有较好表现。

年初至今，高端装备行情表现明显好于其他产业，数字经济表现也较为居前。截至 7 月 19 日，战略新兴产业和未来产业相关的主题指数当前的估值多数处于历史中低水平。2024 年下半年，高端装备、节能环保、数字经济、机器人、储能、新材料、医药生物等产业仍然有较高投资价值。

表4：新质生产力相关产业营收增速、归母净利润增速及其预测值（截至7月19日）

产业	代码	名称	营业收入累计同比增长率				归母净利润累计同比增长率			
			2023	2024Q1	2024E	2025E	2023	2024Q1	2024E	2025E
战略性新兴产业	882008.WI	信息技术	2.2%	4.6%	14.0%	4.3%	-22.9%	-39.5%	44.3%	46.9%
	866071.WI	高端装备	23.5%	5.7%	53.0%	13.6%	30.5%	12.1%	32.4%	21.6%
	866013.WI	新材料	5.2%	-11.8%	5.1%	17.4%	-20.8%	-43.0%	7.7%	28.4%
	000808.CSI	医药生物	3.8%	-0.2%	12.8%	8.3%	-15.0%	-12.0%	24.5%	17.7%
	866012.WI	新能源汽车	17.5%	3.7%	17.5%	15.3%	3.4%	-30.5%	19.9%	26.7%
	866020.WI	新能源	12.6%	-9.1%	18.2%	16.4%	-7.0%	-50.8%	-3.2%	23.0%
	886043.WI	节能环保	14.3%	12.4%	14.2%	11.8%	19.8%	15.4%	17.8%	16.4%
	866055.WI	数字经济	3.8%	6.7%	12.8%	11.8%	3.6%	5.9%	16.4%	16.5%
	932143.CSI	航空航天与国防			15.4%	10.2%			57.2%	35.9%
未来产业	884208.WI	量子技术指数	3.5%	3.4%	1042.4%	7.0%	4.4%	0.9%	1740.1%	10.1%
	866092.WI	基因检测	-41.8%	-16.3%	0.7%	-12.1%	-72.4%	-44.8%	14.9%	12.4%
	866095.WI	人工智能	2.2%	15.4%	-0.2%	9.7%	27.3%	-9.2%	39.6%	28.8%
	866027.WI	机器人	4.8%	5.3%	10.0%	8.5%	21.5%	24.1%	19.9%	16.0%
	866088.WI	储能	14.8%	-0.6%	11.6%	8.7%	20.2%	-11.6%	12.8%	19.5%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表5：新质生产力相关产业收盘价涨跌幅、估值水平及其分位数（截至7月19日）

产业	代码	名称	2023 年涨跌幅	2024 年涨跌幅	PE(TTM)(倍)	历史分位数	PB(LF)(倍)	历史分位数
战略性新兴产业	882008.WI	信息技术	3.02%	-14.53%	54.55	49.59%	2.68	5.10%
	866071.WI	高端装备	-12.20%	5.83%	22.63	29.92%	2.58	37.63%
	866013.WI	新材料	-31.67%	-13.84%	21.76	29.22%	2.53	7.05%
	000808.CSI	医药生物	-12.42%	-18.01%	28.40	27.96%	3.02	4.35%
	866012.WI	新能源汽车	-20.62%	-6.00%	24.12	46.91%	2.49	41.37%
	866020.WI	新能源	-34.46%	-11.45%	17.07	17.57%	1.77	14.86%
	886043.WI	节能环保	-10.12%	-10.52%	21.06	2.20%	5.75	11.40%
	866055.WI	数字经济	-4.21%	1.74%	24.74	29.22%	2.37	29.59%
	932143.CSI	航空航天与国防	-8.51%	-10.37%	50.91	35.87%	2.85	37.50%
未来产业	884208.WI	量子技术指数	24.57%	-6.93%	20.29	42.44%	1.78	5.48%
	866092.WI	基因检测	-12.22%	-24.73%	36.36	65.80%	2.18	1.55%
	866095.WI	人工智能	17.13%	-4.66%	45.39	44.49%	4.15	33.74%
	866027.WI	机器人	8.12%	-10.62%	18.41	3.90%	2.64	8.82%
	866088.WI	储能	-34.85%	-8.78%	19.24	25.45%	2.54	46.44%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

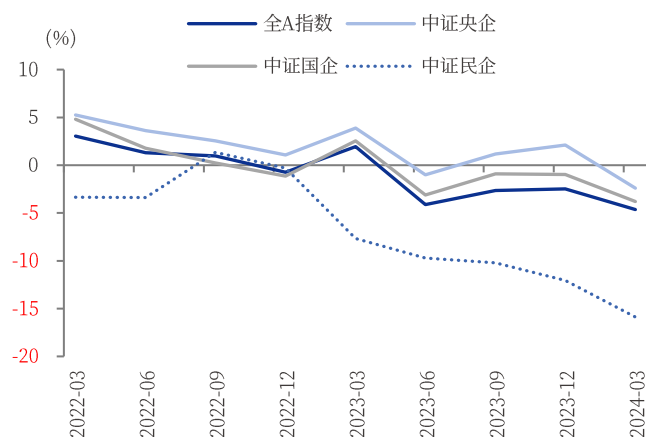
中长期来看，在房地产下行、新旧动能切换的转型期，加快发展新质生产力是实现高质量发展的内在要求。当前全球科技创新高度活跃，新一轮的科技革命和产业创新正在途中，发展新质生产力也是提升我国国际竞争力的重要支撑。战略性新兴产业和未来产业作为形成和发展新质生产力的重点领域，中长线配置价值突出。

(二) 央企国企改革主题

央国企盈利能力相对突出。2023 年以来，央国企归母净利润累计同比增速持续高于 A 股市场整体。2024 年一季度，央企归母净利润同比下滑 2.4%，国企同比下滑 3.8%，相较于全 A 指数归母净利润同比下滑 4.64%，央国企表现较为稳健。从 ROE (TTM) 指标来看，2024 年一季度，央企净资产收益率为 8.86%，国企为 8.45%，高于全 A 指数的 8.04%，更是显著高于民企的 6.74%。在房地产周期长期去库的影响下，当前国内经济处于新旧动能切换的转型期，央国企稳健的盈利能力对于投资者来讲是一大吸引力。

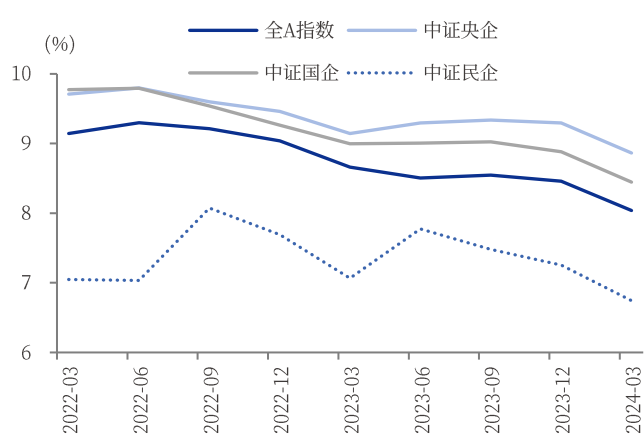
2023 年 1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，优化完善中央企业经营指标体系，将“两利四率”调整为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”。2024 年对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”。强化内在、长期价值导向的考核评价体系有助于激励企业注重内在价值的提升和核心竞争力的培育。

图42: 央国企与民企归母净利润累计同比增速比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图43: 央国企与民企 ROE (TTM) 比较

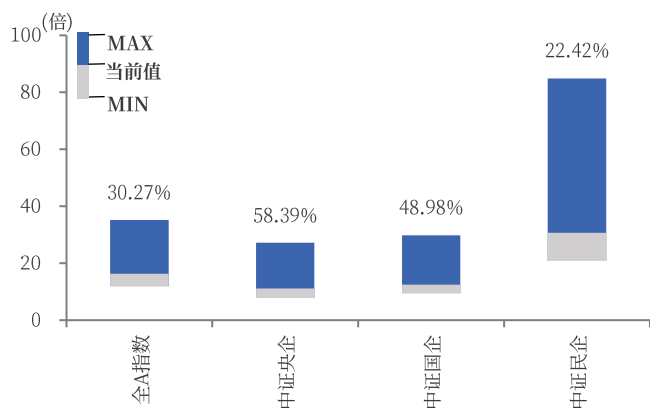


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

央国企股息率持续高于 A 股市场整体水平。截至 7 月 19 日，央企股息率（近 12 个月，下同）为 3.30%，国企为 3.13%，高于全 A 指数的 2.45%，更是显著高于民企的 1.60%。在海内外不确定性因素的扰动下，叠加存款利率下调的背景，高股息资产可以为投资者提供较为稳定的回报。具备高股息特性的央国企有望持续受到投资者的关注。

以市盈率和市净率作为衡量估值的指标，央国企估值水平长期较低。从 PE (TTM) 估值来看，截至 7 月 19 日，央企 PE (TTM) 估值为 11.10 倍，位于 2010 年以来 58.39%分位数，国企为 12.43 倍，位于 2010 年以来 48.98%分位数，估值已部分修复但仍有上涨空间，且低于全 A 指数的 16.28 倍和民企的 30.69 倍。从 PB (LF) 估值来看，截至 7 月 19 日，央企 PB (LF) 估值为 1.09 倍，位于 2010 年以来 27.30%分位数，国企为 1.16 倍，位于 2010 年以来 8.31%分位数，估值均低于全 A 指数 1.41 倍和民企的 2.14 倍，中长期配置价值相对凸显。

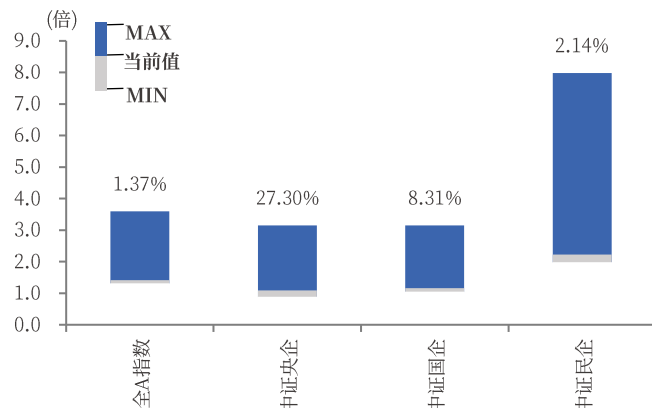
图44: 央国企与民企 PE (TTM) 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

注: 数据截至7月19日, 下同

图45: 央国企与民企 PB (LF) 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

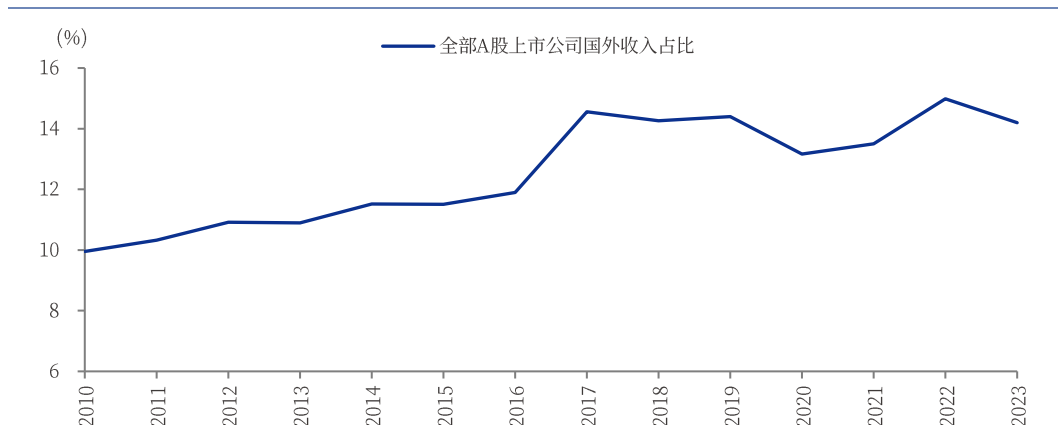
2024年1月24日, 国务院国资委表示, 将进一步推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入上市公司的绩效评价体系中, 把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核。当月29日, 国务院国资委召开2024年中央企业、地方国资委考核分配工作会议。会议提出, 2024年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施, 全面推开上市公司市值管理考核。《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》进一步强调深化国资国企改革, 提出进一步明晰不同类型国有企业功能定位等。上述举措在向市场释放积极讯号的同时, 有利于引导投资者正确衡量上市公司的内在价值, 推动央国企估值进一步修复。

(三) 出海主题

二十届三中全会提出, 完善高水平对外开放体制机制。其中, 深化外贸体制改革和完善推进高质量共建“一带一路”机制均有利于加快中国企业出海进程。深化外贸体制改革, 推进通关、税务、外汇等监管创新, 营造有利于新业态新模式发展的制度环境。创新发展数字贸易, 推进跨境电商综合试验区建设。建设大宗商品交易中心, 建设全球集散分拨中心, 支持各类主体有序布局海外流通设施, 支持有条件的地区建设国际物流枢纽中心和大宗商品资源配置枢纽。健全贸易风险防控机制, 完善出口管制体系和贸易救济制度。完善推进高质量共建“一带一路”机制。继续实施“一带一路”科技创新行动计划, 加强绿色发展、数字经济、人工智能、能源、税收、金融、减灾等领域的多边合作平台建设。完善陆海天网一体化布局, 构建“一带一路”立体互联互通网络。统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目。

按营业总收入口径, 统计2010年至2023年全部A股国外收入占比。结果显示, 2021年、2022年海外业务收入占比连续两年上升。2023年, 全部A股海外业务收入占比14.2%, 较2010年上升4.24个百分点。

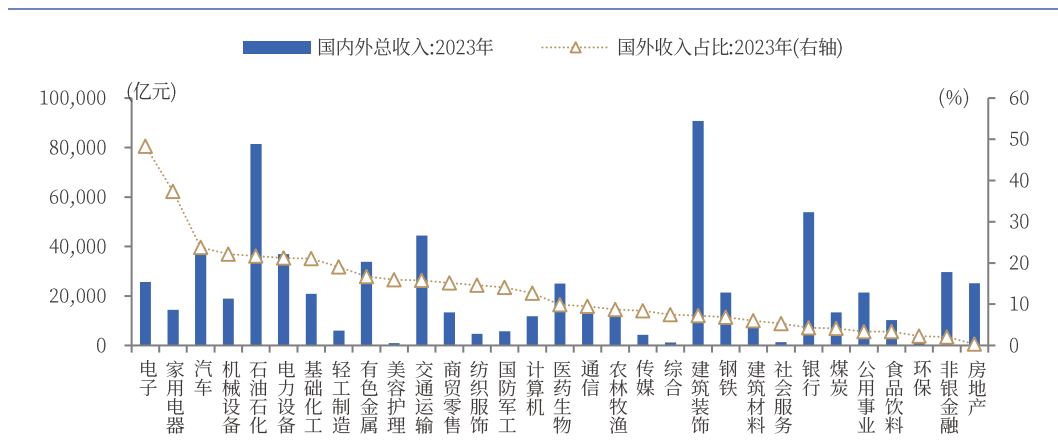
图46：2010-2023 年全部 A 股上市公司国外收入占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

按营业总收入口径，从行业层面来看，2023 年，电子行业国外收入占比最高，为 48.35%，家用电器行业为 37.37%，汽车、机械设备、石油石化、电力设备、基础化工等 5 个行业国外收入占比均超过 20%。轻工制造、有色金属、美容护理、交通运输、商贸零售、纺织服饰等 6 个行业国外收入占比均超过 14.5%，均高于全部 A 股整体水平。总体来看，国外收入占比较高的行业主要集中在中游制造和下游消费板块；而上游能源、地产链、金融行业的国外收入占比则较低，主要靠国内贡献收入。

图47：一级行业 2023 年国内外总收入与国外收入占比

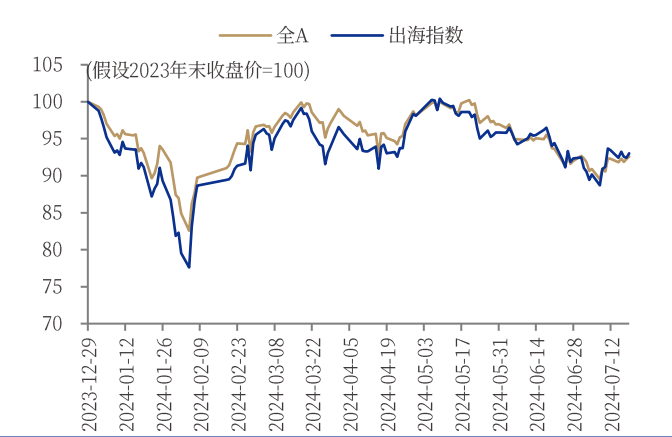


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

年初至今，出海指数（8841070.WI）走势与大盘走势高度一致。截至 7 月 19 日，出海指数收盘价较 2023 年末下跌 6.98%，全 A 较上年末下跌 7.40%，出海指数仅取得微弱的超额收益。

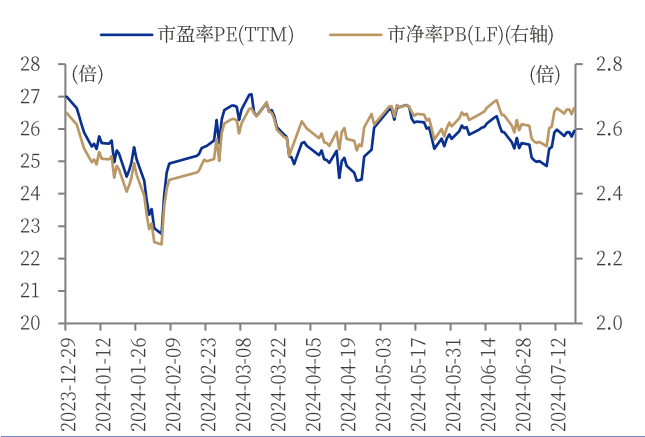
截至 7 月 19 日，出海指数 PE 为 25.94 倍，处于 2010 年以来 15.51% 分位数；其 PB 为 2.66 倍，处于 23.10% 的历史分位数水平。2023 年，出海指数营收同比增长 13.23%，预计 2024 年增速小幅上升至 14.10%（Wind 一致预测）；归母净利润 2023 年同比增长 32.49%，预计 2024 年保持较高增速，为 28.56%（Wind 一致预测）。总体上，出海指数估值水平较低，业绩增速预期向上，未来景气度较高，从而具备较高的投资价值。

图48：2024 年以来出海指数收盘价走势与全 A 类似



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图49：出海指数的市盈率、市净率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(四) 绿色低碳主题

2024 年第一季度，电力设备及新能源行业整体营业收入同比下降 9.68%，归母净利润同比下降 55.78%，净资产收益率为 1.47%，显示出行业整体盈利能力有所下降。在三级行业中，配电设备和电池综合服务表现突出，配电设备营业收入同比增长 5.42%，归母净利润同比下降 17.86%，而电池综合服务营业收入同比增长 33.31%，归母净利润同比增加 102.12%，这与市场需求增加和技术创新有关。输变电设备、电力电子及自动化、车用电机电控等也显示出一定的增长潜力。太阳能和储能面临较大挑战，营业收入和归母净利润均出现显著下降。

表6：一级行业电力设备及新能源和其三级行业的业绩表现(%)

		营业收入同比 2024Q1	营业收入同比增速 2024Q1-2023Q4	归母净利润同比 2024Q1	归母净利润同比增速 2024Q1-2023Q4	ROE (TTM)
一级行业	电力设备及新能源	-9.68	-7.15	-55.78	11.50	1.47
三级行业	输变电设备	0.85	-6.26	-37.04	26.82	1.93
	配电设备	5.42	-19.25	-17.86	265.69	1.72
	电力电子及自动化	10.73	2.64	-9.95	-0.56	1.75
	电机	-3.36	-4.05	-17.56	-105.27	1.35
	风电	6.39	10.10	-41.12	56.20	0.89
	核电	-0.46	-119.33	-95.06	463.66	-0.88
	太阳能	-25.19	-16.90	-100.88	29.49	0.12
	储能	-23.16	-8.95	-51.22	140.98	1.16
	综合能源设备	4.85	5.87	-10.05	-179.68	1.16
	锂电池	-12.96	-3.62	-5.73	6.56	3.32
	燃料电池	-8.89	-9.01	-35.29	-91.25	1.22
	车用电机电控	1.55	15.55	-21.63	1,055.59	1.24
	电池综合服务	33.31	10.48	102.12	57.61	1.69

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

估值方面，截至 7 月 19 日，电力设备及新能源行业的其市盈率为 24.34 倍，位于自 2010 年以来 7.67%的分位数水平，市净率为 2.12 倍，位于历史估值的 14.98%分位数，行业的估值相对较低。在三级行业中，除配电设备 PE 为 30.52 倍，位于历史估值的 92.25%分位数，PB 为 1.79 倍，位于历史估值的 2.14%分位数。此外，电机的 PE 为 53.52 倍，位于历史估值的 65.00%分位数。其他三

级行业中，车用电机电控的 PE 为 68.39 倍，位于历史估值的 61.48%分位数，这与新能源汽车市场的快速增长有关。而核电的 PB 为 1.48 倍，位于历史估值的 33.06%分位数，由于其稳定的盈利能力和资产价值被市场认可。

二十届三中全会决定稿提出要深化生态文明体制改革，健全绿色低碳发展机制，其中涉及发展绿色低碳产业和建设新型能源体系。具体来看，政策利好包括提供财税支持、优化投资环境、激励绿色消费、加强资源节约和循环利用、促进清洁能源利用效率，以及建立完善的碳排放管理和市场交易体系等。随着政策的持续推动和市场需求的不断增长，电力设备及新能源等相关产业有望迎来新增。特别是输变电、配电设备、电力电子及自动化领域，技术创新和智能化升级将进一步增强产业竞争力。电机、风电、核电、太阳能等清洁能源领域将受益于政策扶持，实现更大规模的装机容量和更高效的能源转换。同时，储能技术和综合能源设备的发展将为能源的高效利用和稳定供应提供支持。锂电池和燃料电池作为新能源车的关键技术，将在车辆电动化趋势中扮演至关重要的角色，而车用电机电控及电池综合服务则有望随着新能源车辆的普及而迎来广阔的市场空间，推动整个产业生态向更加可持续和智能化的方向发展。

表7：一级行业电力设备及新能源和其三级行业的估值表现

		PE (倍)	PE 估值分位数 (2010 年以来,%)	PB (倍)	PB 估值分位数 (2010 年以来,%)
一级行业	电力设备及新能源	24.34	7.67	2.12	14.98
三级行业	输变电设备	24.88	22.17	2.04	15.14
	配电设备	30.52	92.25	1.79	2.14
	电力电子及自动化	30.13	4.63	3.31	16.12
	电机	53.52	65.00	2.53	3.92
	风电	33.51	61.86	1.17	0.17
	核电	-	-	1.48	33.06
	太阳能	19.09	7.93	1.75	4.90
	储能	32.90	18.15	1.52	1.69
	综合能源设备	33.17	36.32	1.33	32.41
	锂电池	20.87	9.62	3.11	8.64
	燃料电池	23.80	22.35	1.46	0.62
	车用电机电控	68.39	61.48	1.91	10.69
	电池综合服务	32.84	1.91	2.20	28.32

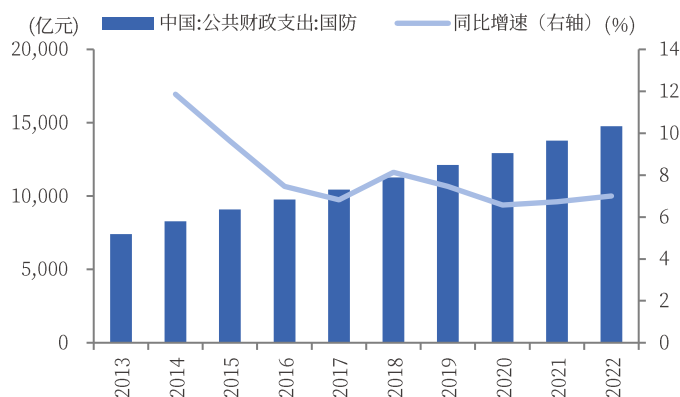
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）国防军工主题

二十届三中全会提出国家安全是中国式现代化行稳致远的重要基础，国防和军队现代化是中国式现代化的重要组成部分。《决定》进一步强调完善涉外国家安全机制、完善人民军队领导管理体制机制、深化联合作战体系改革、深化跨军地改革等。在上述政策表态下，军工领域的重要性再度凸显。

我国国防支出稳步增长，2022 年国防支出为 14752.22 亿元，同比增长 7%。从近年趋势来看，国防支出同比增速相对稳定在 7%左右。后续地缘冲突不确定性仍然较强，外部环境压力下我国国防投入力度有望继续加大。

图50: 历年国防支出及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从估值来看,截至7月19日,国防军工板块市盈率位于2010年以来19.13%分位数水平,在政策提振下,后续估值上涨空间较大。业绩方面,2024年一季度,国防军工板块营业收入同比增长2.33%,归母净利润同比下滑15.39%,利润增长有所承压。展望后续,我国国防支出平稳增长将为军工行业发展提供支撑,叠加全球地缘因素扰动的大环境下,行业估值有望迎来修复机遇。

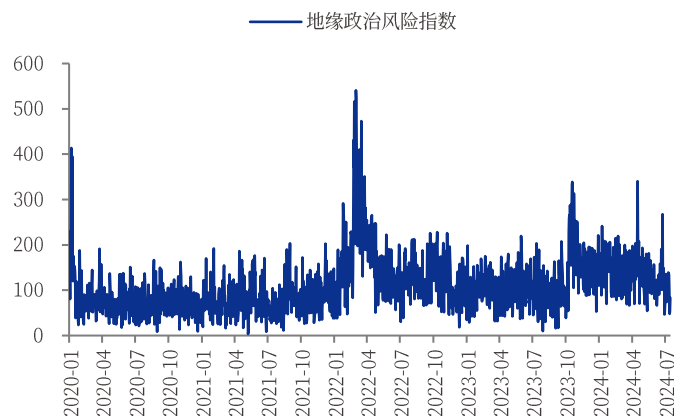
图52: 国防军工 PE 估值分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

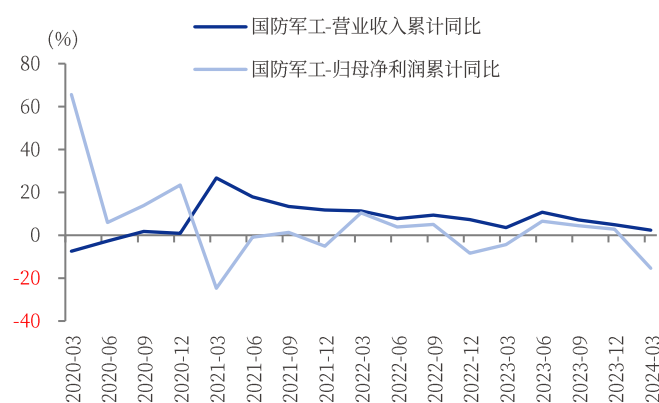
注: 分位数为自2010年以来水平

图51: 地缘政治风险指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图53: 国防军工业绩表现

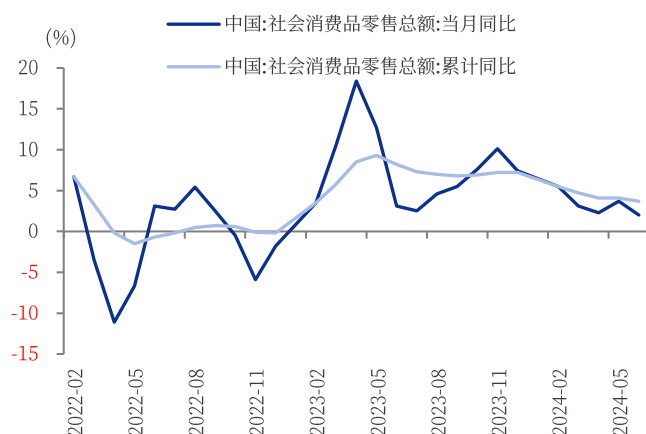


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（六）大消费主题

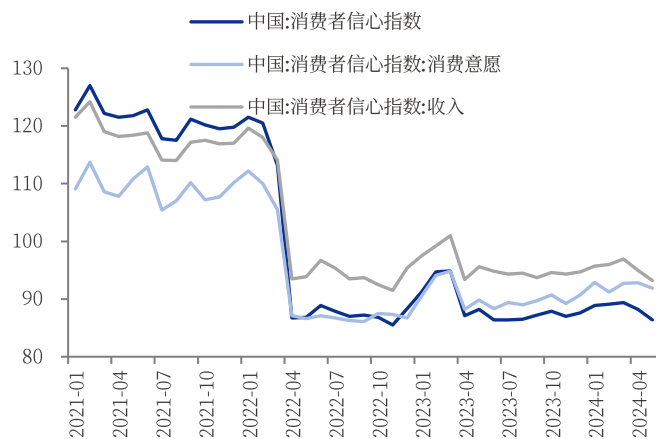
2024年以来,一系列扩内需促消费政策持续发力显效,消费潜力不断释放,服务消费增势良好,消费需求延续恢复态势。2024年上半年,社会消费品零售总额235969亿元,同比增长3.7%。最终消费支出拉动经济增长的主动力作用显著,对经济增长贡献率为60.5%。但整体来看,消费需求仍显不足。2024年5月,受地产低迷及疫情疤痕效应等影响,消费者信心指数为86.4,较上月下行1.8。扩大内需仍将是国内重要的政策方向,《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出“完善扩大消费长效机制,减少限制性措施,合理增加公共消费,积极推进首发经济”。

图54：社会消费品零售总额当月同比及累计同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

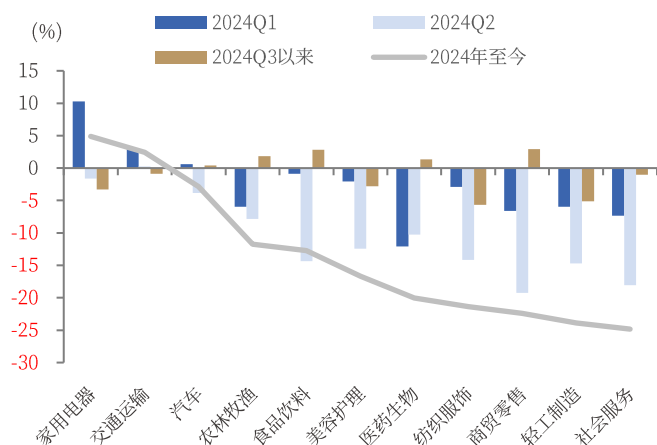
图55：消费者信心指数



资料来源：wind，中国银河证券研究院

今年以来，大消费板块多数行业经历调整行情。截至7月19日，仅家用电器和交通运输行业分别录得上涨4.89%和2.44%，其他行业均有所回调。其中，社会服务、轻工制造、商贸零售、纺织服饰、医药生物行业跌幅超20%。从市盈率估值来看，多数行业处于历史中低位水平，其中，截至7月19日，纺织服饰、社会服务、轻工制造、家用电器行业PE估值处于2010年以来10%分位数以下，估值修复空间较大。

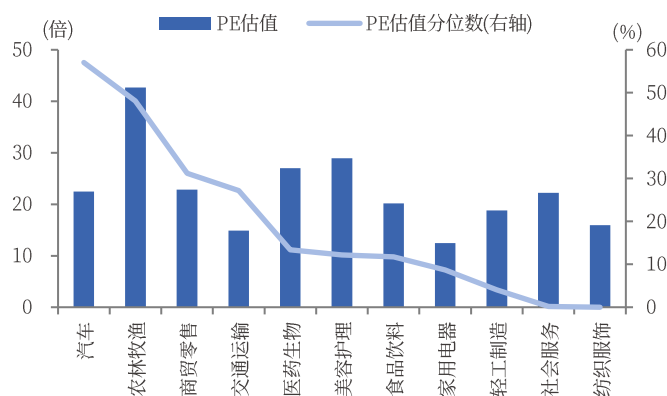
图56：大消费板块各行业涨跌幅



资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：截至7月19日

图57：大消费板块各行业PE估值及分位数



资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：截至7月19日，分位数为自2010年以来的水平

业绩方面，2024年一季度，大消费板块多数行业归母净利润实现同比正增长。其中，轻工制造行业归母净利润同比增长49.41%，增速较2023年进一步提升，农林牧渔行业归母净利润同比增速由负转正，呈现回暖迹象，医药生物行业归母净利润同比降幅较2023年有所收窄。随着一系列扩大内需政策不断发力，消费品以旧换新工作逐步落实，大消费板块业绩有望迎来阶段性改善。

表8：大消费板块各行业业绩表现（%）

营业收入累计同比增长率						归母净利润累计同比增速					
一级行业	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1	一级行业	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1
医药生物	4.83	5.82	2.86	1.70	-0.82	医药生物	-17.83	-14.06	-13.11	-16.86	-11.38
纺织服饰	3.86	4.21	2.89	7.03	5.96	纺织服饰	-5.47	7.77	10.54	67.09	6.27
食品饮料	10.80	9.89	8.96	7.22	6.81	食品饮料	18.23	14.97	15.82	17.58	15.96

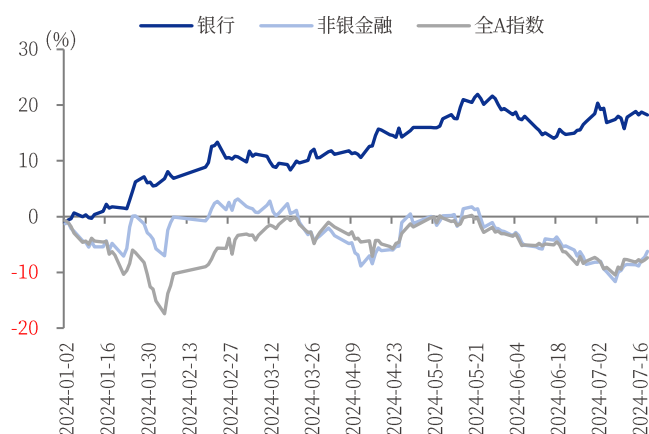
家用电器	3.84	5.87	6.02	6.42	7.38	家用电器	15.10	14.94	12.25	13.89	9.87
美容护理	5.77	5.54	4.03	2.30	1.29	美容护理	33.53	35.16	62.83	66.60	8.18
农林牧渔	15.48	9.84	6.66	3.61	-4.34	农林牧渔	68.70	9.11	-364.17	-135.85	56.20
社会服务	17.41	30.94	30.07	32.69	16.77	社会服务	119.19	141.94	746.69	209.40	61.69
商贸零售	1.55	1.03	0.10	-0.90	-5.69	商贸零售	31.36	15.69	17.55	1,198.49	-18.71
轻工制造	-7.80	-5.45	-4.01	-2.65	5.84	轻工制造	-27.89	-11.17	-1.54	15.86	49.41
交通运输	3.89	0.90	1.29	-2.43	-1.41	交通运输	3.61	20.11	50.27	69.09	25.88
汽车	4.54	19.29	16.70	15.84	8.74	汽车	8.76	27.93	30.43	49.39	15.66

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(七) 金融

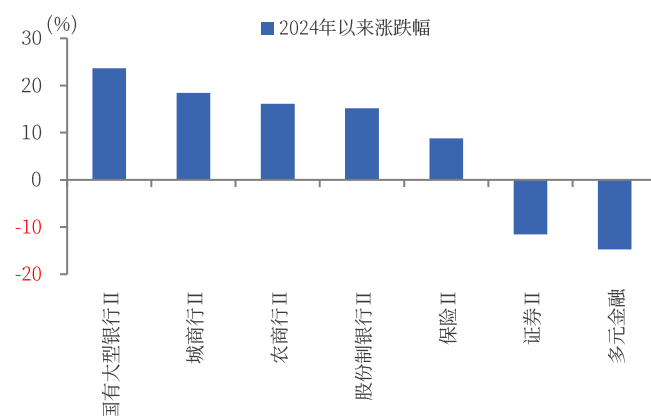
2024 年以来, 银行业行情表现突出。截至 7 月 19 日, 银行累计上涨 18.26%, 相较于全 A 指数的超额收益达 25.66%。银行业细分板块中, 国有大型银行、城商行、农商行、股份制银行分别上涨 23.65%、18.45%、16.09%、15.15%。银行板块涨幅较高, 主要得益于年初至今红利策略热度持续。在海内外不确定性因素扰动下, 红利行情预计或将延续, 叠加大型银行股具备较好的防御属性, 银行业行情有望受益。同期, 非银金融累计下跌 6.25%。非银金融细分板块表现分化, 保险上涨 8.80%, 证券、多元金融分别下跌 11.57%、14.76%。

图58: 2024 年以来金融板块累计涨跌幅



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图59: 2024 年以来金融板块细分行业累计涨跌幅

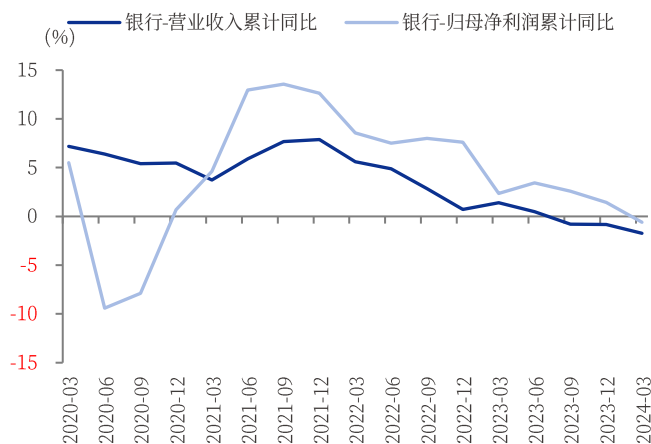


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

注: 截至 7 月 19 日

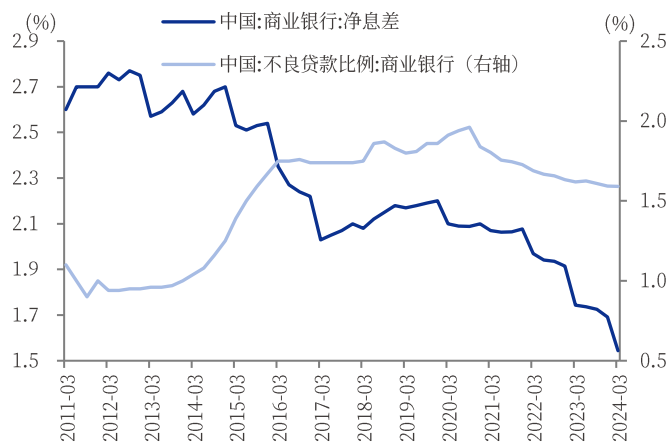
从业绩来看, 2024 年一季度, 银行板块营业收入同比下降 1.73%, 归母净利润同比下降 0.61%, 营收增长和盈利能力有所承压。在 LPR 下调压降银行资产收益率, 金融机构减费让利实体经济的背景下, 叠加受到存款定期化趋势的影响, 银行净息差持续下滑。2024 年一季度, 商业银行净息差指标为 1.54%, 较 2023 年底的 1.69% 进一步收窄。同时, 在地产政策陆续出台, 国内经济持续修复的环境下, 银行资产质量稳定提升, 不良贷款比例总体下降。展望后续, 房地产、地方债、金融风险化解仍然需要一个过程, 银行业化险任务仍值得关注, 中小型银行机构风险将是重点关注领域。

图60：银行业营业收入和归母净利润累计同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

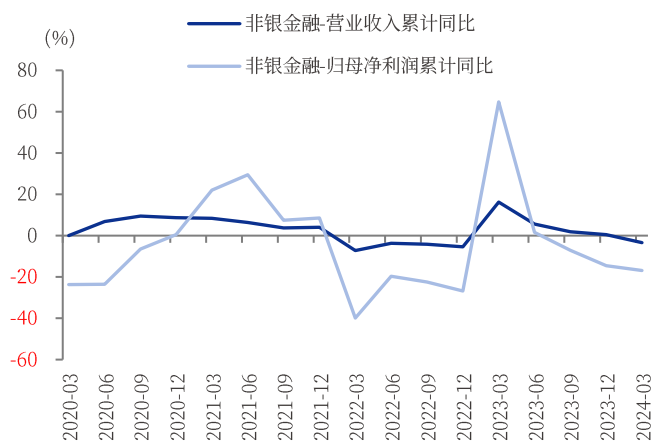
图61：商业银行净息差和不良贷款比例



资料来源：wind，中国银河证券研究院

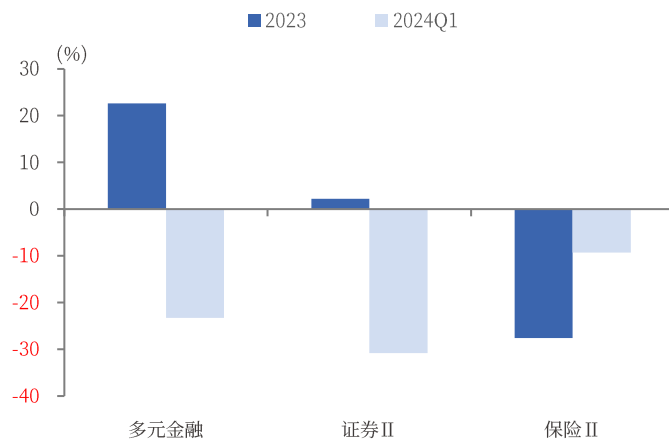
非银金融板块 2024 年一季度营业收入、归母净利润同比增速分别为-3.41%、-16.87%，业绩增速降幅明显。从细分板块归母净利润同比增速来看，证券板块降幅最大，下降 30.84%；其次是多元金融板块，下降 23.29%；保险板块下降 9.30%，但降幅较 2023 年有所收窄。受到 A 股市场融资规模大幅下滑，市场交易情绪波动影响，2024 年下半年证券行业盈利或继续承压，其中，头部企业经营稳健性较高。随着负债端表现持续好转，保费收入增速上行，保险板块有望受到更多基本面支撑。

图62：非银金融行业营业收入和归母净利润累计同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图63：非银金融细分行业归母净利润累计同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

估值方面，截至 7 月 19 日，银行板块市净率位于 2010 年以来 8.68%分位数水平，非银金融板块市净率位于 2010 年以来 0.61%分位数水平，后续估值上涨空间较大。2023 年 10 月召开的中央金融工作会议，首次提出加快建设金融强国的目标。二十届三中全会提出深化金融体制改革，《决定》进一步强调制定金融法，金融板块预计存在估值修复机会，其中，经营稳健、估值低位的头部企业有望更多受益。

（八）房地产

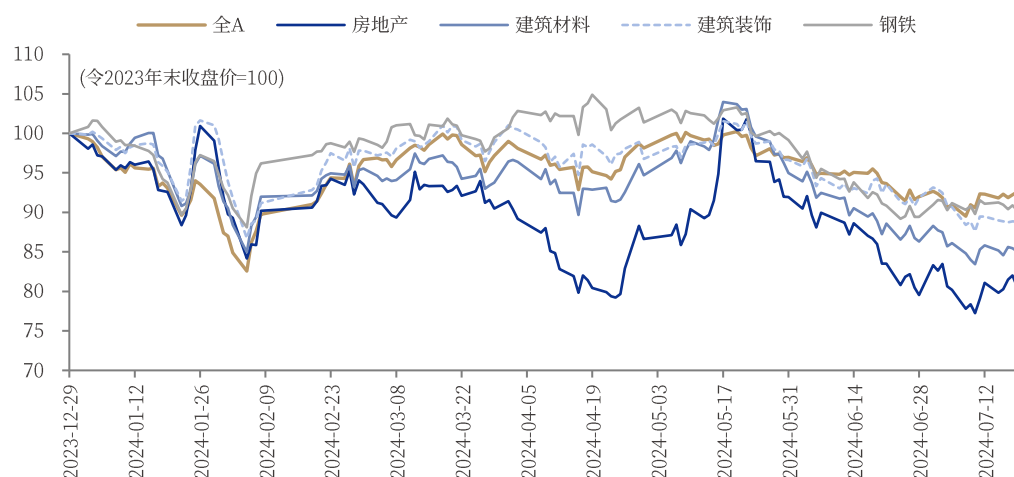
二十届三中全会提出，健全保障和改善民生制度体系，健全社会保障体系。其中，关于房地产领域，全会提出：“加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市

政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。”

5.17 新政发布后，6 月楼市企稳迹象增多。1-6 月份，新建商品房销售面积 47916 万平方米，同比下降 19.0%，新建商品房销售额 47133 亿元，下降 25.0%，降幅比 1-5 月份收窄 1.3 个、2.9 个百分点。6 月末，商品房待售面积 73894 万平方米，同比增长 15.2%，增幅较前值下降 0.6 个百分点。6 月份，70 个大中城市中，各线城市房价环比降幅总体收窄，房价下降城市数量有所减少，新房和二手房价格环比下降城市数量分别有 64 个和 66 个，均比上月减少 4 个。未来政策落实后，有望促进房地产市场业绩企稳和估值修复。

截至 7 月 19 日收盘，房地产指数收盘价较 2023 年末下跌 19.49%，建筑材料、建筑装饰、钢铁分别下跌 14.97%、11.17%、9.78%，跌幅均大于全 A 指数，即地产链超额收益为负。其中，4 月 25 日至 5 月 22 日，房地产指数大幅反弹，期间上涨 28.44%，主要受国家发布房地产去库存政策、部分城市限购政策放松以及 5.17 新政等重大举措影响；但由于政策效果短期尚未显现，房地产板块进入调整期，5 月 23 日至 7 月 10 日，房地产指数明显回调，期间下跌 24.10%。

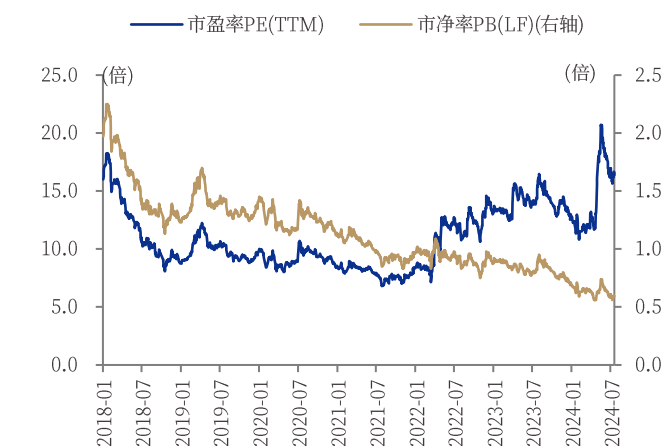
图64：房地产产业链收盘价走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

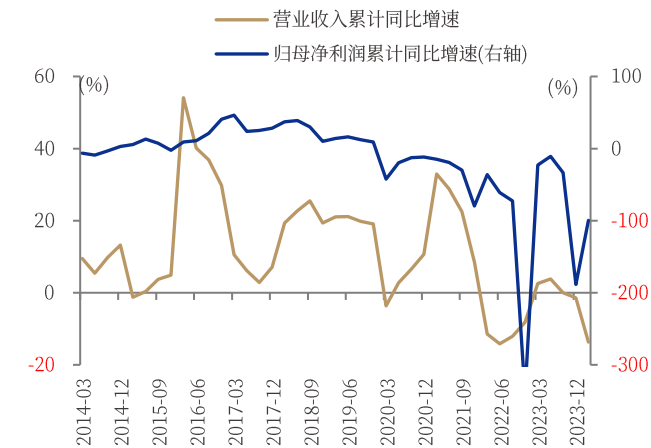
自 2018 年以来，房地产板块 PB 估值持续下降，而 PE 估值自 2022 年以来总体呈上升趋势，主要由于 2022 年以来房地产行业盈利持续负增长。2024 年一季度，房地产行业营业收入同比下降 13.72%，归母净利润同比下降 99.58%。截至 7 月 19 日，房地产指数的 PB 为 0.59 倍，处于 2018 年以来 1.29%分位数水平，其 PE 为 16.35 倍，处于 2018 年以来 95.59%分位数水平。

图65: 房地产指数估值走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图66: 房地产行业业绩增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、行业投资机遇

有色金属行业：国家关键矿产资源供应安全体系建设

有色行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☐	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☒

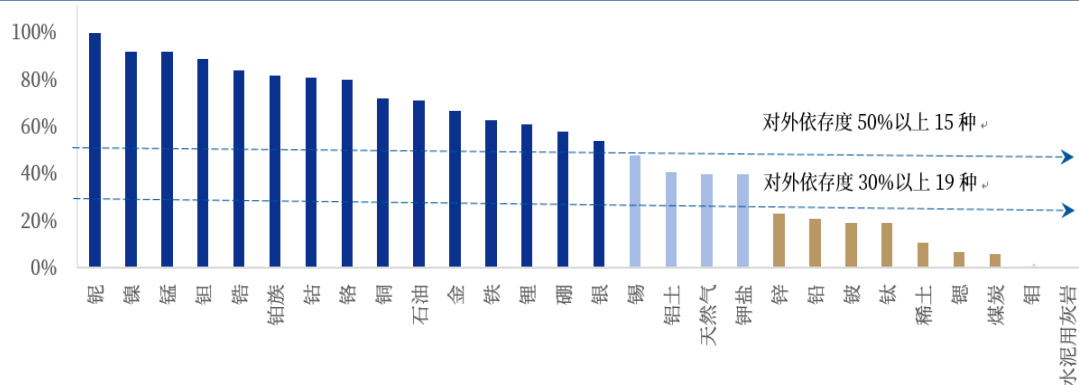
资源安全与矿业发展

关键矿产资源与产业链供应安全已成为国家安全体系中的重要一环。世界百年未有之大变局、逆全球化趋势下地缘冲突加剧、全球供应链体系重塑、新制造业国家崛起，各国对矿产资源的竞争加剧。美国、欧盟、日本等主要发达国家相继通过法案，加强战略性矿产的国家管控和战略储备（美国 2018 年发布《关键矿产清单》，欧盟 2020 年更新了其关键原材料清单，日本 2020 年通过新的国际资源战略）。而部分战略性矿产资源富裕国也相继调整矿业政策增强资源价值掌控力（印尼禁止原矿出口，刚果（金）提高矿业税率与征收暴利税、智利将盐湖特许开采权收益收归国有）。全球局势不断变化对中国的矿产资源安全保障与确保矿产资源供应安全提出了新的挑战。

在 2022 年二十大报告中，党中央与国家首次明确的将资源列入国家安全体系中，指明要强化资源安全能力与安全保障体系建设，确保资源与重要产业链供应链安全。为贯彻落实二十大战略部署，二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》指出，**要健全国家安全体系，强化一体化国家战略体系，增强维护国家安全能力；健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度，抓紧打造自主可控的产业链供应链，完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。**我国有色金属行业应加强关键矿产资源的勘探与生产，增强关键矿产资源的储备，提升资源端对制造产业链的供应能力，保障国家的资源安全与产业链供应安全，完善国家安全战略体系。

我国战略性矿产对外依存度高。金属矿产资源为制造业供应关键原材料，是稳定国民经济运行的基础产业。我国有色金属资源禀赋一般，30 种主要矿产中约一半矿产储量丰度低于世界平均水平；但由于我国是全球制造业大国，对有色金属矿产资源需求与消耗量大，在 35 种主要矿产中 23 种产量全球第一，人均产量远大于全球水平。我国资源平均开采强度是世界平均水平的 4.6 倍，尤其国内铜、铝、镍、锂、铬、钴、黄金等关键矿产储量相对较少，但冶炼产量高，因此高度依赖进口。据中国地质调查局统计，2022 年我国有 28 种矿产为短缺矿产，对外依存度 50% 以上的有 15 种，其中镍、锆、钴、铬等战略性矿产资源对外依存度超 80%；预计到 2035 年，我国 40 种矿产资源 2/3 对外依存的格局难以改变，其中铜、钴、镍、锂等战略性矿产对外依存度将持续超过 50%-70%。

图67：2022 年 28 种短缺矿产对外依存度



资料来源：中国地质调查局，中国银河证券研究院

我国有色金属行业为保障国内关键性矿产资源安全与产业链供应体系安全，需构建国内国际双循环新发展格局：国内找矿，国外收矿。

加强国内关键矿产资源勘查开发，实现增储上产。加大国内有色金属资源的探采开发与生产供应，是保障我国矿产资源安全与矿产资源供应链安全的最有效办法。三中全会《决定》明确要完善战略性矿产资源探产供储销统筹，而早在 2023 年全国自然资源工作会议提出，要围绕加强重要能源矿产资源国内勘探开发和增储上产，全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动。此外，《矿业权出让交易规则》（自然资源部发布）、《矿业权出让收益征收办法》（财政部、自然资源部、税务总局联合发布）、《进一步完善矿产资源勘查开采登记管理》（自然资源部发布）等文件出台，将进一步完善社会资本投入政策，提高社会资金投入矿产资源勘查的积极性，吸引更多矿业企业，找好矿、找大矿。2023 年后，全国新发现矿产地 31 处，其中大型 12 处、中型 11 处、小型 8 处。山东金矿、四川江西锂矿、贵州锰矿、甘肃新疆镍矿等都取得找矿重大进展，为加快能源矿产资源国内勘探开发和增储上产打下坚实基础。

掌握海外矿山资源是保障国内产业链资源供应安全的必然举措，坚持国内头部有色企业走出去进行全球矿山资源并购策略。国内关键矿产资源储量较少的现实，要求我国企业出海收购海外优质矿山资源，以弥补国内资源的供应不足，保障对制造业生产的资源供应，完善国内资源供应的产业链安全体系。而从西方发达国家的领先有色矿产企业发展历史来看，出海在全球范围内收购优质的矿产资源，也是有色金属企业发展壮大至全球有色龙头公司的必由之路。我国在过去十年开启了一轮“走出去”的热潮。根据 S&P Global 数据，2011-2021 年中国对海外矿山和项目的直接投资达 161 亿美元，大部分资金投向铜资产，2021 年中国企业在海外共 30 个正在运营的铜矿项目，另有 38 个处于勘探阶段。近年来，随着国内电动汽车和储能电池行业的突飞猛进，使得作为电池金属选择的钴和锂的关注度在上升，中国企业也在全球范围内勘探和收购锂矿项目。

三中全会再次强调要统筹发展与安全，关键战略性矿产资源安全与矿产资源对我国生产制造供应链保障也已成为健全国家安全体系中的重要一环，是推进中国式现代化建设行稳致远的重要基础。在国家资源保障与供应链安全保障的要求下，国内有色资源的加速开发与海外优质资源的并购将成为国内有色企业新的发展动力。而在三中全会《决定》指出国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中的要求下，拥有国内关键矿产资源优质储备，及海外矿山资源并购与矿山运营能力的大型有色金属央企与国企将担当起维护国家资源与供应安全的重任，也具备更好的扩张机遇与成长潜力。在 A 股有色金属行业中，我们建议关注铜资源板块中在全球范围内收购铜矿山资源的紫金矿业（601899.SH），以及在国内拥有优质铜矿资源的西部矿业（601168.SH）；铝板块中推荐主导国内铝产业链一体化开发、海外建立铝土矿资源供应基地的中国铝业（601600.SH）；

黄金板块中推荐未来国内外金矿资源开发投产迎来高峰期的山东黄金（600547.SH），以及国内唯一金矿央企上市公司平台、大股东优质金矿开发及资产注入加速的中金黄金（600489.SH）。

化工行业：筑牢产业根基，推动高质量发展

化工行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☐ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☒ 新质生产力 ☒
财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☒ 国家安全体系 ☐

二十届三中全会紧紧围绕“推进中国式现代化”这一时代重大命题，对进一步全面深化改革作出重要部署。我们认为，石化化工行业是国民经济支柱产业，经济总量大、产业链条长、产品种类多、关联覆盖广，关乎产业链供应链安全稳定、绿色低碳发展等，应重点把握以下三条主线：一是，扎实推进绿色低碳发展，把握废塑料裂解蓝海机遇。二是，化肥保供稳价政策基调明确，为助农事业添砖加瓦。三是，在扩大国际合作中提升开放能力，关注轮胎行业出海机会。

（一）低碳化进程持续推进，废塑料裂解前景广阔

我国塑料产量连年增长，政府高度重视塑料污染治理。我国是全球塑料生产、消费和进出口贸易最活跃的经济体。2023 年我国初级形态塑料产量约 11901.8 万吨，同比增长 6.3%，2017-2023 年年均复合增长 6.0%。从原料端来看，塑料主要以“三苯三烯”为原料，根据北京大学能源研究院发布的《中国塑料行业绿色低碳发展研究报告》，我国约 82%的“三苯三烯”产自油气资源，平均每生产 1 吨塑料，约消耗 0.9 吨石油。近年来，我国对于塑料污染治理的重视程度不断提升，政府部门已出台多项政策文件，以强化塑料污染治理、推动塑料行业高质量发展，进而助力我国达成“双碳”目标。同时也对解决全球塑料污染治理问题、推动全球可持续发展具有重要意义。

回收再利用是废塑料处理的重要发展方向，废塑料裂解技术市场空间广阔。现阶段，全球废塑料主要处理方案为填埋和焚烧。但填埋占地面积大，且会导致土壤二次污染；焚烧会产生有毒气体对环境造成污染，并加剧碳排放。相比之下，废塑料回收再利用可以有效减少环境污染、保持生态平衡、降低碳排放，符合绿色低碳和循环经济的要求，是未来废塑料处理的重要发展方向。废塑料回收再利用主要包含物理和化学两种方法，其中热裂解、催化裂解等化学原料回收法是一种无害且高效的废塑料处理方式，未来有望成为提升废塑料回收率的重要突破口。目前热裂解、催化裂解等化学方法尚未实现大规模工业化应用，但已有少数企业实现相关技术突破。塑料污染治理力度不断强化的趋势下，废塑料裂解等化学原料回收法拥有广阔的发展前景。**我们看好废塑料裂解蓝海市场，建议关注国内废塑料裂解先行者惠城环保。**

（二）化肥保供稳价基调明确，助农节本增收

化肥是保障粮食安全的重要环节，“保供稳价”成为近年化肥行业主要政策基调。粮食安全是关系国运民生的压舱石，党的二十大报告中提出要全方位夯实粮食安全根基、牢牢守住十八亿亩耕地红线等重要论述，为未来我国开展粮食安全工作指明方向。本届《全会》中提出，将加快健全种粮农民收益保障机制，推动粮食等重要农产品价格保持在合理水平。化肥有“粮食的粮食”之称，合理施用化肥可以有效实现粮食增产增效，同时化肥价格波动也将直接影响粮食生产成本、农民耕种积极性以及农民收益水平。因此确保化肥稳健、高质量供应，对于保障粮食安全和农民利益具有

重要作用。近年来政府部门已接连出台各项化肥保供稳价政策，从化肥生产、商业储备、流通、原料保障、进出口等方面做出部署，以确保春耕等重点时段国内化肥供应货足价稳。未来保供稳价或成为我国化肥行业的主要政策基调，并引导化肥行业稳健、高质量发展。

供需两端齐发力，推动化肥产业结构优化升级。供给端，目前我国化肥市场处于充分竞争态势，且存在行业集中度偏低、产品同质化严重等问题。供给侧改革、环保政策趋严以来，我国化肥行业过剩产能清退虽有一定成效，但部分细分品类产能过剩问题仍然存在。需求端，2015 年以来在国家“减肥增效”等政策引导下，我国化肥施用量震荡下降。据国家统计局数据显示，2023 年我国化肥施用量为 5021.7 万吨，同比下滑 1.1%，较 2015 年高点下滑 16.6%。从同比降幅走势来看，我国化肥减量增效已取得阶段性进展，化肥需求逐步企稳。考虑到我国化肥行业产能高速扩张期已过，环保及能耗不达标的落后产能仍在逐步清退，预计未来我国化肥行业供需结构将有所改善，但供大于求的本质或难以扭转。市场竞争压力下，化肥生产企业需寻求全新发展动能、推进转型升级，随着粮食安全保供、化肥保供稳价、减肥增效等政策持续发力，功能性、环保、高效的新型化肥产品的市场份额有望逐步提升，并为化肥行业发展注入新动能。

我们认为，未来具备技术研发优势、规模优势以及产业链一体化优势的龙头化肥生产企业在保供稳价、保障粮食安全以及健全农民收益保障机制等工作中扮演的角色将愈发重要，我国化肥行业市场份额有望向龙头企业逐步集中，**建议关注云天化、华鲁恒升、亚钾国际等。**

(三) 提高对外开放能力，头部胎企扬帆出海进行时

“双反”制裁频发，中国轮胎企业扬帆出海。《全会》提出必须坚持对外开放基本国策，坚持以开放促改革，依托我国超大规模市场优势，在扩大国际合作中提升开放能力。近些年，我国轮胎行业依托国内智能化工厂建设及生产经验，加速海外产能布局，不断提升在国际贸易中的竞争力。轮胎企业出海主要系以下两点原因。一是，近些年美国、欧洲等地不断对中国轮胎企业的轮胎产品展开涉及贸易保护的反倾销、反补贴（以下简称“双反”）调查，国内轮胎对美国、欧洲出口面临较大冲击。二是，泰国、越南、老挝等东南亚国家是天然橡胶主产地，且劳动力成本较低，企业通过在东南亚建厂，可降低原材料成本、运输成本、人工成本等。此外，东南亚等地在早期尚未面临海外“双反”制裁，可抵御贸易壁垒，帮助国内轮胎企业实现海外业务的快速拓展。近些年，部分轮胎企业在塞尔维亚、印度尼西亚、摩洛哥、墨西哥等地规划、布局产能，进一步拓展出海版图。

轮胎市场空间广阔，国产品牌凭借性价比优势积极抢占市场份额。据米其林数据显示，2023 年全球轮胎消费量 17.8 亿条。替换需求约占轮胎需求 70%以上且具有刚性，我们认为，随着汽车保有量的增长，预计全球轮胎需求量有望稳健增长。在欧美高通胀背景下，消费者消费降级倾向于选择具有高性价比的产品，中国轮胎品牌积极抢占市场份额，中国及以泰国为代表的海外生产基地出口表现亮眼。2024 年 1-6 月，我国新的充气橡胶轮胎出口量 33090 万条，同比增长 10.5%；2024 年 1-5 月，泰国半钢胎和全钢胎合计出口 4749 万条，同比增长 16.5%。

我们认为，轮胎需求具有刚性且市场空间广阔，国产品牌凭借性价比优势正积极抢占市场份额。**看好国内轮胎龙头企业扬帆出海，通过全球化产能扩张带来的成长性，推荐赛轮轮胎、森麒麟等。**

表9：化工行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300779.SZ	惠城环保	率先突破废塑料裂解技术，20 万吨/年项目投产在即	1.01	1.55	2.62	3.25	59.61	32.54	18.99	14.37
600096.SH	云天化	磷肥产能国内领先，产业链一体化优势突出	2.47	2.62	2.75	2.86	8.29	7.80	7.44	7.14
600426.SH	华鲁恒升	煤化工领军企业，低成本维护核心竞争力	1.68	2.18	2.62	3.00	15.98	12.34	10.25	8.97
000893.SZ	亚钾国际	境外钾盐开拓先行者，百万吨项目持续投产	1.33	0.92	1.86	2.47	11.06	15.99	7.90	5.95

601058.SH	赛轮轮胎	“产品力”持续升级，全球化布局成长可期	0.94	1.36	1.60	1.85	14.24	9.84	8.37	7.22
002984.SZ	森麒麟	产品定位高端，摩洛哥项目稳步推进	1.33	2.07	2.30	2.64	17.11	10.99	9.89	8.62

资料来源：iFind、中国银河证券研究院(惠城环保、华鲁恒升数据取自 iFind 一致预期)

电新行业：积极稳妥推进双碳，新能源成长无虞

电新行业-三中全会相关主题

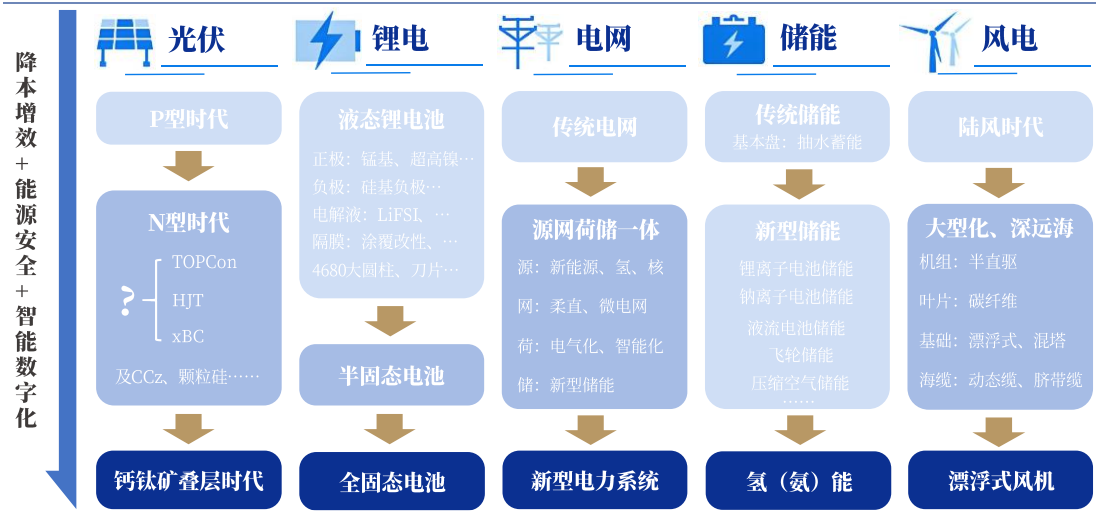
国有企业改革	☐	全国统一大市场	☒	高水平对外开放	☒	新质生产力	☒
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☐

在习近平总书记提出的“四个革命、一个合作”能源安全新战略指引下，我国能源发展成就斐然。中国式现代化对能源发展提出了新的更高要求，我国将持续践行能源安全新战略，统筹能源安全和低碳转型，供给侧非化石能源提质扩量做加法，消费侧节能降碳做减法，推动能源高质量发展。

（一）大力发展新能源新质生产力

坚定“大力发展新能源”，行业成长确定性无虞。三中全会公告提出因地制宜发展新质生产力，健全绿色低碳发展机制。三中全会《决定》细化说明，完善推动新能源等战略性新兴产业发展政策和治理体系，建立能耗双控向碳排放双控全面转型新机制，积极稳妥推进碳达峰碳中和。2024年2月习总书记强调“绿色发展是高质量发展的底色，新质生产力本身就是绿色生产力”，3月习总书记指出我国能源发展出路就是大力发展新能源。新能源覆盖光伏、锂电、电网、储能、风电等诸多领域，我国不同区域资源禀赋各异，各地因地制宜发挥优势，不断技术创新、降本提效，为经济高质量发展提供了坚实的物质基础和持续动力。当前我国新能源发展已取得全球瞩目的成绩，未来仍是确定性极强的发展方向，未来政策有望从财税、金融、投资、价格多方面发力支持行业发展。

图68：加强新能源产业技术自主创新，大力发展新能源新质生产力



资料来源：中国银河证券研究院

智能能源互联网促进新能源消纳。三中全会《决定》提出加快规划建设新型能源体系，完善能源消纳和调控政策措施。习总书记强调：“要适应能源转型需要，进一步建设好新能源基础设施网络。提升电力系统对新能源的消纳能力。”2024年5月，国家能源局《关于做好新能源消纳工作，保障新能源高质量发展的通知》强调加快推进新能源配套电网项目建设，科学优化新能源利用率目标，新能源消纳放宽95%的利用率红线至90%。我们认为，绿色数字经济将带动海量绿电需求及电网等配套基础设施，促进新能源消纳，同时数字技术赋能能源体系，推进电网智能化改造，充分发挥电网资源配置平台作用，并有望催生出新技术、新业态、新领域。

(二) 加快建设全国统一电力市场体系

建立全国统一电力市场体系。三中全会《决定》提出深化能源管理体制改 革，建设全国统一电力市场。根据国家发改委、能源局《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》，2025年，全国统一电力市场体系初步建成，到2030年全国统一电力市场体系基本建成。我们认为我国全国统一电力市场体系主要解决电力在不同时间（中长期、现货）、区域配置问题，新能源入市也是重点之一。在2025和2030重要节点要求下，全国统一电力市场建设有望提速。

培育多元竞争主体，提升电网智能化水平。未来我国市场化电量占比将持续提升，电力商品价值多维化，新能源入市电量电价承压，但绿电溢价有望支撑新能源持续兑现环境价值。政策有望持续培育多元竞争的市场主体，提供综合能源管理、负荷集成等增值服务，引导用户侧可调负荷资源、储能、分布式能源、新能源汽车等新型市场主体参与市场交易，同时提升电网智能化水平。

稳妥推进区域电力市场建设。根据《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》可知，我国重点清洁能源基地远离负荷中心，2024年政府工作报告强调加强大型风电光伏基地和外送通道建设。国家能源局将持续加强省间电力协同互济，打破省间壁垒，促进新能源跨省消纳、跨省交易。此外，乡村振兴与能源革命并行。三中全会强调城乡融合发展，统筹新型工业化、城镇化和乡村全面振兴。考虑到城乡电网差距，我们认为未来将加强农村电网建设，组织实施“千家万户沐光行动”“千乡万村驭风行动”等，推动乡村清洁能源高质量发展，建设多能互补的分布式低碳综合能源网络。

(三) “新三样”引领培育外贸新动能

新能源产业出海基础佳，积极探索新模式。三中全会提出完善高水平对外开放体制机制，加快培育外贸新动能。当前以电动汽车、锂电池和太阳能电池“新三样”为代表的新能源产业已构建起多元化、深层次的出口体系，涵盖产品出口、产能合作等全方位模式，已成为出口与经济增长的重要引擎之一。近年全球产业链格局加速重构，国际贸易形势复杂多变，壁垒性政策对新能源出海形成了一定挑战。展望未来，为持续巩固新能源产业出口优势，将积极探索地并实践更开放包容、高效协同、互利共赢的出海模式，保障出口稳健增长。

全方位拓展全球能源合作。三中全会提出完善推进高质量共建“一带一路”机制，未来我国电新行业将继续发挥“新三样”比较优势，推进与周边国家电网互联互通，依托重点工程项目带动我国特高压输电、数字电网、抽水蓄能、综合能源、电力装备制造等先进技术、装备和标准“走出去”，加快全球市场开拓，持续发挥好技术、装备、标准、文化等优势，培育能源转型新增长点。

表10：电新行业重点公司盈利预测与估值（截止2024年7月19日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000400.SZ	许继电气	输变电设备龙头，特高压有望释放弹性	0.99	1.20	1.60	2.23	29.82	24.45	18.41	13.20
603606.SH	东方电缆	国内外海风需求共振，海缆龙头加速出海	1.45	1.90	2.49	2.77	31.76	24.31	18.51	16.64

300274.SZ	阳光电源	全球逆变器龙头，光储氢三翼齐飞	6.36	8.03	9.71	11.15	11.37	9.00	7.45	6.48
300750.SZ	宁德时代	“CATL Inside”再续辉煌，海外发力谋远局	10.03	11.12	13.33	15.59	18.89	17.04	14.21	12.15
601865.SH	福莱特	光伏玻璃龙头，率先走出周期阴霾	1.17	1.62	2.11	2.55	16.03	11.57	8.89	7.35

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

国防军工：改革强军，实现建军百年奋斗目标

国防军工行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☐ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☐ 新质生产力 ☒
 财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☐ 国家安全体系 ☒

（一）持续深化国防和军队改革，推进国家安全体系和能力现代化

二十届三中全会对进一步全面深化改革做出系统部署，提出持续深化国防和军队改革。全会提出，国防和军队现代化是中国式现代化的重要组成部分，必须坚持党对人民军队的绝对领导，深入实施改革强军战略，为如期实现建军一百年奋斗目标、基本实现国防和军队现代化提供有力保障。改革主要包括以下方面：1）完善人民军队领导管理体制；2）深化联合作战体系改革；3）深化跨军地改革。

对比以往的重要会议，二十届三中全会关于国防和军队改革的内容大幅增加，主要新变化包括：1）完善人民军队领导管理体制，深入推进政治建军；2）改进武器装备采购制度，建立军品设计回报机制；3）构建新型军兵种结构布局，实施军队企事业单位调整改革；4）加强航天、军贸等领域建设和管理统筹。我们认为，二十届三中全会针对军队改革、联合作战、武器装备采购和军地协同等提出了针对性改革意见，对航天、军贸等领域的建设和管理作出了进一步规划，相关领域结构、格局将焕然一新，军队战斗力将明显提升。

党的十八大以来，我国全面实施改革强军战略，重塑重构军队领导指挥体制、现代军事力量体系、军事政策制度，为如期实现建军一百年奋斗目标、基本实现国防和军队现代化提供有力保障。

（二）加强网络信息体系建设运用统筹，深化联合作战体系改革

二十届三中全会提出：“完善军委联合作战指挥中心职能，优化战区联合作战指挥中心编成，完善任务部队联合作战指挥编组模式，加强网络信息体系建设运用统筹。构建新型军兵种结构布局，加快发展战略威慑力量，大力发展新域新质作战力量，统筹加强传统作战力量建设。”

新时期战争模式发生了翻天覆地的变化，信息化条件下的联合作战要求提升，装备的信息化比例也在稳步提高。未来，我们要建设信息化战场，夺取信息化优势，建设信息化军队，打赢信息化战争，一切基础在于实现武器装备的信息化和作战空间的网络化。

目前，人工智能、云计算等技术不断催生联合作战基本要素发生嬗变。情报、指控、网电等功能模块之间，呈现由分离向融合、单装向集群、实物为主向虚实互动发展的新趋势。新域新质作战形式层出不穷。我们认为，对于智能化战争，C4ISR等网络信息体系是军队信息化和联合作战的底

层基础设施，高度自主的无人装备是构建联合作战体系的有力保障。2024 年 4 月，信息支援部队成立，为军队联合作战体系搭建奠定基础，军队信息化建设有望提速。

（三）完善武器装备采购制度，建立军品设计回报机制

二十届三中全会提出：“健全国防建设军事需求提报和军地对接机制，完善国防动员体系。深化国防科技工业体制改革，优化国防科技工业布局。改进武器装备采购制度，建立军品设计回报机制，构建武器装备现代化管理体系。”

我们认为，武器装备采购制度将在中央军委 2021 年发布的《军队装备订购规定》和 2022 年发布的《军队装备采购合同监督管理暂行规定》的总原则基础上，进一步明确武器装备采购前期的需求生成、规划计划、建设立项，中期的合同订立、批产过程中采购合同监督的工作内容、流程和要求等，武器装备采购将继续朝着质量至上、竞争择优、集约高效、监督制衡方向发展。

历史上，我国军品定价机制可大致分为“无偿调拨、实际成本加成、计划成本加成、多种定价方式并存、目标管理价格制”5 个阶段。我们认为，在我国武器装备坚持独立自主的大背景下，武器装备创新需要顺应战争形态需求变化才能获得强大生命力。军品设计回报机制将使军品定价机制进入“目标管理+设计回报”的新阶段，对武器装备创新提出了更高的要求，研发投入较高和创新能力较强的军工企业有望受益。

（四）航天和军贸市场有望迎快速发展

二十届三中全会提出“完善军地标准化工作统筹机制。加强航天、军贸等领域建设和管理统筹。”

2013 年，习近平总书记首次提出“航天梦是强国梦的重要组成部分”。除了传统航天领域，商业航天开始崭露头角，并取得快速发展。北京、上海、海南、重庆等多地出台包括航天产业集群、商业航天配套产业链相关规划。在产业链方面，包括火箭总装总测发射、卫星研制生产、卫星数据应用的商业航天产业链初步形成。根据我们测算，未来十年内我国火箭发射市场空间超过 5900 亿元。我们认为，从国家航天到商业航天的转变，有力体现了军工技术与新质生产力高度融合、双向拉动。在政策、资本、技术、人才、创新等要素合力推动下，面对万亿蓝海市场，我国商业航天必将迎来崭新的发展机遇，为全面创新体制机制的形成及国家安全体系和能力现代化贡献力量。

伴随着大国的兴衰交替，全球“百年未有之大变局”加速演进。俄乌战争尚未结束，巴以冲突持续，国际社会的分裂和对立进一步加剧，全球地缘格局的不稳定性骤增，军备预期或将大幅提升，军贸有望成为全球快速增长的领域之一。从装备类型看，军机、无人机、舰船、防空装备、远火、导弹等装备领域需求旺盛，军贸市场空间广阔。

（五）投资建议

关注三个维度：1）军工领域央/国企不断深化改革，围绕国之所需，改善企业的内在价值和长期价值，突出强军导向和产业实效，建议关注中航西飞（000768.SZ）和七一二（603712.SZ）；2）以低空产业（无人机）、商业航天为代表的军工新质生产力与新质战斗力高效融合的赛道，建议关注航天电子（600879.SH）；3）内销+军贸齐牵引，建议关注中航沈飞（600760.SH）。

表11：国防军工行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000768.SZ	中航西飞	央企改革改善内生价值	0.42	0.54	0.69	61.03	48.01	36.54

600879.SH	航天电子	低空产业和商业航天共振	0.24	0.27	0.33	30.82	27.04	22.39
600760.SH	中航沈飞	内销+军贸齐牵引	1.36	1.70	2.08	30.86	24.82	20.22
603712.SH	七一二	军工信息化龙头	0.98	1.23	1.42	23.35	16.70	11.55

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

机械行业：机械视角看三中全会，把脉未来五大投资机会

机械行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☒ 全国统一大市场 ☒ 高水平对外开放 ☒ 新质生产力 ☒
 财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☐ 国家安全体系 ☒

机械视角看三中全会，我们梳理决定提及的五大方向对机械板块的影响。

方向一：央企构建大国重器之基，改革焕发新活力。决定提出，深化国资国企改革，完善管理监督体制机制，增强各有关管理部门战略协同，推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力。机械行业上市公司国企改革主要有混合所有制改革、股权激励和资产注入三种模式。机械板块央企往往是构建大国重器之基，改革有望使央企焕发新活力，关注央企占比较高的轨交、工程机械、船舶等板块。决定还提出，推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制。还提到健全现代化基础设施建设体制机制，推进铁路体制改革。铁路改革有望改善国铁盈利，长远来看有望提升装备需求。

方向二：构建全国统一大市场，机械关注降低全社会物流成本中“公转铁”拉动铁路机车货车新增需求，以及土地流转趋势下农机行业的长期发展前景。决定提出要构建全国统一大市场，完善市场经济基础制度，还提到城乡融合发展是中国式现代化的必然要求，深化土地制度改革。全国统一大市场包括五大要素市场化建设、三大资源市场改革和现代化物流体系建设。其中，现代化物流系统建设目的之一是降低全社会物流成本，其中“公转铁”是其中重要手段，若公转铁推进顺利，铁路货运量有望提速，拉动铁路机车和货车的新增需求。城乡融合发展重要手段之一为土地流转，土地流转助力农机行业实现量价齐升。一方面，土地适度规模经营是实现农业机械化的必要条件，土地转入能够在一定程度上提高农业机械化率；另一方面，土地的规模化还使得从小型农机向高端智能化农机的切换更为可能，带动农机均价提升。

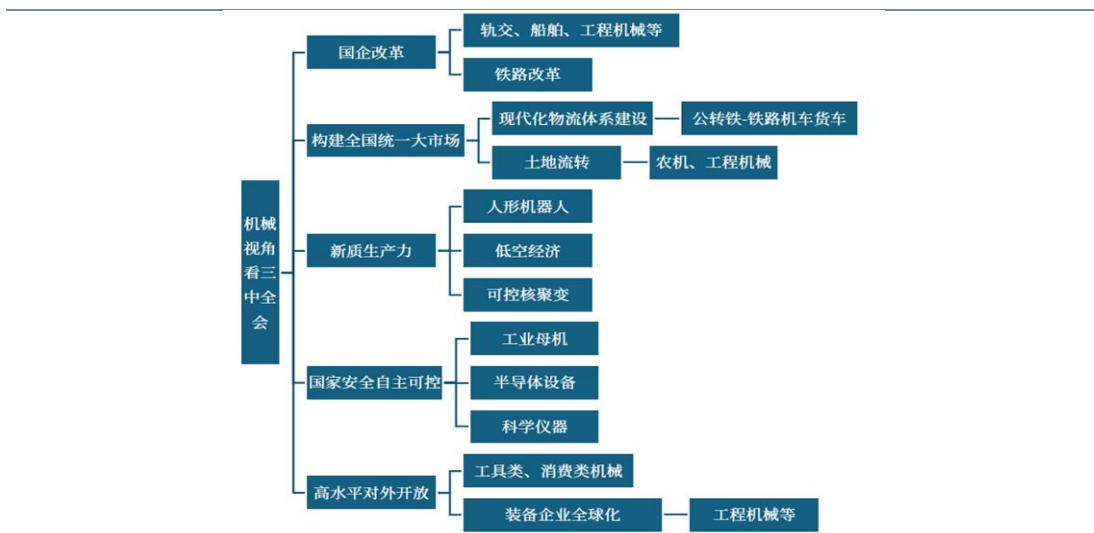
方向三：聚焦新质生产力，新技术新产业孕育新机会。决定提出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度。加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。新质生产力带来的新技术新产业，孕育的新的装备投资机会，机械板块建议关注未来制造——人形机器人，未来空间——低空经济，及未来能源——可控核聚变等从 0 到 1 产业带来的装备投资机遇。

方向四：提升产业链供应链韧性和安全水平，聚焦自主可控中的投资机会，重点包括工业母机、半导体设备、科学仪器等。决定提出，国家安全是中国式现代化行稳致远的重要基础。关键领域装备的自主可控是保障我国制造业乃至国防安全的必由之路。抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化集成电路、工业母机等重点产业链发展体制机制，全链条推进技术攻关、成果应用。建立产

业链供应链安全风险评估和应对机制。从卡脖子角度考虑，工业母机尤其是高端五轴联动数控机床和数控系统等核心零部件、半导体设备、科学仪器等领域有望继续迎来国产化机遇。

方向五：高水平对外开放进一步促进装备出海。决定提出，开放是中国式现代化的鲜明标识，依托我国超大规模市场优势，在扩大国际合作中提升开放能力，完善推进高质量共建“一带一路”机制。机械设备出海分为两类，一类为外向型企业，受益于全球经济尤其是美国经济的复苏，包括工具类、消费类机械、高空作业平台等，另一类是行业本身经历了引进消化吸收再创新在国内市场已经完成国产化，企业层面已经具备出海竞争力，目前主要包括工程机械，展望未来数控机床、机器人等行业都有希望开启这一过程。

图69：机械视角看三中全会五大投资线索



轻工行业：跨境电商蓬勃发展，CCER 市场稳步开放

轻工行业-三中全会相关主题

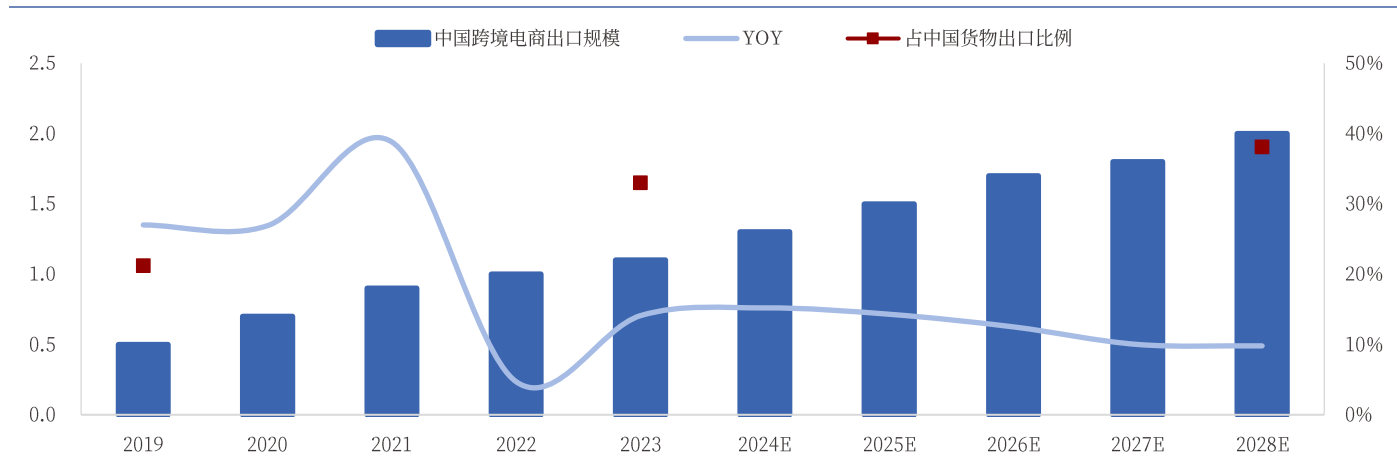
国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☒	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☐

（一）外贸新业态崛起，跨境电商蓬勃发展

决定稿提出，完善高水平对外开放体制机制。必须坚持对外开放基本国策，坚持以开放促改革，依托我国超大规模市场优势，在扩大国际合作中提升开放能力，建设更高水平开放型经济新体制。深化外贸体制改革：积极应对贸易数字化、绿色化趋势；营造有利于新业态新模式发展的制度环境；创新发展数字贸易，推进跨境电商综合试验区建设；支持各类主体有序布局海外流通设施。

中国跨境电商出口蓬勃发展，占货物出口总额比例稳步提升。2023 年，中国跨境电商出口规模达到 1.1 万亿美元，同比增长 14.1%，2019 年以来 CAGR 达到 20.4%，占中国货物出口总额比例为 33%，较 2019 年提升 11.8 pct；预计规模将于 2028 年达到近 2 万亿美元，5 年 CAGR 为 12.3%，占中国货物出口总额比例将提升至 38.1%。

图70：中国跨境电商出口规模（万亿美元）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

龙头自主品牌布局表现亮眼，前瞻布局海外仓优势突出。轻工出口企业多为细分领域代工龙头，凭借自身制造实力、供应链优势布局跨境电商自主品牌，普遍取得亮眼成绩，实现快速成长。同时，致欧科技在设立之初便坚持以自主品牌模式布局跨境电商家居领域，借助中国的供应链优势发展，自主品牌在多个海外国家排名前列。

乐歌股份前瞻性布局海外仓基础设施，2022年至2023年提前以较低价格在美国核心港口区域储备5,000亩工业物流用地，稳步提高自建海外仓占比，实现成本优势；已累计服务超过600家出海企业，2023年包裹发货数量近500万个，成为Fedex全球Top100客户。

（二）CCER为重要的碳市场机制，看好林业碳汇发展潜力

决定稿提出，深化生态文明体制改革。必须完善生态文明制度体系，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，积极应对气候变化，加快完善落实绿水青山就是金山银山理念的体制机制。健全绿色低碳发展机制：实施支持绿色低碳发展的财税、金融、投资、价格政策和标准体系；构建碳排放统计核算体系、产品碳标识认证制度、产品碳足迹管理体系，健全碳市场交易制度、温室气体自愿减排交易制度，积极稳妥推进碳达峰碳中和。

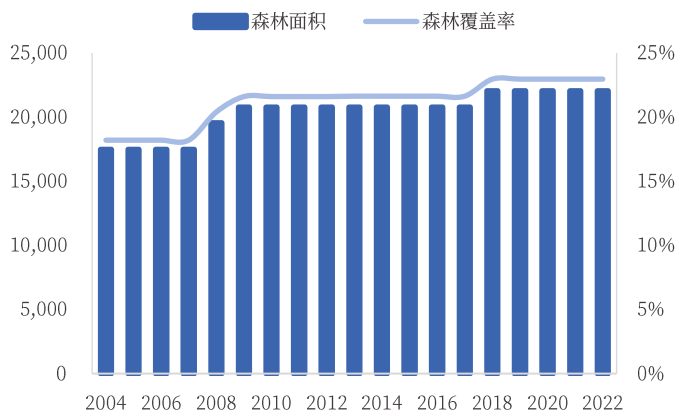
全球变暖导致气候危机，碳中和成为全球共识，中国提出“3060”目标。人类活动引起温室气体排放，带动全球气候变暖，进而导致极端天气、海洋酸化、生态系统退化等气候危机。《巴黎协定》应运而生，构建全球气候治理格局，目标将全球平均气温较前工业化时期上升幅度控制在2摄氏度以内，并努力将温度上升幅度限制在1.5摄氏度以内。同时，中国实施积极应对气候变化的国家战略，提出双碳目标，力争2030年前达到峰值，2060年前实现碳中和。

CCER为重要的双碳市场机制，看好林业碳汇项目发展潜力。

CCER即中国核证自愿减排量，允许企业通过实施减排项目来获得减排量的认证，并在CCER市场上进行交易，从而实现收入。该机制目前包括造林碳汇等多类方法学（未来将持续增加），通过市场化的手段激励企业减少温室气体排放，促进清洁能源和低碳技术的发展。

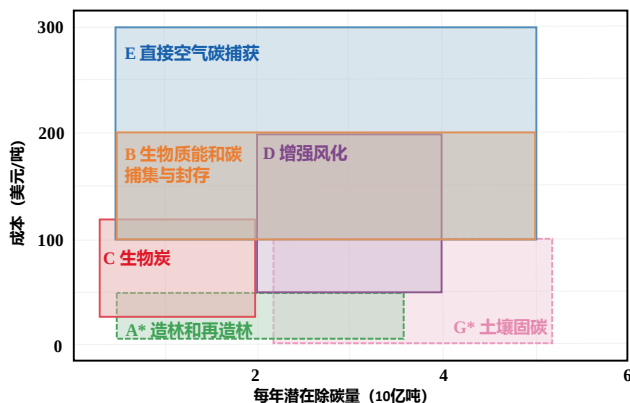
中国为全球森林资源增长最多和人工造林面积最大的国家，2022年，中国森林面积达到2.2亿公顷，森林覆盖率达到22.96%。其中，人工林面积达到0.8亿公顷，占整体森林面积比例为36.3%。同时，林业碳汇生态效益&经营效益并重，鼓励造林对生态环境保护具备重要作用，且林业碳汇方式降碳的成本较其他途径具备更强的经济性。因此，我们看好林业碳汇在CCER市场中的发展前景。

图71：中国森林面积及覆盖率（万公顷）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图72：各类碳吸收技术效益对比



资料来源：《依靠负排放技术缓解气候变化》（CNKI），中国银河证券研究院

投资建议：1) 政策持续鼓励跨境电商产业发展，中国企业凭借综合优势实现快速突破，轻工相关品类受欢迎程度排名前列，轻工企业布局取得亮眼表现，建议关注【致欧科技】、【乐歌股份】、【恒林股份】；2) 中国稳步推进绿色低碳发展，CCER为重要的碳市场机制，未来市场将逐步壮大，而林业碳汇资源量丰富且具备相对优势，看好其发展潜力，建议关注【岳阳林纸】。

表12：轻工行业重点公司盈利预测与估值（截止2024年7月19日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301376.SZ	致欧科技	家居跨境电商标杆，线上“宜家”空间广阔	1.03	1.25	1.51	1.82	18.44	15.21	12.60	10.43
300729.SZ	乐歌股份	线性驱动 OBM 稳步拓展，海外仓布局实现增量	2.03	1.44	1.60	1.91	6.63	9.31	8.37	7.02
603661.SH	恒林股份	传统制造业务持续向好，跨境电商爆发式成长	1.89	3.97	4.84	5.92	19.49	9.29	7.62	6.23
600963.SH	岳阳林纸	前瞻签约丰富林业资源，CCER 开发极具潜力	-0.13	0.15	0.30	0.35	—	20.97	10.85	9.11

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

建材行业：节能降碳加速推进，深化建材供给侧改革

建材行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☒ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☐ 新质生产力 ☒
财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☒ 国家安全体系 ☐

（一）节能降碳加速推进，助推建材企业绿色发展

第二十届三中全会针对深化生态文明体制改革提出三点改革方面：1) 完善生态文明基础体制。实施分区域、差异化、精准管控的生态环境管理制度，健全生态环境监测和评价制度等；2) 健全生态环境治理体系。推进生态环境治理责任体系、监管体系、市场体系、法律法规政策体系建设，推进多污染物协同减排等；3) 健全绿色低碳发展机制。建立能耗双控向碳排放双控全面转型新机制，构建碳排放统计核算体系、产品碳标识认证制度、产品碳足迹管理体系，健全碳市场交易制度、温室气体自愿减排交易制度，积极稳妥推进碳达峰碳中和。建材行业是能源消耗和二氧化碳排放大户，

推动建材行业节能降碳，对我国实现“碳达峰、碳中和”目标、推动绿色低碳高质量发展具有重要意义。

2024年5月29日，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，针对建材行业节能降碳行动提出以下三点方向：1) 加强建材行业产能产量调控。到2025年底，全国水泥熟料产能控制在18亿吨左右。2) 严格新增建材项目准入。到2025年底，水泥行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，平板玻璃行业能效标杆水平以上产能占比达到20%。3) 推进建材行业节能降碳改造。优化建材行业用能结构，推进用煤电气化，加快水泥原料替代等。到2025年底，大气污染防治重点区域50%左右水泥熟料产能完成超低排放改造。2024—2025年，建材行业节能降碳改造形成节能量约1000万吨标准煤、减排二氧化碳约2600万吨。该方案为后续建材行业节能降碳指明了方向，一方面从行业产能产量入手，加速行业供给侧改革，控制行业新增产能进入，引导水泥企业有效落实错峰生产；另一方面从用能结构入手，提高绿色新能源的使用，加快水泥原材料替代。助力建材行业绿色低碳、健康稳定发展。

随着我国降碳、减污的持续推进，水泥、平板玻璃行业将迎来新一轮供给侧改革，行业落后产能有望加速淘汰，我国水泥、平板玻璃供需矛盾问题有望缓和，行业竞争格局逐步优化，龙头企业竞争优势进一步提升。

(二) 建材国企改革深化持续，引领传统产业转型升级

建材国企改革显成效，企业竞争力大幅提升。国有企业是我国国民经济的支柱，做好国有企业改革和发展是实现我国经济发展的重要基础。在2020-2022年国企改革三年行动中，建材行业多家国企积极响应国家政策，推进企业改革，不断适应市场化、国家化要求，公司竞争力不断提升。2016年以来中国建材集团分别完成了中国建材与中国中材集团层面和股份层面的整合，并且在业务整合上也实现重要突破，目前中国建材旗下水泥业务整合已完成，整合后的中国建材集团旗下水泥板块业务由天山股份控股和管理，解决了集团旗下水泥企业间的同业竞争问题，水泥优质资产更集中，资产质量得到提高，协同作用进一步增强，天山股份成为国内熟料/商混/骨料产能规模最大的企业。此外，2016-2021年冀东水泥完成了与金隅集团的重组，重组完成后的冀东水泥产能规模增加，区域竞争力大幅提升，成为华北地区水泥龙头企业。

国企改革进一步推进，引领行业向高端化、智能化、绿色化转型。2023年6月，中办国办联合印发了《国有企业改革深化提升行动方案（2023-2025年）》，标志着新一轮国企深化改革启动。第二十届三中全会提到，深化国资国企改革，推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力。新一轮国企改革将优化调整国有资本布局结构，进一步加大战略性重组和专业化整合力度，大力推进新型工业化，加快改造提升传统产业等。建材行业作为传统制造产业，随着我国科技技术的快速发展、绿色环保要求不断趋严，行业转型升级迫在眉睫。国有企业作为建设现代化产业体系的主力军，要发挥引领作用，随着建材央国企深化改革的继续推进，有望引领行业向高端化、智能化、绿色化发展和转型。

(三) 存量市场助力建材需求恢复

第二十届三中全会提到，健全现代化基础设施建设体制机制，健全重大水工程建设；健全推进新型城镇化体制机制，建立可持续的城市更新模式和政策法规，加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级；健全社会保障体系，加快构建房地产发展新模式，加大保障性住房建设和供给等。

基建端，2024年1-6月固定资产投资完成额累计同比增长5.4%，上半年地方政府专项债发行进度较缓，预计后续发行将提速，基建投资增幅有望提高，支撑建材下游需求恢复。**从政策导向来**

看，重大水利工程建设有望成为后续基建投资重要抓手，有望带动水泥及管材需求增长；此外，随着城市更新的进一步推进，有利于提升建材存量市场需求。

地产端，今年上半年地产继续筑底，地产投资及新开工持续走弱。从政策导向来看，防范化解房地产市场风险是改革重点，近年中央及各地方不断推出优化地产政策，从供给端、需求端同时出手，调节房地产供需平衡，促进房地产市场稳定发展。2024 年 4 月 29 日，自然资源部发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》中提到，要合理控制新增商品住宅用地供应，完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制，继续大力支持保障性住房用地的供应，要多措并举，统筹盘活各类存量土地用于保障性住房建设。4 月 30 日，中共中央政治局会议提到，要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。随着我国房地产发展新模式的加速构建，保障性住房建设将持续推进，存量地产去库有望加速，有望带动地产后周期建材需求的恢复。

(四) 投资建议

随着我国进一步全面深化改革的推进，建材行业竞争格局逐步优化，企业逐步向高端化、智能化、绿色化转型，具有生产技术优势、产品品质优势、产能规模优势的龙头企业将受益。推荐华新水泥、公元股份、伟星新材、北新建材、中国巨石。

表13：建材行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600801.SH	华新水泥	非水泥+海外业务有望贡献更多业绩增量	1.33	1.42	1.65	1.85	10.69	10.04	8.64	7.68
002641.SZ	公元股份	夯实塑管主业，多元发展构建新增长曲线	0.30	0.34	0.37	0.41	12.83	11.41	10.46	9.33
002372.SZ	伟星新材	同心圆业务加速拓展，高分红彰显企业信心	0.90	0.94	1.02	1.12	16.72	16.07	14.81	13.42
000786.SZ	北新建材	石膏板龙头，“一体两翼”持续发力	2.09	2.57	3.02	3.36	13.44	10.91	9.29	8.35
600176.SH	中国巨石	玻纤底部已现，看好龙头业绩修复	0.76	0.66	0.85	1.03	13.89	16.10	12.43	10.23

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

通信：数字经济引领，新质生产力为基

通信行业-三中全会相关主题

数字经济	☒	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☐	新质生产力	☒
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☐

(一) 历届三中全会对科技行业非常重视

高质量发展为基，深化科技体制改革政策延续，新质生产力为纲，数字经济催化。根据党的二十届三中全会公报，我们认为本次三中全会在高质量发展的基础上，对于通信领域重点影响主要体现在以科技体制改革相关方向延续十八大以来的基调，新质生产力为纲，数字经济作为催化剂的三重因素共振，奠定通信行业未来发展基调。自党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，指导新形势下全面深化改革的纲领性文件后，深化科技体制改革已逐步深化，加强企业主导的产学研深度融合，建立企业研发准备金制度，支持企业主动牵头或参与国家科技攻关任务。构建促进专精特新中小企业发展壮大机制。鼓励科技型中小企业加大研发投入，提

高研发费用加计扣除比例。鼓励和引导高校、科研院所按照先使用后付费方式把科技成果许可给中小微企业使用等或将成为二十届三中全会后通信企业发展的重要方向。

党的十八大以来，是科技进步最大、科技实力提升最快的十年，我国科技事业发生了历史性、整体性、格局性重大变化。十年来，全社会研发经费支出从1万亿元增至2.8万亿元，研发投入强度从1.91%提升至2.44%；中国在全球创新指数中的排名从第34位上升到第11位，成功进入创新型国家行列。党的十八大作出实施创新驱动发展战略的重大部署，强调“科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置”。2016年正式发布的《国家创新驱动发展战略纲要》，对这一战略进行了顶层设计和系统谋划，吹响了科技创新的“集结号”。

随后，在五年科技创新规划、《国家中长期科技发展规划》，以及新一代人工智能、基础研究等专项规划指引下，我国部署实施国家科技重大专项及科技创新2030-重大项目，开展关键核心技术攻关，组织实施国际大科学计划和大科学工程，推动科技水平实现跨越发展。在这个过程中，我国原始创新能力不断加强，基础研究投入从2012年的499亿元提高到2021年的1817亿元，占全社会研发投入比例从4.8%提升至6.5%。在量子信息、干细胞、脑科学、类脑芯片等前沿方向取得一批具有国际影响力的重大原创成果，第二次青藏科考在水、生态、人类活动的变化机理研究等方面取得重大突破。在战略高技术领域，宽带移动通信实现部分领域国际领先，天宫、神舟、嫦娥、天问等重大成果极大振奋民族精神，超级计算持续保持领先优势，深海技术装备形成功能化、谱系化布局，北斗导航系统实现全球化运营。

（二）二十届三中全会：新质生产力为纲，数字经济引领

中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报指出：要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度，完善发展服务业体制机制，健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。以《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（“十四五”规划）为纲，通过学习整理总书记调研、座谈会及党内集体学习等场景下对于科技行业的指导意见，我们可以发现自2024年开年以来，“新质生产力”、“数字经济”、“自立自强”、“科技创新”及“数字化转型”等出现频次相对较高，我们认为在2035年建成科技强国远期目标，及2025年短期目标的拉动下，本次二十届三中全会，强调要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度，完善发展服务业体制机制，健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度进一步指明了方向，新质生产力为纲，数字经济引领，深化改革大势所趋。进一步释放科技创新潜力、激发创新活力，必须全面深化科技体制机制改革，完善国家科技治理体系，加快形成适应新时代科技创新发展需要的实践载体、制度安排和良好环境。要敢于啃硬骨头，敢于涉险滩、闯难关，坚决破除束缚科技创新的思想观念和体制机制障碍，切实把制度优势转化为科技竞争优势，以科技体制机制改革释放的强劲“动能”提升我国科技创新能力和水平的“势能”。

实体经济和数字经济有望深度融合，加快推进新型工业化发展。会议指出要培育壮大先进制造业集群，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。建设一批行业共性技术平台，加快产业模式和企业组织形态变革，健全提升优势产业领先地位体制机制。优化重大产业基金运作和监管机制，确保资金投向符合国家战略要求。建立保持制造业合理比重投入机制，合理降低制造业综合成本和税费负担。数字经济建设政策不断加码，5G应用工业互联网是未来政策及需求关注重点。AI新应用持续推新的背景下，数字经济新基建有望夯实助力算力网络升级，通信+新基建板块有望率先预期上修。ICT基石光网络产业链的复苏，催化运营商、光模块等产业链需求进一步增长。

（三）投资建议

当前新一轮科技革命和产业变革深入发展，全球竞争有望加速。党的二十大明确了以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业的中心任务，明确了到 2035 年建成科技强国的战略目标。必须进一步加大科技创新力度，抢占科技竞争和未来发展制高点。充分运用好“八个坚持”重要经验，加强党中央对科技工作的集中统一领导，发挥我国社会主义制度集中力量办大事的优势，以科技创新引领高质量发展、保障高水平安全，全面增强科技实力和创新能力，切实把制度优势转化为科技竞争优势，一体推进教育发展、科技创新、人才培养，营造鼓励探索、宽容失败的良好环境，为应对全球性挑战、促进人类发展进步贡献中国智慧和力量，我们就一定能把科技命脉和发展主动权牢牢掌握在自己手中，实现高水平科技自立自强。

通信领域中新质生产力、及研发投入较高的高新技术板块需要重点关注，细分领域包括：

算力龙头的通信运营商受益于深化科技体制改革及数字经济发展，有望凸显运营商作为央企的龙头作用；AI 相关光模块等方向受益于新质生产力的发展，实现产业规模化、上游产业链国产化。

表14：新质生产力通信领域相关标的盈利预测情况（截至 2024 年 7 月 21 日）

代码	标的名称	推荐理由	EPS（元）				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600941.SH	中国移动	算力龙头高股息率	6.15	6.56	6.98	7.45	18.41	17.26	16.22	15.19
300308.SZ	中际旭创	数通光模块龙头，业绩高增速	2.71	6.46	7.99	9.23	49.81	20.89	16.89	14.62
300502.SZ	新易盛	数通光模块份额提升，业绩高增速	0.97	1.99	2.83	3.76	108.62	52.94	37.23	28.02
300394.SZ	天孚通信	行业高景气度，AI 优质标的	1.85	2.48	3.64	4.86	49.3	36.78	25.06	18.77
002837.SZ	英维克	AI 产业链液冷龙头	0.61	0.7	0.92	1.2	38.44	33.5	25.49	19.54

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

注：除中中国移动、中际旭创及新易盛外，其余标的均使用 Wind 一致预期

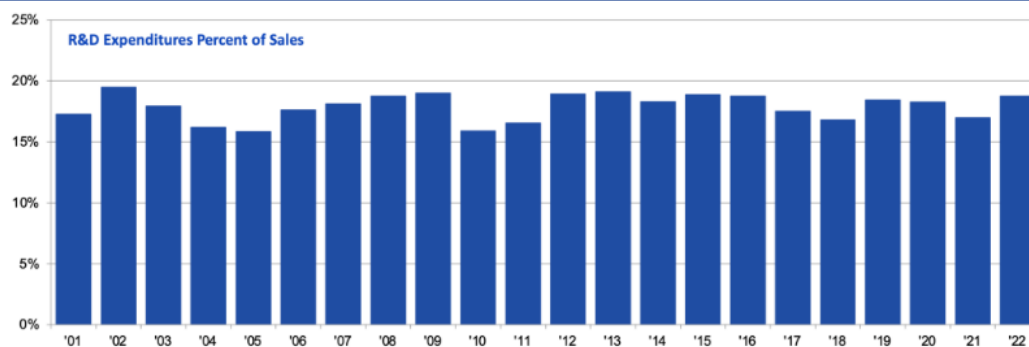
电子行业：激发企业家精神，推动科技研发投入

电子行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☐	新质生产力	☒
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☒

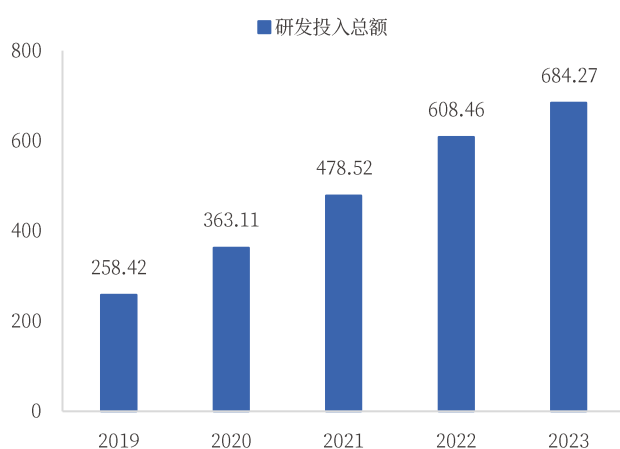
研发是推动技术进步和创新的关键因素，是推动经济增长的重要引擎。半导体行业是高度依赖技术创新，无论是半导体产业从低端制造向高端制造的转型，还是通过新技术、新材料和新工艺的开发来保持技术领先地位，均需要巨额的研发投入。从研发投资的相对值来看，2001-2022 年，美国半导体产业研发支出以 7%左右的复合增长率增长，占销售额的比例均在 15%以上。虽然我国半导体行业研发投入在 2019-2023 年间以 21.5%的 CAGR 高速增长，但是目前占营业收入的比例仍在 15%以下。

图73：美国半导体公司研发投入占营业收入比例



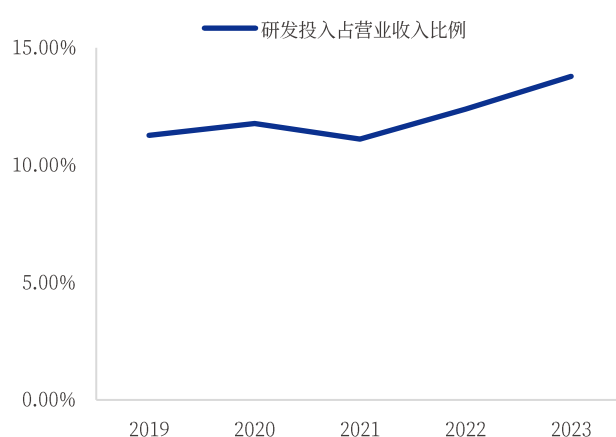
资料来源：SIA，中国银河证券研究院

图74：我国半导体公司研发投入总额（单位：亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图75：我国半导体公司研发投入占营业收入比例

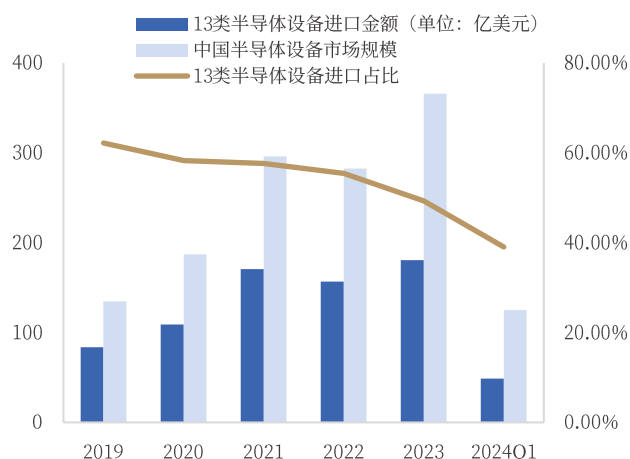


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

目前，我国半导体行业仍处于快速发展期，研发投入增速较快，但是由于我国半导体企业体量相对较小，企业研发投入的绝对值和相对值较美国仍有较大差距。从投资结构上看，我国仍处于政府为主、企业为辅的阶段，2024 年国家大基金三期成立，注册资本为 3440 亿元，而 2023 年半导体公司研发投入总额仅为 684.27 亿元。大基金三期的成立已彰显了我国政府对半导体行业的重视，全面创新体制机制的改变将进一步提高我国企业投入研发的意愿，促进投资结构逐步转型，加速半导体行业良性发展，增强我国半导体行业在全球产业链中的影响力。

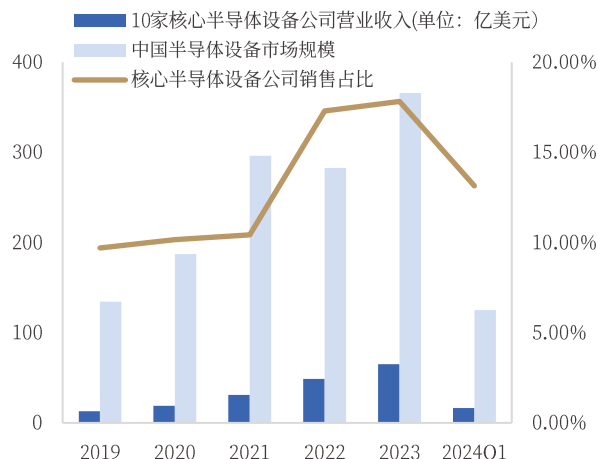
2019-2023 年，我国半导体设备行业已经取得了长足的进步，13 类半导体设备进口金额占我国半导体设备销售额比例从 62.19% 下降至 49.34%，10 家核心半导体设备公司销售收入占比从 9.7% 提升至 17.83%。但是，我国半导体材料行业国产份额仍处于较低水平，中高端半导体材料基本被美日企业垄断。其中，电子特气国产化率不足 15%，高端湿电子化学品国产化率在 10% 左右，12 寸硅片国产化率约为 13%，部分光刻胶、底填胶等产品更是在从 0 到 1 的发展过程中。半导体材料细分品类繁多、突破难度较大，新一轮的政策推动将给材料行业国产突破这场攻坚战添上新砝码。

图76：13类半导体设备进口情况



资料来源：SEMI，中国海关总署，中国银河证券研究院

图77：我国核心半导体设备公司市占率



资料来源：iFind，SEMI，中国银河证券研究院

建议关注半导体设备、零部件及材料相关公司：拓荆科技(688072.SH)、华峰测控(688200.SH)、中微公司(688012.SH)、北方华创(002371.SZ)、中科飞测(688361.SH)、江丰电子(300666.SZ)、富创精密(688409.SH)、安集科技(688019.SH)、鼎龙股份(300054.SZ)、华海诚科(688535.SH)。

计算机行业：“数字经济”首次进入三中全会公报

计算机行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☐	全国统一大市场	☒	高水平对外开放	☐	新质生产力	☒
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☒

二十届三中全会首次直接提到“数字经济”，彰显数字经济未来重要性。正如我们年初判断，大国体系中的数字经济产业已全面开启。按总量法测算，国内数字经济规模预计在2035年达到GDP的71.6%，将成为拉动经济发展的最主要新动能。

（一）因地制宜发展新质生产力，推动数字经济和实体经济深度融合

三中全会提出，要完善推动高质量发展激励约束机制，塑造发展新动能新优势。要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全相关规则和政策，加快形成同新质生产力更相适应的生产关系。健全促进实体经济和数字经济深度融合制度，完善发展服务业体制机制，健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚，大幅提升全要素生产率。鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本。

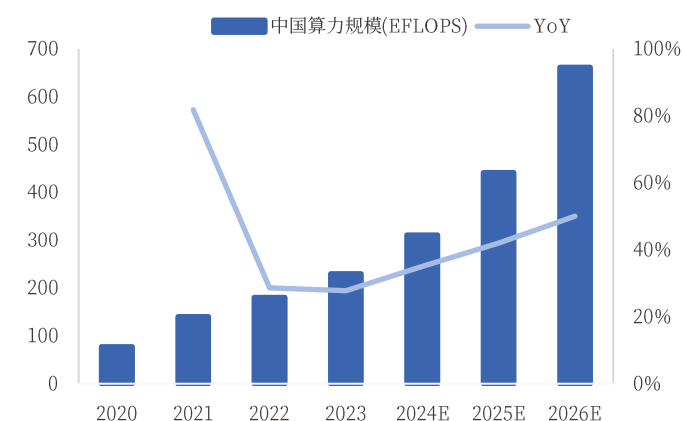
1.发展新质生产力，主要体现的是“科技创新驱动”，新质生产力的核心在于推动技术革命性突破和生产要素创新性配置，催生新产业、新模式、新动能，发展新一代信息技术、人工智能等战略性新兴产业，以提升全要素生产率，新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等机会值得重视。国家安全体系

2.数字经济是推动经济高质量发展的新动能。《决定》提出，中国将加快构建促进数字经济发展的体制机制，发展工业互联网，打造具有国际竞争力的数字产业集群，促进平台经济创新发展。

（二）统一大市场，培育全国一体化技术和数据市场

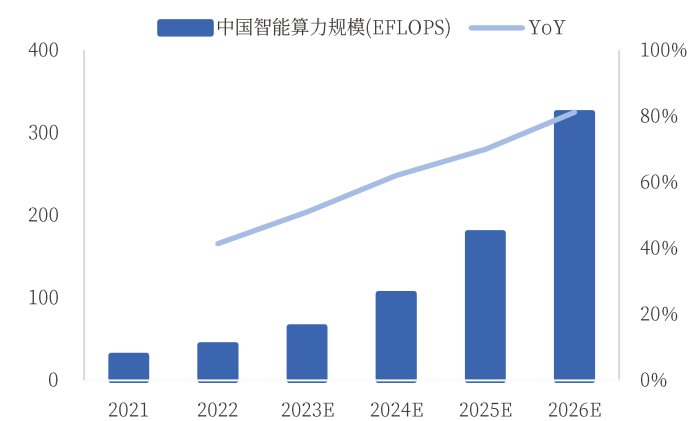
《决定》提出要完善要素市场制度和规则，推动生产要素畅通流动、各类资源高效配置、市场潜力充分释放。培育全国一体化技术和数据市场。我们认为，在当前数字经济人工智能浪潮下，建设全国统一算力服务大市场，或是探索国产算力资源配置“最优解”的有效途径。

图78：中国算力规模及预测



资料来源：中国信通院，中国银河证券研究院

图79：中国智能算力规模及预测



资料来源：中国信通院，中国银河证券研究院

伴随人工智能等技术高速发展，智能算力需求爆发式增长，我国算力供需矛盾及分配问题仍然突出，构建全国统一算力服务大市场通过建立统一的算力服务市场准入标准、监管机制和规范，确保市场的公平竞争和规范运行，同时整合各类算力资源，加强算力互联互通，实现资源共享和协同，充分解决算力分配、计量、调度等问题，有效避免出现算力分配不均及产能过剩问题，推动算力服务市场的统一化和规模化发展。

（三）科技自立自强、自主可控是国家安全体系的重要支撑

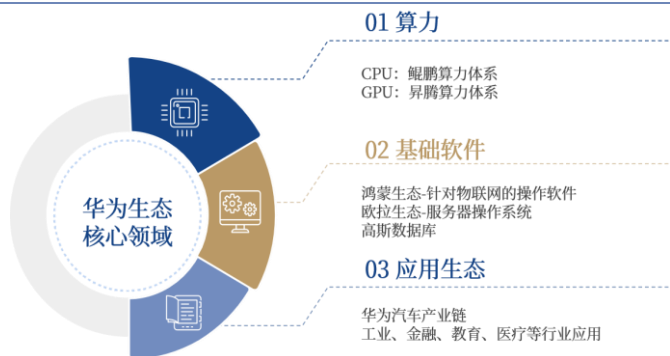
自主可控是确保国家安全和经济社会稳定发展的重要保障。《决定》中提到，中国将抓紧打造自主可控的产业链供应链，特别是在集成电路、工业软件等关键领域，强化技术攻关和成果应用。

我们认为，科技安全是国家安全的重要支撑，主要涉及“卡脖子”关键核心技术突破及网络信息安全。我国信息技术的“卡脖子”领域主要集中在底层算力芯片、基础软件和工业软件领域。中国信息技术自主可控发展的历程是一个由内而生、应时而动的过程，产业链涵盖从底层基础设施到上层应用软件的产业生态体系。

华为生态覆盖算力、基础软件与行业应用的核心卡脖子领域，对我国信息技术自主可控具备不可或缺的引领作用。建议重点关注华为晟腾、鲲鹏及鸿蒙产业链，华为汽车产业链等。

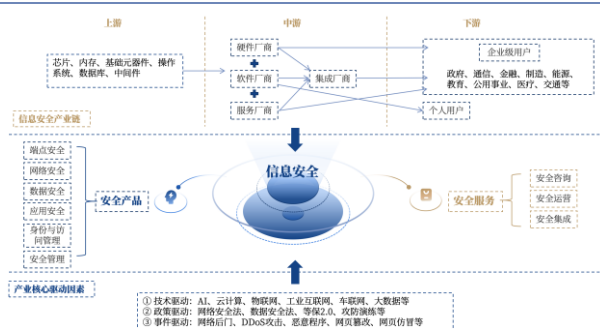
此外，信息安全在当今数智化时代也扮演着至关重要的角色。

图80：华为产业链在卡脖子领域的核心框架



资料来源：华为官网，中国银河证券研究院

图81：中国信息安全行业产业链投资框架



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

表15：计算机行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301589.SZ	诺瓦星云	国内 LED 显控和视频处理系统龙头，出海及 MLED 及超高清行业趋势驱动增长	6.57	8.74	12.32	16.83	-	20.55	14.59	10.68
300017.SZ	网宿科技	海外业务占比持续提升，受益未来流量高增趋势下边缘算力预期高增长	0.25	0.27	0.32	0.38	31.21	27.82	23.11	19.52
688692.SH	达梦数据	国产数据库龙头，信创利好公司长期增长。	5.19	4.67	5.65	6.84	43.31	48.16	39.76	32.87
300496.SZ	中科创达	智能终端操作系统平台技术及解决方案龙头，AI 赋能三大业务未来有望带来成长增量。	1.01	1.41	1.82	2.33	78.98	32.15	24.90	19.42
688475.SH	萤石网络	“智能家居+物联网云平台服务”双主业布局，C 端+B 端齐头并进	1.00	1.35	1.66	2.03	46.46	34.45	27.94	22.85

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

传媒行业：乘振兴之势，扬文化之帆

传媒行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☒ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☒ 新质生产力 ☒
财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☐ 国家安全体系 ☐

（一）政策助力文化强国，文化出海东风正盛

文化建设方兴未艾，政策导向不断推进。目前，文化建设已上升到国家战略发展的新布局中，政策面持续鼓励优质文化对外输出。党的十九届五中全会对“十四五”期间繁荣发展文化事业和文化产业、提高国家文化软实力做出全面部署，确立了到 2035 年建成社会主义文化强国的战略目标，为建成文化强国制定了时间表和路线图。

本次三中全会提出：中国式现代化是物质文明和精神文明相协调的现代化。必须增强文化自信，发展社会主义先进文化，弘扬革命文化，传承中华优秀传统文化，加快适应信息技术迅猛发展新形势，培育形成规模宏大的优秀文化人才队伍，激发全民族文化创新创造活力。要完善意识形态工作

责任制，优化文化服务和文化产品供给机制，健全网络综合治理体系，构建更有效力的国际传播体系。我们认为，文化出海是建设文化强国的重要组成部分，能够增强文化自信和文化认同。

表16：文化出海相关政策

时间	相关政策	相关内容
2009.07	《关于实施中华优秀传统文化传承发展工程的意见》	加强“一带一路”国家文化交流合作。鼓励发展对外文化贸易，让更多体现中华文化特色、具有竞争力的文化产品走向国际市场等。
2009.11	《2009-2010 年度国家文化出口重点企业和项目目录》	重点扶持具有民族特色的文化艺术、电影、电视剧、网络游戏等产品和服务的出口，支持文化产品进入国际市场。
2014.02	《深化文化体制改革实施方案》	实施文化走出去工程，完善支持文化产品和服务走出去政策措施。
2020.11	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	提出加快发展对外文化贸易，加大对国家文化出口重点企业和重点项目的支持，加强国家文化出口基地建设等。
2021.01	《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》	鼓励优秀传统文化产品、文化创意产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”等。
2021.01	《“十四五”服务贸易发展规划》	首次特“数字贸易”列入服务贸易发展规划，鼓励支持数字产品贸易，为数字产品走出去营造良好环境等。
2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	支持我国数字经济企业走出去，积极参与国际合作等。
2022.07	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	扩大优质文化产品和服务进口、大力发展数字文化贸易、扩大出版物出口和版权贸易、鼓励优秀广播影视节目出口、加强文化出口基地建设等。
2024.07	《中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报》	完善意识形态工作责任制，优化文化服务和文化产品供给机制，健全网络综合治理体系，构建更有效力的国际传播体系。

资料来源：国务院办公厅，中华人民共和国文化部，国家广播电影电视总局，新华社，中国日报网，中国银河证券研究院整理

文化出海，内容先行。文化出海的关键发展因素在于打造核心优质内容，持续吸引消费者，不断开拓全球市场，而游戏与影视剧作为文化出海的内容载体，也是文化出海的“探路者”。

游戏出海市场收入回升，多款产品表现亮眼：受益于出海新游的亮眼表现以及老游戏玩法更新和买量获客提供的增长，2024 年初至今出海游戏市场同比有明显的提振，各品类新游均有亮眼表现。2024 年 1-4 月，国产自研游戏海外市场收入 54.93 亿元，同比增长 5.6%。其中 2-4 月的国产自研游戏海外市场收入分别同比增长 8.64%、11.40%、7.10%。

影视出海快速增长，短剧市场为新增量：中国电视剧出口额连续两年保持快速增长，据广电总局《2023 中国剧集发展报告》：2022 年全年电视剧出口额同比增长 45.6%达 8274 万美元，中国电视剧出口同比增长 12.25%达 803 部。此外，今年短剧出海盛行，据 Sensor Tower 数据统计，今年 2 月出海短剧相比 2023 年 9 月内购收入和下载量分别增长 280%和 220%，截至 2 月底，已有多达 40 多款短剧应用试水海外市场，累计下载量近 5500 万次，内购收入达 1.7 亿美元。

（二）新质生产力驱动，实现文化持久繁荣

数字经济引领着新质生产力，正带动各应用场景的广泛变革。本次三中全会提出：要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度。从传媒的视角来看，新质生产力正通过人工智能（AI）、大数据、扩展现实（XR）等关键技术的融合应用，引领内容创作、分发和消费模式的根本性变革。在 AIGC 等新质生产力的加持下，内容生产有望向着“无限供给”（某种产品或资源的供应量可以随着需求的增加而无限量地增加）不断迈进。

AIGC 等新质生产力有望在游戏和影视等内容生产行业实现广泛的应用，助力行业全产业链的降本增效：

1) 游戏行业：游戏作为集合了文字、图像、声音、视频等内容形式的商业化应用，有望更好地在研发端利用多模态大模型的能力，AI 对游戏行业的长期催化作用值得看好：经过技术探索和商业落地，AIGC 技术已被广泛应用在游戏资产生成，仿真场景渲染等多个环节。

2) 影视行业：AIGC 可根据电影主题、风格、人物等要素自动生成剧本草稿。此外，AI 还可以辅助分镜制作，提供视觉参考，从而加快电影前期准备工作。此外在电影制作阶段和宣发阶段，多模态 AI 可以低成本地生产图片、音频、视频等素材，从而提供更多元的内容供给。

(三) 投资建议

文化出海作为文化强国的重要组成部分，其不仅是文化产品的输出，更是一种国家软实力的展示和文化自信的体现，对全球文化生态的多样性和共同繁荣具有重要意义。**我们认为：以相关政策为导向，以优质内容为核心，以新质生产力为动力将是未来文化出海的主要发展模式。随着政策支持的不加加码，精品内容的不断累积，以及新质生产力带来的生产效率提升，我国的文化出海有望在未来实现更长足、更优质的发展，也必将为我国的文化强国事业做出坚实的贡献。**建议关注腾讯控股、网易、神州泰岳、光线传媒、中文在线等内容领域的头部公司。

表17：传媒行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日，港股标的股价已按 0.92 汇率折算）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0700.HK	腾讯控股	流量为基，内容生态壁垒强	12.19	16.42	18.39	20.18	27.48	20.39	18.21	16.59
9999.HK	网易-S*	精品内容，持续上行	9.05	9.88	11.04	12.13	14.42	13.20	11.82	10.75
300002.SZ	神州泰岳	稳健运营，游戏出海表现亮眼	0.45	0.54	0.62	0.70	18.37	15.40	13.48	11.87
300251.SZ	光线传媒	储备丰富，中国动画电影领军者	0.14	0.35	0.39	0.43	54.21	21.99	19.82	17.95
300364.SZ	中文在线*	《Reel Short》领跑短剧出海赛道	0.12	0.18	0.24	0.29	165.06	109.89	85.42	68.61

资料来源：Wind、中国银河证券研究院预测（标*公司预测数据来自 Wind 一致预测（180 天））

交通运输行业：构建全国统一大市场，深化铁路改革

交通运输行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☒	全国统一大市场	☒	高水平对外开放	☐	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☐

(一) 构建全国统一大市场，推进物流降本增效

深化构建全国统一大市场，进一步降低物流成本。中共二十届三中全会指出，要构建全国统一大市场，健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度；同时完善流通体制，加快发展物联网，健全一体衔接的流通规则和标准，降低全社会物流成本。

物流行业作为现代服务业的重要一环，是全社会的成本，针对物流的降成本、提效率将产生极大正外部性，辐射至实体经济的各个环节。当前我国物流成本处于较高的水平：从国际对比来看，根据灼识咨询的数据，截至 2023 年，我国社会物流总费用为 18.2 万亿元，占比 GDP 达 14.4%，

占比高于全球平均水平，约为美国等发达国家的 2 倍。近 10 年来，针对我国物流成本较高的现状，有关部门与行业自身均出台并采取了一系列措施进行降本增效，其中，对：1) 运输结构调整，推进“公转铁”、“公转水”、铁水多式联运发展；2) 物流仓储全国一体化、标准化；3) 智慧物流；等领域，均持续做出了重点强调部署。在政策支持下，我国物流降本取得了较好的成效。

表18：2016 年以来我国物流业降本增效相关政策梳理

文件	颁布部门	颁布时间	相关内容
《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	国家发改委	2016 年 6 月	到 2018 年，全国 80% 港口、物流园区引入铁路，集装箱铁水联运量年均增 10% 以上，铁路集装箱装车比率提至 10% 以上。
《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	交通运输部	2017 年 1 月	力争实现 2020 年多式联运货运量比 2015 年增长 1.5 倍。
《商贸物流发展“十三五”规划》	商务部、发改委、国土资源部、交通部、邮政局	2017 年 2 月	到 2020 年商贸成本明显下降，批发零售企业物流费用率降低到 7% 左右，服务质量和效率明显提升。
《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》	国家发改委	2017 年 4 月	到 2020 年，集装箱运量达铁路货运量 20% 左右，集装箱铁水联运量年均增 10% 以上，中欧班列年开行 5000 列左右。
《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	国务院	2017 年 8 月	2017 年实现全国通关一体化，将货物通关时间缩短 1/3；统筹研究统一物流各环节增值税税率；加快推进物流仓储智能化；推进铁路货运市场化改革；推进各领域物流数据开放共享。
中央财经委员会第一次会议	中央财经委员会	2018 年 4 月	提出调整运输结构，减少公路运输量，增加铁路运输量。
交通部工作组会议	交通部	2018 年 4 月	深化交通运输供给侧改革主线，推进货物运输“公转铁”。
《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》	国务院	2018 年 10 月	目标到 2020 年，全国货物运输结构显著优化，铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高。
《关于进一步减低物流成本实施意见的通知》	国家发改委、交通部	2020 年 6 月	加快推进大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”。
《“十四五”规划及 2035 年远景目标纲要》	国务院	2021 年 3 月	加快大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”。
《综合运输服务“十四五”发展规划》	交通部	2021 年 11 月	要求持续推动大宗货物和中长途货物运输“公转铁”、“公转水”，到 2025 年铁路货物周转量占比提升至 17%。

资料来源：国务院、发改委、交通部官网，中国银河证券研究院

（二）深化铁路改革，把握铁路板块投资机会

深化铁路改革，把握铁路板块投资机会。中共二十届三中全会指出，推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制；推进水、能源、交通等领域价格改革。自 2013 年，我国正式取消铁道部，一方面组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责，一方面组建国家铁路局并由交通部管理，承担铁道部的行政职责。自我国实现铁路政企分开，铁路体制改革迈出最重大的一步，此后改革进程持续深化。

本次铁改重点可能在自然垄断领域的基础网络设施与相关服务性业务的有效分离，明确哪些是基础网络业务，哪些是市场化服务业务。针对市场化服务业务，要在现有基础上引入市场化机制；后续则会放开社会化资本的进入限制，在竞争性领域实现国有经济与民营经济的共同发展，并借助市场化竞争促进国有经济更好发展，及推动自然垄断行业的高质量发展。中间的管网和运输环节具有自然垄断属性，要防止重复建设和无序管理；“两头”要引入竞争机制，特别要对民营企业开放。

表19：我国铁路改革历程梳理

时间	铁路改革内容
1993 年	广州局完成企业化改制，广铁集团建立现代铁路运输企业制度。
1996 年	广深铁路股份有限公司成立，并在 H 股上市。
1998 年	铁龙物流在 A 股上市。
1999 年	各铁路局实行资产经营责任制。
2003 年	我国 3 大专业货运公司成立，即中铁快运、中铁特货、中铁集装箱。
2005 年	撤销铁路分局，由四级管理调整为三级管理。
2006 年	大秦铁路股份有限公司成立，并在 A 股上市。
2013 年	撤销铁道部，组建中国铁路总公司（国铁集团），同时成立国家铁路局并隶属交通部。
2017 年	国铁集团的 18 个铁路局完成企业身份转换，改制为集团有限公司。
2018 年	京沪高铁启动 IPO 前期，中铁特货 20%的股权挂牌转让。
2020 年	京沪高铁在 A 股上市。

资料来源：国务院、发改委、交通部官网，中国银河证券研究院

表20：交通运输行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601333.SH	广深铁路	客流增长潜力大，价值低估	0.15	0.17	0.19	0.21	17.34	21.0	18.79	17.0
600125.SH	铁龙物流	铁路集运需求增长潜力大	0.36	0.40	0.45	0.50	16.78	15.78	14.02	12.62
601816.SH	京沪高铁	国铁核心资产，盈利能力强	0.24	0.28	0.31	0.33	20.93	20.43	18.45	17.33
001213.SZ	中铁特货	国铁旗下铁路物流龙头	0.14	0.17	0.21	0.25	29.77	24.18	19.52	16.4
603128.SH	华贸物流	看好跨境物流板块业绩向上	0.47	0.57	0.66	0.77	13.57	9.23	7.99	6.84

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

公用事业：坚定市场化方向，建立统一大市场

公用事业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☒ 全国统一大市场 ☒ 高水平对外开放 ☐ 新质生产力 ☐
财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☒ 国家安全体系 ☒

（一）公用事业：建立统一大市场，进行市场化改革

公用事业主要为电力、天然气两大能源领域，能源安全事关经济社会发展全局，深入推动能源革命，加快建设能源强国，为中国式现代化建设提供安全可靠的能源保障，具有十分重要的意义。同时，电力、天然气等领域国企肩负能源安全、民生保障的核心任务，推动能源领域国企改革，有助于国有企业在新型能源体系建设中发挥主导力量，锚定“双碳”目标，促进能源清洁低碳转型；

另一方面，也有助于激发市场活力，使得新型能源体系更好的服务发展新质生产力，推动经济高质量发展。

二十届三中全会明确提出构建高水平社会主义市场经济体制，构建全国统一大市场，完善市场经济基础制度。要发挥市场机制作用，创造更加公平、更有活力的市场环境，实现资源配置效率最优化和效益最大化。电力、天然气领域作为基础能源，近年持续推动“管住中间、放开两头”的市场化改革，未来在三中全会指引下，改革有望进入深水区，为我国建立健全绿色低碳循环发展经济体系保驾护航。

电力领域：国家发展改革委印发的《电力市场运行基本规则》于7月1日实施，全国统一电力市场建设提速，“构建大电网、融入大市场”的格局日趋完善，电力市场化改革将是构建新型电力系统的核心内容和重要支撑，市场机制发挥作用的电力市场将更加高效、稳定，迎来新的发展机遇。

天然气领域：2019年12月9日，国家石油天然气管网集团正式成立，标志着“全国一张网”正式形成，是天然气“管住中间、放开两头”改革方向的里程碑，2023年中发改委下发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，城市燃气居民气价实现上下游联动，天然气价格改革迈开重要一步。

（二）电力商品价值多维化，天然气居民气价进入顺价时代

电改有望加速，2025年全国统一电力市场体系初步建成。年初以来电改政策密集出台，并且5月下旬企业和专家座谈会是中央层面决心推进电改的重要信号，后续电改进度有望加速。对于下一阶段电改重点，电量方面，加快省间市场和现货市场建设，市场电比例进一步提高，2025年全国统一电力市场体系初步建成。电价方面，完善调节性价值和绿色环境价值等多维价值体系，促进新型电力系统的安全稳定运行以及绿色低碳转型。

煤电：收入结构变革，容量电价、辅助服务占比提升。目前煤电收入以电能量电价为主，占比在75%以上，因此盈利能力受煤价影响大，周期属性强。随着电改推进，煤电调峰、调频等调节性价值持续提升，带动容量补偿、辅助服务收入占比提升。我们测算，至2030年煤电将有50%左右收入来自边际成本低、稳定性高的容量补偿和辅助服务，其或将成为煤电主要且稳定的利润来源，煤电公用事业属性将显著提升。目前火电板块PB均值为1.22x，随着其由周期属性向公用事业属性转变，板块PB相对核电2.14x、水电2.92x有较大修复空间。

新能源：市场化提速，环境价值、政府授权合约对冲电量电价承压。2023年新能源市场电比例接近50%，2024年将进一步提升，短期新能源电价承压明显，其中中长期电价下跌10%左右，部分现货省份下跌30%以上。二十届三中全会明确提出，必须完善生态文明制度，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，健全绿色低碳发展机制；推进绿色发展低碳发展亦是发展新质生产力的重要内容，因此新能源发展方向确定，必将成为发电主力电源，成长空间广阔。未来随着环境价值体系完善，绿电、绿证交易大幅提升，新能源通过环境市场增厚盈利水平。此外，随着现货市场在全国范围内铺开，政府授权合约等相关制度有望得到推广并稳定电价预期，保障新能源企业合理收益。

燃气：居民气价进入顺价时代，城燃公司业绩有望提升。本轮天然气价格改革按照“管住中间、放开两头”的思路，采取“先非居民后居民”、“先试点后推广”、“先增量后存量”、“边理顺边放开”的实施步骤。2018年之前，价格改革主要针对非居民用气。2023年，国家发改委发布《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，各地推动价格联动明显加速，多个城市出台居民燃气价格调整政策。根据我们不完全统计，各地居民管道天然气第一档阶梯气价上涨在10%左右。居民端气价实现顺价将有助于城燃公司业绩的改善以及稳定性的提升。

投资策略：电改推动电力商品价值多维化，传统能源调节性价值和新能源绿色环境价值占比上升。(1) 煤电：容量补偿、辅助服务收入占比提升，盈利稳定性增强，看好火电板块估值修复空间；

(2) 新能源：市场化提速导致短期电价承压，展望远期，随着环境价值体系以及政府授权合约政策完善，电价有望企稳回升；(3) 水电、核电：作为出力稳定可控的低成本清洁能源，近年来市场化电量占比持续提升，市场化电价逐年上涨，目前电价相比火电仍有成本优势，看好长期电价上涨空间；(4) 燃气：居民段气价顺价有助于城燃公司业绩提升。个股关注华能国际、皖能电力、川投能源、长江电力、中国核电等。

风险提示：装机规模不及预期的风险；煤炭价格持续高位的风险；上网电价下调的风险；行业竞争加剧的风险等。

表21：公用事业行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 17 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600011.SH	华能国际	煤电盈利修复空间大，新能源装机进入加速期	0.54	0.91	1.00	1.10	16.0	9.4	8.6	7.8
600795.SH	国电电力	煤电一体化优势明显，水绿成长空间大	0.31	0.42	0.48	0.53	18.1	13.6	11.9	10.8
000543.SZ	皖能电力	多机组投运在即，综合电力平台成长性突出	0.63	0.84	0.99	1.06	13.6	10.2	8.7	8.1
002608.SZ	江苏国信	长期成长性高，煤电装机进入释放期	0.50	0.79	0.92	1.04	14.7	9.2	7.9	7.0
600674.SH	川投能源	全年来水改善趋势明显，雅砻江成长空间广阔	0.90	1.08	1.21	1.30	21.2	17.7	15.8	14.7
600900.SH	长江电力	全年来水改善趋势明显，高分红凸显投资价值	1.11	1.37	1.46	1.56	27.7	22.5	21.1	19.7
003816.SZ	中国广核	全国核电龙头，长期成长性突出	0.21	0.23	0.25	0.27	23.1	21.3	19.6	18.2
605090.SH	九丰能源	“资源+终端”特气战略加速推进，分红及激励凸显发展信心	2.06	2.41	2.77	3.23	13.9	11.9	10.4	8.9

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

银行业：深化金融体制改革，全面助力高质量发展

银行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☐	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☒	民生领域改革	☐	国家安全体系	☐

二十届三中全会指出要深化金融体制改革，为高质量发展提供有力支撑：

（一）加快完善中央银行制度，畅通货币政策传导机制

加快建设现代中央银行制度，需要健全中国特色现代货币政策框架。保持货币政策的稳健性，做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，深化利率汇率市场化改革，从而畅通货币政策传导机制，为实体经济营造良好的货币环境。受改革影响，银行资金空转治理将延续，信贷节奏趋于均衡；利率市场化和金融让利下，稳定息差是首要问题，负债成本、存款利率仍有优化空间。

（二）完善金融机构定位和治理，健全国有金融资本管理体制

完善金融机构定位和治理有助于打造强大的金融机构，助力金融强国建设。习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班上指出要建立健全分工协作的金融机构体系。我们认为支持国有大型金融机构做优做强将是核心举措。国有大行将持续发挥头雁作用，定位于服务

实体经济的主力军与金融稳定的压舱石，补充资本需求增加。截至 2024 年 3 月末，六大行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 11.86%、13.69%和 17.65%，领先同业，后续压力来自盈利下滑、化债、TLAC 监管等。中央金融工作会议指出“完善国有金融资本管理，拓宽银行资本金补充渠道”；十四届全国人大常委会第九次会议第一次全体会议提出要集中力量打造金融业“国家队”，研究起草加强国有金融资本管理行动方案，并完善利润分配和资本补充机制。二十届三中全会进一步提出要健全国有金融资本管理体制。基于此，优化银行业资本管理、拓展资本补充渠道相关措施有望加速落地，有助改善银行经营方式、业务结构、利润分配、资本状况、抗风险能力。

（三）积极发展五篇大文章，盘活存量、优化结构关注度上升

二十届三中全会提出要积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。五篇大文章将成为深化金融供给侧结构性改革和发展新质生产力的重要抓手，有利于帮助打通束缚新质生产力发展的堵点卡点，创新生产要素配置方式，让各类先进优质生产要素向发展新质生产力顺畅流动。银行业层面要相应加大信贷创新力度，构建新模式、新业态，更好地契合新质生产力发展的需求，围绕“五篇大文章”，形成多样化专业性的金融产品和服务体系，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业。

盘活存量金融资源、优化信贷结构的关注度上升，配套措施有望加速出台，激励约束机制将进一步完善。2024 年以来，央行已经从完善政策框架和激励机制层面引导银行信贷投向。一方面，成立信贷市场司，牵头推进做好“五篇大文章”工作，推动形成“1+5”政策体系。1 是总体制度设计，5 是“五篇大文章”的各自举措。截至目前，国家金融监督管理总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，央行等 7 部门联合印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》，后续期待其他四篇大文章具体方案出台。另一方面，通过激励机制引导金融资源向重点领域倾斜。截至 2024 年 3 月末，结构性货币政策工具余额达 7.54 万亿元，实现对“五篇大文章”的基本覆盖。二十届三中全会提出要健全服务实体经济的激励约束机制，我们认为政策层面激励仍有加码空间，有望缓解银行息差下行压力，增强服务实体经济、重点领域的能力和意愿。

（四）金融法有望出台，强监管+控风险的导向整体不变

二十届三中全会将制定金融法作为深化金融体制改革的核心举措之一，通过完善法治为金融业高质量发展和金融强国建设保驾护航。二十大报告提出“加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线”。中央金融工作会议强调“要加强金融法治建设，及时推进金融重点领域和新兴领域立法，为金融业发展保驾护航”。整体来看，完善金融法治建设，对于消除监管盲区和空白、强化金融稳定保障体系、防范化解金融风险和提升服务实体经济质效来说至关重要。近年来，我国金融业法治建设不断完善，但在部分领域仍存在缺失和重叠，与“一行一局一会”的统一监管格局不匹配，金融法的制定在当前阶段显得尤为必要。

除了完善金融业立法外，强监管和控风险依旧是二十届三中全会深化金融体制改革的核心关注点。金融监管层面，会议要求完善金融监管体系，依法将所有金融活动纳入监管，强化监管责任和问责制度，加强中央和地方监管协同。金融业监管强化利好银行稳健经营。风险防控层面，会议提出要建立风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。其中，风险早期纠正主要体现为对风险早识别、早预警、早暴露、早处置，持续健全系统性金融风险监测评估框架，扎实开展系统性金融风险评估；而金融稳定保障体系建设，一方面要完善金融稳定立法和金融

稳定保障基金管理制度，另一方面要进一步健全金融风险防范、化解、处置长效机制。标本兼治化解三大领域风险预计仍是重点：（1）房地产：构建房地产发展新模式将是治本之策。（2）地方债务：中长期要建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，财税体制改革、政府债务结构优化或成为突破口。（3）中小金融机构:市场化兼并重组有望成为化险的核心手段。

（五）投资建议

三中全会进一步深化金融体制改革，总体利好银行风险改善、业务模式转型和经营质效提升。国企改革推进、市值管理要求强化以及资产荒延续的环境之下，高股息策略依旧是主流，我们继续看好银行板块配置价值，关注两条主线：（1）红利价值显著，受益改革程度较高的国有大行。推荐工商银行（601398）、建设银行（601939）和邮储银行（601658）。（2）受益金融供给侧改革、成长性突出的优质城农商行，推荐常熟银行（601128）和成都银行（601838）。

表22：银行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	BVPS (元)				PB (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601398	工商银行	红利价值显著，受益改革较多	9.55	10.26	10.98	11.74	0.62	0.58	0.54	0.50
601939	建设银行	红利价值显著，受益改革较多	11.80	12.77	13.78	14.82	0.64	0.59	0.55	0.51
601658	邮储银行	红利价值显著，受益改革较多	7.92	8.65	9.32	10.03	0.63	0.58	0.53	0.50
601128	常熟银行	受益金融供给侧改革，成长性突出	9.25	10.04	11.38	13.00	0.82	0.75	0.67	0.58
601838	成都银行	受益金融供给侧改革，成长性突出	17.10	19.61	22.49	25.46	0.87	0.76	0.66	0.59

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

非银行业：以高质量发展推进中国式现代化

非银行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☐ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☐ 新质生产力 ☐
财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☒ 民生领域改革 ☐ 国家安全体系 ☐

（一）资本市场深改重塑行业生态，以高质量发展推进中国式现代化

本次会议指出，进一步全面深化改革的总目标是继续完善和发展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。到二〇三五年，全面建成高水平社会主义市场经济体制，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。

中国现代化的实现需要强大的金融和资本市场。党的十八大以来，我国资本市场快速发展，但因为发展时间较短，仍然存在着诸多发展不充分的问题，影响了服务实体经济的质效，亟需通过进一步的改革创新，以自身高质量发展服务推进中国式现代化。金融强国背景下，我国政府密集出台资本市场相关深改政策，从投资端、融资端、交易端加强改革和监管力度，提振市场活跃度，修复投资者信心。2024 年 4 月，资本市场再次掀起新一轮高质量发展改革序幕，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》（“新国九条”），从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展等方面，勾画了资本市场高质量发展的蓝图，既有短期问题的解决方案，也有中长期问题的改革理念，意在加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

本次会议提出要“健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展”，“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”，“有序推动资本市场对外开放”。未来，围绕三中全会和“新国九条”提出的相关要求，资本市场深改政策将进一步落实落地，推动行业生态重塑。制度型调整必然带来改革阵痛，短期内可能形成行业业绩承压的局面；但是，改革是发展的最大动力，习近平总书记谈改革时多次强调“不破不立”的观念，资本市场深改以高质量发展为主线，从上市、退市、交易、开放等多方面持续优化和完善市场运行体制机制，市场有望迎来长期繁荣发展，从长期来看有助于夯实行业发展基础，推动行业景气度上升到一个新台阶。

表23：新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求

主要内容	涉及领域	重要表述
总体要求	-	未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场；到本世纪中叶，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
严把发行上市准入关	上市	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准；进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。
严格上市公司持续监管	信披、减持、分红、回购	构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假等重点领域违法违规行为；全面完善减持规则体系；强化上市公司现金分红监管；制定上市公司市值管理指引，引导上市公司回购股份后依法注销。
加大退市监管力度	退市	进一步严格强制退市标准，建立健全不同板块差异化的退市标准体系；收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标；健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，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。
加强证券基金机构监管	中介机构	引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系；完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度；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。
加强交易监管	交易	出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管；严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为。
推动中长期资金入市	中长期资金	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度；全面加强基金公司投研能力建设，从规模导向向投资者回报导向转变；稳步降低公募基金行业综合费率。
进一步全面深化改革开放	服务实体经济、开放	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章；加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场；完善多层次资本市场体系；坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	监管	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本；坚决破除“例外论”、“精英论”、“特殊论”等错误思想。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

（二）打造强大金融机构，做好五篇金融大文章

强大的金融机构是实现金融强国目标、推进中国式现代化的关键抓手。本次会议提出，要“统筹推进财税、金融等重点领域改革”，“深化金融体制改革”，“完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制”，可见进一步深化改革是未来的行业发展趋势。2024 年 4 月 12 日，证监会发布《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）》，明确了建设一流投资银行和投资机构的目标，提出校正定位偏差，把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，切实履行信义义务，始终践行金融报国、金融为民的发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系，引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重。回归业务本源，

把功能性放在首要位置是党和国家对于行业高质量发展的重要指示，也是行业发展的必然趋势。未来，行业将进一步加大对于重大战略、重点领域和薄弱环节的金融服务力度，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇金融大文章，为服务建设金融强国目标、助推经济高质量发展贡献行业力量。投研能力和风控能力将成为行业的核心竞争力，综合实力强劲的头部的优势将持续展现。

本次会议提到，“必须以新发展理念引领改革，立足新发展阶段，深化供给侧结构性改革，完善推动高质量发展激励约束机制，塑造发展新动能新优势。”未来行业供给侧改革将持续推进，通过建立健全结构合理的金融市场体系和分工协作的金融机构体系，机构定位将持续得到完善，国有大型金融机构和中小金融机构的发展模式将逐渐展现差异化：头部券商通过并购重组等方式做大做强，多渠道补充资本金，全面完善各条业务线加强综合服务能力，做好服务实体经济的主力军和压舱石；中小金融机构通过深耕区域化或特色化业务形成竞争优势，核心关注自身风险防范和化解，保持对市场的敏感度和灵活性，在实现差异化发展的过程中及时调整打法，推动行业格局重塑。

表24：非银行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 17 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	资本市场深改推动行业龙头优势持续显现	1.3	1.37	1.50	1.65	14.16	13.81	12.55	11.41
601688.SH	华泰证券	数字化转型优势持续提升公司核心竞争力	1.35	1.55	1.71	1.88	11.45	8.11	7.37	6.70
601211.SH	国泰君安	综合化优势强劲的国内优质龙头	0.98	1.03	1.13	1.25	11.51	13.36	12.15	11.04
601318.SH	中国平安	综合金融叠加科技赋能构建公司强大护城河	4.84	5.08	5.59	6.15	8.76	8.32	7.57	6.88
601601.SH	中国太保	长航转型效果显著，经营表现稳健	2.83	3.17	3.49	3.84	9.30	9.25	8.41	7.64

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

房地产行业：构建地产新模式

房地产行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☐ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☐ 新质生产力 ☐
财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☒ 国家安全体系 ☐

二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革，推进中国式现代化的决定》提出“加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。”

租购并举和房地产发展新模式首先被提及。我们认为房地产发展新模式发展方向或表现为：从住房类型看，未来保障性租赁住房、保障性住房、商品住房等住房并行。2023 年在国常会审议通过的《关于规划建设保障性住房的指导意见》中已提出保障性住房建设和筹集等方面的内容。目前，已有多个城市推动保障性住房的筹建工作：截至 2024 年 7 月 18 日，杭州目前推出保障性租赁住房 9531 套，完成年度目标任务的 119.14%；2024 年上半年，福州市筹建保障性租赁住房 7263 套（间），占年度计划的 47.6%；成都 2024 年首批 7 个保障性住房项目已全面开工；广州安居集团正加快推进 13 个保障性住房项目，其中包括 5 个新开工建设项目。在目前楼市库存去化压力较大的背景下，

存量商品房住房可作为保障性住房的重要筹集渠道，收购已建成商品房既有助于消化商品房市场库存、又协助完成保障性住房的筹集目标。我们认为，保障性租赁住房 and 保障性住房的价格相对较低，或满足工薪群体的刚性住房需求；商品住房未来或向提高住房品质的方向，以满足居民的改善性住房需求。

各地或将充分利用政策工具箱。2024 年 5 月 17 日央行集中出台降首付比例、取消商贷利率下限、降低公积金贷款利率等政策。自“517”以来，各个地方根据自身楼市现状陆续跟进出台相关政策。2024 年上半年全国商品房销售面积 47916 万方，同比下降 19.00%；2024 年 6 月单月商品房销售面积 11273.94 万方，同比下降 14.47%，环比提升 52.55%。“517”新政后，6 月单月销售环比提升明显，但单月和上半年累计同比增速依旧为负。截至 2024 年 7 月 21 日，北京、上海、广州、深圳等核心城市部分区域依旧限购。考虑到目前楼市整体去化依旧承压，根据《决定》中提到的“允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准”，**我们认为各地方或充分利用政策工具箱因城施策，如核心城市或制定定向的放松购房政策、放松部分区域限购、放宽普通住宅和非普通住宅认定标准等。**在政策大力支持和去年低基数作用下，未来政策效果或逐渐呈现。

表25：截至 2024 年 7 月一线城市主要限购政策

城市	政策
北京	北京户籍已婚家庭限购 2 套、单身限购 1 套、非北京户籍家庭或成年单身人士连续 5 年缴纳社保限购 1 套。以上家庭和单身人士可在五环外新购买 1 套商品住房。 附普通住宅认定标准：住宅小区建筑容积率在 1.0（含）以上；单套住房建筑面积在 144 平方米（含）以下；5 环内住房成交价格 在 85000 元/平方米（含）以下、5-6 环住房成交价格 在 65000 元/平方米（含）以下、6 环外住房成交价格 在 45000 元/平方米（含）以下。
上海	非沪籍居民社保连续缴纳满 3 年及以上（新城以及南北转型等重点区域所在行政区的非沪籍人才需连续缴纳满 2 年及以上）；非沪籍单身人士外环内新房限购；上海户籍已婚家庭限购 2 套、单身限购 1 套；多孩家庭可增购 1 套。 附普通住宅认定标准：五层以上(含五层)的多高层住房，以及不足五层的老式公寓、新式里弄、旧式里弄等；单套住房建筑面积在 144 平方米以下(含 144 平方米)。
广州	越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南沙等区为限购区域；在限购区域购买建筑面积 120 平方米以上（不含 120 平方米）住房不纳入限购范围；非广州户籍居民家庭和单身人士连续缴纳六个月社保分别在限购区域限购 2 套和 1 套住房（120 平米及以下）。
深圳	非深圳户籍家庭及成年单身人士限购 1 套；在盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区需连续缴纳 1 年社保，其他区域需连续缴纳 3 年社保；深圳户籍居民家庭限购 2 套住房、成年单身人士限购 1 套住房。

资料来源：北京市住建委官网，上海住建局官网，上海本地宝，广州市政府官网，广州市公积金官网，深圳市住建局官网，深圳本地宝，中国银河证券研究院

图82：商品房销售面积累计值及同比增速

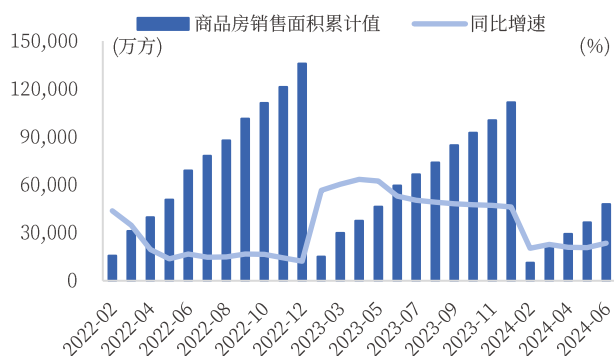
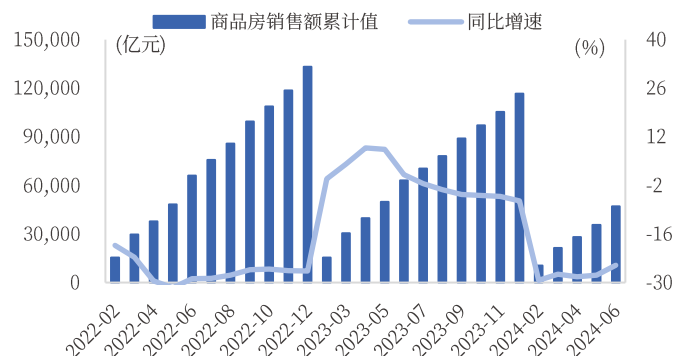


图83：商品房销售额累计值及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

对于房地产行业的融资制度和预售制度，我们认为融资和预售的机制管理或更加严格。考虑到房地产为重资本行业，房屋建造所需资金较多，若待住房完全竣工后再进行销售则资金回笼则所需周期较久。因此在预售的基础上或可通过提高预售门槛、减缓预售资金存入房屋相关账户的速度、加强预售资金监管等方式实现。

综上，我们认为房地产行业或有两条受益主线。1) 在房地产开发的增量市场上，在核心城市持续深耕、擅长运营并具有融资优势的头部房企或受益，主要标的包括招商蛇口、保利发展、万科A、龙湖集团、中国海外发展、华润置地等。2) 在房地产存量市场上，i.存量房交易占商品房总交易规模的比例或提升，主要标的包括头部中介公司，包括贝壳、我爱我家；ii.存量房物管公司，其中擅长运营、外拓的头部物业管理公司包括招商积余、华润万象生活等。

表26：地产重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 21 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
001979.SZ	招商蛇口	头部央企，稳中有升，聚焦核心	0.70	0.89	1.04	1.19	13.64	10.63	9.12	7.99
600048.SH	保利发展	央企龙头，行业头牌，高权益比例拿地	1.01	0.93	0.98	1.04	9.10	9.88	9.38	8.84
000002.SZ	万科 A	公司在手资源充裕，持续支持发展和收入	1.02	0.97	0.99	1.03	6.93	7.25	7.10	6.85
0960.HK	龙湖集团	民企龙头，稳健经营，商业贡献稳定现金流	2.07	1.90	2.05	2.17	5.16	5.62	5.21	4.92
001914.SZ	招商积余	物管规模不断扩大，在管业态丰富多样	0.69	0.82	0.94	1.02	14.37	12.09	10.60	9.77

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

医药行业：健全社会保障体系，深化医药卫生改革

医药行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☐	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☒	国家安全体系	☐

（一）学习贯彻三中全会精神，深化医药卫生体制改革

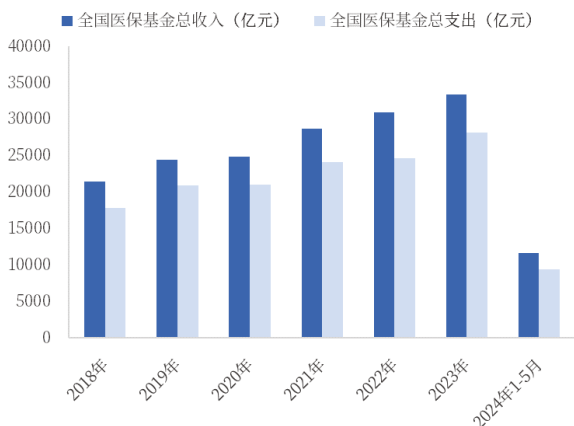
全会提出，在发展中保障和改善民生是中国式现代化的重大任务。必须坚持尽力而为、量力而行，完善基本公共服务制度体系，加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，解决好人民最关心最直接最现实的利益问题，不断满足人民对美好生活的向往。要完善收入分配制度，完善就业优先政策，健全社会保障体系，深化医药卫生体制改革，健全人口发展支持和服务体系。

深化医药卫生体制改革自党的十八大以来成为常抓不懈的工作。2013 年 11 月，党的十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对深化医药卫生体制改革做出全面部署。2016 年 8 月，习近平总书记在全国卫生与健康大会上明确提出：“要加快把党的十八届三中全会确定的医药卫生体制改革任务落到实处，要把医药卫生体制改革纳入全面深化改革中同部署、同要求、同考核，支持地方因地制宜、差别化探索。”党的十九大做出“实施健康中国战略”的决策，深化医药卫生体制改革是落实战略的重要抓手。党的二十大提出“推进健康中国建设”的要求，深化医药卫生体制改革仍是不能放松的重点任务，是我国医药卫生制度完善创新的主要路径，是为人民提供高质量健康服务的重要保障。

（二）医保改革发展惠民实效，医疗保障事业迈入新征程

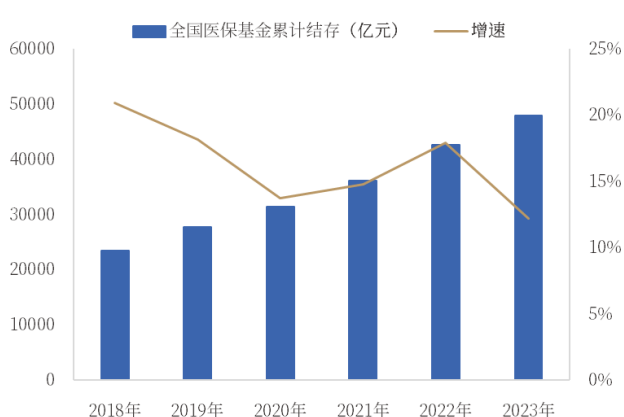
全国基本医疗保险基金运行稳健。2024年4月国家医保局发布《2023年医疗保障事业发展统计快报》，截至2023年底，我国基本医疗保险参保人数为13.34亿人，其中职工基本医疗保险参保人数为3.71亿人，城乡居民基本医疗保险参保人数为9.63亿人，参保覆盖面稳定在95%以上，参保质量持续提升。基金收支方面，2023年全国医保基金总收入3.34万亿元，比上年增长7.9%；医保基金总支出2.81万亿元，比上年增长14.4%；当期结存0.52万亿元，累计结存4.79万亿元。

图84：历年全国基本医保基金收支情况



资料来源：国家医保局，中国银河证券研究院

图85：历年全国基本医保基金累计结存



资料来源：国家医保局，中国银河证券研究院

生育保险降低生育成本，健全人口发展支持体系。截至2023年底，全国生育保险参保人数达2.49亿人，比上年增加300.41万人；生育保险基金待遇支出1069.10亿元，比上年增加117.75亿元，同比增长12.38%。巩固扩大生育保险覆盖面，加强生育医疗费用待遇保障，是党的二十届三中全会提出的健全人口发展支持和服务体系的重要环节。

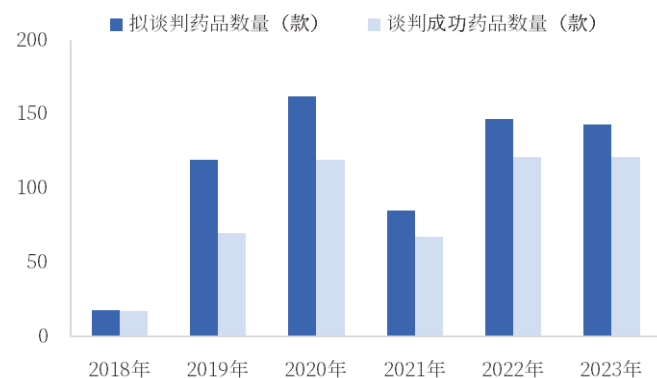
医疗保险助力乡村振兴，在发展中保障和改善民生。2023年，原承担脱贫攻坚任务的25个省份通过医疗救助共资助7308.2万人参加基本医疗保险，总支出153.8亿元，人均资助210.5元，维持农村低收入人口和脱贫人口参保率稳定在99%以上。由基本医疗保险、大病保险、医疗救助构成的三重保障制度，累计惠及农村低收入人口就医1.86亿人次，减轻医疗费用负担1883.5亿元。巩固拓展医疗保险脱贫攻坚成果，有效衔接实施乡村振兴战略，是党的二十届三中全会提出的在发展中保障和改善民生的必要举措。

（三）医保药品目录常态化调整，社会保障体系进一步完善

目前《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）》药品总数达3088种，其中西药1698种，中成药1390种，另含中药饮片892种。自2018年国家医保局成立以来，已连续6年开展医保药品目录动态调整工作，累计将744种药品新增纳入医保目录范围，主要覆盖肿瘤、抗感染、糖尿病、精神病、风湿免疫、罕见病等多个疾病领域。

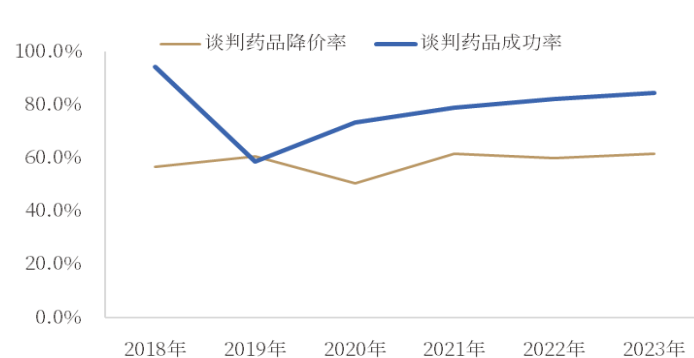
医保目录扩容，让更多患者用上低价新药。2023年12月，国家医保局公布2023年医保药品目录调整结果，于2024年1月1日起实施。在2023年的谈判和竞价环节中，共143个目录外药品参加，其中121个药品谈判或竞价成功，成功率为84.6%，平均降价61.7%；2023年国谈的成功率和价格降幅均创历史第二，成功率仅次于2018年抗肿瘤药物国家专项谈判的94.4%，价格降幅仅次于2021年国谈的61.71%，且仅相差0.01个百分点。本轮调整进一步提升了重大疾病和特殊人群的用药保障水平，综合谈判降价和医保报销等因素预估，未来两年将为患者减负超过400亿元。

图86：2018-2023 年医保谈判药品数量



资料来源：国家医保局，中国银河证券研究院

图87：2018-2023 年医保谈判药品成功率和降价率



资料来源：国家医保局，中国银河证券研究院

表27：医药行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 21 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002422.SZ	科伦药业	大输液龙头，三发驱动稳健增长	1.5	1.8	2.0	2.4	21.4	17.8	16.0	13.3
300760.SZ	迈瑞医疗	国产医疗器械进口替代与出海	9.6	11.5	13.8	16.5	29.7	24.8	20.7	17.3
603658.SH	安图生物	布局领先的国产 IVD 龙头	2.1	2.6	3.2	3.9	20.8	16.8	13.6	11.2
601607.SH	上海医药	改革激发国企活力，工商业齐头并进	1.0	1.4	1.6	1.8	20.2	14.4	12.6	11.2

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

食品饮料：消费税改革利好啤酒，加速白酒集中化

食品饮料行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☐ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☐ 新质生产力 ☐
财税体制改革 ☒ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☐ 国家安全体系 ☐

（一）二十届三中全会关于深化财税体制改革的决定

事件：《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》发布，其中第（17）条深化财税体制改革中提到“促进消费税征税环节后移并稳步下划地方”。

（二）消费税改革影响酒类商品

白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒等酒类商品均需缴纳消费税。目前税法规定下，各种酒都是在生产（或委托加工、进口）环节征收消费税，计税方法和税率不同。其中白酒消费税税负较高，若消费税政策改革，影响更大。

表28：酒类商品消费税征收方式

品类	计税方式		税额	征收环节
白酒	从价+从量		销售额 $\times$ 20%	生产/委托加工/进口环节
			0.5 元/500ml	
啤酒	从量	出厂价 $>$ 3000 元/吨	250 元/吨	生产/委托加工/进口环节
		出厂价 $<$ 3000 元/吨	220 元/吨	
黄酒	从量		240 元/吨	生产/委托加工/进口环节
葡萄酒和其他酒	从价		销售额 $\times$ 10%	生产/委托加工/进口环节

资料来源：国家税务总局、中国银河证券研究院

（三）消费税对酒行业的影响

如果消费税改革实施，对酒行业的影响涉及到两个方面：

第一，征税环节后移影响白酒、葡萄酒和其他酒。如果税率不变，从出厂环节征收后移至批发或零售环节征收，由于越往后端的计税价格越高，将会增加以从价税方式征收消费税的酒类商品税负压力，而对于以从量方式征收的部分无影响。因此如果征税环节后移，对啤酒、黄酒无影响，影响白酒、葡萄酒和其他酒（配制酒等），其中白酒因从价税率较高受影响更大。

第二，消费税的央地划分使地方政府更有动力促进当地酒类消费。过去以来全部是中央收取，未来如果下划给地方一部分，那么地方政府有动力促进当地的酒类消费。但这对酒类消费大省和酒类生产大省地方政府会有所不同。从企业端来看，目前酒企产生的各项税收中消费税贡献并不是最大，白酒、啤酒、葡萄酒企业的消费税贡献占比在 25-30%，黄酒和配制酒贡献占比在 10-20%，均低于所得税和增值税的贡献，而且后两项税收都是中央地方共享税。如果消费税征税环节后移，增加了白酒、葡萄酒和其他酒企的消费税税收压力，短期将对这些企业的销量、利润将造成负面影响，进而影响这些企业产生的增值税、所得税的税额。地方所获消费税增量是否能够弥补所得税、增值税的下滑是需要权衡的问题。白酒生产集中在四川、贵州、安徽、江苏、山西等几个核心产区，且多为国企，其中白酒产业对四川、贵州当地财政税收收入贡献占比较大，且当地经济并不发达，我们预计产区地政府并不希望增加酒企的消费税税收压力。河南、山东、广东等地白酒消费市场规模较大，预计这些地方政府将对消费税改革持支持态度。对于啤酒而言，消费税征税环节后移并不回增加税收，下划给地方有助于促进当地啤酒消费。其他酒受影响逻辑类似。

我们预计不同品类消费税的改革时间点不一，目前酒在消费税中的占比不大（低于 5%），预计不会立刻改革。未来如果改革按照税率不变、征税环节后移、央地共享的方向实施，对以从价方式征收消费税的白酒、葡萄酒和其他酒企业偏利空，对以从量方式征税的啤酒企业偏利好。对于行业内不同企业而言，各价位段龙头企业的税负转嫁能力更强，受影响程度会更小；对于全国化销售的企业也更为有利。推荐关注青岛啤酒，燕京啤酒，五粮液，山西汾酒，珍酒李渡。

表29：食品饮料行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 18 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600600.SH	青岛啤酒	消费税改革对啤酒行业有利	3.13	3.83	4.34	4.78	22.24	18.17	16.04	14.56
000729.SZ	燕京啤酒	消费税改革对啤酒行业有利	-							
000858.SZ	五粮液	白酒千元价格带龙头，大单品出厂价和终端售价价差不大	7.78	8.81	9.78	10.87	16.85	14.88	13.40	12.06
600809.SH	山西汾酒	快速推进全国化销售的企业	8.56	10.78	13.26	15.99	23.40	18.58	15.11	12.53
6979.HK	珍酒李渡	消费税改革有利于消费集中地如河南广东（也是公司主销区）等促进当地白酒消费	-							

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

家电：促消费延续性有望提升，出海步伐稳中加快

家电行业-三中全会相关主题

国有企业改革☐ 全国统一大市场☐ 高水平对外开放☒ 新质生产力☒

财税体制改革☐ 金融体制改革☐ 民生领域改革☐ 国家安全体系☐

政策引领数字经济、新质生产力发展，将对家电行业数智化改革起到积极作用。会议提出，“要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度”。数字经济赋能新质生产力全面发展，助力家电智能制造和数字化消费实现跃迁。对于家电行业而言，数字产业化与产业数字化将为家电行业升级提供新的路径。数字基础设施建设加快将为新质生产力的形成提供坚实平台支撑，数据作为新生产要素可以更好地赋能家电智造升级，数字营销将助力消费活力释放并优化消费结构。随着家电行业智能化渗透和数字经济发展建设，家电行业产品、生态、营销、服务、制造与供应链六个维度即将迎来深层次、可持续的变革。

积极扩大内需背景下，以旧换新等促消费政策延续性有望提升，推动家电内销景气上行。会议指出，“落实好宏观政策，积极扩大国内需求”，“加快培育完整内需体系”，“完善扩大消费长效机制”，“健全绿色消费激励机制，促进绿色低碳循环发展经济体系建设”。近年来促消费政策较为丰富，随着本轮家电以旧换新政策的逐步发力，618 大促期间以旧换新表现高增，政策成效初显、从当前时点来看，我国家电保有量庞大，潜在更新需求可观，且距离上一轮家电下乡、以旧换新、绿电补贴政策拉动的集中消费有十年已久，相当一部分产品使用年限较长，碳排放较高，还存在一定安全隐患，根据会议指示精神，我们认为家电促消费政策延续性有望得到提升，潜在的更新需求有望进入集中释放期，带动家电内销景气上行。未来，绿色+智能将成为未来促消费主要方向，头部企业具备优势，大家电市场集中度有望提升：1) 头部品牌资金实力强劲，额外补贴力度大，有望带来更为显著的家电消费刺激效果；2) 产品矩阵丰富，从容面对政策带来的消费价格区间变化，用户承载力强；3) 自主建设全链路回收体系，提供家电回收标准化服务，回收规模优势得以凸显。

“一带一路”推动企业海外布局，国际化布局领先的家电品牌有望充分受益。会议指出，“推动产业链供应链国际合作”、“扩大面向全球的高标准自由贸易区网络”、“完善产业在国内梯度有序转移的协作机制”、“完善推进高质量共建‘一带一路’机制”。近年来我国家电出口增势良

好，大家电品牌国际认可度逐步提升，性价比较高的小家电出海竞争力强。国内家电企业陆续在海外建厂，产能多元化布局为大势所趋，实力雄厚的家电龙头出海打造“内外双供应链”，充分利用各地区相对优势的同时，能够有效应对全球供应链中的外部风险。未来，我国家电出口增量将主要依赖于对一带一路国家等新兴市场的开拓，以及在发达市场中份额的提升。随着高质量共建“一带一路”的持续推动，为我国家电出口创造的良好环境，我们认为，在包括东南亚各国在内的一带一路沿线国家布局产能、品牌国际认可度较高的家电企业将持续受益。

我们建议关注数智化升级领先、以旧换新补贴拉动效果较为明显的白电龙头，推荐美的集团（000333.SZ）、海尔智家（600690.SH），以及海外布局广泛、出口势头强劲的海信家电（000921.SZ）、石头科技（688169.SH）、海信视像（600060.SH）。

农业行业：深化土地制度改革，保持农产品价格合理

农业行业-三中全会相关主题

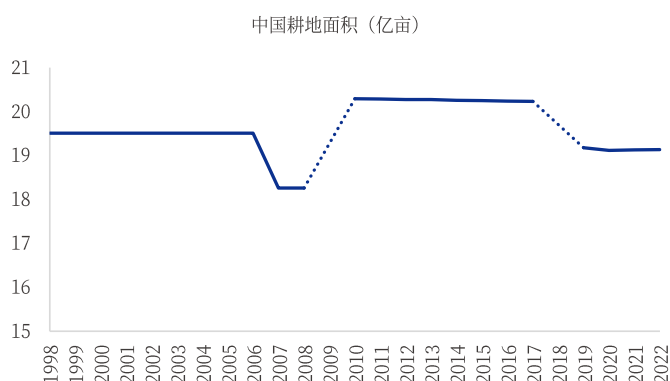
国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☐	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☒	国家安全体系	☐

2024年7月18日，二十届三中全会公报提到“城乡融合发展是中国式现代化的必然要求。必须统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，全面提高城乡规划、建设、治理融合水平，促进城乡要素平等交换、双向流动，缩小城乡差别，促进城乡共同繁荣发展。要健全推进新型城镇化体制机制，巩固和完善农村基本经营制度，完善强农惠农富农支持制度，深化土地制度改革。”。继24年2月中央深改委会议将土地要素改革放在首位之后，本次会议再次强调深化土地制度改革。我们认为在总国土空间有限和土地难以流转的约束下，实现城乡间、区域间土地资源的再分配和再利用是实现资源优化与效率提升的关键。

从农业角度出发来看，在“土地增减挂钩政策”的实施背景下，我国耕地总面积约为19.18亿亩（第三次国土调查显示），坚守18亿亩红线。因此，在推进土地制度改革的同时，我们认为在坚守18亿亩耕地面积作为基础和根本上，其中发生的转变有：

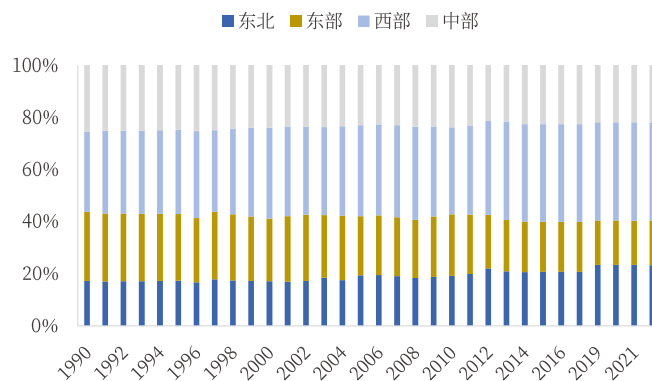
1.耕地面积分布区域由东向西转移。我国总耕地面积呈现先增后减态势。根据三次国土调查数据，自“一调”（1997年完成）至“二调”（2009年完成）期间，我国耕地面积自20亿亩增加至20.31亿亩；自“二调”至“三调”（2019年完成）期间，我国耕地面积自20.31亿亩降至19.18亿亩，减少1.13亿亩，主要原因是农业结构调整及国土绿化等。从耕地面积分布区域的变化来看，1990-2022年，我国东部沿海和中部地区耕地面积占比呈减少趋势，而东北及西部地区耕地面积占比不断提升，总体呈由东向西转移态势。

图88：我国耕地面积呈现先增后减态势



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

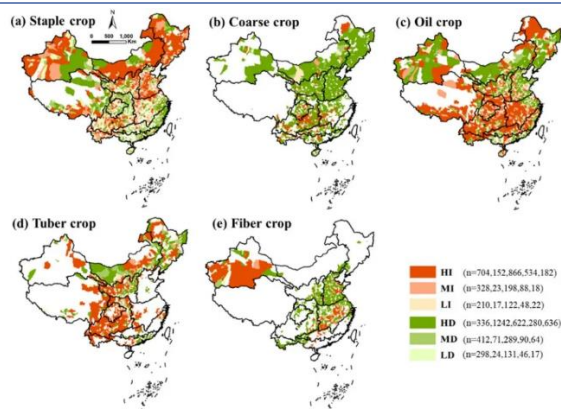
图89：1990-2022年我国耕地面积分布区域变化



资料来源：中国统计年鉴，各省统计年鉴，中国银河证券研究院

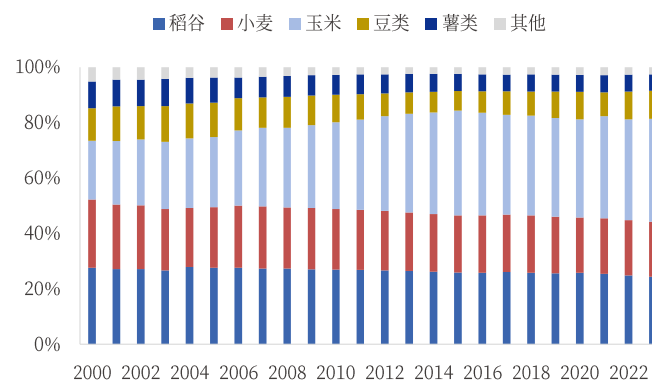
2.耕地种植品种结构趋于简化。我国不同农作物的种植空间分布呈现不同的特征。根据 Yuling Jiang, et al.(2022), 自 1985 年以来我国农作物种植结构不断简化, 粗粮种植逐渐被粮油作物取代, 基本形成以粮油作物为主的单一种植结构。国家统计局数据同样显示种植结构的简化趋势, 种植多样性有所降低。具体看, 我国稻谷、小麦、薯类播种面积占比自 2000 年的 27.6%、24.6%、9.7% 下降至 2023 年的 24.3%、19.9%、5.9%; 豆类占比呈先减后增态势; 而玉米占比自 2000 年的 21.3% 大幅上升至 2023 年的 37.2%。

图90：1985-2015 年我国各作物种植面积的空间变化



资料来源：Yuling Jiang, et al. 《Changes of Cropping structure lead diversity decline in China during 1985-2015》，中国银河证券研究院

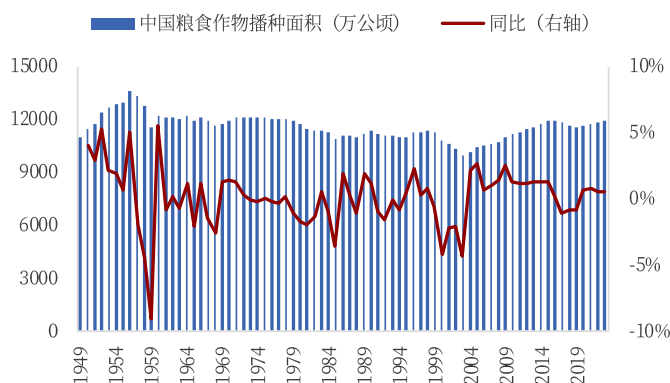
图91：2000-2023 年我国各作物播种面积占比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

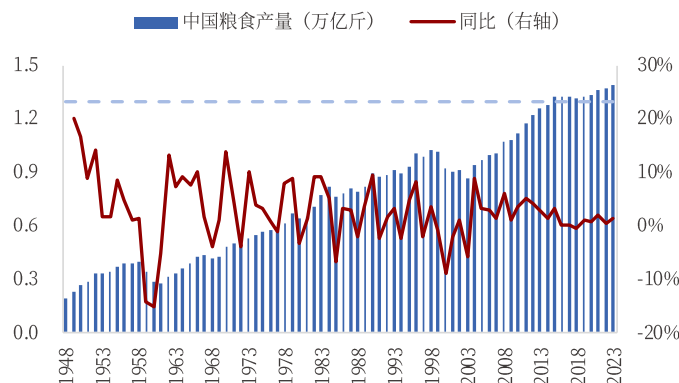
此外，本次会议提到“加快健全种粮农民收益保障机制……健全粮食和食物节约长效机制”。近年我国粮食产量稳中向上，粮食供给总体有保障。我国粮食播种面积呈波动增长趋势，2023 年播种面积为 1.19 亿公顷，同比+0.54%。在播种面积增长的带动下，我国粮食产量稳中向上，2023 年粮食产量达 1.39 万亿斤，同比+1.3%，已连续 9 年稳定在 1.3 万亿斤以上。

图92：2023 年我国粮食播种面积 1.19 亿公顷，同比+0.54%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图93：2023 年我国粮食产量 1.39 万亿斤，连续 9 年超 1.3 万亿斤



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

基于我国耕地面积&结构以及粮食供给回顾，我国现阶段粮食安全相对有保障。在“健全保障耕地用于种植基本农作物管理体系”的背景下，我们要在发挥优势的同时努力补短板，提高种植效率，把握农业科技的应用与种业技术变革的核心。建议积极关注优秀种业龙头企业，包括隆平高科、登海种业等。

表30：农业行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000998.SZ	隆平高科	种业龙头，转基因种子布局领先	0.15	0.45	0.59	0.79	67	22	17	13
002041.SZ	登海种业	玉米品种优势突出，关注转基因商业化	0.29	0.33	0.42	0.51	29	25	20	16

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（注：登海种业 EPS 为 Wind 一致预期）

汽车：车路云引领新质生产力，出海育外贸新动能

汽车行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☒	全国统一大市场	☒	高水平对外开放	☒	新质生产力	☒
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☐

2024 年 7 月 18 日发布的《中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报》中提出“要按照党中央关于经济工作的决策部署，落实好宏观政策，**积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力，加快培育外贸新动能，扎实推进绿色低碳发展**，切实保障和改善民生，巩固拓展脱贫攻坚成果。”汽车产业的新能源、智能化发展对于国内稳需求、发展新质生产力、培育外贸新动能、推进绿色低碳发展等方面起到重要作用。7 月 21 日，《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》发布，进一步细化改革方案，其中，**国有企业改革、建设全国统一大市场、高水平对外开放、发展新质生产力、提升产业链安全**等方面措施将有望带动汽车产业继续向好向新发展，成为“在二〇二九年中华人民共和国成立八十周年时，完成本决定提出的改革任务”的核心驱动力。

表31：《决定》所提出的改革措施与对应的汽车行业落实细节

相关主题	《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》原文	汽车行业落实细节
国有企业改革、构建全国统一大市场	(5) 坚持和落实“两个毫不动摇”。……。深化国资国企改革，……。 (6) 构建全国统一大市场。……。	在全国统一大市场下，叠加政策助力，国有企业与民营企业有望共同在新能源转型上继续发力，助力我国凭借新能源转型成长为全球汽车工业强国。 2024 年 3 月两会期间，国资委主任张玉卓表示将对一汽集团、东风集团和长安汽车三家汽车央企进行新能源汽车业务的单独考核，当前三大汽车国企新能源业务增长潜力十足，单独考核有望激发企业科技创新活力，推动企业新能源转型加速。 从当前市场竞争格局看，以比亚迪、吉利、长城、赛力斯、理想为代表的民营企业在新能源车市场份额领先，并将不断依靠创新活力引领全国新能源车市场发展。
发展新质生产力	(8) 健全因地制宜发展新质生产力体制机制。……，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、 新能源 、……等战略性新兴产业发展政策和治理体系，……。 (9) 健全促进实体经济和数字经济深度融合制度。……。加快构建促进数字经济发展体制机制，完善促进数字产业化和产业数字化政策体系。……。	今年以来，北京、福州、鄂尔多斯、武汉、长春、漳州陆续开展车路云一体化项目招标或对车路云一体化建设做出明确规划，自动驾驶产业由过去的单车智能走向车路云协同模式，推动新能源汽车产业与智能化、数字化技术深度融合，车路云一体化市场进入规模化加速发展期，催生万亿市场，带来 Robotaxi、Robobus、城市末端配送等自动驾驶新场景、新应用，为我国经济增长贡献新动力。
提升产业链供应链安全	(12) 健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。抓紧打造自主可控的产业链供应链安全链，……。建立产业链供应链安全风险评估和应对机制。……。	新能源汽车蓬勃发展带来汽车芯片需求快速提升，但当前全球汽车芯片市场仍由外资品牌占据，我国汽车芯片国产替代空间星辰大海，目前已有本土品牌率先实现突围，如智能驾驶芯片，地平线、黑芝麻等持续突破自主品牌客户，据地平线招股说明书，2023 年公司排名中国 OEM 前五大高级辅助驾驶解决方案提供商第二位，仅次于 Mobileye，市场份额达到 21.3%，同比提升 17.6pct。未来以地平线为代表的本土芯片企业还将继续发布更高阶产品，如算力达到 560TOPS 的地平线征程 6、算力超过 250TOPS 的黑芝麻华山 A2000 等，助力芯片产业国产替代进程稳步推进，不断提升新能源汽车产业链韧性。
扩大开放，推进“一带一路”	(24) 稳步扩大制度型开放。主动对接国际高标准经贸规则，……。扩大自主开放，有序扩大我国商品市场、服务市场、资本市场、劳务市场等对外开放，扩大对最不发达国家单边开放。 (25) 深化外贸体制改革。……。 (26) 深化外商投资和对外投资管理体制改革。……。 (27) 优化区域开放布局。……。 (28) 完善推进高质量共建“一带一路”机制。……。	2024 年 1-5 月，我国汽车与摩托车合计出口金额同比增长 15.66%，乘用车出口金额同比增长 27.91%，自主品牌依靠全球领先的新能源技术带动乘用车走向全球，已成为我国外贸出口新动能的核心组成部分，持续驱动乘用车出口高增长。 当前众多自主品牌在泰国、印尼、巴西、匈牙利等“一带一路”沿线国家规划新建新能源乘用车工厂，推动当地投资、税收、就业增长与新能源汽车工业进步，提升当地消费者对自主品牌的认可度。
发展绿色低碳经济	(49) 健全绿色低碳发展机制。……。	2024 年上半年，新能源汽车实现销量 494.4 万辆，渗透率达到 35.2%，其中 6 月单月国内乘用车市场新能源渗透率已经超过 50%，汽车产业低碳绿色转型加速推进。在国内稳需求、发展新质生产力、培育外贸新动能的改革措施支持下，新能源汽车有望持续向好发展，为我国推进绿色低碳发展做出重要贡献。

资料来源：中国政府网，海关总署，中汽协，地平线招股说明书，中国银河证券研究院

(一) 国企改革+建设全国统一大市场，汽车央企加速新能源转型

国资委单独考核三大汽车国企新能源业务激发销量增长潜力，车企下半年规划多款新能源新品参与市场竞争。今年 3 月两会期间，国资委主任张玉卓表示将对一汽集团、东风集团和长安汽车三家汽车央企进行新能源汽车业务的单独考核。当前三大汽车国企在新能源转型上略有滞后，据 Marklines 数据，2024 年上半年，长安、东风、一汽分别销售新能源乘用车 27.82 万辆/9.52 万辆/5.91 万辆，从渗透率来看，新能源分别占乘用车销量总比重的 34.01%/59.54%/22.52%，长安与一

汽低于 39.38% 的整体市场平均水平，从市占率来看，上半年上述企业在新能源乘用车市场的市占率分别为 5.96%、2.04%、1.27%，仅长安处于第一梯队，三大国企的新能源销量增长空间广阔，国资委单独考核有望激发企业科技创新活力，推动企业新能源转型加速。今年下半年，长安、东风、一汽规划有多款新能源产品投放市场，其中长安三大新能源子品牌阿维塔、深蓝、启源产品矩阵快速补齐，显著提升产品覆盖面。

（二）发展新质生产力，车路云规模化推动自动驾驶新应用场景加速落地

车路云一体化市场进入规模化加速发展期，Robotaxi 等细分场景市场空间广阔。新能源汽车智能化是新质生产力的重要组成部分，对提升我国汽车工业全球竞争力和科技实力具有重要意义。伴随技术的不断成熟，以车路云一体化为代表的智能化技术在今年迎来快速发展，截止 7 月 19 日，已有北京、福州、鄂尔多斯、武汉、长春、漳州陆续开展车路云一体化项目招标或对车路云一体化建设做出明确规划，带动市场进入规模化加速发展期，催生万亿市场规模，据中国汽车工程学会与中国银河证券汽车团队联合发布的《车路云一体化智能网联汽车产业产值增量预测》，在中性预期下，2025 年/2030 年“车路云一体化”智能网联汽车产业产值增量分别为 7295 亿元/25825 亿元。从应用层面来看，车路云一体化推动智能网联汽车实现包括 Robotaxi、Robobus、城市末端配送等多种新型应用场景，在 3% 的渗透率假设下，2030 年 Robotaxi 市场规模有望达到 756 亿元、Robobus 的市场规模有望达到 284 亿元，技术成熟度的不断提升有望驱动创新应用场景市场规模的不断扩大，成为新质生产力发展的重要驱动力。

（三）培育外贸新动能，产能出海打开自主品牌全球市占率天花板

汽车出口多点开花，擦亮中国制造名片。据海关总署数据，2024 年 1-5 月，我国汽车与摩托车合计出口金额达 6346.94 亿元，同比+15.66%，乘用车、商用车、汽车零部件、摩托车均取得亮眼表现，出口金额同比增速分别为 27.91%/11.98%/6.61%/20.24%，已成为驱动我国出口增长的核心动力，助力中国制造的全球声誉持续提升。

新能源乘用车产能出海方兴未艾，打开自主品牌全球市占率天花板。得益于新能源转型下我国自主乘用车品牌的崛起，我国新能源乘用车产品凭借领先的技术性能与产品质量受到全球市场青睐，成为驱动我国汽车产业出海的最主要动力。参考外资品牌的全球化发展历程，产能出海成为自主品牌走向全球化的必经之路。受益于我国在“一带一路”建设上的长久积累，当前众多自主品牌在泰国、印尼、巴西、匈牙利等“一带一路”沿线国家规划新建新能源乘用车工厂，推动当地投资、税收、就业增长与新能源汽车工业进步，提升当地消费者对自主品牌的认可度，打开自主品牌全球市占率天花板，新能源海外产能将于 2024 年-2025 年进入达产高峰，有望推动我国新能源产品出海进入加速发展期，助力自主品牌向全球汽车龙头成长，为我国外贸增长持续贡献新动能。

（四）投资建议

建议关注乘用车国有企业龙头**长安汽车**；智能驾驶能力出众的乘用车龙头**赛力斯**、**理想汽车-W**；智能驾驶零部件龙头**经纬恒润**、**德赛西威**；乘用车出海龙头**比亚迪**、**长城汽车**；零部件出海龙头**拓普集团**、**中熔电气**。

表32：汽车行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000625.SZ	长安汽车	乘用车国有企业龙头，新能源子品牌布局完备	1.14	0.91	1.16	1.33	14.73	16.91	13.27	11.57
601127.SH	赛力斯	乘用车自主品牌龙头，智能化技术领先	-1.62	1.70	3.78	6.43	-46.89	44.29	19.92	11.71

2015.HK	理想汽车-W*	乘用车自主品牌龙头，智能化技术领先	5.55	4.88	7.89	10.32	24.17	15.83	9.79	7.49
688326.SH	经纬恒润*	智能驾驶龙头企业，具备成熟的港口 L4 级自动驾驶运营经验	-1.81	0.48	2.26	3.66	-64.1	142.71	30.31	18.72
002920.SZ	德赛西威	智能驾驶龙头企业，具备领先的大算力智驾域控研发制造技术	2.79	3.62	4.51	5.05	46.47	27.57	22.13	19.76
002594.SZ	比亚迪	乘用车自主品牌龙头，新能源市场地位稳固，出口高增长	10.32	12.82	16.23	19.27	19.19	20.60	16.27	13.70
601633.SH	长城汽车	乘用车自主品牌龙头，新能源、出口持续取得亮眼表现	0.83	1.20	1.54	1.85	30.52	21.94	17.10	14.23
601689.SH	拓普集团	跟随特斯拉实现产能出海，配套 Optimus，业绩增长潜力十足	1.34	1.70	2.21	2.77	37.66	23.03	17.78	14.15
301031.SZ	中熔电气	熔断器龙头，海外市场布局带来业绩增长新动能	1.77	2.25	3.70	5.16	74.08	35.16	21.38	15.33

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（*采用 Wind 一致预期，其余采用中国银河证券汽车组预测）

纺织服饰行业：从规模向高质量增长转变

纺织服饰行业-三中全会相关主题

国有企业改革 ☐ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☒ 新质生产力 ☒
财税体制改革 ☐ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☐ 国家安全体系 ☐

（一）数字经济与产业深度融合，构筑竞争壁垒

三中全会指出健全促进实体经济和数字经济深度融合制度。国内上游纺织企业当前主要通过数据赋能，引进先进生产体系，推进信息技术对纺织设计、生产、营销的深入应用。在日常生产经营过程中加大信息化、智能化投入，推动数字化智能工厂建设，以达到降低生产成本，提高生产精度效果。此外，数字化建设对服企在线上新零售、供应链管理、消费者洞察方面进行赋能，可以有效提升企业科学经营能力，推动高端化、智能化、绿色化发展，实现高质量增长。

龙头企业在数字化建设方面已有所建树。上游纺织龙头企业通过搭建 SAP 系统、QMS 系统等实现公司业务数据化和生产柔性化，实现降本增效的效果。下游品牌服饰通过数智化运营系统建设等方式实现消费者需求精准把控、供应链柔性生产以及线上新零售的快速渗透。数字化建设应用于服企有效提升企业经营效率，构筑市场核心竞争力。

（二）技术推动新材料产业升级

服饰新材料迅速增长，加快推动新质生产力发展。健全因地制宜发展新质生产力，推动产业深度转型。对于纺织产业，新材料可用于功能性服饰、户外服饰及军工等领域。与传统材料相比，新材料运用电子、生物、化学等多学科技术工艺，在服装舒适度、耐用性和多功能性方面实现了重大突破。目前我国纺织新材料研发和生产的企业尚不具规模，但已初见成效，台华新材的锦纶 6/锦纶 66 与南山智尚的超高分子量聚乙烯纤维，覆盖民用与军工场景，产品已经受到市场所检验。能够满足消费者及相关需求方日益高端化、环保化、轻量化的着装需求。

近年来，台华新材锦纶业务收入与产量迅猛扩张。2023 年产量达 20.41 万吨。2021/2022/2023 年公司锦纶长丝业务收入分别为 17.97/20.65/26.23 亿元，同比变动分别为 +113.69%/14.91%/26.98%，实现快速增长。南山智尚主要布局超高分子量聚乙烯，现已建设产能

3600 吨。2023 年超高纤维产量为 2272.04 吨，同比增长 672.80%。下游场景主要应用于民用渔业领域、工业用手套、以及军用防弹衣领域。

(三) 完善贸易机制、充分发挥全球优势

持续加大开放，加速优势产业出海。三种全会指出，维护以世界贸易组织为核心的多边贸易体制，积极参与全球经济治理体系改革，提供更多全球公共产品。加快内外贸一体化改革，推动贸易系统的数字化、绿色化。我国纺织制造业集群庞大，拥有健全的产业配套体系，建立更为完善的贸易制度可以最大化发挥国内产业配套优势。从近年服装出口来看，国内服装纺织品出口稳中有增。同时，龙头制造服企业通过全球化产能布局，可实现效益最大化。未来在国内外贸体制愈发健全、海外产能愈发完善的背景下，龙头企业的出口份额集中度有望攀升。

表33：纺织制造龙头公司产能布局完善

	总产能	产能分布
申洲国际	2023 年雇员共计 9.203 万人	海外（越南和柬埔寨）成衣占总产出 53%
华利集团	2023 年产能 2.21 亿双鞋	海外产能占比 100%，主要位于越南
健盛集团	2023 年实现棉袜销售 3.30 亿双，无缝产品销售 2,663 万件	越南棉袜产能远超国内，越南无缝服饰规划较大产能规模
伟星股份	纽扣 116 亿粒，拉链 8.5 亿米	国内/孟加拉国产能占比 85%/15%，越南工业园一期“高效率、高标准”推进
百隆东方	2023 年纱线产量 21.316 万吨	截至 2023 年末，越南百隆总产能达 126 万锭，70%左右的产能位于越南
新澳股份	2023 年产量毛精纺纱线产能 1.44 万吨，羊毛毛条 7473 吨，改性处理及染整加工 3188 吨，羊绒 2022 吨	英国邓肯公司粗纺羊绒年产 270 吨；越南工厂规划产能约 6500 吨精纺针织纱线；新澳越南“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”正在建设；项目一期 2 万锭预计今年底至 2025 年建设完成并陆续投产
台华新材	锦纶丝 20.41 万吨，坯布 3.68 亿米	全部产能均位于国内

资料来源：申洲国际、华利集团等上市公司公告，中国银河证券研究院

相关标的：龙头企业数字经济建设较为成熟，经营效率逐步提升，建议关注安踏体育、李宁、特步国际、报喜鸟、海澜之家、比音勒芬、波司登。此外，继续看好拥有优质客户、全球产能布局的纺织服企龙头。建议关注华利集团、申洲国际、伟星股份、新澳股份、健盛集团、开润股份。

社会服务业：教育改革强调创新，民办教育政策趋稳

社会服务行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☐	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☒	国家安全体系	☐

百年未有之大变局，当前强调科教兴国具备强烈的时代和国情背景。新一轮科技革命和产业变革正在加速重构全球创新版图、重塑全球经济结构。科技创新成为百年变局中的关键变量，只有抢占科技制高点，才能赢得战略主动。而无论是 AI 技术发展和应用，还是新质生产力技术催生出的新产业、新业态和新模式，都将重塑人类社会的人力资源结构，并推动教育内容和人才评价体系变化。

与十八届三中全会相比，教育领域改革更着重于高教领域，基础教育与民办教育论述较十八届三中全会显著减少。与十八届三中全会的差异，此次三中全会强调教育、科技、人才是全面建设社

社会主义现代化国家的基础性、战略性支撑。同时，相较于 2013 年的十八届三中全会公报，本次会议公报提及教育部分由 1 处变为 3 处，在维持“深化教育领域综合改革”的基础上，新增强调“教育、科技、人才体制机制一体改革”。从《决议》的论述看，相较于十八届三中全会，二十次三中全会在教育公平、义务教育、高等教育、民办教育方面表述较十年的变化在于大幅增加高等教育领域的改革表述，而在基础教育领域的表述则较十八届三中全会显著减少，反映自 2018 年以来政府在基础教育领域和民办教育领域的改革已取得显著成果，目前政策趋向已经企稳。

表34：十八届三中全会、二十届三中全会教育部分论述要点梳理

文件	二十届三中全会	十八届三中全会
《公报》	1) 教育、科技、人才是中国式现代化的基础性、战略性支撑，必须深入实施科教兴国战略； 2) 统筹推动教育、科技、人才体制机制一体改革； 3) 深化教育领域综合改革；	1) 深化教育领域综合改革
《决定》	1) 要求：加快建设高质量教育体系，统筹推进育人方式、办学模式、管理体制、保障机制改革。 2) 完善立德树人机制，推进大中小学思政课一体化改革创新；健全德智体美劳全面培养体系，提升教师教书育人能力，健全师德师风建设长效机制，深化教育评价改革； 4) 教育公平：优化区域教育资源配置，建立同人口变化相协调的基本公共教育服务供给机制； 5) 义务教育：完善义务教育优质均衡推进机制，探索逐步扩大免费教育范围。 6) 高等教育：优化高等教育布局、分类推进高校改革；建立科技发展、国家战略需求牵引的学科设置调整机制和人才培养模式，着力加强创新能力培养。完善高校科技创新机制。加快构建职普融通、产教融合的职业教育体系。 7) 民办教育：引导规范民办教育发展。 8) 推进教育数字化，赋能学习型社会建设。 9) 对外开放：推进高水平教育开放，鼓励国外高水平理工类大学来华合作办学。	1) 全面贯彻党的教育方针，坚持立德树人，加强社会主义核心价值观教育； 2) 强化体育课和课外锻炼、改进美育教学； 3) 推进考试招生制度改革；深入推进管办评分离，扩大省级政府教育统筹权和学校办学自主权，完善学校内部治理结构； 4) 教育公平：逐步缩小区域、城乡、校际差距。统筹城乡义务教育资源均衡配置； 5) 义务教育：义务教育免试就近入学，试行学区制和九年一贯对口招生；不设重点学校重点班、标本兼治减轻学生课业负担。 6) 高等教育：加快现代职业教育体系建设；深化产教融合、校企合作，培养高素质劳动者和技能型人才。创新高校人才培养机制，促进高校办出特色争创一流。 7) 民办教育：鼓励社会力量兴办教育。 8) 数字化：构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面的有效机制。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

从方向上看，未来改革方向一是继续深化教育综合改革，是推动我国从教育大国向教育强国迈进的必然路径。沿袭十八届三中全会，深化教育领域综合改革仍是重点，也是推动我国从教育大国向教育强国实现是系统性跃升和质变的关键。从核心要求看，“加快建设高质量教育体系”、“统筹推进育人方式、办学模式、管理体制、保障机制改革”、“紧扣培养担当民族复兴大任的时代新人，完善立德树人机制”均是一以贯之，主要变化在于未来将更加强调着眼拔尖创新人才培养，分类推进高校改革，建立科技发展、国家战略需求牵引的学科调整机制和人才培养模式，以及有效利用世界一流教育资源和创新要素，推进高水平教育开放。

其次，在深化人才发展体制机制改革方面，我们认为后续政策还将继续鼓励发展优质职业教育，为科技发展培育大国工匠、巧匠。全球新一轮科技革命和产业变革浪潮加速演进，智能制造、节能环保、汽车、生物医药、关键基础件等新兴产业快速发展均对高层次技术人才提出更多需求。而培养更多高素质技术技能人才、能工巧匠、大国工匠，夯实现代化产业体系，需要大力推动职业教育发展。近年来我国已推出多项职业教育发展政策，《职业教育法（2022 年修订）》、《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》等相关政策文件均强调职业教育与普通教育拥有同等重要地位，同时目前已逐步捋顺职业教育在招生、升学路径方面存在的问题，提高职业教育在社会中的认可度。

根据教育部数据，2023 年，职业本科招生 8.99 万人，比上年增长 17.82%。参考弗若斯特沙利文预测，预计 2026 年我国职业教育市场将会达到 1.1 万亿元，2022-2026 年 CAGR 达 6.9%。

此外，教育数字化仍是重要改革方向。2024 年政府工作报告明确“深入实施科教兴国战略，强化高质量发展的基础支撑”，将“科教兴国”战略高置于第二位重点工作，同时报告首次提出“大力发展数字教育”。目前，中国国家智慧教育平台覆盖基础教育、职业教育、高等教育各阶段，涵盖德智体美劳各方面，优质资源供给不断增加。中小学平台的资源总量增加到 8.8 万条，职业教育平台在线精品课超过 1 万门，高等教育平台上线优质慕课超过 2.7 万门，持续引领世界教育教学数字资源建设。

民办教育领域，我们认为当前政策调整已趋于完善，预计未来将趋于稳定。2021 年《民促法实施条例》的政策初衷，在于厘清民办教育发展的关键性问题，回应民办教育领域多方主体利益诉求，并从法律层面明确各方权责。事实上，2020 年后我国政府同样多次发文鼓励民营企业及社会组织合法开办、运营学校及各类型教育机构，高中、高等教育阶段民办校的占比均保持稳步提升。自 2021 年《民促法实施条例》颁布以来，民办教育在高中、高等教育阶段占比仍在持续提升。

表35：重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000526.SZ	学大教育	个性化教育需求稳定，职教业务构筑二次增长曲线	1.26	2.15	2.72	3.42	40	24	18	14
9901.HK	新东方-S	非学科素质培训兴起，业务重回扩张轨道	0.71	1.49	2.24	3.08	37	34	23	16
1773.HK	天立国际控股	以办学实力为基，营利性高中业务成长动能充足	0.16	0.26	0.38	0.52	15	15	10	7

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

北交所：支持科创型中小企业蓬勃发展

北交所-三中全会相关主题

国有企业改革 ☐ 全国统一大市场 ☐ 高水平对外开放 ☐ 新质生产力 ☒
财税体制改革 ☒ 金融体制改革 ☐ 民生领域改革 ☐ 国家安全体系 ☐

三中全会中，再次强调构建促进专精特新中小企业发展壮大机制，从科研端促进中小企业发展壮大。“从强化企业科技创新主体地位，建立培育壮大科技领军企业机制，加强企业主导的产学研深度融合，建立企业研发准备金制度，支持企业主动牵头或参与国家科技攻关任务。构建促进专精特新中小企业发展壮大机制。”

北交所上市公司中，专精特新小巨人企业占比过半。截至 2024 年 3 月 31 日，北交所所有 120 余家，占到北交所上市公司的半数左右。这些专精特新小巨人企业则主要覆盖高端装备制造、化工新材料、生物医药等多元细分领域，且多为龙头企业，在相关行业掌握高技术壁垒优势以及优质客户资源。北交所作为创新型中小企业的聚集地，应当发挥资本市场配置功能，赋能于新质生产力，推动企业长期向好发展，实现长期价值投资。北交所在赋能新质生产力上，重点把握企业的战略引领力、高成长性、强竞争优势等，以引导资源要素向科技创新聚集，助力“专精特新”成长、发展。此外，北交所中不乏价值企业，国央企作为提质增效、稳健发展的典型企业，也将面对严格的国央企科学考核体系，其在自身发展的同时也将回馈投资者。

北交所 249 家公司中，民营企业及其他类型企业共计 226 家，国有企业共有 23 家，其中央企 4 家、省属国资 8 家、地方国资 11 家，约占北交所上市公司总数的 9.3% 左右。从行业角度看，北交所国有企业涉及社会服务、计算机、医药生物等 13 个行业，范围较广且集中于制造业领域。北交所中国央企公司也在努力延长主营业务上下游，提升研发力度巩固行业领先地位，同时加大研发力度开发新产品以应对市场竞争。

（一）从科研端支持中小企业创新发展

1. 鼓励科技型中小企业加大研发投入，提高研发费用加计扣除比例

对于研发费用的加计扣除是政府促进科技创新、增强企业竞争力的一项重要财税政策。现行的研发费用加计扣除比例，对于科技型中小企业而言，已经从原先的 75% 提高到了 100%。对于形成无形资产的研发费用，则可以按照无形资产成本的 200% 在税前摊销。这意味着企业如果通过研发活动产生了专利、软件著作权等无形资产，这些无形资产的成本可以在税前以双倍金额进行摊销，进一步降低了企业的税负，鼓励企业持续进行研发创新。

对研发费用的加计扣除旨在进一步鼓励科技型中小企业加大研发投入，促进科技创新和产业升级，通过减税降费的方式，激发企业创新活力，推动经济高质量发展。在实施该政策的近两年时间内，一些科技型中小企业增加了研发投入，推动了新产品、新技术的迭代。

近年来，北交所上市公司研发费用近年来持续增加，2023 年和 2024Q1 分别为 4.50% 和 4.96%。对于北交所上市公司而言，科技型中小企业数量较多，税收政策的引导将进一步鼓励企业加大研发投入，同时减轻中小企业财税负担，加速科技成果向现实生产力转化，也将促进产业结构优化升级。

2. 鼓励和引导高校、科研院所按照先使用后付费方式把科技成果许可给中小微企业使用

“先使用后付费”是促进科技成果转化、激发企业创新活力的一项重要策略。“先试用后付费”的方式解决了科技成果转移转化过程中的几个核心问题，包括降低企业初期投入风险、加速科技成果市场化进程、以及促进产学研深度合作。该模式已经在多个地区和机构中得到推广和实践，以促进科技成果的转化和应用，尤其针对中小微企业面临的资金和技术门槛。

北交所上市公司中，已有许多企业和高校或科研院所有着较为紧密的科研合作，通过合作研发，高校和科研院所的科研成果得以更广泛地应用于实际生产和市场，而北交所上市公司则获得了技术升级和产品创新的机会，实现了双赢的局面。未来对于该合作模式的引导和鼓励，将形成产学研用协同创新的良好生态，增强中小微企业创新能力，增强北交所上市公司核心竞争力，为经济发展注入新的活力。

（二）从资本端入手加强对中小企业支持

1. 加强对科技型中小企业的金融支持，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策

北交所上市公司相对其他上市板块而言，公司规模仍然相对较小，公司所处的发展阶段也相对更早，因此加强对科技型中小企业的金融支持，完善长期资本“投早、投小、投长期、投硬科技”的支持政策就显得尤为重要。鼓励更多金融支持和长期资金的进入，将进一步激发北交所上市企业的科技创新活力、促进高新技术产业的持续发展。

北交所上市公司中不乏聚焦于集成电路、生物医药、新材料、新能源等硬科技领域的上市公司，未来若能通过设立产业投资基金、政府引导基金等方式，引导中长期资金为高技术壁垒、高投入、高回报的产业提供持续的资本支持，不仅可以解决北交所中科技型中小企业在融资过程中的难题，还可以促进科技创新链与金融资本链的深度融合，为我国高新技术产业的快速发展注入强劲动力。

2.加快建立民营企业信用状况综合评价体系，健全民营中小企业增信制度

鉴于“专精特新”创新型中小企业所具有的独特属性——科技创新周期长、风险高，尤其是在初创阶段或科技成果产业化初期。为了积极响应国务院和工信部关于“鼓励银行业金融机构针对‘专精特新’中小企业量身定制金融服务，开发专属信贷产品，加大信贷支持。北交所上市公司中，民营企业有 200 家左右，健全民营中小企业增信制度将为北交所上市公司提供更为充裕的资金支持。

对于北交所 2024 下半年投资策略，我们推荐四个主要方向。第一，以新质生产力为主线的科技成长行业，“专精特新”企业是北交所主要成分，未来北交所也要赋能其创新发展。第二，推荐以价值投资为主线的北交所国央企公司，国央企公司提质增效成果显现，有着中长期激励机制和考核方案保证业绩稳健成长。第三，推荐关注以业绩释放为主线的募投扩产进度较快的公司，随着下游需求的提升以及产能逐步爬坡，业绩有望在年内迎来较高增长。第四，推荐持续推荐关注北交所高股息上市公司。

ESG 行业：高水平对外开放，展示负责任大国姿态

ESG 行业-三中全会相关主题

国有企业改革	☐	全国统一大市场	☐	高水平对外开放	☒	新质生产力	☐
财税体制改革	☐	金融体制改革	☐	民生领域改革	☐	国家安全体系	☐

（一）推进高水平对外开放、提高利用外资水平

7 月 15 日至 18 日，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议在北京举行，审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（简称《决定》）。三中全会对推进高水平对外开放、扩大利用外资作出了重要部署。

高水平对外开放是制度型的开放。扩大制度型开放既是推动高水平开放的重要举措，也是发展新质生产力、助力中国式现代化的必要条件。推进高水平对外开放重点是对标国际高标准经贸规则，加大体制机制创新，进一步缩减外商投资准入负面清单，加快完善与数字贸易等新模式新业态相适应的监管模式，建立健全跨境服务贸易负面清单管理制度，加快破解制约更高水平开放型经济新体制的深层次问题，积极营造市场化、法治化、国际化的一流营商环境。

高水平对外开放要求我国积极参与国际合作和全球治理。当前，经济全球化面临巨大挑战，反对单边主义、保护主义、维护全球经济秩序和产业链供应链安全稳定是各国政府和企业共同的责任。高水平对外开放要求我国加强与周边和发展中国家的互利合作，更好发挥多边机制作用，始终做全球共同开放的重要推动者、全球治理改革的积极贡献者。积极参与国际经贸规则谈判，提高我国在全球经济治理体系中的参与度、影响力和话语权，为更高水平对外开放营造更广泛的朋友圈。深化二十国集团、亚太经合组织、金砖国家等合作，提出更多中国方案。

（二）区域 ESG 制度体系优化涉外企业营商环境

二十大以来，我国可持续发展领域的政策密集出台，绿色金融和 ESG 体系建设在全国与地方层面都在快速推进，这不仅有利于实现“双碳”目标，同时也是我国优化涉外企业 ESG 生态，积极打造开放型经济新体制的一系列有力举措。

沪深北交易所出台了与国际标准相兼容的 ESG 信披指引。4 月 12 日，上交所、深交所和北交所正式发布了《上市公司可持续发展报告指引》（简称《指引》），总结了现行境内外披露制度和优秀实践，参考国家标准和行业规范，积极吸收国际有益经验，构建了符合中国国情、规范统一的上市公司可持续发展信息披露规则体系。《指引》发布的同时，中国上市公司协会可持续发展（ESG）专委会委员发布了《指引》与国际可持续准则理事会（ISSB）、全球报告倡议组织（GRI）等国际组织出台的信息披露标准对比的系列报告。报告的基本结论是，《指引》与 ISSB 准则在框架结构、基本理念、披露原则、披露框架和披露要求方面相近，对 GRI 标准的兼容性好，核心内容差异较小。

ESG 区域体系建设持续推进，切实提升地方营商环境。近年来，京津冀、长三角和珠三角的主要城市积极制定和实施 ESG 相关政策，这些政策不仅涵盖了环境保护、社会责任、公司治理等多个方面，还结合地方实际，提出了具有针对性的措施和目标，其中大多数政策都提到鼓励和促进 ESG 在国内国际协同发展的内容。这些政策一方面提升了涉外企业在地方的营商环境，另一方面强调国内与国际治理协同发展，推动制度型高水平开放在可持续发展领域的延伸。

表36：今年以来 ESG 区域政策梳理

发布日期	城市/地区	政策	相关内容
2024 年 2 月 28 日	上海市	《加快提升本市涉外企业环境、社会 and 治理（ESG）能力三年行动方案（2024-2026 年）》	将我国涉外企业国际化发展的生动实践与国际公认的 ESG 理念和原则相结合，主动参与 ESG 国际标准制定和框架制度设计，推动 ESG 发展迈向更高水平
2024 年 3 月 15 日	北京市、京津冀地区	《北京市促进环境社会治理（ESG）体系高质量发展实施方案（征求意见稿）》	京津冀 ESG 标准体系协同发展，同时积极推动与国际标准互认，以促进 ESG 标准的国内一致性和国际认可性
2024 年 3 月 19 日	苏州工业园区	《苏州工业园区 ESG 产业发展行动计划》和《苏州工业园区关于推进 ESG 发展的若干措施》	注重国际合作以及强化长三角产业协同以及强化 ESG 产业联动，加强国内外 ESG 发展的联系和互动，通过国内国际协同发展，共享资源与经验，促进 ESG 发展水平的共同提升

资料来源：中国银河证券研究院

（三）可持续发展相关标准的国际对标和国际参与

二十大以来，我国成为全球共同开放的重要推动者、全球治理改革的积极贡献者，在国际上积极参与到可持续相关国际标准与规则的制定当中，在国内可持续相关标准与规则的制定过程中也充分借鉴参考国际主流。这有利于提高我国在全球经济治理体系中的参与度、影响力和话语权，为促进全球范围内的低碳转型和绿色发展贡献中国思路。

我国在可持续发展信披准则的国际治理中展现了负责任大国的姿态。2024 年 5 月 27 日，财政部发布《企业可持续披露准则——基本准则（征求意见稿）》（简称《基本准则》）以及《基本准则》起草说明。起草说明提到，“中国近年来积极通过各种机制与方式参与可持续披露准则领域国际治理，展现了中国参与可持续披露准则国际治理的负责任大国姿态”。其中提到的“参与可持续披露准则领域国际治理”主要指的是参与国际可持续准则理事会（ISSB）的可持续相关财务信息披露准则的制定工作。ISSB 是国际财务报告准则（IFRS）基金会在 G20、IOSCO、国际会计师联合会（IFAC）等国际组织和全球其他利益相关方的广泛支持下设立的专门制定国际可持续披露准则的组织。根据 IFRS 基金会的公开信息，财政部是 IFRS 基金会在中国的业务对口部门。2022 年 12 月 29 日，IFRS 宣布与中国财政部签署首份三年期的谅解备忘录，设立国际财务报告准则基金会北京办公室。随后，财政部会同外交部、国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、商务部、中国人民银行、国务院国资委、金融监管总局、中国证监会等 9 部门成立跨部门工作专班，以国际原有准则为基础，立足中国企业可持续披露实践，参与到一系列 ISSB 准则的制定与发布前后工作当中。

产品碳足迹规则的国际贡献与国际互信。6月5日，生态环境部等15部门联合印发《关于建立碳足迹管理体系的实施方案》（以下简称《方案》）。《方案》提出了四个方面共22项主要任务，对我国规范有序开展碳足迹管理工作、积极参与全球碳定价和气候治理，助力实现经济绿色低碳转型和达成“双碳”目标具有重要意义。一方面，《方案》提出推动我国产品碳足迹规则的国际互信，主要任务是积极应对国际涉碳贸易政策、推动产品碳足迹规则的国际对接、积极参与国际标准的制定以及推动与共建“一带一路”国家产品碳足迹规则的交流互认。另一方面，《方案》鼓励投资机构和评级机构将产品碳足迹纳入环境、社会和治理（ESG）及可持续发展尽职调查。此举意在将碳足迹规则与ESG体系进行对接，扩大碳足迹的适用范围，对于涉外企业来说，通过ESG信披的这一途径披露产品碳足迹信息，有利于企业获得国际市场的认可。

六、风险提示

1.国内经济复苏不及预期的风险：经济增长出现超预期时间可能影响政策走向；2.对相关政策理解不全面的风险：可能存在对当前政策表述的重点理解存在一定偏误的风险；3.政策落实不及预期的风险：既定政策出台到具体落地存在一定不确定性，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位 4.历史经验失效的风险：本文所依据的历史经济环境和条件不可能与当前完全相同。

图表目录

图 1: 国务院国资委关于中央企业考核指标的历次改革	7
图 2: 固定资产和民间固定资产投资增速 (%)	8
图 3: 全国基建投资累计同比增速 (%)	8
图 4: 要素市场化改革历程	11
图 5: 发展新质生产力的基本路径	13
图 6: 我国数字经济规模与占比	14
图 7: 我国数字经济三次产业渗透率	14
图 8: 中国宏观杠杆率 (%)	17
图 9: 政府部门杠杆率 (%)	17
图 10: 十八届三中全会、二十届三中全会财税体制改革脉络与方向整理	17
图 11: 各消费税税目的税率、现行征收环节、税收规模	18
图 12: 各消费税税目的税率、现行征收环节、税收规模	18
图 13: 非税收入占财政收入比重变化	19
图 14: 非税收入主要构成占比变化	19
图 15: 目前国有资本经营预算收入与一、二本账相比规模仍然较低	19
图 16: 国资预算收入中企业上缴利润比例处于较低水平	19
图 17: 2010-2023 年一般公共预算收支完成进度	20
图 18: 财科院课题组对部分地区预算偏离度的相关调研 (%)	20
图 19: 各国个人所得税占税收和 GDP 比重 (%)	21
图 20: 中国不同收入段缴纳个人所得税占比	21
图 21: 中国数字经济规模、增速及占 GDP 比重	21
图 22: 中国数据产量及占全球比重	21
图 23: 中国未来可能的利率传导路径	22
图 24: 四国实体部门杠杆率及其结构 (%)	23
图 25: 全球市场外汇交易份额 (%)	23
图 26: 外债余额与短期外债占外汇储备之比	24
图 27: 短期和中长期外债占比	24
图 28: 四大区域 1978-2023 年 GDP 总量 (亿元)	25
图 29: 四大区域 1978-2023 年区域间 GDP 总量发展差距 (东部地区是其他地区的多少倍)	25
图 30: 1978-2023 年我国城市化率 (%)	26
图 31: 2023 中国与其他国家城市化率对比 (%)	26
图 32: OECD 服务贸易限制指数	28
图 33: 全国主要城市商品房住宅出清周期 (按过去 6 个月销售均值计算) (单位: 月)	29

图 34: 各省市当前城投债存量规模 亿元.....	32
图 35: 2023 年重点省市的新增地方债与特殊再融资债规模	32
图 36: 城投债收益率 (%)	32
图 37: 城投债信用利差 (BP)	32
图 38: 往届三中全会后 1Y 国债收益率涨跌幅(BP).....	33
图 39: 往届三中全会后 10Y 国债收益率涨跌幅(BP)	33
图 40: 新质生产力指数 (8841755.WI) 收盘价走势.....	34
图 41: 新质生产力指数 PE、PB 估值	34
图 42: 央国企与民企归母净利润累计同比增速比较	36
图 43: 央国企与民企 ROE (TTM) 比较	36
图 44: 央国企与民企 PE (TTM) 比较.....	37
图 45: 央国企与民企 PB (LF) 比较	37
图 46: 2010-2023 年全部 A 股上市公司国外收入占比	38
图 47: 一级行业 2023 年国内外总收入与国外收入占比.....	38
图 48: 2024 年以来出海指数收盘价走势与全 A 类似.....	39
图 49: 出海指数的市盈率、市净率.....	39
图 50: 历年国防支出及同比增速.....	41
图 51: 地缘政治风险指数.....	41
图 52: 国防军工 PE 估值分位数	41
图 53: 国防军工业绩表现.....	41
图 54: 社会消费品零售总额当月同比及累计同比	42
图 55: 消费者信心指数.....	42
图 56: 大消费板块各行业涨跌幅.....	42
图 57: 大消费板块各行业 PE 估值及分位数.....	42
图 58: 2024 年以来金融板块累计涨跌幅	43
图 59: 2024 年以来金融板块细分行业累计涨跌幅.....	43
图 60: 银行业营业收入和归母净利润累计同比	44
图 61: 商业银行净息差和不良贷款比例	44
图 62: 非银金融行业营业收入和归母净利润累计同比.....	44
图 63: 非银金融细分行业归母净利润累计同比	44
图 64: 房地产产业链收盘价走势.....	45
图 65: 房地产指数估值走势	46
图 66: 房地产行业业绩增速	46
图 67: 2022 年 28 种短缺矿产对外依存度	48
图 68: 加强新能源产业技术创新, 大力发展新能源新质生产力	51
图 69: 机械视角看三中全会五大投资线索	56
图 70: 中国跨境电商出口规模 (万亿美元)	57

图 71: 中国森林面积及覆盖率(万公顷)	58
图 72: 各类碳吸收技术效益对比	58
图 73: 美国半导体公司研发投入占营业收入比例	63
图 74: 我国半导体公司研发投入总额(单位: 亿元)	63
图 75: 我国半导体公司研发投入占营业收入比例	63
图 76: 13 类半导体设备进口情况	64
图 77: 我国核心半导体设备公司市占率	64
图 78: 中国算力规模及预测	65
图 79: 中国智能算力规模及预测	65
图 80: 华为产业链在卡脖子领域的核心框架	66
图 81: 中国信息安全行业产业链投资框架	66
图 82: 商品房销售面积累计值及同比增速	77
图 83: 商品房销售额累计值及同比增速	77
图 84: 历年全国基本医保基金收支情况	79
图 85: 历年全国基本医保基金累计结存	79
图 86: 2018-2023 年医保谈判药品数量	80
图 87: 2018-2023 年医保谈判药品成功率和降价率	80
图 88: 我国耕地面积呈现先增后减态势	84
图 89: 1990-2022 年我国耕地面积分布区域变化	84
图 90: 1985-2015 年我国各作物种植面积的空间变化	84
图 91: 2000-2023 年我国各作物播种面积占比	84
图 92: 2023 年我国粮食播种面积 1.19 亿公顷, 同比+0.54%	85
图 93: 2023 年我国粮食产量 1.39 万亿斤, 连续 9 年超 1.3 万亿斤	85
表 1: 历次重要会议重点内容对比	9
表 2: 历次重要会议重点内容对比	15
表 3: 去年以来中央提出一揽子化债政策后针对化债防风险相关表态	31
表 4: 新质生产力相关产业营收增速、归母净利润增速及其预测值(截至 7 月 19 日)	35
表 5: 新质生产力相关产业收盘价涨跌幅、估值水平及其分位数(截至 7 月 19 日)	35
表 6: 一级行业电力设备及新能源和其三级行业的业绩表现(%)	39
表 7: 一级行业电力设备及新能源和其三级行业的估值表现	40
表 8: 大消费板块各行业业绩表现(%)	42
表 9: 化工行业重点公司盈利预测与估值(截止 2024 年 7 月 19 日)	50
表 10: 电新行业重点公司盈利预测与估值(截止 2024 年 7 月 19 日)	52
表 11: 国防军工行业重点公司盈利预测与估值(截止 2024 年 7 月 19 日)	54
表 12: 轻工行业重点公司盈利预测与估值(截止 2024 年 7 月 19 日)	58

表 13: 建材行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）	60
表 14: 新质生产力通信领域相关标的盈利预测情况（截至 2024 年 7 月 21 日）	62
表 15: 计算机行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）	66
表 16: 文化出海相关政策	67
表 17: 传媒行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日，港股标的股价已按 0.92 汇率折算）	68
表 18: 2016 年以来我国物流业降本增效相关政策梳理	69
表 19: 我国铁路改革历程梳理	70
表 20: 交通运输行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）	70
表 21: 公用事业行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 17 日）	72
表 22: 银行行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）	74
表 23: 新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求	75
表 24: 非银行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 17 日）	76
表 25: 截至 2024 年 7 月一线城市主要限购政策	77
表 26: 地产重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 21 日）	78
表 27: 医药行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 21 日）	80
表 28: 酒类商品消费税征收方式	81
表 29: 食品饮料行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 18 日）	82
表 30: 农业行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）	85
表 31: 《决定》所提出的改革措施与对应的汽车行业落实细节	86
表 32: 汽车行业重点公司盈利预测与估值（截止 2024 年 7 月 19 日）	87
表 33: 纺织制造龙头公司产能布局完善	89
表 34: 十八届三中全会、二十届三中全会教育部分论述要点梳理	90
表 35: 重点公司盈利预测与估值	91
表 36: 今年以来 ESG 区域政策梳理	94

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪、杨超、刘雅坤、华立、周然、李良、鲁佩、陈柏儒、吴砚靖、赵良毕、高峰、岳铮、罗江南、陶贻功、张一纬、胡孝宇、程培、杨策、谢芝优、石金漫、郝帅、范想想。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn