

策略周报

本轮 AI 主导的科技股投资思考

本轮 AI+行情软科技出现牛股的概率更高，但选股难度更大。加入中美科技竞争大背景这一约束条件，我们要思考新的方向，关注消费互联网中的 AI+元宇宙，以及 AI 在产业数字化的趋势，产业互联网中工业智能化，AI+制造有望成为投资洼地和新的轮动方向。

- **科技成长股投资的关键是商业模式不能证伪或被颠覆。**股价是市场预期的内生表现，当市场主体从观点分化到趋同一致的过程中，股价表现为不断上涨，当相互抵消时，波动性会放大。产业趋势，确定性是科技股投资的第一位，微观财务数据和季度订单不是科技产业趋势中早期所关注的，商业模式更重要，比如 ChatGPT 的出现，消费者不愿意回到过去搜索模式了。市场将本轮 AI 主导的科技股投资类比历史美股 1995-2000 年纳斯达克牛市以及 A 股 2013-2015 年创业板牛市有一定道理，但也有不同，科技股具有善变性，上一轮牛市的领涨板块和个股只有小概率成为下一轮科技牛市的领头羊，甚至有可能成为被颠覆的对象。当基本趋势、估值安全边际以及微观筹码结构形成共振时，科技股上涨走势顺应产业趋势。当前处于成长股三阶段估值的第一阶段：盈利拐点，估值驱动的阶段。
- **财报窗口期来临，市场风格或面临短期均衡化回归。**近期市场对于经济修复的弹性及持续性存在分歧，而一季度经济数据及政治局会议定调明确前，市场短期仍缺乏打破僵局的条件。进入 4 月，A 股市场结构及方向上的博弈或将加剧：一方面，随着实体数据的回温，地产消费为代表的内需相关板块存在一定的估值修复的可能；另一方面，财报窗口期来临，市场对于一季报已实现业绩的关注度将会明显提升，市场风格或面临阶段性均衡化回归。
- **“AI+”第一波行情后更像 10 年还是 13 年？**对于大的科技浪潮而言，当前 AI+行情整体绝对收益空间难言结束，核心关注点在于第一波上涨行情结束后，后续行情类似于 2010 年后，还是 2013 年后。2010 年的“iPhone4”时刻后成长行情在 11-12 年陷入了明显回调，而 2013 后两年行情却持续腾飞。1) 对于大的科技浪潮而言，行情的时间跨度是较长的，短期过热或调整并不构成战略性看空的理由。2) 对于科技浪潮的持续性而言，科技产业链的持续创新突破是行情震荡向上的核心支撑。3) 对于产业链企业而言，龙头公司并不一定在第一波行情阶段即已完成上市或被挖掘，第一波行情中的强势公司后续也可能被淘汰。4) 从行情空间视角来看，23 年整体环境不具备 11-12 年的下行环境，或更类似于 13-14 年。5) 从第一波行情后的节奏来看，基本面验证速度和创新步频是核心指标，后期即使验证和落地速度偏慢，战略性提升科技配置权重仍是产业趋势方向上的主要抓手。TMT 行情本身交易热度高位，近期有一定整固需求，但主线中也仍然有一些未被充分定价但有明显行情催化的细分领域值得“捡漏”，如“AI+制造”的高端通用设备（工业母机、工业机器人）以及国防军工等。此外，TMT 主线之中，电子前期涨幅较低，当前具备周期上行动力与“国产替代”催化，相较其他行业拥挤度更低。
- **房地产支持政策初见成效，二手房市场有所回暖。**当前地产行业政策扶持态度愈发清晰，从融资三支箭，到各地放开刚需购房的限制，最初压制房地产供需两端的政策因素在去年已出现转向，政策累计效果在今年年初开始出现。地方层面，本月地方出台房地产调控政策 62 条，其中宽松性政策 56 条占主导。相应政策也确实带来了 3 月楼市的小阳春，短期看部分城市 3 月小阳春主要是政策端支持。考虑到二手房销售数据及密集房地产支持新政，房地产行业现状有望进一步改善。
- **风险提示：**逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚

(8621) 20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
市场热点思考.....	5
大势与风格.....	6
中观行业与景气.....	7
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	11
风险提示.....	15

图表目录

图表 1. 近期全球股票市场表现.....	6
图表 2. 美债长端利率持续下行显示衰退预期升温.....	6
图表 3. 本周国内市场流动性环境相对充裕	6
图表 4. 历次科技牛市第一波行情后指数走势	7
图表 5. 智能手机牛市时间跨度较长.....	8
图表 6. 军工行业估值已逼近历史低点	9
图表 7. 军工年报归母净利润增速约为 10.2%.....	9
图表 8. 近几年航空产业链、军工电子进入高速扩产期.....	9
图表 9. 近年二手房出售量挂牌走势	11
图表 10. 近年二手房出售价格走势	11
图表 11. 近年房屋新开工面积情况	12
图表 12. 近年房屋竣工面积情况	12
图表 13. 本周全 A 相对回报与上周有所回暖.....	12
图表 14. 市场成交活跃度持续高位.....	12
图表 15. 环比上周高动量因子占优，其余因子风格不变	13
图表 16. 一周行业资金流向情况，非银、电子、通信净流入排名靠前	13
图表 17. 一周主题红黑榜，光模块、半导体链相关领跑，光伏、汽车相关主题跌幅较大	13
图表 18. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况.....	14

观点回顾

——20220807《TMT 科技：小荷才露尖尖角》：以 5G 物联网、人工智能、云计算、元宇宙等代表的数字经济有望形成新的主要经济形态，三季度中后期以 TMT 为代表的科技成长有望出现一波底部估值修复机会。

——20221023《做多 A 股低风险、高不确定阶段》：当前 A 股市场低风险、高不确定性，对于风险资产投资是较佳的阶段。

——20230212《弱复苏与强成长》：1 月信贷数据公布后 A 股春季行情大概率会延续；考虑到弱复苏与预期兑现，我们认为大盘价值应谨慎追涨；与之相对，流动性宽裕，科技成长的布局或要更加积极。

——20230305《把握春季行情的主升段》：3 月有望迎来本轮春季行情的主升段，把握 TMT 科技成长方向趋势性机会。

——20230312《短暂 RISK OFF 不改科技成长占优趋势》：估值修复行情难以一蹴而就，A 股进入短暂的预期调整与修正阶段。结构上，成长股分子端优势更为突出。

——20230319《降准助推，科技乘势》：国内、外流动性宽松预期对 A 股走势构成利好，科技成长更加受益。

市场热点思考

股价是市场预期的内生表现，当市场主体从观点分化到趋同一致的过程中，股价表现为不断上涨。当相互抵消时，股价的波动性会放大。科技成长股投资的关键是商业模式不能证伪或被颠覆，聚焦在细分领域不可被替代的公司。产业趋势，确定性是科技股投资的第一位：宏观通缩，流动性宽松，美债收益率下行；中观渗透率和应用月活不断提升；微观财务数据和季度订单不是科技产业趋势中早期所关注的，商业模式更重要，比如 ChatGPT 的出现，消费者不愿意回到过去搜索模式了。

市场将本轮 AI 主导的科技股投资类比历史美股 1995-2000 年纳斯达克牛市以及 A 股 2013-2015 年创业板牛市有一定道理，但也有不同。相似性来自于新一轮产业趋势，技术耦合，软硬科技闭环带来的科技成长牛市；不同的是科技股具有善变性，上一轮牛市的领涨板块和个股只有小概率成为下一轮科技牛市的领头羊，甚至有可能成为被颠覆的对象。当基本面趋势、估值安全边际以及微观筹码结构形成共振时，科技股上涨走势顺应产业趋势。当前处于成长股三阶段估值的第一阶段：盈利拐点，估值驱动的阶段。

行业轮动除了科技股与非科技股轮动外，科技股内部也存在轮动，首当其冲的是软硬科技的轮动，比如本轮 TMT 与新能源的轮动。硬科技更适用景气追逐框架，盈利确定性更高，估值更合理；代表性方向本轮 AI 的算力基础设置，光模块，半导体芯片等；软科技则更看重商业模式的不可替代性和成长空间的不可证伪性。参考 2013-2015 年互联网□牛市，游戏、金融科技、教育等涨幅居前。本轮 AI+行情软科技出现牛股的概率更高，但选股难度更大。当前市场仍然按图索骥，沿用过去的消费端方向运行，但我们要思考新的方向，并且加入中美科技竞争大背景这一约束条件，比如消费互联网中的 AI+元宇宙；更重要的 AI 在产业数字化的趋势，产业互联网中工业智能化，AI+制造有望成为投资洼地和新的轮动方向。

大势与风格

AI+行情扩散, 板块内部轮动增加。本周 AI+产业链行情虽然出现阶段性波动, 但市场交易热情不减, 行情逐渐从中游向上游传导, 呈现扩散趋势。产业趋势上行大背景下, 国内市场相对充裕的剩余流动性环境以及对于基本面预期的钝化是 AI+行情热度延续的助推。海外流动性预期的回暖也为行情提供了较强的支撑: 虽然周初 OPEC+意外减产引发潜在通胀担忧, 但美制造业 PMI 的持续走低使得紧缩预期得以缓和, 本周海外市场依旧延续小幅反弹趋势。

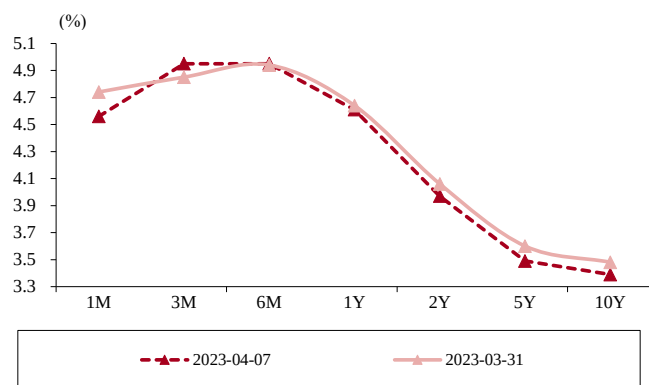
财报窗口期来临, 市场风格或面临短期均衡化回归。近期市场对于国内需求修复的预期出现分化, 总量与高频数据的分化, 同步数据与领先指标的分化都使得市场对于经济修复的弹性及持续性存在分歧。而经济数据及政治局会议定调明确前, 市场短期仍缺乏打破僵局的条件, 这也是近期 AI+行情热度延续的重要原因之一。进入 4 月, A 股市场结构及方向上的博弈或将加剧: 一方面, TMT 板块行情短期热度偏高, 股价对于未来产业趋势的乐观预期计价较为充分, 而随着实体数据的回温, 地产消费为代表的内需相关板块存在一定的估值修复的可能。另一方面, 财报窗口期来临, 市场近期对于一季报已实现业绩的关注度将会明显提升, 不同于一季度以来盈利预期为主线的风格特征, 财报窗口期实际业绩增速将成为市场风格演绎的主要逻辑, 以新能源产业链为代表的具备业绩优势的行业板块也有望迎来估值修复窗口期, 市场风格或面临阶段性均衡化回归。

图表 1. 近期全球股票市场表现

	最新收盘价	本周涨跌幅 (4.3-4.7)(%)	3月涨跌幅 (%)	2023年涨 跌幅 (%)
上证指数	3327.65	2.04	1.67	7.72
创业板综	2990.08	3.31	2.22	11.29
沪深300	4123.28	2.10	1.79	6.50
中证500	6464.47	2.84	1.97	10.23
标普	4105.02	1.34	(0.10)	6.92
富时100	7741.56	1.59	1.44	3.89
德国DAX	15597.89	0.49	(0.20)	12.02
日经225	27518.31	(0.95)	(1.87)	5.46

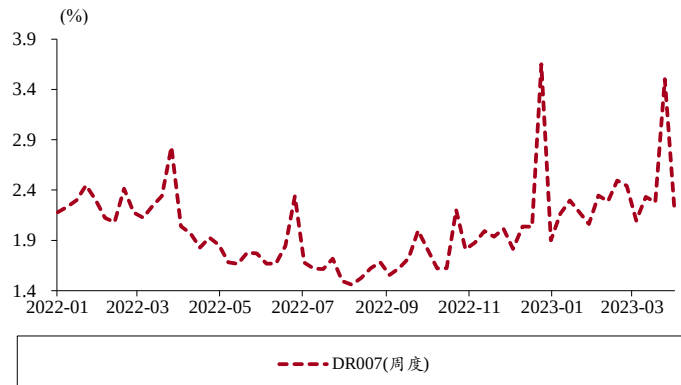
资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 美债长端利率持续下行显示衰退预期升温



资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周国内市场流动性环境相对充裕

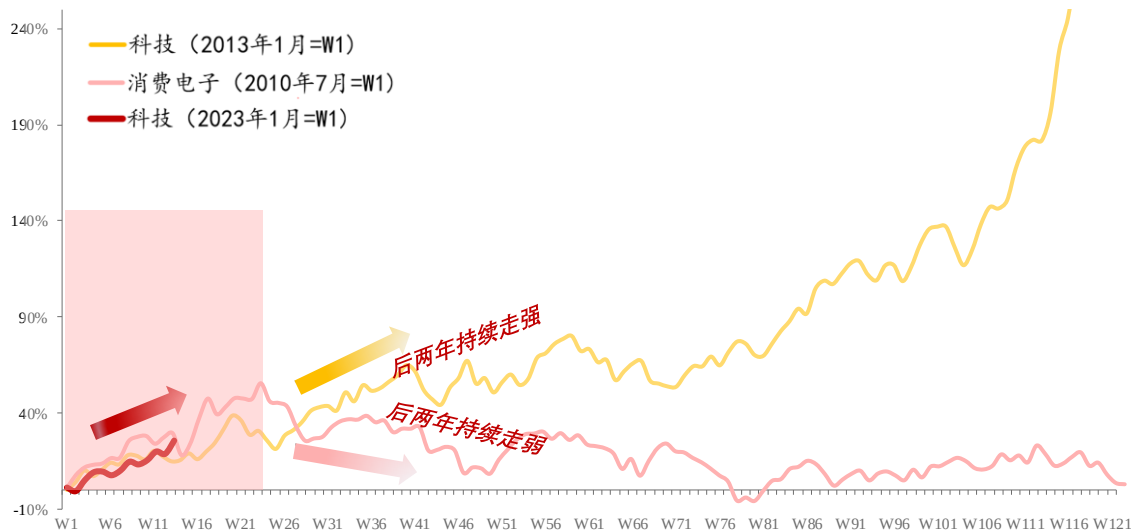


资料来源: 万得, 中银证券

中观行业与景气

“AI+”第一波行情后更像 10 年还是 13 年？从绝对收益视角，将当前 AI 行情与 2010 年中 iPhone4 发布后的消费电子行情以及 2013 年 1 月开始的移动互联网行情（皆后推 120 周）涨幅进行对比可见，对于大的科技浪潮而言，当前 AI+ 行情整体绝对收益空间难言结束，核心关注点在于第一波上涨行情结束后，后续的行情演绎节奏类似于 2010 年后，还是 2013 年后。2010 年的“iPhone4”时刻成为了整个智能手机产业链腾飞的起点，但成长行情在 11-12 年陷入了明显回调，而 2013 年作为“移动互联网+”的起点，随后两年行情却持续腾飞。

图表 4. 历次科技牛市第一波行情后指数走势

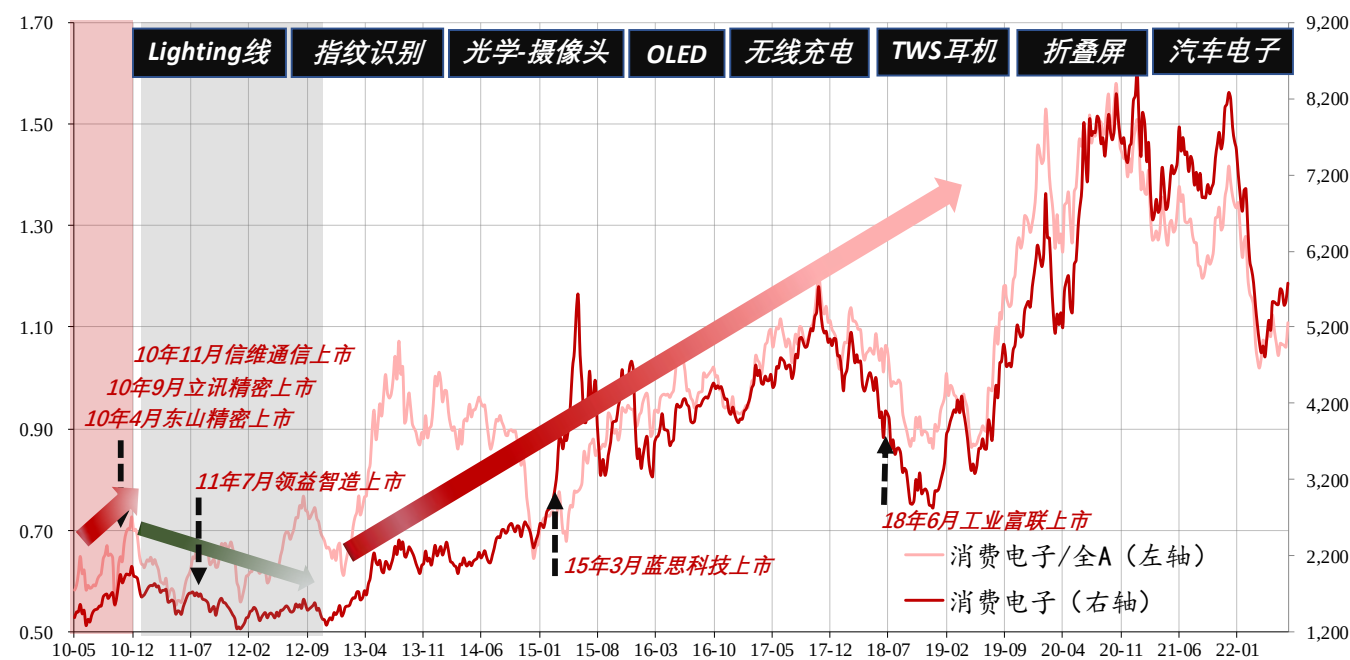


资料来源：万得，中银证券

2010 年虽然是 iPhone4 发布的元年，但前期行情更多为主题投资特征，持续半年后，随即在 2011-2012 年陷入一定停滞，一方面 2011-2012 年是整体宏观经济转为衰退的年份，市场整体的贝塔是负贡献，第二方面，宏观流动性环境同期也经历了先紧后松的变化，自上而下的逻辑条件并不有利于成长股，第三方面科技行业自身在此区间，受益于 3G 网络建设及智能手机渗透率的加速的电子行业较其他科技成长行业相对抗跌，但产业逻辑强度受制于当期创新速度偏慢，也未展现出更强的突破宏观环境的产业逻辑优势。

2013 年是移动互联网发展的元年，13 年 4G 网络开始加速建设，推动移动互联网行情发展不断升温，整体流动性环境 13 年虽偏紧但并未对科技成长行情形成掣肘，14 年国内国外宏观流动性同步转向宽松，15 年微观流动性更是达到顶峰。而宏观环境方面，13 年弱复苏，14-15 年经济虽有下行压力，但市场关注重点转向“调结构，促改革”。

图表 5. 智能手机牛市时间跨度较长



资料来源：万得，中银证券

1) 对于大的科技浪潮而言，行情的时间跨度是较长的，智能手机产业链耗时十年，移动互联网浪潮也类似，AI+的短期过热或调整都不构成战略性看空的理由。

2) 对于科技浪潮的持续性而言，科技产业链的持续创新突破是行情震荡向上的核心支撑，消费电子产业链在苹果/安卓硬件技术（lighting 线束，指纹识别模组，光学摄像头，屏幕技术、无线充电、无线耳机、pad、智能手表等）、软件技术（3G-4G-5G）的不断迭代创新下，持续向上。移动互联网产业也驱动了一大批互联网企业不断成长成为巨头。展望 AI+领域，大模型的不断迭代以及潜在广泛的重量级应用不断涌现是支撑行情震荡向上的核心。

3) 对于产业链企业而言，第一阶段普涨行情中的个股并不一定能成为持续穿越，享受完整科技红利的企业，消费电子指数和科技指数成分股都经历了不断的更新调入调出，产业链龙头公司并不一定在第一波行情阶段即已完成上市或被挖掘，第一波行情中的强势公司后续也可能被淘汰（参考 13-15 年领涨公司），对于产业链的持续关注、深入研究及耐心是完整把握新科技红利的必要条件。

4) 从行情空间视角来看，23 年整体宏观经济弱复苏，宏观流动性偏宽松，自上而下逻辑上来看，后续科技成长行情不具备 11-12 年的下行环境，行情空间或更类似于 13-14 年，新逻辑出现前绝对收益尚难预见 15 年的大幅上行（整体牛市+杠杆助推）空间。

5) 从第一波行情后的节奏来看，基本面验证速度和创新步频是核心指标，后续 AI 节奏更多取决于业绩验证、后续大模型更新及下游应用落地的速度，两者决定了 AI 行情的上升斜率和回撤幅度，后期即使验证和落地速度偏慢，战略性提升科技配置权重仍是产业趋势方向上的主要抓手。

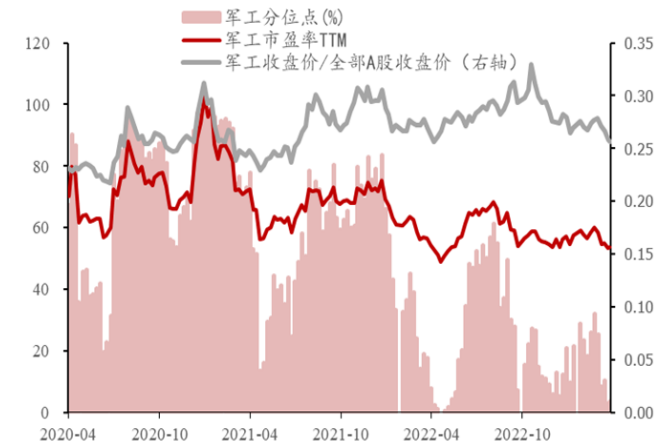
近期 TMT 行情本身交易高热度和高涨速使其下一阶段或有一定整固需求。年初以来“TMT”与“中特估”两大主线持续演绎，且均已积累了一定的涨幅，2023 年 1 月 1 日至 2023 年 4 月 7 日，TMT 板块上涨 35%，交易热度也达到了较高水平，TMT 换手率分位数已达到了 2018 年以来的 93.7%， “中特估”则上涨 23%。短期交易情绪过热的 TMT 行业整固需求在提升，但无论是“TMT”主线还是“中特估”主线，两条主线中都仍然有一些未被充分定价但有明显行情催化的细分领域值得“捡漏”，如“AI+制造”的高端通用设备（工业母机、工业机器人）以及国防军工等。此外，TMT 主线之中，电子前期涨幅较低，当前具备周期上行动力与“国产替代”催化，相较其他行业拥挤度更低。

高端通用设备（工业母机、工业机器人）受益于经济复苏，而同时 AI 热潮之下，其所具备的“AI+制造”属性或仍未被充分定价。

军工受益于“中特估”主线，但前期行情尚未有所反应，“十四五”中期调整后订单新周期来临，行业具备上行催化动力，当前军工估值已处历史底部，业绩增速、军费开支等不确定性纷纷落地之下，Q2 军工有望迎来触底反弹行情。

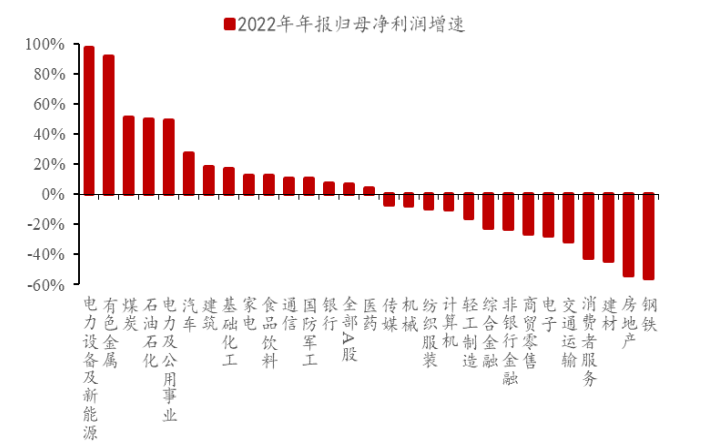
军工已逼近历史估值底部，年报、一季报披露落地后，行业压制因素有望缓解。2022 年 Q4 以来，军工行业持续回调，截止 4 月 4 日已逼近历史估值底部，2015 年以来市盈率分位数仅为 7.8%。由于疫情因素、订单周期等，前期市场对年报、一季报业绩验证有所担忧，对军费增速预期也存在分歧。但“两会”后，军费维持 7.2% 的较高增速，而从年报业绩来看，军工年报归母净利润增速（已披露可比样本下）约为 10.2%，尽管在所有行业中仅排名 13，但高于全部 A 股的 6.6%，且排名居前的高业绩行业也多集中在 2023 年景气周期预计下行的周期资源品行业。4 月随着年报、一季报披露落地，前期压制行业的利空因素有望逐步出尽，行业有望迎来触底反弹机会。

图表 6. 军工行业估值已逼近历史低点



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 军工年报归母净利润增速约为 10.2%



资料来源：万得，中银证券

2023 年是“十四五”规划中期调整年，较高军费增速下与较大新增产能指引下，新订单周期可期。作为“十四五”中期规划调整年，军工新订单有望于二季度开始逐渐落地。2023 年军费仍维持着 7.2% 的较高水平，同时，军工行业具有显著的“以销定产”特征，近年来航空产业链、军工电子等高速扩产，可能也表明下游需求有望持续保持旺盛。

图表 8. 近几年航空产业链、军工电子进入高速扩产期

企业	项目	首次集资/开工时间	预计投产/达产时间	项目
中航重机	西安新区先进锻造产业基地建设项目	2018年	2023年	特种材料等温锻造生产线建设项目
	民用航空环形锻件生产线建设项目	2018年	2022年	航空精密模锻产业转型升级项目
	国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目	2018年	2022年	军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目
	先进航空零部件智能互联制造基地	2021年	2023年	发动机盘环件先进制造生产线建设项目
三角防务	400MN 模锻液压机生产线技改及深加工建设项目	2019年	2021年	军民融合理化检测中心公共服务平台项目
	航空零部件特种工艺能力建设项目	2022年	2025年	航空发动机叶片精锻项目
	航空精密模锻产业深化提升项目	2022年	2025年	航空数字化集成中心项目
派克新材	航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目	2020年	2022年	航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目
中航光电	中航光电（广东）有限公司华南产业基地项目	2021年	2024年	中航光电基础器件产业园项目（一期）
宏达电子	微波电子元器件生产基地建设	2021年	2023年	研发中心建设
西部超导	发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	2019年	2023年	
新雷能	特种电源扩产项目	2022年	2025年	高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目
	5G 通信及服务器电源扩产项目	2022年	2024年	研发中心建设项目
睿创微纳	红外热成像整机项目	2022年	2025年	智能光电传感器研发中试平台
	红外热成像终端应用产品开发及产业化项目	2019年	2022年	非制冷红外焦平面芯片技术改造及扩建项目
	睿创研究院建设项目	2019年	2022年	

资料来源：公司公告，中银证券

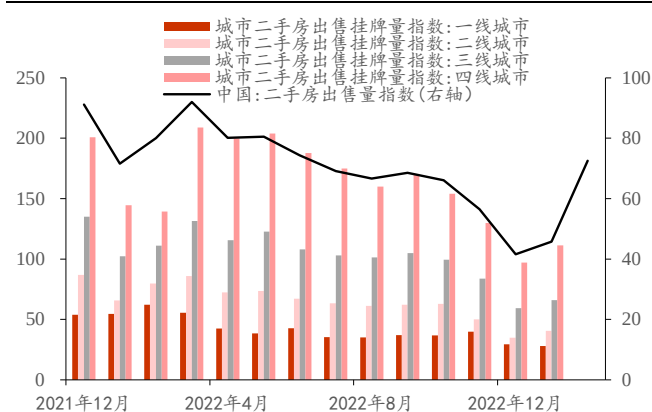
“中特估”是年内重点投资主线，而军工作为受益行业之一当前行情并未充分体现。军工是国家安全的基石，也是央国企重点分布的领域之一，行业本身有望受益于“中国特色估值体系”的建设，而3月20日，国资委党委召开扩大会议也强调“以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大，指导中央企业立足自身所能积极支持国防军队建设，助力实现国家战略能力最大化。”新一轮国企改革的大潮之下，军工板块有望持续受到政策推动。

一周市场总览、组合表现及热点追踪

房地产宽松政策持续加码，二手房市场有所回暖。当前政策扶持态度愈发清晰，从融资三支箭，到各地放开刚需购房的限制，最初压制房地产供需两端的政策因素在去年已出现转向，政策累计效果在今年年初开始出现。

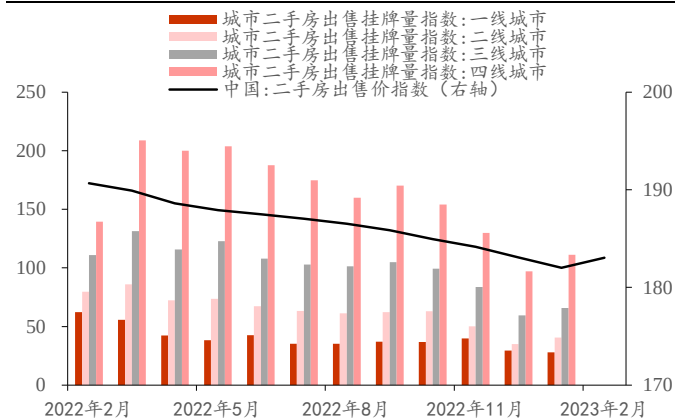
中央层面明确房地产“稳支柱、防风险、惠民生”的工作主线。2023 年政府工作报告提出，要有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。要加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。住房和城乡建设部部长倪虹在 2023 年全国两会表示，中央明确了稳中求进的工作总基调，“稳”是基础，“进”是关键。证监会提出鼓励更多保障性租赁住房 REITs 发行，严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资等。自然资源部联合中国银行保险监督管理委员会近日印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》，深化不动产登记和金融便民利企合作，协同做好不动产“带押过户”，进一步提升便利化服务水平，降低制度性交易成本，助力经济社会发展。

图表 9. 近年二手房出售量挂牌走势



资料来源：万得，中银证券；注：2015/1/4 为基准日设为 100

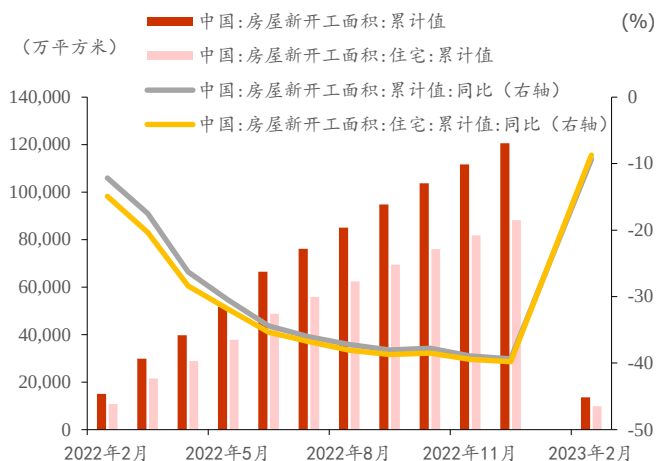
图表 10. 近年二手房出售价格走势



资料来源：万得，中银证券；注：2015/1/4 为基准日设为 100

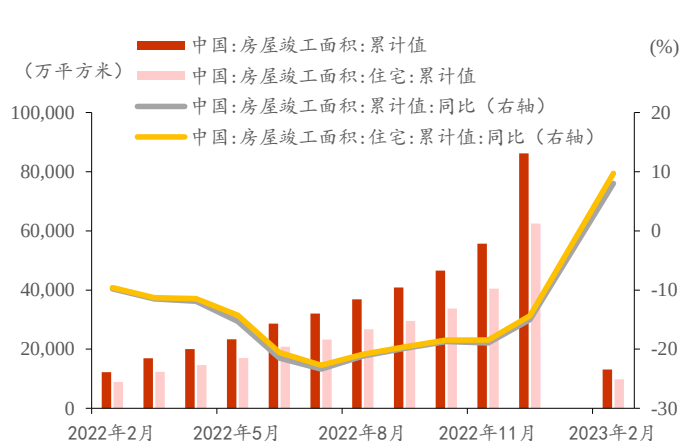
政策扶持成效初显。从融资三支箭，到各地放开刚需购房的限制，最初压制房地产供需两端的政策因素，在去年已经出现很大的转向，政策累计的效果在今年年初也开始出现。今年 2 月，全国住宅商品房销售额结束了 11 个月的同比负增长，全口径百强房企销售额环比增长转正，销售恢复强劲；3 月份销售额累计同比距离数据转正一步之遥；房屋新建数据，开工数据依然为负整体处于下行筑底阶段，房屋竣工面积近年同比已转正且有进一步上行趋势。考虑到二手房销售数据及密集房地产支持新政，房地产行业现状有望进一步改善。近期城市市场活跃度有所回暖的原因主要包括：一是疫情防控措施优化，随后又经过春节假期，积压了部分需求，年后市场迎来需求集中释放；二是楼市经过一年多的持续调整，热点城市需求自发恢复意愿加强；三是多个核心城市此前优化调控政策，随着预期好转，市场活跃度出现回升。

图表 11. 近年房屋新开工面积情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 近年房屋竣工面积情况

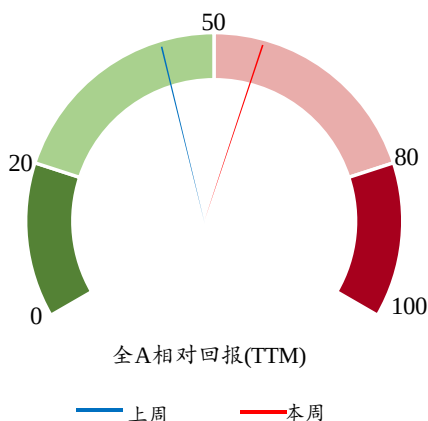


资料来源: 万得, 中银证券

地方房地产支持政策密集出台。“支持住房改善”、“激活房地产市场”、“因城施策”是多地区地方两会的高频词汇, 近期相应政策纷纷出台落地。地方层面, 本月地方出台房地产调控政策 62 条, 较上月小幅增加。其中, 宽松性政策 56 条, 中性政策 3 条, 紧缩性政策 3 条。从政策发布主体来看, 除三四线城市宽松性政策持续加码外, 多个重要二线城市房地产“四限”政策再次松绑, 如常州住房限售全面取消、无锡缩小限购区域范围、沈阳优化限购区域等; 从政策内容来看, 宽松性举措主要包括优化“四限”、发放购房财税补贴、加强住房公积金政策支持、保障房企合理融资需求、优化房企预售监管等, 紧缩性政策主要集中在住房租赁市场规范和资金监管。相应政策也确实带来了 3 月楼市的小阳春, 短期看部分城市 3 月小阳春主要是政策端支持, 后续市场回暖的持续更需要居民置业信心和收入预期的恢复, 整体仍需依赖宏观经济基本面的修复情况。

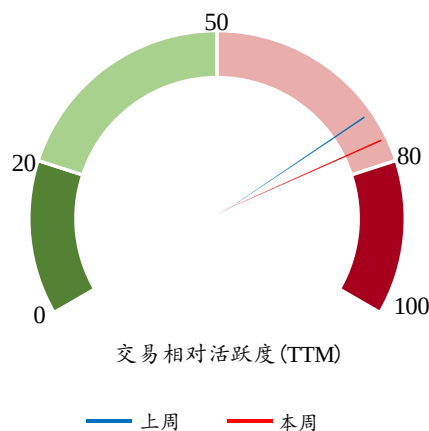
总体来看, 房地产政策层面, 防风险、稳支柱、惠民生成为当前住房建设工作主线, 在供给端有效防范化解头部房企风险, 促进房地产业平稳健康发展, 在需求端坚持“房住不炒”定位, 中央及地方政策密集加码有效刺激市场需求。市场表现层面, 房地产数据近期有进一步筑底趋势, 二手房回暖有望带动楼市小行情。相关部门亟需完善房地产金融基础性制度和宏观审慎管理制度, 力争推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

图表 13. 本周全 A 相对回报与上周有所回暖



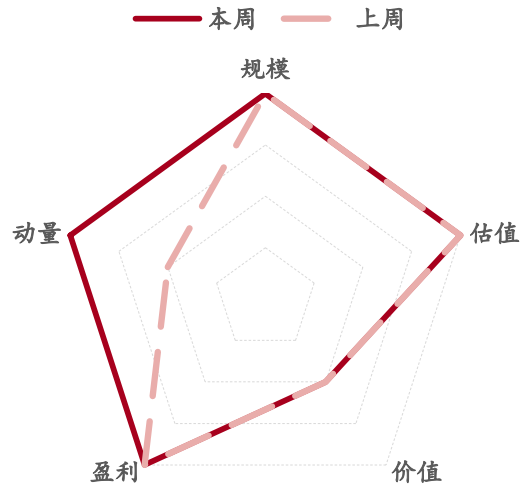
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 市场成交活跃度持续高位



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 环比上周高动量因子占优，其余因子风格不变



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 一周行业资金流向情况，非银、电子、通信净流入排名靠前

行业	主力净流入率(%)	连续流入天数	行业	主力净流入率(%)	连续流入天数
非银金融	2.99	1	国防军工	(1.95)	(3)
电子	1.02	(1)	医药生物	(1.97)	(5)
通信	0.31	1	交通运输	(2.48)	1
银行	(0.02)	1	轻工制造	(2.48)	(4)
房地产	(0.19)	1	纺织服饰	(2.59)	(5)
建筑装饰	(0.25)	(2)	家用电器	(2.62)	1
计算机	(0.58)	(3)	综合	(2.92)	(3)
建筑材料	(0.64)	1	食品饮料	(2.96)	(5)
农林牧渔	(0.64)	(2)	商贸零售	(3.19)	1
传媒	(0.66)	1	公用事业	(3.37)	(5)
石油石化	(0.73)	1	基础化工	(3.52)	(5)
环保	(0.92)	(4)	社会服务	(3.70)	(5)
机械设备	(1.05)	(3)	汽车	(3.88)	(5)
美容护理	(1.58)	(5)	煤炭	(3.91)	(5)
钢铁	(1.60)	1	电力设备	(4.23)	(5)
有色金属	(1.88)	(3)			

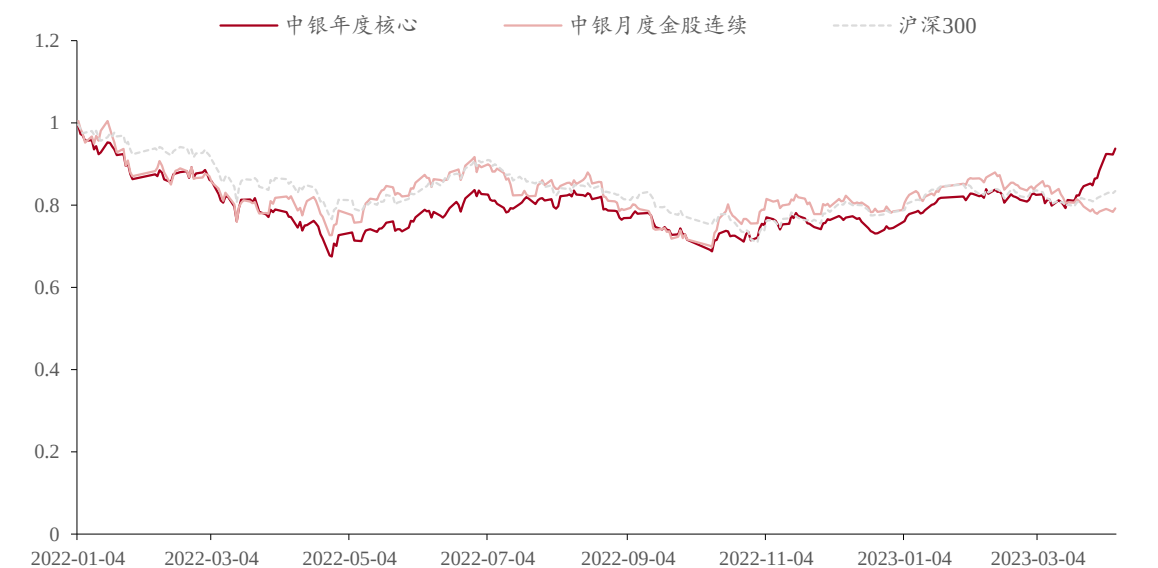
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 一周主题红黑榜，光模块、半导体链相关领跑，光伏、汽车相关主题跌幅较大

最热主题	周涨跌幅(%)	最凉主题	周涨跌幅(%)
光模块	17.42	光伏逆变器	(3.77)
存储器	15.17	汽车整车	(3.24)
中芯国际产业链	12.49	汽车配件	(3.07)
智能音箱	12.00	储能	(2.62)
炒股软件	11.82	锂电正极	(2.45)
国家大基金	11.78	铁矿石	(2.34)
半导体设备	10.95	煤炭开采	(2.12)
半导体封测	10.66	乳业	(2.06)
半导体产业	10.15	充电桩	(2.02)
芯片	10.10	动力电池	(1.96)

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况



资料来源：万得，中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371