

策略周报

成长坚守，还是价值轮动？

对市场而言，价值蓝筹有估值修复的基础，但估值扩张的条件暂不具备。成长调整压力更多是来自估值挤压，股价中长期上行趋势没有发生变化。

- 当前市场贝叶斯特征明显，处于后验概率不断修正先验概率的阶段。美联储最新表态制造了估值层面的短期波动，但不改变中长期风险资产的配置价值。此外，中美就审计监管跨境合作达成协议对市场风险偏好，尤其是成长股有一定提振。国内方面，仍然是经济修复强预期与弱现实的矛盾。国内货币政策短期难以继续大幅宽松，宽货币向宽信贷传导或是下一阶段重要观察方向。对市场而言，价值蓝筹有估值修复的基础，但估值扩张的条件暂不具备。坚守成长与价值轮动是应对当前市场波动的两种策略。考虑到经济弹性不高，价值股价的天花板受限，做价值轮动的仓位或有所限制，适当的机动仓位做轮动是可行的。
- **信用弱扩张的宏观环境是最有利于成长结构牛的环境，成长坚守仍好于价值的轮动。**回顾历史上信用扩张偏弱的阶段，我们发现A股均有不同程度的正收益，但收益来源主要源于估值大幅提升；此外在历次信用弱扩张阶段，内需强相关的价值板块均没有表现出较强的超额受益，与之相反，成长均表现出较强的相对收益。我们认为这背后是内需预期的徘徊摇摆与货币政策宽松共同作用的结果。信用弱扩张的宏观环境是最有利于成长结构牛的环境，后续市场风格的转变来源于信用上行趋势的确认。站在当前，我们认为当前信用弱复苏的宏观环境依旧将会延续，因此 Q3 成长行情仍将延续。需要关注 Q4 后政策定调以及潜在的市场风格转换可能，短期来看，联储鹰派表态或引发全球风险资产短期波动，价值板块或有修复但难以形成趋势行情，成长坚守仍好于价值的轮动。
- **有风格均衡，无风格切换。**预计整体业绩端对市场/行业造成扰动较为有限。历史回溯来看，财报期前，尽管业绩增速有所下修，但对万得全A并未产生明显冲击。从各一级行业未披露公司的市值覆盖率看，近期强势行业如电新/煤炭/汽车等披露率已经较高，未披露公司通过业绩端对行业指数的边际扰动空间已明显减少。因此，绩差公司后续披露对行业指数的整体扰动也较小。此前对于价值与成长均衡的判断主要基于赔率而非胜率视角，鉴于此前高景气成长拥挤度提升，短期涨速过快而价值风格行业估值重回历史底部区间，因此价值风格行业的赔率有所上升。胜率视角来看，短期价值胜率有所提升，美联储鹰派表述将在短周期维度内进一步加大市场对成长杀估值的担忧。但当前宏观环境仍不支持价值大幅反弹，建议投资者短期继续重视风格均衡这一阶段性选择，中期成长坚守仍好于价值轮动。
- **围绕能源电子产业将低碳化、数字化、智能化三大转型发展要求，关注新能源组件、能源 IT 以及电力系统智能化改造。**此次能源电子发展意见稿提出把促进新能源发展放在更加突出的位置，积极有序发展光能源、硅能源、氢能源、可再生能源。未来能源电子产业将迎来低碳化、数字化、体系化、智能化及国际化等趋势，势必将引领相关产业实现经济高质量发展，推动产业市场体量增长。对应A股投资，推荐关注新能源组件、能源 IT 以及电力系统智能化改造主题，特别是能源 IT 以及电力系统智能化改造，随着新能源供电占比将持续受益。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化**

目录

| | |
|-----------------------|----|
| 观点回顾..... | 4 |
| 市场热点思考 | 5 |
| 大势与风格..... | 6 |
| 中观与行业景气..... | 7 |
| 一周市场总览、组合表现及热点追踪..... | 15 |
| 风险提示..... | 21 |

图表目录

图表 1. 国内弱信用扩张阶段.....6

图表 2. 弱信用扩张周期内 A 股市场表现.....6

图表 3. 一级行业周涨跌幅.....7

图表 4. 21 年初迄今大类行业相对全 A 走势.....7

图表 5. 大类行业及一级行业成交额占比变动.....8

图表 6. 四主线趋势与动量.....8

图表 7. 纳入业绩预告/快报后中报实际披露率较高.....9

图表 8. 剔除金融后样本中报实际市值覆盖率较高.....9

图表 9. 绩差公司压轴发布对整体业绩有明显拖累.....10

图表 10. 绩差公司压轴发布对市场整体影响较小.....10

图表 11. 强势行业当前披露率已较为充分.....11

图表 12. 美联储 9 月 FOMC 会议加息 75BP 概率再度提升.....12

图表 13. 15 年以来美股冲击对 A 股的影响分布.....12

图表 14. 政策信号是风格均衡/切换的领先指标.....13

图表 15. 宏观景气度上行是风格均衡/切换的同步/滞后指标.....14

图表 16. 本周全 A 相对回报环比上周回落.....15

图表 17. 成交活跃度小幅回落.....15

图表 18. 环比上周大规模、高价值因子占优，其余因子不变.....15

图表 19. 一周行业资金流向情况，煤炭、农业、石油石化累计净流入最多.....16

图表 20. 一周主题红黑榜，煤炭、纯碱、育种涨幅领跑，半导体、机器人主题跌幅较大.....16

图表 21. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况.....16

图表 22. 电子、电汽设备、电力设备及新能源指数年内相对走势.....17

图表 23. 太阳能光伏、能源电子关键信息技术产品清单.....18

图表 24. 新型储能电池产品及技术清单.....19

观点回顾

——20211203《科技突围》：科技之光将为明年 A 股注入能量。本轮科技行情有可能复制上世纪 80 年代的美股表现，将贯穿中周期始终，并与新一轮康波周期复苏叠加。

——20220320《政策底与多头思维》：“金融委”会议为股市定调，“一行两会”纷纷表态后续跟进，政策底信号明确；市场底滞后政策底，仍需等待但已为期不远，A 股进入 U 型底部区域，保持多头思维。

——20220514《反弹的必要性已经具备》：海外逐步开启衰退交易，A 股无需过度悲观，超跌反弹行情后期关注三条行业配置线索。

——20220710《优化结构，集中投资》：短期蓄势调整，优选配置结构。

——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。

市场热点思考

当前市场贝叶斯特征明显，处于后验概率不断修正先验概率的阶段。海外方面，鲍威尔在全球央行会议的讲话偏鹰派，市场预期9月美联储加息75bp的概率上升至60%，但最后是否能够实现取决于8月份现实数据情况。短期美债利率脉冲上涨与美股下跌压制全球风险偏好；但中长期通胀风险降低，伴随价格有序回落，可预期的美联储加息节奏放缓，支撑风险资产价格。总结下来，美联储最新表态制造了估值层面的短期波动，但不改变中长期风险资产的配置价值。此外，中美就审计监管跨境合作达成协议对市场风险偏好，尤其是成长股有一定提振。

国内方面，仍然是经济修复强预期与弱现实的矛盾。全球经济仍处于衰退早期向后期的过渡阶段，外需韧性恐难改变下行的趋势。在疫情的扰动下，国内有效需求的恢复是渐进的，预计信贷脉冲的弹性不高。7月工业企业利润数据仍在下行过程中。国内经济弱修复的概率偏大。流动性方面，明年1季度前，因为猪周期等因素国内CPI中枢或有抬升；同时考虑到海外紧缩，中美利差约束，人民币汇率稳定性要求，国内货币政策短期难以继续大幅宽松，宽货币向宽信贷传导或是下一阶段重要观察方向。对市场而言，价值蓝筹有估值修复的基础，但估值扩张的条件暂不具备。

坚守成长与价值轮动是应对当前市场波动的两种策略。由于流动性和风险偏好驱动估值的逻辑减弱，对于高估值，特别中小市值成长短期有一定压力；而对于产业趋势确定，估值处于合理或低估业绩高增长成长方向，逢低加仓或是占优策略。因此，对于中周期景气，以新能源、半导体、高端制造代表的复合高增长较为确定的成长方向调整压力更多是来自估值挤压，股价中长期上行趋势没有发生变化。蓝筹价值的估值修复也是当前市场给予的可选策略，目标在于弱现实向强预期去弥合。考虑到经济弹性不高，价值股价的天花板受限，做价值轮动的仓位或有所限制，适当的机动仓位做轮动是可行的。

大势与风格

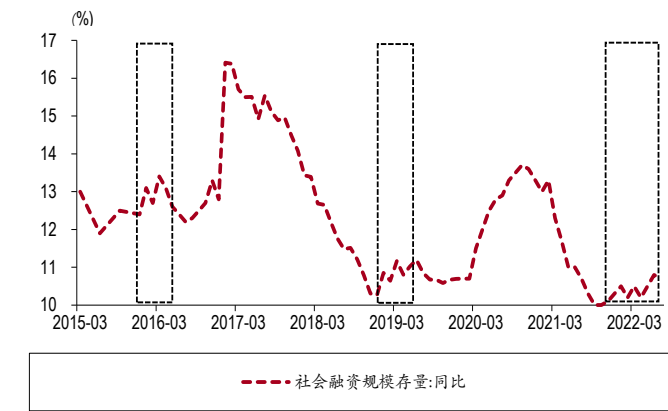
本周初非对称降息落地符合市场预期，但局部地区高温引发限电以及高频数据走弱使得市场对于信用修复预期依旧偏弱，市场整体延续弱势震荡的格局。

弱信用扩张下的市场。回顾历史上信用扩张偏弱的阶段，最为典型的时期出现在 2016 年上半年及 2019 年上半年，我们发现这两个时期 A 股均有不同程度的正收益，但收益来源主要源于估值大幅提升；此外，我们发现在历次信用弱扩张阶段，内需强相关的价值板块均没有表现出较强的超额受益，与之相反，成长均表现出较强的相对收益。我们认为这背后是内需预期的徘徊摇摆与货币政策宽松共同作用的结果。

信用弱扩张的宏观环境是最有利于成长结构牛的环境。一方面，信用弱扩张阶段，内需下行预期得到初步缓和，市场估值出现修复，但与此同时信用修复的弹性空间及斜率的不及预期也使得传统价值蓝筹难有出色表现；另一方面，作为内需的领先指标，信用扩张不及预期将会倒逼货币政策延续宽松态势，盈利预期的相对优势叠加流动性环境的支撑构建了成长结构行情的天然优势。我们在此前的周报中也提到过，内需偏弱而非大幅下行+流动性宽松是对成长股最为有力的宏观环境，这也是信用弱复苏阶段的典型特征。也就是说，**信用弱扩张的宏观环境是最有利于成长结构牛的环境。**而后续市场风格的转变来源于信用上行趋势的确认。

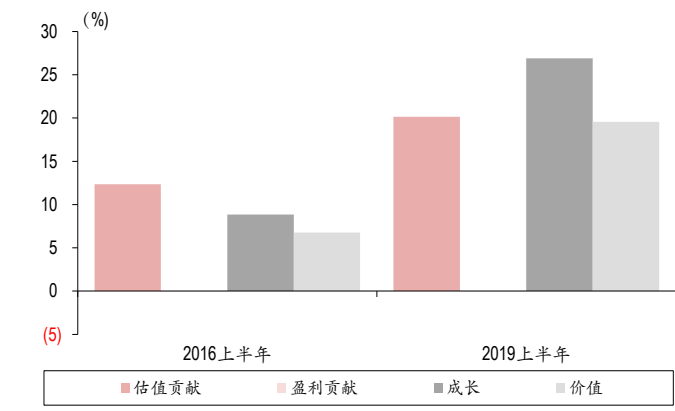
价值短期或有反弹，成长坚守仍好于价值的轮动。站在当前，我们认为当前信用弱复苏的宏观环境依旧将会延续：地产销售拐点尚未出现之前，信贷需求或有季度修复但难有趋势改善；结合政治局会议及近期国常会表态，下半年货币政策的宽松趋势仍将延续，这也是当前阻力最小的政策方向。因此 Q3 成长行情仍将延续。需要关注 Q4 后政策定调以及潜在的市场风格转换可能，短期来看，联储鹰派表态或引发全球风险资产短期波动，价值板块或有修复但难以形成趋势行情，**成长坚守仍好于价值的轮动。**

图表 1. 国内弱信用扩张阶段



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 弱信用扩张周期内 A 股市场表现

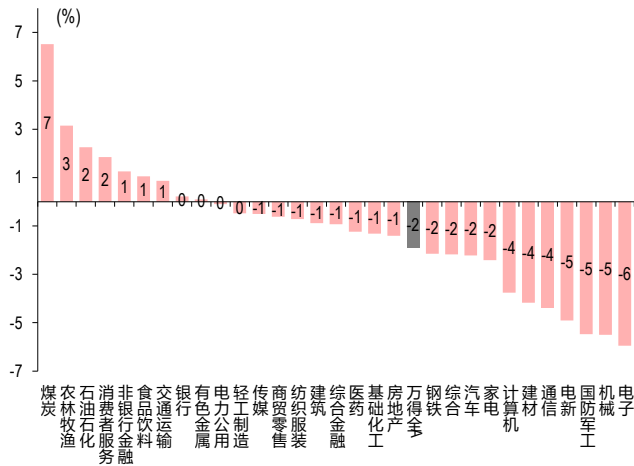


资料来源：万得，中银证券

中观与行业景气

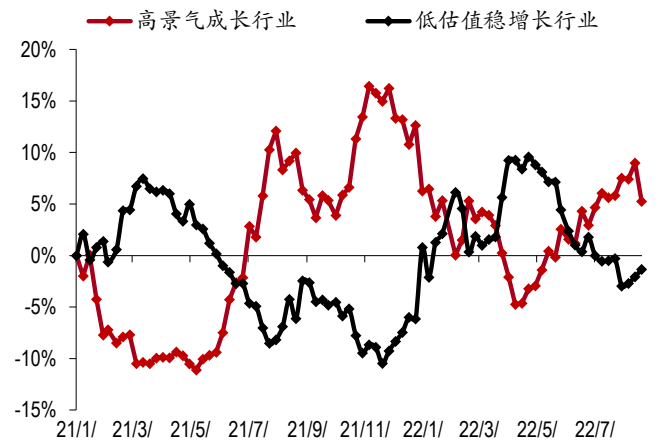
本周行业整体分化依旧明显，高景气成长行业跑输低估值稳增长行业。我们在上期周报中提出的“低估值稳增长与高景气成长行业之间表现有望转向均衡”这一观点得到初步验证。本周行业和热点轮动现象明显，焦点转向“能源短缺”，煤炭和石油石化行业周内连续走高。成交额占比方面，高景气中游成长行业中（电子/机械/汽车）明显下降，金融地产稳增长（电力公用/交运）与消费类（消费者服务/医药/食品饮料）有所回升，资源通胀（煤炭/石油石化）上行明显。从我们构建的相对收益趋势与动量图（RMG, Relative return trend and Momentum Graph）观察各主线的区间超额收益趋势与短期动量走势来看，高景气成长行业冲高回落，在板块交易拥挤度升高，行业指数加速上行后，波动率放大难以避免，与此同时在行业结构行情中，相对应的金地稳、消费、资源通胀三个大类方向本周皆有阶段性表现，反映市场在存量格局下不断调仓，尝试其他大类行业，结构上风格均衡苗头初现，能源短缺逻辑催化下的资源通胀成为本周行业演绎阻力最小的方向。

图表 3. 一级行业周涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 21年初迄今大类行业相对全 A 走势



资料来源：万得，中银证券；注：以电子/电新/军工三个行业等权拟合高景气指数，以建筑/交运/家电/地产/银行等6个行业等权拟合稳增长指数

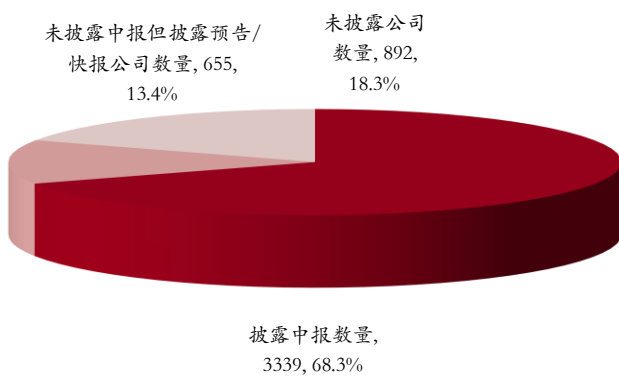
当前 A 股中报实际披露率较高，已披露公司中报业绩反映全 A 非金融业绩增速较一季报小幅下滑。截止 8 月 27 日下午四点，共计 3339 家 A 股公司披露 22 年中报，披露率 68.3%，此前已披露业绩预告/快报，但尚未披露正式中报的公司共计 655 家，以业绩预告上下限均值近似表征中报业绩，全 A 实际披露中报业绩公司数量接近 3994 家，实际披露率接近 81.7%。

从市值覆盖率角度来看，已披露中报/预告/快报公司市值覆盖率占比为 78.2%，相较数量披露率略有降低，主要由于部分大市值金融（银行/非银）权重公司尚未披露，以剔除金融后全部 4757 家公司为统计口径，全 A 非金融板块整体实际披露率达 82.0%，市值覆盖率为 83.0%。

从利润覆盖率角度来看，全 A 已披露样本 22Q1/21H1 业绩占比为 63%/62%，全 A 已披露非金融样本 22Q1/21H1 业绩占比为 73%/75%，全 A 非金融样本业绩的说明性较全 A 整体更强。

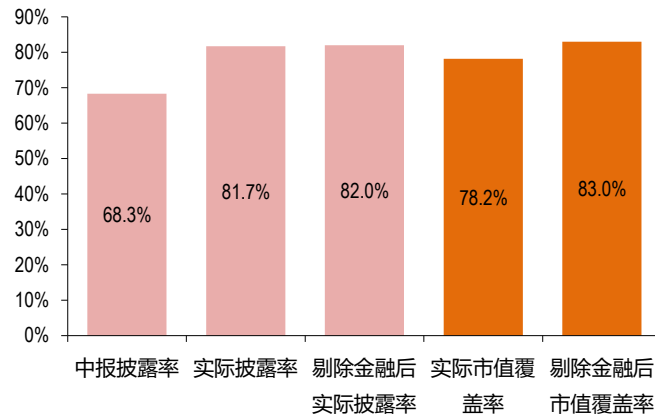
以剔除 22 年 6 月 30 日后上市公司为统计标准，全 A 非金融样本 (a) 22 年中报业绩增速 8.8%，较一季报 13.7%，下滑 4.9%。以剔除 22 年 3 月 31 日后上市的公司为统计标准，全 A 非金融样本 (b) 22 年中报业绩增速 5.7%，较一季报 10.3%，下滑 4.6%。22 年一季报，全 A 非金融实际业绩增速 7.9%，考虑两种口径后，预计当前已披露业绩公司（80%数量样本）22 年中报实际业绩增速或为 3.1%左右。

图表 7. 纳入业绩预告/快报后中报实际披露率较高



资料来源：万得，中银证券

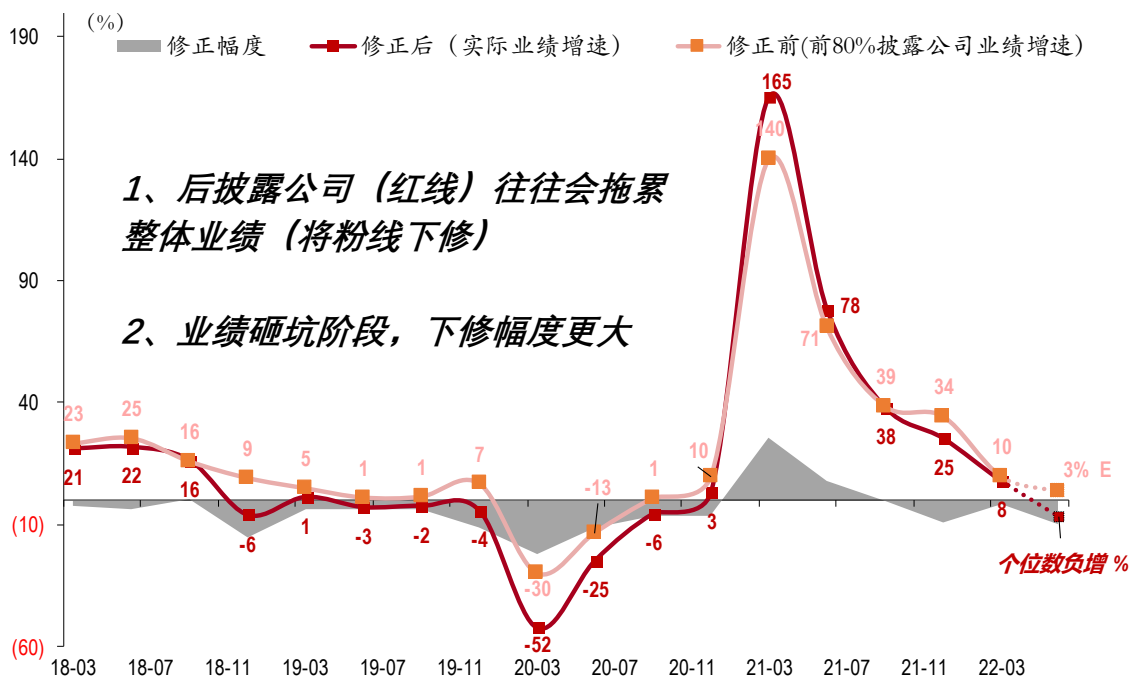
图表 8. 剔除金融后样本中报实际市值覆盖率较高



资料来源：万得，中银证券

绩差公司截止日前密集发布对整体业绩增速有明显拖累。部分投资者担忧部分绩差公司倾向于财报截止日前最后公布业绩，从而会对整体业绩造成大幅扰动，我们测算了过去 5 年，每期财报截止日前最先公布业绩的 80% 公司所对应的业绩增速（先披露组）与实际整体业绩进行对比，差值即为最后公布业绩的 20% 公司（后披露组）对整体财报形成的冲击幅度，从结果来看，绩差公司倾向于最后披露业绩的情况确实存在，但冲击幅度上来看，不同年份之间存在较大差别，业绩预期较差（即业绩砸坑阶段）的财报季期间，冲击幅度更大，反映绩差公司在财报较差时期推迟披露的现象更明显。考虑 22 年中报同属砸坑阶段，我们预计业绩下修幅度将高于过去 5 年平均值，但低于 20Q1/18Q4 水平，整体 22 年全 A 非金融中报实际业绩或录得个位数负增，这与我们在中期策略报告中测算的-4.9%较为接近。

图表 9. 绩差公司压轴发布对整体业绩有明显拖累



资料来源：万得，中银证券

绩差公司压轴发布对市场整体影响较小（逻辑 1）：从上图不难发现，最后 20%公布业绩公司对整体业绩冲击最大的财报季分别为 18Q4/19Q4/20Q1/20Q2，分别对应 19 年 4 月 30 日，20 年 4 月 30 日，20 年 8 月 30 日这三个财报截止日，选取财报截止日前 3/4/5 个交易日至财报截止日的区间涨跌幅来看，无论是这三轮的业绩挖坑冲击阶段，还是整体各期财报季，最后发布业绩的阶段前，尽管业绩增速有所下修，但对万得全 A 并未产生明显冲击。

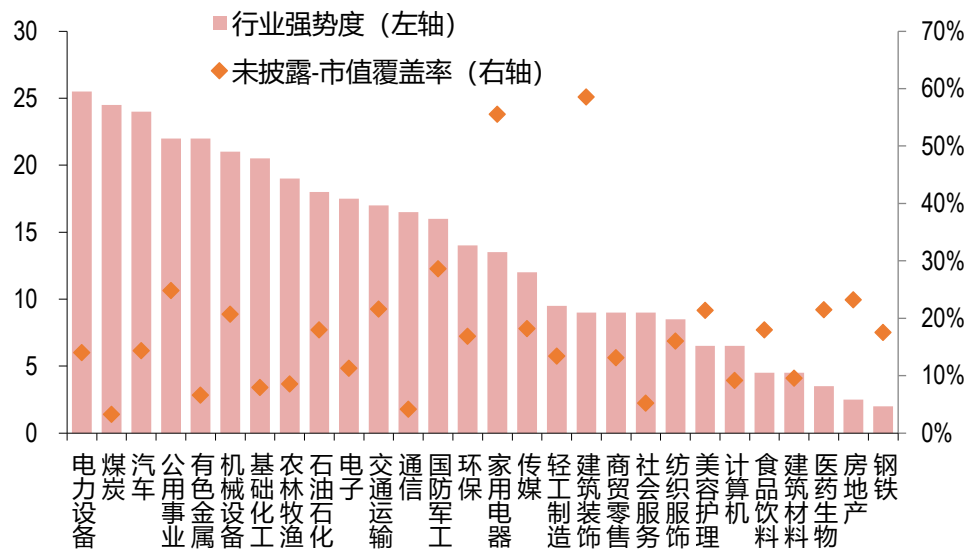
图表 10. 绩差公司压轴发布对市场整体影响较小

| 财报期 | 修正后 (实际业绩增速, %) | 修正前(前80%披露公司业绩增速, %) | 修正幅度 (%) | 财报截止日T | T-3区间涨跌幅 (%) | T-4区间涨跌幅 (%) | T-5区间涨跌幅 (%) |
|-------------|-----------------|----------------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| 18Q1 | 21.2 | 23.2 | -2.0 | 20180430 | 0.3 | -0.1 | -1.8 |
| 18Q2 | 21.8 | 25.3 | -3.5 | 20180831 | -2.5 | -0.4 | -0.3 |
| 18Q3 | 16.4 | 15.8 | 0.6 | 20181031 | 0.0 | -0.1 | 0.0 |
| 18Q4 | -6.1 | 9.0 | -15.1 | 20190430 | -5.1 | -4.5 | -5.4 |
| 19Q1 | 1.3 | 4.8 | -3.5 | 20190430 | | | |
| 19Q2 | -2.9 | 1.0 | -3.9 | 20190831 | 0.6 | -0.5 | -0.2 |
| 19Q3 | -2.4 | 1.4 | -3.8 | 20191031 | -0.9 | -0.3 | -0.4 |
| 19Q4 | -4.3 | 6.7 | -11.0 | 20200430 | 1.7 | 0.4 | 0.0 |
| 20Q1 | -52.5 | -30.1 | -22.4 | 20200430 | | | |
| 20Q2 | -24.7 | -13.3 | -11.4 | 20200831 | 0.7 | 0.5 | 1.3 |
| 20Q3 | -5.5 | 0.8 | -6.3 | 20211031 | -1.3 | -0.5 | -0.7 |
| 20Q4 | 3.4 | 9.9 | -6.5 | 20210430 | | | |
| 21Q1 | 165.3 | 139.9 | 25.4 | 20210430 | 0.5 | -0.3 | 0.1 |
| 21Q2 | 78.1 | 70.6 | 7.5 | 20210830 | -0.3 | 0.7 | 2.6 |
| 21Q3 | 38.1 | 38.5 | -0.4 | 20211031 | -1.3 | -0.5 | -0.7 |
| 21Q4 | 25.3 | 34.3 | -9.0 | 20220430 | | | |
| 22Q1 | 8.0 | 9.8 | -1.8 | 20220430 | 4.8 | -1.6 | -1.8 |
| 22Q2 | -7.0 | 3.1 | -10.1 | 20220831 | | | |

资料来源：万得，中银证券

绩差公司压轴发布对行业指数的影响整体较小（逻辑 2）：从各一级行业未披露公司的市值覆盖率看，当前相对未披露率较高的行业（即潜在冲击或较大的行业）主要分布在建筑/家电/军工/公用事业/地产/交运等行业，这些行业与我们构建的行业强势度指标（指标 1+指标 2 平均值，指标 1—按各行业中站上周线 MA60 个股占比降序打分，指标 2—按 22 年 4 月 27 日迄今各行业涨跌幅降序打分，反映当前阶段股价相对处于强势/高位的行业）进行对比可见，未披露（市值覆盖）率较高的行业，并非当前阶段股价相对强势/高位的行业，相关行业股价表现其实已经计价了相当程度的悲观预期，因此即使后期，随着相关行业绩差公司逐渐披露中报，对于低位板块而言，对股价的冲击或也较为有限。而近期强势行业如电新/煤炭/汽车等披露率已经较高，未披露公司通过业绩端对行业指数的边际扰动空间已明显减少。因此，绩差公司后续披露对行业指数的整体扰动或也较小。

图表 11. 强势行业当前披露率已较为充分

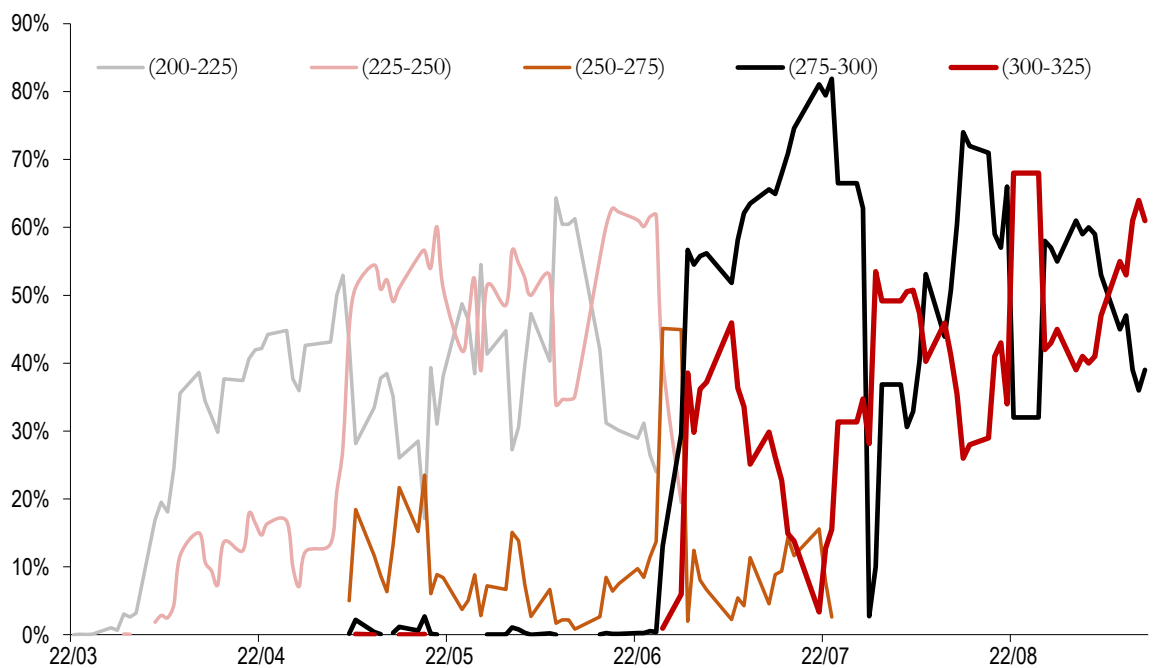


资料来源：万得，中银证券；行业强势度：指标 1+指标 2 平均值，指标 1—按各行业中站上周线 MA60 个股占比降序打分，指标 2—按 22 年 4 月 27 日迄今各行业涨跌幅降序打分

在整体业绩端对市场/行业造成扰动较为有限的判断下，本周对估值端扰动的重视度需明显提升。在上周五杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔发表鹰派讲话，强调在 9 月会议上参会者将更新其对于“终点利率”的评估，或意味本轮加息的“终点利率”高于 4%，与此同时 9 月 FOMC 会议加息 75BP 概率重新上行至 60%，美股三大股指上周五均录得大幅下跌。

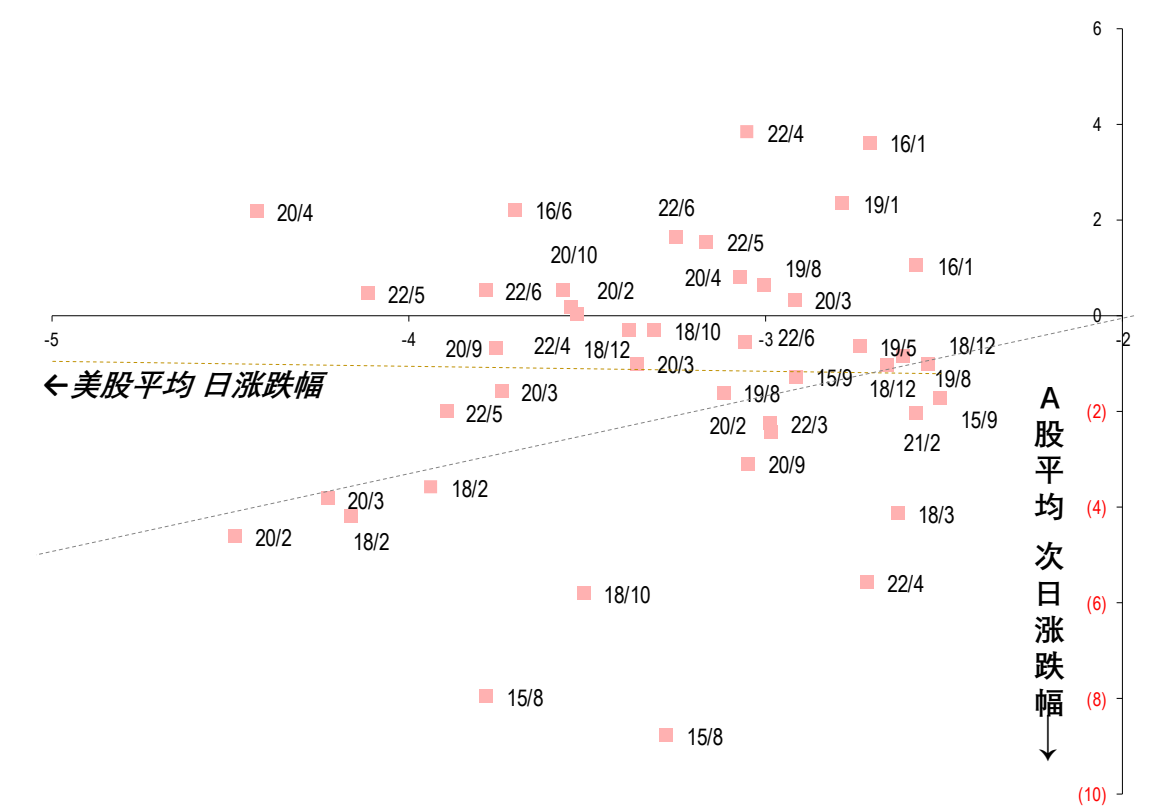
我们统计了 2015 年以来，美股三大股指平均跌幅大于 2.5% 的交易日 (T 日) 共计 49 个，其中对应 A 股重要指数 (万得全 A/上证指数/创业板指) 次日 (T+1 日) 平均收涨收跌次数分别为 18/31 (占比为 37%/63%)。平均跌幅而言，美股/A 股在 49 次中分别为 -3.8%/-1.1%，中位数跌幅分别为 -3.3%/-0.7%，A 股跌幅小于美股平均 2.5% 跌幅的次数占比达 96% (47 次)。整体而言，美股下跌对 A 股有明显冲击，但对幅度无需过度恐慌。此外下图可见，美股 T 日大幅下跌，而 A 股 T+1 日收涨的频次于 22 年多次出现，这或反映由于本轮中美经济周期错位，A 股与美股挂钩度在 22 年有明显减弱。

图表 12. 美联储 9 月 FOMC 会议加息 75BP 概率再度提升



资料来源: CME, 中银证券

图表 13. 15 年以来美股冲击对 A 股的影响分布

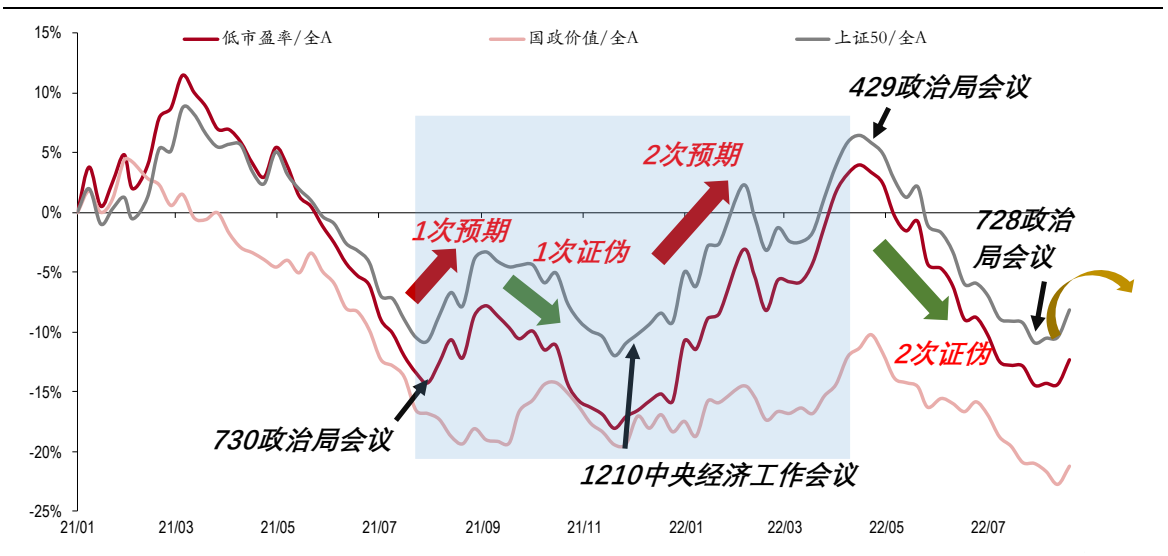


资料来源: 万得, 中银证券

有风格均衡，无风格切换。此前对于价值与成长均衡的判断，主要基于赔率而非胜率视角，鉴于此前高景气成长拥挤度提升，短期涨速过快而价值风格行业估值重回历史底部区间，因此价值风格行业的赔率有所上升。胜率视角来看，短期价值胜率有所提升，美联储鹰派表述将在短周期维度内进一步加大市场对成长杀估值的担忧。

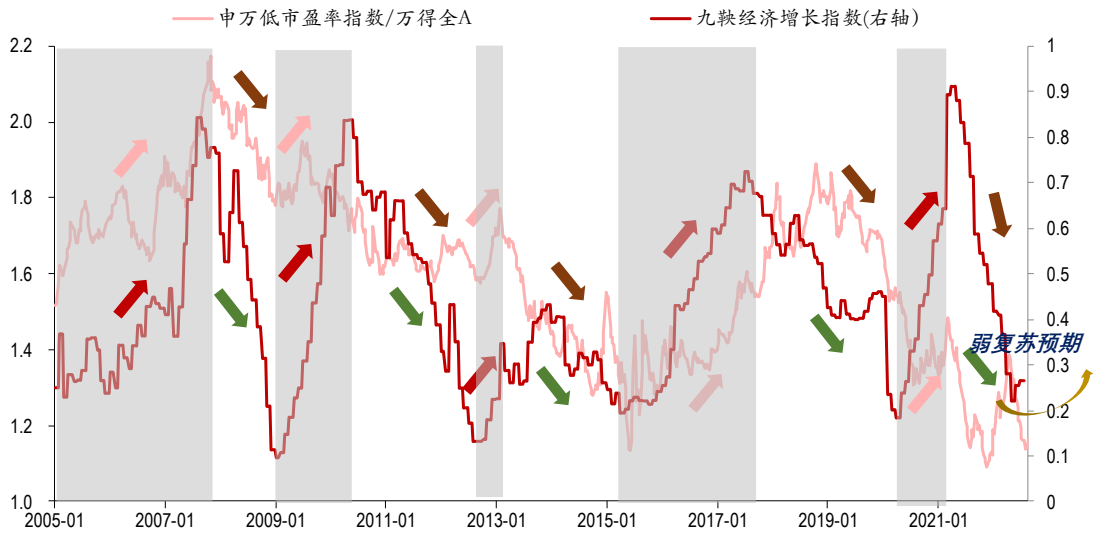
但当前宏观环境仍不支持价值大幅反弹，**逻辑 1：**从滞后/同步指标观察而言，我们此前强调，低估价值指数大幅上行的必要条件为宏观经济上行拐点出现，而当前这一指标信号尚未出现，因此在同为低估值的金地稳与周期资源两个大类方向中，此前市场选择了阻力最小的通胀资源方向，而对于金地稳方向的胜率/风格切换判断，我们认为仍需聚焦于对政策端，即预期因子（领先指标）的持续跟踪，我们认为，政策驱动预期因子实际反映的是对于宏观经济景气度上行的预期，从此前数次政治局会议带来的阶段性风格均衡可见，政策推动的预期因子对于市场风格均衡转变具有支配性的影响。进入8月后，相关政策信号有所提升，1) 华融与阳光城签署纾困重组框架协议，2) 监管指导为示范房企提供流动性支持，3) 五年期 LPR 下调非对称式下调，4) 国常会再度部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，但整体而言强度仍显不足，并无法完全推动市场预期转化为相信宏观经济转头上行，从领先指标而言—政策信号当前仍处于观察期。**逻辑 2：**从流动性角度来看，我们倾向于认为流动性是强化风格趋势而非是决定风格的核心因素，此前较为充沛的流动性支撑了科技成长及小市值风格的强势演绎，但当且阶段我们也并未观察到流动性预期减弱的信号。因此基于上述逻辑，建议投资者短期继续重视风格均衡这一阶段性选择，中期成长坚守仍好于价值轮动。

图表 14. 政策信号是风格均衡/切换的领先指标



资料来源：万得，中银证券

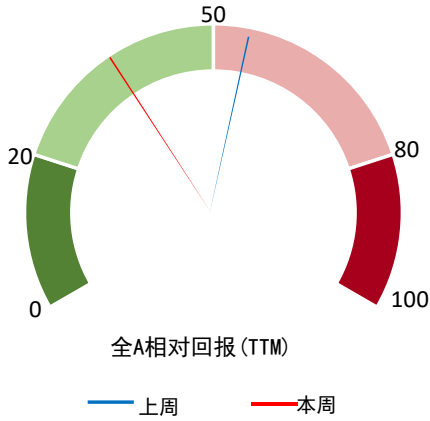
图表 15. 宏观景气度上行是风格均衡/切换的同步/滞后指标



资料来源: 万得, 中银证券

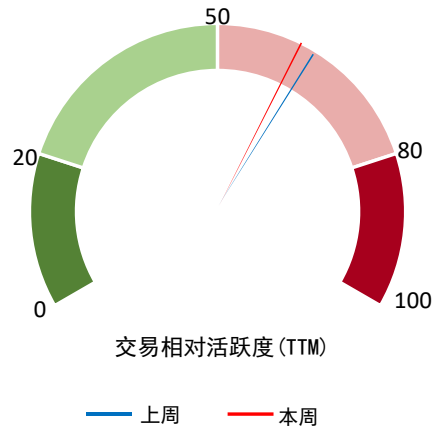
一周市场总览、组合表现及热点追踪

图表 16. 本周全 A 相对回报环比上周回落



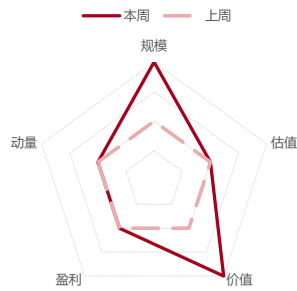
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 成交活跃度小幅回落



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 环比上周大规模、高价值因子占优，其余因子不变



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 一周行业资金流向情况，煤炭、农业、石油石化累计净流入最多

| 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 |
|------|-----------|--------|------|-----------|--------|
| 煤炭 | 0.77 | (1) | 家用电器 | (2.78) | (1) |
| 农林牧渔 | 0.40 | 1 | 传媒 | (2.95) | (4) |
| 石油石化 | 0.22 | (1) | 房地产 | (2.97) | (4) |
| 美容护理 | (0.66) | 1 | 环保 | (3.02) | (5) |
| 食品饮料 | (0.68) | 2 | 公用事业 | (3.04) | (3) |
| 非银金融 | (0.97) | (1) | 纺织服饰 | (3.04) | (5) |
| 有色金属 | (1.34) | 1 | 电力设备 | (3.07) | (3) |
| 交通运输 | (1.44) | (1) | 汽车 | (3.42) | (5) |
| 基础化工 | (1.49) | 1 | 机械设备 | (3.47) | (3) |
| 综合 | (1.75) | (5) | 国防军工 | (3.60) | 1 |
| 医药生物 | (1.87) | (4) | 钢铁 | (3.74) | (4) |
| 轻工制造 | (1.95) | (5) | 计算机 | (3.94) | (5) |
| 银行 | (2.07) | 2 | 通信 | (4.32) | (5) |
| 社会服务 | (2.19) | 1 | 电子 | (4.68) | (5) |
| 商贸零售 | (2.20) | (5) | 建筑材料 | (4.75) | 1 |
| 建筑装饰 | (2.73) | (1) | | | |

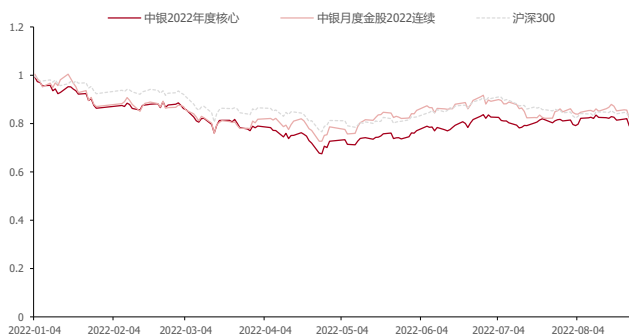
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 一周主题红黑榜，煤炭、纯碱、育种涨幅领跑，半导体、机器人主题跌幅较大

| 最热主题 | 周涨跌幅(%) | 最凉主题 | 周涨跌幅(%) |
|------|---------|--------|---------|
| 煤炭开采 | 6.69 | 半导体封测 | (11.31) |
| 纯碱 | 5.25 | 机器视觉 | (10.19) |
| 生物育种 | 5.19 | 半导体设备 | (9.68) |
| 保险 | 4.23 | 工业 4.0 | (8.80) |
| 鸡产业 | 4.08 | 机器人 | (8.79) |
| 维生素 | 4.00 | 国家大基金 | (8.77) |
| 饲料 | 3.97 | 光刻胶 | (8.72) |
| 乳业 | 2.89 | 工业母机 | (8.63) |
| 猪产业 | 2.65 | IGBT | (8.62) |
| 预增 | 2.49 | 摄像头 | (8.49) |

资料来源：万得，中银证券

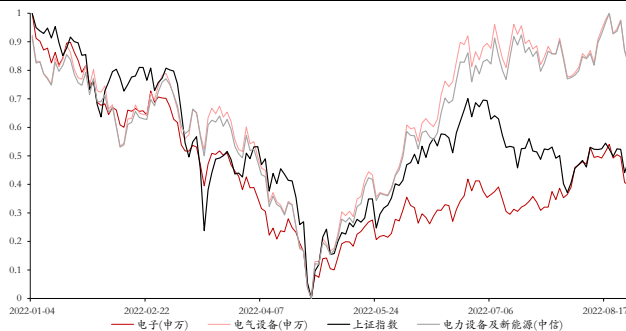
图表 21. 中银年度核心组合、月度金股连续组合本周走势情况



资料来源：万得，中银证券

工信部发布文推动能源电子产业发展，全面助推实现“双碳”目标。为统筹推动能源电子产业发展，8月25日工业和信息化部会同有关部门发布《关于推动能源电子产业发展的指导意见（征求意见稿）》（下称“意见稿”），进一步推动能源电子产业发展，全面助力实现碳达峰碳中和。文件指出，能源电子产业是电子信息技术和新能源需求融合创新产生并快速发展的新兴产业，是生产能源、服务能源、应用能源的电子信息技术及产品的总称，主要包括太阳能光伏、新型储能电池、重点终端应用、关键信息技术及产品等领域。意见稿提出，到2025年，能源电子产业年产值达到3万亿元。能源电子产业有效支撑新能源大规模应用，成为推动能源革命的重要力量。到2030年，能源电子产业综合实力持续提升，形成与国内外新能源需求相适应的产业规模。产业集群和生态体系不断完善，5G/6G、先进计算、人工智能、工业互联网等新一代信息技术在能源领域广泛应用。总的来看，电子信息技术产业和新能源产业未来有望协同融合发展，提升全产业链发展水平，能源电子产业成为推动实现碳达峰碳中和的关键力量。

图表 22. 电子、电气设备、电力设备及新能源指数年内相对走势



资料来源：万得，中银证券

产业发展遵循四大原则：①市场主导、政策支持②统筹规划、融合发展③创新驱动、开放合作④安全高效、持续发展。市场主导、政策支持，即发挥市场在资源配置中的决定性作用，强化企业市场主体地位，营造良好的市场环境。更好发挥政府作用，完善政策机制，加强政策引领；统筹规划、融合发展，即优化顶层设计，坚持系统观念，协调供需关系。加强产业链上下游协同，促进“光储端信”全链条融合创新，统筹推进产业集聚发展；创新驱动、开放合作，即营造开放包容的创新环境，鼓励技术、机制及模式创新。建立国际开放合作体系，打造具有全球竞争力的能源电子产业链；安全高效、持续发展，即加强安全技术攻关和产品提质增效，健全技术标准和检测认证体系。全面推行绿色制造和智能制造，促进能源电子产业绿色低碳可持续发展。

意见稿首次提到探索建立光伏“碳足迹”评价标准并开展认证。此次文件三次提及建立“碳足迹”和认证相关：①在“(七)发展先进高效的光伏产品及技术”中，意见稿指出要探索建立光伏“碳足迹”评价标准并开展认证。加快构建光伏供应链溯源体系，推动光伏组件回收利用技术研发及产业化应用；②在“(八)开发安全经济的新型储能电池”中，意见稿表明要支持建立锂电等全生命周期溯源管理平台，开展电池碳足迹核算标准与方法研究，探索建立电池产品碳排放管理体系；③在“(二十)加强产业统筹协调”中，意见稿提出要加强能源电子产业发展组织领导，坚持系统思维，建立推动产业高质量发展的协调机制，地方有关部门加强协同和上下联动，共同研究能源电子碳足迹、推进大产业大市场建设等重大问题。

图表 23. 太阳能光伏、能源电子关键信息技术产品清单

| 太阳能光伏产品及技术 | | 能源电子关键信息技术产品 | |
|------------|---|--------------|---|
| 晶硅电池 | 支持开展大尺寸和双面、PERC、PERC+SE、MBB 等 PERC+ 高效电池技术的规模化量产。开展 TOPCon、HJT、IBC 等高效电池及组件的研发与产业化，突破 N 型电池大规模生产工艺。 | 光电子器件 | 基于能源电子需求，发展高速光通信芯片、高速高精度光探测器、高速直调和外调制激光器、高速调制器芯片、高功率激光器、光传输用数字信号处理器芯片、高速驱动器和跨阻抗放大器芯片。 |
| 薄膜电池 | 统筹开发钙钛矿电池（含钙钛矿/晶硅叠层电池）、非晶硅/微晶硅/多晶硅薄膜电池、化合物薄膜电池等高效薄膜电池技术。开发 BIPV 构件、车船用构件、户外用品等产品，拓展应用领域 | 功率半导体器件 | 面向光伏、风电、储能系统、半导体照明等，发展新能源用耐高温、耐高压、低损耗、高可靠 IGBT 器件及模块，SiC、GaN 等先进宽禁带半导体材料与先进拓扑结构和封装技术，新型电力电子器件及关键技术。 |
| 光伏材料和设备 | 开发高纯度、低成本多晶硅材料和高性能硅片，提升大尺寸单晶硅拉棒、切片等制备工艺技术，提升电子浆料、光伏背板、光伏玻璃、封装胶膜、电子化学品等关键光伏材料高端产业化能力。支持高效闭环硅料全套产线突破，提升还原炉、单晶炉、PECVD、切片机、丝网印刷机、光电检测设备等水平。 | 敏感元件及传感类器件 | 发展小型化、低功耗、集成化、高灵敏度的敏感元件，集成多维度信息采集能力的高端传感器，新型 MEMS 传感器和智能传感器，突破微型化、智能化的电声器件和图像传感器件。 |
| 智能组件及逆变器 | 发展具有优化消除阴影遮挡功率损失、失配损失、消除热斑、智能控制关断、智能光照跟踪、实时监测运行等功能的智能光伏组件产品，提升光伏组件轻质化、柔性化、智能化水平开发新型高效率和高可靠性逆变器，提高光伏电站监控运维水平 | 发光二极管 | 推动高品质、全光谱 LED 芯片及器件研发，加快提升晶片、银胶、环氧树脂等性能。面向机器视觉、植物生长、紫外消杀等非视觉应用，突破 LED 生产工艺、高光效黄光 LED 芯片、新型高效非可见光发光材料等技术，支持新型照明应用。 |
| 系统和运维 | 研发推广智能管理系统和集成运维技术，提高光伏发电全周期信息化管理水平。结合 5G、AI、机器视觉、无人机等开展无人智慧化电站运维系统研究，开发光伏电站系统智能清洗机器人、智能巡检无人机、智能 AI 系统平台等产品。推广应用 1500V 光伏系统技术。 | 先进计算及系统 | 加快云计算、量子计算、机器学习与人工智能等技术推广应用。支持研究多域电子电气架构，突破智能设计与仿真及其工具、制造物联与服务、能源大数据处理等高端工业软件核心技术，建立健全能源电子生产运维信息系统。 |
| | | 数据监测与运行分析系统 | 推动建设能源电子产业数据平台，开展平台基础能力、运营服务、产业支撑等运行数据自动化采集，研发平台运行监测及行业运行分析模型，提升数据汇聚、分析、应用能力。 |

资料来源：工信部官网，中银证券

文件部署了能源电子领域产品及技术的供给能力提升行动。此次部署的具体领域包含：光伏、新型储能电池、能源电子等。在太阳能光伏产品及技术供给能力提升行动中，此次意见稿主要针对晶硅电池、薄膜电池、光伏材料和设备、智能组件及逆变器及系统和运维；在新型储能电池产品及技术供给能力提升行动中，此次意见稿主要针对锂离子电池、锂电材料及装备、钠离子电池、液流电池、氢储能/燃料电池、超级电容器、其他新型储能技术及产品、电池系统集成、检测评价和回收利用和储能系统智能预警安防；在能源电子关键信息技术产品供给能力提升行动中，主要针对光电子器件、功率半导体器件、敏感元件及传感类器件、发光二极管、先进计算及系统和数据监测与运行分析系统。

未来政策将进一步支持新技术新产品在重点终端市场应用。具体政策层面，未来政策将进一步推动先进产品及技术示范、支持重点领域融合发展以及加大新兴领域应用推广。先进产品及技术示范层面，面向以新能源为主体的新型电力系统和数据中心、算力中心、电动机械工具、电动交通工具及充换电设施、新型基础设施等重点终端应用，开展多元化“智能光伏+新型储能”试点示范，培育一批国家级智能光伏示范项目，打造一批提供光储融合系统解决方案的标杆企业；重点领域融合发展层面，意见稿指出将加快能源电子技术及产品在工业、通信、能源、交通、建筑、农业等领域应用。鼓励建设工业绿色微电网，实现分布式光伏、分散式风电、多元储能、高效热泵、余热余压利用、智慧能源管控等一体化系统开发运行，实现多能高效互补利用。支撑大型风光电基地建设。推动交通、机械工具电动化，加快电动船舶、电动飞机等研发推广。探索光伏和新能源汽车融合应用路径。推进屋顶、墙面光伏系统研发应用，发展户用光储超微电站，推动光伏、储能电池与建筑建材融合应用。推动农光互补、渔光互补等光伏发电复合开发，鼓励光伏农业新兴商业模式探索，促进农民增收，支持乡村振兴和共同富裕建设；新兴领域应用推广层面，采用分布式储能、“光伏+储能”等模式推动能源供应多样化，提升能源电子产品在 5G 基站、新能源汽车充电桩等新型基础设施领域的应用水平。面向“东数西算”等重大工程提升能源保障供给能力，建立分布式光伏集群配套储能系统，促进数据中心等可再生能源电力消费。探索开展源网荷储体化、多能互补的智慧能源系统、智能微电网、虚拟电厂建设，开发快速实时微电网协调控制系统和多元用户友好智能供需互动技术，加快适用于智能微电网的光伏产品和储能系统等研发，满足用户个性化用电需求。

图表 24. 新型储能电池产品及技术清单

| | | | |
|----------|---|------------------|--|
| 锂离子电 | 支持开发超长寿命高安全性储能锂离子电池。优化设计和制造工艺，从材料、单体、系统等多维度提升电池全生命周期安全性和经济性。推进聚合物锂离子电池、全气候电池、固态电池和快充电池等研发和应用。 | 超级电容器 | 加强高性能体系、高电压电解液技术、低成本隔膜及活性炭技术的研发，提高超级电容器在短时高功率输出、调频稳压、能量回收、高可靠性电源等领域的推广应用。 |
| 锂电材料及装备 | 保障高性能碳酸锂、氢氧化锂和前驱体材料等供给，提升单晶高镍、磷酸铁锰锂等正极材料性能。提高石墨、锂复合负极等负极材料应用水平。加快电解液用高纯碳酸酯溶剂、高纯六氟磷酸锂溶质等产业化应用。提升高破膜高粘接性功能隔膜的性能。突破搅拌、涂覆、卷绕、分切等高效设备。 | 其他新型储能技术及产品 | 研发新型环保、长寿命、低成本铅炭电池，开发高导电的专用多孔炭材料。推动正负极板栅的塑铅复合化，减少用铅量，提高电池比能量。开发新型空气电池，加强金属负极保护、枝晶抑制、选择性透过膜、电池结构设计等基础研究。鼓励开发规模储能用水系新电池。推动飞轮储能、压缩空气、储热等其他新型储能技术装备研发及产业化突破。 |
| 钠离子电 | 聚焦电池低成本和高安全性，加强硬碳负极材料等正负极材料、电解液等主材和相关辅材的研究，开发高效模块化系统集成技术，加快钠离子电池技术突破和规模化应用。 | 电池系统集成、检测评价和回收利用 | 开发安全高效的储能集成系统，针对电芯衰减、不一致性提高精细化管理水平，增强储能系统高效温控技术，提升电池管理系统性能、可用容量及系统可用度。开发电池全自动信息化生产工艺与装备。加强储能电池多维度安全测试技术、热失控安全预警技术和评价体系的开发与应用，突破电池安全高效回收拆解、梯次利用和再生利用等技术。 |
| 液流电 | 发展低成本、高能密度的全钒液流电池。开发低成本、无毒性铬铁液流电池，突破液流电池能量效率、系统可靠性、全周期使用成本等制约规模化应用的瓶颈。促进质子交换膜、电极材料等关键部件产业化。 | 储能系统智能预警安防 | 开发基于声、热、力、电、气多物理 8 参数的智能安全预警技术，以及高效、清洁的消防技术。建立储能系统安全分级评估体系，发展基于运行数据驱动和先进人工智能算法的储能系统安全状态动态智能评估技术。 |
| 氢储能/燃料电池 | 加快高效制氢技术攻关，推进储氢材料、储氢容器和车载储氢系统等研发。突破电堆、双极板、质子交换膜、催化剂、膜电极材料等燃料电池关键技术。支持制氢、储氢、燃氢等系统集成技术开发及应用。 | 超级电容器 | 加强高性能体系、高电压电解液技术、低成本隔膜及活性炭技术的研发，提高超级电容器在短时高功率输出、调频稳压、能量回收、高可靠性电源等领域的推广应用。 |
| 锂离子电 | 支持开发超长寿命高安全性储能锂离子电池。优化设计和制造工艺，从材料、单体、系统等多维度提升电池全生命周期安全性和经济性。推进聚合物锂离子电池、全气候电池、固态电池和快充电池等研发和应用。 | | |

资料来源：工信部官网，中银证券

围绕能源电子产业将低碳化、数字化、智能化三大转型发展要求，关注新能源组件、能源 IT 以及电力系统智能化改造。此次意见稿对全产业链发展作出部署，提出把促进新能源发展放在更加突出的位置，积极有序发展光能源、硅能源、氢能源、可再生能源。文件将有力推动产业集群和生态体系的完善，促进新一代信息技术在能源领域广泛应用与融合，最终助力能源电子产业成为推动实现碳达峰碳中和的关键力量。与此同时，此次文件也强调要加快国际合作步伐，充分利用多边和双边合作机制，加强能源电子各领域的交流对话，促进能源电子领域贸易和投资自由化便利化。不仅统筹利用国内国际市场与资源，统筹推动能源电子产业发展，而且还鼓励企业依托绿色“一带一路”建设等机制，加强全球化布局，深化国际产能合作，积极构建全球产业链体系，鼓励企业依法依规开展投资、建立研发及产业中心，建设全球营销和服务体系。未来能源电子产业将迎来低碳化、数字化、体系化、智能化及国际化等趋势，势必将引领相关产业实现经济高质量发展，推动产业市场体量增长。对应 A 股投资，推荐关注新能源组件、能源 IT 以及电力系统智能化改造主题，特别是能源 IT 以及电力系统智能化改造，随着新能源供电占比的提高，旧有的电力管理系统智能化改造迫在眉睫，尤其在今夏局部用电出现较大缺口的背景下，预计相关投资的高强度将贯穿整个能源系统向新能源主导迈进的转换过程，相关能源 IT 公司将持续受益。

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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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士，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