

国都投资研究周报

策略月报：内外压力边际缓和，指数底部弱反弹

一、近中期市场展望：内外压力边际缓和，指数底部弱反弹

1、外部压力边际缓和：美国近期通胀粘性强但中期高位趋缓，美元激进加息预期计入较为充分

美国近期通胀粘性强但中期高位趋缓。继 6 月美国 CPI 超预期再破四十年新高至 9.1% 后，7 月短暂高位回落后，8、9 月美国通胀连续两月超预期，核心 CPI 连续两月反弹并再创四十年新高。受能源、交运价格涨幅高位回落，9 月美国通胀 CPI 连续三个月回落；但通胀同比、环比涨幅连续两个月超预期，尤其核心 CPI 连续两月反弹至四十年新高 6.6%，主要系食品饮料、住宅、医疗保健、服装等消费品及服务类价格同比涨幅仍处于高位上升态势，反应美国劳动力缺口及服务业工资上涨压力，也预示美国通胀维持高位震荡压力仍较大。

近中期展望，美国通胀随大宗商品价格有望自高点延续回落态势，且消费品、服务类价格同比涨幅高位趋缓，中期美国通胀有望高位震荡回落。

美元激进加息预期计入较为充分。随着美国服务业的恢复，美国就业市场仍强劲，尤其美国工人时薪仍保持较快增长，就业市场紧俏下，工资-通胀螺旋上升压力仍在。美国通胀压力超预期，且当前美联储抑制通胀为首要目标，宁愿牺牲经济增速与就业市场以扭转通胀高企态势，加息路径或策略大概率采取“先快后缓”，以引导降低通胀预期。

美国持续高通胀促使前期美联储加息节奏提速，6、7、9 月连续三次大幅度加息 75bp。考虑到 8 月中旬至今，美联储的鹰派紧缩立场已轮番表达释放，市场已对年内美元加息幅度、本轮加息终点水平大幅上调 150bp 左右，且即对美联储过去两个月的鹰派立场计入充分，美元利率及美元指数均创一二十年新高，近两个月美联储明确释放的超预期激进加息政策信号，对股债汇市场的冲击已渐入尾声。

美元大幅加息预期已较为充分反应，市场对于年内 11/2、12/14 美联储议息日连续第 4、5 次加息 75bp 的预期概率高达 97%、66% 至 3.75-4.00%、4.50-4.75%，而后于 23 年加息节奏大幅放缓，当期预期 23/2/1 议息日美元加息 25bp 的概率过半，随后 23 年大概率按兵不动，即本轮美元加息终点区间为 4.75-5.00%，剩余累计加息空间尚有 175bp。

中期风险或取决于美国经济衰退压力程度。中期展望，考虑到本轮美国通胀粘性较大，预计在通胀中枢明显回落前，美联储大概率维持限制性政策及美元利率高位水平，而对美国经济衰退、失业率上升容忍度上升。9 月美联储会议纪要也显示，美联储委员认为一旦政策达到足够限制性的水平，在一段时间内维持该水平将是合适的。鉴于近两个月市场对美元激进加息的预期计入较为充分，相应的股债汇价格阶段性调整也较为充分，预计近期美元利率与汇率的上行冲击风险减弱，中期风险或主要取决于美元激进加息后美国经济衰退压力程度。

研究员：白姣姣

电话：010-84183207

Email：baijiaojiao@guodu.com

执业证书编号：S0940519060001

联系人：王景

电话：010-84183383

Email：wangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2、系列稳汇率政策初见成效。强势美元背景下，前期人民币汇率被动释放补跌压力，也是导致 A 股连续调整的一大诱因之一。然而，近期系列稳汇率信号初见成效，人民币兑美元汇率在跌破 7.25 阶段新低后，正呈现底部企稳迹象。

继前期央行已公告 9/15 起下调外汇存款准备金率之后，9/28 起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%，同时前期召开的全国外汇市场自律机制电视会议，要求自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落；以上系列动作均释放稳汇率的积极信号，近中期有望提振人民币汇率止跌转升，叠加三四季度国内经济逐步恢复，人民币兑美元汇率继续贬值空间有限。近期人民币汇率有望底部企稳、区间震荡。

综合判断，中期而言，美元加息的外部流动性收紧、人民币汇率贬值两大内外压力有望趋于缓和，中期利于市场受美元流动性加快收紧冲击震荡磨底后的展开修复缓升行情。

3、内部稳增长政策逐见成效：政策性结构性金融工具托底发力见效，经济正企稳回升

9 月信贷社融总量显著多增且结构质量改善，尤其是企业中长贷连续两个月放量多增，预示经济企稳回升。9 月 M2、社融存量同比各 12.1%、10.6%，环比-0.1、+0.1 个百分点并处于近五年半、近一年高点，主要系当月企业短、中长期贷款双双放量所致；同时信贷存量增速环比+0.3 个百分点至近七个月高点 11.1%；趋势来看，M2 增速自 21 年 4 月阶段触底 8.1%后，已震荡上行 17 个月，同时社融存量增速于 21 年 9-10 月触底 10.0%后，已趋势上行 11 个月，按社融增速一般领先经济增速两个季度经验判断，22Q2 大概率为经济增速底。

9 月新增社融同比+0.63 万亿元，前 9 月累计同比+3.02 万亿元创历史第三高（仅次于 20 年、09 年），主要系信贷、委托贷款、信托贷款各同比+0.80、+0.15、+0.19 万亿元贡献，主要系前期通过政策性银行新增信贷额度、设备更新再贷款及保交楼专项贷款等系列结构性货币工具发力所致；而地方政府专项债券前置发行后 8、9 连续同比少增共逾 0.9 万亿元，企业债券发行连续四个月同比少增，但 9 月同比降幅已收窄至-261 亿元。

企业中长贷连续两月放量多增。企业短端、中长贷同比连续第二个月各多增+0.47、+0.65 万亿元，反应前期政策性金融机构新增贷款、结构性专项贷款等货币工具发力稳基建、保交楼见效；但居民中长贷同比连续 10 个月少增共-2.5 万亿元，地产周期性下行及居民收入预期下降双重压力下，前期系列楼市松绑政策见效缓慢，但考虑到去年四季度起地产各项数据的低基数，预计后续地产对经济拖累趋缓。

考虑到 22 年 6 月起，已陆续通过政策性银行新增信贷额度 8000 亿元、6000 亿元资本金政策性金融工具，以及 2000 亿元设备更新再贷款、2000 亿元的保交楼专项贷款等，以上各种政策性或结构性金融工具共新增贷款额度逾 2 万亿元，将为四季度企业贷款同比继续回暖提供支撑，叠加委托贷款、信托贷款的同比改善，预计新增社融、中长贷同比仍有望保持正增长，经济企稳回升态势有望延续。

4、但基本面改善预期偏弱，或压制指数底部反弹空间。

外部美元紧缩压力边际趋于缓和，系列稳汇率政策初见成效，近期有望提振 A 股二次探底后展开修复行情。然而，考虑到内部基本面改善预期偏弱，或压制指数底部反弹空间。

基于疫情频繁散发、内需偏弱及外需放缓等约束，在保持经济合理区间运行基本目标下，七月底中央政治局会议淡化经济增速追求上沿目标，出台大规模刺激性政策的可能性基本排除，22 年我国 GDP 增速预期值已连续下调至 3.6%附近。

综合而言，经济恢复力度连续弱于预期，经济增速目标预期下调，企业整体盈利增速难以乐观；房地产松绑甚至激励政策效应迟迟未见起色，地产拖累经济下行压力持续，同时欧美经济滞胀前景压力加剧，将拖累我国出口贸易增速。基本面修复空间连续下调，将压制指数上行空间；尤其跟经济高度相关的传统周期板块，包括银行、证券保险、房地产、钢铁、建筑建材等板块，分子端盈利预期谨慎，或压制股价修复空间。

5、三季度业绩仍在底部徘徊，业绩边际强弱切换下估值阶段回归收敛

二季度大概率为基本面底。综合来看，上半年疫情冲击程度仅次于 20 年疫情暴发初期，22Q2 的 GDP 同比增速显著放缓至+0.4%，22Q1 为 4.8%；预计年内疫情防控压力对经济活动影响最大时期为 4、5 月，随着前期扩投资、稳地产、促消费等稳增长政策逐见成效，预计下半年经济增速有望逐季回升；目前市场一致预计 22 年第三、四季度的 GDP 同比+3.6%、+4.5%附近。预计三、四季度随着 GDP 增速的回升，以及上游能源原料成本压力的缓和，A 股整体业绩增速有望自 2022 阶段底部回升，22Q2 大概率为基本面底。

统计近十年各季度业绩增速变化曲线可知，全 A、剔除金融石油石化的 A 股营收、净利润增速基本与名义 GDP（包含量价因素）当季走势一致，2Q22 受国内经济中心城市的疫情防控压力高峰，二季度我国名义 GDP 同比+3.9%，较一季度大幅回落 5.1 个百分点，相应 2Q22 全 A、剔除金融石油石化全 A 的净利润同比增速较 1Q22 各回落 1.6、8.1 个百分点。

目前市场普遍预计上市公司业绩或在三季度真正见底回稳。中期内若业绩增速、盈利能力见底回稳，则有望为市场自相对底部修复提供基本面支撑。根据 WIND 统计分析上市公司 22 半年报，营收、净利润同比增速整体放缓，不同风格、行业板块强弱分化明显，但同时业绩边际变化呈现强弱切换。三四季度随着系列稳增长政策逐见成效、GDP 增速自二季度底部逐季回升，上市公司业绩增速也有望随之企稳回升，重点可结合业绩预期边际强弱变化、估值匹配安全度等挖掘结构性机会。

三季度业绩仍在底部徘徊。根据国家统计局公布的工业企业利润总额月度变化来看，7、8 月工业企业利润总额当月同比-11.8%、-7.2%，而 4、5、6 月当月各同比-8.6%、-5.7%、+4.5%，可见三季度前两月工业利润虽然同比降幅收窄，但较二季度 4、5 月的降幅仍在扩大；合并单季度来看，22 年第二季度工业企业利润总额同比-3.3%，而第三季度前两月合计同比-9.5%，即使考虑 9 月工业企业利润回升，但整体三季度工业企业利润增速仍在底部徘徊。

当然，从上下游行业利润分布来看，随着上游资源周期品价格的回落，上游采矿业利润总额同比增速已连续快速回落，而中下游制造业利润增速同比降幅已趋势收窄；22 年前 8 月，上游采矿业利润累计同比增速逐月快速下滑至+16.7%（前 5 月保持翻倍以上），而制造业利润同比增速逐月收窄至-16.6%，4、5 月累计同比降幅在-20% 附近。

上半年成长、周期风格强于消费、金融风格；分行业板块业绩表现来看，传统能源、新能源相关行业板块显著领涨，必需消费品（食品饮料、医药生物、家电）业绩稳健，而地产系（房地产、机械、建材）行业普遍垫底；分行业板块来看，传统能源、新能源相关行业板块显著领涨，必需消费品（食品饮料、医药生物、家电）业绩稳健，而地产系（房地产、钢铁、机械、建材、轻工）板块业绩增速普遍垫底。三季度起，业绩边际强弱切换下估值阶段回归收敛。

6、风格趋于收敛均衡。市场风格在 4 月底至 8 月中旬经历了“成长与周期偏强、消费与金融偏弱”的显著分化（指数收益差高达 40% 附近），叠加中报显示季度业绩边际变化呈现弱者转好、强者转差迹象，共同促使估值存在均衡收敛需要。考虑到本轮国内疫情散发城市广泛且持续时间较长，压制消费板块联系调整至较低位置，预计近中期随着疫情防控压力边际缓和，消费板块有望阶段性修复，可适当关注消费板块，包括医疗服务、白酒、餐饮旅游、航空酒店、影视广告等；同时，“保交楼、稳民生”支持性金融、财税政策陆续落地（下调商贷房贷利率、阶段性减免换房个税等），且监管层最新定调“房地产金融化泡沫化势头已实质性扭转”，也预示后续地产限制性政策有望继续松绑，近日触底反弹的地产系板块仍有修复空间，可把握房地产、家居、家电、保险等优质低估值个股阶段反弹机会。

配置方面，建议重点深挖科技成长机会，阶段把握金融地产及出行消费优质个股的估值修复机会；同时，当前国内剩余流动性充裕，且在近期经济恢复偏弱压力下宽松局面难以逆转，且景气赛道板块的优质个股三季报业绩有望继续亮眼，支持电动汽车、智能驾驶、车规级半导体、光电生产设备与材料、军工等科技赛道板块深挖细分机会，如关键新材料、重要零部件、高端生产设备等。

二、宏观政策跟踪：经济恢复动能偏弱，政策宽松超预期+

1、二十大报告简要解读：新时代新征程上的中国式现代化

近日党的二十大胜利召开，大会总结了过去五年的工作和新时代十年的伟大变革，提出了新时代新征程党的使命任务，确立了党的指导思想和基本路线，制定了未来战略目标及重点工作安排。

大会确立新时代新征程上的中国式现代化内涵。未来五年是我国全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期。二十大报告提出新时代新征程党的中心任务，就是团结带领全国各族人民全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。中国式现代化具体内涵包括五方面的现代化：人口规模巨大的现代化、全体人民共同富裕的现代化、物质文明和精神文明相协调的现代化、人与自然和谐共生的现代化、走和平发展道路的现代化；核心关键词是共同富裕、和谐共生。

中国式现代化的本质要求：坚持中国共产党领导，坚持中国特色社会主义，实现高质量发展，发展全过程人民民主，丰富人民精神世界，实现全体人民共同富裕，促进人与自然和谐共生，推动构建人类命运共同体，创造人类

文明新形态。同时，全面建设社会主义现代化国家，是一项伟大而艰巨的事业，必须增强忧患意识，坚持底线思维，必须牢牢把握以下重大原则：坚持和加强党的全面领导，坚持中国特色社会主义道路，坚持以人民为中心的发展思想，坚持深化改革开放，坚持发扬斗争精神。

坚持高质量发展为主题。实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

建设现代化产业体系，实体经济为着力点，推进新型工业化。坚实的物质技术基础，为全面建成社会主义现代化强国的重要保障之一，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。

创新驱动发展战略，塑造发展新动能新优势。报告提出，教育、科技、人才是全面建设社会主义现代化国家的基础性、战略性支撑。必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。

报告提出，要完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量，提升国家创新体系整体效能，形成具有全球竞争力的开放创新生态。加快实施创新驱动发展战略，加快实现高水平科技自立自强，以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战，加快实施一批具有战略性全局性前瞻性的国家重大科技项目，增强自主创新能力。深入实施人才强国战略，加快建设世界重要人才中心和创新高地，着力形成人才国际竞争的比较优势。

目前，我国已进入创新型国家行列，实现突破一些关键核心技术，战略性新兴产业发展壮大，载人航天、探月探火、深海深地探测、超级计算机、卫星导航、量子信息、核电技术、大飞机制造、生物医药等取得重大成果。

推进国家安全体系和能力现代化。报告提出，要坚持以人民安全为宗旨、以政治安全为根本、以经济安全为基础、以军事科技文化社会安全为保障、以促进国际安全为依托，统筹外部安全和内部安全、国土安全和国民安全、传统安全和非传统安全、自身安全和共同安全，统筹维护和塑造国家安全，夯实国家安全和社会稳定基层基础，完善参与全球安全治理机制，建设更高水平的平安中国，以新安全格局保障新发展格局。

报告再次指出，要确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全，提高公共安全治理水平；实现建军一百年奋斗目标，开创国防和军队现代化新局面，实施国防科技和武器装备重大工程，加强国防科技工业能力建设。

2、经济恢复动能偏弱

6月随着国内疫情防控压力缓和及密集提振经济政策出台，我国经济疫后全面恢复，各项经济指标增速改善明显。然而，受疫情防控压力屡有反复，国内地产下行压力拖累，全球经济与工业库存处于下行周期，经济恢复动能与持续性较弱。7月制造业PMI、新增社融信贷规模总量与结构质量均不及预期，消费工业投资等三大经济数据均弱于预期，反应当前我国三重压力下居民消费与企业投资意愿或信心不足。8月长江流域持续高温局部缺电，且国内疫情多点散发，楼市仍较低迷；8月制造业PMI弱反弹且仍位于荣枯线下方，并预计8月工业生产、投资、进出口贸易等同比增速悉数较上月放缓，仅社零总额低基数效应下同比增速有望反弹至4.0%上方附近。

受本轮国内疫情防控压力持续，居民出行与消费恢复偏弱，国庆长假全国旅游出行人数及消费金额同比降幅略有扩大，仅为2019年同期的六成、四成左右，国庆档票房同比降66%创近七年新低，表明当前疫情防控约束下，居民出行旅游与影视消费仍较低迷。

前期公布的8月消费、工业生产各同比+5.4%、+4.2%，前8月固定资产投资累计同比+6.4%，均好于预期；主要反应此前系列稳增长政策短期见效，其中基建、制造业投资月度同比增速双双上行至+15.3%、+10.6%。8月消费、工业同比增速较7月反弹，主要系去年同期德尔塔病毒传播的低基数效应，剔除基数效应的环比增速仍弱于历史季节性均值，居民与企业信用扩张动力未见改善，经济内生增长动能仍偏弱；尤其地产系的家具、装潢建材消费持续低迷，楼市销售及房地产新开工、土地购置面积同比跌幅仍扩大，地产下行对经济拖累见底仍需时日。

此前公布的8月进出口贸易增速双双显著回落、8月CPI、PPI物价指数均弱于预期，反应外需走弱，内需恢复偏弱。此外，8月社融信贷总量低于预期，此前政府债券前置放量发行后同比显著缩量，基建投资发力的能否保持存在不确定性；但同时，8月信贷结构质量有所改善，企业中长期贷款同比转为显著多增，居民中长期贷款同比降幅收窄，表明经济内生恢复动能边际有所改善。整体来看，当前经济恢复动能仍偏弱，后续基建投资这一稳经济工具或面临放缓压力，但制造业投资仍有望保持平稳，同时房地产拖累压力或逐步缓和。

1) 工业去库存下行压力，或于 23 上半年企稳。从工业生产与库存周期来看，一般上行、下行周期各约 1.5-2 年，以摩根大通全球制造业 PMI 走势变化来看，16 年初至今共经历了两轮上行周期（16 年 2 月至 17 年 12 月、19 年 8 月至 21 年 5 月，期间受 20 年新冠疫情暴发短暂下行），一轮下行周期（18 年 1 月至 19 年 7 月）。目前正处于新一轮下行周期（21 年 6 月至今），今年以来俄乌冲突持续、全球通胀压力加剧，美联储为首的加息缩表紧缩政策，进一步加剧本轮全球经济下行压力。按下行周期时长 1.5-2 年推测，初步预计本轮工业生产与库存下行周期有望于 23 年上半年结束。

2) 房地产下行拖累，有望于 22Q4 缓和。我国房地产在经历过去 20 年持续高速发展后，人均住房面积已达 40 平方米较高水平附近，同时近几年居民负债杠杆率近十年持续明显上升至 62% 较高位置，从增量需求及信用扩张能力来看，中长期均面临减速甚至下行压力。同时，“房住不炒”总基调政策定力已持续数年，我国人口结构老龄化加速，城镇化率步伐放缓，进一步决定了我国房地产中长期前景稳中趋缓态势。

短周期来看，21 年初我国房地产销售、投资、房企资金来源等各项指标的增速悉数转为下行，尤其 21H2 受地产三道红线的硬约束，房企购置土地、新开工增速迅速由正转负且降幅持续扩大，房地产销面及投资增速从 22 年初转负且同比降幅扩大至 -25% 附近，房地产直接与间接产业共占我国 GDP 的 15-20%，简单测算房地产下行已拖累我国 GDP 同比增速约 2-3 个百分点左右。值得注意的是，近三个月全国房地产销面、房企资金来源累计同比降幅基本稳定在 -25% 附近，新开工面积降幅逐步收窄企稳，整体呈现筑底迹象。

短周期展望来看，预计随着金融政策的优化调整，保交楼稳民生政策的落实，优质房企融资政策逐步松绑、金融支持居民购房需求（尤其 5 年期 LPR 年内已下调 20bp，居民房贷利率年内大幅下行 101bp 至 6 月底的 4.62% 低点），楼市供需紧缩局面或将改观；考虑到 21Q4 低基数效应，预计 22Q4 房地产下行拖累或将缓和。

3、政策宽松超预期

1) 经济稳增长压力不减，货币政策以稳量降价为主，以期提振消费与投资意愿。近期央行同步下调 1 年期 MLF、7 日 OMO 操作利率 10bp 至 2.75%、2.0%，考虑到 22/1/17 曾下调 1 年期 MLF 利率 10bp，年内已累计下调 20bp，仅次于 20 年疫情暴发元年的 30bp 下调幅度。

央行在下半年工作部署会议及二季度货币政策执行报告中重申坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，同时强调坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段；同时提出货币政策工具“三个兼顾”目标下稳总量优结构。

下调政策利率是否意味货币政策加码宽松？从资金市场大环境来看，近四个月政策利率持续高于市场利率，1 年期 MLF 利率较银行同业存单发行利率高出 60-80bp，有必要下调政策利率，以更多反应政策引导作用。因此此次缩量投放、下调政策利率的操作，更多体现为顺势而为，而非预示货币政策转向或者宽松加码。

此次下调政策利率目的何在？考虑到 7 月以来经济恢复力度持续弱于预期，且主要拖累因素为地产、居民消费及企业投资三大因素，而这三大下行压力的主要系疫情持续反复冲击下的预期偏弱，企业与居民资产负债表受损。此次进一步下调政策利率，旨在引导社融成本进一步下行，以期边际刺激企业、居民信用扩张意愿，提振消费与投资。

2) 降低资金利率对投资与消费的边际改善或是慢变量过程。降低政策利率，引导社融成本下行，对于提振投资与消费的实际效果如何？从今年实际数据来看，1 年、5 年期 LPR 各累计下调了 10、20bp，企业一般贷款、居民住房贷款利率更是显著累计下降了 43、101bp 至 6 月底的 4.76%、4.62%，均为历史低点。8/22 分别再次非对称下调 1、5 年期 LPR 各 5、15bp。然而，以上社融成本的显著下行，并未有效改善居民消费及企业信用扩张与投资意愿，社融信贷、社零消费、房地产销售及民间投资数据未见趋势性改善；究其原因，主要系上述分析的周期性下行压力所致。预计后续随着周期性下行压力缓和，房地产周期筑底企稳，及全球制造业周期将于 23 上半年结束下行周期，届时资金利率的累计下行这一慢变量效应或将显现，居民消费与企业投资增速有望企稳回升。

3) LPR 连续下调，粗略预计可提振 23 年消费 0.25 个百分点。22 年 5 年期 LPR 已累计下调 35bp，考虑到存量房贷利率变更普遍在次年 1 月，按目前存量房贷规模 40 万亿元测算，23 年可为居民节省房贷利息约 1200 亿元；根据居民支出消费占可支配收入的七成测算，预计可提升 23 年全国社零消费约 0.25 个百分点。

4、货币政策工具“三个兼顾”目标下稳总量优结构，时隔两年半重启 PSL 结构性货币政策。前期公布的央行二季度货币政策执行报告提出：加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期（坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，引导信贷资源更多投入实体经济转型重点领域，挖掘绿色投资、城镇老旧小区改造、高技术制造业、科技创新等结构性潜能）、经济增长和物价稳定、

内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有利、更高质量的支持。

具体而言，货币政策工具总量目标方面，强调保持货币信贷平稳适度增长，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，加大对实体经济的信贷支持力度；结构性货币政策工具方面，“聚焦重点、合理适度、有进有退”，积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具，促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜，培育新的经济增长点。

前期央行部署 22 年下半年工作重点要求：一综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；二加大对企业的信贷支持，保持货币信贷平稳适度增长，引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，引导实际贷款利率稳中有降；三用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设；四巩固经济回升向好趋势，抓好政策措施落实，着力稳就业、稳物价，发挥有效投资的关键作用，保持经济运行在合理区间；五稳妥化解重点领域风险，保持金融市场总体稳定，防范化解中小银行风险，加快探索房地产新发展模式，督促平台企业全面完成整改，实施规范、透明、可预期的常态化监管，发挥好平台经济创造就业和促进消费的作用。

值得注意的是，时隔两年半后 9 月央行向三大政策性银行重启抵押补充贷款（PSL），近日公告 9 月 PSL 净新增 1082 亿元至 2.65 万亿元，为 20 年 2 月以来 PSL 余额首次出现正增长，月度净新增规模也时隔多年重回千亿元以上。重启 PSL，发力结构性货币政策，旨在引导政策性金融机构加大制造业、基础设施等实体经济薄弱环节、重点领域融资支持，充分发挥逆周期稳增长作用。

三、中期展望：“政策底-估值底-市场底-基本面底”一轮完整调整周期基本结束，中期有待基本面修复空间及外部紧缩-衰退风险消化殆尽。

1、“政策底-估值底-市场底-基本面底”一轮完整调整周期基本完成。一般而言，一轮市场调整完整周期依次经历“政策底-估值底-市场底-基本面底”，21Q4 起随着能耗双控纠偏、房地产“双维护”、稳增长政策发力适当靠前等系列政策的出台落地，尤其是 22 年初以来连续降准降息、地方债发行前置放量、3/16 金融委专题会议、4/29 中央政治局会议两次有力的政策底，管理层再次释放扩投资促消费稳外贸、稳岗促就业等强烈信号，及减半下调股票交易过户费率、鼓励中长线资金入市等提振资本市场政策举措等，均强化巩固宏观经济与资本市场的政策底。

此前我们多次分析指出，4 月 A 股正处于“政策底-估值底-市场底-基本面底”调整周期的估值底至市场底的震荡调整周期尾部阶段，中期 A 股要摆脱下沿区间震荡压力，即确认市场指数底部，有待基本面见底预期的持续强化。而 4 月国内点多面广频发的疫情状况，使得稳增长举措落地延后，经济基本面底预期也置后，致使“估值底-市场底”阶段拉长，以待国内疫情好转、美元加息与缩表提速压力落地及俄乌局势实质性缓和等内外压力因素的边际改善。

4 月底至 6 月底，国内一揽子稳增长政策密集加码落地（如下调首套普宅的商业性个人住房贷款利率下限、5 年 LPR 利率超预期连续两次均下调 15bp，国常会部署 6 方面 33 项稳住经济大盘措施，汽车购置税阶段性减半）；4 月经济快速探底，5 月工业、消费、投资增速悉数回升，人流物流逐步恢复正常，尤其是 6 月下旬二线楼市、汽车消费强劲回补，进一步确认国内经济疫后恢复态势。

2、本轮调整已对利空压力反应较为充分，指数二次探底基本完成

A 股在经历 4 月底至 7 月初两个多月的显著反弹修复后，7 月至今国内疫情防控压力屡有反复、经济恢复持续性与强度弱于预期，同时市场对于美联储紧缩政策预期波动较大，以上内外压制因素使得 7 月中旬至 8 月中旬指数转入区间震荡；而 8 月中旬至 9 月底，受美联储连续超预期释放鹰派政策信号、美元利率与汇率双升及全球经济滞胀担忧加剧等压力影响，A 股随全球市场进入连续承压下跌期。

本轮近两个月连续下跌过后，A 股主要指数普遍下跌 15-20%且已回调至 5 月中上旬甚至 4 月底的位置，综合市场调整时长、幅度及当前市场整体估值、破净率、换手率及两融余额/融资买入占比等指标来看，本轮调整已对利空压力反应较为充分。

1) 大盘指数估值已调整至历史偏低位置。市场在跌宕起伏中已对国内经济弱恢复及美元流动性收紧、全球经济滞胀前景加剧等作出较为充分的反应，当前（截至 9/29）市场估值普遍下修至近十年偏低分位数，主要指数的滚动 PE 普遍回落至近十年分位数的 30%附近及以下，万得全 A、万得全 A（剔除金融石油石化）、沪深 300、中证 500、创业板指、科创 50 的滚动 PE 分别为 16.3、26.4、11.2、20.6、44.4、40.6 倍，分别位于近十年历史

分位数的 30.8%、34.6%、26.6%、12.1%、27.4%、7.9%。

行业估值分布来看，近七成一级行业的滚动 PE 降至近十年分位数 20% 下方，尤其通信、锂电池、有色金属、交运、化工、医药生物、非银金融等行业估值已调整至近十年最低，约五成一级行业的滚动 PE 降至 20 倍下方，半导体、新能源汽车、电气设备、锂电池、光伏等热门赛道板块的滚动 PE 普遍降至 30 倍附近安全区间；当前仅新能源汽车、食品饮料、商贸行业的 PE、PB 均位于近十年分位数 65-85% 区间。

2) 市场交易活跃度大幅降温，谨慎悲观情绪反应较为充分。从市场交易额、换手率、两融余额及融资买入占比、陆股通资金流向等表征资金交易活跃度指标来看，当前均已大幅降温至阶段低点，表明谨慎悲观情绪反应较为充分。9 月下旬至今，A 股两市日均总成交额已缩量至 6500 亿元附近，两市换手率已降至 0.7% 附近，较 4 月底的市场底部低了三成左右，较前期高点萎缩了逾一半。同时，全 A 两融余额已下降至近两年低点 1.55 万亿元附近，较 21 年 9 月中旬阶段高点累计下降近两成；融资买入额占总成交额的比例已降至历史低谷 5.5% 附近，占比也较前期高点下降逾一半。此外，陆股通自 7 月初至今整体转为净流出，近三个月累计净流出 230 亿元，而今年上半年累计净流入 718 亿元。

3、中期有待基本面修复程度。考虑到疫情反复冲击下的居民、企业资产负债表受损，信用扩张信心与动力意愿有限，经济新旧动能转换升级曲折，内生性增长动能减弱；同时全球主要经济体正受高通胀困扰而加快退出宽松政策，中期经济面临衰减风险，当前我国出口贸易增速回落。综合内需、外需周期减弱压力，预计本轮疫情后的经济恢复动能偏弱，或呈现 U 型或浅 V 型复苏，而非 20 年初疫情后的 V 型复苏。后续市场继续反弹空间，有待基本面修复程度，重点观察一揽子稳经济政策效果、疫情防控政策优化后消费为主驱动的经济内生恢复程度。

回顾今年前三季度我国经济走势，经济增速波动明显加大。一季度稳增长政策前置发力下当季 GDP 高开 4.8%；但受俄乌事件、国内经济中心城市疫情爆发等超预期因素冲击，二季度前期经济明显下滑，第二季度 GDP 显著下行至 0.4%；三季度及时出台稳经济一揽子政策和接续政策，前几年储备的政策工具能用尽用，着力保市场主体稳就业稳物价，扩大有效需求，扭转了经济下滑态势，三季度经济总体恢复回稳，预计第三季度 GDP 回升至 3.5% 附近。

四季度经济占全年份额最高，为进一步促进经济回稳向上、确保运行在合理区间，近日李克强总理主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议，会议提出：针对需求偏弱的突出矛盾，要想方设法扩大有效投资和促进消费，调动市场主体和社会资本积极性，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策。同时指出，要注重用好近期出台的两项重要政策工具：一用好政策性开发性金融工具，根据地方项目需求合理确定额度投放，加快资金使用和基础设施项目建设，在四季度形成更多实物工作量；二用好专项再贷款、财政贴息等政策，加快推进制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造，尽早形成现实需求。此外，依法依规提前下达明年专项债部分限额；因城施策运用政策工具箱中的工具，支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策。

4、中期外部风险：美元快速紧缩后美国经济或存在衰退风险

1) 本轮美国通胀压力系多因素共振所致，决定了美元紧缩力度大持续时间较长。本轮美国通胀持续加剧，系 20 年疫情暴发期美元超宽松尤其是财政补贴居民账户后需求显著回暖、劳动力返回就业市场缺口较大、全球疫情反复干扰产业链供应链的供给不足、及俄乌冲突后国际大宗商品显著上涨等多重因素共振所致。从近几个月美国通胀必需品、耐用品及服务类价格全面上涨来看，预计本轮高位通胀或将持续数月。以上通胀压力持续之下，使得美联储本轮加息节奏快幅度大，且保持利率水平中性偏高水平的时间较长即政策转向宽松时点延后，不惜牺牲经济与就业市场，以控制通胀压力逐步回落至 2% 中枢水平。

2) 美元快速紧缩下，中期美国经济或存在衰退风险。抗通胀首要任务下，本轮美元利率上调终点已大幅上升至 5.0% 附近，美元融资成本的大幅上升，势必影响居民、企业信用扩张活动，抑制汽车、房地产等耐用品消费及私人投资。从最近公布的零售、新屋及成屋销售、新屋开工建设等数据来看，利率上升后消费、私人投资活动呈现降温迹象。中期来看，美元大幅紧缩后，美国经济硬着陆或进入衰退风险上升，目前市场预期 23 年美国步入衰退的概率大幅上升，参考上世纪 79-82 年期间，新任美联储主席沃尔克上任后，连续大幅加息以抗击高通胀（高达 10% 以上），期间美国经济短暂进入衰退；而后随着控通胀见效，叠加里根新政，美国经济重新进入复苏繁荣期。

美国季度 GDP 已连续两季环比下滑；欧美日 Sentix 投资信心指数悉数快速下跌，欧元区领跌并创 20 年 6 月以来新低；本轮欧美日投资信心指数已趋势下行 1 年，按过去二十年四轮下行周期约 18-24 个月粗略推测，预计当前仍处于下行中途，下行深度或仅次于 08 年金融危机时期。

风险提示：美国经济步入衰退、国内疫情防控政策持续偏严、国内经济增速下行、海外市场大幅震荡等风险。

本周研究动态：

光伏风电（韩保倩）

一、市场表现

光伏指数本周(10.10—10.14)周涨幅 6.72%，跑赢大盘。本周涨幅前五名为固德威(21.14%)、上能电气(20.40%)、阳光电源(19.31%)、三孚股份(18.66%)、聆达股份(17.26%)。

风电(中信)指数本周(10.10—10.14)周涨幅 11.06%，跑赢大盘。本周板块上涨个股前五名为海力风电(19.56%)、大金重工(17.21%)、天顺风能(16.05%)、金雷股份(15.55%)和运达股份(15.51%)。【wind】

根据 PV TECH 新闻报道，美国公布了实施总统公告的“最终规定”，将停征东南亚四国太阳能组件“双反”关税，该公告在 22 年 9 月 16 日已经正式公布。

回顾：

22 年 6 月，拜登签署 10414 公告，宣布暂时免除正式来自东南亚四国进口美国的电池组件的反倾销或反补贴税，暂时免除期限为 2 年；

22 年 7 月，美国商务部就上述公告征求意见，截止 8 月 1 日有 11 条支持、5 条反对，共 16 条意见；

22 年 9 月，美国政府公告最终规定，22 年 11 月 15 日起正式生效。

此次正式公告中明确使用部分中国零部件，在东南亚完成电池组件加工的光伏产品，是适用于此次双反关税豁免的；明确双反关税豁免期为 2 年（2024 年 6 月 6 日，或公告提出的紧急情况终止之日，二者先发生日）；为了防止囤货，明确电池组件必须在终止期后 180 天内（24 年 6 月 6 日之后的 180 天内）在美国使用方可使用此次豁免；明确及时最后反规避调查结果为肯定裁定，也不对终止日期前进入美国的东南亚四国产品征收双反（即不对这两年进口商品关税追溯）。

我们认为此次文件落地有利于刺激美国装机预期提升，具有东南亚产能的电池组件企业直接受益，同时首次提及囤货条件等，明确不追溯豁免期间关税，提升市场信心。同时近期通威、中环、隆基、天合、明阳等均公布三季度报，业绩亮眼，验证行业景气度较强且奠定行业三季度基调，在经历三季度调整后，龙头公司性价比突出，预计四季度随着多晶硅产能持续投放，地面电站有望加速启动。

二、行业要点

根据 PVinfolink 数据，本周光伏产业链价格如下

多晶硅致密料：303 元/公斤，周涨幅 0%。

硅片：166 单晶硅片（165 μm）6.26 元/片，周跌幅 0%；182 单晶硅片（165 μm）7.52 元/片，周跌幅 0%，210 单晶硅片（160 μm）9.91 元/片，周跌幅 0%。

电池片：166 单晶 PERC 电池 1.31/w，周涨幅 0%；182 单晶 PERC 电池 1.33 元/w，周涨幅 0.8%；210 单晶 PERC 电池 1.33 元/w，周涨幅 2.3%；

组件：366-375/440-450 单面单晶 PERC 组件 1.93 元/w，周涨幅 0%；182 单面单晶 PERC 组件 1.98 元/w，周涨幅 0%；210 单面单晶 PERC 组件 1.98 元/w，周涨幅 0.5%。双面双玻 182 组件 2.00 元/w，周涨幅 0%，210 组件 2.00 元/w，周涨幅 0%。

光伏玻璃：3.2mm 镀膜玻璃 26.5 元/m²，周涨幅 0%；2.0mm 镀膜玻璃 20.00 元/m²，周涨幅 0%。

节后多晶硅生产开始进入产能上升通道，新产能持续爬坡，形成 2020 年以来至今季度环比最大增幅，产能环比提升 25%推动有效产量增加。随着四季度旺季到来，组件厂家加强排产积极出货，推动电池片环节供给紧张，需求旺盛。同时需要关注的是，在产业链供给积极改善的同时，多晶硅、硅片产能布局较多的西北地区面临疫情管控和气温下降影响，或对物流产生一定压力。

三、投资关注

1、晶盛机电 300316：公司公布 22 年单季度业绩预告，预计 22 年前三季度实现归母净利润 18.88-21.09 亿元，同比增长 70-90%，扣非净利润 17.87-20.09 亿元，同比增长 69.99-91.11%。单三季度归母净利润为 6.8-9.02 亿

元，同比增长 33.44%–76.99%，扣非净利润为 6.77–8.99 亿元，同比增长 33.70%–77.57%。

公司围绕“先进材料、先进装备”的双引擎可持续发展战略，积极落实各项经营计划，紧抓半导体装备国产化进程加快的行业趋势，加速半导体装备的市场验证和推广，公司半导体装备订单量实现同比快速增长；同时，积极开发光伏创新性设备，进一步提升技术服务品质，加快推进石英坩埚、金刚线等先进耗材扩产，积极推进在手订单的交付及验收工作，实现经营业绩同比快速增长。

我们认为此次公司业绩高增符合预期，公司 22 年中报披露在手订单 230 亿元，其中半导体订单 22 亿元（均含税），存货余额 96.5 亿元，其中发出商品 75.4 亿元，为后续业绩高增提供保障。公司光伏单晶炉设备稳健增长，半导体第二曲线凸显，抓住国产化趋势加速抢占市场，半年报中订单同比快速增长，持续推荐。

风险提示：行业竞争加剧、贸易摩擦加剧等。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物（SW）板块上涨 7.54%，在 2021 版 31 个申万一级行业中，表现排名第 1 位，同期沪深 300 指数上涨 0.99%，创业板指数上涨 6.35%。细分子板块（申万三级行业划分）来看，本周所有细分板块均上涨，涨幅由大到小分别是医疗设备+12.50%、体外诊断+11.01%、医疗研发外包+9.31%、疫苗+8.07%、化学制剂+7.77%、线下药店+7.75%、其他生物制品+7.29%、医疗耗材+7.22%、中药+5.61%、血液制品+5.52%、医院+4.75%、原料药+4.27%和医药流通+4.21%。

个股表现来看，涨幅排名前五的分别是祥生医疗（+31.84%）、微电生理-U（+30.97%）、迪瑞医疗（+28.20%）、新产业（+26.49%）和开立医疗（+26.27%）；而跌幅排名前五的分别是纳微科技（-12.75%）、皓元医药（-10.58%）、*ST 必康（-9.36%）、花园生物（-8.64%）和正海生物（-8.43%）。

估值方面来看，截止 10 月 14 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 24.06x，持续低于 2010 年以来中位数水平（37.06x），相较全部 A 股的估值溢价率为 80.93%，持续低于 2010 年以来的中位数水平（+127.10%）；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 35.69%。

二、本周主要观点

政策预期缓和，反弹有望持续。本周医药生物板块领涨，尤其是 10 月 14 日当天板块涨幅超 7%，创 2010 年以来最大涨幅记录，我们认为主要影响因素包括：1）10 月 13 日晚 22 省联盟《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）》发布，集采规则好于市场预期。征求意见稿明确，厂商在最高有效价格的 80% 内（即降幅 20%），即可直接入围，且不设置企业数量上限，明显好于此前市场悲观预期。此外，意向采购量前 90% 的比例即可进入 A 组，有助于巩固头部企业的市场份额，IVD 龙头公司更为受益；2）近期国家医保局在回复人大及政协建议时再次明确，对创新器械等产品，考虑技术特点、生产成本、使用情况、临床功效等特性，采取“一品一策”的方式，确定合适的采购规则，完善以市场为主导的价格形成机制。此外，针对今年医保谈判创新药的新增适应症，医保局亦明确了“充分考虑相关方面意见建议”后，已将新增适应症纳入进了简易续约考虑范围。按照简易续约程序，相关新增适应症药品降幅较小；3）迈瑞医疗、药明康德等龙头公司披露 Q3 业绩情况，均表现较好，强劲的业绩增长提供支撑；4）十一期间贴息贷款政策落地、药明生物子公司移除 UVL 清单等事件均起到催化。本周末，福建省主导的电生理 27 省集采文件发布，政策层面持续趋暖。此次电生理集采明确，组套采购在最高有效报价的基础上降价 30% 以上即可中选，单件采购在最高有效报价的基础上降价 50% 以上即可中选，整体方案相对温和。我们认为，随着肝功生化检测试剂集采文件和电生理集采文件的发布，有利于 IVD 及高值耗材领域悲观预期的好转。自冠脉支架集采以来，IVD 及高值耗材领域公司跌幅普遍较大，随着市场悲观预期好转，上述板块估值修复行情有望持续，亦将带动医药生物板块持续反弹。此外，本周末二十大正式开幕，二十大报告中对医药方面的表述为“推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，建立生育支持政策体系，实施积极应对人口老龄化国家战略，促进中医药传承创新发展，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，有效遏制重大传染性疾病传播”。我们认为，围绕老龄化人口的医疗需求释放，以及中医药领域的传承创新应重视起来，是未来五年需重点关注的投资主线。

三、行业动态跟踪

2022 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品专家评审阶段性结果发布。国家医保局组织专家对 2022 年通过国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整形式审查的申报药品进行了综合评审，目前专家评审工作已结束。评审结果为“拟谈判新增”“拟竞价新增”“拟谈判续约”“拟简易续约”等。其中评审结果为“拟谈判新增”“拟竞价新增”的，说明该药品被纳入了 2022 年国家医保药品目录谈判/竞价范围，获得了谈判/竞价资格，不代表该药品已纳入 2022 年国家医保药品目录。

医保局：暂未考虑将种植牙纳入医保支付范围。10 月 14 日，医保局日前发布《对十三届全国人大五次会议第 6184 号建议的答复》表示，当前我国基本医疗保险制度立足于保障参保人的基本医疗需求，种植牙属于更高层次的医疗需求，暂时未考虑将种植牙纳入医保支付范围。

医保局：不得以“探索创新支付”为名增补医保目录。10 月 12 日，国家医保局回复了全国人大代表、齐鲁制药总裁李燕，以及全国人大代表、康恩贝董事长胡季强提出的两份建议。国家医保局未列出两份建议的具体内容，但回复中提到“关于地方探索医保创新支付”，回应内容大量涉及地方医保目录增补的话题。国家医保局表示：自 2020 年起各地开始按要求，陆续清退医保药品目录中的增补品种，预计到今年年底全国基本医保、大病保险和医疗救助的药品保障范围就能“基本统一”。几位代表提出的“探索地方创新支付”具体内容尚不明确，但国家医保局明确：地方的各自探索“既不符合改革发展方向，也容易引起参保群众攀比”，不利于各地区间的“公平性、协调性”。国家医保局称，随着全国医保目录的统一，未来将继续加强医保药品支付管理，“切实减轻参保群众负担”。

医保局：新增适应症可简易续约，无需重新谈判。10 月 12 日，国家医保局对全国人大代表、恒瑞医药董事长孙飘扬，全国人大代表、荣昌生物制药董事长王威东提出的有关“谈判药品续约”的建议做出了回复。国家医保局回复提到：“充分考虑相关方面意见建议”后，已将新增适应症纳入进了简易续约考虑范围，与代表所提建议“思路基本一致”。也就是说，一些药物新增适应症可能不用重新谈判，而是通过“简易续约”规则直接纳入医保。对于新增适应症的品种来说，这意味着再次降价的幅度不会太大，因为按照简易续约程序，降幅最多可能只有 25%。而百济神州 PD-1 替雷利珠单抗为例 2021 年新增适应症谈判后，降价幅度达到 34%。

2022 年度公立医院绩效“国考”启动。10 月 13 日，国家卫健委办公厅发布《关于启动 2022 年度二级和三级公立医院绩效考核有关工作的通知》。通知指出，各省级卫生健康行政部门要认真梳理辖区内二级和三级公立医院名录，于 2022 年 10 月 21 日前将新增和退出相应考核等级的医院名录以正式公文形式传真至国家卫生健康委医政医管局。同时，应当于 2022 年 10 月 24 日至 11 月 4 日期间，登录公立医院绩效考核管理平台，在“资源管理”模块中添加 2022 年度新纳入考核的二级和三级公立医院绩效考核的机构和人员信息。

四、重点个股

- 1) 创新药及产业链标的：恒瑞医药、科伦药业、药明康德、凯莱英、康龙化成、九洲药业等；
- 2) 医疗器械标的：迈瑞医疗、联影医疗、海泰新光、澳华内镜、艾德生物、健帆生物、开立医疗、乐普医疗等；
- 3) 医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、金域医学、益丰药房等；
- 4) 医疗大消费标的：爱博医疗、片仔癀、华润三九、同仁堂、爱美客等；
- 5) 疫苗标的：智飞生物、长春高新、康泰生物等；
- 6) 生命科学产业链标的：纳微科技、百普赛斯、诺唯赞、东富龙等。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；医药政策变动超预期风险；行业创新不及预期风险；国际政治形势动荡加剧风险。

（本周周报资料来源：Wind、国家卫健委、国家医保局、福建省医保局）

化工行业（王双）

行业走势

10 月 10 日至 10 月 30 日申万基础化工指数上涨 3.61%，上证指数上涨 1.57%，行业指数跑赢大盘指数。表现较好的板块是粘胶、民爆用品、氟化工及制冷剂；跌幅较大的板块是涤纶、轮胎、磷肥。

行业观点：

下调需求预测，原油价格下滑：上周 WTI 原油价格下跌 7.65%至 85.55 美元/桶。IMF 下调 2023 年世界经济展望的评级，经济衰退的担忧引发了投资者对全球需求前景的担忧；OPEC 下调 2022 年全球石油需求增长预测，这是

自4月以来的第四次下调，同时还削减明年的预估，理由是经济放缓，中国的新冠疫情封控以及高通胀，OPEC预测，今年石油需求将增加264万桶/日，低于9月份报告中的310万桶/日。2023年产量增长预计为234万桶/日，而上个月预测为270万桶/日。美国能源信息署(EIA)表示，2023年美国对石油和其他液体燃料的总体需求预计将缓慢上升，估计增长量为19万桶/日，达到2,054万桶/日。在9月份，EIA预计这一增长将达到35万桶/日。投资者对经济衰退以及能源需求下降的担忧持续施压油价。

本周国内TDI市场强势上行:供应大幅减缩下，市场货源减少，价格强势拉涨。供方消息面：上海巴斯夫9月TDI结算价19600元/吨，10月挂牌价24000元/吨。上海科思创TDI最新一口价25700元/吨，环比上调2000元/吨。海外装置暂未重启，国内烟台万华检修，工厂供应收紧，市场利好消息继续；甘肃银光10万吨装置市场尚未重启，烟台巨力5+3万吨装置尚未重启，9月7号万华福建10万吨装置停车检修，预计时长45天左右，10月11日，烟台30万吨装置检修，预计为期45天；上海科思创31万吨产能10月9日临时停车。德国巴斯夫30万吨产能4月底停车检修至今尚未重启；德国科思创30万吨产能发布不可抗力，短期内暂时无法重启；高价背景下，中下游气氛有所转弱，成交氛围偏淡，加之终端需求乏力，房地产行业低迷，下游库存消耗有限。

供给端控制，MDI价格基本稳定：聚合MDI市场均价16625元/吨，较上周价格下调0.89%；纯MDI市场均价20800元/吨，较上周价格持稳。北方天气温下滑，区域建筑施工需求将逐步缩量，整体需求端短暂难有集中放量预期；万华化学烟台工业园MDI装置110万吨/年将于2022年10月11日开始停产检修，预计检修45天左右，其他装置均正常运行，整体供应量有所缩减；海外装置，虽然欧洲天然气供应不足，且当地的MDI产能占比达到27%，但暂时未对当地装置产生影响，目前海外装置均处于开车状态，综合来看，海外整体供应量维持正常。区域物流运输受到影响，以及区域疫情影响，下游企业订单消化能力不足，对原料采购热情难有释放。

碳酸锂供给持续紧张：国内电池级碳酸锂(99.5%)市场主流报价区间在52.6-53.5万元之间，均价涨至53.0万元/吨，较上周价格上涨1.53%，较年初上涨87.87%。锂矿货源难寻，PLS最新拍卖价格6988美元按锂含量6%折合成本突破51万元，成本压力加剧。节后疫情反复，运输再次受阻。各地厂区正常开工，缺矿现状难缓解，产量暂无明显增量，供应依旧紧张。

六氟磷酸锂价格上涨：本周六氟磷酸锂价格有所上调，六氟磷酸锂企业成本压力有所缓解。国内市场均价涨至299000元/吨，较上周末价格上涨7.17%，较上月价格上涨12.2%，较上季度价格上涨18.42%，较年初价格下降45.64%。目前六氟磷酸锂全国产能13.75万吨，多氟多和天赐材料产能接近，占比接近50%。全年产量5.4万吨，出口1.3万吨，同比增长103%；今年1-8月份产量6.05万吨，出口1.16万吨，同比增长103%。三年内行业规划产能84万吨，其中多氟多规划新增17万吨；天赐材料规划20万吨；浙江新潮集团扩产6.3万吨(22年年底投产)。100万吨6F预计可以满足6000GWH锂电池的需求，后备产能充足，多氟多和天赐材料两家维持高市占率，但是行业内竞争者众多。六氟磷酸锂价格从2月份最高57万元/吨降至6月份的25万元，接近成本价，近期有小幅上涨，主要是碳酸锂价格上涨，又回到了前期高点。目前六氟磷酸锂厂家的综合成本约23.8万元/吨，较上周上涨0.14%，六氟磷酸锂企业生产成本有所上涨，行业平均毛利在6万元/吨左右，较低点上涨了3万元左右。

图1：化工产品价格走势

产品	最新价格 (2022/10/14)	单位	较上周	较上月	较22年初	较21年同期
TDI	26500	元/吨	26.19%	36.95%	72.64%	84.03%
硫酸	259	元/吨	24.52%	54.17%	-49.71%	-65.79%
醋酸甲酯	4850	元/吨	8.99%	11.49%	-27.61%	-44.57%
氨纶40D	35000	元/吨	7.69%	12.90%	-42.62%	-55.13%
二甲醚	4497	元/吨	7.15%	7.40%	14.92%	-24.04%
磷酸氢钙	2995	元/吨	6.81%	17.08%	5.09%	-3.39%
苯胺	14178	元/吨	6.78%	19.14%	41.92%	5.96%
硫磺	1209	元/吨	6.33%	14.92%	-34.97%	-35.66%
己内酰胺	12600	元/吨	5.88%	0.40%	-10.00%	-22.94%
己二酸	10800	元/吨	5.88%	18.03%	-14.96%	-16.28%
硫酸钾	4092	元/吨	-5.93%	-13.38%	2.22%	8.60%
DMF	7783	元/吨	-6.04%	-26.46%	-52.64%	-54.71%
异丁醛	6100	元/吨	-6.15%	-19.74%	-35.11%	-66.67%
丙二醇	8600	元/吨	-6.52%	-15.13%	-46.91%	-63.40%
MEG	4087	元/吨	-7.32%	-8.79%	-18.16%	-37.77%
丁二烯	7700	元/吨	-7.78%	-18.73%	82.25%	8.45%
苯乙烯	8755	元/吨	-8.08%	-10.22%	1.66%	-9.21%
二氯乙烷	2565	元/吨	-9.68%	-13.20%	-53.62%	-59.35%
双酚A	13900	元/吨	-12.30%	3.35%	-18.95%	-42.32%
一氯甲烷	3750	元/吨	-18.48%	-31.82%	4.17%	-32.43%

资料来源：百川盈孚、国都证券

投资建议：

下半年展望：7、8月份经历了行业淡季，9月份需求弱复苏叠加原油价格下价格，产品价格下降，国内疫情与房地产等终端需求改善具有不确定性，在美联储强势加息背景下，出口型产品也存在需求回落的风险，在全球经济增速下滑的预期下，周期品的情绪非常悲观，行业整体性的机会相对困难。关注欧洲天然气供给冲击，抬高成本，国内企业受益的产品；新能源材料保持旺盛需求，技术突破的供给替代产品。

受益海内外成本差，出口占比较高，煤头产品较油头产品、气头产品在竞争中占有优势，推荐沧州大化、万华化学；新能源材料保持较高需求增速，PET铜箔需求是从0到1的突破，推荐双星新材；估值偏低、材料需求前景好的新材料个股：新宙邦、光威复材等；低估值农药个股：扬农化工、先达股份。

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

数据来源：百川盈孚、WIND、国都证券

通信、电子（王双、苏国印）

本周上证指数上涨 1.57%，沪深 300 上涨 0.99%，中信通信指数本周上涨 4.94%，中信电子指数上涨 1.66%。

通信方面，市场研究机构 Strategy Analytics 的高级半导体应用（ASA）服务最新发布的报告《射频 GaAs 设备技术和市场预测：2021 - 2026》指出，RF GaAs 设备收入在 2020 年从十多年来的首次下降中扭转了颓势，并在 2021 年继续上升。5G 设备和网络是该增长的主要驱动力，但报告也指出了一些即将出现的问题。报告预测，由于通货膨胀、贸易制裁、供应链问题和全球经济的不确定性难以克服，RF GaAs 设备收入将在 2022 年下降。2022 年以后，射频 GaAs 设备的收入将在 2026 年接近 93 亿美元，增长将恢复。5G 手机和网络的广泛部署将成为未来射频 GaAs 设备收入增长的增长引擎。Strategy Analytics 认为，射频 GaAs 设备市场在过去几年受全球经济的影响并不大。GaAs 设备收入与蜂窝市场的联系如此紧密，而拥有更多射频内容的 5G 的采用推动了过去两年的收入增长。然而，我们现在看到 2022 年手机需求疲软，这将导致射频 GaAs 设备收入在 2022 年下降。幸运的是，潜在的增长趋势仍然强劲，随着通货膨胀消退和全球经济恢复增长，射频 GaAs 设备收入将转向上升。我们认为，在 5G 网络的逐步成熟后，5G 技术在终端设备中渗透率也将持续提升，射频 GaAs 设备收入将继续上升，我们看好射频 GaAs 设备市场规模的后续增长。

电子方面，本周士兰微(600460)发布了定增预案，公司拟非公开发行不超过 2.83 亿股，预计募集资金约 65 亿元，募投项目包括“年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目”、“SiC 功率器件生产线建设项目”、“汽车半导体封装

项目（一期）”和“补充流动资金”。其中，年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目实施主体为士兰微控股子公司士兰集昕，该项目将建设形成一条年产 36 万片 12 英寸功率芯片生产线，用于生产 FS-IGBT、T-DPMOSFET、SGT-MOSFET 功率芯片产品；项目达产后，新增 FS-IGBT 功率芯片 12 万片/年、T-DPMOSFET 功率芯片 12 万片/年和 SGT-MOSFET 功率芯片 12 万片/年的生产能力。SiC 功率器件生产线建设项目实施主体为公司的参股子公司士兰明镓，该项目在士兰明镓现有芯片生产线及配套设施的基础上，通过购置生产设备提升 SiC 功率器件芯片的产能，用于生产 SiCMOSFET、SiC SBD 芯片产品；项目达产后，将新增 SiC MOSFET 芯片 12 万片/年、SiC SBD 芯片 2.4 万片/年的生产能力。

汽车半导体封装项目（一期）实施主体为公司控股子公司成都士兰，该项目将在现有功率模块封装生产线及配套设施的基础上，通过购置模块封装生产设备提升汽车级功率模块的产能；项目达产后，新增年产 720 万块汽车级功率模块。我们认为，士兰微此次定增实施项目将进一步增加公司在功率器件，尤其是汽车半导体产品上的产能，同时通过 12 英寸项目和碳化硅项目，将提高公司的产品竞争力和协同能力，为未来的收入和利润增长奠定基础，我们继续给予推荐评级。

电子板块从整体来看，我们认为当前全球通胀飙升、乌克兰战争以及对经济衰退担忧的影响，都影响到了下游的需求，从最终端的产品到上游的芯片都将受到影响，短期 A 股电子板块从业绩到估值上或将仍会受到冲击。

风险提示：市场系统风险，电子行业景气度持续下滑，半导体上游设备及材料需求不及预期。

休闲服务（韩保倩、郝非凡）

一、市场表现回顾

社会服务(SW)板块前一周上涨 1.82%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 20 位，同期沪深 300 指数上涨 0.95%，创业板指数上涨 6.45%。

个股表现来看，涨幅最大的前五家公司分别是同庆楼(+7.03%)、福成股份(+6.14%)、锦江 B 股(+2.96%)、首旅酒店(+2.52%)、锦旅 B 股(+1.68%)；而跌幅最大的前五家公司分别是中科云网(-11.64%)、华天酒店(-10.45%)、凯撒旅业(-10.44%)、西安饮食(-10.22%)、*ST 西域(-8.75%)。

估值方面来看，截止 10 月 14 日，社会服务(SW)市盈率(TTM，剔除负值)为 42.51x，全部 A 股(TTM，剔除银行)的估值为 13.30x。【wind】

二、本周主要观点

建议关注在行业复苏逻辑下，业绩成长属性好，确定性较高、估值合理的标的。免税，推荐先发优势明显的中国中免；酒店，推荐受益于行业需求修复、产品结构升级、开店加速、市占率提升的龙头公司锦江酒店、首旅酒店。

三、行业动态跟踪

上海重庆放开外资旅行社出境游业务。10 月 8 日晚间，国务院发布《关于同意在天津、上海、海南、重庆暂时调整实施有关行政法规规定的批复》。其中提到，允许在上海、重庆设立符合条件的外商投资旅行社从事除台湾地区以外的出境旅游业务。【人民网】

文化和旅游部、国家发改委联合发布《智慧旅游场景应用指南（试行）》。近日，文化和旅游部资源开发司、国家发展改革委社会发展司发布通知，共同印发《智慧旅游场景应用指南（试行）》，加快推进智慧旅游发展，更好满足人民群众对旅游美好生活的需要。指南对智慧旅游场景应用提出总体要求，明确智慧旅游场景应用要遵循需求引导、因地制宜、发挥实效的原则，注重需求与可能，既要尽力而为，也要量力而行，避免盲目建设、重复建设；要充分考虑公共服务和市场运营的实际需求，把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一，推动可持续发展；要注重发挥市场主体作用，激发企业首创精神，通过科技赋能创造丰富的智慧旅游场景，推动新技术新模式新业态在旅游领域的创新发展和应用。【中国旅游网】

海南省旅文厅出台 17 条措施振兴旅游业。10 月 9 日，海南省旅游和文化广电体育厅印发《关于加快复工复产振兴旅游业的若干措施》，统筹财政资金用于支持旅游业企业加快复工复产、恢复海南省旅游市场，着力提振海南旅游市场信心和市场活力，促进旅游业迅速回暖复苏。《措施》提到，用好《海南省稳经济助企纾困发展特别措施》（2.0 版）安排的 5000 万元旅游消费券资金，面向全国游客发放酒店、景区等消费券，为海南省酒店、景区等消费场景引流游客，同时带动其他旅游消费场景客流。认真落实好《促进旅游业恢复重振超常规措施》，通过实施精准纾困、精准营销、精准防疫“三精准”，继续举办好“十大主题活动”。条件成熟时推出以“疫散云开，重见海南”为主题的旅游宣传推广活动，策划举办“畅游海南 感恩卡”援琼医护赴琼游、全国融媒体看海南、“惠”聚海南、跟着名导游海南、聚“会”海南自贸港、海南人嗨游海南、海南环岛旅游公路漫游季等超

100 场联动市县和企业共同举办的旅游宣传推广活动。【澎湃新闻】

携程发布 2022 “温泉+赏秋”旅行指南。携程近日发布的《2022 “温泉+赏秋”旅行指南》显示，本地和周边游仍成为 2022 年赏秋旅行市场的主力军。其中，赏秋跟团游产品中，本地和周边用户的预订占比超过 64%，一线城市的温泉酒店中，本地和周边用户群体的占比超过 80%。值得注意的是，立秋以来，携程平台上关于赏秋和温泉的内容发布量同比大幅上涨，其中，温泉相关的内容发布量同比增长 117%，赏秋相关的内容发布量同比增长 97%。【环球旅讯】

Trip.com 数据：欧亚地区飞往日本的机票搜索和预订量在 9 月份激增。携程子公司 Trip.com 的数据显示，随着日本宣布取消旅行限制，从亚太和欧洲地区飞往日本的航班搜索和预订量激增。9 月份，从韩国飞往日本的航班预订量环比增长 194%，是增幅最大的客源市场，其次是英国（183%）、西班牙（169%）和德国（103%）。9 月份，新加坡飞往日本的机票搜索量环比增幅最大，达到 520%，其次是泰国（463%）、澳大利亚（365%）和韩国（359%）。【携程网】

格林酒店 Q2 日均房价同比下降 13%，入住率将近 65%。8 日，格林酒店公布了 2022 年上半年部分运营数据和额外的业务更新。上半年格林酒店新开酒店 159 家，较去年同期减少 194 家；格林酒店在运营的租赁经营酒店和特许经营酒店在一季度的日均房价(ADR)为 155 元人民币，同比增长 2.7%。日均房价在二季度为 148 元人民币，同比下降 13.4%。一季度的入住率(OCC)为 62.1%，较去年同期下降了 4.2%。二季度入住率为 64.9%，而去年同期为 82.1%，下降 17.2%。【公司公告】

文旅部：2021 年全国居民人均教育文化娱乐消费较 10 年前增长 105.9%。据文旅之声微信公众号消息，2021 年全国居民人均教育文化娱乐消费支出 2599 元，较 2012 年增长 105.9%，占人均消费支出比重 10.8%。文旅部表示，十年来，文化产品和服务供给不断丰富，促进文化和旅游消费取得显著成效。【文旅部】

四、重点个股

- 1) 免税购物标的：中国中免、王府井等；
- 2) 酒店标的：首旅酒店、锦江股份等；
- 3) 景区标的：宋城演艺、中青旅、天目湖等。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；行业政策变动超预期风险。

汽车、能源（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数+4.14%，HS300 指数 0.99%，汽车强于大盘。宁德时代、亿纬锂能、长安汽车、伯特利等表现较强；长城汽车、潍柴动力等表现较弱。

二、行业动态及趋势展望：

【中汽协：9 月销量 261 万辆，同比+26%】

据中汽协统计，9 月汽车销量 261 万辆，环比增长 9.5%，同比增长 25.7%。车辆购置税减征政策的持续发力，9 月表现好于市场预期。1-9 月汽车销量 1947 万辆，累计同比增长 4.4%。增速较 1-8 月扩大 2.7 个百分点。

- (1) 乘用车：9 月销量 233.2 万辆，增长 32.7%；1-9 月累计销量 1698.6 万辆，增长 14.2%；
- (2) 商用车：9 月销量 27.9 万辆，下降 12.5%；1-9 月累计销量 248.4 万辆，下降 34.2%；
- (3) 新能源汽车：9 月销量 70.8 万辆，增长 93.9%；1-9 月累计销量 456.7 万辆，增长 109.9%；
- (4) 中国品牌乘用车：9 月销量 116.6 万辆，增长 40.8%；1-9 月累计销量 816.3 万辆，增长 26.6%；
- (5) 汽车出口：9 月出口量 30.1 万辆，增长 73.9%；1-9 月累计出口量 211.7 万辆，增长 55.5%。

综合来看，国内车市消费属性强的乘用车明显好于投资属性的商用车，新能源车明显好于燃油车，自主品牌明显好于合资品牌，继续推荐自主龙头品牌，尤其是新能源龙头企业。

（数据来源：国都证券、中汽协）

三、行业投资逻辑：汽车板块整体业绩下滑预期延续，新能源汽车保持较高增速，转型成果突破的龙头车企、电动化、智能化零部件龙头的增长预期较强，相关标的具备较好的投资机会。重点推荐以下主线：（1）传统燃油车龙头在消费刺激政策下销售预期强劲，同时转型新能源初见成效，长安、长城、广汽、吉利；（2）新能源、智能化标签明显的车企长期空间大、增速高，推荐比亚迪、小康股份；（3）电动智能化领域的龙头，推荐宁德时代、亿纬锂能、伯特利、文灿股份、特锐德。

四、本周重点推荐个股：比亚迪（002594）：公司是国内电动汽车领域的龙头企业，在电池、电控领域独领风骚，刀片电池的推广极大的提升电动汽车的安全性，同时有效降低了成本。DMi、DMp 车型的推出，混动车型成本大幅降低，PHEV 车型的销量大增、占比达到 50%以上；同时 EV 车型在 E3.0 平台的加持下，海豚、元 PLUS、汉 EV、海豹等都将持续放量，供不应求。海豹、汉、唐、腾势 D9 有望大幅提升公司的高端车型占比，巩固公司的新能源龙头地位，给予“推荐”评级。

五、风险提示：（1）价格竞争加剧；（2）销量不及预期。

食品、饮料（白皎皎）

一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌-4.77%；农林牧渔（中信）涨跌幅+7.26%；沪深 300 涨跌幅+0.99%。

二、食品饮料

1. 白酒：

1) 价格及库存跟踪：

茅台：散瓶批价 2700 元，箱装价格在 3000 元，批价保持平稳，渠道库存维持在 1 个月内，部分非标淡季略有回落；

五粮液：批价 970 元左右，基本持平，库存一月左右；

国窖 1573：批价稳定在 910 元左右，库存约 1 个月。

2) 动态：

贵州茅台 22Q3 收入+15.2%、归母净利润+15.8%略低于预期，但预收款及现金流表现优异，真实经营稳健；

泸州老窖 22Q3 净利润增速区间+23%-33%，增长中枢略超预期；

次高端：山西汾酒 22Q3 收入+31.68%、净利润+44.3%，业绩亮眼；水井坊 22Q3 收入+7%、归母净利+10%；

区域酒：古井 Q3 收入+21.58%、净利润+19.27%，洋河 Q3 收入+17.7%、扣非净利+20.3%，今世缘 Q3 收入+26.11%，归母净利+27.21%。

3) 观点：

上周诸多酒企公布三季报，整体来看，茅台作为龙头企业略低预期，但老窖、汾酒、今世缘、洋河等表现好于预期，充分体现了板块业绩的韧性足。上周白酒板块跌幅较大，我们认为原因如下：与疫情防控政策放松预期延缓影响情绪，其次也与茅台业绩略低预期有关。但我们认为茅台真实经营稳健，其他白酒业绩充分体现了其基本面较强的韧性，亦有部分企业如老窖、汾酒等业绩表现超预期；其次，疫情对消费端的影响大概率再难更差，边际向好概率更高；最后随着市场系统性调整后板块配置价值开始凸显，高端酒 23 年贵州茅台 30x、五粮液估值仅 20x、泸州老窖 27x，我们认为在行业低预期，低估值，企业基本面反而非常扎实的阶段，值得中长期布局。

2. 大众品：

1) 动态：

安井食品公司发布业绩预告，1-9 月预计营业收入 81.56 亿元、同比+33.78%，归母净利润 6.89 亿元、同比+39.62%；Q3 单季度营业收入 28.81 亿元，同比+30.84%；归母净利润 2.36 亿元，同比+61.64%，业绩超预期。

海天味业酱油添加剂事件短期情绪有影响，上周基本消化。中长期看，行业有望加速向更高门槛、高健康发展，加速集中度提升，海天味业作为龙头地位难以撼动。千禾味业作为行业“零添加”的主打企业，有望受益。

2) 基本面有望持续改善：

一方面上游农产品价格和包材高位有所下行缓解成本压力；另一方面疫情对消费端的影响有望边际逐步好转；行业经过近 2 年的调整，板块刚需属性不变，优质企业优势更加凸显，如安井优势凸显，若行业反转弹性更足。中

长期部分细分赛道如（复合）调味品、速冻食品等成长性仍在，传统调味品行业集中度提升逻辑不变。

3) 观点：

板块基本面虽然尚未看到显著改善，但市场已经将大众品板块的负面信息反应充分；后期边际变化向好趋势确定性较高；诸多企业无论是从 PE 估值角度看，还是总市值角度，均回到历史得合理偏低区间。在基本面环比改善，消费端开始回暖迹象，则有望在低预期背景下迎来超预期的增长，戴维斯双击有望逐步开启，上行空间大。

三、农业：持续推荐养殖板块

1) 猪价：

27.65 元/kg，持续上涨，超预期。主要是供给较少再叠加需求拉动所致。四季度消费端是传统旺季，供给端短期亦难有大幅增长，故对价格有支撑；

2) 观点：

22 年猪周期反转预期下，前期呈现了板块性机会，尤其是市值较小的公司表现更优。进入四季度，我们认为猪价相对高位维持时间可乐观，价格中枢可更高；经过系统性调整，头均市值处于中枢偏低的位置，所以我们认为可持续持有业绩兑现较强的龙头性公司。

四、推荐个股

重点推荐：牧原股份、傲农生物、贵州茅台、泸州老窖、五粮液、今世缘、天味食品、千禾味业；

其他：温氏股份、巨星农牧、山西汾酒、海天味业、安井食品、绝味食品、中炬高新等。

五、风险提示

业绩不达预期；宏观经济下行超预期；重大食品安全事故；疫病爆发超预期。

数据来源：Wind，公司公告，酒业家，调味品协会，农业部，猪易通等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都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。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上