2020 年 07 月 27 日
证券研究报告•宏观专题报告
宏观评论

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

重重挑战下的“内循环”如何解局？

——之“国改三年行动”篇

摘要

自 5 月中央政治局常委会会议首次提出了“两个循环”概念以来，高层领导人多次强调建立以“内循环”为主的双循环格局。面对我国“市场和资源两头在外”的情况，“内循环”的各参与主体和要素需要调整、适应、融入新的循环体系，这一调整过程或将贯穿整个“十四五”时期。本次新格局的构建中，国有企业依然会成为整个框架中最重要的力量之一，6 月 30 日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020－2022 年）》，随着下一步具体方案内容的正式发布，国企改革任务书、时间表、路线图等方面的细节将进一步明确。国改的新时期已经到来，我们将其作为“内循环”系列研究报告的首期选题推出，希望其中的前瞻性研究能对投资有所助益。

- **三年行动将国改带入“做优、提速”新时期：**改革开放 40 年来，国有企业改革经历了五个阶段，每个阶段都是在前一阶段改革的基础上向前推进，沿着“搞活企业——所有权经营权分离——建立现代企业制度——股份制改革——混合所有制改革”的路径，以制度改革为主线，国有企业从扭亏为盈到做大做强，目前处于 2013 年以来的第五阶段，企业经营从做大做强向“做优”加速迈进，企业责任从经济领域扩展到社会职责。2020 年作为国企改革三年行动启动之年，国企混改、重组整合、国资监管体制改革等方面都将进入快速推进和实质进展的新时期。

- **新国改“做优”国企、优化布局的三大招：**本轮改革将围绕主责主业进一步优化国有经济布局和结构调整，以服务于国家整体重大战略为目标，国有资本将更多投向重要行业、关键领域、战略性新兴产业，主动退出“非主业非优势”领域；深化混合所有制改革，混改范围将向主业主责外扩展，探索引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者；完善国资监管体制，构建以管资本为主的监管新模式。

- **新国改推动经济“内循环”的三条路径：**宏观层面，国企改革的深入将通过提高资本生产率和配置效率，调动更多市场主体的积极性来提振经济增长；中观层面，区域性综改试验将为全国国资国企改革打造各具特色的样板工程，未来经验的推广将进一步激发经济活力；微观层面，国有企业将成为打造“现代化”经济的排头兵，装备制造、化工、海外油气等垄断行业将迎来专业化整合，战略新兴领域将着力突破关键核心技术，形成行业的全球竞争优势，金融业也将迎来新的发展机遇。

- **风险提示：**下半年疫情二次爆发，中美摩擦升级，经济复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

相关研究

1. 宏观周报（7.20-7.24）：中美波澜再起，“内循环”如何应对？ (2020-07-24)
2. 宏观周报（7.13-7.17）：系好农业“安全带”，经济起速带你飞 (2020-07-17)
3. 经济战“疫”下半场怎么走？ (2020-07-16)
4. 疫情出口概念能持续多久？ (2020-07-14)
5. 社融创新高，让利进行时 (2020-07-11)
6. 宏观周报（7.6-7.10）：“央妈”的水龙头向左 or 向右 (2020-07-11)
7. 二师兄的回马枪威力如何？——2020 年 6 月通胀数据点评 (2020-07-09)
8. 宏观周报（6.29-7.3）：“疫”后再出招，本周还有哪些大事与你有关？ (2020-07-04)
9. 市场信心重拾升势，小型企业压力不减 (2020-07-01)
10. 宏观周报（6.22-6.27）：海外疫情形势严峻，财爸央妈告诉你别慌 (2020-06-27)

目 录

1 三年行动将国改带入“做优、提速”新时期 1

2 新国改“做优”国企、优化布局的三大招 3

2.1 围绕主责主业优化国有经济产业布局和结构调整 3

2.2 向主责主业外扩展，深化混合所有制改革 4

2.3 完善国资监管，打造国有资本投资、运营升级版 5

3 新国改推动经济“内循环”的三条路径 6

3.1 宏观层面：提升资本生产率和配置效率，提高经济质量 6

3.2 中观层面：“区域性综改试验”激发经济活力 7

3.3 微观层面：国企成为打造“现代化”经济的排头兵 8

今年，在疫情影响下，国内国际经济形势正呈现出前所未有的复杂态势，国内正处于决胜全面小康的收官之年，“六稳”、“六保”工作的落实依然面临重重挑战，国际上贸易保护、以邻为壑等逆全球化势力有所抬头。自 5 月中央政治局常委会会议首次提出了“两个循环”概念以来，高层领导人多次强调建立以“内循环”为主的双循环格局，7 月 21 日企业家座谈会上，习近平主席再次强调：“要逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。必须充分发挥国内超大规模市场优势，通过繁荣国内经济、畅通国内大循环为我国经济发展增添动力，带动世界经济复苏。”面对我国 “市场和资源两头在外”的情况，“内循环”的各参与主体和要素需要调整、适应、融入新的循环体系，这一调整过程或将贯穿整个“十四五”时期。政策定调、企业推进、要素调整、市场改革等是搭建经济新格局必然需要经历的过程，我们将对“内循环”推进过程中的重点事件和政策进行深度分析，追踪对经济运行和资本市场的影响。

国有企业作为中国经济最重要的参与者之一，1978 年改革开放以来，经历了五个阶段的改革，企业在发展的同时，也带来了中国整个经济组织形态的变化。本次新格局的构建中，国企依然会成为整个框架中最重要的力量之一，6 月 30 日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020－2022 年）》，随着下一步具体方案内容的正式发布，国企改革任务书、时间表、路线图等方面的细节将进一步明确。国改的新时期已经到来，我们将其作为系列研究报告的首期选题推出，希望其中的前瞻性研究能对投资有所助益。

1 三年行动将国改带入“做优、提速”新时期

改革开放 40 年来，国有企业改革经历了五个阶段，每个阶段都是在前一阶段改革的基础上向前推进，沿着“搞活企业——所有权经营权分离——建立现代企业制度——股份制改革——混合所有制改革”的路径，以制度改革为主线，国有企业从扭亏为盈到做大做强，目前处于 2013 年以来的第五阶段，企业经营从做大做强向“做优”加速迈进，企业责任从经济领域扩展到社会职责。

第一阶段（1978-1987 年）：打破政企不分，让国企“活”起来。1978 年党的十一届三中全会开启了改革开放也拉开了国有企业改革的序幕。1978-1984 年是国企改革的试点阶段，开始尝试打破国企政企不分的弊端，让国企“活”起来，1983 年开始先后对国有企业进行了两步“利改税”改革，但由于当时整体经济形势的影响以及制度设计本身存在缺陷，国企利润连续 22 个月下滑。

第二阶段（1988-1992 年）：经营权下放，国企优胜劣汰。前一阶段“利改税”的缺陷暴露，在这一阶段实施了所有权与经营权的分离，在保持国有的前提下，将经营权下放给企业，1988 年底，实行承包经营制的国营工业企业达到 95%。这一制度虽然有效增强了国企活力，但管理混乱、国有资产流失严重、固定资产补偿不足等问题相继暴露，期间产生的“三角债”也成为后续改革的一大难题。

第三阶段（1993-2002 年）：“抓大放小”，建立现代企业制度。为了清理 “三角债”问题，这一阶段提出了“抓大放小”的国企改革方针，国有大中型企业推进建立现代企业制度试点，国有中小企业采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营和股份合作制、出售等形式进一步收缩战线，让连年亏损、效益不佳的国有中小企业破产退出。1998-2000 年，国有企业实施了改革脱困 3 年攻坚，通过债转股、技改贴息、政策性关闭破产等一系列政策措施，实现了国有企业的扭亏为盈，为国有企业后续的快速发展打下了良好基础。

第四阶段（2003-2013 年）：规范管理，建立现代产权制度。这一阶段国企改革重点在完善国有资产监管机制和股份制改革两方面。2003 年 3 月，国务院国有资产监督管理委员会成立，当年就被授权监管 196 家中央企业，各省区市国有资产监督管理委员会也陆续成立，管资产与管人、管事相结合，权利、责任、义务相统一的新型国有资产监管体制建立。2005 年 4 月，国务院国资委、中国证监会启动了股权分置改革试点工作，对国有企业进行股权多元化改造、在大型国企特别是“央企”中引入董事会制度、建立国有资本经营预算制度，将国企利润、资产和股权处置收入等收益纳入政府预算收入。在这一阶段中，由于 2008 年底推出的“四万亿刺激计划”一定程度上导致了“国进民退”以及部分行业国有企业的产能过剩，这也成为了后续国企改革重点关注的问题。

第五阶段（2013 年以来）：优化国有资本布局，实施混合所有制改革。2015 中共中央、国务院颁布《关于深化国有企业改革的指导意见》，提出到 2020 年，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理，造就一大批德才兼备、善于经营、充满活力的优秀企业家，培育一大批具有创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力明显增强。采取的具体措施包括：推动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、战略性新兴产业以及民生领域集中，做大做强国有企业；实现从管资产到管资本的转变并逐步开展国有资本投资、运营公司试点改革；增大市场化选人用人力度，扩大职业经理人制度覆盖面；处置“僵尸企业”与特困企业，降低国有企业的杠杆率、减少企业负债。

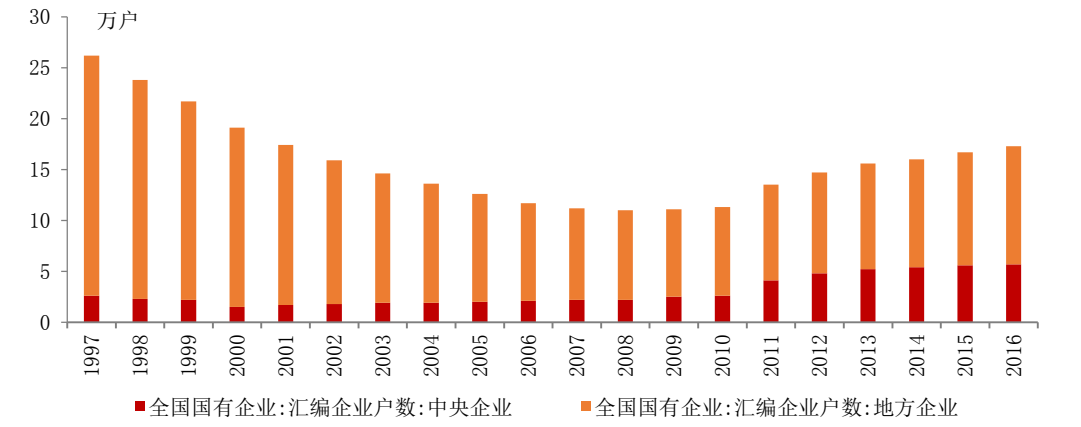
今年的政府工作报告提出：“提升国资国企改革成效，实施国企改革三年行动；完善国资监管体制，深化混合所有制改革；基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题。国企要聚焦主责主业，健全市场化经营机制，提高核心竞争力。” 6 月 30 日中央全面深化改革委员会审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》。预计 10 月底前将出台相关政策，12 月底前“基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题”。2020 年作为国企改革三年行动启动之年，国企混改、重组整合、国资监管体制改革等方面都将进入快速推进和实质进展的新时期。

图 1：1978 年以来国有企业改革五阶段的主要政策与举措



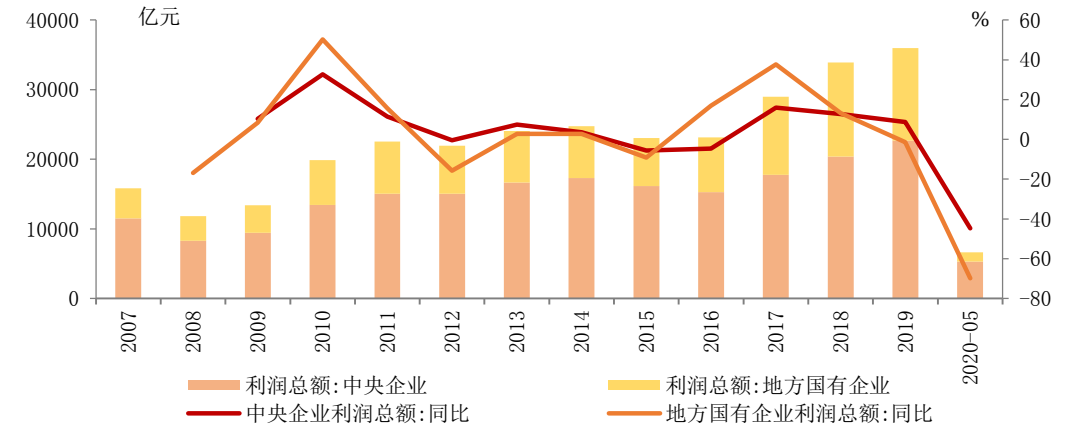
资料来源：国务院国资委，西南证券整理

图 2：1997-2016 年国有企业数量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2007-2020 年国有企业利润总额与增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 新国改“做优”国企、优化布局的三大招

2013 年第五阶段国企改革以来，完成了改革的顶层设计，形成了“1+N”政策体系，2020 年是国企改革三年行动的启动年，也是第五阶段国企改革的加快推进阶段，之前未落实的政策和空白地带都会被补齐，国企改革在这三年将实现综合推进，突出成效。经过前几个阶段的改革，国有经济资产规模稳步提高，国有企业的盈利能力提高，在国民经济中的重要性也得到提升，基本实现了“做大”、“做强”的目标，未来三年围绕 “做优”国企，我们认为主要会从产业布局、公司运营、国资监管三个方面重点推进。

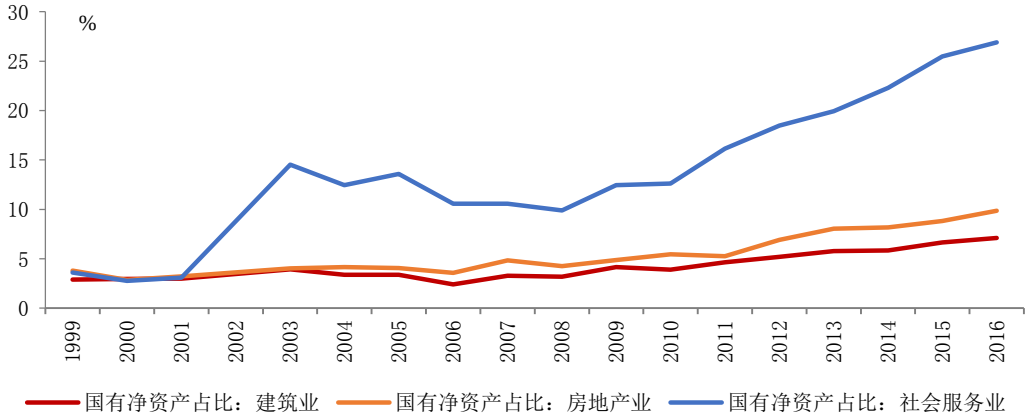
2.1 围绕主责主业优化国有经济产业布局和结构调整

国有经济布局优化、结构调整的目标一直是将国有资本逐渐集中到关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，但目前为止，国有资本的行业布局和结构演变却并未很好地实现这种“做优”国有资本的目标，国有资本在重要行业、关键领域和高新技术产业的净资产比重大多呈现下降态势，而房地产和建筑业等高盈利的产业占比则大幅提升。虽然 2015

年底《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》的出台，将国有企业界定为商业类和公益类，通过分类推进改革、促进发展、实施监管、定责考核，国有经济布局的“逐利”导向有所改善，但国有经济“大而不优”的格局并没有发生根本性改变。

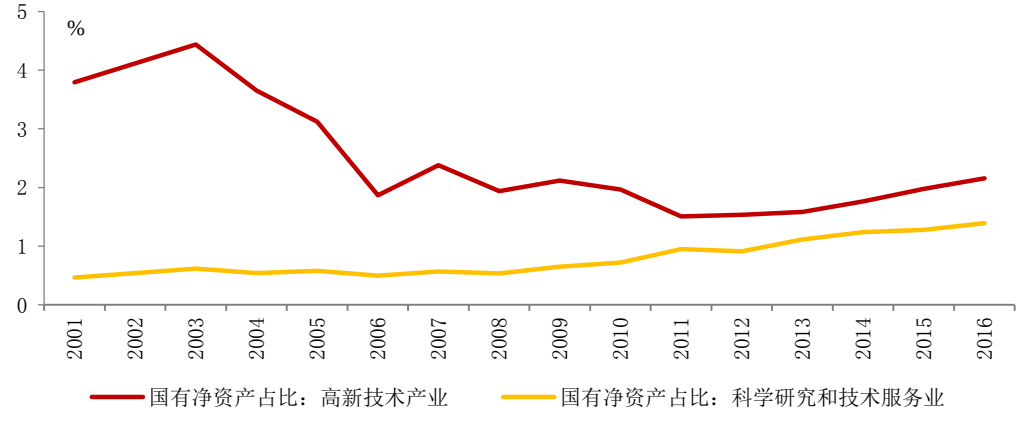
在本次的三年改革行动中，推进国有经济布局优化和结构调整将是重点任务，以服务于国家整体重大战略为目标，国有资本将更多投向重要行业、关键领域、战略性新兴产业，主动退出“非主业非优势”领域。采用的方式主要有：战略性重组、专业化整合、剥离非主责主业等。**考虑到国有企业需要服务于“建设现代化经济体系”，先进制造与技术服务、医药生物健康、新材料、新能源、数字创意等产业将是国有资本的重点投向，产能严重过剩行业的煤电钢类企业将进行合并重组。**

图 4：房地产、建筑业等国有净资产占比持续上升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：高新技术产业国有净资产占比下降，科研类占比上升缓慢



注：高新技术产业包括：医药制造业，信息技术服务业、电子工业。数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 向主责主业外扩展，深化混合所有制改革

2013 年以来，深入推进混合所有制改革一直是国资国企改革的方向，2016 年启动的重点领域混合所有制改革试点，开展了三批 50 家试点，涵盖中央企业和部分地方国企，2019 年，在前三批试点的基础上，国家发改委等相关部门推出了第四批 100 家以上混改试点，进

一步扩大了产业领域覆盖面。2019 年 11 月国资委印发《中央企业混合所有制改革操作指引》，对央企混改的基本操作流程、“混资本”和“改机制”相关环节操作要点进行了规定，并明确了财税和土地处置的支持政策。

在 2020 年开始的三年改革行动中，混改的目标是扩围与深化：向主业主责范围外扩展，深化改革的方向包括：产业链供应链重构、战略性投资、经营机制、垄断环节放开、集团公司整体上市等。在保障产业链、供应链上下游安全稳定的同时，加强战略新兴领域的布局，“抓重点、补短板、强弱项”，军工、电力、能源等是改革加速突破的领域。对引入的战略投资者要求是：高匹配度、高认同感、高协同性，并探索实施更加灵活的、有别于国有独资全资公司的治理机制和监管制度，同时建立合理的容错和纠错机制，推动改革进一步深入。

图 6：央企混合所有制改革操作指引



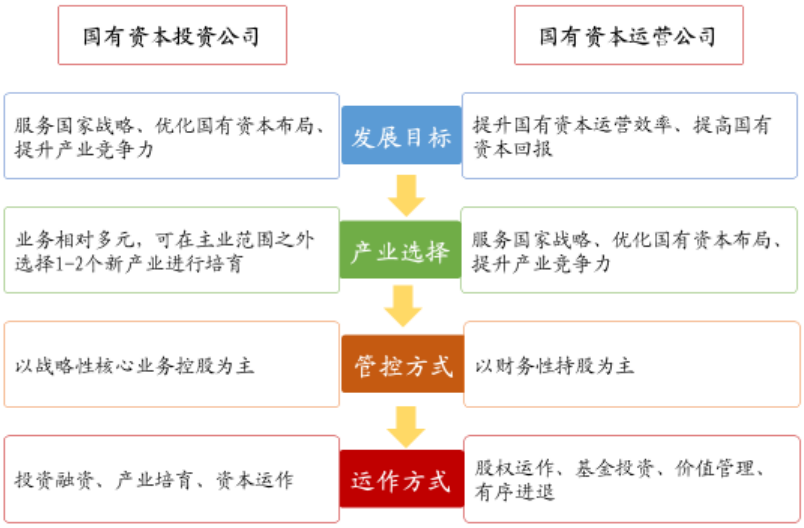
资料来源：国务院国资委，西南证券整理

2.3 完善国资监管，打造国有资本投资、运营升级版

完善国资监管体制也是三年改革行动的重要目标之一，实施方向是构建以管资本为主的监管新模式。为实现国有资本授权经营体制从“管资产”向 “管资本”转变，今年从中央到地方都加快推进国有资本投资、运营公司（即“两类公司”）的试点工作，在加大授权力度的同时，还将适时改组或组建新的“两类公司”。

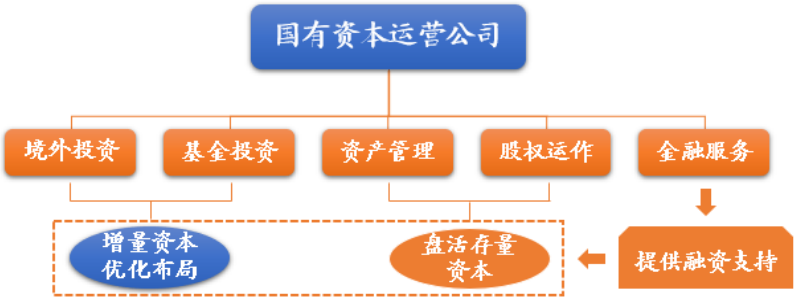
加大授权主要是减少对国有企业具体生产经营活动的干预，具体措施上包括：授予其董事会更多经营自主权，允许其在更多领域实施改革、深化改革，进一步优化所出资企业的股权构成、组织形态，加快推进股权多元化、混合所有制、职业经理人制度等改革等。截止至 6 月底，中央层面，国资委已经分 3 批在 21 家企业开展了“两类公司”试点。改组或组建新“两类公司”目的之一也是加快实现从以管企业为主向管资本为主转变，同时将国有资本投入到更具战略重要性、更具投入产出效率与经济社会效益的领域，从根源上增强国有企业发展活力和潜力。

图 7：“两类公司”的经营行为与经营目标



资料来源：国务院国资委，西南证券整理

图 8：国有资本运营公司的运作模式



资料来源：国务院国资委，西南证券整理

3 新国改推动经济“内循环”的三条路径

国企改革的决心与力度将在很大程度上影响中国经济转型发展的质量和速度，我们认为国改三年行动将会从宏观、中观和微观层面推动中国经济“内循环”顺畅运行。

3.1 宏观层面：提升资本生产率和配置效率，提高经济质量

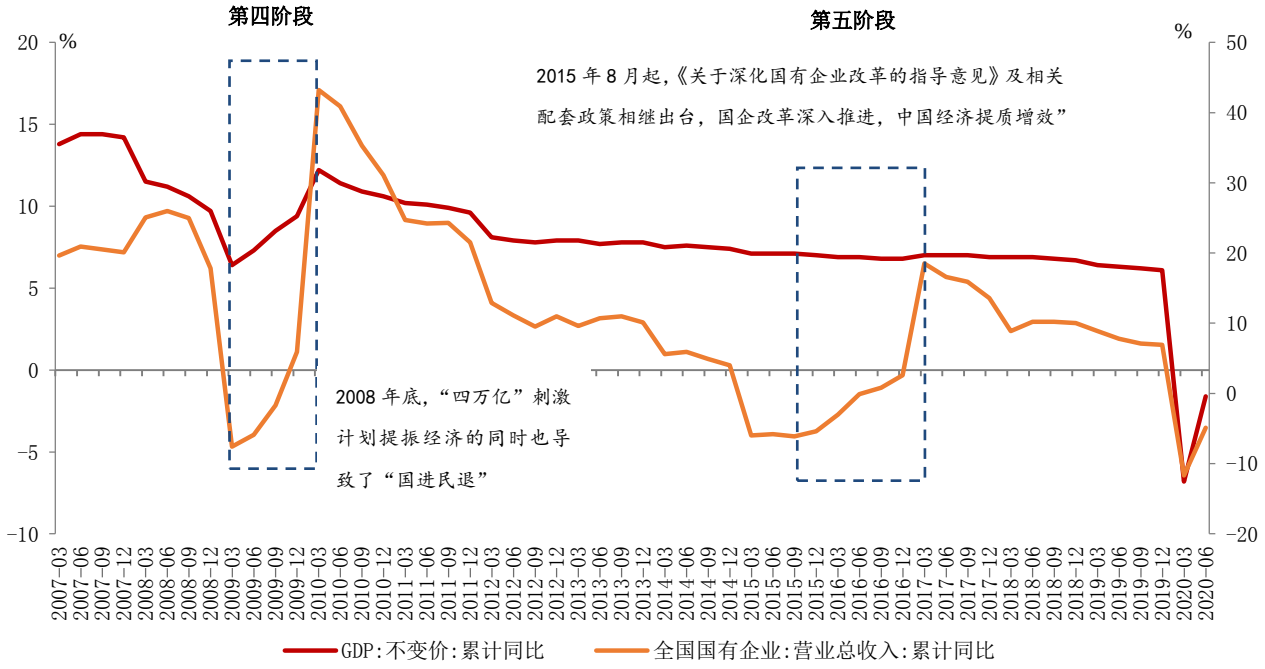
国企作为中国经济重要的微观参与者，每一轮改革在推动企业发展的同时也带动了宏观经济增长。我们认为 2020 年开启的三年行动对当下中国经济的提振作用将通过以下方式实现：

（1）提高资本生产率。通过混改扩围和深化，引入更多的投资主体，让非国有资本进入公司决策层，将“引资本”和“转机制”结合起来，一方面有助于改善公司治理结构，提高劳动生产率和资本投资效率，另一方面，有助于拓宽非国有资本的投资范围，降低市场准入限制。这将直接促进企业资本生产率的提高，对经济增长产生拉动作用。

（2）提高动态资本配置效率。国企有较强的融资能力，且有做大做强的考核激励，从投资占营业收入的比重来看，我国工业部门中，国企的投资强度显著高于非国企。本次的三年改革行动将促进国企从“管资产”向“管资本”转变，改变国企过度投资而造成的资本和资源配置的扭曲，提高动态资本配置的效率，从而提升经济增长质量。

（3）调动更多市场主体的积极性。三年改革行动在推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业、关键领域，以及战略性新兴产业集中的同时，在非主责主业的领域会释放出大量的市场机会，为民营企业、外资、个体工商户等市场主体创造出更多的投资机会，激发他们参与竞争的积极性，提升经济的活跃度。

图 9：2007-2020 年国有企业营业收入增速与经济增速走势



资料来源：Wind，西南证券整理

3.2 中观层面：“区域性综改试验”激发经济活力

当前地方国企改革同样也已进入深水区，各地正在紧锣密鼓地酝酿新动作，5 月底，国资委明确提出“上海、深圳、沈阳要继续按照打造‘五个高地’要求，扎实推进区域性综改试验，为全国国资国企改革打造各具特色的样板工程”。 这三个城市分属长三角、珠三角和东北地区，前两个是中国经济最发达的地区，第三个是中国的老工业基地，三个综改试验区的改革重点与目标有所不同，对中国区域经济发展和国资国企改革都具有代表性作用。除以上三个综合改革试验区外，今年山东、山西、河南、黑龙江、广西、新疆等地方国资国企改革进程也在提速和深化。

上海：上海坚持市场化、专业化、国际化、法制化导向，建立完善“直接监管+委托监管+指导监管”分类国资监管体制，推进经营性国有资产集中统一监管，着力深化两类公司试点，以基金带动新产业、新业态培育，统筹用好激励约束体系建立市场化经营机制。到 2022 年，将在国资国企改革发展重要领域和关键环节取得系列成果，实现 1/3 的企业集团具有国

际影响力的竞争优势和知名品牌，1/3 的企业集团具有领先国内同行业的综合实力和特色品牌，1/3 的企业集团具有支撑区域经济发展的资源配置能力和优质服务品牌。

深圳：突出“放活管好”总要求，创新管理层和核心骨干持股改革，健全企业科技创新投入视同利润考核机制，探索优化国资监管新路径，以服务城市经济和粤港澳大湾区建设为目标，不断增强市属国有企业活力和产业竞争力、优化国有经济布局结构。到 2022 年，深圳市属企业总资产将达到 4.5 万亿元，资产负债率保持在 65%以下，全年实现营业收入 6000 亿元，利润总额达到 1000 亿元，净资产收益率位居全国领先地位。

沈阳：积极推进混合所有制改革和股权多元化，进一步提升国有经济活力、控制力和抗风险能力，坚持提升企业核心竞争力，全面解决历史遗留问题，充分激发东北老工业基地的活力。到 2022 年全市具备条件的竞争类国有企业基本完成混合所有制改革。

表 1：中国 2008 年与 2020 年 1-5 月货币宽松政策对比

省/市	发布时间	政策/措施
上海	2019.09	《关于推进本市国有企业重振老字号品牌的若干措施》
	2019.09	《上海市开展区域性国资国企综合改革试验的实施方案》
	2020.01	《市国资委监管企业重大法律纠纷案件管理实施意见》
	2020.05	上海外服借壳强生控股、上海报业集团与东方网联合重组、*ST 安信协商重组方案的公告
	2020.07	《上海市市属国有企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》
深圳	2019.08	《深圳市区域性国资国企综合改革试验实施方案》
	2020.03	《深圳市国资委关于进一步加强市属国有企业法治国企建设的实施意见》
	2020.06	《深圳市国资委关于加强市属国有企业财务管理工作的指导意见》
沈阳	2019.05	《沈阳市市属企业国有资产处置监督管理办法》
	2019.10	《沈阳市加快推进全市国资国企重点领域和关键环节改革专项工作方案》
	2020.03	《沈阳市 2020 年推进国有企业改革发展工作方案》、《市国资委以管资本为主推进职能转变方案》、《沈阳市市属企业工资总额管理暂行办法》、《沈阳市国资委权责清单（2020 年版）》《沈阳水务集团有限公司综合改革实施方案》
山东	2020.04	《省属国资国企“倒计时”改革重点工作攻坚方案》
	2020.04	双星集团全部股权划转至青岛城市建设投资（集团）有限责任公司
	2020.05	《海信集团深化混合所有制改革实施方案》获批
	2020.07	山东省政府宣布了山东能源集团与兖矿集团，山东高速集团与齐鲁交通集团的联合重组方案
黑龙江	2019.10	《关于进一步加强出资企业科技创新工作的意见》
	2020.02	《黑龙江省国资委国资监管提示函工作规则》和《黑龙江省国资委国资监管通报工作规则》
广西	2020.04	《关于加强广西壮族自治区国有企业资产负债约束的实施意见》
	2020.05	《关于加强监管企业内部控制体系建设与监督工作的实施意见》
	2020.07	广西宏桂集团融桂公司成功举行经理层成员任期制和契约化管理签约仪式

资料来源：各省市国资委，西南证券整理

3.3 微观层面：国企成为打造“现代化”经济的排头兵

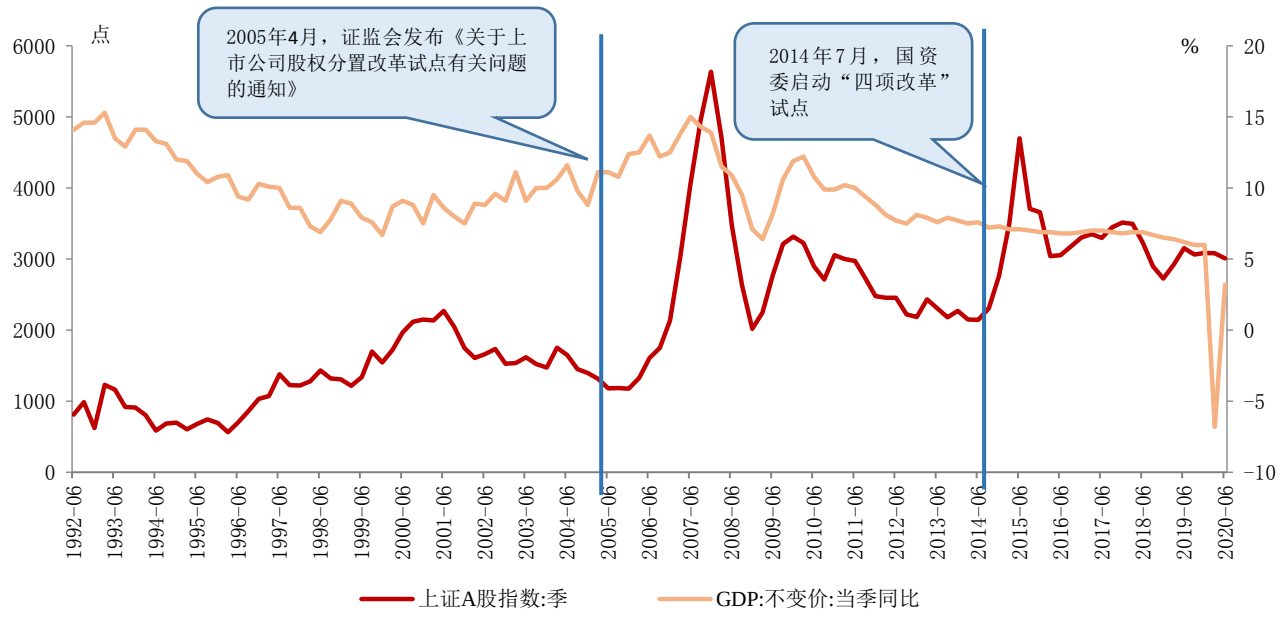
在三年行动中，国企将进一步集中到关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，装备制造、化工、海外油气等垄断行业将迎来专业化整合；云计算、大数据、人工智能、物联网、移动应用、集成电路、区块链等战略新兴领域将实施一批能推动产业转型升级、具

有行业影响力、带动力的重大项目，着力突破重点领域的关键核心技术，形成行业的全球竞争优势，打造具有国际竞争力的先进制造业集群；零售、家电、医药等竞争性领域，市场化机制改革和战略投资者的引入将进一步增强企业发展活力，混合所有制改革由“混”到“改”的重心转变也将加快促进竞争性业务全面推向市场。

此外，金融业也是三年改革的重要助推者和受益者，混改必然伴随着大规模的并购、重组及融资需求，同时国企改制及资产整合需要专业中介机构的介入与支持，这将带动金融领域咨询与顾问类中介服务需求上升。资本市场也将迎来重要机遇，从历史上的国改对资本市场的影响来看，2005 年 4 月，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，国企改革深化，证券市场开始了一轮牛市；2014 年国企改革再提速和中国经济的转型升级也启动了股市的一轮快速上涨。

改革开放 40 多年来，国有企业始终掌握着关系国计民生的重要行业和关键领域，国有企业改革因牵涉面广、各方利益关系错综复杂且对经济社会影响巨大，一直以来都是整个经济体制改革的中心环节，国企改革的决心与力度将在很大程度上影响中国经济转型发展的质量，未来三年的国企改革行动可以说是第五阶段的冲刺期，“做优”国有企业的成效将集中显现，有望成为推动新一轮牛市的重要动力。

图 10：国企改革曾开启中国 A 股市场的两轮上涨



注：数据截止至 2020 年 6 月 27 日。数据来源：Wind，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn