

二十大后 A 股的五年主线思路及近期边际变化

定期报告

——A 股投资策略周报（1023）

短期 A 股迎来诸多积极变化，可能正在酝酿新一轮上行政势，目前尽管波动较大，但正好是低位建仓机遇。短期内稳增长落地见效相关领域值得重点关注。未来五年应该进一步关注以高端通用芯片、核心电子器件、半导体设备、基础软件与操作系统等为代表的自主可控；以新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备为代表的高端制造；以基因与生物技术、高端医疗设备、创新药等为代表的生物医药；军工等领域。

- **【观策·论市】**从短期的情况来看，二十大胜利召开后，稳增长措施落地可能会进一步推进，经济数据有望延续改善的趋势；在政策和边际增量资金贡献也出现积极信号。“银房家”在调整之后仍是性价比较高的选择。未来五年资本市场将进一步发展和完善，推动经济高质量发展。资本市场将会进一步发挥服务经济高质量发展的功能。服务于增强国内大循环内生动力和可靠性，提升产业链供应链韧性和安全水平；服务于强化国家战略科技力量，促进原创性引领性科技攻关以及打赢关键核心技术攻坚战；服务于建设现代化产业体系，服务于新型工业化和制造强国战略；服务于健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设；服务于打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重及国防科技和武器装备重大工程等领域。
- **【复盘·内观】**本周 A 股市场指数多数下跌，主要原因在于，1）疫情点状反复，投资者担忧疫情对经济和消费的影响；2）北上资金流出、人民币汇率贬值对市场情绪的影响；3）结构性上涨来源于对部分板块的政策支持预期；4）临近年底，投资者仓位结构调整带来波动。
- **【中观·景气】**8 月增值电信业务许可项目数同比继续上行，本周仔猪、生猪、猪肉价格继续上涨。自繁自养生猪养殖和外购仔猪养殖盈利扩大。本周土地成交溢价率下行、商品房成交面积当周值上行，本周全国水泥价格指数上行。本周钢坯、螺纹钢、铁矿石价格指数下跌，焦煤、焦炭、动力煤期货价格下降。9 月我国用电量同比上行，增幅有所收窄，第一、第二产业用电量同比增幅收窄，第三产业用电量同比转负。
- **【资金·众寡】**基金发行规模回升，重要股东二级市场持续净增持。北上资金本周净流出 293.3 亿元；融资资金前四个交易日合计净流入 69.7 亿元；新成立偏股类公募基金 123.6 亿份，较前期上升 89.7 亿份；ETF 净赎回，对应净流出 36.6 亿元。行业偏好上，北上资金净买入规模较高的为煤炭、计算机、通信等；融资资金净买入电力设备、食品饮料、有色金属等；消费 ETF 申购较多，信息技术 ETF 赎回较多。重要股东净减持规模扩大，计划减持规模下降。
- **【主题·风向】**本周产业观察——大储国内招标与出口两旺，关注产业化提速。大型储能是国内储能主力，今年国内大型储能招标已超 40GWh。山东出台全国首个省级电力现货市场储能支持政策，明确独立储能可参与电力现货市场，大储商业模式进一步完善，独立储能价值凸显。由于 ICT 补贴政策落地，海外美国大储市场呈现爆发趋势，关注大型储能产业化提速。
- **【数据·估值】**本周全部 A 股估值水平较上周下行，PE（TTM）下行 0.2 至 13.1，处于历史估值水平的 24.0%分位数。板块估值多数下跌，其中，农林牧渔板块估值下跌较多，社会服务板块上涨较多。
- **风险提示：**美联储政策收紧超预期；国内经济不及预期。

相关报告

《如何理解当前市场关注的三大问题——A 股投资策略周报（1016）》

《从估值和情绪看 A 股调整到什么程度了——A 股投资策略周报（0925）》

《A 股环境越来越像 2012，如何演绎？——A 股投资策略周报（0918）》

《全球宏观环境重要转折与 A 股战略布局机遇——A 股投资策略周报（0912）》

《A 股中报的积极变化与隐忧信号——A 股投资策略周报（0904）》

《社融低于预期，A 股怎么看——A 股投资策略周报（0814）》

《当前赛道轮动的特征与前景，经济超预期复苏的可能与线索——A 股投资策略周报（0807）》

《下周重大事件对 A 股意味着什么——A 股投资策略周报（0724）》

《经济数据披露之后 A 股两种经典演绎前景——A 股投资策略周报（0717）》

《A 股未来可能会发生的几个关键变化——A 股投资策略周报（0710）》

《为何 A 股独树一帜的强——A 股投资策略周报（0619）》

张夏

86-755-82900253
zhangxia1@cmschina.com.cn
S1090513080006

敬请阅读末页的重要说明

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

观策·论市——二十大后 A 股的五年主线思路及近期边际变化

2021 年 11 月 8 日，我们发布 2022 年年度策略报告《从喧嚣到平淡，静候新起点》，强调 2022 年 A 股整体态势类似“√”，新增社融增速在三季度前后转正，带来盈利预期上行，A 股将迎来新一轮上行周期的起点。近期我们在多篇报告中提到“风格切换”“加仓银房家”。7 月 31 日，我们发布报告《调整将息，升势将起》，8 月 14 日，我们发布报告《社融低于预期，A 股怎么看》，8 月 21 日，我们发布报告《为什么四季度容易发生风格切换，如何预判和跟踪》，8 月 28 日，我们发布报告《均衡结构，以待其变》，9 月 5 日，我们发布报告《银房家超额收益决定因素探讨》，如果年末社融出现较大幅度好转及地产销量边际改善，同时考虑到困境反转和性价比，银房家基本面将会迎来明显改善。10 月 7 日，我们发布报告《风险将息，绝地反击》，认为 A 股在 10 月将会迎来重要转折点。

目前 A 股环境越来越像 2012 年，类似 2012 年，2022 年也是召开重要会议年份，且今年的宏观经济环境、流动性、居民储蓄、估值溢价等方面都与 2012 年有着相似之处。目前国内融资结构正逐渐改善，基建投资大幅回升、制造业投资反弹，驱动国内经济复苏。而一旦宏观经济情况好转，风险偏好提升，高增的居民存款可能转化为投资，触发“储蓄溢出效应”，增加对股票和基金的投资。且待美国通胀压力得到显著缓解，美债收益率加速回落将更有利于 A 股表现。综合评估，当前 A 股有点像站在了 2012 年 10~11 月之间，参考 2012 年经验，A 股可能正在酝酿新一轮上行攻势，目前尽管波动较大，但正好是低位建仓机遇。

从中短期的情况来看，二十大胜利召开后，稳增长的措施落地可能会进一步推进，经济数据有望延续改善的趋势，这一方向上银房家在调整之后仍是性价比较高的选择。

但从中期的角度来看，二十大胜利召开之后，未来五年资本市场将进一步发展和完善，推动经济高质量发展。资本市场将会进一步发挥服务经济高质量发展的功能。资本市场应该服务于增强国内大循环内生动力和可靠性，提升产业链供应链韧性和安全水平；服务于强化国家战略科技力量，促进原创性引领性科技攻关以及打赢关键核心技术攻坚战；服务于建设现代化产业体系，推动新型工业化和制造强国战略；服务于健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设；服务于打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重及国防科技和武器装备重大工程等领域。

在这样的思路下，未来五年应该进一步关注以高端通用芯片、核心电子器件、半导体设备、基础软件与操作系统等为代表的**自主可控**、以新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备为代表的**高端制造**；以基因与生物技术、高端医疗设备、创新药等为代表的**生物医药**、**军工**等领域。

● 现代资本市场具有服务经济高质量发展的重要功能，未来五年的核心关注方向

现代资本市场具有服务经济高质量发展的重要功能。资本市场在资源配置、风险缓释、政策传导、预期管理等方面有独特而重要的功能，是深化金融供给侧结构性改革的关键所在，在高质量发展中能够发挥更大作用。据二十大报告内容，我们认为未来五年，资本市场围绕以下方面可以发挥更大的作用。

1、服务于增强国内大循环内生动力和可靠性，提升产业链供应链韧性和安全水平

(1) “补缺思维”，投资国产替代相关领域，如高端通用芯片、核心电子器件、半导体设备、基础软件与操作系统、大飞机、航空发动机、高端数控机床、高端科学仪器、生物育种等。

(2) 网络安全、生物安全、数据安全、人工智能安全等涉及国家安全的先进技术方向。

(3) 基础设施相关，如物流、航运、电力等供应链基础设施不足领域。

2、服务于强化国家战略科技力量，促进原创性引领性科技攻关以及打赢关键核心技术攻坚战的领域

在这一领域，重点关注新一代人工智能、量子信息、集成电路、基因与生物技术、临床医学与健康等。

3、服务于建设现代化产业体系，推动新型工业化和制造强国战略

在这一领域，重点关注新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等领域。同时密切关注

物联网、数字经济和实体经济的深度融合。

4、服务于健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设

在这一领域，重点关注医疗器械、医疗服务、创新药和疫苗等领域。

5、服务于打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重及国防科技和武器装备重大工程等领域。

这一领域，主要关注军工方向。

图 1：新时代资本市场服务实体经济的五个重要方向

服务于增强国内大循环内生动力和可靠性，提升产业链供应链韧性和安全水平

- “补短思维”，国产替代相关领域，如高端通用芯片、核心电子器件、半导体设备、基础软件与操作系统、大飞机、航空发动机、高端数控机床、高端科学仪器、生物育种等。
- 网络安全、生物安全、数据安全、人工智能安全等涉及国家安全的先进技术方向。
- 基础设施相关，如物流、航运、电力等供应链基础设施不足领域。

服务于强化国家战略科技力量，促进原创性引领性科技攻关以及打赢关键核心技术攻坚战

- 重点关注新一代人工智能、量子信息、集成电路、基因与生物技术、临床医学与健康等

服务于建设现代化产业体系，推动新型工业化和制造强国战略

- 重点关注新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等领域。同时密切关注物联网、数字经济和实体经济的深度融合。

服务于健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设

- 重点关注医疗器械、医疗服务、创新药和疫苗等领域

服务于打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重，国防科技和武器装备重大工程等领域

- 主要关注军工方向

资料来源：Wind，招商证券

● 近期重要的边际变化

➤ **近期多项资本市场改革、效率优化的重要政策发布**

近期，证监会、证金公司、沪深交易所等均发布了多项重要政策，如《上市公司股份回购规则》发布、转融资费率下调、放松少量涉房业务但非房地产为主业的企业在 A 股市场融资以及融资融券股票范围的扩大，均是资本市场改革、效率优化的重要举措，有助于金融市场长期健康稳定的发展。

表 1: A 股近期重要监管政策汇总

发布时间	部门	政策内容
10月14日	证监会	证监会发布关于就修订《上市公司股份回购规则》《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》公开征求意见的通知。证监会表示，此次修订是为了支持鼓励上市公司依法实施股份回购、董监高依法增持股份，积极维护公司投资价值 and 中小股东权益。
10月20日	证金公司	下调转融资费率 40BP，同时启动市场化转融资业务试点。调整后各期限档次的费率具体为：182 天期转融资费率为 2.10%、91 天期为 2.40%、28 天期为 2.50%、14 天和 7 天期为 2.60%。
10月20日	证监会	对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房地产业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资。具体的前提条件为：自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%；参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过 10%。
10月21日	沪深交易所	沪深交易所同步公告，为促进融资融券业务健康长远发展，经中国证监会批准，两所于近日分别扩大了融资融券标的股票范围，对于主板股票和创业板注册制改革前上市的创业板股票，标的数量由 1600 只扩大至 2200 只，扩容幅度达 38%。上述调整将自 2022 年 10 月 24 日起实施。

资料来源：证监会网站，上交所官网，深交所官网，证金公司官网，招商证券

➤ 美联储多位官员透露“偏鸽”信息

近期，海外市场走势整体较强，跟近期美联储的三位官员不约而同首次透露了“偏鸽”信息有关，整体而言，此轮加息周期大概率进入尾声，11 月可能是美联储最后的鹰派加息。随着中国经济改善，美国经济恶化，中美利差负值有望收窄，人民币兑美元贬值压力减轻，甚至可能逐渐回到升值周期。

表 2: 本周美联储官员动态

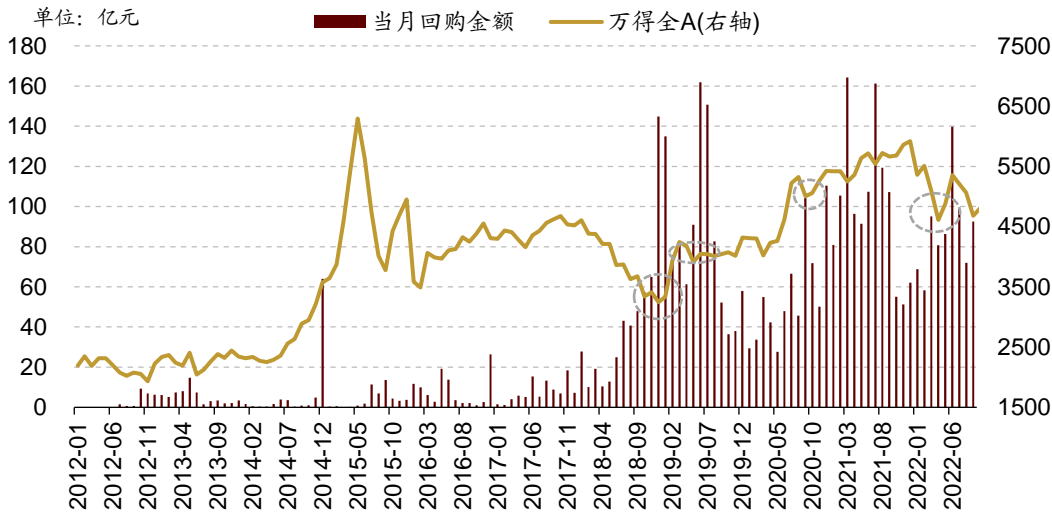
时间	事件
10月21日	2024 年 FOMC 票委，鸽派倾向的旧金山联储主席戴利表示，美联储应该避免因为加息太激进而让美国经济陷入“主动低迷”，现在是时候开始谈论放慢加息的速度了。戴利称：我们可能自己觉得要再加（息）75 个基点，市场肯定已经这么定价。可是，我真的建议大家，不要认为永远都是（加）75（个基点）。
10月21日	美联储的“大鹰派”圣路易斯联储主席布拉德认为，联邦基金利率在达到 4.6% 左右时，美联储应暂停加息并对经济进行评估，预计在今年年底前联邦基金利率将达到这一水平，再两次加息 75 个基点，然后根据通胀表现在 2023 年调整政策。
10月21日	2023 年 FOMC 票委，态度偏向“鸽派”的芝加哥联储主席埃文斯公开表示，如果明年联邦基金利率的峰值大幅高于官员们 9 月预测的 4.6% 的水平，经济将面临巨大的“非线性”风险。

资料来源：公开报道，招商证券

➤ 近期重要股东净增持和回购、公募机构增持旗下基金等事件的信号意义

2022 年以来，上市公司回购持续发力，截至 2022 年 10 月 21 日，上市公司全年股票回购规模达 875 亿元，股份回购活跃度总体持续提升，特别是 9 月以来回购明显更加活跃，从历史上来看，阶段性市场底部往往伴随着上市公司回购规模的明显增加。

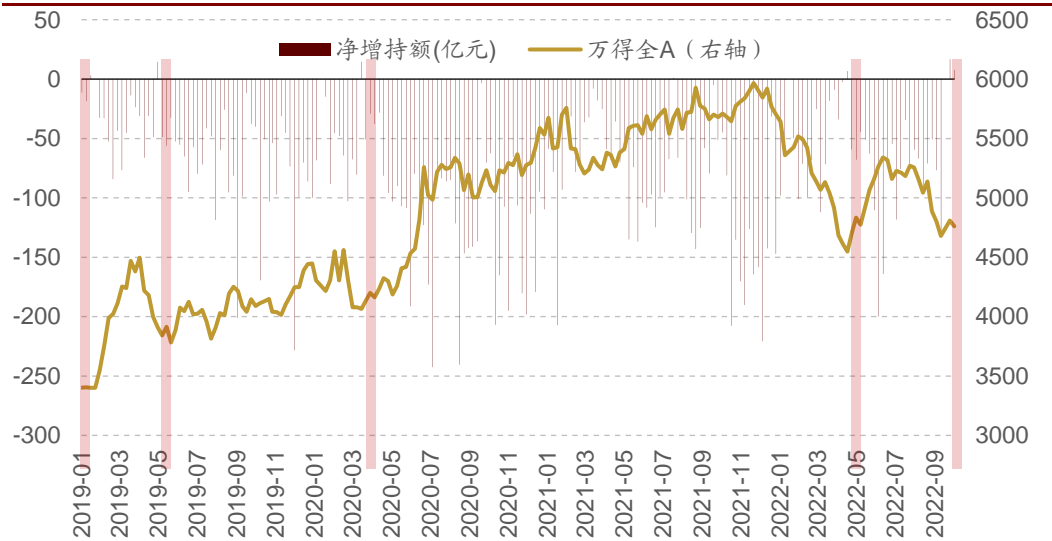
图 2: 历史上, 阶段性市场底部往往伴随着上市公司回购规模的明显增加



资料来源: Wind, 招商证券

从股东增持的角度来看, 重要股东净增持往往也被投资者看作市场底部的信号之一, 10 月以来, 股东净增持连续两周转正, 近两周净增持金额分别为 7.75 亿和 16.72 亿, 是今年 5 月初以来再度净增持转正, 具有明显的信号意义。

图 3: 重要股东净增持往往是市场底部信号之一



资料来源: Wind, 招商证券

近期多家公募基金发布自购公告, 本周 (10 月 17 日-10 月 21 日) 共 27 家机构发布自购公告, 合计金额达 17.74 亿元, 大多数机构表示, 自购是基于对中国资本市场长期健康稳定发展的信心, 本着与广大投资者风险共担、利益共享的原则申购公司旗下公募基金产品。

● 总结

A 股环境越来越像 2012 年，类似 2012 年，2022 年也是召开重要会议年份，且今年的宏观经济环境、流动性、居民储蓄、估值溢价等方面都与 2012 年有着相似之处。目前国内融资结构正逐渐改善，基建投资大幅回升、制造业投资反弹，驱动国内经济复苏。二十大胜利结束后，稳增长的措施有望进一步落地，促进宏观经济情况好。风险偏好提升，高增的居民存款可能转化为投资，触发“储蓄溢出效应”，增加对股票和基金的投资。且待美国通胀压力得到显著缓解，美债收益率加速回落将更有利于 A 股表现。综合评估，当前 A 股有点像站在了 2012 年 10~11 月之间，参考 2012 年经验，A 股可能正在酝酿新一轮上行攻势，目前尽管波动较大，但正好是低位建仓机遇。

参考 2012 年经验，A 股可能正在酝酿新一轮上行攻势，目前尽管波动较大，但正好是低位建仓机遇，综合基本面、事件和政策，当前的配置思路转向均衡配置。从中短期的情况来看，二十大胜利召开后，稳增长的措施落地可能会进一步推进，经济数据有望延续改善的趋势，这一方向上“银房家”在调整之后仍是性价比较高的选择。

但从中期的角度来看，二十大胜利召开之后，未来五年资本市场将进一步发展和完善，推动经济高质量发展。资本市场将会进一步发挥服务经济高质量发展的功能。服务于增强国内大循环内生动力和可靠性，提升产业链供应链韧性和安全水平；服务于强化国家战略科技力量，促进原创性引领性科技攻关以及打赢关键核心技术攻坚战；服务于建设现代化产业体系，服务于新型工业化和制造强国战略；服务于健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设；服务于打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重及国防科技和武器装备重大工程等领域。

在这样的思路下，未来五年应该进一步关注，以高端通用芯片、核心电子器件、半导体设备、基础软件与操作系统等为代表的**自主可控**、以新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备为代表的**高端制造**；以基因与生物技术、高端医疗设备、创新药等为代表的**生物医药、军工**等领域。

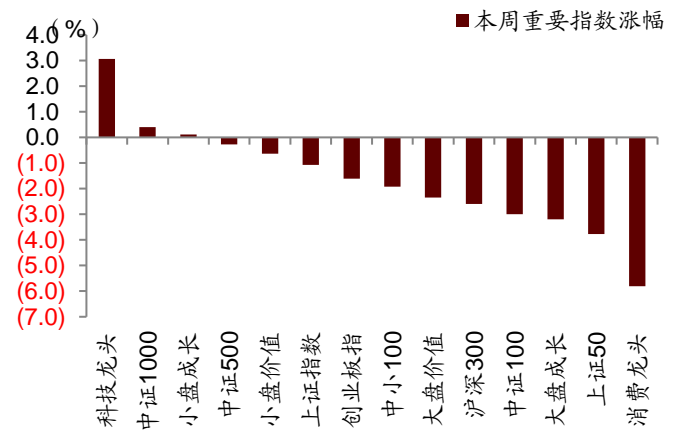
复盘·内观——指数多数下跌，小盘、科技股领涨

本周 A 股主要指数多数下跌，主要指数中科技龙头、中证 1000、小盘成长指数涨幅居前，消费龙头、上证 50、大盘成长指数跌幅居前，本周日均成交 7746 亿元，较上周相比有所放量。南向资金本周净流入港股 257.0 亿港元，北向资金本周净流出 A 股 293.3 亿人民币。风格方面，TMT、医药生物涨幅居前，消费大幅下跌。

本周 A 股市场指数多数下跌，主要原因在于，1) 近期国内疫情点状反复，投资者担忧疫情对经济和消费的影响；2) 北上资金流出、人民币汇率贬值对市场情绪的影响；3) 结构性上涨来源于对部分板块的政策支持预期；4) 临近年底，投资者仓位结构调整带来波动。

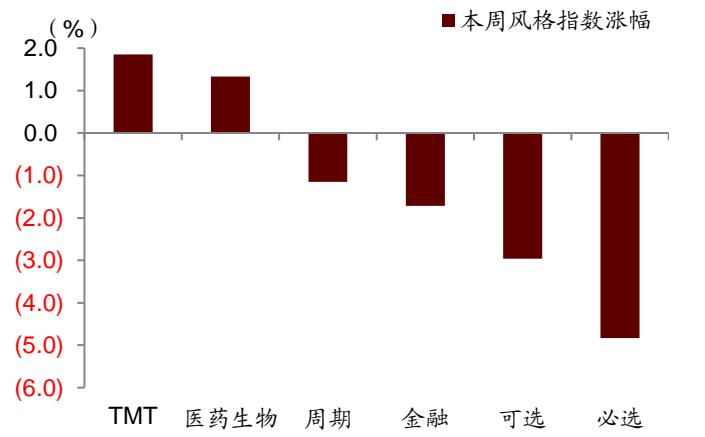
从行业上来看，本周申万一级行业多数下跌，仅 11 个一级行业下跌，综合、国防军工、交运涨幅居前，家电、食品饮料、美容护理跌幅居前。从涨跌原因来看，本周涨幅居前的行业原因主要为，军工（行业景气较高，政策预期）、交通运输（油运高景气，疫情出行政策优化预期）、机械（工业母机等卡脖子领域上涨带动），跌幅居前的行业原因主要为，家电（地产后周期复苏疲弱）、食品饮料（疫情反复）。

图 4: 本周重要指数涨幅



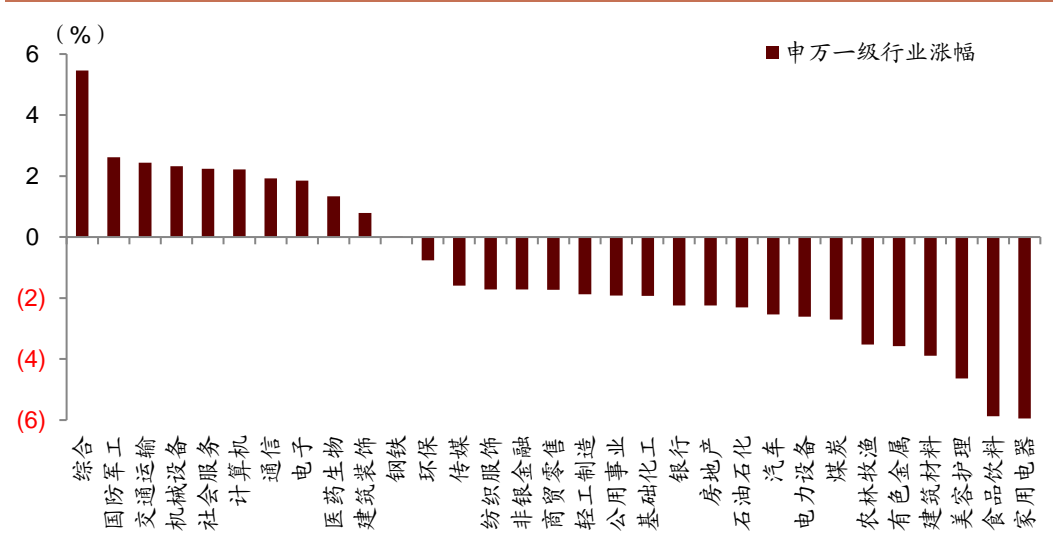
资料来源: Wind, 招商证券

图 5: 本周风格指数涨幅



资料来源: Wind, 招商证券

图 6: 本周申万一级行业指数涨幅

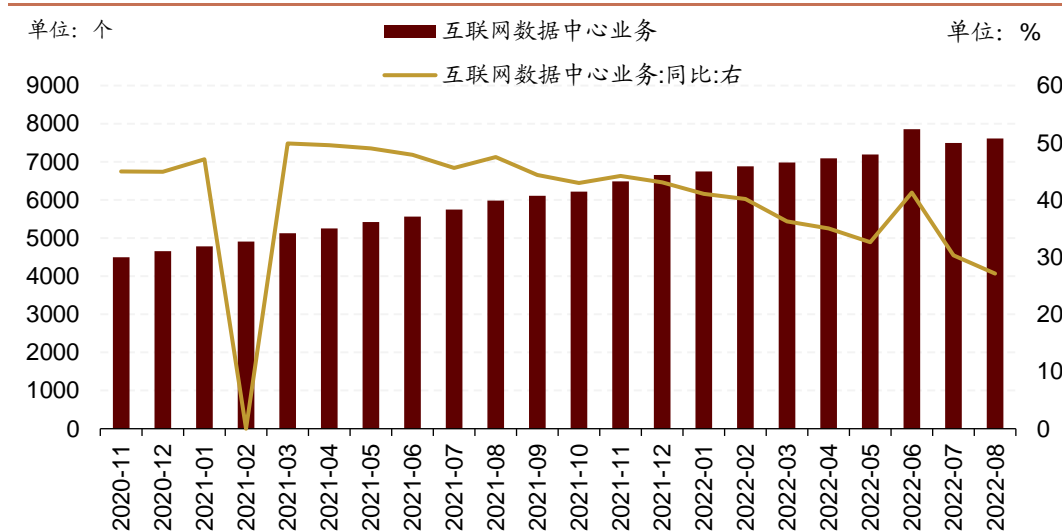


资料来源: Wind, 招商证券

中观·景气——8月增值电信业务许可项目数同比继续上行，本周仔猪、生猪、猪肉价格继续上涨

8月增值电信业务许可项目数同比继续上行。8月增值电信业务许可项目数为7609个，同比上升27.11%，较上月增幅收窄3.23个百分点。

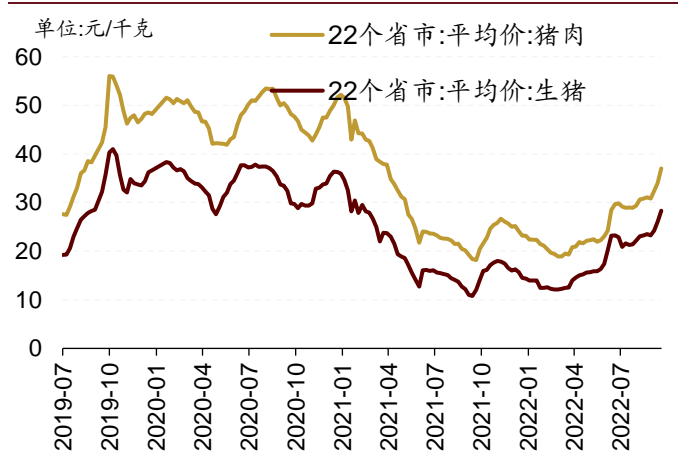
图7：8月月增值电信业务许可项目数同比上行27.11%



资料来源：Wind，招商证券

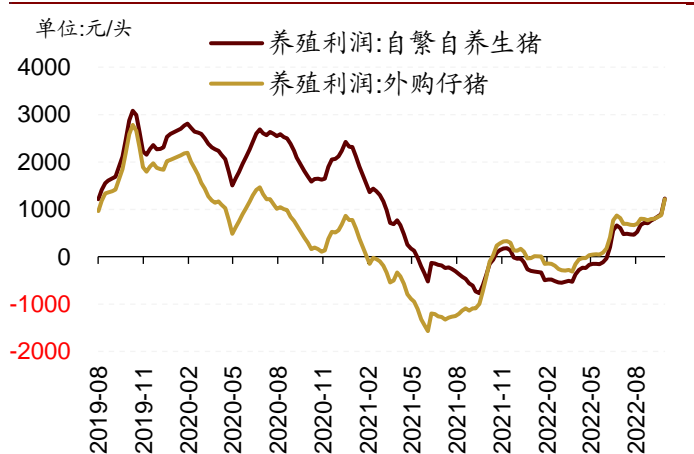
本周仔猪、生猪、猪肉价格上行。截止10月22日，仔猪平均价51.2元/千克，周环比上行6.22%；生猪平均价28.32元/千克，周环比上行8.63%；猪肉平均价37.02元/千克，周环比上行8.69%。在生猪养殖利润方面，本周自繁自养生猪养殖盈利扩大，外购仔猪养殖盈利扩大。截至10月21日，自繁自养生猪养殖利润为1228.39元/头，周环比上行335.76元/头；外购仔猪养殖利润为1213.16元/头，周环比上行336.84元/头。

图8：猪肉平均价周环比上行8.69%。



资料来源：Wind、招商证券

图9：自繁自养生猪养殖利润周环比上行335.76元/头



资料来源：Wind、招商证券

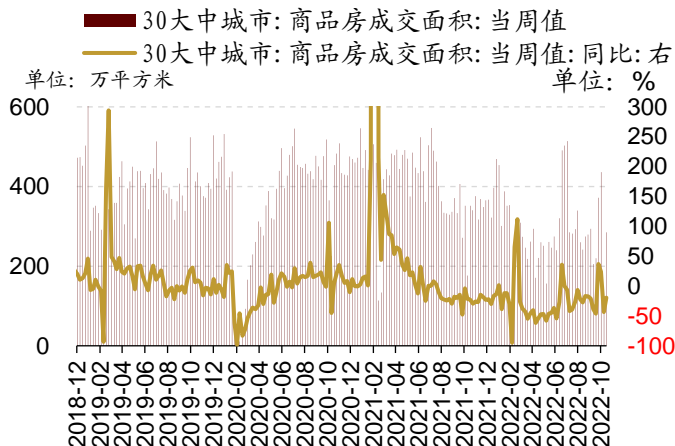
本周土地成交溢价率下行、商品房成交面积当周值上行。截至10月16日，100大中城市土地成交溢价率为3.14%，较上周下行7.48个百分点；30大中城市商品房成交面积当周值为284.55万平方米，较上周上行185.96%。

图 10: 100 大中城市土地成交溢价率为 3.14%



资料来源: Wind、招商证券

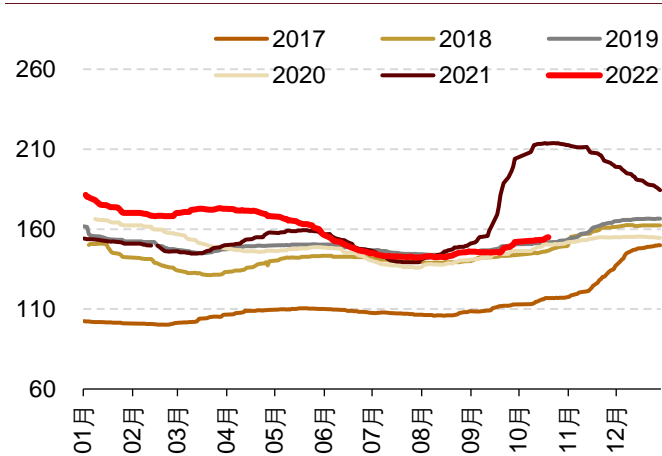
图 11: 30 大中城市商品房成交面积环比上行 185.96%



资料来源: Wind、招商证券

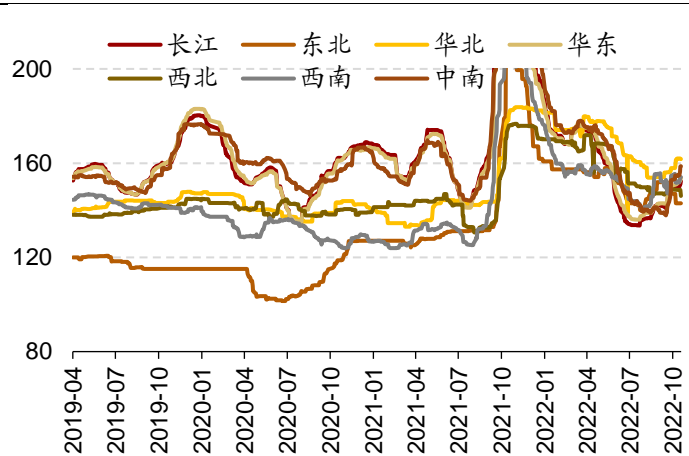
水泥价格方面, 本周全国水泥价格指数上行, 长江、华东、西南、中南地区水泥价格指数上行, 华北、西北地区水泥价格指数下行, 东北地区水泥价格指数与上周持平。截至 10 月 21 日, 全国水泥价格指数为 154.82 点, 周环比上行 1.07%; 长江地区水泥价格指数周环比上行 1.56% 至 152.32 点; 东北地区水泥价格指数为 143.00 点, 与上周持平; 华北地区水泥价格指数为 161.65 点, 周环比下行 0.22%; 华东地区水泥价格指数为 153.72 点, 周环比上行 1.23%; 西北地区水泥价格指数为 146.06 点, 周环比下降 1.77%; 西南地区水泥价格指数相比节前环比上行 1.24% 至 154.06 点; 中南地区水泥价格指数为 158.68 点, 周环比上行 2.71%。

图 12: 全国水泥价格指数上行 1.07%



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 华东地区水泥价格指数周环比上行 1.23%

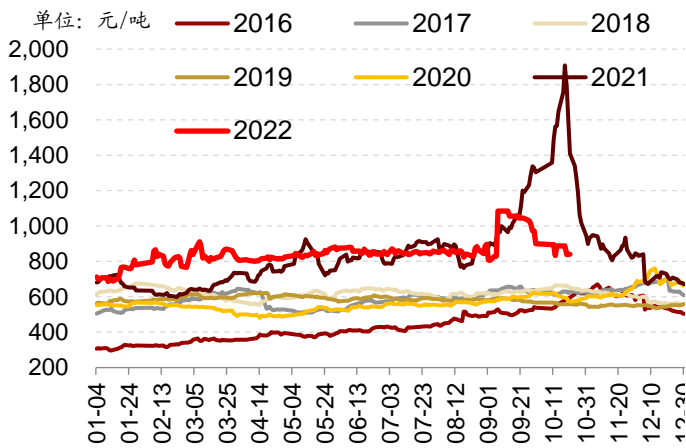


资料来源: Wind、招商证券

本周钢坯、螺纹钢、铁矿石价格指数下跌。截至 10 月 21 日, 钢坯价格指数周环比下行 1.2% 至 3638.0 元/吨; 全国 HRB400 20mm 螺纹钢价格周环比下行 2.42% 至 4037.0 元/吨; 铁矿石价格指数周环比下行 3.26% 至 345.13。

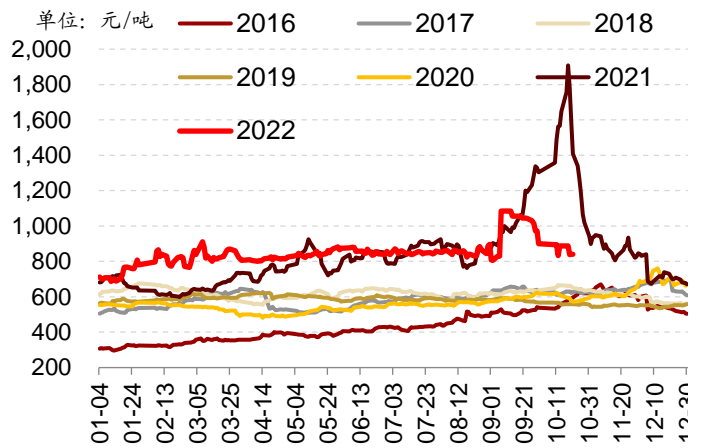
焦煤、焦炭、动力煤期货价格下降。截至 10 月 21 日, 焦炭期货价格周环比下行 6.34% 至 2607.0 元/吨, 焦煤期货价格周环比下行 4.54% 至 2037.5 元/吨, 动力煤期货价格周环比下降 5.38% 至 840.6 元/吨。

图 14: 螺纹钢价格周环比下行 2.42%



资料来源: Wind、招商证券

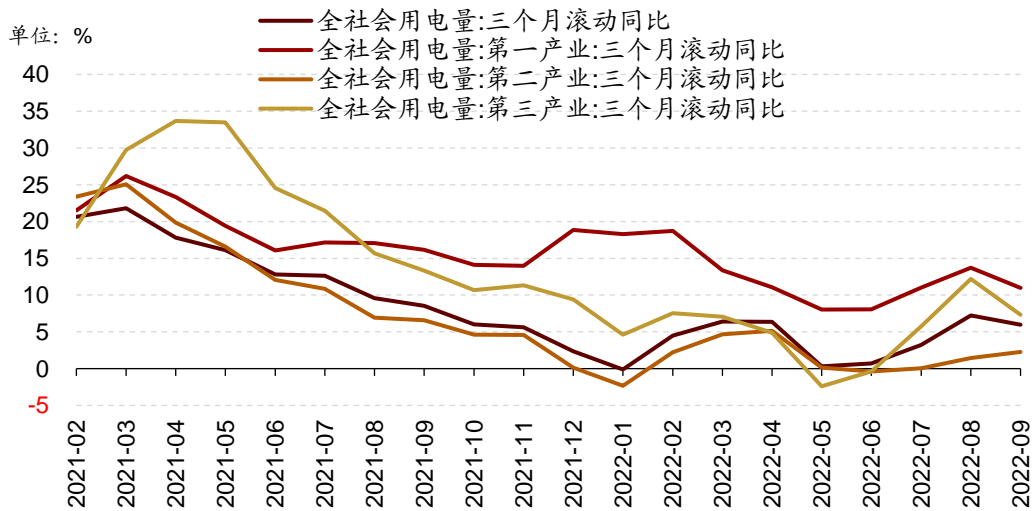
图 15: 动力煤期货价格周环比下降 5.38%



资料来源: Wind、招商证券

9月我国用电量同比上行,增幅有所收窄,第一、第二产业用电量同比增幅收窄,第三产业用电量同比转负。9月份我国全社会用电量7092.0亿千瓦时,当月同比上涨0.90%,较上月增幅收窄9.80个百分点;其中第一产业当月用电量105.0亿千瓦时,同比上行4.10%,增幅较前值缩小10.40个百分点;第二产业当月用电量4676.0亿千瓦时,同比上行3.30%,增幅较前值缩小0.30个百分点;第三产业当月用电量1234.0亿千瓦时,同比下行4.60%。三个月滚动同比增速来看,第一、三产业增速均收窄,第二产业三个月滚动同比增幅扩大。

图 16: 我国用电量三个月滚动同比增幅收窄

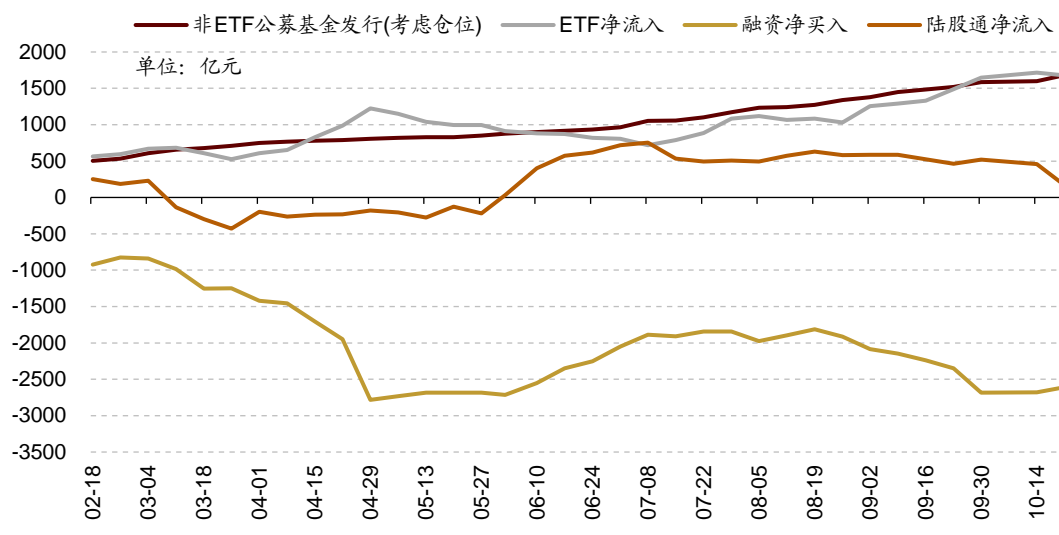


资料来源: Wind, 招商证券

资金·众寡——公募基金发行规模回升，重要股东二级市场持续净增持

从全周资金流动的情况来看，本周北上资金大幅流出，融资资金净流入，新成立偏股类公募基金上升，ETF 净赎回。具体来看，北上资金本周净流出 293.3 亿元；融资资金前四个交易日合计净流入 69.7 亿元；新成立偏股类公募基金 123.6 亿份，较前期上升 89.7 亿份；ETF 净赎回，对应净流出 36.6 亿元。

图 17：北上资金持续净流出，融资资金净流入，ETF 净赎回



资料来源：Wind，招商证券

表 3：各类资金分行业当周净流入规模

行业	北上资金	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)
通信	7.55	1.14	-0.32	-0.03	8.35
煤炭	9.01	-5.40	3.47	0.00	7.08
房地产	-0.80	3.73	1.93	0.71	5.58
计算机	8.07	-1.12	-1.02	-0.49	5.43
美容护理	2.86	0.43	0.27	0.00	3.56
公用事业	2.45	2.53	-2.39	0.00	2.59
交通运输	1.19	1.39	-0.20	0.00	2.37
建筑装饰	1.59	1.68	-1.61	0.00	1.66
社会服务	-0.67	1.16	0.26	0.00	0.75
综合	0.04	0.03	-0.05	0.00	0.02
环保	-1.40	1.19	-0.30	0.00	-0.51
纺织服饰	-1.06	0.56	-0.17	0.03	-0.64
钢铁	-1.51	0.76	-0.28	0.00	-1.02
轻工制造	-1.56	0.30	-0.28	0.00	-1.54
国防军工	0.10	-1.74	-0.62	0.26	-2.00
汽车	-8.96	6.22	-0.94	0.04	-3.64
基础化工	-7.53	2.83	-1.55	-0.17	-6.42
建筑材料	-9.06	2.26	-0.25	0.23	-6.82
有色金属	-15.90	9.80	-0.73	0.00	-6.84
农林牧渔	-6.17	0.90	-1.57	0.00	-6.85
传媒	-5.77	-1.04	-0.10	0.00	-6.90
石油石化	-6.29	-1.71	-0.04	0.00	-8.04
机械设备	-7.80	0.19	-1.51	-0.47	-9.59
商贸零售	-12.08	1.98	-0.06	0.09	-10.07
电子	-6.12	2.59	-7.27	-0.27	-11.06
医药生物	-8.77	-0.46	-4.54	-0.14	-13.90
家用电器	-18.74	3.95	-0.07	0.25	-14.61
电力设备	-43.70	19.17	4.02	0.00	-20.51
银行	-26.61	0.91	-4.61	8.10	-22.22
非银金融	-34.08	2.76	-1.51	0.00	-32.83
食品饮料	-99.77	12.53	10.03	-0.40	-77.61
合计	-291.50	69.52	-12.02	7.75	-226.25

资料来源：Wind，招商证券

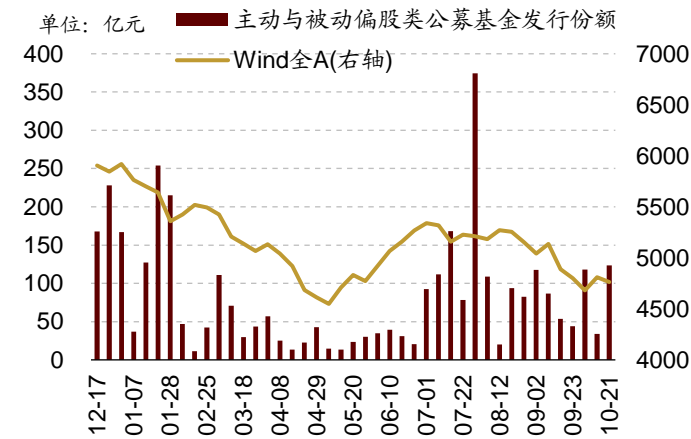
注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；北上资金、股东增减持截至周五；融资截至周四；陆股通为估算数据，与实际略有差异；ETF 分行业净流入规模仅考虑行业类 ETF

从ETF净申购来看，ETF净赎回，宽指ETF申赎参半，其中上证50ETF申购较多，中证500ETF赎回较多；行业ETF申赎参半，其中消费ETF申购较多，信息技术ETF赎回较多。具体来看，股票型ETF总体净赎回4.3亿份。其中，沪深300、创业板ETF、中证500ETF、上证50ETF和双创50ETF分别净赎回1.9亿份、净申购0.7亿份、净赎回2.5亿份、净申购3.5亿份、净赎回0.4亿份。行业方面，信息技术ETF净赎回2.4亿份；消费ETF净申购14.8亿份；医药ETF净申购1.8亿份；券商ETF净赎回1.1亿份；金融地产ETF净赎回1.4亿份；军工ETF净申购0.6亿份；原材料ETF净赎回0.3亿份；新能源&智能汽车ETF净申购4.4亿份。

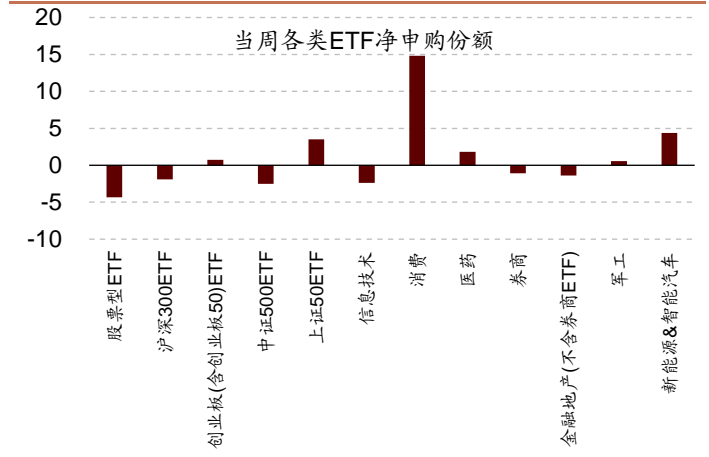
本周新成立偏股类公募基金规模较前期回升，新成立偏股类基金123.6亿份。

图 18: 新成立公募基金发行份额

图 19: 各行业和宽基ETF净申购份额



资料来源: Wind、招商证券



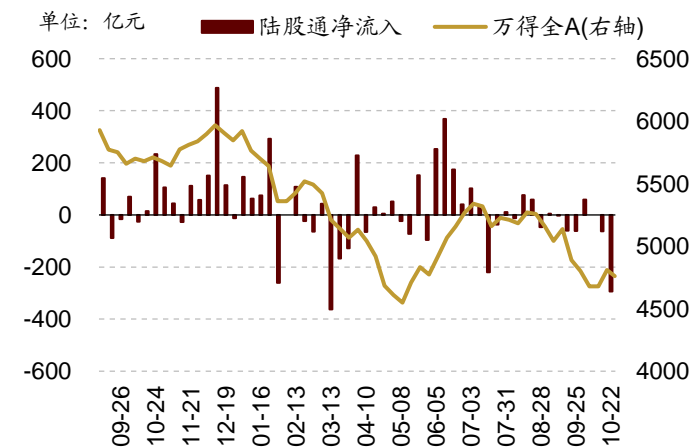
资料来源: Wind、招商证券

本周(10月17日-10月21日)北向资金净流出293.3亿元，净流出额扩大230.8亿元。行业偏好上，北上资金净买入规模较高的为煤炭、计算机、通信等，分别净买入9.0亿元、8.1亿元、7.6亿元；集中卖出食品饮料、电力设备、非银金融等，净卖出规模达-99.8亿元、-43.7亿元、-34.1亿元。

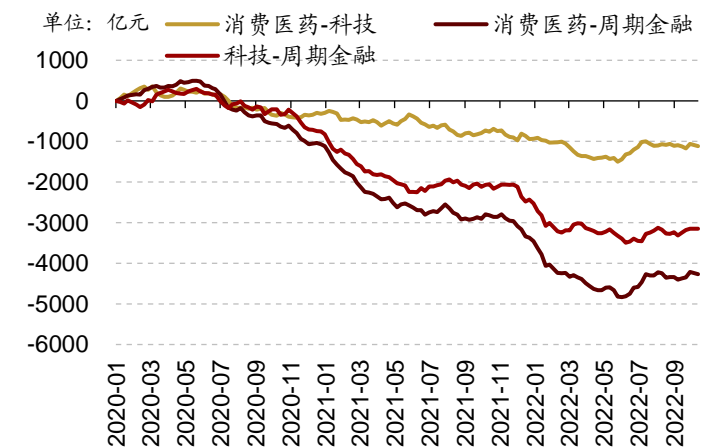
个股方面，北上资金净买入规模较高的为京东方A、三峡能源、陕西煤业等；净卖出规模较高的包括贵州茅台、中国平安、伊利股份等。

图 20: 北上资金每周净买入额

图 21: 当周北上资金在各大类行业相对净买入额

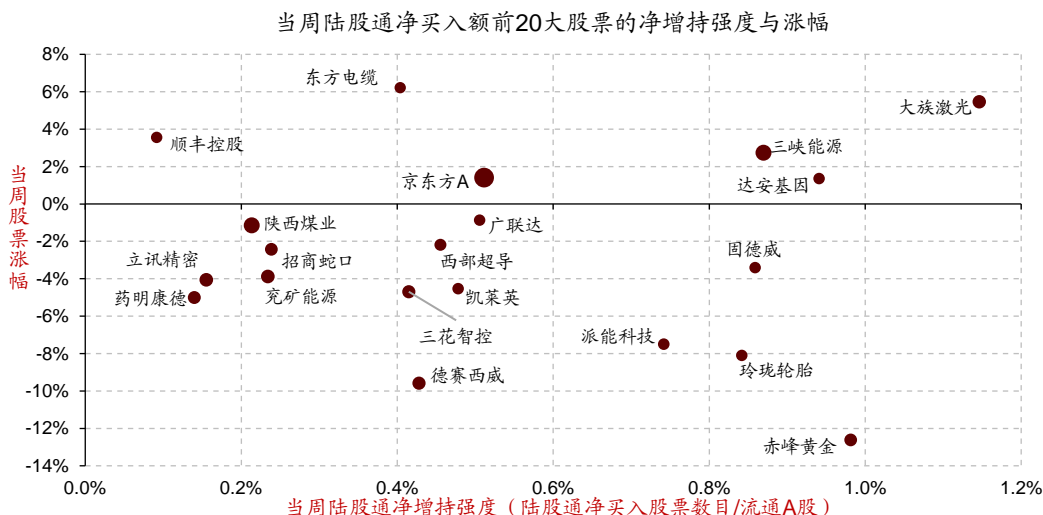


资料来源: Wind、招商证券



资料来源: Wind、招商证券

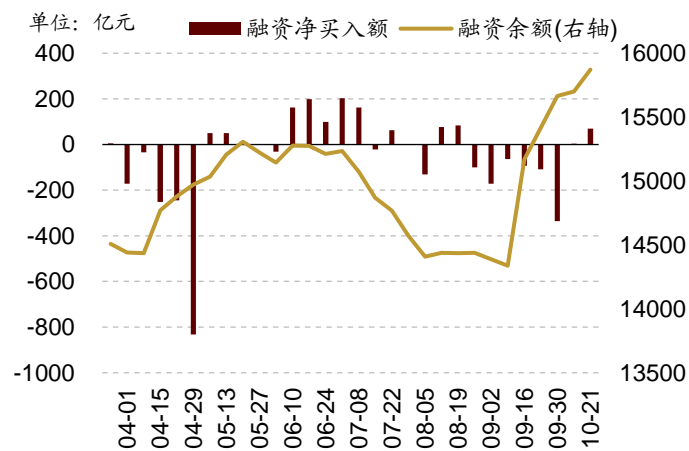
图 22: 当周北上资金净买入额前 20 大股票的净增持强度与涨幅



资料来源: Wind, 招商证券
注: 点的大小代表了相对净买入额的大小

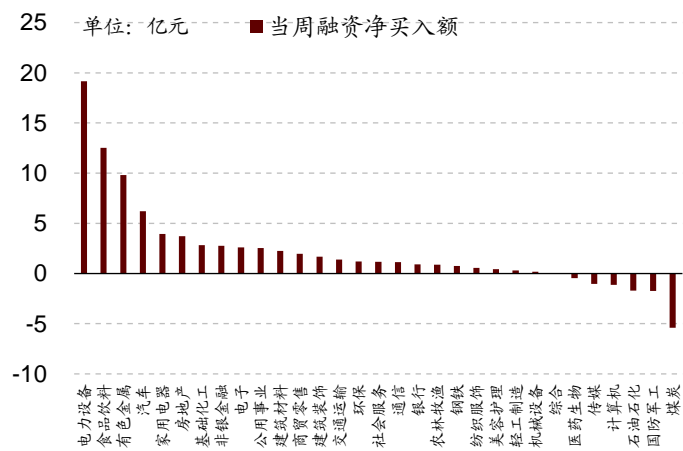
两融方面, 融资资金前四个交易日净流入 69.7 亿元。从行业偏好来看, 本周融资资金集中买入电力设备, 净买入额达 19.2 亿元, 其他净买入规模最大的行业主要包括食品饮料、有色金属、汽车等; 净卖出的主要是煤炭、国防军工、石油石化等。从个股来看, 融资净买入较高个股包括贵州茅台、江淮汽车、宁德时代等, 净卖出较多的主要包括人福医药、海康威视、中国神华等。

图 23: 融资资金每周净买入额



资料来源: Wind, 招商证券

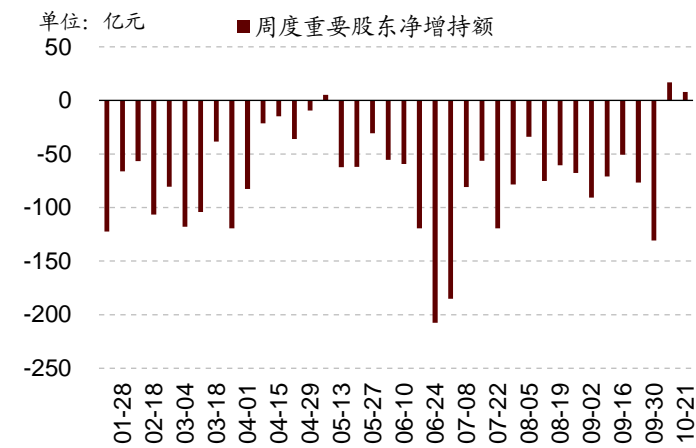
图 24: 融资资金周度各行业净买入额



资料来源: Wind, 招商证券

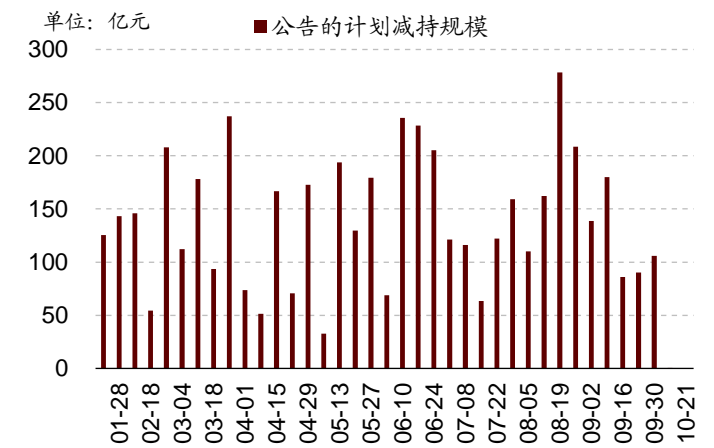
从资金需求来看, 重要股东净减持规模扩大, 计划减持规模下降。本周重要股东二级市场增持 13.2 亿元, 减持 5.5 亿元, 净增持 7.7 亿元, 净增持规模缩小。其中, 净增持规模较高的行业包括银行、房地产、国防军工等; 净减持规模较高的行业包括计算机、机械设备、食品饮料等。本周公告的计划减持规模为 0。

图 25: 重要股东净增持规模



资料来源: Wind、招商证券

图 26: 计划减持规模

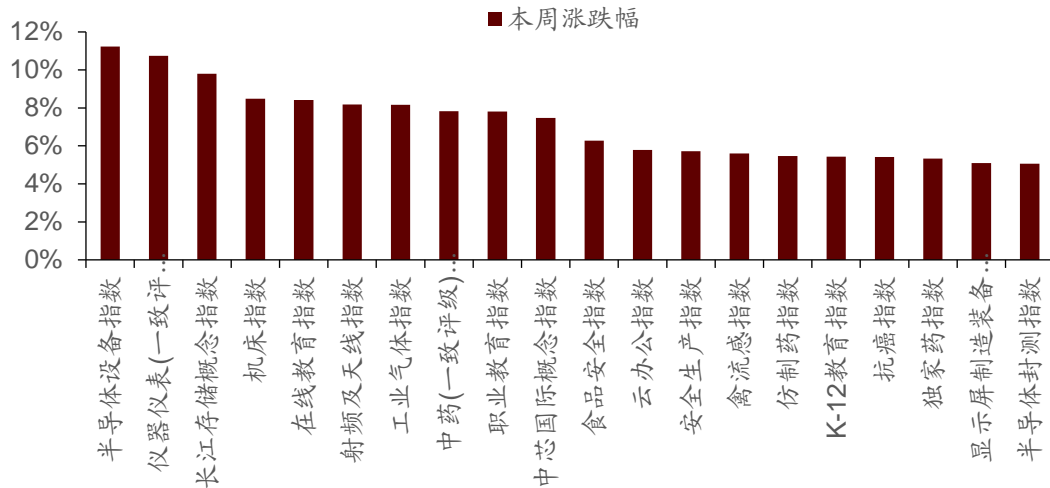


资料来源: Wind、招商证券

主题·风向——大储国内招标与出口两旺，关注产业化提速

本周市场下跌，Wind 全 A 指数周度下跌 1.0%，创业板指下跌 1.6%，沪深 300 下跌 2.59%。本周涨幅居前的主要是半导体设备、仪器仪表与机床等相关主题。

图 27：本周涨幅居前主要为半导体设备、仪器仪表与机床等相关主题



资料来源：Wind，招商证券

本周和下周值得关注的主题事件有：

(1) 氢能——北京：支持氢能产业，重大项目落地最高奖 3000 万

10 月 17 日，北京经开区发布《关于促进氢能产业高质量发展的若干措施》。到 2025 年，经开区将在氢能领域形成一批关键技术突破、建设一批高水平科技创新载体、推动一批重大创新成果产业化、推广一批燃料电池汽车示范应用、引进一批高质量产业项目落地。对近三年开工的、符合相关条件的氢能产业重大项目，经开区将给予最高 3000 万元的奖励。

(2) 光伏——工信部：统筹推动光伏产业高质量发展

10 月 18 日，中国光伏行业协会组织召开 2022 年第三季度光伏行业发展形势座谈会。在介绍下一步工作方向时，工信部电子信息司金磊处长指出：下一步将统筹推动光伏产业高质量发展，重点做好持续引导行业健康发展、推动产融合创新、加强公共服务保障、全面深化国际合作等方面工作。

(3) 智能驾驶——上海：探索无人驾驶、新能源装备在港区和堆场等场景率先应用

10 月 19 日，上海市人民政府办公厅印发《上海市推进多式联运发展优化调整运输结构实施方案》的通知。其中提出，加快智慧港航建设，推动自动驾驶船舶、自动化码头和堆场发展，探索内河高等级航道管理数字化转型。常态化推进洋山智能重卡示范运营项目，加强 5G、物联网、高精度地图及定位技术在港口集疏运系统中的应用。探索无人驾驶、新能源装备在港区和堆场等场景率先应用。打造空运业务全流程智能化服务体系。在各级仓储单元，积极推广应用二维码、无线射频识别等技术，提高货物调度效率。

(4) 工业互联网——国家市场监督管理总局：工业互联网平台领域首批国家标准正式发布实施

近日，国家市场监督管理总局（国家标准化管理委员会）发布 2022 年第 13 号中华人民共和国国家标准公告，批准 GB/T 41870-2022《工业互联网平台 企业应用水平与绩效评价》和 GB/T 23031.1-2022《工业互联网平台 应用实施指南 第 1 部分：总则》2 项国家标准正式发布，这是我国工业互联网平台领域发布的首批国家标准，对我国工业互

敬请阅读末页的重要说明

联网平台标准化建设具有重要意义。目前，两项标准已在全国 31 个省份、300 余个城市与 80 余个细分行业的 3 万余家企业开展了应用验证。

(5) 风电光伏——山西：2022 年安排风电光伏发电规模 400 万千瓦左右

10 月 20 日，山西省能源局印发的《山西省支持新能源产业发展 2022 年工作方案》提出，今年将安排风电光伏发电规模 400 万千瓦左右，用以支持链主企业带动新能源上下游产业链发展和支持煤电调峰能力建设。据介绍，这其中，300 万千瓦左右规模用于支持在山西投资建设新能源产业链项目。

(6) 电动汽车——三亚：对新能源换电车型最高补贴 1 万元

10 月 20 日，据三亚市科工信局，即日起至明年 3 月 31 日，三亚对新能源换电汽车推广专门给予分梯度的补能差价补贴，单台车最高补贴 1 万元。据悉，该项政策强调补贴的对象是从 2022 年 9 月 17 日起至 2023 年 3 月 31 日止在海南省新购置且在三亚市注册上牌的换电模式车辆的实际使用者，申报车型需为工信部《道路机动车辆生产企业及产品公告》中的换电车型；换电车辆需在 2023 年 4 月 30 日前取得新能源汽车专用号牌并接入海南省新能源汽车监管平台的车辆；换电车辆同时需与三亚市本地的换电运营机构签署换电服务协议。

(7) 氢能——吉林：发布可再生能源制氢政策

10 月 22 日，吉林省人民政府办公厅发布“关于印发“氢动吉林”中长期发展规划（2021-2035 年）的通知”。规划目标提出，可再生能源制氢产能达到 120-150 万吨/年，建成加氢站 400 座，建成改造绿色合成氨、绿色甲醇、绿色炼化、氢冶金产能达到 600 万吨，氢燃料电池汽车运营规模达到 7 万辆。氢能产业产值达到 1000 亿元。

(8) 数字人民币——央行：截至 8 月底我国数字人民币累计交易额 1000.4 亿元

记者从中国人民银行了解到，截至目前，人民银行先后选择 15 个省（市）的部分地区开展数字人民币试点，并综合评估确定了 10 家指定运营机构。数字人民币双层运营架构等顶层设计已通过全方位测试，其可行性和可靠性得到有效验证。开放型数字人民币生态和竞争选优的机制，不仅有效调动了市场机构的积极性，也为其营造了公平竞争的良好环境。数字人民币在批发零售、餐饮文旅、教育医疗、公共服务等领域已形成一大批涵盖线上线下、可复制可推广的应用模式。截至 2022 年 8 月 31 日，15 个省（市）的试点地区累计交易笔数 3.6 亿笔、金额 1000.4 亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过 560 万个。

本周产业观察——大储国内招标与出口两旺，关注产业化提速

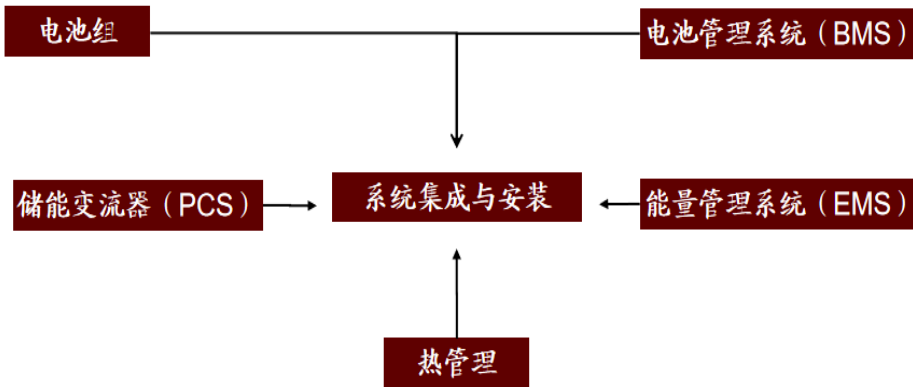
山东出台全国首个省级电力现货市场储能支持政策。近期，山东省发改委、山东省能源局、国家能源局山东监管办公室三大部门联合印发《关于促进我省新型储能示范项目健康发展的若干措施》的通知，是全国首个省级电力现货市场储能支持政策，为新型储能从先行先试逐步转为规范性发展奠定了基础。措施共分三类共 12 条。三类措施的指导方向分别是：市场化发展、规模化发展、规范化发展。

《措施》明确独立储能可参与电力现货市场。进入电力现货市场前，充电电量用电价格暂按电网企业代理购电工商业及其他用电类别单一制电价标准执行。进入电力现货市场后，充电时为市场用户，从电力现货市场中直接购电；放电时为发电企业，在电力现货市场进行售电，其相应充电电量不承担输配电价和政府性基金及附加。此外，《措施》提出了储能新的收入方向——辅助服务收入，鼓励新型储能利用其响应快的优点在电力运行中发挥调频、爬坡、黑启动等多项作用，更好地提升电力系统的调节能力。

储能电池供不应求，大型储能项目激增，储能市场火热。本周以来，多家电池厂商表示，储能电池供不应求，现货已经排期到明年，有些企业已经暂停接单。自 9 月底开始，电池供应持续短缺，企业暂停接单的情况颇为普遍且形势愈演愈烈。受到政策支持，今年大型储能项目激增，目前为止国内大型储能招标已超 40GWh。此外欧洲遭遇能源危机，化石能源价格大幅上升，市场对储能产品需求激增，我国储能电池出口迎来爆发式增长。10 月 18 日，宁德时代宣布与美国公用事业和分布式光伏+储能开发运营商 Primergy Solar LLC 达成协议，为 Gemini 光伏+储能项目

独家供应电池，该项目总投资达 12 亿美元，项目完成后，将成为美国最大的光伏储能项目之一。受益于国外旺盛的储能需求和国内政策支持，大储市场迎来加速发展。

图 28：储能产业链



资料来源：招商证券

国内大型储能快速发展

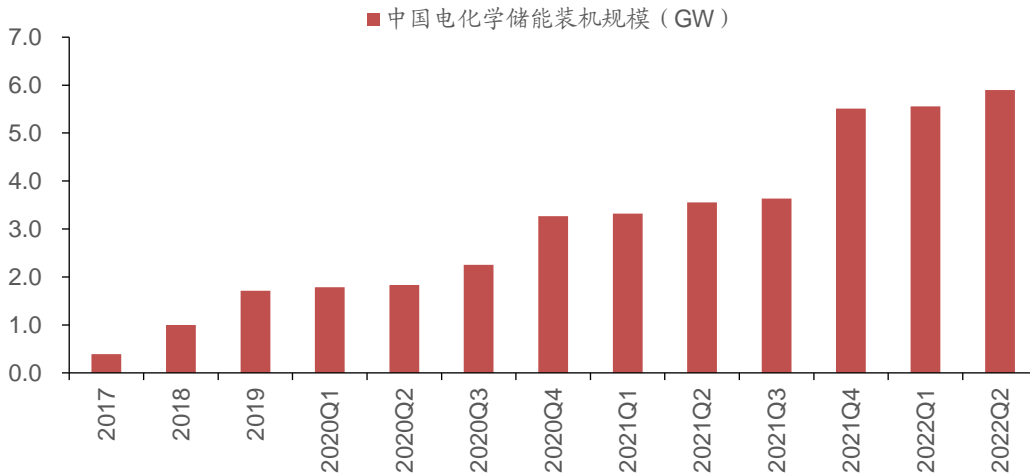
政策利好，储能市场快速发展。近年来国家发布多项储能支持政策，如 2022 年年初发改委能源局公布《“十四五”新型储能发展实施方案》，提出分三阶段推动新型储能从商业化初期进入规模化发展，2030 年实现全面市场化的总体思路。6 月 7 日，发改委、能源局发布《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》，要点包括建立储能参与的市场机制、鼓励配建储能与所属电源联合参与电力市场、建立电网侧储能价格机制（容量电价、储能成本收益纳入输配电价等）。政策利好推动了国内储能市场快速发展，2021 年，国内新型储能新增装机容量 2.4GW，累计容量达到 5.7GWh，同比增加 75%。2022 年上半年完成电化学储能装机约 0.4GW，同比增加 70%。

表 4：储能支持性政策

日	政策名称	主要内容
2017	《关于促进我国储能技术与产业发展的指导意见》	提出未来十年中国储能产业发展目标，从技术创新，应用示范，市场发展，行业管理等方面对我国储能产业发展进行了明确部署。
2020	《关于加强储能标准化工作的实施方案》	提出建立储能标准化协调工作机制，建设储能标准体系，推动储能标准化示范，推进储能标准国际化等重点任务。
2021	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	到 2025 年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 3000 万千瓦以上；到 2030 年，实现新型储能全面市场化发展，新型储能成为能源领域碳达峰碳中和的关键支撑之一。
2022	《“十四五”新型储能发展实施方案》	发展不设上限，推广共享储能模式，以储能促进新能源的高效利用，保障可再生能源占比稳步提升。提出分三阶段推动新型储能从商业化初期进入规模化发展，2030 年实现全面市场化的总体思路。

资料来源：能源局、发改委、国家电网、招商证券

图 29: 中国电化学储能累计装机规模 (GW)



资料来源: wind、CNESA、招商证券

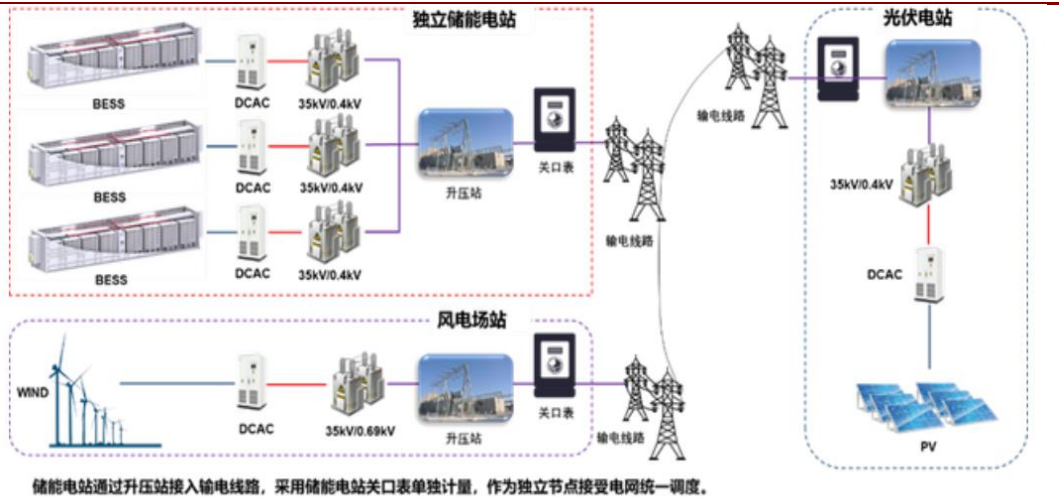
大型储能是国内储能主力。储能可以分为大型储能与户用储能两大类，其中大型储能主要指 MWh 级别以上的集装箱式系统，终端客户为大型电力公司或工商企业，主要销售方式为集采、招标等形式，B 端属性较强；而户用储能主要为 5-20kWh 的小型电池系统，终端客户多为分散的居民家庭，主要通过当地化的经销商、安装商网络进行销售，C 端属性较强。欧洲由于能源危机，电价高涨，户用储能进入爆发期，其推动因素主要是经济性和能源自主。国内电价平稳，户用储能需求较少，大型储能为国内储能主力，主要与大型的风光发电进行配套，以保证平稳的发电并网。

► 独立储能可参与电力现货市场，商业模式进一步完善

目前国内大型储能项目盈利渠道主要为峰谷套利、调峰调频等辅助服务收益、容量租赁。**市场峰谷套利：**峰、谷、尖峰时点价差提供套利，2021 年 7 月《关于进一步完善分时电价机制的通知》发布要求完善峰谷电价机制，目前国内大部分地区峰谷价差已经拉开了 0.7 元/kWh 以上，部分地区超过 1 元/kWh，尖峰电价更高，储能套利空间更大。**辅助服务收益：**2021 年底能源局修订发布《电力并网运行管理规定》、《电力辅助服务管理办法》将辅助服务主体扩大到新型储能。辅助服务收益为电网约定的辅助服务费用，目前各地差异较大，以调峰为例大致分布于 0.1~0.9 元/kWh。实际这部分收益还需要考虑电网调度优先级等。**容量/电量租赁：**由于电网的互联互通、实时动态平衡，各次侧的储能发挥的功能并不能完全割裂。储能需求方可以通过租赁模式实现自身项目的储能配套，储能项目获得容量、电量租赁收益。

独立储能可参与电力现货市场交易，有望成为实现储能投资、收益合理匹配的有效模式。近期山东出台了全国首个省级电力现货市场储能支持政策，明确独立储能可参与电力现货市场。进入电力现货市场后，充电时为市场用户，从电力现货市场中直接购电；放电时为发电企业，在电力现货市场进行售电，其相应充电电量不承担输配电价和政府性基金及附加。独立储能打破了原来电源、电网、用户侧等按并网点的分类标准和收益界限，是契合电网运行特征和实际需求的业务模式，也是政府鼓励的方向，增长可能更快，同时可能带动储能投资方由优先关注成本转向更加重视储能系统质量。

图 30: 独立储能模式示意图



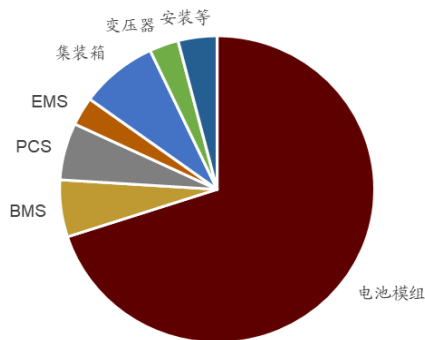
资料来源：能源信息平台、招商电新游家训团队

➤ 上游价格回调，成本有较大下降空间

储能成本受碳酸锂、硅料等上游价格影响。锂电储能系统工程建设成本大致为约 1.5-2 元/Wh，其中储能系统占 90%以上。储能系统中又以电池占比最高，大致为 50%-70%（考虑电芯涨价后，占比提升），其他系统组件、管理系统分别占 20%、15%。直接推高储能系统成本的主要是电芯，2021 年以来碳酸锂的价格快速拉升，目前电池级在 47 万上下，仍然在高位。此外 2020 年开始的缺芯造成 IGBT 等器件价格提升，也小幅度的增加了储能成本。此外，由于目前大部分储能项目还是在发电侧与新能源电站配套，光伏产业链价格在高位也间接影响储能的接纳度。

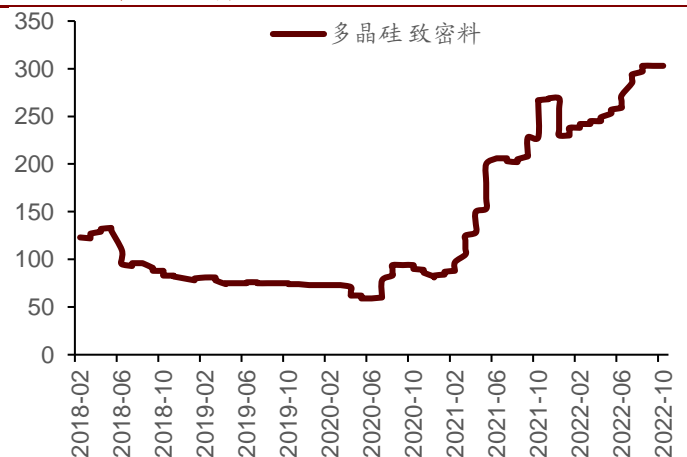
三部门约谈硅料企业，上游价格有望回调。近期，工业和信息化部、市场监管总局、国家能源三部门有关业务司局在组织开展光伏产业链供应链合作对接的基础上，近期集体约谈了部分多晶硅骨干企业及行业机构，要求切实加强企业自律，深入开展自查自纠，自觉规范销售行为，不搞囤积居奇、借机炒作等哄抬价格行为。而硅料单吨价格每回落 1 万，对应终端价格能够下降约 2.5-3 分/W，形成的一部分收益空间可能用于储能的配置。2023 年碳酸锂、硅料、芯片等今年的紧供需情况有望缓和，储能系统的成本端有望下降。

图 6: 储能系统成本构成



资料来源：ESCEN、招商电新游家训团队

图 7: 硅料价格走势



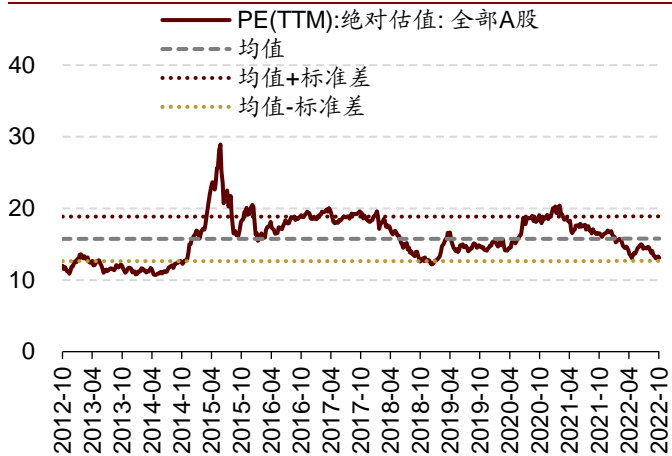
资料来源：PV InfoLink、招商证券

综上大型储能是国内储能主力，今年国内大型储能招标已超 40GWh。山东出台全国首个省级电力现货市场储能支持政策，明确独立储能可参与电力现货市场，大储商业模式进一步完善，独立储能价值凸显。由于 ICT 补贴政策落地，海外美国大储市场呈现爆发趋势，关注大型储能产业化提速。

数据·估值——整体 A 股估值下行

本周全部 A 股估值水平下行。截至 10 月 21 日收盘，全部 A 股 PE (TTM) 下行 0.2 至 13.1，处于历史估值水平的 24.0%分位数。创业板本周下行，PE (TTM) 下行 0.2 至 36.6，处于历史估值水平的 11.1%分位数。代表大盘股的沪深 300 指数 PE (TTM) 本周下行 0.3 至 10.3，处于历史估值水平的 19.7%分位数。代表中小盘股的中证 500 指数 PE (TTM) 本周下行 0.2 至 15.9，处于历史估值水平的 3.5%分位数。

图 31: 本周全部 A 股 PE(TTM)下行 0.2 至 13.1



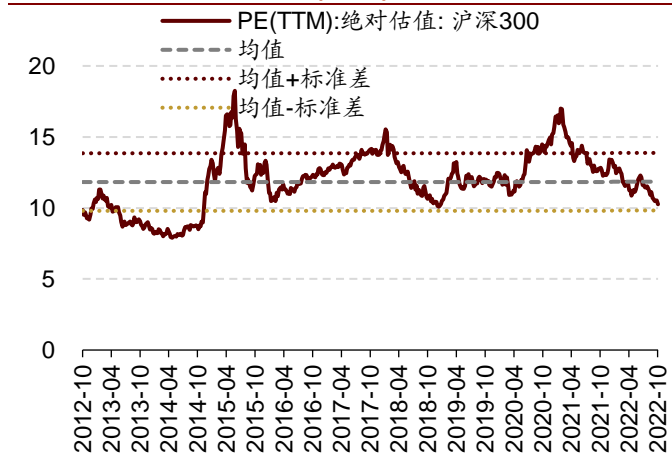
资料来源: Wind、招商证券

图 32: 本周创业板 PE(TTM)下行 0.2 至 36.6



资料来源: Wind、招商证券

图 33: 本周沪深 300 PE(TTM)下行 0.3 至 10.3



资料来源: Wind、招商证券

图 34: 本周中证 500 PE(TTM)下行 0.2 至 15.9



资料来源: Wind、招商证券

在行业估值方面，本周板块估值多数下跌，其中，农林牧渔板块估值下跌较多，跌幅超过 4.30，社会服务板块估值上涨较多，涨幅超过 2.30。其中农林牧渔板块下跌 4.30 至 117.5，处于 96.8%历史分位；社会服务板块估值上涨 2.30 至 107.0，处于 91.6%历史分位。截至 10 月 21 日收盘，一级行业估值排名靠前的行业分别是农林牧渔、汽车、社会服务、公用事业等。

表 5：一级行业估值(PE、PB、PS)及对应分位数

	PE (TTM)		PB (整体法)		PS (整体法)	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
国防军工	55.41	14.4%	3.47	64.5%	4.52	82.2%
计算机	43.56	15.2%	2.97	7.9%	3.48	37.3%
电力设备	33.15	23.0%	4.13	77.9%	3.16	72.6%
社会服务	106.97	91.6%	3.11	15.0%	5.51	81.0%
食品饮料	31.27	54.1%	6.07	64.9%	5.23	68.5%
农林牧渔	117.46	96.8%	3.38	45.6%	1.58	28.5%
综合	69.89	79.9%	1.88	25.5%	2.78	63.4%
电子	25.71	6.2%	2.68	10.1%	2.01	16.4%
医药生物	23.43	1.9%	3.20	8.3%	2.75	40.4%
汽车	33.42	95.3%	2.13	46.7%	1.15	77.3%
机械设备	29.69	48.9%	2.35	43.6%	2.52	61.5%
有色金属	15.53	0.0%	2.70	38.5%	0.91	24.0%
传媒	25.58	10.3%	1.72	0.1%	2.02	1.1%
轻工制造	27.06	40.3%	1.84	19.6%	1.35	9.3%
纺织服装	20.33	11.5%	1.65	4.6%	1.66	34.9%
公用事业	26.10	80.7%	1.70	34.5%	1.44	20.5%
商业贸易	31.50	67.2%	2.19	60.4%	0.39	8.0%
家用电器	12.80	11.3%	2.33	14.6%	1.05	39.0%
化工	13.39	0.5%	2.34	39.9%	0.87	60.1%
通信	27.11	0.9%	1.90	9.1%	1.31	28.9%
非银金融	12.43	3.3%	1.07	0.1%	1.03	0.0%
建筑材料	10.86	2.1%	1.49	0.0%	1.41	31.2%
交通运输	11.78	1.5%	1.50	41.5%	0.81	7.2%
采掘	7.51	3.8%	1.55	70.1%	0.63	12.3%
建筑装饰	9.29	12.8%	0.86	4.6%	0.23	7.4%
钢铁	11.12	29.2%	0.95	30.2%	0.34	20.7%
房地产	11.95	47.3%	0.84	0.1%	0.93	10.5%
银行	4.67	1.1%	0.48	0.0%	1.41	0.0%

资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。曾获得“进门财经“年度十佳分析师”，2019《财经》研究今榜最佳策略分析师，新浪“金麒麟”最佳策略分析师，WIND 金牌分析师等称号。

陈刚：同济大学金融学硕士，2016 年加入招商证券，从事策略研究。负责主题研究和专题研究。

耿睿坦：香港科技大学经济学硕士，中山大学金融学学士。自 2018 年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

涂婧清：华东理工大学金融学硕士，2018 年加入招商证券，从事策略研究，目前负责市场流动性和机构投资者分析。

陈星宇：复旦大学经济学硕士，南开大学管理学学士。自 2020 年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

郭亚男：南开大学金融硕士，华中科技大学经济学学士。自 2020 年加入招商证券，从事策略研究。目前负责主题策略与产业趋势研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。