



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2023年3月23日
策略研究

花语课春耕，把握新周期

分析师：花小伟 SAC编号：S0870522120001

目录

Content

一、策略展望：两会描绘政策重心，A股具备双升空间

1.1 海外概览：错杂的地缘，摇摆的数据，可控的困境

1.2 国内概览：稳健的目标，温和的呵护，景气的回升

1.3 季度回顾：确认的复苏，短期的震荡，高热的主题

二、把握浪潮：乘势者上上智，下好科技创新先手棋

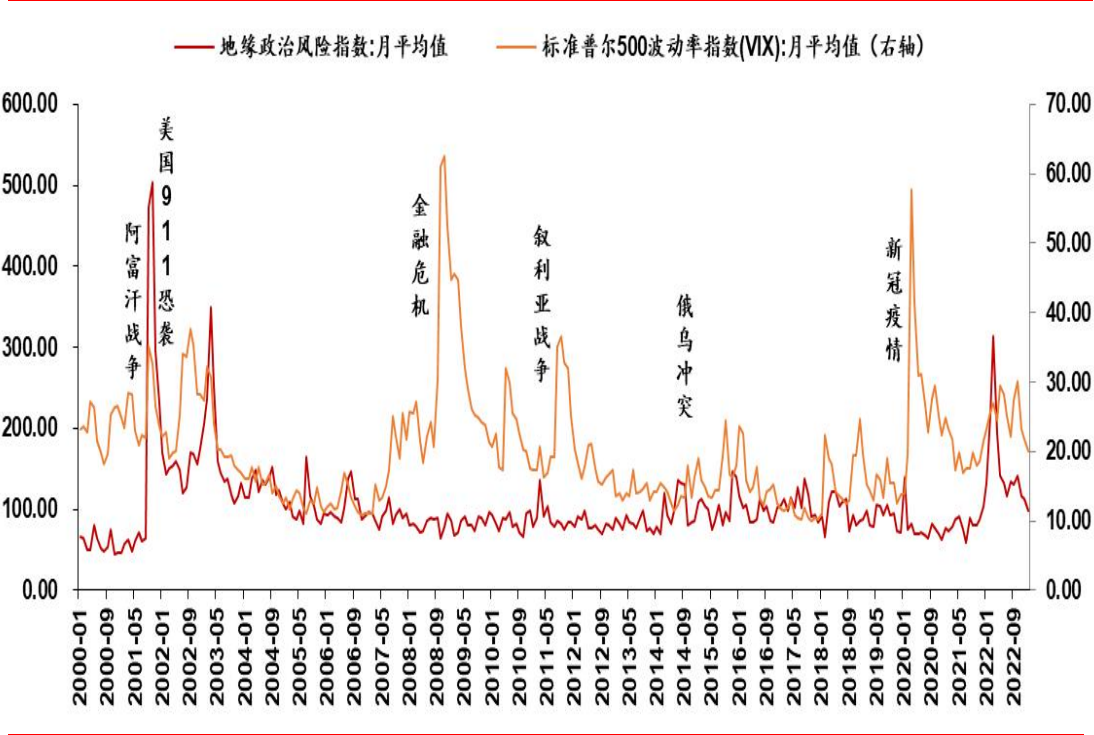
三、关注主题：东风助力千帆竞发，科创中国扬帆远航

四、风险提示

1.1 海外宏观环境概览：地缘因素依然错杂，金融可持续性风险或加重（1/3）

◆ 2023年对于全球依然是充满不确定性的一年。逆全球化、中美博弈、俄乌冲突或将致使全球产业链重构、供应链压力加大，发达经济体货币政策变化带来的溢出效应可能将继续影响全球资产价格，改变风险偏好，负作用于全球经济增速。当前俄乌战争仍未尘埃落定，部分国家拟提升军费占GDP比重，都可能影响未来市场风险偏好下行。

图1 地缘政治风险升级常引起金融市场波动加剧



资料来源：Wind，上海证券研究所



图2 近期全球范围内地缘政治博弈干扰频频

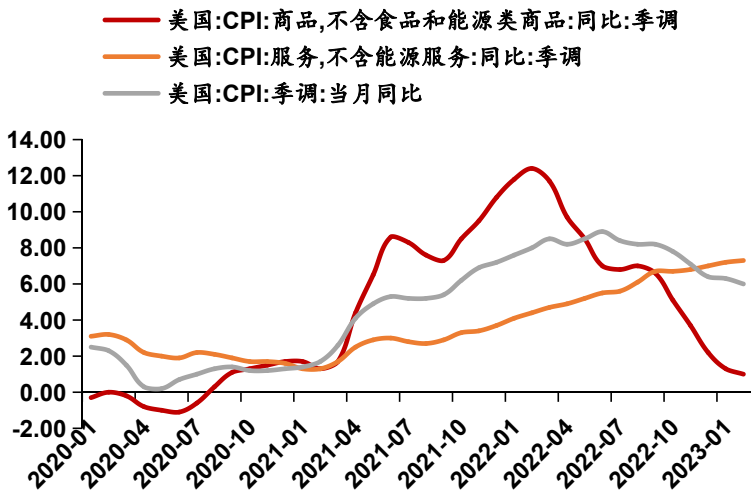
时间	事件
2023.2	中美“气球”事件
2023.3	韩国政府公布以第三方代为赔偿的形式向二战期间被日本强征的韩国劳工作出赔偿的方案
2023.3	拜登政府发布2024财年国防预算为8420亿美元，比2023财年国防预算增长3.2%
2023.3	沙特、伊朗达成协议，同意恢复中断近7年的外交关系
2023.3	乌军击退俄军在红利曼、巴赫穆特等方向的多次进攻

资料来源：每日经济新闻，中国新闻网，光明网，央视网，上海证券研究所

1.1 海外宏观环境概览：摇摆的通胀数据，可控的流动性困境（2/3）

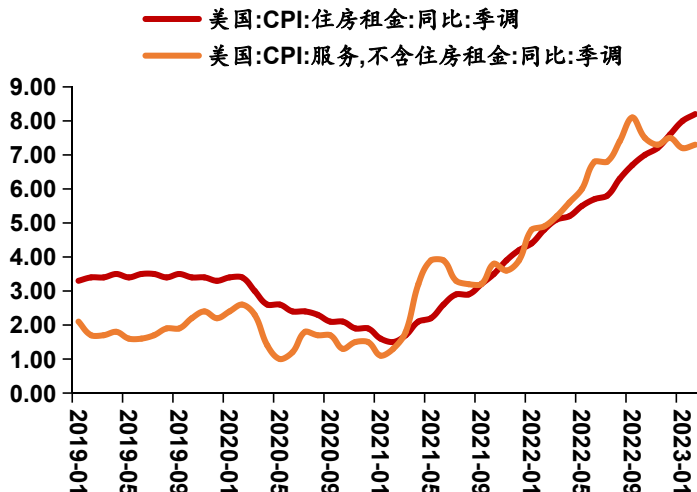
- ◆ 美国CPI回落趋势保持，通胀韧性短期难消。 美联储数据显示2023年2月美国CPI同比增速6.0%，核心CPI同比增速5.5%，得益于能源/食品分项下跌，美国通胀处于如期回落的轨道之中，但房租/娱乐项的价格压力依然存在，住房成本是韧性的一大来源，前期储蓄释放和需求抑制下通胀由商品项转而桎梏于服务项。
- ◆ 就业市场供需仍未平衡，时薪增速总体改善，通胀中枢有望继续下行。 美国劳工部数据显示2023年2月非农就业人数新增31.1万，再次高于预期，市场表现强劲；最新职位空缺率下行至6.50%，其中休闲住宿业就业缺口达9.20%，服务类就业供求依然紧张。近期非农员工薪资同比/环比增速总体趋势放缓，“薪资-物价”螺旋上行促使服务成本上升的趋势已有减弱。

图3 美国通胀缓慢降温，服务通胀韧性短期延续(单位：%)



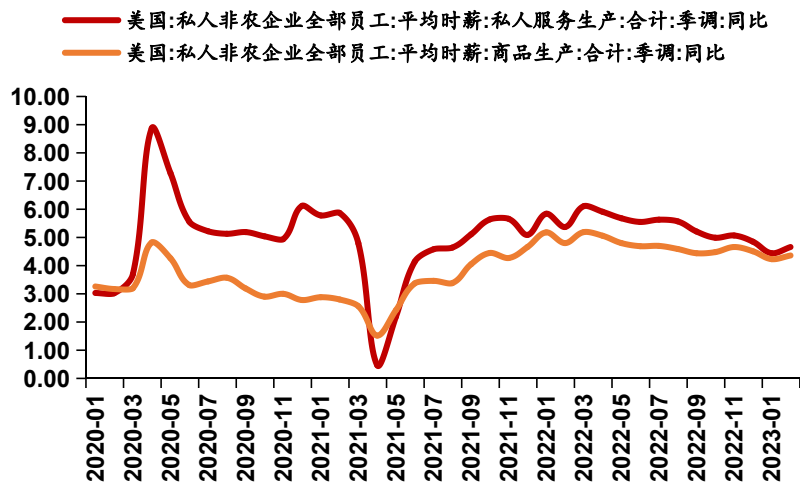
资料来源: wind, 上海证券研究所

图4 住房项仍是美国通胀下行主要拖累(单位：%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

图5 美国非农员工薪资同比增速总体放缓(单位：%)



资料来源: wind, 上海证券研究所



1.1 海外宏观环境概览：摇摆的通胀数据，可控的流动性困境（3/3）

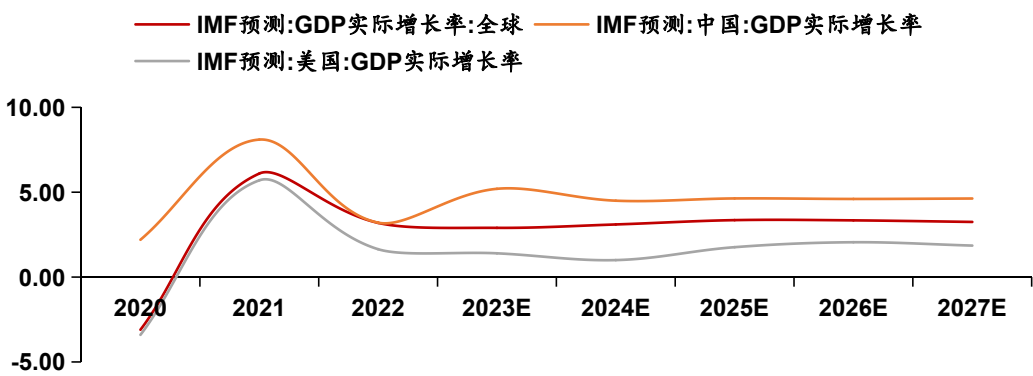
- ◆ 硅谷银行和瑞信风波是否对市场和央行产生影响？ 本轮风波隶属于海外加息带来流动性收紧的副作用显现，利率快速上行后，金融系统脆弱性增强，市场经由此类事件担忧风险是否蔓延，以及后期央行加息节奏和强度是否改变。鉴于瑞信事件已经发酵一段时间，市场已有预期，3月16日欧洲央行宣布将三大主要利率均上调50个基点，符合市场预期；而美联储3月维持利率不变的概率为23.2%，加息25个基点至4.75%-5.00%区间的概率为76.8%。
- ◆ 海外银行流动性风险传染短期或可控，中长期仍需政策呵护。 美国加息缩表步伐密集，美联储新论调偏鹰派，终端利率或高于市场预期，在高利率环境下美国流动性实际处于收紧状态，整个银行体系面临一定的压力，且中小存款机构准备金规模可能并不如大银行，抗风险能力相对较弱。金融风险同质性影响下，SVB风险带来的市场预期下行和恐慌情绪外溢可能影响中小银行储户心理，信心的丧失或将中小银行一同推至流动性危机前端，虽然美国/欧洲监管已出台系列应对措施帮扶，但是短期内瑞信风波再起易使得短期海外市场风险情绪产生共振，类似风险仍值得警惕。



1.2 国内宏观环境概览：稳健的目标，温和的呵护，景气的回升(1/3)

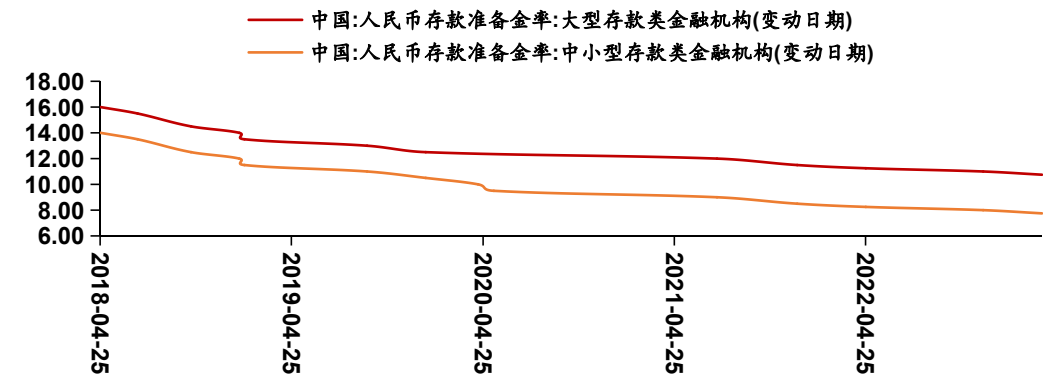
- ◆ 政策目标方面，5%的GDP目标增速经济务实稳健，2023年中国经济依然保持回暖向上确定性较强。当前国际形势比较复杂，IMF预计2023年世界经济增长2.90%，比2022年低0.29个百分点，说明世界经济运行增长态势总体放缓，反之给予中国经济的增长预测值为5.20%，2023年疫情对生产需求的抑制性作用有较大幅度消除，有利于释放经济增长潜力，“扩内需”政策预计也将会持续加力赋能经济增长。
- ◆ 资金面方面，货币政策保持平稳，降准释放引导经济企稳向上信号。央行宣布将于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%，此举将有效释缓资金面压力，助力稳定市场预期，增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，更好地满足企业中长期信贷需求，保持货币信贷总量适度、节奏平稳和流动性合理充裕。

图6 IMF预测2023年全球GDP增速将降至2.9%（单位：%）



资料来源：wind，上海证券研究所

图7 2020年以来央行已6次降准（单位：%）



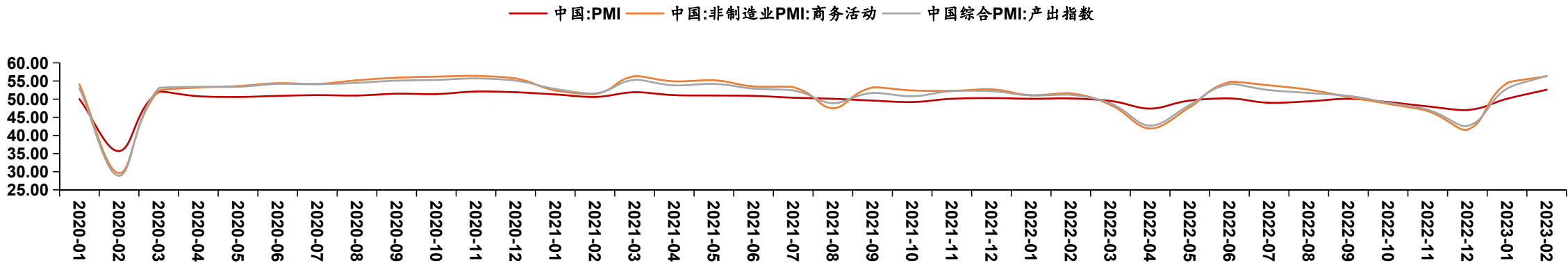
资料来源：wind，上海证券研究所



1.2 国内宏观环境概览：稳健的目标，温和的呵护，景气的回升(2/3)

- ◆ 经济景气水平看，工业生产恢复加快，企业预期好转。2023年1—2月份全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，比2022年12月份加快1.1个百分点；两年平均增长4.9%；从环比看，2月规模以上工业增加值比上月增长0.12%。2月制造业PMI、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别录得52.6%、56.3%和56.4%，分别高于1月2.5、1.9、3.5个百分点，新订单带来的企业生产活力推动制造业供需两端同步扩张，复苏至良好状态。
- ◆ 服务业明显回升，接触型聚集型服务业改善。2023年1—2月全国服务业生产指数同比增长5.5%，2022年12月份为下降0.8%；两年平均增长4.8%；2月服务业商务活动指数为55.6%，比1月上升1.6个百分点。其中，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为64.8%，比上月上升0.5个百分点。

图8 PMI三大指数连续两个月跃入扩张区间，经济景气水平持续回升



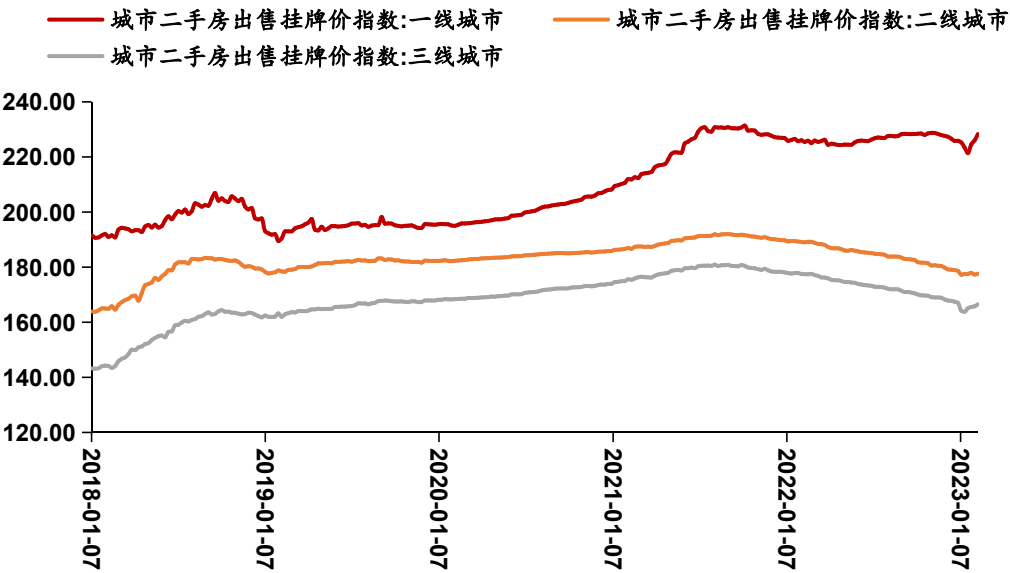
资料来源: wind, 上海证券研究所



1.2 国内宏观环境：政策效果开始显现，地产拥抱新周期（3/3）

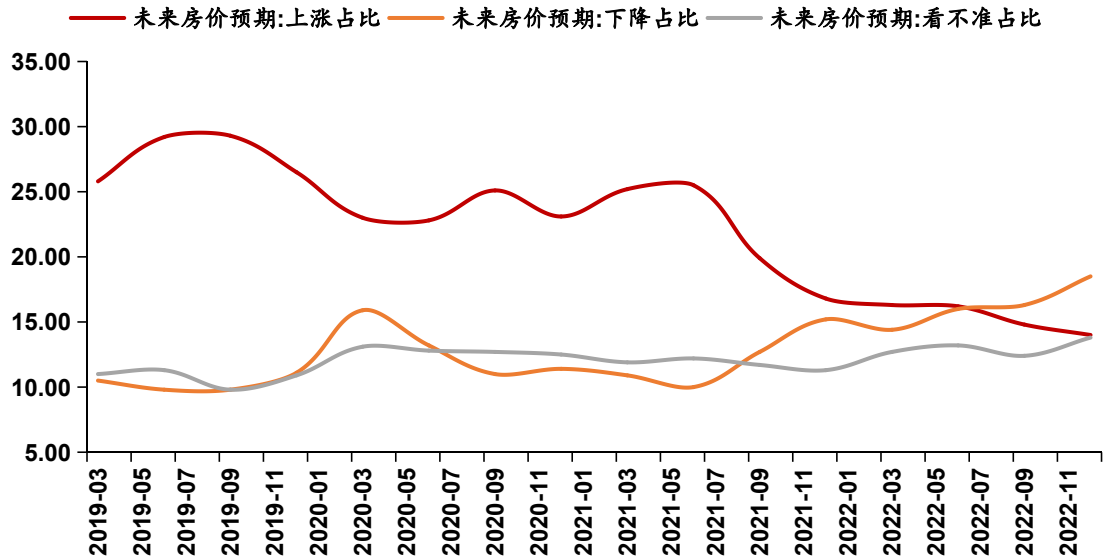
- ◆ 宏观政策释放积极信号，防范风险改善市场预期。2022年地产政策在“房住不炒”定位下两次降准，三次下调LPR，“三箭齐发”支持房地产，中央表态要防范房地产业引发系统性风险。去年末利好政策密集出台，坚持稳地价、稳房价、稳预期，刘鹤强调房地产是重要的支柱产业进一步提振市场信心。
- ◆ 政策传导期调整压力仍在，稳增长扩内需托举销售端回暖。2023年2月居民中长期贷款增速负增长显示消费端预期仍保守，但城市二手房出售挂牌价指数已出现向上趋势，居民端对未来房价预期下降占比提升，若需求侧政策进一步落地，销售市场有望加快复苏。

图9 需求侧出现回暖迹象，2023年1月二手房出售挂牌指数趋势拐点向上



资料来源：wind，上海证券研究所

图10 居民端房价预期下降/看不准占比抬升（单位：%）



资料来源：wind，上海证券研究所



1.3 一季度A股市场回顾：基本面跟踪（1/3）

- ◆ 成长风格占优，“热点+顶层设计”带动TMT行业全线走强。 2023年一季度弱现实的预期差导致市场呈现“价值搭台，成长唱戏”局面，TMT产业热点驱动市场风格由前期金融/消费（区间起止为2022年11月发布疫情防控优化措施二十条后首周至2023年春节前）向成长切换。
- ◆ 市场宽基指数看，主要指数估值多回落至中等偏低历史分位，下行空间相对有限。 截至2023年3月17日，沪深300、中证500、创业板指、科创50、上证50、上证综指估值历史分位分别位于43.1%、21.9%、5.7%、17.9%、37.2%、15.4%处。
- ◆ 一级行业看，近期成长行业估值抬升明显。 从PE角度看，当前钢铁、轻工制造、商贸零售行业处于90%以上历史分位；从PB角度看，商贸零售、国防军工行业处于70%以上历史分位。

图11 热点概念催化下TMT领涨市场

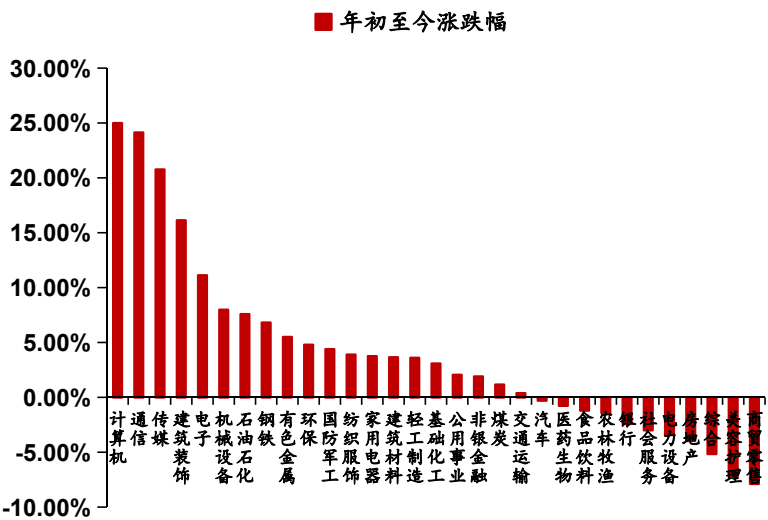


图12 成长风格优势显著

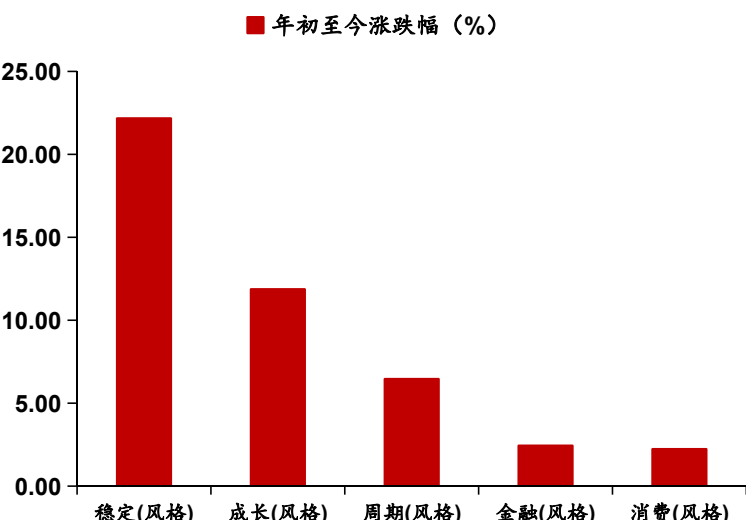
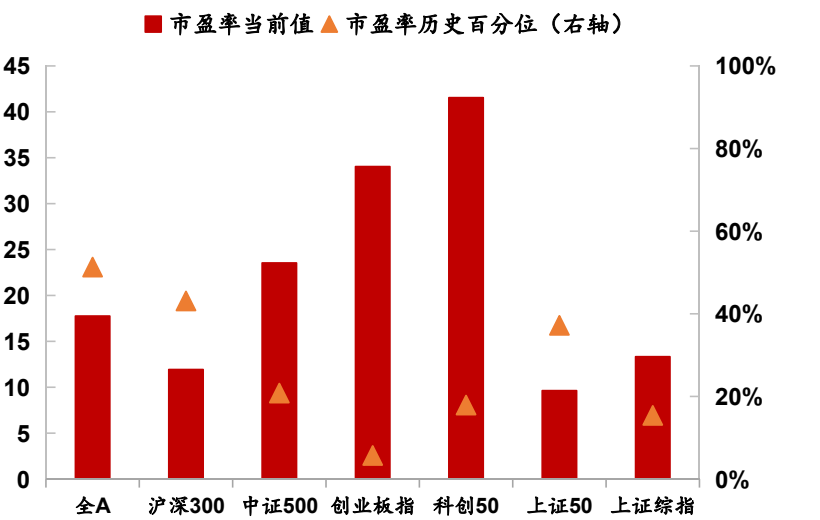


图13 主要指数估值多回落至中低历史分位，下行空间相对有限



资料来源：wind，上海证券研究所（数据截至2023/3/17）

资料来源：wind，上海证券研究所（数据截至2023/3/17）

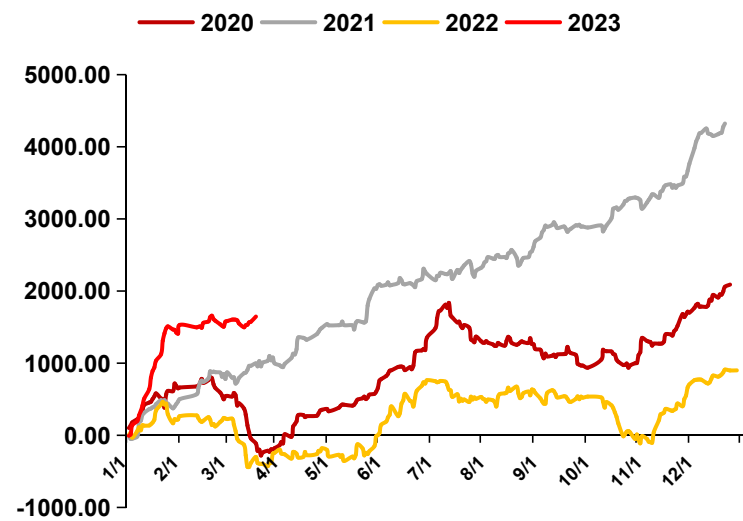
资料来源：wind，上海证券研究所（数据截至2023/3/17）



1.3 一季度A股市场回顾：资金面（2/3）

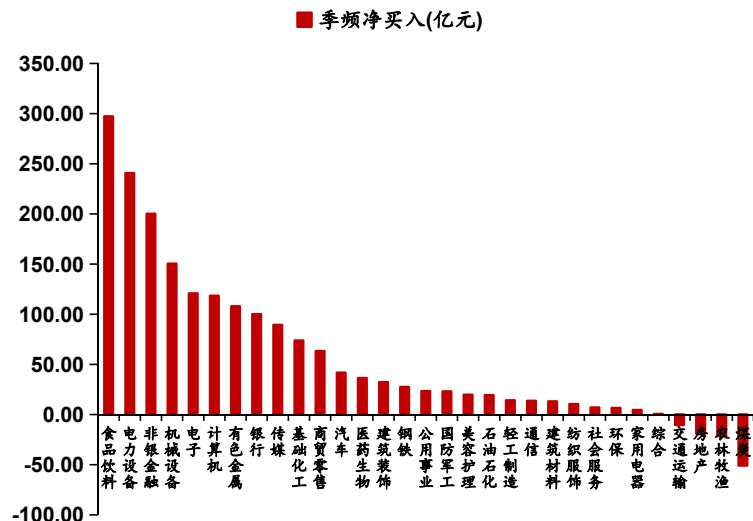
◆伴随业绩有望回暖，市场或将走出存量博弈，北上资金流入仍有空间。2023年开门红行情主要由外资增量托举，1月北向资金净流入量超过2022年全年；进入2月后，主要受美联储货币政策变化预期和海外银行风波影响风险偏好，北上资金净流入量收窄，但预估后期加息空间已比较有限，短暂调整后外资流入有望边际提速。行业资金选择上，近一季度以来，食品饮料、电力设备、机械设备、电子、计算机、有色金属、非银金融行业外资净买入均超过百亿元，ChatGPT等热点主题催化下，近期TMT成资金共识，周期行业分歧相对较大。融资余额持续回升，市场风险偏好正在修复。

图14 北上资金自2023年开年以来保持高于往年的流入姿态（单位：亿元）



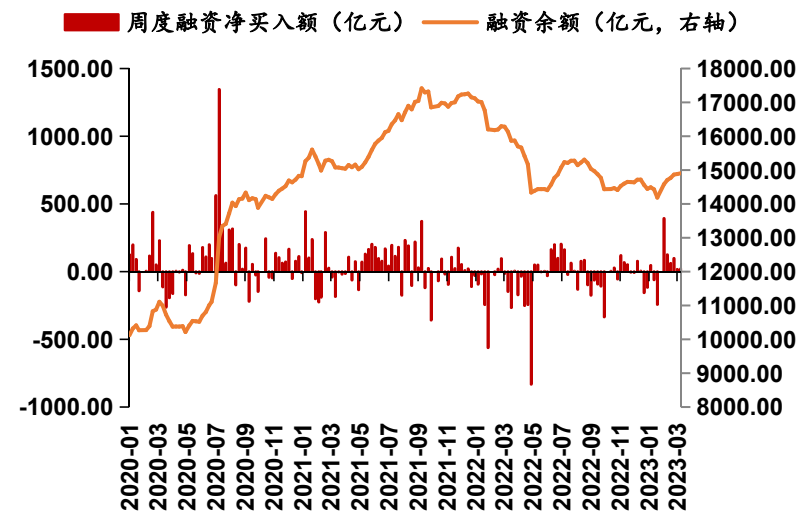
资料来源：wind，上海证券研究所

图15 2023年1季度截至3/17，食品饮料、电力设备、机械等行业流入过百亿



资料来源：wind，上海证券研究所

图16 融资余额持续回升



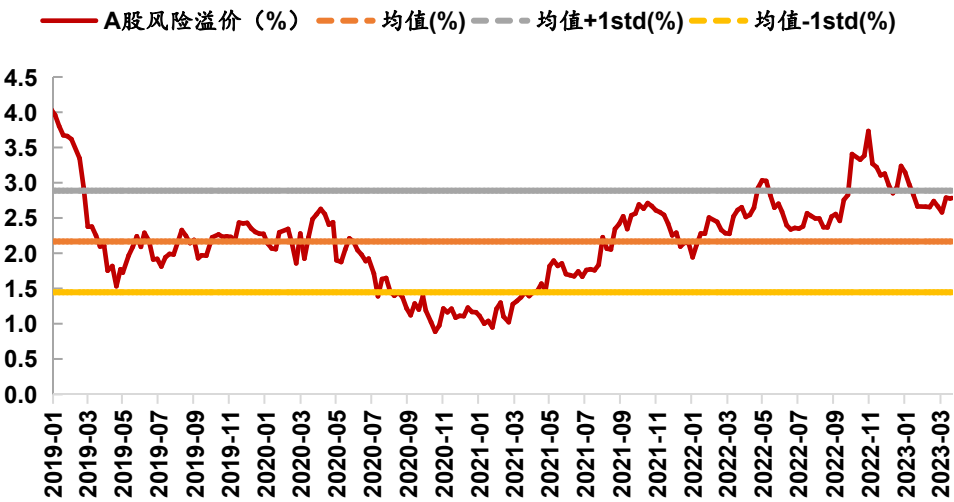
资料来源：wind，上海证券研究所



1.3 一季度A股市场回顾：情绪面 (3/3)

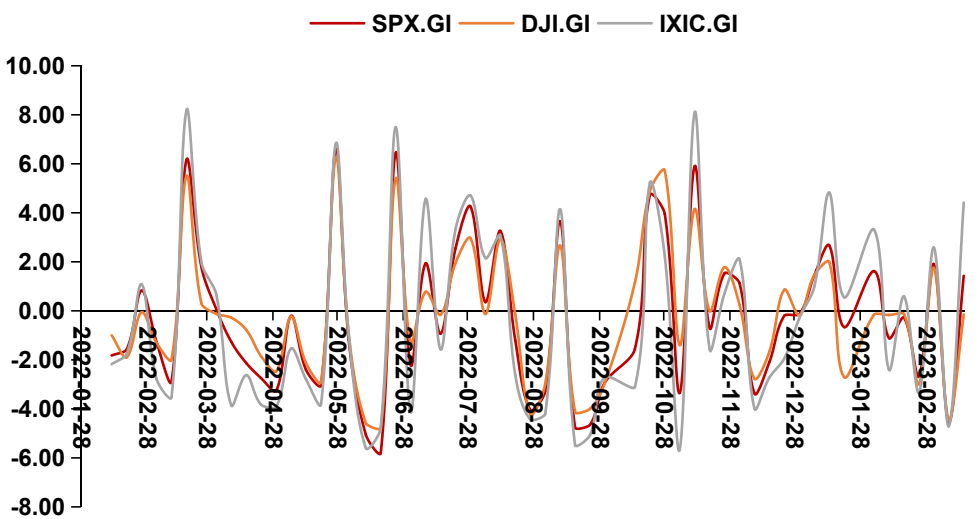
- ◆ 海外金融风险担忧下，市场情绪短期或将震荡改善，降准落地+经济数据验证或将提振A股市场。当前外围环境对A股市场整体来说并不有利，海外市场近期由于银行风波宽幅震荡，但中长期看A股市场主要仍“以我为主”，国内基本面恢复情况和企业盈利回升仍将是后期支撑A股的主要考量因素。两会后降准落地确认货币政策基调保持平稳，待海外流动性风险逐渐释放后A股市场可能重回上行。
- ◆ 市场情绪有望回暖，市场走势后期向上空间可能较大。A股风险溢价（ERP）已从2022年10月后逐步收敛，当前处于82%历史分位，回落空间较为充分。（数据截至2023/3/17）

图17 A股风险溢价已从2022年10月后逐步收敛



资料来源：Wind，上海证券研究所（数据截至2023/3/17）

图18 近期海外银行流动性风险影响下美股宽幅震荡加剧



资料来源：Wind，上海证券研究所（数据截至2023/3/17）



目录

Content

一、策略展望：两会描绘政策重心，A股具备双升空间

二、把握浪潮：乘势者上上智，下好科技创新先手棋

2.1 出口周期：WTO强驱动，跻身全球供应链

2.2 基建地产周期：二十载地产时代大周期

2.3 消费升级周期：消费升级在各个赛道体现（喝/行/健康）

2.4 互联网周期：从内容/个人互联网，到万物互联

2.5 科技创新周期：乘势者上上智，下好科技创新先手棋

三、关注主题：东风助力千帆竞发，科创中国扬帆远航

四、风险提示

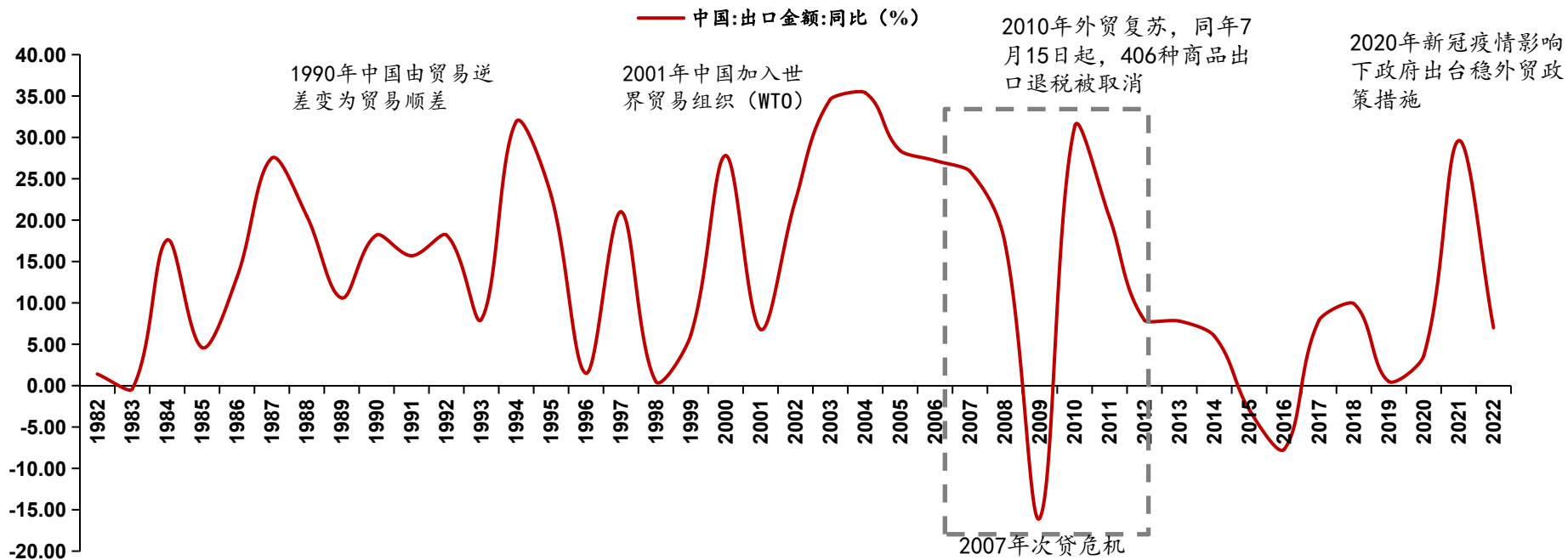
2.1 周期复盘—出口周期：WTO强驱动，跻身全球供应链（1/2）

◆ 金融危机前：

（1）1981-2000年，中国加入WTO之前，出口商品主要为纺织品以及服装等劳动密集型产品，但经济总量仍低，中国GDP直到2000年首次突破一万亿美元。

（2）2001-2007年，在加入WTO后，中国快速扩大进出口贸易规模，2007年中国进出口贸易世界排名已上升为世界第3位。

图19 中国出口金额同比增速



资料来源: wind, 海关总署, 中国共产党新闻网, 上海证券研究所



2.1 周期复盘—出口周期：典型股票复盘（2/2）

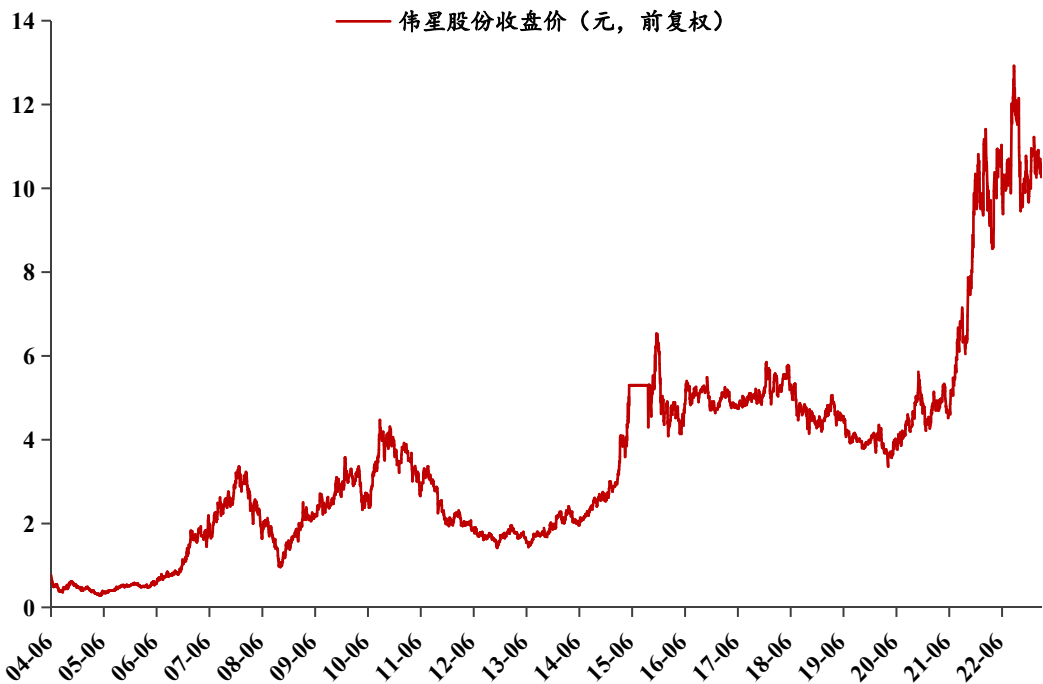
- ◆ 改革开放以来，劳动密集型行业受益于国内资源禀赋等优势，发展较为迅速。
- ◆ 2001-2010年出现的典型股票包括纺织制造板块中的伟星股份等。

图20 SW纺织制造行业指数



资料来源：wind，上海证券研究所

图21 伟星股份股价走势



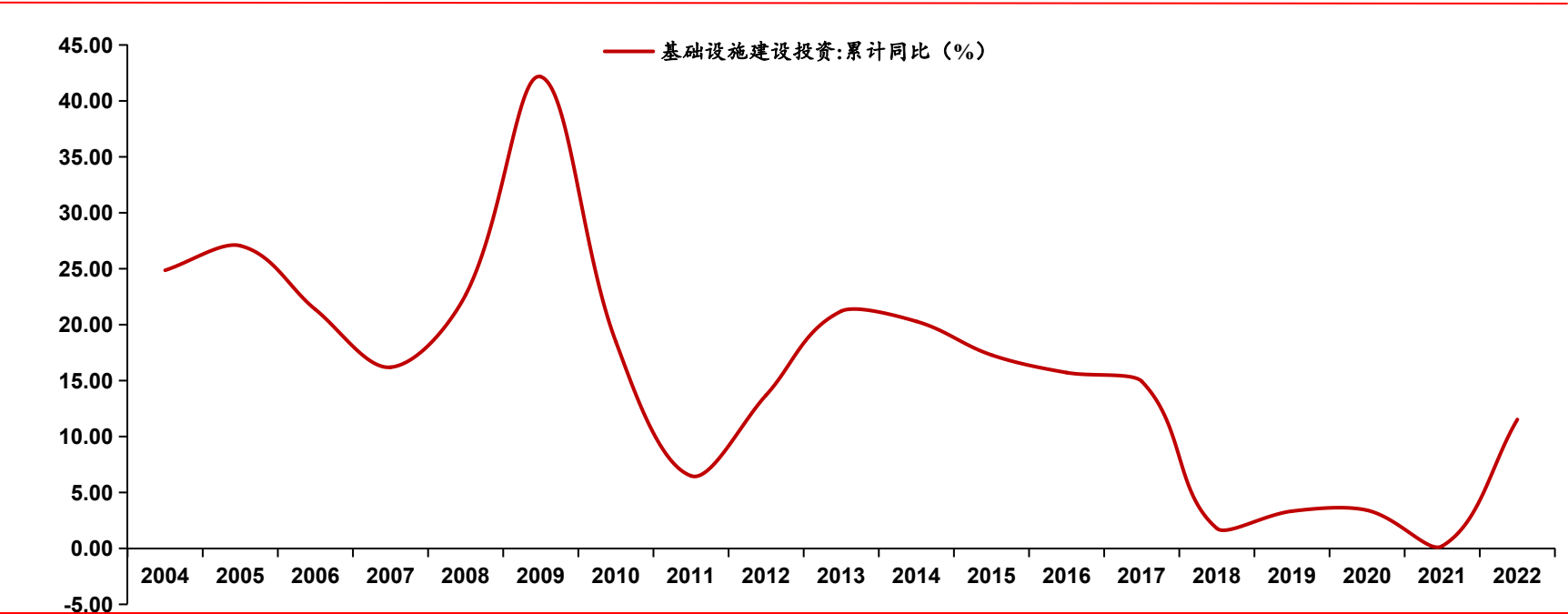
资料来源：wind，上海证券研究所



2.2 周期复盘—基建地产周期：宏观经济主抓手之一——基建投资（1/4）

- ◆ 基建在近20年的宏观经济运作过程中扮演着比较重要的角色，是拉动经济增长的稳定器。
- **2003-2008年基建进入全面快速发展阶段**，“十六大”以来，国家持续加大基础设施建设投入，2003-2008年累计投资额达到15万亿元，5年CAGR约23%。
- **2008年金融危机后，政府加码基建投资**，出台“四万亿”投资方案扩大内需，城投、制造业和房地产企业一起加杠杆加速城镇化。

图22 基础设施建设投资累计同比增速



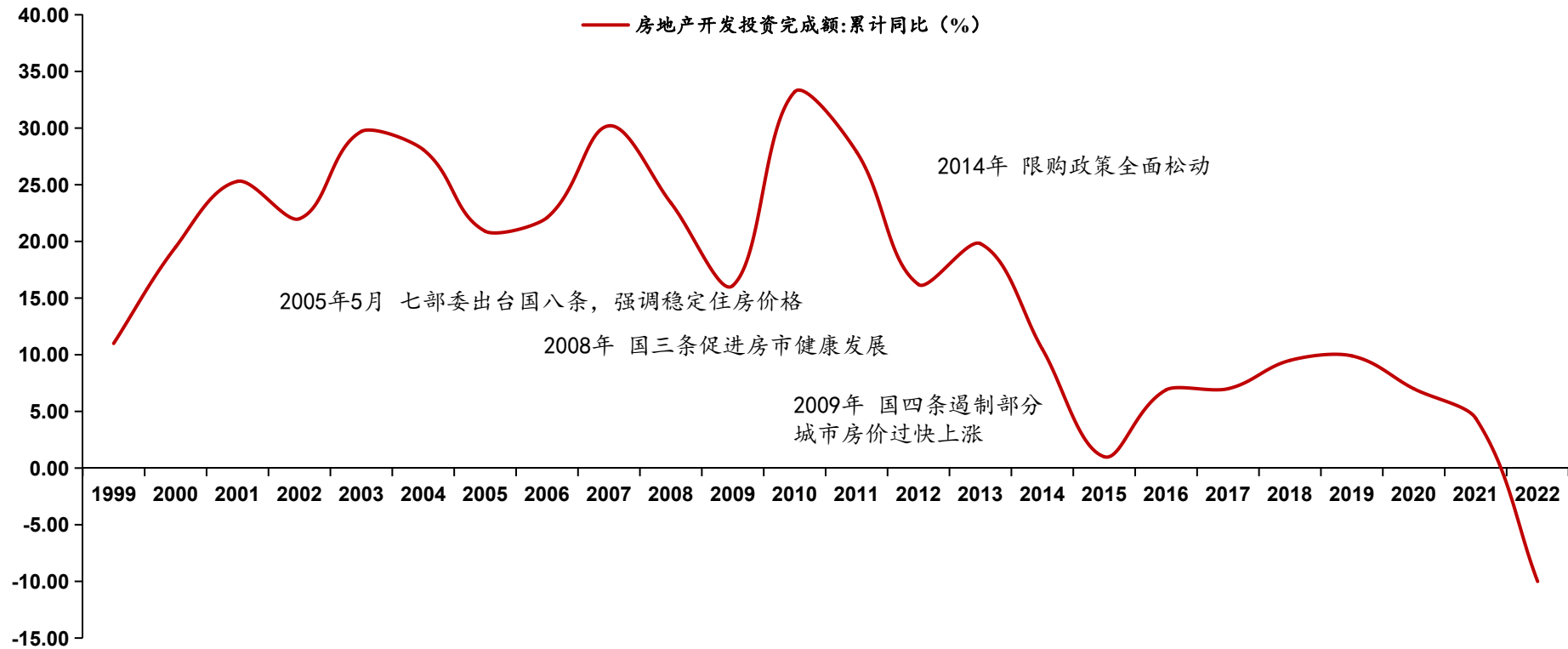
资料来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所



2.2 周期复盘—基建地产周期：二十载地产时代大周期（2/4）

- ◆ 1998年住房改革以来，市场机制正式引入房地产行业，在供求机制作用下，房地产内生经济周期显现。1998年住宅分配货币化带动房地产行业迅速发展。2005年5月，为稳定住房价格，七部委出台国八条。
- ◆ 2008年国际金融危机爆发，房地产迎来黄金发展时期。为保经济增长、避免房地产市场下滑，政策开始转向刺激住房消费，推出信贷支持、增加保障房供应和税收减免政策。

图23 房地产开发投资完成额累计同比增速



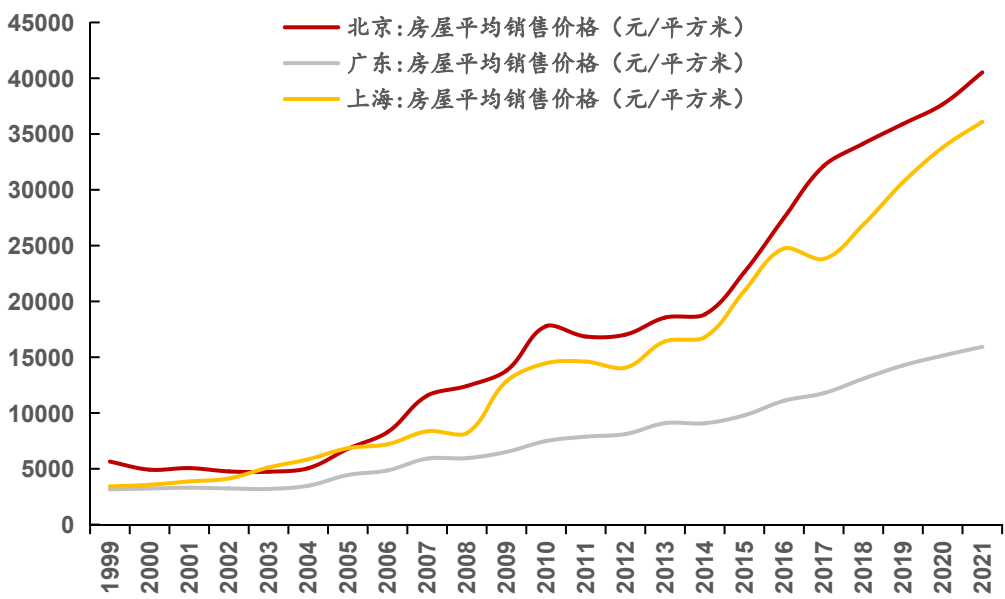
资料来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所



2.2 周期复盘—基建地产周期：二十载地产时代大周期（3/4）

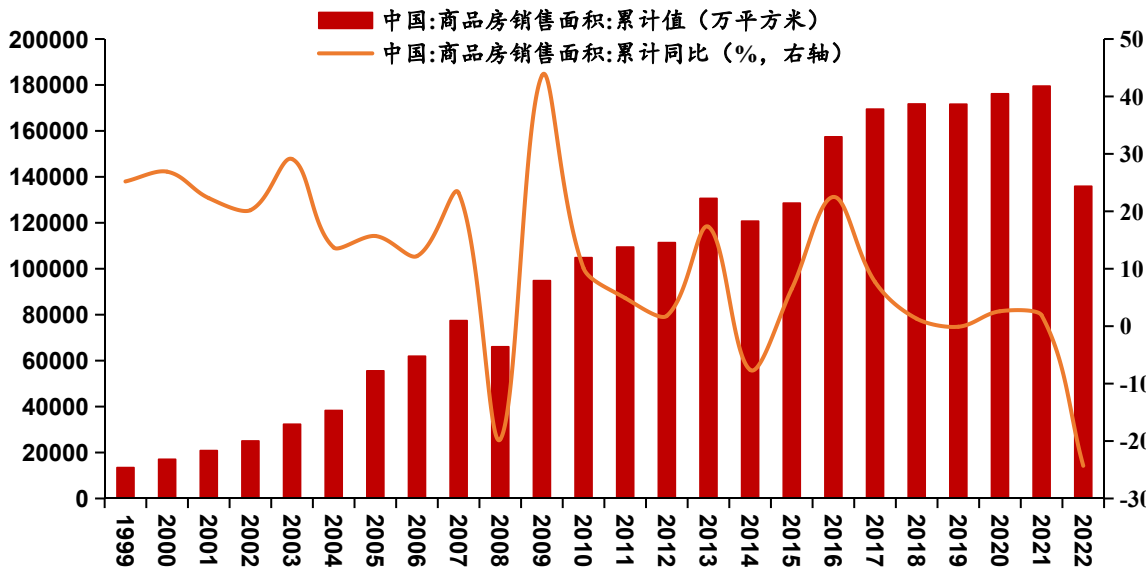
- ◆ 四万亿资金刺激房地产行业高速发展。2008年11月，政府对财政和货币政策进行重大调整，货币政策转向积极宽松化。房地产业发展迎来黄金时代，重点地区房价快速上涨，其中上海房价2008-2021年从8195元/平方米攀升至36102元/平方米；全国商品房销售面积2008-2022年从6.60亿平方米增加至13.58亿平方米。
- ◆ 基建地产周期带动煤炭、有色、钢铁、机械板块。2007年，中国石油总市值登顶全球第一（A+H股）。

图24 全国重点地区房屋平均销售价格



资料来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所

图25 商品房销售面积累计值及同比增速



资料来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所



2.2 周期复盘—基建地产周期：典型股票复盘（4/4）

◆ 地产上涨也带动地产上下游产业链，诞生众多典型股票，包括家电行业的老板电器、家居用品行业的索菲亚等。

图26 SW家用电器行业指数



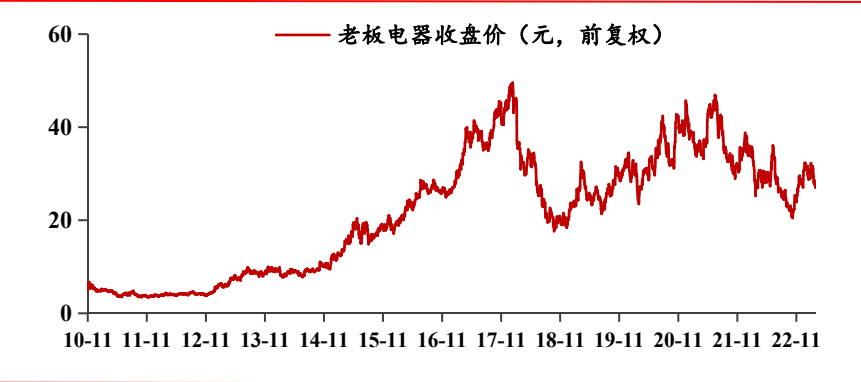
资料来源：wind，上海证券研究所

图28 SW家居用品行业指数



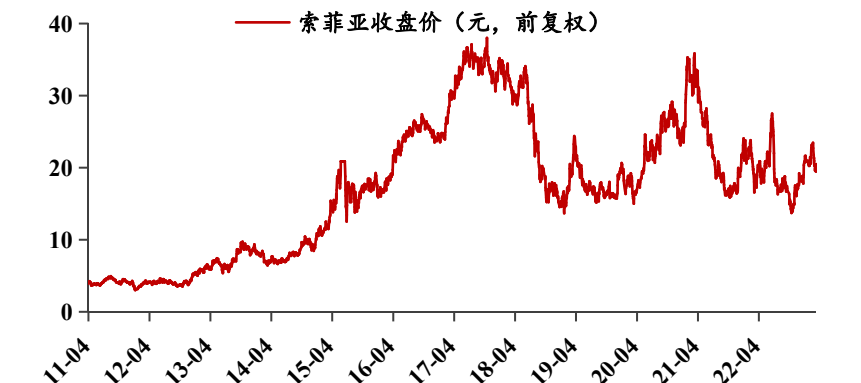
资料来源：wind，上海证券研究所

图27 老板电器股价走势



资料来源：wind，上海证券研究所

图29 索菲亚股价走势



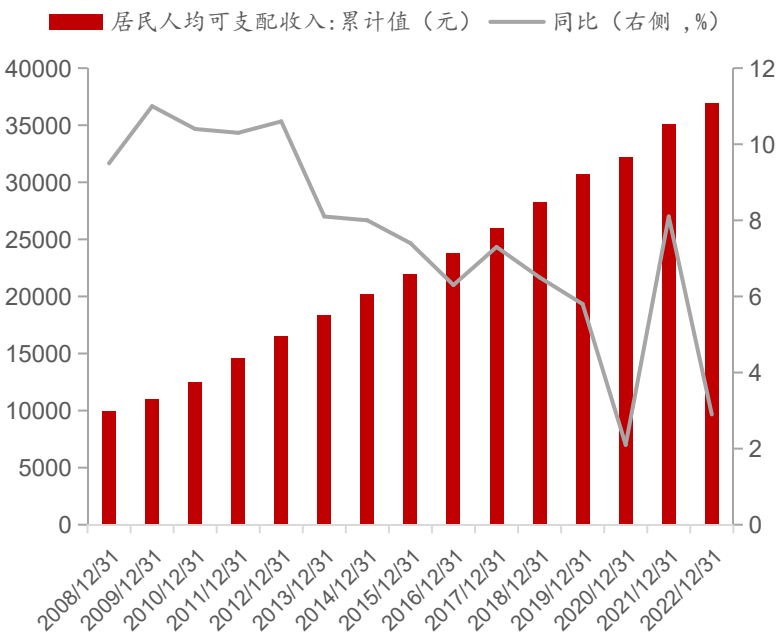
资料来源：wind，上海证券研究所



2.3 周期复盘—消费升级周期：房地产是经济助推剂，内需扩大推动居民消费力增强（1/3）

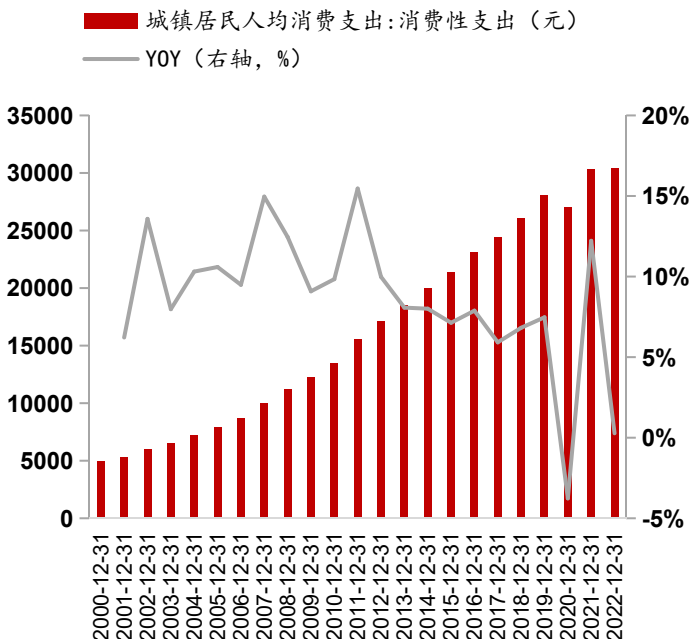
- ◆ 房地产业作为支柱产业，是过去20年经济增长的重要推动力之一。2000至2020年，房地产业对GDP增长的贡献率从4.8%波动增至13.9%，房地产业成为中国经济发展火车头之一。
- ◆ 2008年之后，中国经济发展模式由出口导向型转向内需拉动型，居民消费能力明显增强。居民人均可支配收入稳步提升，累计收入逐步增加。

图30 居民人均可支配收入累计值和实际同比（元，%）



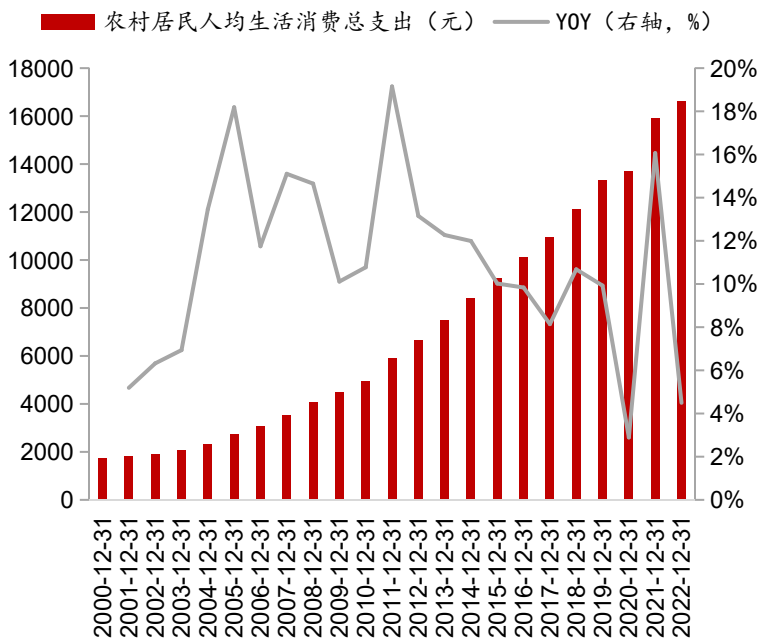
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图31 城镇居民人均生活消费总支出及同比（元，%）



资料来源：同花顺，上海证券研究所

图32 农村居民人均生活消费总支出及同比（元，%）



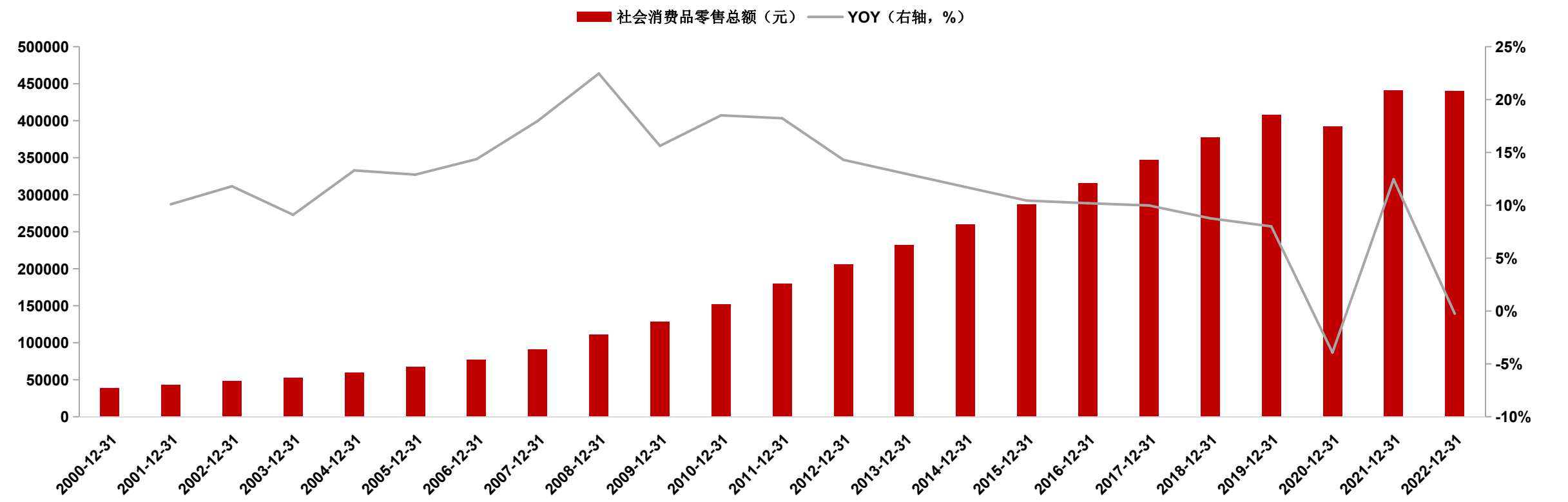
资料来源：同花顺，上海证券研究所



2.3 周期复盘—消费升级周期：社零总额稳步提升（2/3）

◆ 社零总额持续提升。2008年次贷危机后，得益于适度宽松的货币政策，我国社零总额首次突破10万亿元，同比增长22.46%，随后基本呈现稳步上涨的趋势。

图33 社会消费品零售总额及同比（元，%）



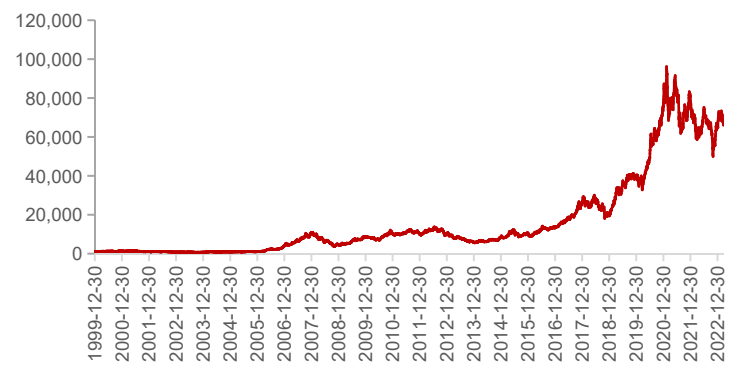
资料来源：同花顺，上海证券研究所



2.3 周期复盘—消费升级周期：消费升级在各个赛道体现（喝/行/健康）（3/3）

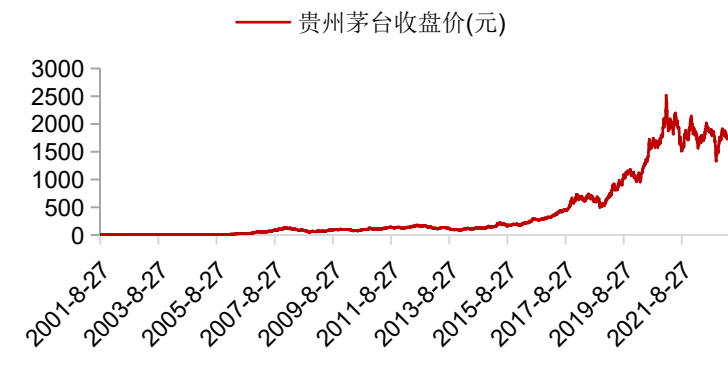
◆ **白酒：**我们认为白酒消费的理念深植于中国传统文化，消费升级是白酒消费的直接动力之一。大众消费主导下的消费升级趋势将延续，高端、次高端、中端、低端白酒有依次提价的内生动力。

图34 白酒板块指数变化



资料来源：Wind，上海证券研究所

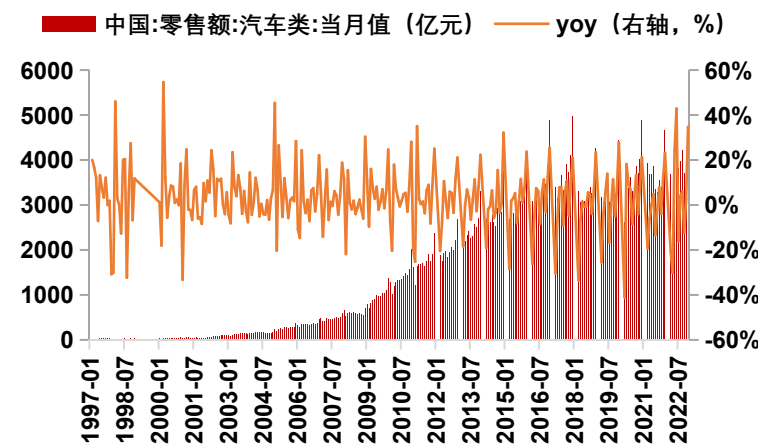
图35 贵州茅台股价走势



资料来源：Wind，上海证券研究所

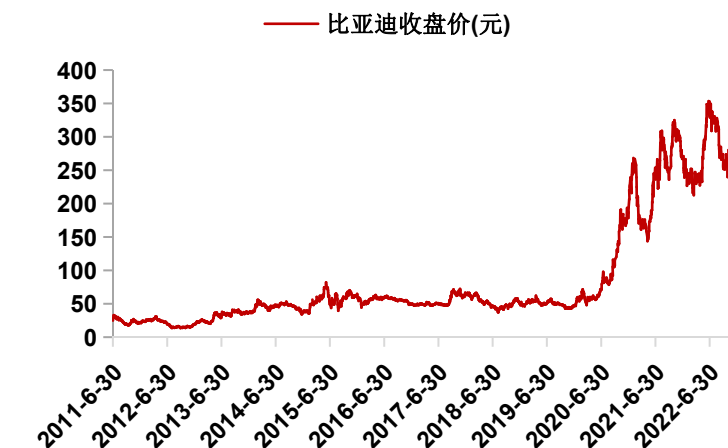
◆ **汽车：**继房地产之后，汽车或将成为拉动中国内需市场的支柱产业。汽车零售额于2022年12月首次突破5000亿元。

图36 汽车零售当月值及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图37 比亚迪股价走势



资料来源：Wind，上海证券研究所

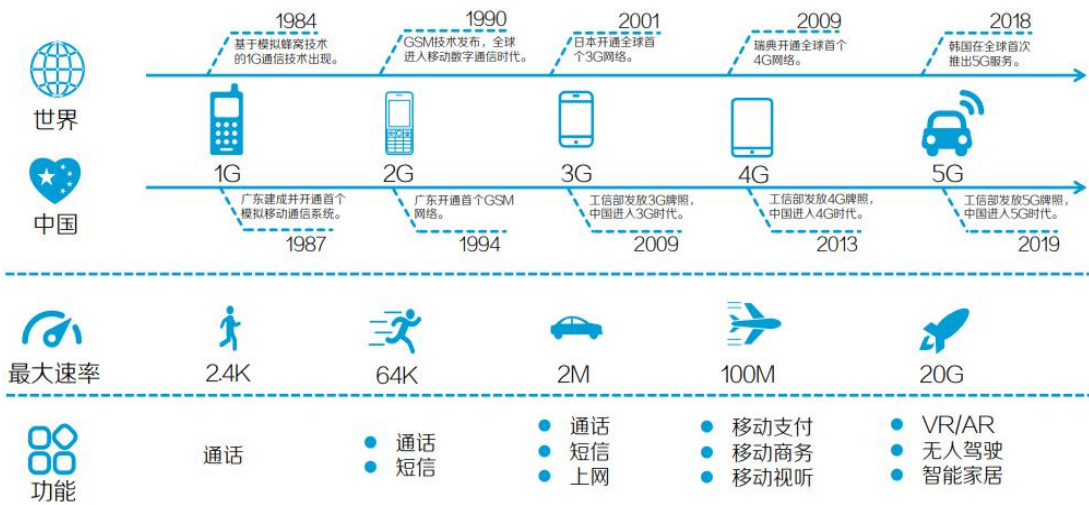
◆ **大健康：**2016年10月25日，大健康首次被定位为国民经济的支柱产业。大健康产业正步入黄金期。



2.4 周期复盘—互联网周期：6G在研，万物互联未来可期（1/3）

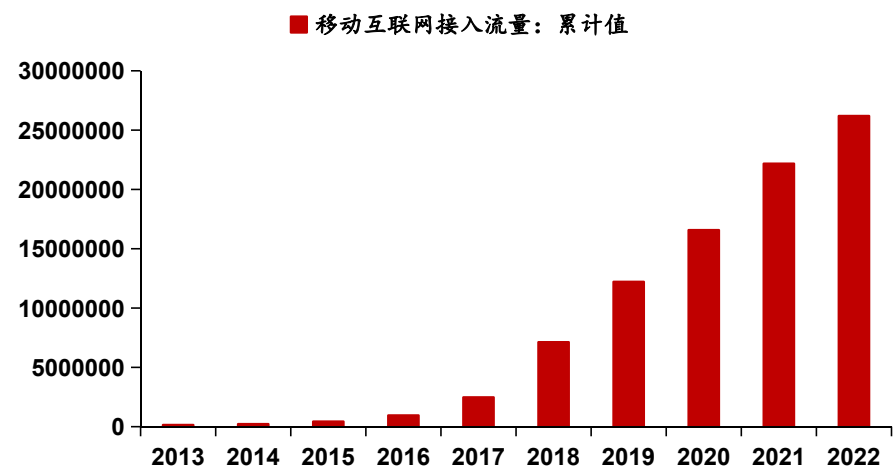
- ◆ **3G时代**：2009年1月7日，工业和信息化部为中国移动、中国电信和中国联通发放3G业务经营许可，标志着中国正式进入3G时代。迄至2010年，全球互联网用户已逾7亿，中国移动通信用户总数超过3.6亿。
- ◆ **4G时代**：2013年12月4日，工业和信息化部发放3张4G牌照，标志中国进入4G时代。
- ◆ **5G时代**：2017年正式启动5G技术，开启万物互联时代。首个5G基站落地，网速比4G快100倍。
- ◆ **6G时代**：2023年3月5日，工业和信息化部部长金壮龙表示，我国已经建成了规模最大、技术最先进的5G网络，我国5G发展已经走在世界前列。另外，金壮龙表示重点规划如下：2025年前全国建造1万个以上5G工厂、支持产业界组建6G推进组并加快6G研发。

图38 随传输速度提升，互联网应用领域拓展升级



资料来源：H3C《图解移动通信发展概述（从1G到5G）》，上海证券研究所

图39 移动互联网接入流量（万GB）



资料来源：Wind，上海证券研究所



2.4 周期复盘—互联网周期：Web3.0开启去中心化时代（2/3）

- ◆ 1991年-2004年 Web1.0只读时代：内容由网站提供，用户只能被动地浏览文本、图片及视频内容，无法参与创作中,代表网站：谷歌、雅虎、搜狐、新浪等门户网站。
- ◆ 2004年-至今 Web2.0交互时代：Web2.0相比1.0更加注重交互性，用户不仅可以实现与网络服务器之间的交互，而且也实现了同一网站不同用户之间的交互，以及不同网站之间信息的交互，代表网站：微博、Facebook、Youtube、Instagram、抖音。
- ◆ Web3.0去中心化时代：打造出一个全新合约系统，颠覆个人和机构达成协议的方式，Web3世界内容和应用将由用户创造和主导，相比较前两代互联网，web3.0具有开放、隐私、共建三大特点。

图40 Web1.0到Web3.0应用

图41 Web1.0到Web3.0交互原理



资料来源：麦腾研究院，上海证券研究所



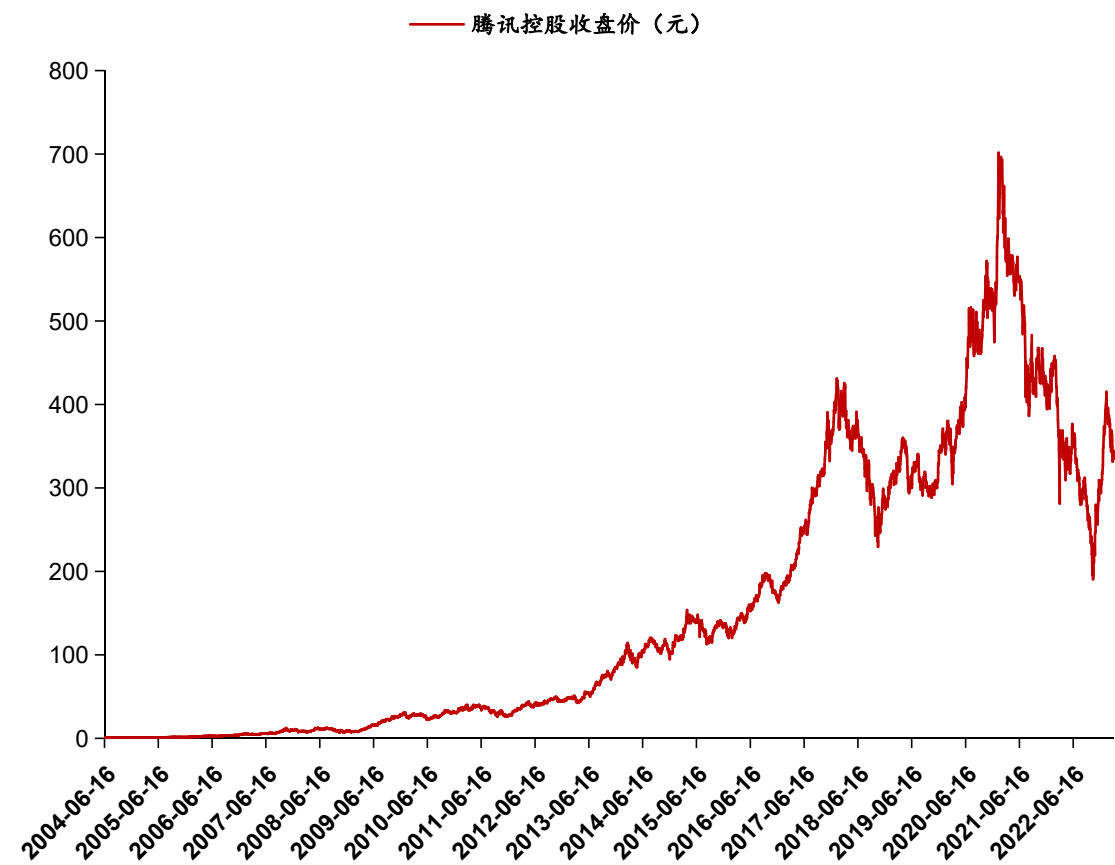
资料来源：世界互联网大会，上海证券研究所



2.4 周期复盘—互联网周期：典型股票复盘（3/3）

◆ 乘互联网发展之东风，腾讯、阿里巴巴等互联网公司收益率显著突出。

图42 腾讯股价走势（元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图43 阿里巴巴股价走势（元）



资料来源：Wind，上海证券研究所



2.5.1 科技创新周期—数字经济：数字全面赋能经济社会发展（1/7）

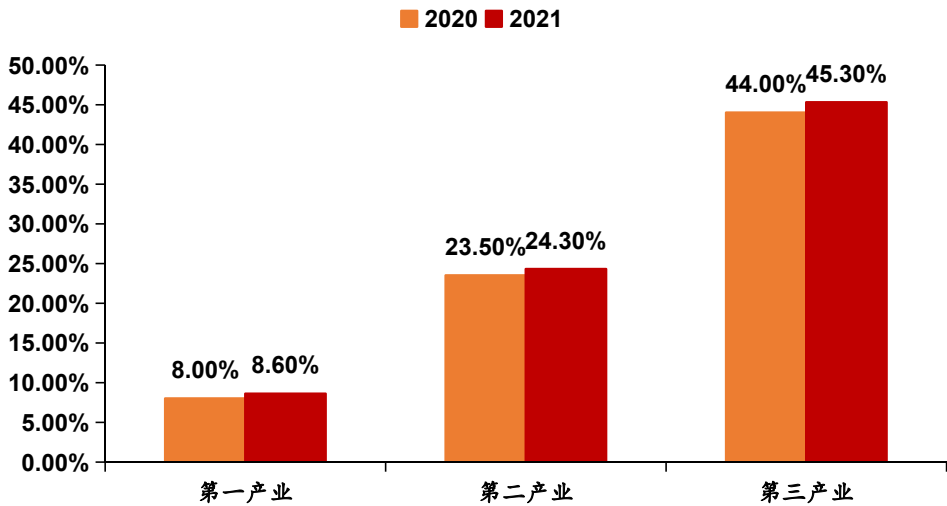
- ◆ 各国加大数字经济发展力度，全球数字经济规模稳定扩张。据中国信通院数据，2021年全球47个主要经济体数字经济规模约为38.1万亿美元，同比增长15.45%。其中，排名居前的三个国家为美国、中国、德国，数字经济规模分别为15.32、7.06、2.88万亿美元。
- ◆ 第三产业数字经济渗透率最高且增速最快。据中国信通院数据，2021年全球47个主要经济体第一产业、第二产业、第三产业数字经济渗透率分别为8.6%、24.3%、45.3%，同比分别提升0.6pct、0.8pct、1.3pct。
- ◆ 数字新基建方兴未艾，数据要素、工业互联网、人工智能等领域有望实现突破性快速发展。

图44 2021年各国数字经济规模（亿美元）



资料来源：中国信通院，上海证券研究所

图45 全球三大产业数字经济渗透率（%）



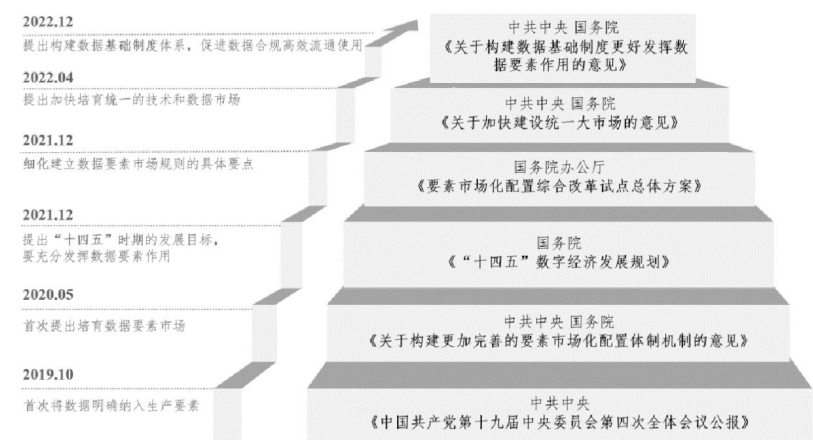
资料来源：中国信通院，上海证券研究所



2.5.1 数字经济—数据要素：政府率先示范，释放数据红利（2/7）

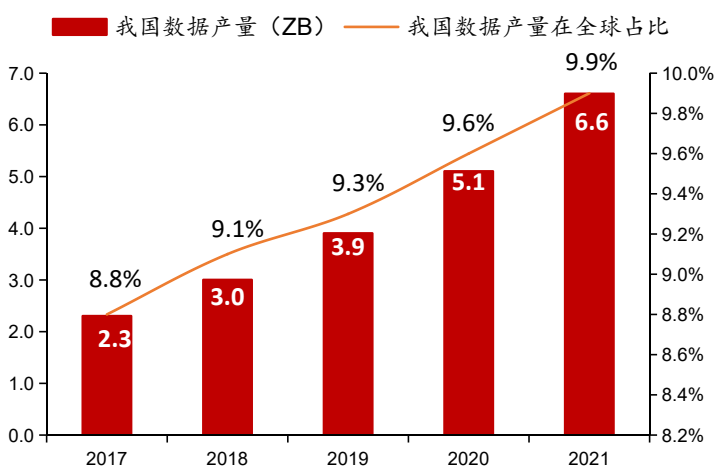
- ◆ **大数据是新一轮工业革命中最为活跃的技术创新要素。**习近平总书记指出，数据作为新型生产要素，对传统生产方式变革具有重大影响，要构建以数据为关键要素的数字经济。2019年10月，党的十九届四中全会首次将数据纳入生产要素范畴；2022年12月，党中央、国务院印发《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，为最大化释放数据要素价值、推动数据要素市场化配置提出了最新指引。
- ◆ **中国数据产量快速提升，大数据产业规模快速增长。**据国家互联网信息办数据，2017-2021年，我国数据产量由2.3ZB升至6.6ZB，全球占比由8.8%升至9.9%；同期，我国大数据产业规模由4700亿元增长至1.3万亿元，2017-2021年CAGR为29%。
- ◆ **政府数据共享开放将释放更多数据红利。**2022年9月，国务院印发《全国一体化政务大数据体系建设指南》。政府率先示范，持续深入推进政务信息系统整合共享、“互联网+政务服务”及数字政府创新发展，部门和地方之间的数据藩篱将被逐渐打破，政府数据共享及公共数据开放取得实质性进展，释放数据红利推动数字经济创新发展。

图46 数据要素市场政策布局不断细化深入



资料来源：中国信通院，上海证券研究所

图47 2017-2021我国数据产量及全球占比情况



资料来源：国家互联网信息办公室，上海证券研究所

图48 数据要素相关企业数量突飞猛进

类型	2010年公司数量 (家)	2021年公司数量 (家)	年复合增长率 (%)
行业应用层	7254	448887	79.16
数据资源层	6280	332385	72.36
通用软件层	64988	2183280	52.63
基础硬件层	6324	171679	43.37
安全保障层	2435	65645	43.07

资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，上海证券研究所



2.5.1 数字经济—工业互联网：数据为核心，技术驱动高速发展（3/7）

- ◆ 工业互联网是新一代信息通信技术与工业经济深度融合的新型基础设施、应用模式和产业生态。通过系统构建网络、平台、安全三大功能体系，形成人、机、物的全面互联，实现全要素、全产业链、全价值链的互联互通，其本质是数据的流动、分析和再造。
- ◆ 中国工业互联网经济规模增长强劲，平台、网络主导工业互联网直接产业扩张。据中国工业互联网研究院数据，2017-2021年，中国工业互联网产业增加值由2.36万亿增长至2021年的4.10万亿，工业互联网增加值占GDP比重由2.83%增长至3.58%。2021年中国工业互联网产业名义增速达14.53%，2022年由于地区散发疫情，工业互联网产业增速小幅回落，规模达4.45万亿。2021年中国工业互联网直接产业增加值规模为1.17万亿。其中，平台、网络产业占比分别为39%、33%。
- ◆ 5G + 云计算 + AI推动工业互联网快速发展，数字孪生将成关键技术。5G的逐步商用为工业互联网解决了联接问题，云计算、人工智能为工业数据的分析和处理提供算力和算法支撑，三者共同推动工业互联网进入快速发展期。数字孪生指基于现实世界，利用数字化技术映射出的与现实世界高度同步一致的数字化镜像，该技术将促进工业企业的管理、设计、生产等各环节能力。

图49 工业互联网概念全景图

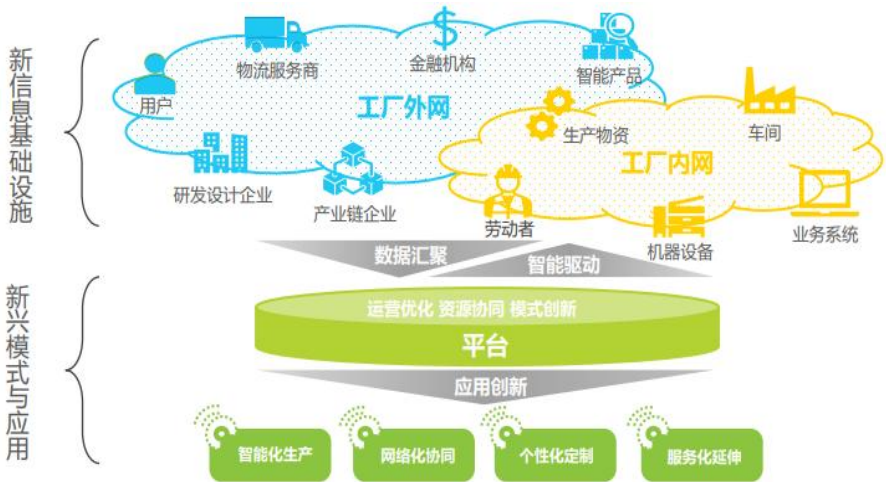


图50 工业互联网产业增加规模（2017-2022E）

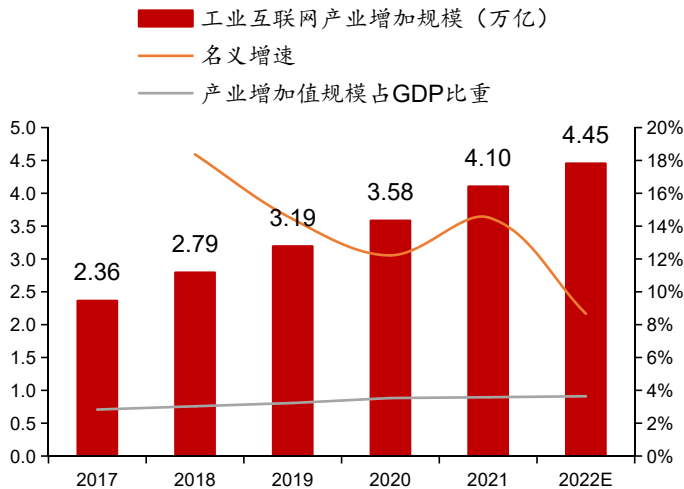
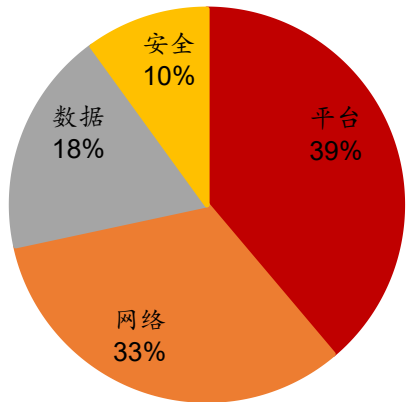


图51 2021年中国工业互联网直接（核心）产业增加值结构



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

资料来源：中国工业互联网研究院，上海证券研究所

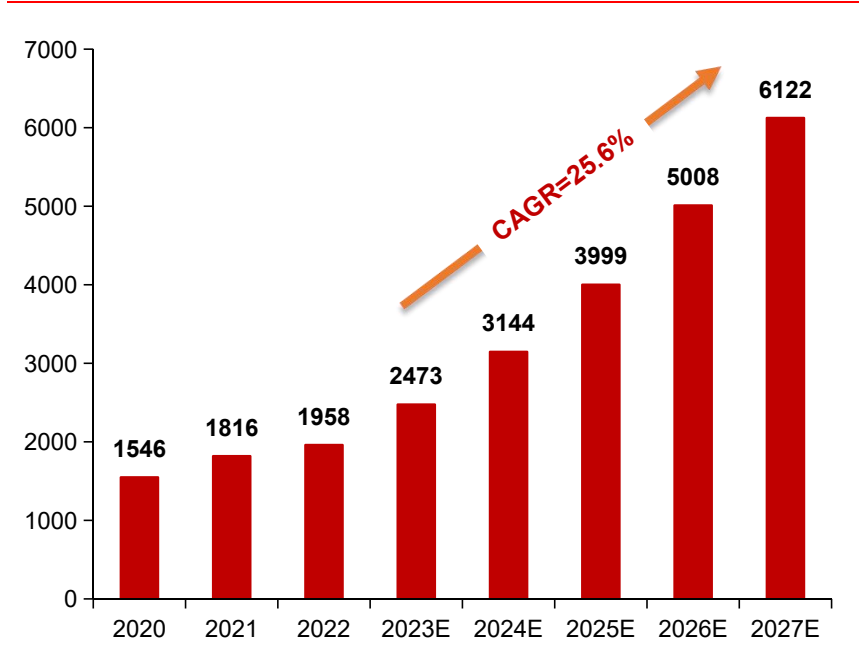
资料来源：中国工业互联网研究院，上海证券研究所



2.5.1 数字经济—人工智能：人工智能成为数字经济发展的重要驱动引擎（4/7）

- ◆ 人工智能技术快速发展，是数字经济时代的重要支柱，是新一代产业变革的重要驱动力量。我国“十四五”规划纲要明确提出要大力发展人工智能产业，打造人工智能产业集群以及深入赋能传统行业。据艾瑞咨询测算数据，2022年中国人工智能产业规模达1958亿元，年增长率7.8%，整体平稳向好，2027年整体规模可达6122亿元，2022-2027年CAGR达25.6%。
- ◆ 政策引导解决人工智能重大应用和产业化问题。2022年，我国陆续出台一系列指导意见及通知，持续加强对人工智能场景创新工作的统筹指导，规范与加强人工智能应用建设，实现人工智能与实体产业经济的深度融合。

图52 中国人工智能产业规模将快速增长（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图53 产业政策积极引导



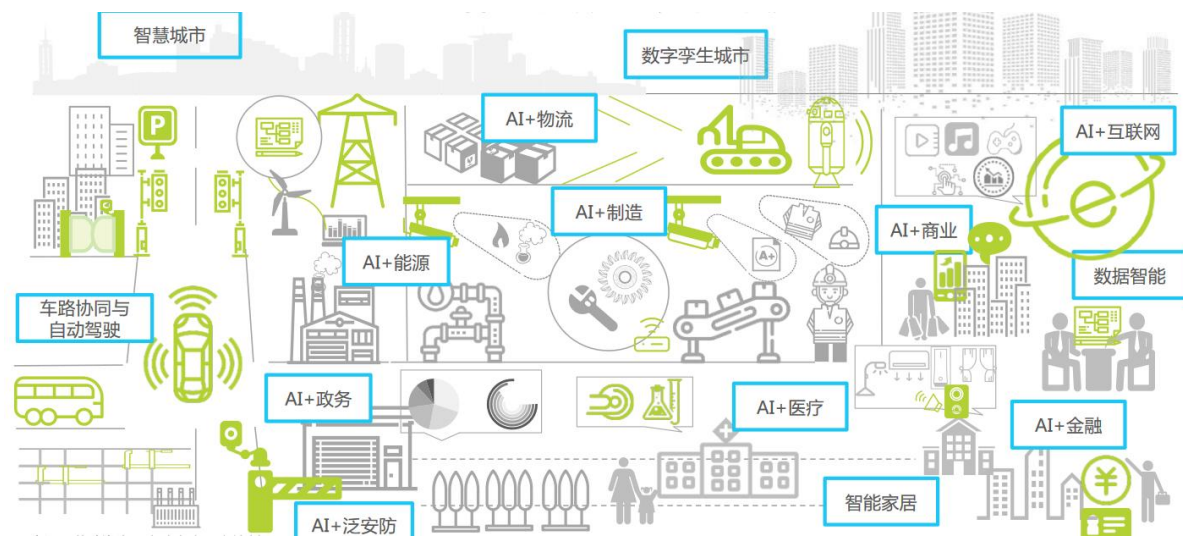
资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所



2.5.1 数字经济—人工智能：开始迈入全新阶段，持续健康发展成为焦点（5/7）

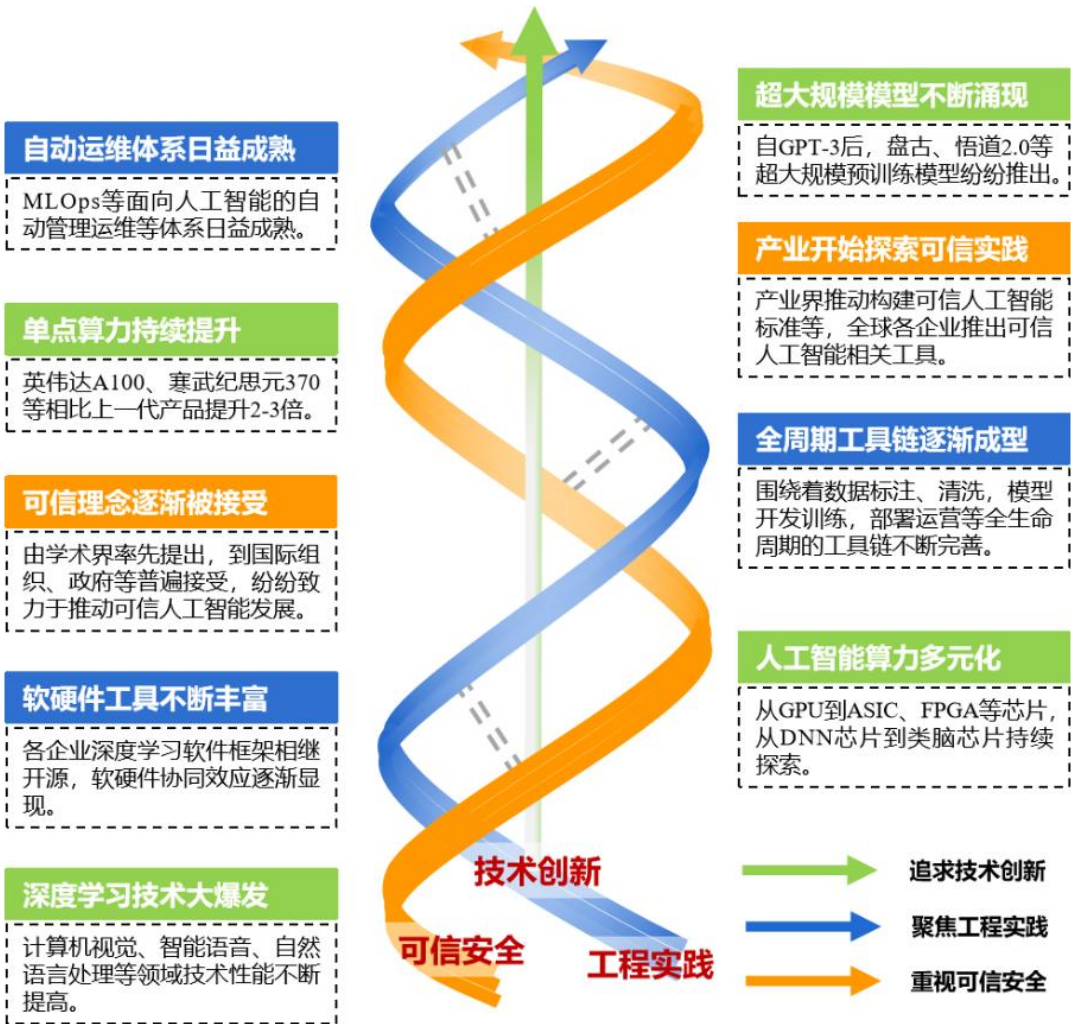
- ◆ 人工智能下一步的发展方向，将由技术创新、工程实践、可信安全“三维”坐标来定义和牵引。具体来看，第一个维度突出创新，围绕着算法和算力方面的创新仍会不断涌现。第二个维度突出工程，工程化能力逐渐成为人工智能大规模赋能千行百业的关键要素。第三个维度突出可信，发展负责任和可信的人工智能成为共识。
- ◆ 价值性、通用性、效率化为产业发展战略方向。商业价值塑造、通用性提升和效率化应用是人工智能技术助力产业发展、社会进步和自身造血的要义。

图54 人工智能参与社会建设的千行百业



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图55 技术创新、工程实践、可信安全成为人工智能“三维”发展新坐标



资料来源：中国信通院，上海证券研究所

2.5.1 数字经济—人工智能：AIGC发展步入快车道（6/7）

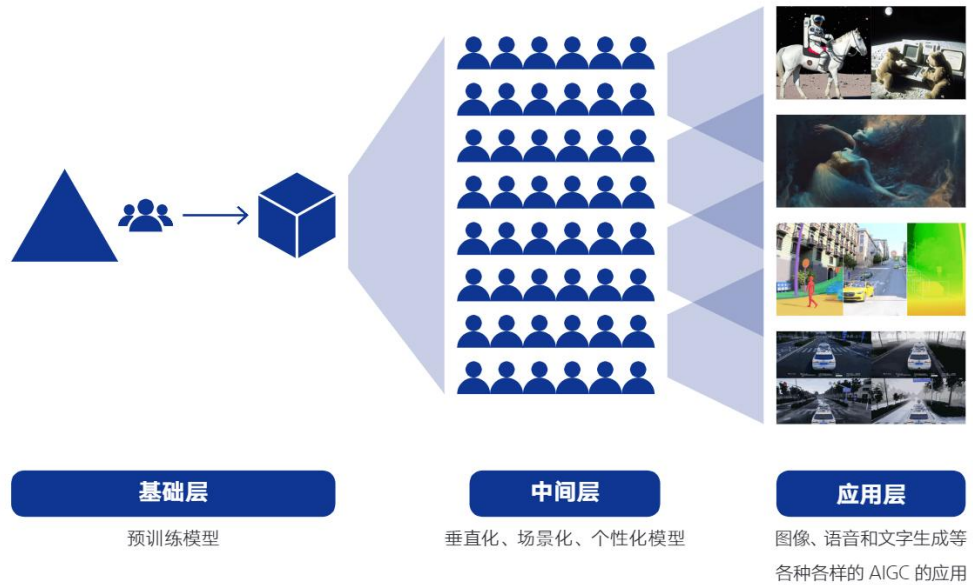
- ◆ **AIGC（人工智能生成内容）已由沉淀积累阶段步入快速发展阶段。**伴随深度学习算法的持续迭代，不同模型的数据内容生成速度、灵活性大幅提升，市场需求推动AIGC应用落地进程，AIGC开启高速发展新阶段，为数字经济发展注入新动能。据Acumen Research and Consulting 数据，2030年AIGC市场规模将达到1100亿美元。
- ◆ **AIGC或将在传媒、电商、娱乐行业先行实现创新发展。**AIGC具有真实性、多形性、可控性、组合型的特征，市场潜力巨大，有望率先在数字化程度高、内容需求丰富的行业实现落地。

图56 AIGC进入快速发展阶段



资料来源：中国信通院，上海证券研究所

图57 AIGC产业生态体系的三层架构

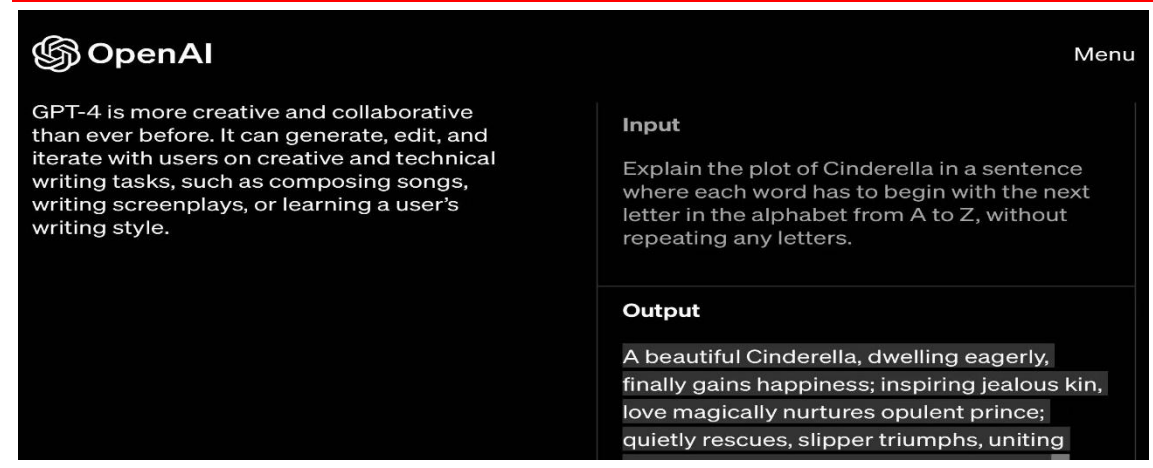


资料来源：腾讯研究院，上海证券研究所

2.5.1 数字经济—人工智能： ChatGPT或将革新生产力工具（7/7）

- ◆ ChatGPT拥抱人工智能浪潮，助力数字经济时代多领域变革。 ChatGPT 是基于GPT3.5优化的一个模型，以对话的方式进行交互，对话模式使其能够回答连续的问题、承认错误、质疑不正确的前提并拒绝不恰当的请求。产品发布后迅速在市场掀起热潮，仅发布2个月，月活跃用户就超过1个亿。数字中国顶层设计春风下，万得CHATGPT指数2023年初至今（截至2023/3/20)涨幅达到60.79%，丰富的应用场合使得ChatGPT在未来有望带领实现多场景的智能变革。
- ◆ ChatGPT或成为算力经济时代新起点，推动多样方式实现创新。 算力正在成为数字经济时代新的生产基础，海内外科技公司纷纷入局， Microsoft 365 Copilot和百度 “文心一言” 相继发布，未来产品竞争加剧或将开拓行业创新，以多样形式深入赋能实体经济发展和日常生活。

图58 GPT-4相比GPT3更具创造性和协作性



资料来源：openAI，上海证券研究所

图59 百度紧跟GPT4推出以文心一言命名的人工智能产品



资料来源：文心一言官网，上海证券研究所



2.5.2 科技创新周期—半导体:需求+库存周期双轮驱动 (1/3)

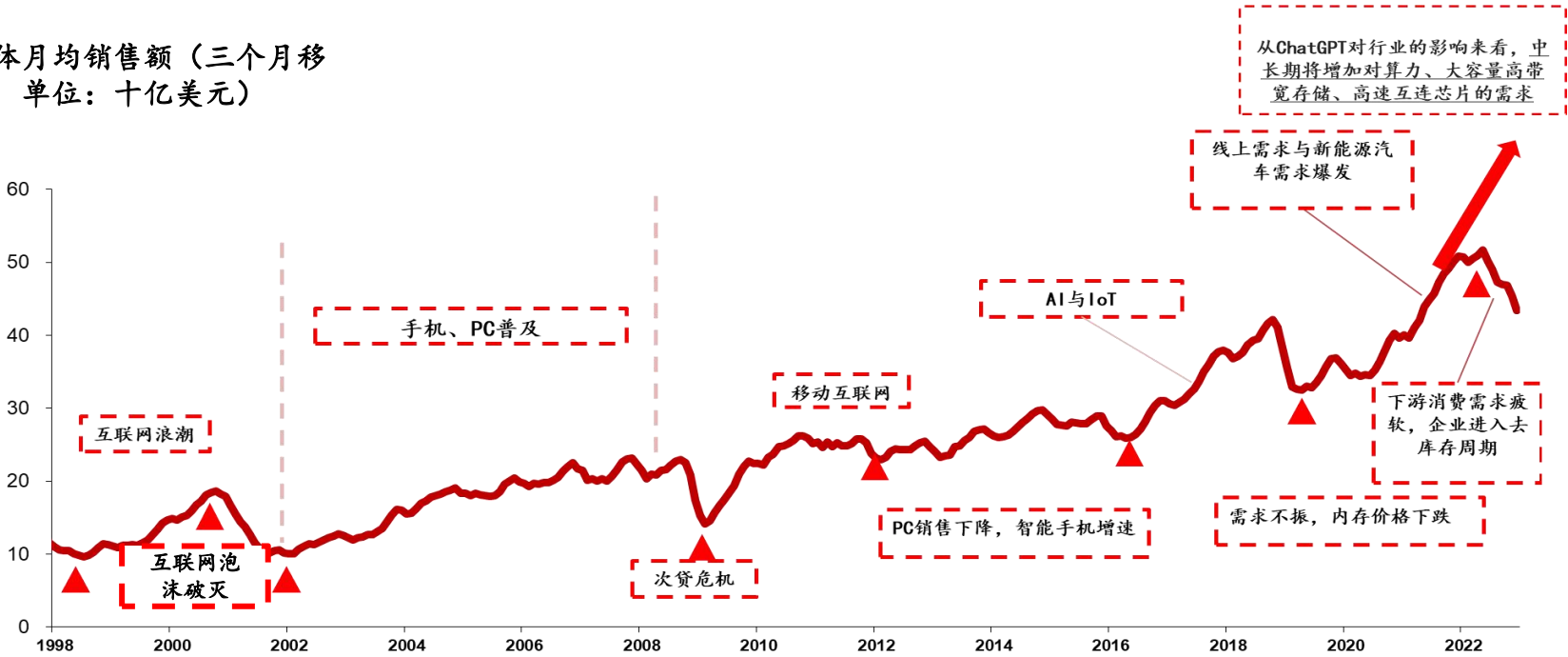
◆ 需求+库存周期驱动

- 1) 需求方面: 宏观经济波动+下游终端产品创新。
- 2) 库存方面: 产业链分工的精细化加剧了半导体行业的“长鞭效应”，消费需求较小变动在上游环节成倍放大。

◆ 周期波动的时间: 半导体行业4-5年经历一个周期，行业下行阶段持续1-2年，上行阶段持续1-3年。

图60 半导体周期历史复盘

全球半导体月均销售额（三个月移动平均值，单位：十亿美元）



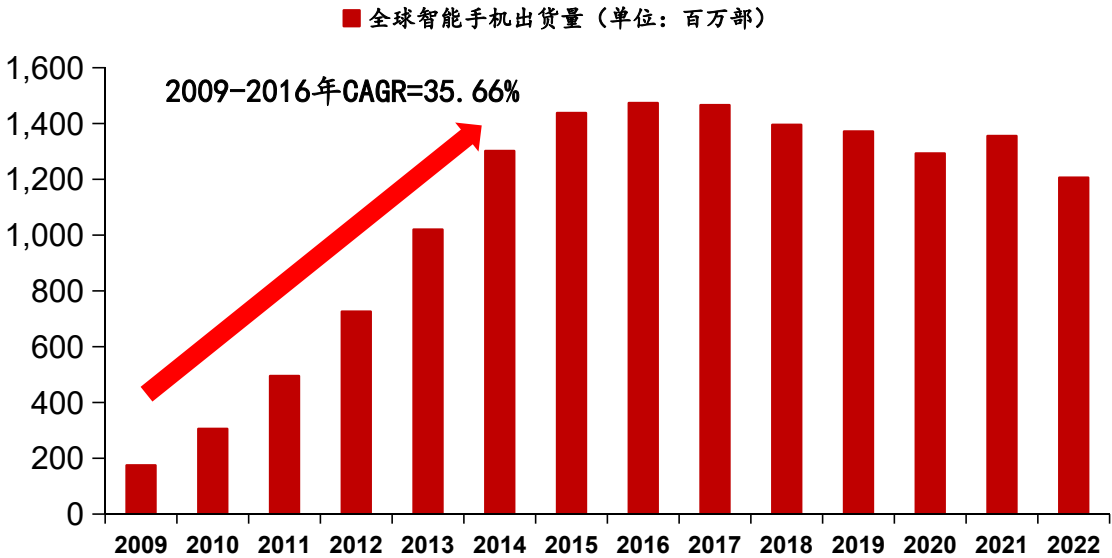
数据来源：艾瑞咨询，财联社，界面新闻，上海证券研究所



2.5.2 科技创新周期—半导体：移动互联网、IoT等消费端需求带动半导体产业发展（2/3）

- ◆ 2000年左右，互联网泡沫见顶后，半导体销售额大幅下滑；
- ◆ 2002-2007年左右，受手机、PC应用普及，2007年全球半导体销售额超 2000 亿美元；
- ◆ 2008年左右，受次贷危机的影响，半导体销售额经历了1年时间的下跌后，逐步复苏回暖；
- ◆ 2010-2019年左右，受移动互联网、IoT等下游新兴需求逐步涌现的影响，全球半导体销售额持续稳步增长，2019年突破 4000亿美元。

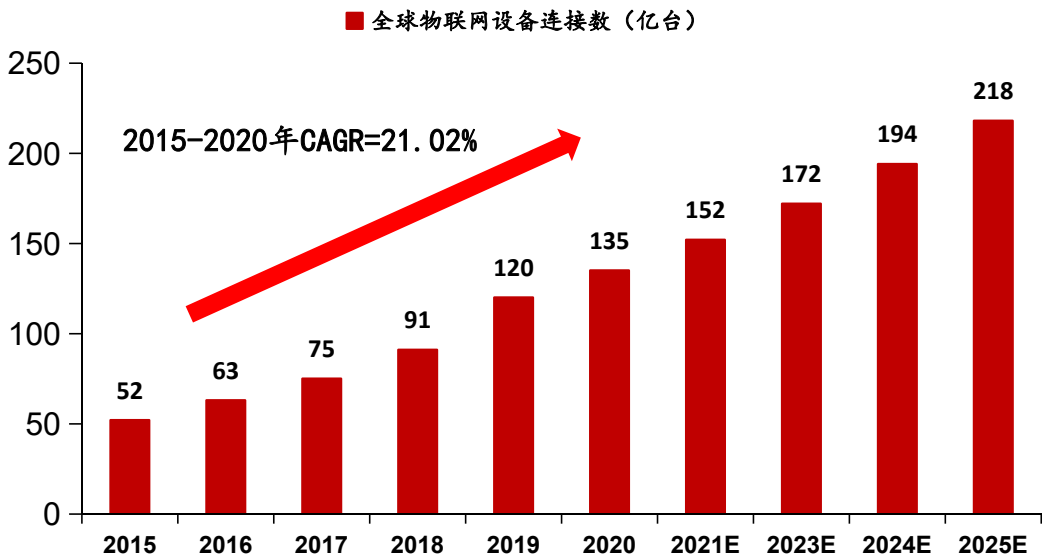
图61 全球智能手机出货量（单位：百万部）



资料来源：Wind，上海证券研究所



图62 全球物联网设备连接数（单位：亿台）



资料来源：GSMA，中科蓝讯招股说明书，上海证券研究所

2.5.2 科技创新周期—半导体：需求结构性分化，高算力芯片发展未来可期（3/3）

- ◆ 2020年上半年左右，受新冠疫情影响，消费电子需求快速增长，汽车端需求疲软，产能供应逐步向消费端倾斜；
- ◆ 2020年下半年左右，汽车销量持续上升，缺芯情况在新能源汽车领域凸显，呈现全年缺芯态势；
- ◆ 2021年下半年左右，消费、汽车等下游终端应用需求表现分化，结构性缺芯机会逐步凸显；
- ◆ 未来高算力芯片需求有望持续提升，以ChatGPT背后的GPT模型为例，其训练参数从2018年约1.2亿个到2020年已增长至近1800亿个，集邦咨询预估GPU需求量约2万颗，未来迈向商用将上看3万颗（以NVIDIA A100为计算基础）。

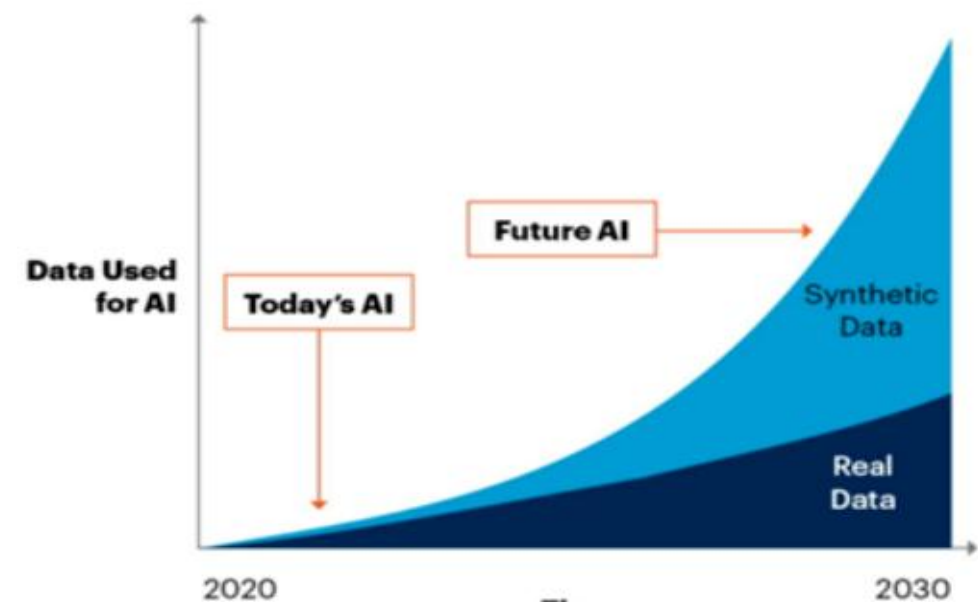
图63 下游需求结构性分化



数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所



图64 基于AIGC技术的合成数据迎来重大发展



数据来源：腾讯研究院，上海证券研究所

2.5.3 科技创新周期—新能源：储能政策出台推动全面市场化发展（1/3）

◆ 国内与欧美均出台相关政策推动储能发展

- 国内：1) 十四五期间国家发改委、能源局等机构提出了诸多政策驱动储能装机、建立完善储能价格机制，以实现储能全面市场化发展。2) 国内多省对储能装机规模与配储比例提出相关目标。2021年至今，全国多个省份发布新能源配储相关政策，对配储比例和储能时长提出要求。多省份配储比例目标集中在10%以上，储能时长要求多数为2h。
- 美国：1) ITC、IRA共同规定储能相关税收减免额；2) 美国设立2035年使用100%绿电以及2050年达到净零排放目标。
- 欧洲：各国提出税收减免、补贴等政策。

图65 美国相关政策

政策	内容
ITC	居民用户储能：100%的电力来自光伏发电，可以享受30%的税收抵免。工商业储能：电能有不少于75%来自光伏发电，可以享受30%的税收抵免；当储能75%-99.9%的电力来自于可再生能源发电时，税收减免额为该比例与30%的乘积。
IRA	不再要求储能系统的充电电量100%或75%来自光伏系统，未配光伏系统的独立储能也可享受ITC抵免。

资料来源：中国能源网，offweek，上海证券研究所

图66 欧洲相关政策

地区	政策	内容
意大利	Ecobonus	对户用储能设备翻新改造税收减免由原来的50%-65%提升至110%
欧盟	Clean Energy Package 计划	大力支持家用储能市场发展，消除发展中可能存在的财务障碍
德国	德国可再生能源法	将户用储能支付税费的装机容量上限从10KW提升至30KW
瑞典	住宅和商业光伏太阳能的返利方案	拨款1.7亿瑞典克朗 (约2000万美元) 用于住宅和商业光伏太阳能的返利方案。从2018年1月1日起，向安装光伏系统的屋主和企业购买者支付的返利比例从20%提高到30%。

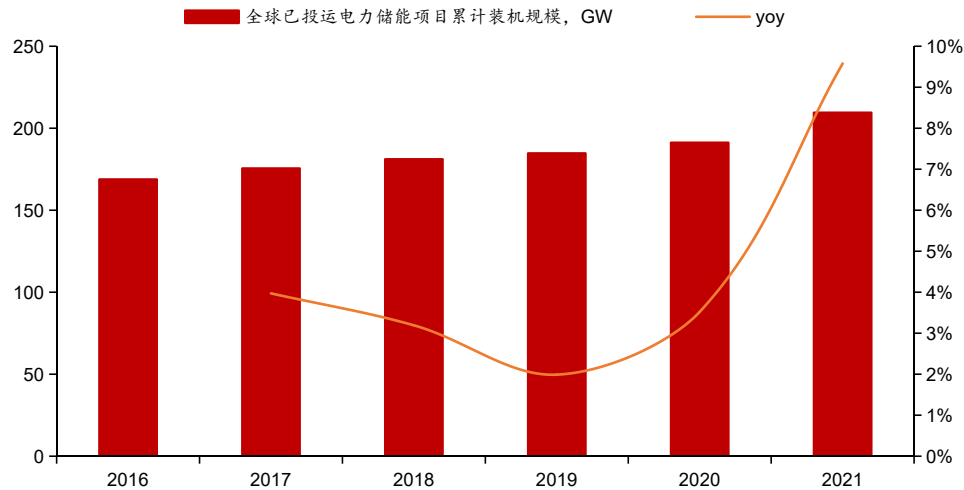
资料来源：PV Tech，江苏节能网，人民资讯，北极星太阳能光伏网，上海证券研究所



2.5.3 科技创新周期—新能源：降本推动电化学储能发展（2/3）

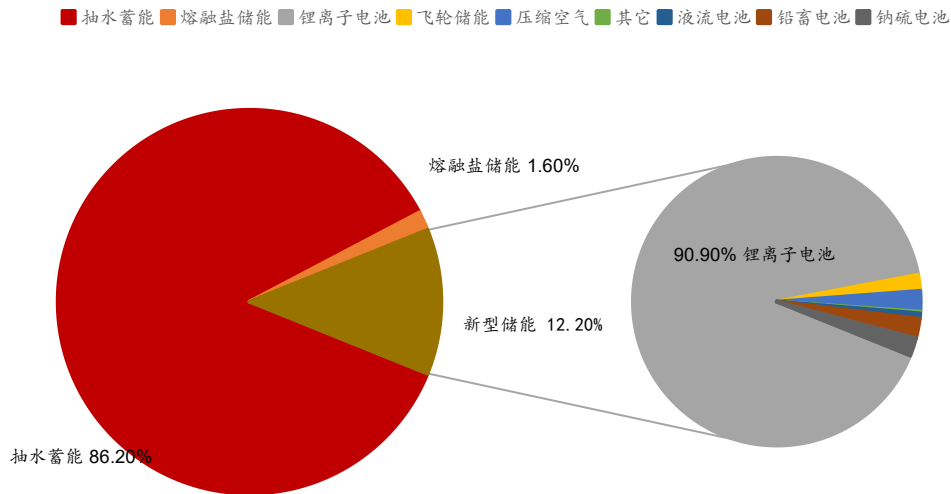
- ◆ 预计2026年中国新增新型储能装机量将达48.5GWh。
- 根据CNESA统计，截至2021年，全球累计储能装机209.4GW，同比+9%。其中新型储能累计装机25.4 GW，同比+68%。新型储能中，锂电池储能占比超过90%。中国已投运电力储能项目累计装机规模 46.1GW，占全球市场的22%，同比+30%。
- 电化学储能具有建设周期较短、安装便捷灵活等优势，降本推动下发展快速。据中国化学与物理电源行业协会，截至2021年，美国累计电化学储能装机规模居全球首位，达6.36GW，中国累计电化学储能装机5.12GW，位居世界第二。据CNESA，保守场景预计，2026年中国新型储能累计规模将达到48.5GW，2022-2026年CAGR为53.3%。

图67 2021年全球已投运电力储能系统累计装机达209GWh



资料来源：CNESA，上海证券研究所

图68 2021年全球储能装机及新型储能装机分类占比



资料来源：CNESA，上海证券研究所



2.5.3 科技创新周期—新能源：氢能发展方兴未艾（3/3）

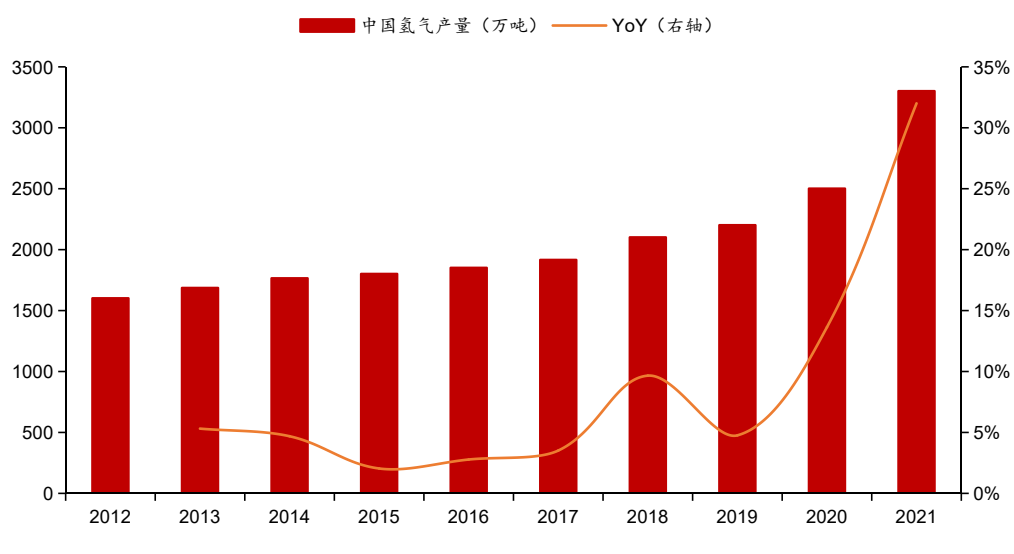
- ◆ 氢能产业链涵盖制氢、储氢、运氢和应用四个环节。
- ◆ 目前我国制氢以煤制氢、工业副产氢为主，未来电解水制氢有望成为主流。2021年，我国氢气产量达3300万吨，同比+32%。
- ◆ 国内政策大力推进氢能发展，目前我国规划可再生制氢项目产能已达369万吨。
- “十四五”规划提出，在氢能与储能等前沿科技和产业变革领域，组织实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。
- 据《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》，到2025年，燃料电池车辆保有量约5万辆，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到10-20万吨/年，实现二氧化碳减排100-200万吨/年。到2030年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，有力支撑碳达峰目标实现。到2035年，形成氢能多元应用生态，可再生能源制氢在终端能源消费中的比例明显提升。

图69 氢能产业链涵盖制氢、储氢、运氢和应用四个环节

环节	现状
制氢	目前以煤制氢和工业副产氢为主，但随着技术成熟和降本，电解水制氢（特别是PEM法电解水制氢）有望成为主流
储氢	目前以高压气态储氢和低温液态储氢为主，有机液态储氢和固态储氢尚处于示范阶段。
运氢	以高压气态方式为主
应用	燃料电池及燃料电池产业渐成规模

资料来源：《中国氢能产业发展前瞻、政策分析与地方实践》（中国人民大学氢能产业与政策研究课题组），上海证券研究所

图70 2021年我国氢气产量达3300万吨



资料来源：前瞻经济学人，国家能源局，上海证券研究所



目录

Content

一、策略展望：两会描绘政策重心，A股具备双升空间

二、把握浪潮：乘势者上上智，下好科技创新先手棋

三、关注主题：东风助力千帆竞发，科创中国扬帆远航

3.1 潮声涌动：数字中国疾风劲，或成为下个成长主赛道

3.2 重中之重：国家安全最高频，政策吹拂长期主线

3.3 大象起舞：国企改革正当时，锚定提高核心竞争力

3.4 大类资产：“稳定器”价值凸显，当下仍是“黄金”时刻

四、风险提示

三、策略研判：两会描绘全年政策重心，A股具备“业绩+估值”双升空间

后市展望：

从公布的1、2月份经济数据来看，国内经济复苏得到初步验证，叠加两会顺利召开，2023年的主线方向业已“拨开云雾”走向明朗。5%的GDP目标增速经济务实稳健，会后央行降准助力增强修复预期，呵护市场信心，A股2月以来的震荡整理行情可能已接近尾声。近期海外流动性风险于我国而言在可控范围之内，不太会带来实质负影响，但短期全球市场避险情绪高涨及衰退预期或将支撑黄金价格走高。目前市场在等待美联储加息节奏的定音，大国科技博弈仍是2023年关注的重点。我们认为，二季度市场将逐渐回归对于基本面的关注，季报业绩和行业盈利改善有望与政策合力驱动A股上行进入中期修复阶段，外资流入或边际提速。

总体而言，全年市场可能将呈现震荡向上格局，以结构性机会为主，两会后清晰的政策主线和信心修复将给予国内上半年相对稳定的支撑环境，海外衰退风险则将给下半年市场增加不确定性。

关注主题：

- 潮声涌动：数字中国疾风劲，或成为下个成长主赛道
- 重中之重：国家安全最高频，政策吹拂长期主线
- 大象起舞：国企改革正当时，锚定提高核心竞争力
- 大类资产：“稳定器”价值凸显，当下仍是“黄金”时刻



3.1 数字中国：数字经济已成为推动经济增长的重要引擎（1/2）

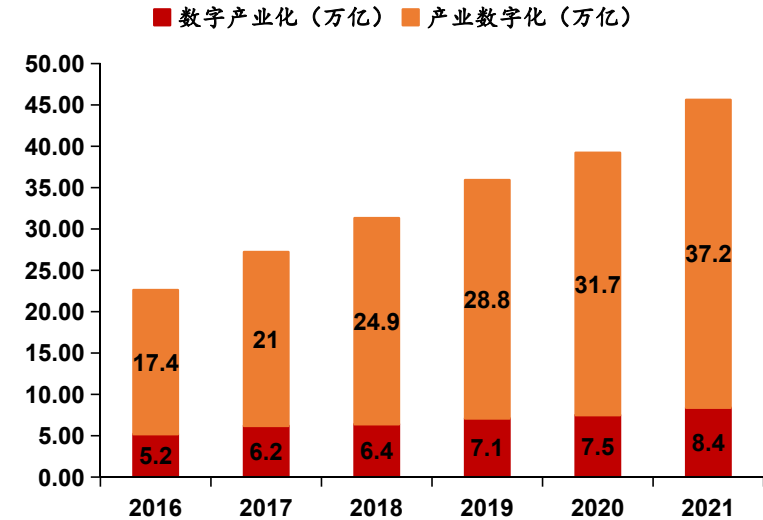
- ◆ 科技自主地位凸显，数字经济上升国家战略。“二十大”中屡次提及“创新”，强调要加快实现高水平科技自立自强。同时，会上提出加快建设数字中国，促进数字经济和实体经济深度融合。科技自立为数字经济打牢基础。
- ◆ 政策护航，助力数字经济行稳致远。2023年2月，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，明确按照“2522”的整体框架进行布局；2023年3月，《党和国家机构改革方案》提出组建国家数据局，统筹推进数字中国建设。
- ◆ 数字经济蓬勃发展，产业数字化占据主导。大数据、云计算、人工智能等新型技术涌现，赋能传统产业转型升级。根据中国信通院数据，我国数字经济规模2016-2021年CAGR为15%，2021年达到45.5万亿，占GDP比重达到39.8%。

图71 数字经济“四化框架”



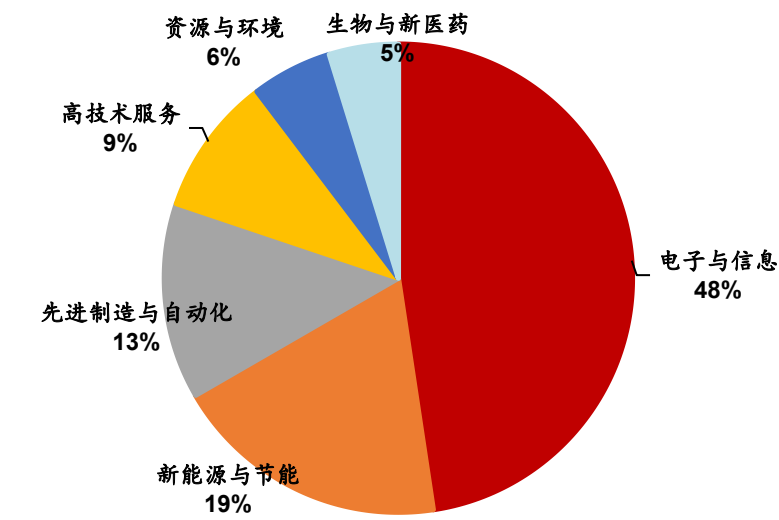
资料来源：中国信通院，上海证券研究所

图72 2021年我国数字经济规模达45.5万亿，产业数字化占主导



资料来源：中国信通院，上海证券研究所

图73 2022年全国科创环节政策中电子与信息技术政策有60项



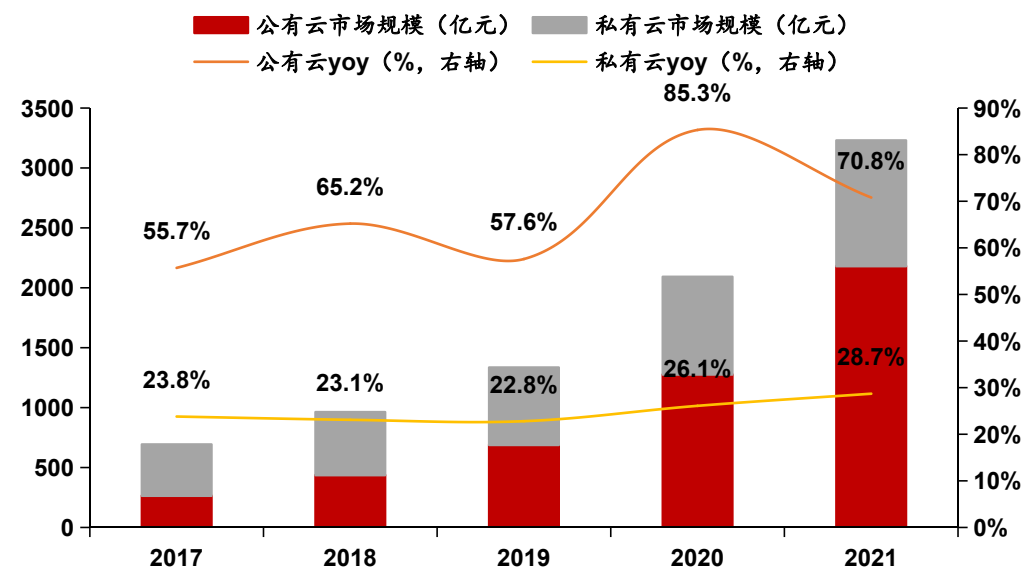
资料来源：上海科创办，上海证券研究所



3.1 数字中国：数字新基建及国产替代领域有望景气上行（2/2）

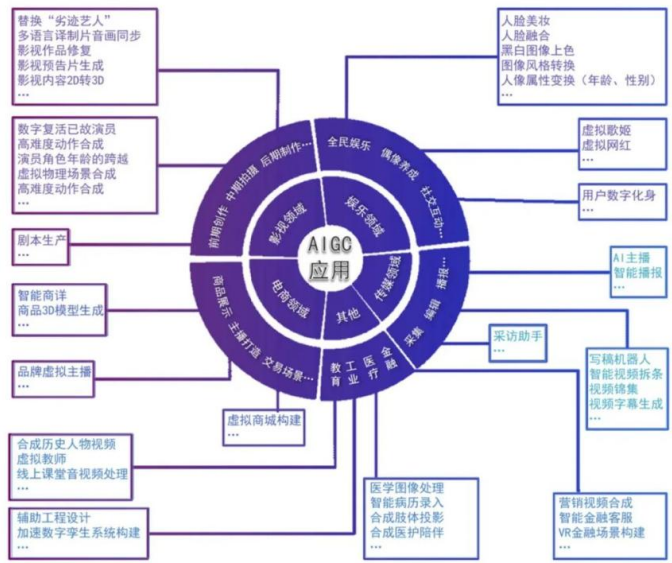
- ◆ “政策+技术革新”双重呵护，数字新基建或将率先受益。据中国信通院数据，2021年中国云计算市场规模达到3229亿元，同比增长54.4%，其中，公有云规模增长70.8%至2181亿元，私有云规模增长28.7%至1048亿元。
- ◆ 国家安全主线驱动下，AIGC、信创等国产替代领域有望实现跨越式发展。自2022年11月OpenAI推出ChatGPT后，微软、谷歌、百度等多家公司争相布局AIGC领域。2023年3月16日，百度发布类ChatGPT产品“文心一言”，首日邀测超60万人申请，自2月份百度官宣“文心一言”以来，已有超过650家合作伙伴宣布接入，开启国内大模型应用新篇章。

图74 我国云计算市场规模持续增长，2021年达到3229亿元



资料来源：中国信通院，上海证券研究所

图75 AIGC技术应用视图



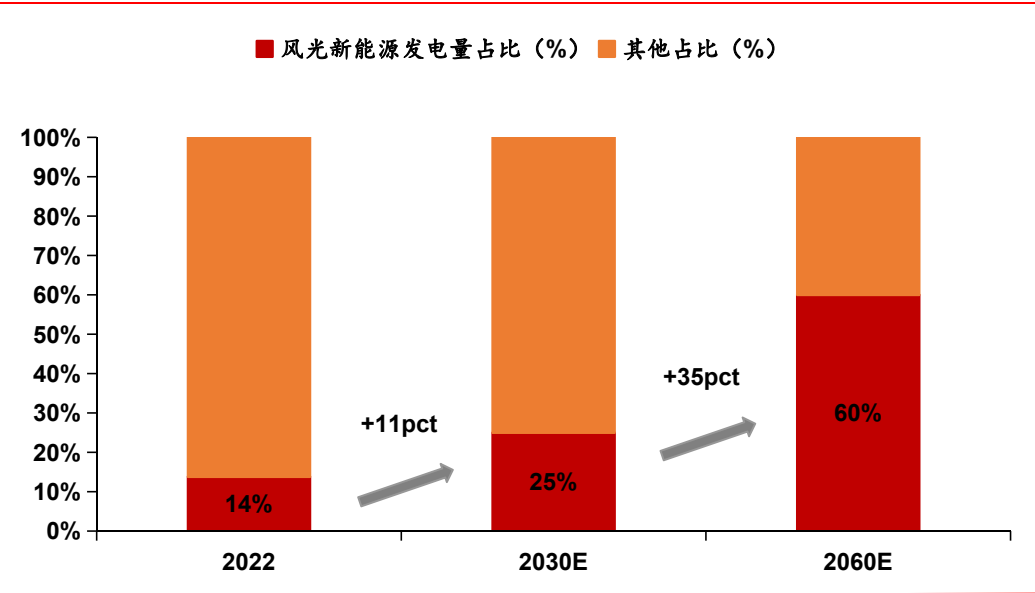
资料来源：中国信通院，上海证券研究所



3.2 国家安全：能源安全是国家安全的基石（1/2）

- ◆ 传统能源中，我国煤炭储量较为丰富，石油对外依赖度较高。据自然资源部，截至2021年底，我国煤炭、石油、天然气储量为2079亿吨、37亿吨、63393亿立方米。据《国内外油气行业发展报告》，2021年我国石油对外依赖度高达72%。
- ◆ 电力是未来能源安全的重要领域。我国能源消费结构中电力占比快速提升。可从电力“源、网、荷、储”环节保障电力能源安全。2023年3月，政府工作报告中提到，推进能源清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系，提升可再生能源占比。建议关注：光伏、风电、新能源车、特高压、电网智能化、储能等。

图76 预计2030年我国风光新能源发电量占比达25%



资料来源：南方电网《数字电网推动构建以新能源为主体的新型电力系统白皮书》，北极星太阳能光伏网，上海证券研究所

图77 预计2023年全球新能源车销量有望达1394万辆

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
新能源汽车销量，万辆						
中国	126	121	137	352	689	900
欧洲	36	54	126	219	251	267
美国	36	32	33	67	100	171
其他	10	10	10	21	43	56
合计	208	216	306	659	1083	1394
新能源汽车渗透率						
中国	4.5%	4.7%	5.4%	13.4%	25.6%	32.6%
欧洲	1.8%	2.6%	7.7%	13.5%	17.4%	20.0%
美国	2.0%	1.8%	2.2%	4.3%	6.9%	11.7%
其他	0.4%	0.4%	0.5%	0.9%	1.9%	2.5%
合计	2.2%	2.4%	4.0%	8.2%	13.8%	17.7%
新能源汽车销量yoy						
中国		-4%	13%	158%	96%	31%
欧洲		47%	136%	74%	15%	6%
美国		-10%	4%	101%	50%	71%
其他		-8%	1%	116%	107%	31%
合计		4%	42%	115%	64%	29%

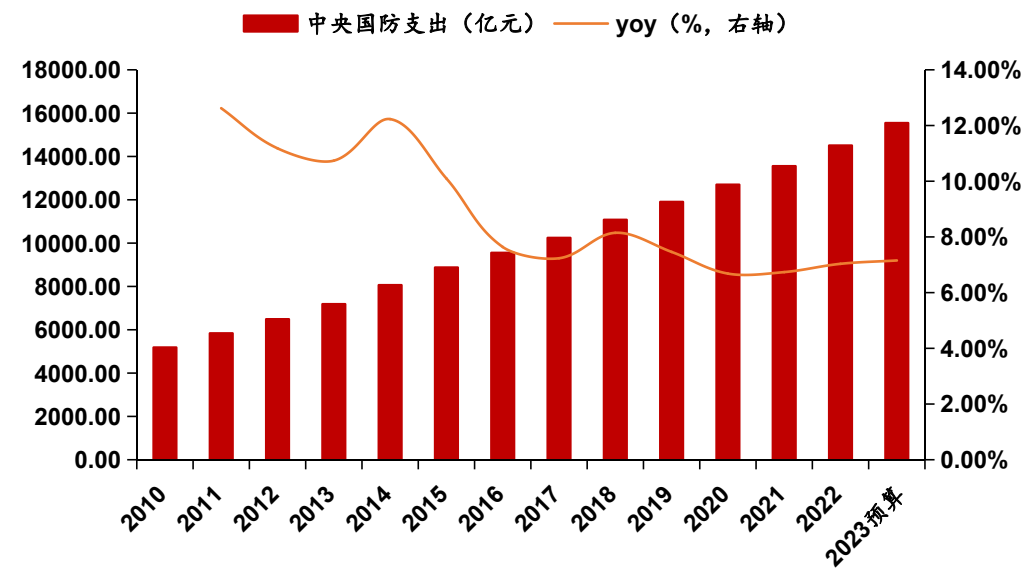
资料来源：中汽协，Marklines，上海证券研究所



3.2 国家安全：国防安全是国家安全的保障（2/2）

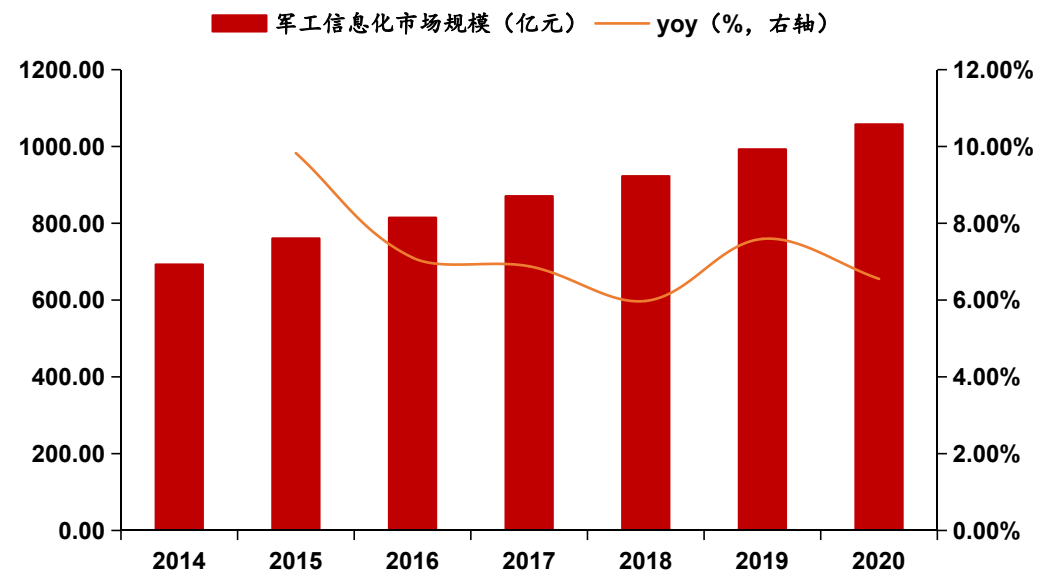
- ◆ 国防安全重要性日益突出。2022年政府工作报告中提到，全面加强军事治理，巩固拓展国防和军队改革成果，加强重大任务战建备统筹，加快实施国防发展重大工程。
- ◆ 我国国防支出稳定增长。据中央和地方预算报告，2023年中央一般公共预算安排国防支出15537亿元，同比增长7.2%。
- ◆ 电子元器件是发展国防信息化的必要条件。国防“十四五”核心之一为国防信息化。据智研咨询，2020年，我国军工信息化市场规模为1057亿元，同比+7%。电子元器件为信息化、智能化装备的核心元件，具有广阔的发展空间。

图78 我国中央国防支出稳定增长



资料来源：国防部，财政部，上海证券研究所

图79 我国军工信息化市场规模稳定增长



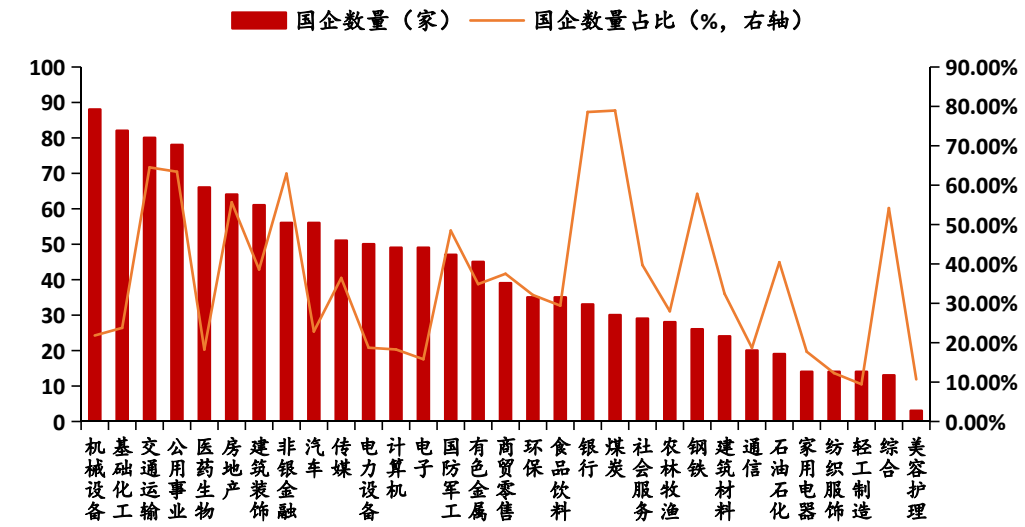
资料来源：智研咨询，上海证券研究所



3.3 国企改革：国企为我国经济发展的“压舱石”（1/2）

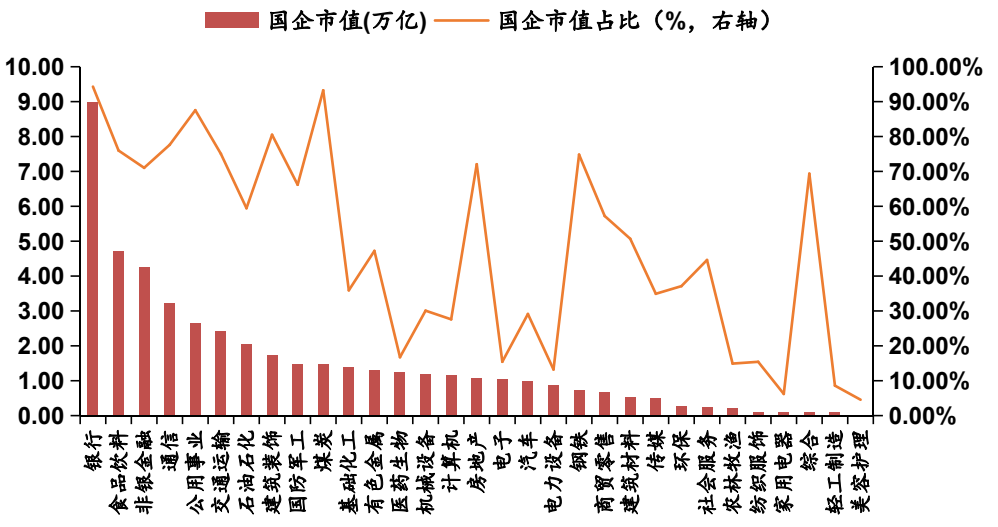
- ◆ 国企在经济发展中具有战略支撑作用，中国特色估值体系助力国企价值修复。2022年11月，证监会主席易会满首次提出“中国特色的估值体系”概念，强调国有上市企业更应加强专业化战略性整合，提升核心竞争力。2023年2月证监会会议再次指出逐步完善适应不同类型的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系。
- ◆ 国企改革推动企业提质增效。2022年国企改革三年行动圆满收官，实现了“三个明显成效”预期目标。2023年2月，国资委明确今年将进一步实施新一轮的国企改革深化提升行动，加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用。2023年3月，政府工作报告强调深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。

图80 国企主要分布在机械设备、基础化工等传统行业



资料来源：Wind，上海证券研究所

图81 国企在银行、煤炭等行业市值占比较高



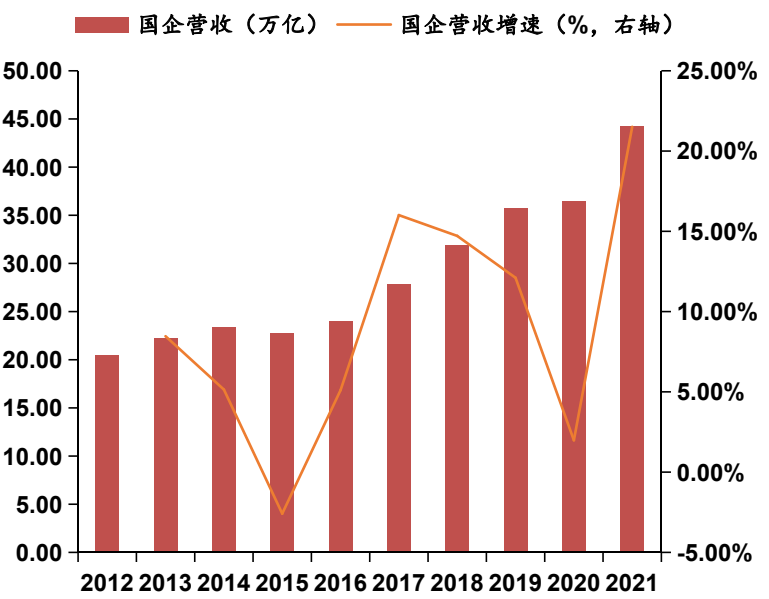
资料来源：Wind，上海证券研究所（数据截至2023/03/17）



3.3 国企改革：国企盈利能力持续提升，但估值水平偏低（2/2）

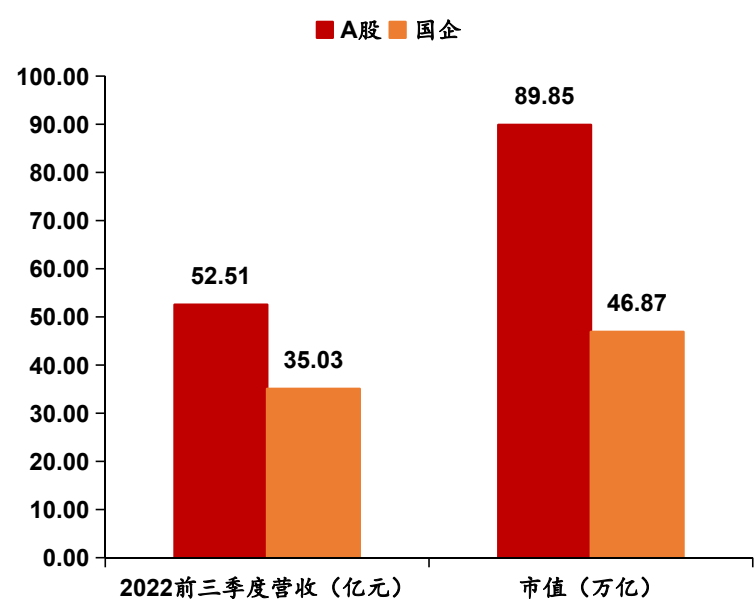
- ◆ 国企营业收入持续高速增长。2021年，国企实现营收44.3万亿元，同比增长21.51%，5年CAGR达到13.08%。
- ◆ 国企对市场盈利贡献较高，但市值占比偏低。2022年前三季度国企营收在A股市场整体营收占比为66.72%，然而截至2023年3月17日，国企市值在A股市值中占比仅为52.16%，国企营收占比与市值占比不匹配。
- ◆ 国企PE值低于近10年均值，向上弹力十足。截至2023年3月17日，中证国企指数PE（TTM）为12.03x，低于10年均值13.00x，位于近10年来39.08%分位点，仍有上行空间。

图82 国企营收持续高速增长



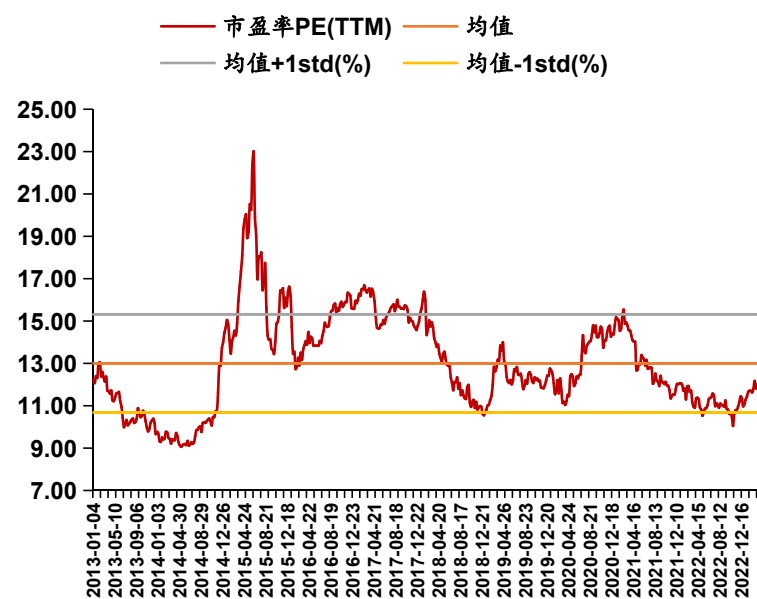
资料来源：Wind，上海证券研究所

图83 国企对市场盈利贡献高，但市值占比较低



资料来源：Wind，上海证券研究所（市值数据截至2023/03/17）

图84 中证国企指数PE值低于10年均值



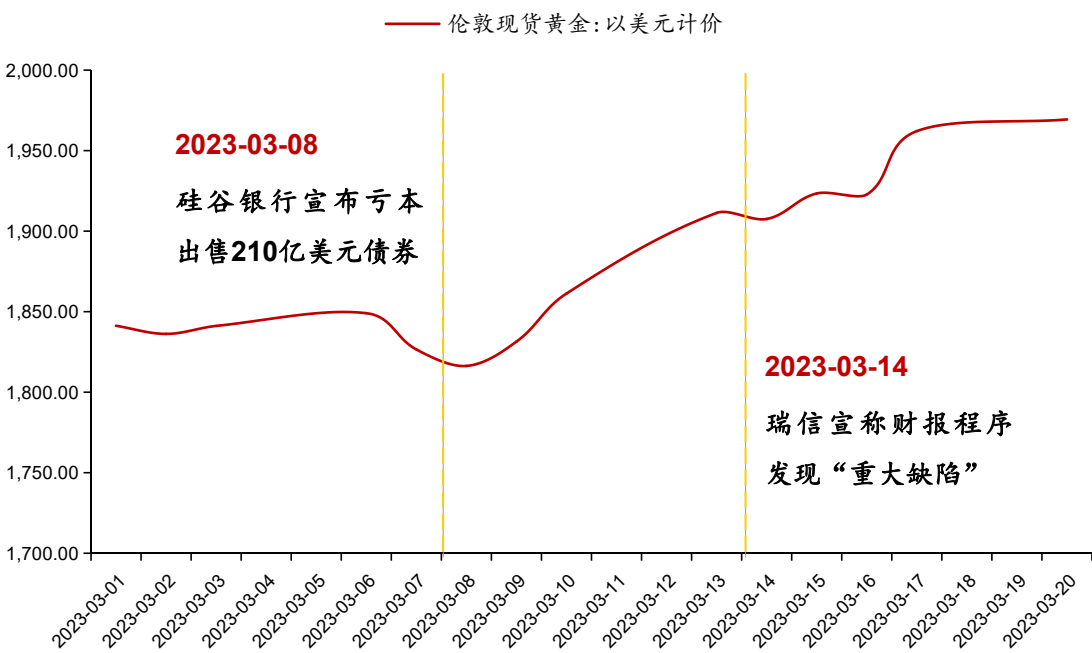
资料来源：Wind，上海证券研究所（数据截至2023/03/17）



3.4 大类资产：危墙之下，金价可期

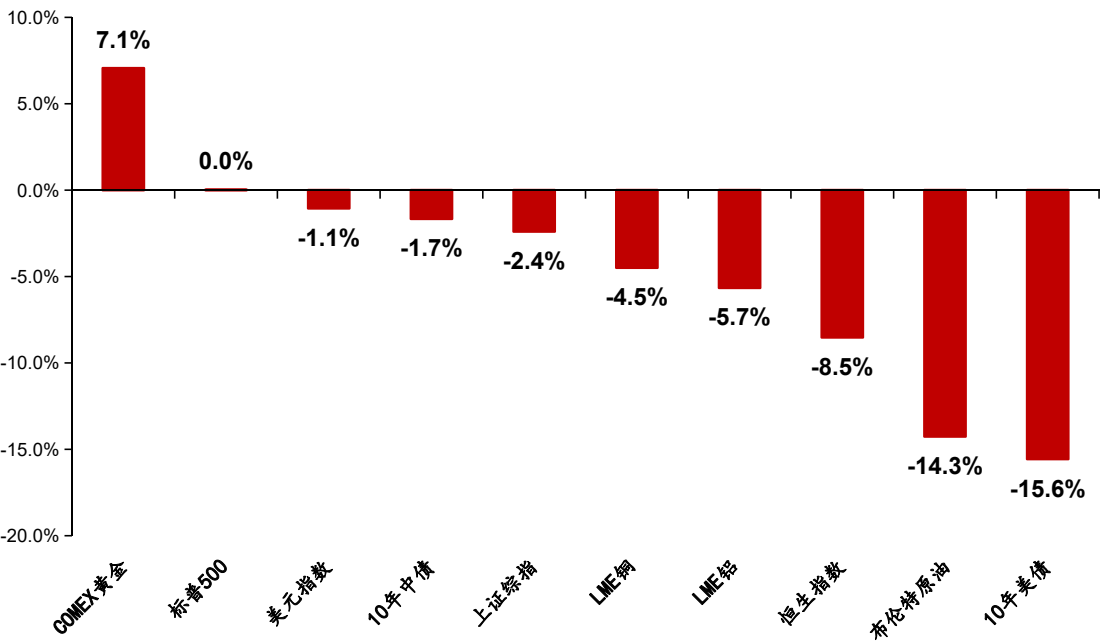
- ◆ 危机发酵提振避险需求，避险资金涌入黄金“求稳”。近期在硅谷银行等多家银行破产、瑞信违约风险增加、金融市场波动和避险升温、市场预期美联储转鸽等多重因素推动下，黄金避险功能凸显，价格快速上行。
- ◆ 黄金定价模式生变，中长期上行可期。当前世界正从经济全球化走向地缘政治化，以美元为中心的国际货币体系导致全球金融治理框架缺乏内在稳定性，黄金定价与美元逐渐脱钩，各国央行持续减持美债增持黄金，金价中长期上行可期。

图85 危机发酵提振避险需求（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，环球网，中国经济网，上海证券研究所

图86 避险资金涌入黄金（3月份全球大类资产涨跌幅）



资料来源：Wind，上海证券研究所（数据截止至2023/03/21）



目录

Content

- 一、策略展望：两会描绘政策重心，A股具备双升空间
- 二、把握浪潮：乘势者上上智，下好科技创新先手棋
- 三、关注主题：东风助力千帆竞发，科创中国扬帆远航
- 四、风险提示

1. **宏观经济修复不及预期：**宏观经济修复可能仍面临较大压力，消费意愿、风险偏好、企业盈利情况或不及预期。
2. **政策推进效果不及预期：**政策端引导供给侧多于需求侧，需求的市场效果则取决于预期、信心等综合因素，且各类规则可能在制度推行过程中受到突发的具体因素影响。
3. **美国衰退风险超预期：**美国加息终点悬而未定，累计加息效应致使部分行业陷入萎缩，超紧缩货币政策或将美国经济推入衰退。
4. **地缘政治冲突不确定性较强：**大国博弈加剧一定程度上对全球经济产生扰动，俄乌冲突不确定性依然存在，后期可能推动国际地缘政治格局变化，全球贸易、供应链均可能会受到波及。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

