



中信证券研究部

核心观点



裘翔
联席首席策略师
S1010518080002



杨家骥
策略分析师
S1010521040002

逆全球化大背景下，新冠疫情、地缘冲突等事件加剧了“安全”在各国决策中的重要性。欧美等国近年来通过制造业回流、排外的贸易协定、技术封锁等方式试图降低对于中国供应链的依赖程度，国内政策方面，二十大报告重点强调了科技和安全，提出“以新安全格局保障新发展格局”。在此背景下，我们认为“安全”有望成为本轮经济复苏过程中、具备产业空间和业绩弹性的成长主线，当前时点建议战略性配置“四大安全”，包括能源资源安全、科技安全、国防安全以及粮食安全。

■ 逆全球化趋势叠加疫情冲击，“安全”在各国决策中的权重提升。

1) 逆全球化背景下，欧美等国密集出台贸易保护政策以试图降低对于中国的依赖度。伴随生产力进步和要素流通效率的提升，20 世纪下半叶以来全球化成为重要的时代特征，主要国家依靠自己优势产业定位，在全球产业链的精细分工中共享成长红利，全球贸易额占 GDP 比重自 1960 年的 24% 最高提升至 2008 年的 61%。但 2008 年之后经济全球化的进程出现波折，尤其最近三年受疫情、地缘冲突等事件冲击，欧美等国开始重新评估供应链安全的重要性。在此背景下，欧美等国在近期密集出台三种类型的贸易保护政策以试图降低对中国的依赖度，包括：①对特定企业/产业加大扶持以吸引制造业回流；②构建将中国排除在外的多边贸易协定；③通过实体清单等方式直接对中国进行技术封锁及禁运。

2) 二十大报告重点强调了科技和安全，提出“以新安全格局保障新发展格局”。在当前国际背景下，国内政策对安全的定位明显提升，“二十大”报告中，国家安全单独以第 11 部分形式专门阐述，内容涵盖人民安全、政治安全、经济安全、军事科技文化社会安全、国际安全等各方面，显示出中央在应对国际严峻形势、灰犀牛黑天鹅事件、“甚至惊涛骇浪的重大考验”方面的忧患意识和前瞻谋划，预计后续产业政策或将密集出台，用于切实保证关键产业链、供应链的韧性和安全。

3) 新时代背景下，针对“安全”领域的投资方法论有以下 3 点重要特征：
①“安全”优先于“效率”，但风险情形下，对安全的投入反而可以保障效率：以疫情期间汽车芯片短缺为例，实现技术突破、自供产能的整车厂交付量受缺芯影响明显更小。
②政府/国企在“安全”投资中扮演重要的引导作用：技术研发或追赶均承担较大风险，且短期来看经济性相对有限，因此整个安全投资需要产业政策持续引导，复盘美国 20 世纪的技术进步，联邦政府的研发方向引导、模式创新支持、长期持续投入起到了重要作用。
③“安全”投资相比价值投资更加偏向产业早期阶段：当前一级市场政府产业引导基金在往“投早、投小、投科技”的方向倾斜，二级市场安全主题投资也更类似风险投资，存在 ROE 偏低、净利润增速不稳定等问题，先进入者会承担更高的风险，但可以享受到资本持续流入带来的估值抬升，长期来看也可能分享到新技术落地带来潜在的产业增长。

■ 本轮经济复苏过程中，“安全”有望成为具备产业空间和业绩弹性的成长主线。复盘过去十年的经济底部复苏过程，政策在初期多采用基建地产和

产业政策的方式托底经济和市场预期。对应到 A 股市场上，第一轮底部反转的估值修复行情往往持续一个季度左右，体现为宽基指数的普涨，但随后经济复苏过程中，投资者开始转向能够跑赢宏观增速的“成长”，大都会落地到当时具备时代特色的成长产业，最终体现出明显的超额收益，例如 2013 年消费电子渗透率快速提升、2016 年移动互联浪潮、2019 年之后先进制造业的萌芽和快速发展。本轮 A 股底部反转行情始于 2022 年 10 月，在资金推动下，食品饮料、北向重仓股动态估值分别修复到 2019 年第一轮复苏行情的九成、六成水平，短期估值弹性相对有限，展望 2023 年开启的经济复苏周期，“安全”领域是符合国家战略方向、政策有意愿加杠杆、能够撬动社会资本参与的重要方向，有望形成新一轮具备产业空间和业绩弹性的成长主线。

■ 战略配置“四大安全”：

1) 能源资源安全：关注传统能源保供、新能源内需扩张、供需偏紧的关键矿产资源。对于传统能源（例如煤炭、油气），2023 年预计上游资源品价格中枢回落，但能源安全延续“保供”基调，使得供给端或温和增长，最终上游资源品盈利能力维持较高水平；对于新能源，当前国内风光储项目储备丰富，关注相关产业降本增效大趋势下的内需扩张进度；此外，建议关注**稀土、钨、钼**等供需格局偏紧的关键资源品。

2) 科技安全：重点关注半导体产业链安全、信创安全、数字经济安全。产业链、供应链安全在诸多“卡脖子”的科技领域十分重要，其中半导体供应链本土化趋势明确，全球景气提升、国产替代加速，当下产业发展重点关注**设备、零部件、材料、高端芯片**等环节；信创安全方面，需求端各行业数字化、降本增效诉求强烈，供给端产品服务相对成熟，有望迎来新一轮景气周期；数字经济安全方面，**运营商、ICT 设备、IDC、光模块**等更加受益。

3) 国防安全：“强军目标”再提速，关注长周期、高景气赛道。二十大报告强调“如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队”，“强军目标”迎提速，在百年未有之大变局下，军工行业正迎来前所未有的快速发展阶段。2023 年以来的关联交易规模等前瞻数据表明，军机产业中的中直及西飞产业链或出现较大改善，航空发动机产业则有望保持稳健增长，而导弹产业链或将明显放量，重点推荐四个方向，包括**军用集成电路、导弹、航发产业链、新装备**。

4) 粮食安全：关注“一号文件”，加快生物育种产业化步伐。“二十大”后的首个中央“一号文件”发布，继续为种业和粮食种植板块提供强有力的政策支持，并提升生物育种产业化落地的政策高确定性。**种业和生物育种**方面，建议重点关注生物育种产业化机会，把握政策红利窗口期；**粮食种植**方面，建议关注优质粮食种植企业的业绩景气度延续。

■ **风险因素：**中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧。

目录

逆全球化趋势叠加疫情冲击，“安全”在各国决策中的权重提升	5
本轮经济复苏过程中，“安全”有望成为具备产业空间和业绩弹性的成长主线	11
战略配置“四大安全”	15
能源资源安全：关注传统能源保供、新能源内需扩张、供需偏紧的关键矿产资源	15
科技安全：重点关注半导体产业链安全、信创安全、数字经济安全	18
国防安全：“强军目标”再提速，关注长周期、高景气赛道	20
粮食安全：关注“一号文件”，加快生物育种产业化步伐	21
风险因素	23

插图目录

图 1：全球贸易额占 GDP 比重自 1960 年的 24% 最高提升至 2008 年的 61%	5
图 2：2007 年之后社会、政治全球化仍在推进，但经济全球化停滞不前	5
图 3：中美冲突指数在 2022 年中枢明显抬升	7
图 4：三次大会关键词词频对比	8
图 5：马来西亚的疫情使得半导体出口增速明显萎缩	9
图 6：供应链安全使得疫情和缺芯背景整车厂交付能力出现分化	9
图 7：美国政府研发投入持续增长	10
图 8：不同时期美国调整军用和民用研发投入比例	10
图 9：2022 年新设立政府引导基金向更早期的方向布局	10
图 10：A 股专精特新公司整体 ROE 偏低、净利润增速波动较大	10
图 11：过去 3 轮经济复苏过程中基建和地产投资的恢复速度	11
图 12：2012 年复苏过程中第一轮反弹宽基指数和领涨行业表现	12
图 13：2013 年全年科技类成长行业涨幅靠前	12
图 14：2015 年复苏过程中第一轮反弹宽基指数和领涨行业表现	12
图 15：2016-2017 年港股恒生科技和 A 股强宏观行业涨幅靠前	12
图 16：2019 年复苏过程中第一轮反弹宽基指数和领涨行业表现	13
图 17：2019 年消费和科技同时领涨	13
图 18：2022 年 10 月以来的复苏体现为宽基指数的普涨和科技类成长行业的领涨	13
图 19：本轮食品饮料动态估值修复接近 2019 年第一轮修复的九成	14
图 20：本轮北向重仓股动态估值修复超过 2019 年第一轮修复的六成	14
图 21：CRB 商品价格回落，但仍高于过去十年的绝大多数时间	16
图 22：A 股上游资源品盈利占比与 PPI 定基指数高度一致	16
图 23：中国光伏新增装机规模及预测	17
图 24：我国风电新增吊装规模及预测	17
图 25：全球新能源及储能装机预测	17
图 26：中国主要矿产资源对外依存度	18
图 27：全球与中国稀土矿产量情况	18
图 28：2013-2022 中国稀土开采、冶炼分离总量控制指标	18
图 29：全球半导体设备市场规模	19
图 30：中国半导体设备市场规模及在全球市场占比	19

图 31：信创产业链格局梳理	19
图 32：2017-2023 年核心上市公司关联交易金额合计	21
图 33：2017-2023 年分板块关联采购/接受劳务同比增速.....	21
图 34：2017-2023 年分板块关联销售/提供劳务同比增速.....	21

表格目录

表 1：美欧等国/主体对特定企业/产业加大扶持以吸引制造业回流	6
表 2：美欧等国通过构建多边贸易协定降低对中国供应链的依赖措施	6
表 3：美欧等国通过实体清单等方式直接对中国进行技术封锁及禁运	6
表 4：十八大/十九大/二十大报告章节标题变化	7
表 5：过去 3 轮经济复苏的政策抓手和产业结构亮点	11
表 6：中信证券研究部有效覆盖个股的预测净利润增速和 PE	14
表 7：“二十大”以来重要会议和文件回顾.....	22

■ 逆全球化趋势叠加疫情冲击，“安全”在各国决策中的权重提升

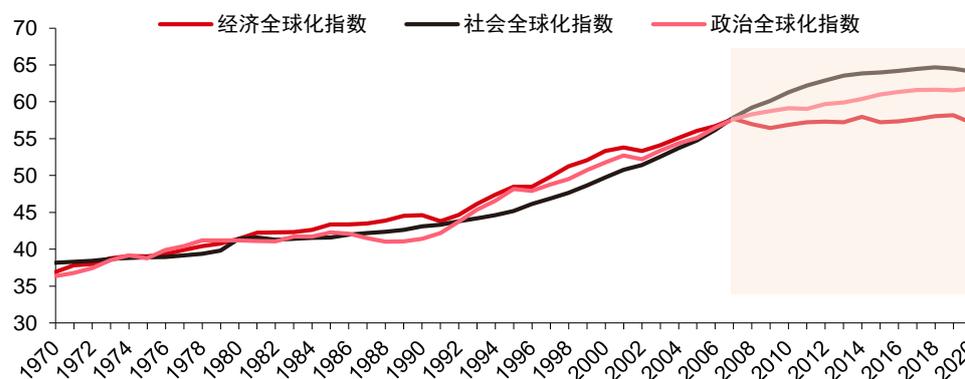
20 世纪下半叶的关键词是“全球化”，但这一趋势在 2008 年以来出现波折。伴随生产力进步和要素流通效率的提高，主要国家依靠自身优势产业定位，在全球产业链的精细分工当中享受到成长的红利，但这一趋势在 2008 年之后开始出现逆转。根据世界银行数据统计，全球贸易额占 GDP 比重自 1960 年的 24% 最高提升至 2008 年的 61%，随后开始震荡下行；瑞士经济研究所（KOF）基于经济、政治、文化、社会等要素编制的一系列全球化指数也有相似趋势，尽管近 10 年社会、政治等要素的全球化程度仍处于缓慢提高通道，但经济全球化指数在 2007 年之后陷入相对停滞状态，两个指标共同指向 2008 年金融危机之后，全球化进程的停滞。

图 1：全球贸易额占 GDP 比重自 1960 年的 24% 最高提升至 2008 年的 61%



资料来源：World Bank，中信证券研究部

图 2：2007 年之后社会、政治全球化仍在推进，但经济全球化停滞不前



资料来源：瑞士经济研究所（KOF），中信证券研究部

2018 年以来，一系列突发因素加剧了“安全”在各国决策体系中的重要性。2018 年以来贸易摩擦、科技封锁、疫情爆发、地缘冲突、能源危机等一系列突发事件接踵而至，

尤其对于中美而言，本轮科技贸易领域摩擦起源于 2018 年，时任美国总统特朗普以关税为主要手段，实现“美国优先”的贸易保护政策，对经济和股市造成巨大影响。尽管国内优势制造产业集群在 2020 年以来的疫情背景下更加受益，承接了全球产业链分工中游制造的重要职能，地缘冲突带来的供需错配和能源危机等趋势进一步加强了中国出口的领先地位，但当供需错配最严重的阶段度过之后，各国政府将会重新考量供应链安全的问题。以 2022 年以来的政策实例来看，欧美的政策导向可以分为 3 个方面：①**对特定企业/产业加大扶持以吸引制造业回流**；②**构建将中国排除在外的多边贸易协定**；③**通过实体清单等方式直接对中国进行技术封锁及禁运**。桥水基金创始人达里奥基于军费开支、民众和媒体舆论等指标，构建出“中美冲突指数”，该指数在 2018 年和 2022 年出现脉冲式增长，且 2022 年在上述“贸易保护”政策密集出台的背景下，“冲突指数”中枢出现明显抬升，因此对中国而言，在新的国际形势下，“安全”的重要性显著提升。

表 1：美欧等国/主体对特定企业/产业加大扶持以吸引制造业回流

时间	主体	内容
2023 年 2 月	欧盟	欧盟主席宣布将出台《净零工业法案》，放宽成员国国家援助规则与税收抵免限制，使得成员国可以给予本国绿色产业更多支持
2023 年 1 月	美国	拜登政府《通胀削减法案》(IRA) 正式生效，该法案政府将提供 3,690 亿美元能源投资补助
2022 年 12 月	台积电	台积电在美国亚利桑那州建厂
2022 年 9 月	美国	启动“国家生物技术和生物制造倡议”，计划投入更多资金用于生物技术研发，促进制药业以及农业、能源等行业的“美国制造”，承诺“用国内强大的供应链替代来自国外的脆弱供应链”，以减少在相关领域对国外的依赖
2022 年 7 月	美国	通过增强美国制造业及技术产业的“芯片与科学法案”
2022 年 10 月	宝马	宝马宣布用 17 亿美元在美国建电动汽车和动力电池生产线
2022 年 10 月	现代	现代汽车在美投资 55.4 亿美元的电动汽车工厂正式动工
2022 年 7 月	SK 海力士	SK 主席与拜登会谈称，到 2025 年，SK 公司计划在美投资 220 亿美元用于存储芯片、电动汽车电池和生物制药等先进制造领域
2022 年 2 月	美国	拜登政府计划在 2022 年振兴美国制造业并保护关键供应链

资料来源：Bloomberg, Wind, 美国白宫官网, 中信证券研究部

表 2：美欧等国通过构建多边贸易协定降低对中国供应链的依赖措施

时间	国家/部门	内容
2022 年 11 月	美国联邦通信委员	禁止华为、中兴通讯、海康威视、海能达和浙江大华五家公司在美国销售设备
2022 年 11 月	英国	要求中企闻泰科技的全资子公司出售英国纽波特晶圆厂至少 86% 的股份
2022 年 11 月	加拿大	要求 3 名中国投资者撤出对该国矿产公司的投资
2022 年 6 月	美国、澳大利亚、日本等国	正式建立“蓝色太平洋伙伴关系”，在气候变化、安全、卫生等领域开展合作
2022 年 6 月	美国、欧盟、澳大利亚等国家	建立“矿物安全伙伴关系”(MSP)，旨在确保关键矿物的供应
2022 年 5 月	美国、日本、印度等国	建立“印太经济框架”，重点包括贸易、供应链、清洁能源、反腐败等
2022 年 5 月	美国、东盟	双方关系升级为“全面战略伙伴关系”，美国将协助东盟发展清洁能源、贸易、海事安全和卫生工作
2022 年 5 月	日本、欧盟	加强贸易、供应链、技术合作，减少对华依赖

资料来源：Bloomberg, Wind, CIFER, 美国白宫官网, 中信证券研究部

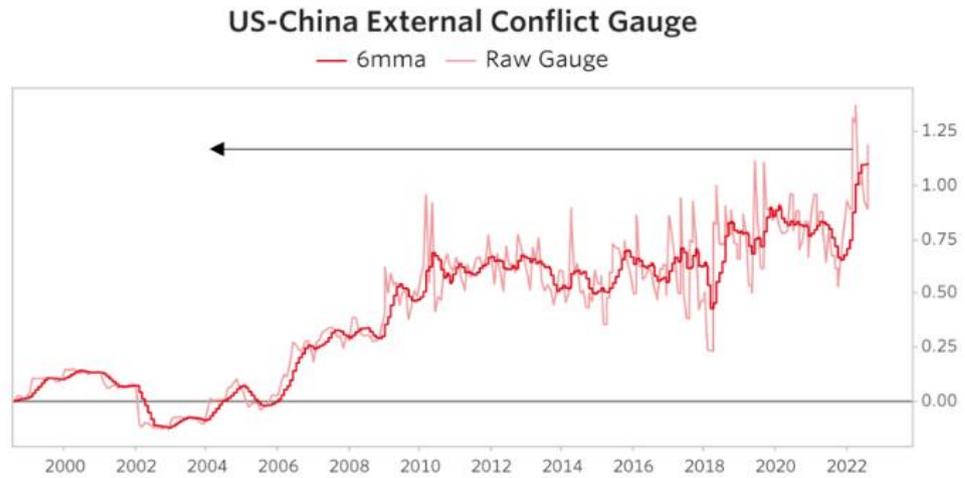
表 3：美欧等国通过实体清单等方式直接对中国进行技术封锁及禁运

时间	国家/部门	内容
2023 年 2 月	美国商务部	将中国“航空航天项目，包括飞艇、气球及相关的材料和部件”相关的 5 家公司、1 家研究所加入进出口管制“实体清单”
2023 年 2 月	日本	日本共同社报道，将修订《外汇及外国贸易法》的相关细则，其中针对中国出口芯片领域特定产品和技术时，需日本内阁经济产业大臣批准
2023 年 1 月	美国商务部	2022 年 10 月 7 日针对中国实施的“半导体新规”扩大适用范围至中国澳门
2023 年 1 月	美国国会众议院	表决批准成立“美中战略竞争特别委员会”，研究如何加强美国军事态势、结束供应链对中国的依赖等
2022 年 12 月	美国商务部	将 36 家实体加入实体清单，主要涉及 AI、芯片、航空航天领域

时间	国家/部门	内容
2022 年 11 月	德国	禁止中资企业收购包括艾尔默斯芯片产线在内的德国两家半导体企业
2022 年 10 月	美国商务部	针对中国芯片产业的全面出口管制
2022 年 8 月	美国	总统拜登签署《芯片和科学法案》

资料来源: Bloomberg, Wind, CIFER, 美国白宫官网, 中信证券研究部

图 3: 中美冲突指数在 2022 年中枢明显抬升



资料来源: BridgeWater

国内方面，二十大报告重点强调了科技和安全，提出“以新安全格局保障新发展格局”。二十大报告强调，“国家安全是民族复兴的根基，社会稳定是国家强盛的前提，要坚定不移贯彻总体国家安全观，确保国家安全和社会稳定”。国家总体安全观于 2014 年 4 月在中央国安委首次会议提出，而后在十九大报告和“十四五”规划中强调，并于 2021 年 11 月以《国家安全战略（2021-2025 年）》系统表述。相比于在十九大报告中的分散表述，在本次报告中，国家安全单独以第 11 部分形式专门阐述，显示出中央在应对国际严峻形势、灰犀牛黑天鹅事件、“甚至惊涛骇浪的重大考验”方面的忧患意识和前瞻谋划。在内容上，国家安全体系涵盖人民安全、政治安全、经济安全、军事科技文化社会安全、国际安全等各方面，报告从健全国家安全体系、增强维护国家安全能力、提高公共安全治理水平、完善社会治理体系 4 方面展开部署，并特别强调确保粮食能源，多次强调产业链供应链的韧性和安全。预计后续产业政策或将密集出台，用于切实保证关键产业链、供应链的韧性和安全。

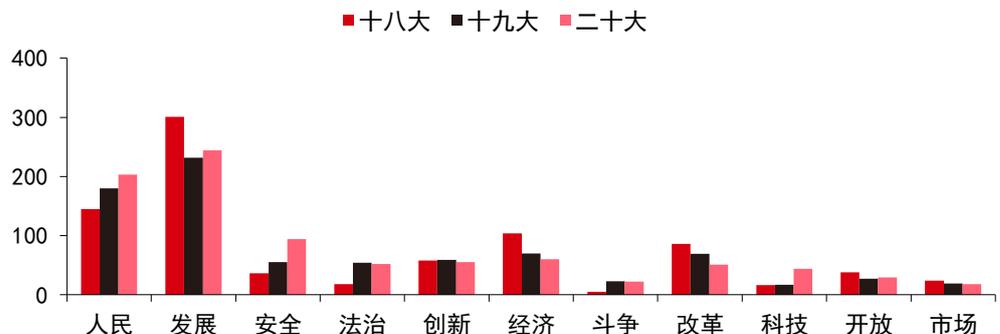
表 4: 十八大/十九大/二十大报告章节标题变化

	十八大	十九大	二十大
总结使命目标	一、过去五年的工作和十年的基本总结	一、过去五年的工作和历史性变革	一、过去五年的工作和新时代十年的伟大变革
	二、夺取中国特色社会主义新胜利	二、新时代中国共产党的历史使命	二、开辟马克思主义中国化时代化新境界
	三、全面建成小康社会和全面深化改革的目标	三、新时代中国特色社会主义思想和基本方略	三、新时代新征程中国共产党的使命任务
		四、决胜全面建成小康社会，开启全面建设社会主义现代化国家新征程	

经济发展	四、加快完善社会主义市场经济体制和加快转变经济发展方式	五、贯彻新发展理念，建设现代化经济体系	四、加快构建新发展格局，着力推动高质量发展
	全面深化经济体制改革	深化供给侧结构性改革	构建高水平社会主义市场经济体制
	实施创新驱动发展战略	加快建设创新型国家	建设现代化产业体系
	推进经济结构战略性调整	实施乡村振兴战略	全面推进乡村振兴
	推动城乡发展一体化	实施区域协调发展战略	促进区域协调发展
	全面提高开放型经济水平	加快完善社会主义市场经济体制	推进高水平对外开放
		推动形成全面开放新格局	
社会治理	五、坚持走中国特色社会主义政治发展道路和推进政治体制改革	六、健全人民当家作主制度体系，发展社会主义民主政治	五、实施科教兴国战略，强化现代化建设人才支撑 六、发展全过程人民民主，保障人民当家作主
			七、坚持全面依法治国，推进法治中国建设
文化	六、扎实推进社会主义文化强国建设	七、坚定文化自信，推动社会主义文化繁荣兴盛	八、推进文化自信自强，铸就社会主义文化新辉煌
民生	七、在改善民生和创新管理中加强社会建设	八、提高保障和改善民生水平，加强和创新社会治理	九、增进民生福祉，提高人民生活品质
绿色	八、大力推进生态文明建设	九、加快生态文明体制改革，建设美丽中国	十、推动绿色发展，促进人与自然和谐共生
军队	九、加快推进军队现代化	十、坚持走中国特色强军之路，全面推进国防和军队现代化	十一、推进国家安全体系和能力现代化，坚决维护国家安全和社会稳定 十二、实现建军一百年奋斗目标，开创国防和军队现代化新局面
统一	十、丰富“一国两制”实践和推进祖国统一	十一、坚持“一国两制”，推进祖国统一	十三、坚持和完善“一国两制”，推进祖国统一
升华	十一、继续促进人类和平与发展的崇高事业	十二、坚持和平发展道路，推动构建人类命运共同体	十四、促进世界和平与发展，推动构建人类命运共同体
治党	十二、全面提高党的建设科学化水平	十三、坚定不移全面从严治党，不断提高党的执政能力和领导水平	十五、坚定不移全面从严治党，深入推进新时代党的建设新的伟大工程

资料来源：新华网，中信证券研究部政策组

图 4：三次大会关键词词频对比（次）

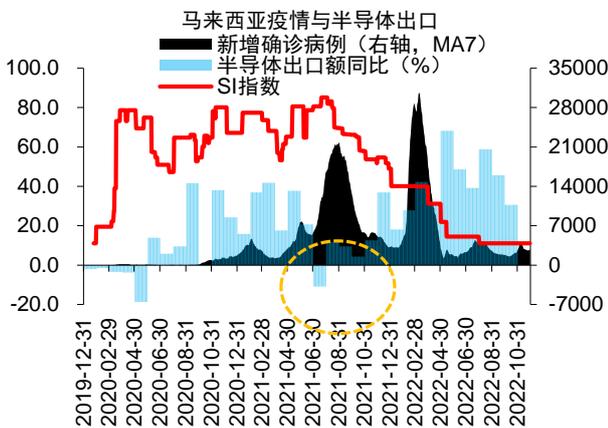


资料来源：新华网，中信证券研究部政策组绘制

结合逆全球化趋势的特征、以及中国对“安全”保障“发展”的定调，我们认为资本市场针对“安全”领域的投资方法论相比价值投资会有所区别，主要有以下 3 个重要特征：

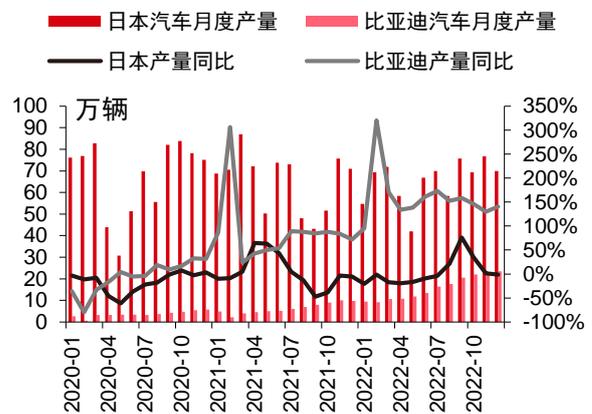
1) “安全”优先于“效率”，但风险情形下，对安全的投入反而可以保障效率。全球产业链精细分工本身就是提升效率的重要手段，但欧美逆全球化的政策选择本身就决定了效率在当前经贸环境中并非最高权重的选项，而是要牺牲一部分效率，保障风险情形下自身供应链的安全性。但特定背景下，前期对供应链安全的投入反而可以保障效率，以疫情期间部分行业产能短缺为例，对于产业链较长、对劳动力依赖度较高的制造业部门而言，任何一个环节出现的用工短缺或效率降低都会对最终产品的供给产生影响，汽车芯片就是典型代表，在普遍“缺芯”的环境中，生产环节得到保障、且部分车规级芯片实现自主可控的整车厂，其交付量受“缺芯”的影响也更小，这也是欧美即使面临较高的人力成本，依然希望通过产业政策吸引制造业回流的重要原因。

图 5：马来西亚的疫情使得半导体出口增速明显萎缩（个）



资料来源：马来西亚央行，OxCGRT，Wind，中信证券研究部

图 6：供应链安全使得疫情和缺芯背景整车厂交付能力出现分化



资料来源：CEIC，中信证券研究部

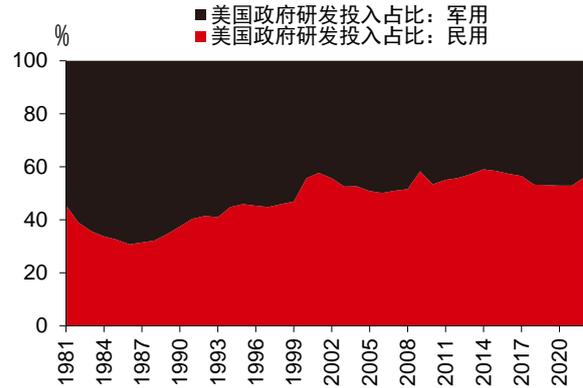
2) 政府/国企在“安全”投资中扮演重要的引导作用。不论技术追赶、还是原创技术的研发，都要承担很大的风险，尤其很多技术追赶环节，一旦实现自主突破，很可能面临国产替代过程中毛利率快速下降的过程，或者自研产品从“性价比”方面很难和进口的成熟产品相比，因此整个安全投资需要产业政策进行持续的引导和扶持，将国企、科研院所等力量进行结合，从而推动“卡脖子”环节的技术突破、产业化落地、然后依托中国优势产业集群进行降本增效，最终让全民都能平价的享受到技术发展的红利。复盘 20 世纪中叶，在战争阴影下美国技术进步最快的阶段，美国联邦政府除了在国防费用上有巨大的投入，还有明显的模式创新，成立了科学与开发局（OSRD），通过更小的投资额带动民企和大学实验室的科研参与，最具代表性的分别为西屋电气公司、麻省理工大学，对后续一系列军用高新技术（诸如航空航天、半导体、计算机）的民用化起到重要作用。除此之外，美国联邦政府在研发上持续增加投入，根据不同国际局势调整军用和民用的比例，为长期的技术研发提供了很好的土壤。

图 7：美国政府研发投入持续增长



资料来源：CEIC，中信证券研究部

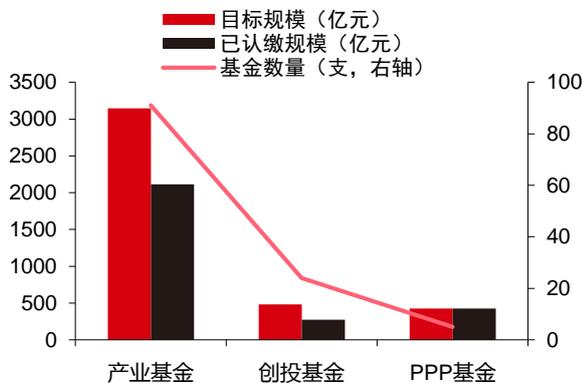
图 8：不同时期美国调整军用和民用研发投入比例



资料来源：CEIC，中信证券研究部

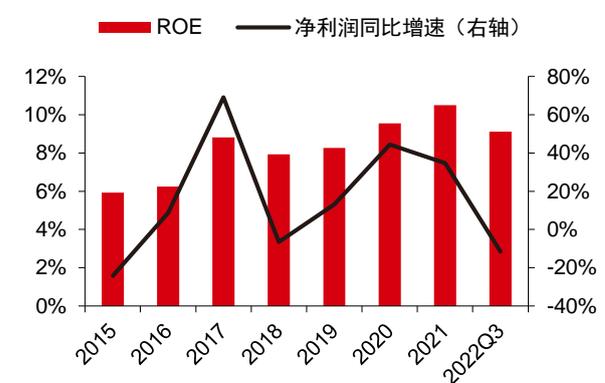
3) “安全”主题投资相比价值投资更加偏向产业早期阶段。对于一级市场，政府产业引导基金起到引导资本向新兴产业发展的重要作用，目前也在往更加早期（种子、初创期）的方向布局。据清科研究中心披露，2022 年新设立的产业引导基金，主要聚焦于高端制造、新材料、信息技术、生物医药等战略新兴领域，推进地方产业升级，进一步的，2022 年新设立的创投类政府引导基金数量达 24 支，同比上升 84.6%，已认缴规模 275.01 亿元人民币，同比上升 6.2%，这部分基金在“投早、投小、投科技”的战略驱动下，用于支持种子期、初创期的创新型企业进行科技成果转化。对于二级市场，“安全”主题投资不同于消费投资对品牌力、客户粘性、收入支出能力的分析，也不同于传统制造业对于供需、量价库存的跟踪，相比“稳定性、确定性、现金流”等要素的价值投资有较为明显的区别。“安全主题”投资本身更类似一级市场的风险投资，需要大量的研发投入和资本开支，但面临回报周期不确定、短期 ROE 偏低、净利润增速不稳定、甚至需要承担研发失败的风险，对于 A 股而言，“安全”领域先进入者承担更高的风险，但伴随研发/技术的不断进展，政策的持续扶持、甚至特定的风险事件下，可以享受资本持续流入带来的估值抬升进程，甚至可能享受未来新技术带来潜在的产业爆发式增长。

图 9：2022 年新设立政府引导基金向更早期的方向布局



资料来源：清科私募通，中信证券研究部

图 10：A 股专精特新公司整体 ROE 偏低、净利润增速波动较大



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 本轮经济复苏过程中，“安全”有望成为具备产业空间和业绩弹性的成长主线

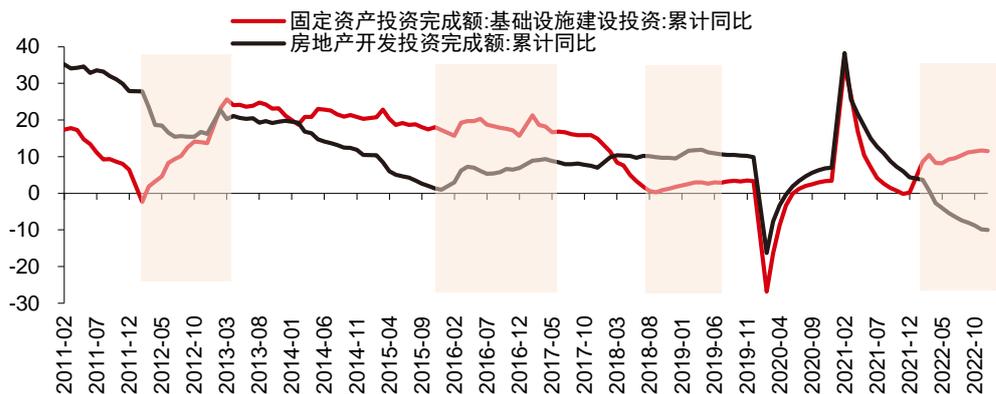
复盘过去十年 3 轮经济底部复苏地过程，政策在初期多采用基建地产和产业政策的方式托底经济和市场预期，对应到 A 股市场上，第一轮底部反转的估值修复行情往往持续一个季度左右，体现为宽基指数的普涨，但随后经济复苏过程中，投资者开始转向能够跑赢宏观增速的“成长”，大都会落地到当时具备时代特色的成长产业，在股市也会有明显的超额收益，例如 2013 年开始的消费电子快速普及、2016 年之后的移动互联浪潮、2019 年之后先进制造业的萌芽和快速发展：

表 5：过去 3 轮经济复苏的政策抓手和产业结构亮点

经济复苏起点	复苏过程中的政策抓手	成长性产业代表
2012 年	财政拉动基建投资快速修复	3C 消费电子（智能手机）的渗透率快速提升
2016 年	供给侧改革+棚改货币化	“互联网+”概念兴起，移动互联产业化快速推进
2019 年	宏观政策转向去杠杆，产业政策扶持制造业	新能源、半导体等产业趋势开始出现萌芽

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

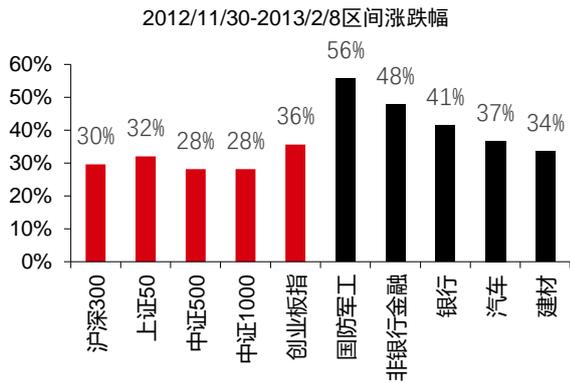
图 11：过去 3 轮经济复苏过程中基建和地产投资的恢复速度（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

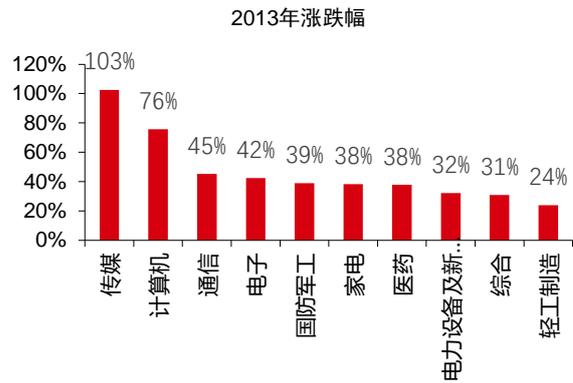
2012 年以基建政策为抓手，基建投资快速反弹，并在随后 5 年维持高位，但 2013 年全年 A 股科技类成长行业涨幅靠前。政策层面，开始从总量政策往经济转型升级的结构政策去转向，“稳增长、调结构、促改革”是当时的重要背景。A 股市场第一轮反弹出现在 2012/12-2013/2，宽基指数普遍上涨 30%左右；行业层面，国防军工、非银行金融、银行、汽车、建材领涨，偏成长的 TMT 行业在第一轮底部反弹行情中涨幅居中。但 2013 年全年维度，中信一级行业领涨的分别为传媒（+103%）、计算机（+76%）、通信（+45%）、电子（+42%）、国防军工（+39%），A 股成长弹性明显更大。

图 12：2012 年复苏过程中第一轮反弹宽基指数和领涨行业表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

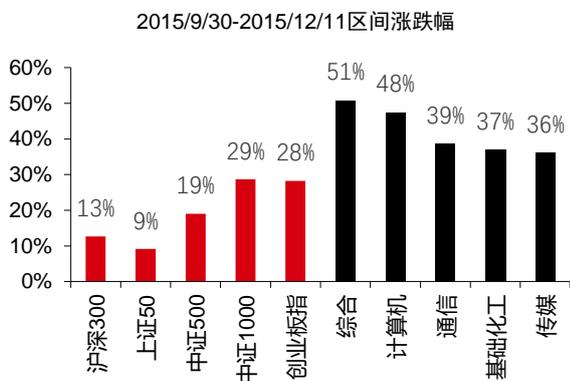
图 13：2013 年全年科技类成长行业涨幅靠前



资料来源：Wind，中信证券研究部

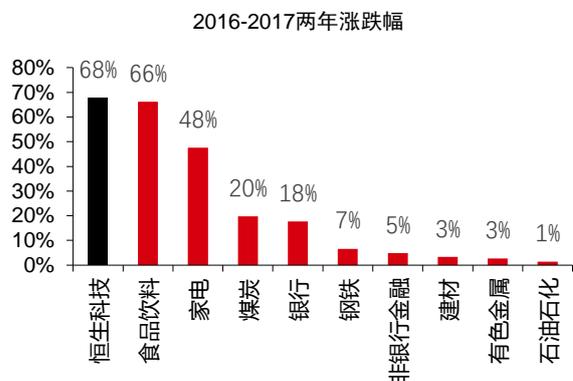
2016-2017 年是典型的经济周期复苏，地产政策刺激以及移动互联产业趋势是两大驱动力。经过过去几年移动互联带来企业数字化率提升和商业模式的初步变革，这一轮复苏过程中基于平台型企业的商业模式开始成型，对物流等基础设施改造的间接带来大量就业机会，而棚改货币化等刺激手段的推出，加速了地产库存的去化，从而拉动经济快速发展。A 股层面，A 股市场第一轮反弹出现在 2015/9-2015/12，宽基指数和行业层面均出现分化，创业板指代表的科技类成长行业明显靠前。但整个 2016-2017 年，A+H 股中涨幅靠前的包括港股的恒生科技，和 A 股地产链相关的强宏观行业，符合当时“成长”的特征。

图 14：2015 年复苏过程中第一轮反弹宽基指数和领涨行业表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

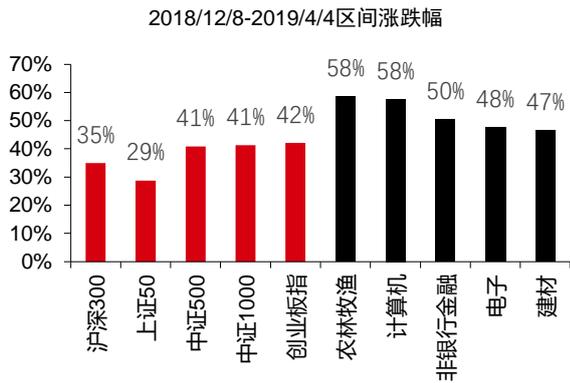
图 15：2016-2017 年港股恒生科技和 A 股强宏观行业涨幅靠前



资料来源：Wind，中信证券研究部

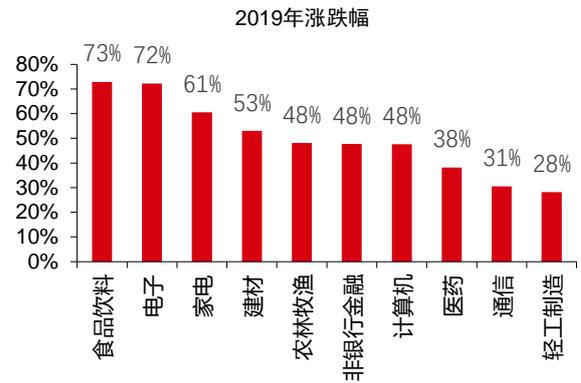
2019 年的强宏观复苏较为短暂，政策更多是对 2018 年过度紧缩的纠偏。2019 年 Q1 出现疫情前单季度最高规模的社融增速，但 4 月份政治局会议开始强调去杠杆，宏观的强修复预期就告一段落，而且这个阶段缺乏快速发展的产业空间，移动互联浪潮已相对成熟，新能源、半导体等产业趋势才开始出现萌芽，站在 2019 年初的时点，并不能看出明显的产业趋势和全年“成长”所在。A 股层面，A 股市场第一轮反弹出现在 2018/12-2019/4，宽基指数层面出现普涨，整个 2019 年在缺乏明显产业趋势的背景下，市场仍然在寻找当时经济生活中的“弹性品种”，全年消费和科技同步上涨。

图 16：2019 年复苏过程中第一轮反弹宽基指数和领涨行业表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

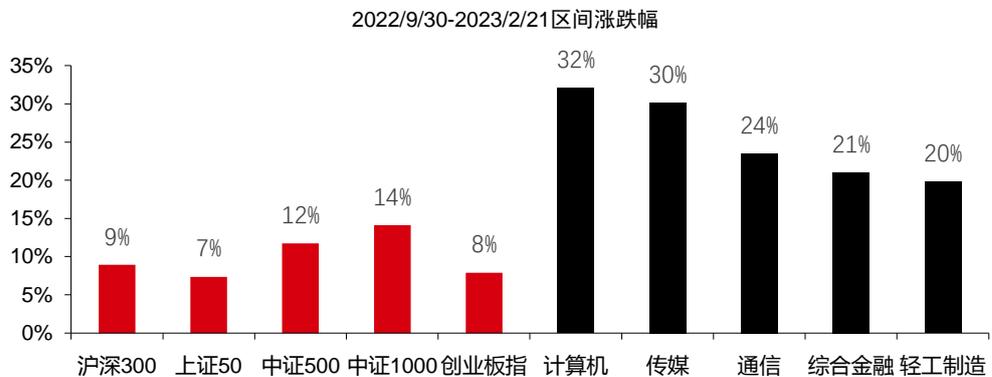
图 17：2019 年消费 and 科技同时领涨



资料来源：Wind，中信证券研究部

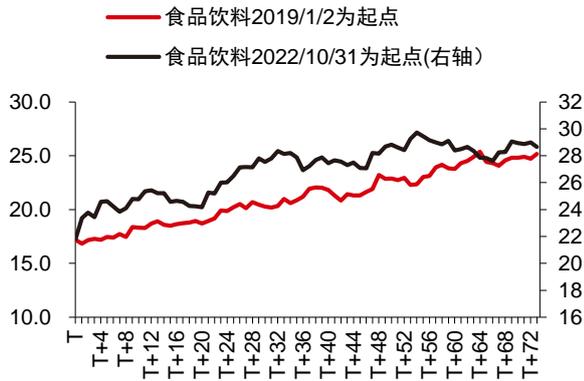
2022 年 10 月以来 A 股进入全面修复通道，当前以消费为代表的顺周期板块估值空间相对有限。我们以 2022 年 10 月以来的估值修复行情和 2019 年第一轮修复行情进行类比，外资均率先回流，本轮食品饮料板块的动态估值修复程度已经接近 2019 年第一轮修复的九成，北向前 50 大重仓股动态估值修复超过 2019 年的六成，因此从估值视角看，本轮修复的估值弹性已经非常有限。展望 2023 年开启的经济复苏周期，“安全”领域是符合国家战略方向、政策有意愿加杠杆、能够撬动社会资本参与的重要方向，有望形成新一轮具备产业空间和业绩弹性的成长主线。

图 18：2022 年 10 月以来的复苏体现为宽基指数的普涨和科技类成长行业的领涨



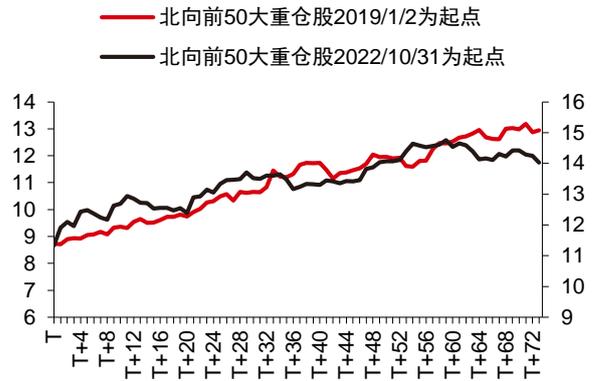
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19: 本轮食品饮料动态估值修复接近 2019 年第一轮修复的九成



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 记 2019/1/2 和 2022/10/31 两轮估值修复的起点为 T=0

图 20: 本轮北向重仓股动态估值修复超过 2019 年第一轮修复的六成



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 记 2019/1/2 和 2022/10/31 两轮估值修复的起点为 T=0

表 6: 中信证券研究部有效覆盖个股的预测净利润增速和 PE

产业	细分行业	利润增速				PE_Forward		
		2021	2022E	2023E	2024E	2022	2023	2024
制造	锂电池	182%	127%	45%	30%	24.6	17.0	13.0
	光伏	65%	150%	17%	11%	13.9	11.9	10.7
	风电	3%	26%	29%	21%	17.9	13.9	11.5
	储能	18%	39%	44%	36%	27.4	19.1	14.0
	新型电力系统	-16%	35%	25%	20%	27.2	21.7	18.0
	机械	-6%	-31%	40%	30%	25.3	18.0	13.9
	国防军工	41%	29%	34%	30%	38.4	28.7	22.1
	整车	12%	25%	38%	30%	28.0	20.3	15.6
	汽车零部件	3%	52%	43%	31%	33.2	23.2	17.7
科技	消费电子	40%	-20%	40%	7%	20.7	14.8	13.8
	半导体	89%	11%	30%	28%	37.1	28.5	22.3
	运营商	10%	9%	10%	11%	14.1	12.7	11.5
	通信设备	38%	22%	19%	19%	20.9	17.6	14.8
	IDC	16%	23%	30%	26%	36.5	28.1	22.4
	云计算	-25%	40%	44%	42%	60.3	42.0	29.6
	信创	30%	3%	51%	33%	66.5	44.1	33.1
医药	传媒	17%	-11%	23%	12%	17.7	14.4	12.8
	医疗器械	27%	22%	24%	24%	36.4	29.3	23.6
	创新药	201%	-114%	1237%	122%	-1178.9	103.7	46.7
	CXO	65%	56%	12%	24%	28.2	25.3	20.3
	中药	-27%	45%	14%	16%	38.0	33.3	28.8
	医药零售	-1%	17%	22%	22%	26.0	21.3	17.4
	医疗服务	-19%	35%	66%	33%	108.9	65.4	49.2
消费	其他医药	68%	-2%	21%	21%	25.7	21.3	17.6
	农林牧渔	-191%	191%	116%	-43%	25.6	11.8	20.6

	白酒	18%	21%	18%	17%	35.3	29.8	25.5	
	食品饮料	-4%	5%	24%	20%	38.3	31.0	25.8	
	轻工制造	1%	14%	25%	19%	21.1	16.9	14.2	
	纺织服装	0%	5%	24%	19%	16.9	13.6	11.4	
	美妆医美	6%	18%	35%	28%	54.8	40.6	31.6	
	家电	9%	13%	13%	11%	12.2	10.7	9.6	
	商贸零售	-21%	39%	29%	16%	15.7	12.2	10.5	
	社会服务	194%	-29%	183%	29%	84.8	30.0	23.2	
周期	交通运输	-125%	-726%	658%	45%	-103.2	18.5	12.8	
	基本金属	173%	35%	33%	19%	12.7	9.5	8.0	
	钢铁	78%	12%	-9%	10%	6.2	6.9	6.2	
	煤炭	78%	60%	2%	2%	5.9	5.8	5.7	
	石油石化	155%	38%	-7%	4%	7.5	8.1	7.8	
	基础化工	101%	33%	20%	16%	12.1	10.1	8.7	
	建筑建材	18%	-2%	18%	12%	7.4	6.3	5.6	
	公用事业	-41%	89%	26%	-8%	18.3	14.6	15.8	
	金融	房地产	-23%	-6%	13%	12%	8.3	7.3	6.5
		银行	13%	8%	9%	-2%	4.4	4.1	4.2
证券		31%	-16%	27%	-9%	16.6	13.1	14.5	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：各行业成分股为中信证券研究部有效覆盖个股，数据截至 2023/2/17

■ 战略配置“四大安全”

展望 2023 年全年，在宏观经济正式进入复苏区间之后，结构性“成长”将重回市场主线。上一轮产业爆发空间已经被市场充分消化，地缘冲突缓和的预期下，供需错配带来的产业盈利扩张或将告一段落，我们认为下一个阶段的“成长”将具有明确政策导向，尤其在海外流动性边际宽松、国内经济复苏和结构调整的过程中，有望获得政策重点扶持的行业将成为新的结构性“成长”方向。结合二十大报告对未来 5 年的整体规划，我们认为“四大安全”可以形成新一轮具备业绩弹性和成长空间的主线，具体包括：

能源资源安全：关注传统能源保供、新能源内需扩张、供需偏紧的关键矿产资源

我国能源结构升级转型过程中，传统能源（例如煤炭、油气）具有重要的润滑作用。实现新能源对传统能源的替代，不仅要降低新能源的生产成本，还要通过储能等方式解决调峰问题，因此短期看 2023 年，在国家高度重视能源安全、延续“保供”的政策基调下，国内油气生产及加工企业有望维持高资本开支，实现增储上产；煤炭 2023 年产量预计还将实现温和增长，增量主要来自新建矿井的投产、产能核增以及存量矿井的少量增产等。

2023 年预计上游资源品价格中枢回落，但能源安全延续“保供”基调，使得供给端或温和增长，最终上游资源品盈利能力维持较高水平。由于工业板块的内需复苏依赖上游成本的回落，我们认为商品现货将回落至对需求没有明显压制的价格区间，上游资源品占工业板块的利润比重将从 2022 年前三季度平均 40% 回落至更加合理的水平。结构上体现

为中游利润的修复，和下游前期受价格压制部分需求释放。但对于上游资源品本身而言，我们认为其盈利在经济复苏的背景下仍然能维持较高的规模，弹性在于需求端。

图 21: CRB 商品价格回落，但仍高于过去十年的绝大多数时间



资料来源: Wind, 中信证券研究部

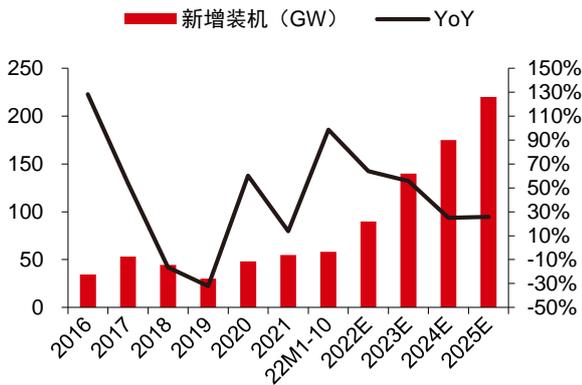
图 22: A 股上游资源品盈利占比与 PPI 定基指数高度一致



资料来源: Wind, 中信证券研究部

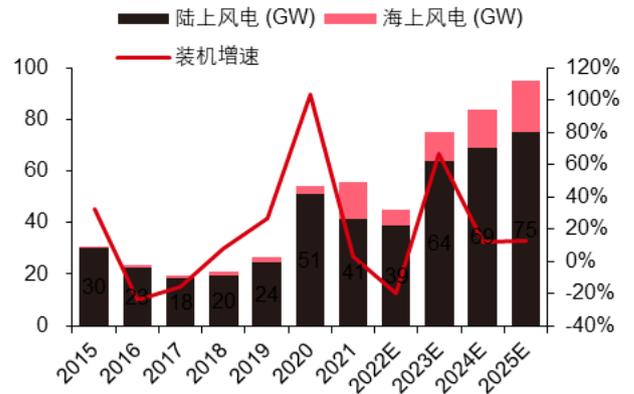
对于新能源，关注相关产业降本增效大趋势下的内需扩张进度。在政策支持力度加强和自身性价比竞争力提升的情况下，国内光伏风电项目储备丰富，装机增长有望提速，基于长期能源安全的发展目标，降本增效仍是风光发展的主旋律。其中光伏降本路径主要包括优化供应链和提升电池效率，风电降本路径主要在于大型化升级，并进一步提升国产化和新技术导入进度。需求方面，根据中信证券研究部电新组预测，随着 2023 年起上游硅料等环节新产能释放，成本快速回落，此前受收益率压力而被压制的地面电站装机或将迎来加速复苏，装机比例有望再次回升，预计未来几年国内光伏装机有望维持快速增长，在经历了硅料价格高企和疫情影响风电机组吊装后，2023 年国内风光装机均有望迎来提速——我们预计 2023 年国内光伏装机量有望继续高增至 140GW，国内风电装机有望显著复苏、总装机量将达 80GW 左右；风光装机提速叠加用电需求升级，在电价政策的持续利好下，国内储能需求有望加速释放，我们预计 2023-2025 年国内储能功率装机规模有望分别达到 23/32/42GW，其中新型储能将成为增长的核心动能，占比持续提升。全球储能方面，预期全球储能规模有望继续维持高速增长状态，2022-2025 年全球储能装机规模预期为 30/50/69/92GW，保持 50%的年均复合增速。

图 23：中国光伏新增装机规模及预测



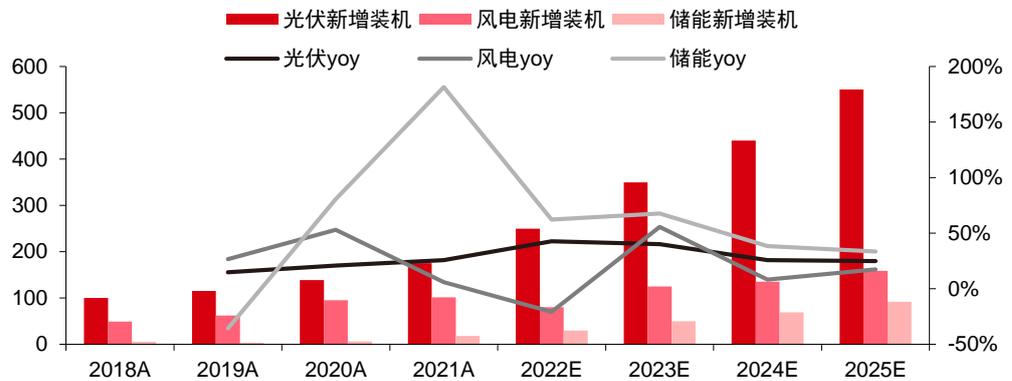
资料来源：国家能源局，中信证券研究部预测

图 24：我国风电新增吊装规模及预测



资料来源：CWEA, GWEC, 中信证券研究部预测

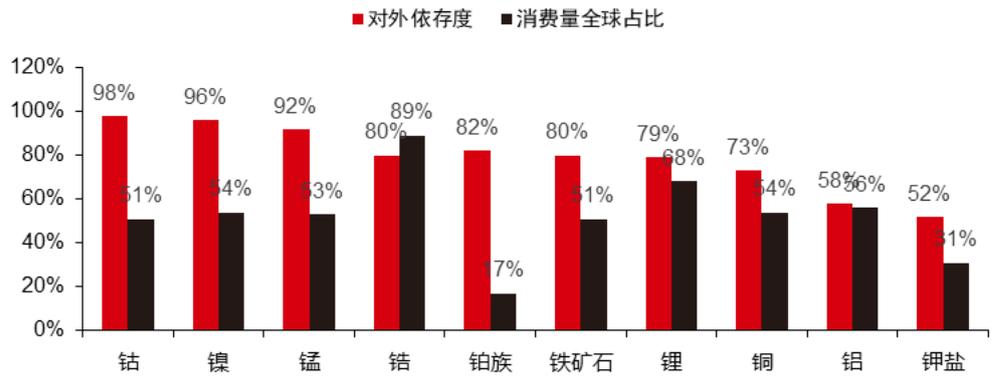
图 25：全球新能源及储能装机预测（GW）



资料来源：GWEC（含全球风电装机预测值），IEA, CNESA, 中信证券研究部预测

建议关注稀土、钨、钼等供需格局偏紧的关键资源品。我国关键矿产资源的对外依存度较高，其中能源转型和高端制造业发展对钨钼等小金属的需求将保持强劲，关注其价格弹性。对于中国具备资源优势的稀土行业，2023 年的供给端，国内指标或按需投放，考虑我国对于稀土产业技术出口的约束，预计海外稀土产业链的发展仍将缓慢，海外供给对我国稀土行业难以形成有效冲击。需求端，变频空调、消费电子、传统汽车、风电等传统需求有望受益于宏观回暖；新能源车、工业节能电机、机器人等新兴需求或将持续增长，叠加行业相关政策的支持，预计稀土价格中枢有望维持高位，产业链利润或将持续释放。

图 26：中国主要矿产资源对外依存度



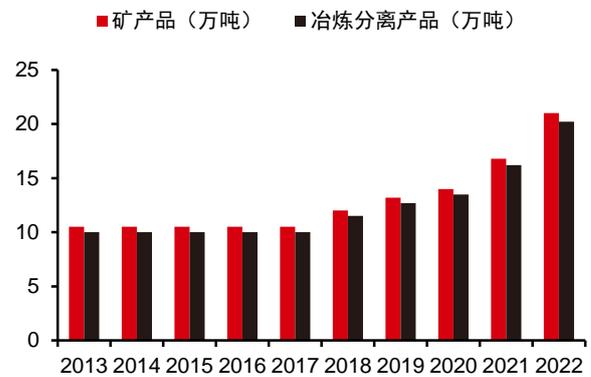
资料来源：《中国矿产资源报告 2021》（中国自然资源部），中信证券研究部

图 27：全球与中国稀土矿产量情况（万吨）



资料来源：USGS，中信证券研究部

图 28：2013-2022 中国稀土开采、冶炼分离总量控制指标



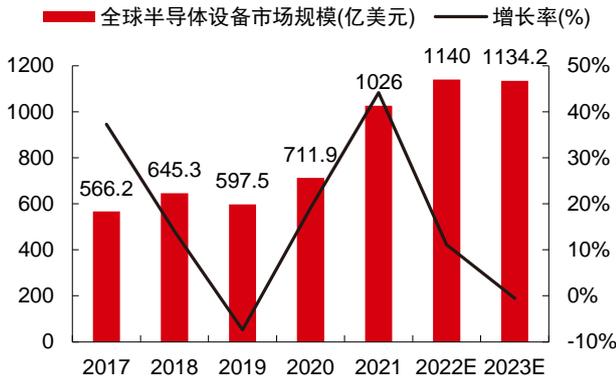
资料来源：工信部，中信证券研究部

科技安全：重点关注半导体产业链安全、信创安全、数字经济安全

2022 年以来欧美等国通过实体清单等方式直接对中国进行技术封锁及禁运，且主要集中在半导体领域，因此产业链、供应链安全在诸多“卡脖子”科技领域十分重要。

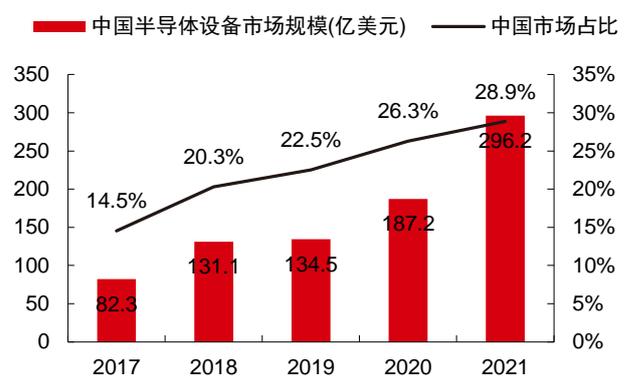
逆全球化趋势下，芯片制造战略地位显著，本土化趋势明确，全球景气提升、国产替代加速，产业政策有望加码，关注“卡脖子”环节国产化历史机遇。美国对华半导体限制层层深入，从卡芯片（华为不能买芯片），到卡制造（华为不能找代工），卡设备（中芯国际买不到最先进设备），沿产业链条向上。当下产业发展重点关注设备、零部件、材料、高端芯片等易“卡脖子”环节。

图 29：全球半导体设备市场规模



资料来源：SEMI（含预测），中信证券研究部

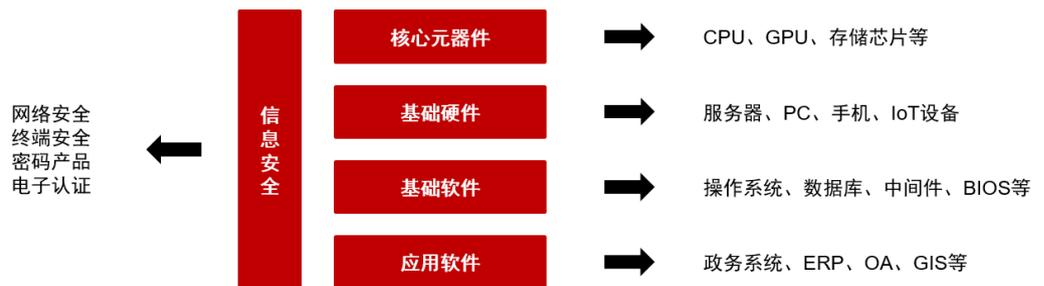
图 30：中国半导体设备市场规模及在全球市场占比



资料来源：SEMI，中信证券研究部

信创安全方面，围绕计算机基础软硬件积极布局。外部环境、宏观政策、内部现状等多重因素叠加，“大安全”有望成为计算机板块核心战略主线之一。1) 外部环境：外部环境：当前，世界百年未有之大变局加速演进，2022 年以来，全球疫情、地缘政治冲突、贸易争端、通胀压力等事件多发，关键信息基础设施及应用软硬件等品类供应收紧，我国发展面临的外部环境不确定性明显增加。2) 宏观政策：二十大报告明确强调“统筹发展和安全”、“坚决打赢关键核心技术攻坚战”，预计国家围绕科技自立自强的投入将加大。3) 行业自身：从需求来看，各行各业降本增效诉求强烈，加速数字化国产化推进；从供给来看，优秀的软硬件供应商通过产品打磨以及管理竞争力构建，推动业务模式升维。展望 2023 年，以信创为代表的下游需求有望持续释放，“大安全”板块有望迎来新一轮景气周期。

图 31：信创产业链格局梳理



资料来源：中信证券研究部计算机组绘制

数字经济安全方面，在数据安全与信息安全加强的新环境下，运营商的云计算和产业互联网业务高速发展，从单纯的电信网络，发展 5G 网络+算力融合的科技底座，新的定位之下政策环境也更加宽松，盈利能力持续修复，且作为央企改革的标杆也在不断改善激励机制，预期业绩改善和价值重估有望延续。伴随流量持续增长、新技术不断成熟以及应用场景不断丰富，云、网络、计算等数字信息基础设施相关投资有望持续提升。建议关注：运营商、ICT 设备、IDC、光模块、智能终端等。

国防安全：“强军目标”再提速，关注长周期、高景气赛道

二十大报告强调“如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队”，“强军目标”迎提速，在百年未有之大变局下，军工行业正迎来前所未有的快速发展阶段。预计关联交易规模等前瞻数据表明，2023 年军机产业中的中直及西飞产业链或出现较大改善，航空发动机产业则有望保持稳健增长，而导弹产业链或将明显放量。**推荐：（1）军用集成电路；（2）导弹；（3）航发产业链；（4）新装备方向。**

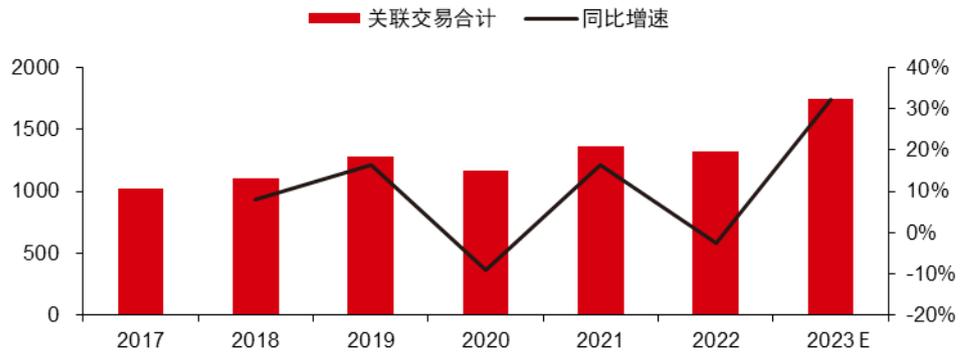
（1）军用集成电路：信息化+国产替代推进下的“刚需”。受益于军队信息化建设的加速以及自主可控的持续推进，信息化装备已迎来发展契机，特别是军用集成电路已成为实现自主可控的核心环节。近几年随着武器装备的更新换代以及信息化程度的快速提升，电子模组企业开始使用集成电路工艺以实现产品小型化，数字芯片以及模拟芯片企业也都陆续迎来上市机会。

（2）导弹：战备需求+演训消耗，开启高景气周期。导弹作为实现区域拒止、超视距作战、精确打击的核心武器，在现代战争中成为左右战场的胜负手。在武器平台后周期配套列装及战略储备需求下，下游导弹需求正加速放量；同时，近年来我军持续加强练兵备战，实弹化演训背景下导弹消耗量提升。战备需求+演训消耗拉动下，导弹料将成为“十四五”期间复合增速最高的细分武器装备，产业链也有望迎来黄金投资机遇。

（3）航发产业链：未来最有发展潜力的细分领域之一。航空发动机是非常重要的航空耗材，受益于军机放量以及实战化训练的持续推进，我国军用航空发动机市场正在持续扩容。同时当前我国航发产业已进入型号研制加速期，后续新型号的加速迭代也将拉动航空发动机产业的快速发展，有望迎来至少 5-10 年的黄金发展期。

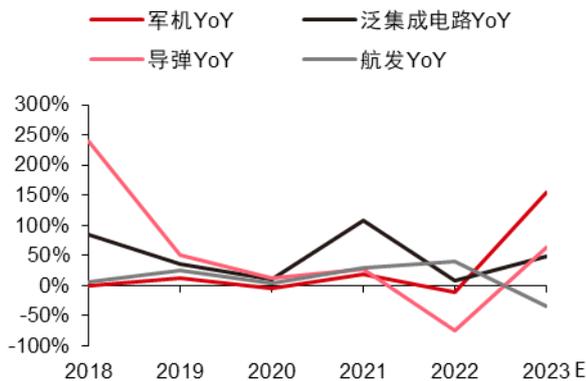
（4）新装备方向：新型号爬坡放量，产业链将提速。从代次看，近几年各型先进装备正陆续服役，我军目前已实现重要型号的代次突破，但目前仍装备了大量的老旧装备，新型号仅初步列装，整体水平与美俄等军事强国相比仍有较大差距。随着我军现代化建设加速，我军正在国防战略转型下进行“补偿式”发展，伴随老旧装备更新换代、新型号加速列装产业链迎来发展契机。材料端通常提前反映产业链景气度，且新型号军机碳纤维复合材料用量将提升，碳纤维产业链有望迎快速增长。

图 32：2017-2023 年核心上市公司关联交易金额合计（单位：亿元）



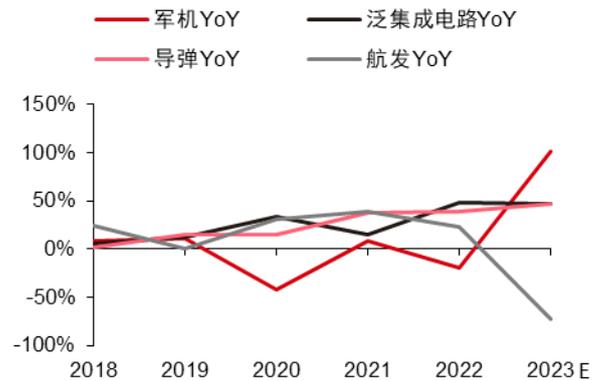
资料来源：各公司公告（含预计值），中信证券研究部；注：1）标的选取中航西飞、中航电子、中直股份、洪都航空、江航装备、中航光电、航天电器、航发控制、航发动力；2）2017-2021 年数据取关联交易实际值，2022 实际值根据公告时间有所不同，中直股份截至 2022 年 12 月 15 日，中航西飞截至 2022 年 12 月 7 日，中航电子截至 2022 年 11 月 30 日，江航装备截至 2022 年 9 月，中航光电截至 2022 年 12 月 27 日，其他均截至 2022 年末。若上市公司披露数据截至 2022 年 11 月 30 日（含）之前，则以预计值作为实际值；2023 年数据取预计值

图 33：2017-2023 年分板块关联采购/接受劳务同比增速



资料来源：各公司公告（含预计值），中信证券研究部；注：军机产业链包括中航西飞、洪都航空、中直股份、中航电子、洪都航空；航发产业链包括航发动力、航发控制；导弹领域为航天电器；泛集成电路领域为中航光电；数据口径选择同上图

图 34：2017-2023 年分板块关联销售/提供劳务同比增速



资料来源：各公司公告（含预计值），中信证券研究部；注：数据口径选择同上图

粮食安全：关注“一号文件”，加快生物育种产业化步伐

“二十大”后的首个中央“一号文件”发布，继续为种业和粮食种植板块提供强有力的政策支持，并提升生物育种产业化落地的政策高确定性。2023 年 2 月 13 日，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》（即中央“一号文件”）发布。作为“二十大”后的首个中央“一号文件”，“文件”既是 2023 年当年农业农村工作的指南，也是未来相当长一段时间内我国农业政策的重要风向标，具有重大政策意义。我们认为，种植产业链将直接受益于中央“一号文件”的持续、稳定、全面、强有力的政策支持。

粮食生产：紧抓粮食生产，保障粮食安全。文件提出，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。同时，继续提高小麦最低收购价合理，确定稻谷最低收购价。我们认为，种子作为目前我国粮食增产中最具弹性的生产要素，将发挥至关重要的作用。此外，具备规模化、产业化、高效率种粮能力的粮食种植企业，或将获得诸如种植面积等方面的更大发展空间和景气粮价对业绩的持续支持。

生物育种产业化：从“有序推进”到“加快步伐”。文件提出，加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围，规范种植管理。我们认为，生物育种产业化政策表述口径，已发生重大实质性变化。从 2021 年“有序推进”，到 2022 年未提及生物育种产业化，再到 2023 年“加快步伐”，生物育种产业化的政策导向已愈加明确，推进速度要求也越来越高，推广原则更为具体和可操作。结合近期产业边际变化，我们认为，2023 年大概率成为中国生物育种产业化元年。

种业振兴：联合攻关，强化创新，深入实施种业振兴行动。文件提出，全面实施生物育种重大项目，扎实推进国家育种联合攻关，种业振兴行动也从 2022 年的“全面实施”转向 2023 年的“深入实施”。结合前期相关工作会议精神，我们认为，种质资源、技术、人才、资金、阶段性科研成果等种业创新的核心要素，将进一步向头部优势种企聚集。坚持产业需求导向，坚持企业的创新主体地位，将利于龙头种企建立健全商业化育种体系，大幅提升持续创新能力。同时，种业行业核心发展动能也将加速向科技驱动升级。

表 7：“二十大”以来重要会议和文件回顾

时间	会议或文件	主要内容
2022 年 10 月 16 日	党的二十大报告	全面推进乡村振兴。全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线， 深入实施种业振兴行动 ，强化农业科技和装备支撑，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。 增强维护国家安全能力，确保粮食、能源资源、 种业产业链供应链安全 。
2022 年 11 月 22 日	国家育种联合攻关工作推进会	落实深入实施种业振兴行动决策部署，扎实推进国家育种联合攻关 ，加快培育具有自主知识产权的优良品种，用中国种子保障中国粮食安全。 要紧紧围绕种业科技自立自强、种源自主可控目标，高质量推进育种联合攻关。 开展十大主要粮食和畜禽育种攻关，促进水稻、小麦、大豆、生猪等重要农产品品种更新换代，支持地方开展 64 个特色物种的攻关。
2022 年 12 月 6 日	中共中央政治局会议	要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。
2022 年 12 月 14 日	扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）	保障粮食安全，加强种子安全保障。建立健全现代种业体系，加强种质资源保护利用和种子库建设，提高资源保护、育种创新、品种测试、良种繁育能力， 实施农业生物育种重大科技项目，有序推进生物育种产业化应用 。
2022 年 12 月 15 日	农业农村部部长唐仁健署名文章《加快建设农业强国》	加快以种业为重点的科技创新。 深入实施种业振兴行动，加强农业种质资源保护利用，建设种业领域国家重大创新平台，有序推进生物育种产业化应用 ，培育一批航母型种业领军企业， 实现种业科技自立自强、种源自主可控 。
2022 年 12 月 15-16 日	中央经济工作会议	“实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动”，着力扩大国内需求，全面推动乡村振兴。
2022 年 12 月 23-24 日	中央农村工作会议	农业强国是社会主义现代化强国的根基；保障粮食和重要农产品稳定安全供给始终是建设农业强国的头等大事， 把种业振兴行动切实抓出成效，把当家品种牢牢攥在自己手里 ；全面推进乡村振兴是新时代建设农业强国的重要任务；要依靠科技和改革双轮驱动加快建设农业强国。
2023 年 2 月 13 日	中央“一号文件”	全面实施生物育种重大项目，扎实推进国家育种联合攻关和畜禽遗传改良计划，加快培育高产高油大豆、短生育期油菜、耐盐碱作物等新品种。 加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围，规范种植管理 。

资料来源：中国政府网，中国人大网，农业农村部官网，新华社，中信证券研究部

■ 风险因素

中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧。

分析师声明

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

一般性声明

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

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

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

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

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

评级说明

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

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑中信证券可能存在与本报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

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

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

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

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

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

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。