

# 策略週報

## 成長堅守，還是價值輪動？

對市場而言，價值藍籌有估值修復的基礎，但估值擴張的條件暫不具備。成長調整壓力更多是來自估值擠壓，股價中長期上行趨勢沒有發生變化。

- 當前市場貝葉斯特徵明顯，處於後驗概率不斷修正先驗概率的階段。美聯儲最新表態製造了估值層面的短期波動，但不改變中長期風險資產的配置價值。此外，中美就審計監管跨境合作達成協議對市場風險偏好，尤其是成長股有一定提振。國內方面，仍然是經濟修復強預期與弱現實的矛盾。國內貨幣政策短期難以繼續大幅寬鬆，寬貨幣向寬信貸傳導或是下一階段重要觀察方向。對市場而言，價值藍籌有估值修復的基礎，但估值擴張的條件暫不具備。堅守成長與價值輪動是應對當前市場波動的兩種策略。考慮到經濟彈性不高，價值股價的天花板受限，做價值輪動的倉位或有所限制，適當的機動倉位做輪動是可行的。
- **信用弱擴張的宏觀環境是最有利於成長結構牛的環境，成長堅守仍好於價值的輪動。**回顧歷史上信用擴張偏弱的階段，我們發現 A 股均有不同程度的正收益，但收益來源主要源於估值大幅提升；此外在歷次信用弱擴張階段，內需強相關的價值板塊均沒有表現出較強的超額受益，與之相反，成長均表現出較強的相對收益。我們認為這背後是內需預期的徘徊搖擺與貨幣政策寬鬆共同作用的結果。信用弱擴張的宏觀環境是最有利於成長結構牛的環境，後續市場風格的轉變來源於信用上行趨勢的確認。站在當前，我們認為當前信用弱復蘇的宏觀環境依舊將會延續，因此 Q3 成長行情仍將延續。需要關注 Q4 後政策定調以及潛在的市場風格轉換可能，短期來看，聯儲鷹派表態或引發全球風險資產短期波動，價值板塊或有修復但難以形成趨勢行情，成長堅守仍好於價值的輪動。
- **有風格均衡，無風格切換。**預計整體業績端對市場/行業造成擾動較為有限。歷史回溯來看，財報期前，儘管業績增速有所下修，但對萬得全 A 並未產生明顯衝擊。從各一級行業未披露公司的市值覆蓋率看，近期強勢行業如電新/煤炭/汽車等披露率已經較高，未披露公司通過業績端對行業指數的邊際擾動空間已明顯減少。因此，績差公司後續披露對行業指數的整體擾動或也較小。此前對於價值與成長均衡的判斷主要基於賠率而非勝率視角，鑒於此前高景氣成長擁擠度提升，短期漲速過快而價值風格行業估值重回歷史底部區間，因此價值風格行業的賠率有所上升。勝率視角來看，短期價值勝率有所提升，美聯儲鷹派表述將在短週期維度內進一步加大市場對成長股估值的擔憂。但當前宏觀環境仍不支持價值大幅反彈，建議投資者短期繼續重視風格均衡這一階段性選擇，中期成長堅守仍好於價值輪動。
- **圍繞能源電子產業將低碳化、數位化、智慧化三大轉型發展要求，關注新能源元件、能源 IT 以及電力系統智慧化改造。**此次能源電子發展意見稿提出把促進新能源發展放在更加突出的位置，積極有序發展光能源、矽能源、氫能源、可再生能源。未來能源電子產業將迎來低碳化、數位化、體系化、智慧化及國際化等趨勢，勢必將引領相關產業實現經濟高品質發展，推動產業市場體量增長。對應 A 股投資，推薦關注新能源元件、能源 IT 以及電力系統智慧化改造主題，特別是能源 IT 以及電力系統智慧化改造，隨著新能源供電占比將持續受益。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化**

## 目錄

觀點回顧.....	4
市場熱點思考 .....	5
大勢與風格.....	6
中觀與行業景氣.....	7
一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤.....	15
風險提示.....	21

## 圖表目錄

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.....	7
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.....	9
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.....	10
图表 12. 美联储 9 月 FOMC 会议加息 75BP 概率再度提升.....	11
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.....	13
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、电气设备、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

## 觀點回顧

——20211203《科技突圍》：科技之光將為明年 A 股注入能量。本輪科技行情有可能複製上世紀 80 年代的美股表現，將貫穿中週期始終，並與新一輪康波週期復蘇疊加。

——20220320《政策底與多頭思維》：“金融委”會議為股市定調，“一行兩會”紛紛表態後續跟進，政策底信號明確；市場底滯後政策底，仍需等待但已為期不遠，A 股進入 U 型底部區域，保持多頭思維。

——20220514《反彈的必要性已經具備》：海外逐步開啟衰退交易，A 股無需過度悲觀，超跌反彈行情後期關注三條行業配置線索。

——20220710《優化結構，集中投資》：短期蓄勢調整，優選配置結構。

——20220807《TMT 科技：小荷才露尖尖角》：以 5G 物聯網、人工智慧、雲計算、元宇宙等代表的數字經濟有望形成新的主要經濟形態，三季度中後期以 TMT 為代表的科技成長有望出現一波底部估值修復機會。

## 市場熱點思考

當前市場貝葉斯特徵明顯，處於後驗概率不斷修正先驗概率的階段。海外方面，鮑威爾在全球央行會議的講話偏鷹派，市場預期 9 月美聯儲加息 75bp 的概率上升至 60%，但最後是否能夠實現取決於 8 月份現實資料情況。短期美債利率脈衝上漲與美股下跌壓制全球風險偏好；但中長期通脹風險降低，伴隨價格有序回落，可預期的美聯儲加息節奏放緩，支撐風險資產價格。總結下來，美聯儲最新表態製造了估值層面的短期波動，但不改變中長期風險資產的配置價值。此外，中美就審計監管跨境合作達成協議對市場風險偏好，尤其是成長股有一定提振。

國內方面，仍然是經濟修復強預期與弱現實的矛盾。全球經濟仍處於衰退早期向後期的過渡階段，外需韌性恐難改變下行的趨勢。在疫情的擾動下，國內有效需求的恢復是漸進的，預計信貸脈衝的彈性不高。7 月工業企業利潤資料仍在下行過程中。國內經濟弱修復的概率偏大。流動性方面，明年 1 季度前，因為豬週期等因素國內 CPI 中樞或有抬升；同時考慮到海外緊縮，中美利差約束，人民幣匯率穩定性要求，國內貨幣政策短期難以繼續大幅寬鬆，寬貨幣向寬信貸傳導或是下一階段重要觀察方向。對市場而言，價值藍籌有估值修復的基礎，但估值擴張的條件暫不具備。

堅守成長與價值輪動是應對當前市場波動的兩種策略。由於流動性和風險偏好驅動估值的邏輯減弱，對於高估值，特別中小市值成長短期有一定壓力；而對於產業趨勢確定，估值處於合理或低估業績高增長成長方向，逢低加倉或是占優策略。因此，對於中週期景氣，以新能源、半導體、高端製造代表的複合高增長較為確定的成長方向調整壓力更多是來自估值擠壓，股價中長期上行趨勢沒有發生變化。藍籌價值的估值修復也是當前市場給予的可選策略，目標在於弱現實向強預期去彌合。考慮到經濟彈性不高，價值股價的天花板受限，做價值輪動的倉位或有所限制，適當的機動倉位做輪動是可行的。

## 大勢與風格

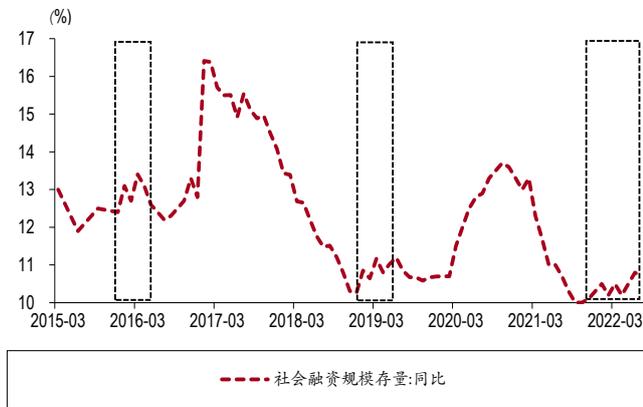
本周初非對稱降息落地符合市場預期，但局部地區高溫引發限電以及高頻資料走弱使得市場對於信用修復預期依舊偏弱，市場整體延續弱勢震盪的格局。

**弱信用擴張下的市場。**回顧歷史上信用擴張偏弱的階段，最為典型的時期出現在 2016 年上半年及 2019 年上半年，我們發現這兩個時期 A 股均有不同程度的正收益，但收益來源主要源於估值大幅提升；此外，我們發現在歷次信用弱擴張階段，內需強相關的價值板塊均沒有表現出較強的超額受益，與之相反，成長均表現出較強的相對收益。我們認為這背後是內需預期的徘徊搖擺與貨幣政策寬鬆共同作用的結果。

**信用弱擴張的宏觀環境是最有利於成長結構牛的環境。**一方面，信用弱擴張階段，內需下行預期得到初步緩和，市場估值出現修復，但與此同時信用修復的彈性空間及斜率的不及預期也使得傳統價值藍籌難有出色表現；另一方面，作為內需的領先指標，信用擴張不及預期將會倒逼貨幣政策延續寬鬆態勢，盈利預期的相對優勢疊加流動性環境的支撐構建了成長結構行情的天然優勢。我們在此前的週報中也提到過，內需偏弱而非大幅下行+流動性寬鬆是對成長股最為有力的宏觀環境，這也是信用弱復蘇階段的典型特徵。也就是說，**信用弱擴張的宏觀環境是最有利於成長結構牛的環境。**而後續市場風格的轉變來源於信用上行趨勢的確認。

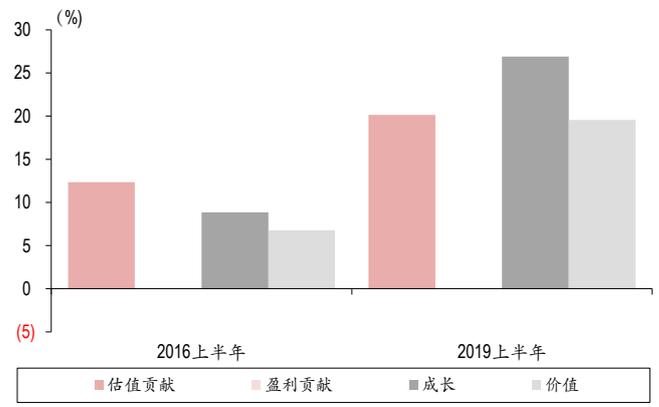
**價值短期或有反彈，成長堅守仍好於價值的輪動。**站在當前，我們認為當前信用弱復蘇的宏觀環境依舊將會延續：地產銷售拐點尚未出現之前，信貸需求或有季度修復但難有趨勢改善；結合政治局會議及近期國常會表態，下半年貨幣政策的寬鬆趨勢仍將延續，這也是當前阻力最小的政策方向。因此 Q3 成長行情仍將延續。需要關注 Q4 後政策定調以及潛在的市場風格轉換可能，短期來看，聯儲鷹派表態或引發全球風險資產短期波動，價值板塊或有修復但難以形成趨勢行情，**成長堅守仍好於價值的輪動。**

圖表 1. 國內弱信用擴張階段



資料來源：萬得，中銀證券

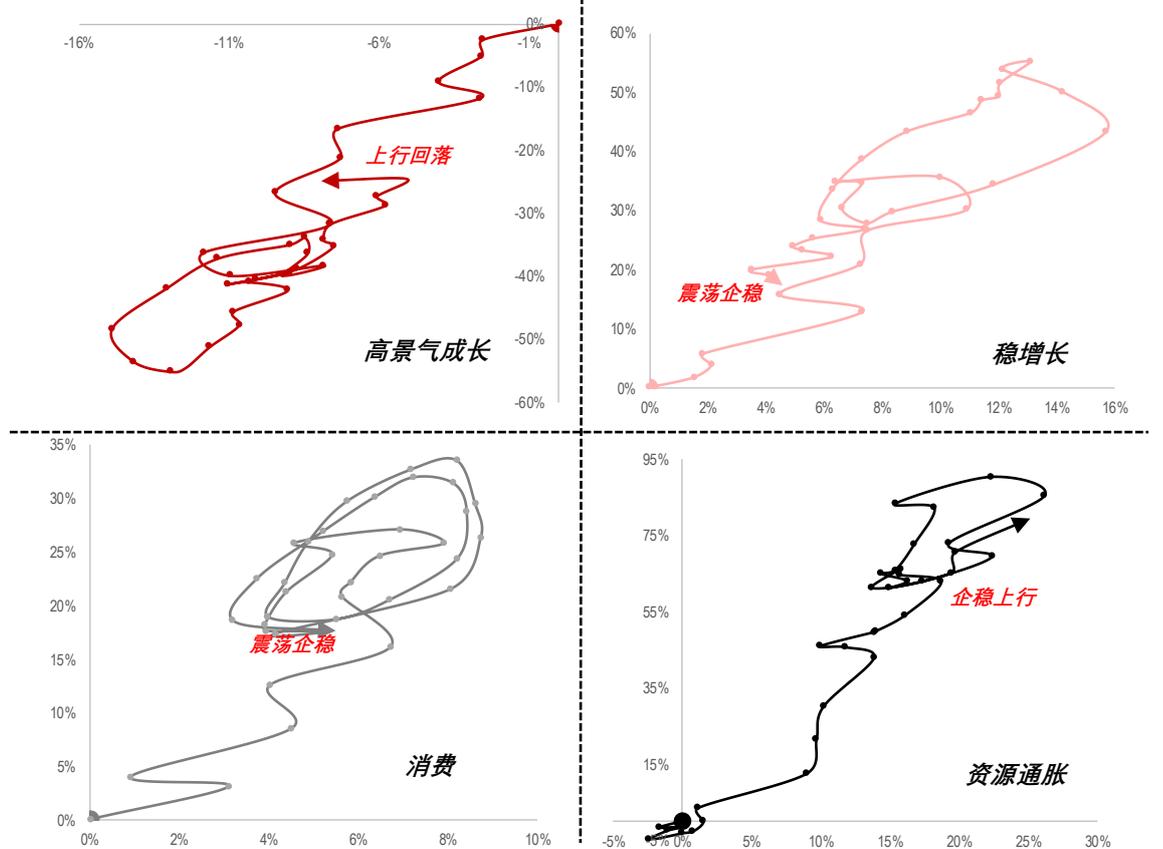
圖表 2. 弱信用擴張週期內 A 股市場表現



資料來源：萬得，中銀證券



圖表 6. 四主線趨勢與動量



資料來源：萬得，中銀證券；注：高景氣成長（電子軍工電新），穩增長（建築建材機械銀行地產），消費（社服家電醫藥農林牧漁食品飲料），資源通脹（石油石化煤炭有色），相對全 A 平均收益擬合；收益趨勢與動量圖（RMG，Relative return trend and Momentum Graph），橫軸為 21 年 12 月迄今相對全 A 區間收益趨勢，縱軸為四周動量。

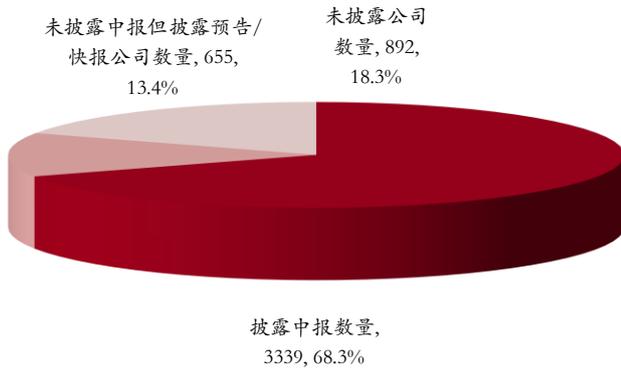
當前 A 股中報實際披露率較高，已披露公司中報業績反映全 A 非金融業績增速較一季報小幅下滑。截止 8 月 27 日下午四點，共計 3339 家 A 股公司披露 22 年中報，披露率 68.3%，此前已披露業績預告/快報，但尚未披露正式中報的公司共計 655 家，以業績預告上下限均值近似表徵中報業績，全 A 實際披露中報業績公司數量接近 3994 家，實際披露率接近 81.7%。

從市值覆蓋率角度來看，已披露中報/預告/快報公司市值覆蓋率占比為 78.2%，相較數量披露率略有降低，主要由於部分大市值金融（銀行/非銀）權重公司尚未披露，以剔除金融後全部 4757 家公司為統計口徑，全 A 非金融板塊整體實際披露率達 82.0%，市值覆蓋率為 83.0%。

從利潤覆蓋率角度來看，全 A 已披露樣本 22Q1/21H1 業績占比為 63%/62%，全 A 已披露非金融樣本 22Q1/21H1 業績占比為 73%/75%，全 A 非金融樣本業績的說明性較全 A 整體更強。

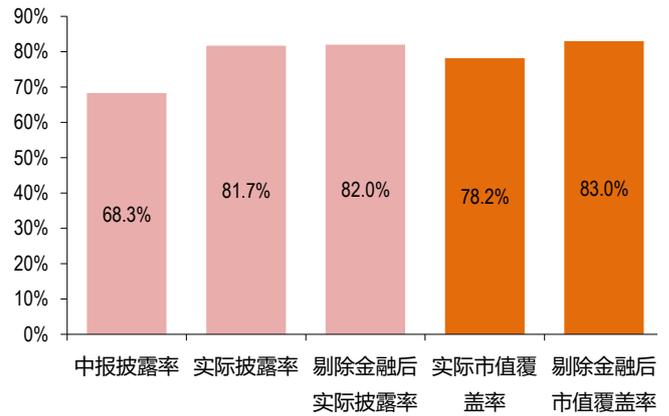
以剔除 22 年 6 月 30 日後上市公司為統計標準，全 A 非金融樣本 (a) 22 年中報業績增速 8.8%，較一季報 13.7%，下滑 4.9%。以剔除 22 年 3 月 31 日後上市的公司為統計標準，全 A 非金融樣本 (b) 22 年中報業績增速 5.7%，較一季報 10.3%，下滑 4.6%。22 年一季報，全 A 非金融實際業績增速 7.9%，考慮兩種口徑後，預計當前已披露業績公司（80%數量樣本）22 年中報實際業績增速或為 3.1% 左右。

圖表 7. 納入業績預告/快報後中報實際披露率較高



資料來源：萬得，中銀證券

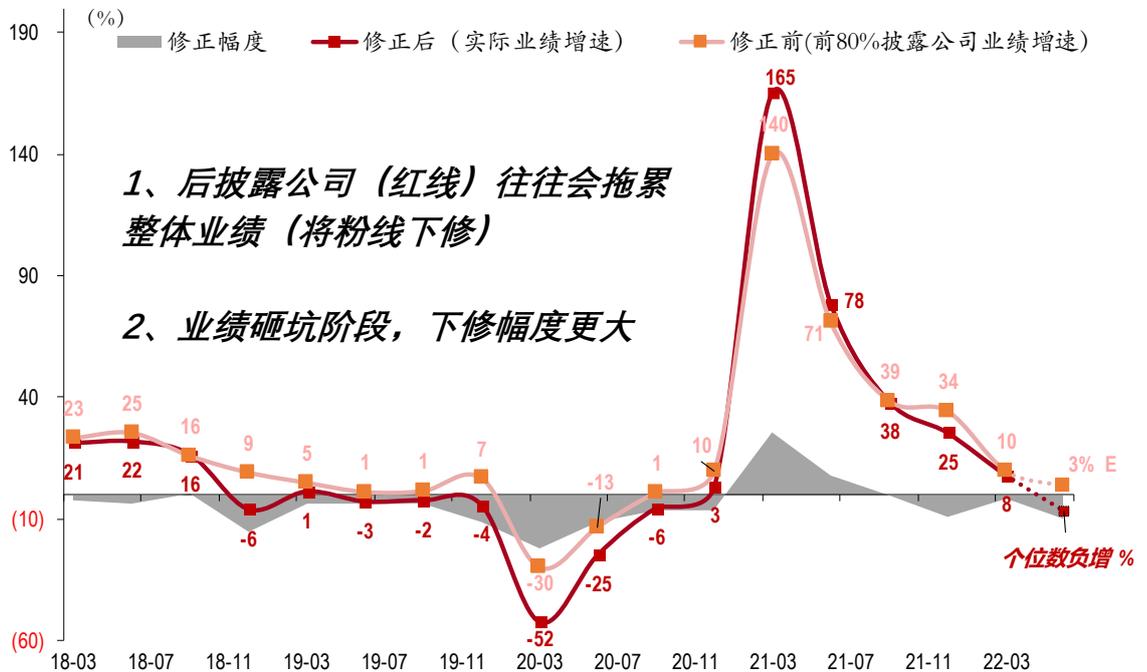
圖表 8. 剔除金融後樣本中報實際市值覆蓋率較高



資料來源：萬得，中銀證券

績差公司截止日前密集發佈對整體業績增速有明顯拖累。部分投資者擔憂部分績差公司傾向於於財報截止日前最後公佈業績，從而會對整體業績造成大幅擾動，我們測算了過去 5 年，每期財報截止日前最先公佈業績的 80% 公司所對應的業績增速（先披露組）與實際整體業績進行對比，差值即為最後公佈業績的 20% 公司（後披露組）對整體財報形成的衝擊幅度，從結果來看，績差公司傾向於最後披露業績的情況確實存在，但衝擊幅度上來看，不同年份之間存在較大差別，業績預期較差（即業績砸坑階段）的財報季期間，衝擊幅度更大，反映績差公司在財報較差時期推遲披露的現象更明顯。考慮 22 年中報同屬砸坑階段，我們預計業績下修幅度將高於過去 5 年平均值，但低於 20Q1/18Q4 水準，整體 22 年全 A 非金融中報實際業績或錄得個位數負增，這與我們在中期策略報告中測算的-4.9%較為接近。

圖表 9. 績差公司壓軸發佈對整體業績有明顯拖累



資料來源：萬得，中銀證券

績差公司壓軸發佈對市場整體影響較小（邏輯 1）：從上圖不難發現，最後 20% 公佈業績公司對整體業績衝擊最大的財報季分別為 18Q4/19Q4/20Q1/20Q2，分別對應 19 年 4 月 30 日，20 年 4 月 30 日，20 年 8 月 30 日這三個財報截止日，選取財報截止日前 3/4/5 個交易日至財報截止日的區間漲跌幅來看，無論是這三輪的業績挖坑衝擊階段，還是整體各期財報季，最後發佈業績的階段前，儘管業績增速有所下修，但對萬得全 A 並未產生明顯衝擊。

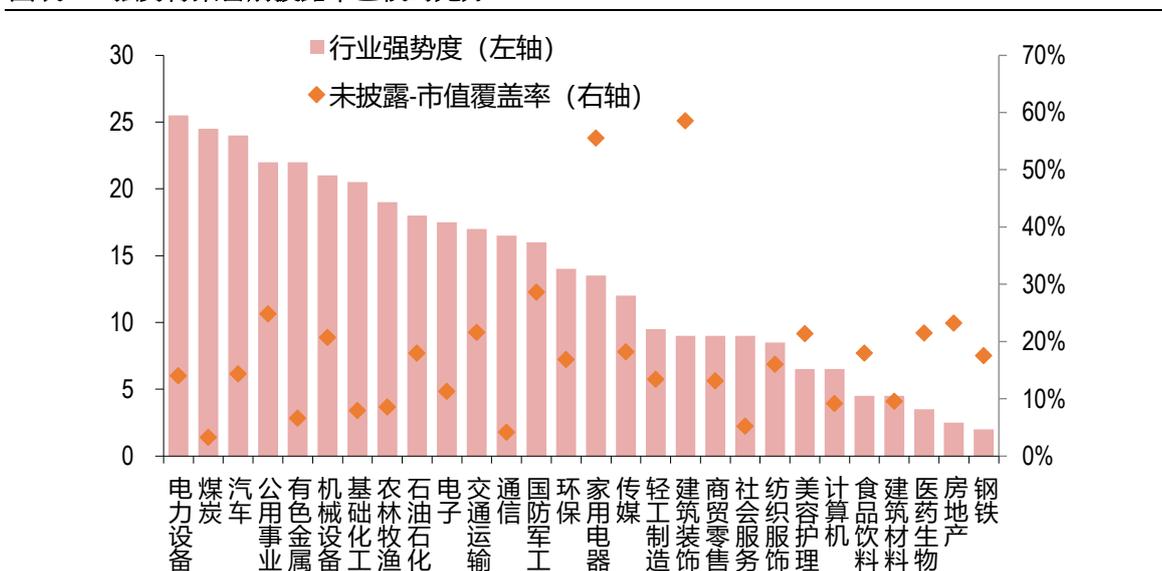
圖表 10. 績差公司壓軸發佈對市場整體影響較小

財報期	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 (%)	財報截止日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
<b>18Q4</b>	<b>-6.1</b>	<b>9.0</b>	<b>-15.1</b>	<b>20190430</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.5</b>	<b>-5.4</b>
<b>19Q1</b>	<b>1.3</b>	<b>4.8</b>	<b>-3.5</b>	<b>20190430</b>			
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
<b>19Q4</b>	<b>-4.3</b>	<b>6.7</b>	<b>-11.0</b>	<b>20200430</b>	<b>1.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>
<b>20Q1</b>	<b>-52.5</b>	<b>-30.1</b>	<b>-22.4</b>	<b>20200430</b>			
<b>20Q2</b>	<b>-24.7</b>	<b>-13.3</b>	<b>-11.4</b>	<b>20200831</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>1.3</b>
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
<b>22Q2</b>	<b>-7.0</b>	<b>3.1</b>	<b>-10.1</b>	<b>20220831</b>			

資料來源：萬得，中銀證券

**績差公司壓軸發佈對行業指數的影響整體較小（邏輯 2）**：從各一級行業未披露公司的市值覆蓋率看，當前相對未披露率較高的行業（即潛在衝擊或較大的行業）主要分佈在建築/家電/軍工/公用事業/地產/交運等行業，這些行業與我們構建的行業強勢度指標（指標 1+指標 2 平均值，指標 1—按各行業中站上周線 MA60 個股占比降幕打分，指標 2—按 22 年 4 月 27 日迄今各行業漲跌幅降幕打分，反映當前階段股價相對處於強勢/高位的行業）進行對比可見，未披露（市值覆蓋）率較高的行業，並非當前階段股價相對強勢/高位的行業，相關行業股價表現其實已經計價了相當程度的悲觀預期，因此即使後期，隨著相關行業績差公司逐漸披露中報，對於低位板塊而言，對股價的衝擊也較為有限。而近期強勢行業如電新/煤炭/汽車等披露率已經較高，未披露公司通過業績端對行業指數的邊際擾動空間已明顯減少。因此，績差公司後續披露對行業指數的整體擾動也較小。

圖表 11. 強勢行業當前披露率已較為充分

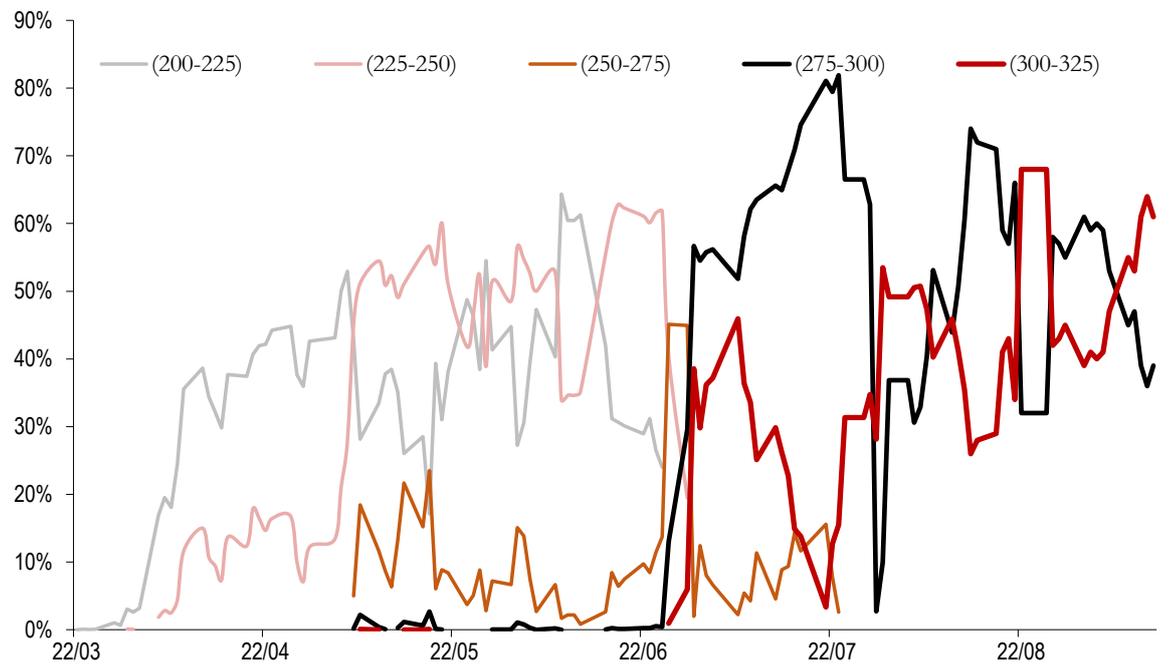


資料來源：萬得，中銀證券；行業強勢度：指標 1+指標 2 平均值，指標 1—按各行業中站上周線 MA60 個股占比降幕打分，指標 2—按 22 年 4 月 27 日迄今各行業漲跌幅降幕打分

在整體業績端對市場/行業造成擾動較為有限的判斷下，本周對估值端擾動的重視度需明顯提升。在上週五傑克遜霍爾全球央行年會上，美聯儲主席鮑威爾發表鷹派講話，強調在 9 月會議上參會者將更新其對於“終點利率”的評估，或意味本輪加息的“終點利率”高於 4%，與此同時 9 月 FOMC 會議加息 75BP 概率重新上行至 60%，美股三大股指上週五均錄得大幅下跌。

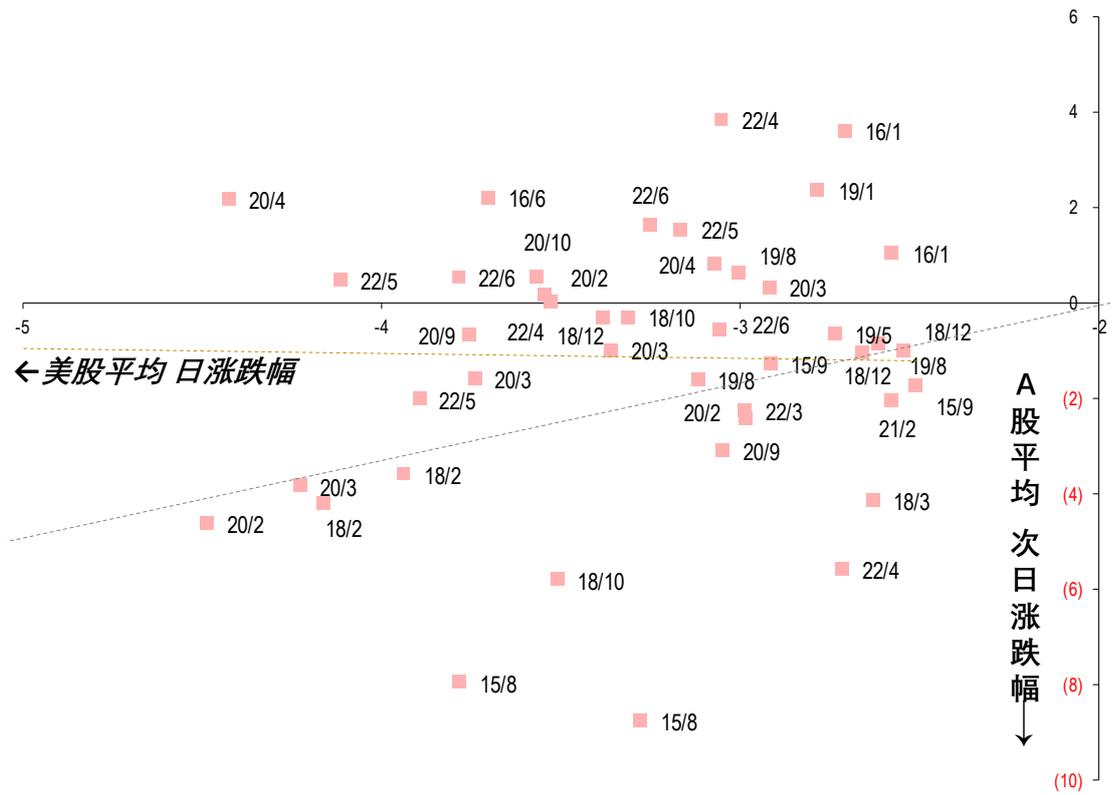
我們統計了 2015 年以來，美股三大股指平均跌幅大於 2.5% 的交易日（T 日）共計 49 個，其中對應 A 股重要指數（萬得全 A/上證指數/創業板指）次日（T+1 日）平均收漲收跌次數分別為 18/31（占比為 37%/63%）。平均跌幅而言，美股/A 股在 49 次中分別為 -3.8%/-1.1%，中位數跌幅分別為 -3.3%/-0.7%，A 股跌幅小於美股平均 2.5% 跌幅的次數占比達 96%（47 次）。整體而言，美股下跌對 A 股有明顯衝擊，但對幅度無需過度恐慌。此外下圖可見，美股 T 日大幅下跌，而 A 股 T+1 日收漲的頻次於 22 年多次出現，這或反映由於本輪中美經濟週期錯位，A 股與美股掛鉤度在 22 年有明顯減弱。

圖表 12. 美聯儲 9 月 FOMC 會議加息 75BP 概率再度提升



資料來源：CME，中銀證券

圖表 13. 15 年以來美股衝擊對 A 股的影響分佈

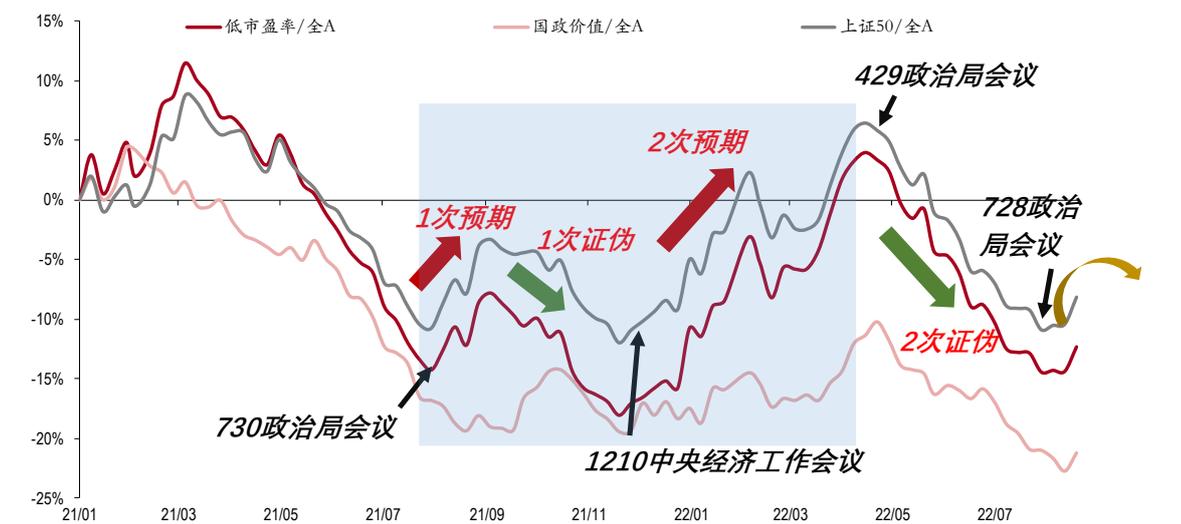


資料來源：萬得，中銀證券

**有風格均衡，無風格切換。**此前對於價值與成長均衡的判斷，主要基於賠率而非勝率視角，鑒於此前高景氣成長擁擠度提升，短期漲速過快而價值風格行業估值重回歷史底部區間，因此價值風格行業的賠率有所上升。勝率視角來看，短期價值勝率有所提升，美聯儲鷹派表述將在短週期維度內進一步加大市場對成長股估值的擔憂。

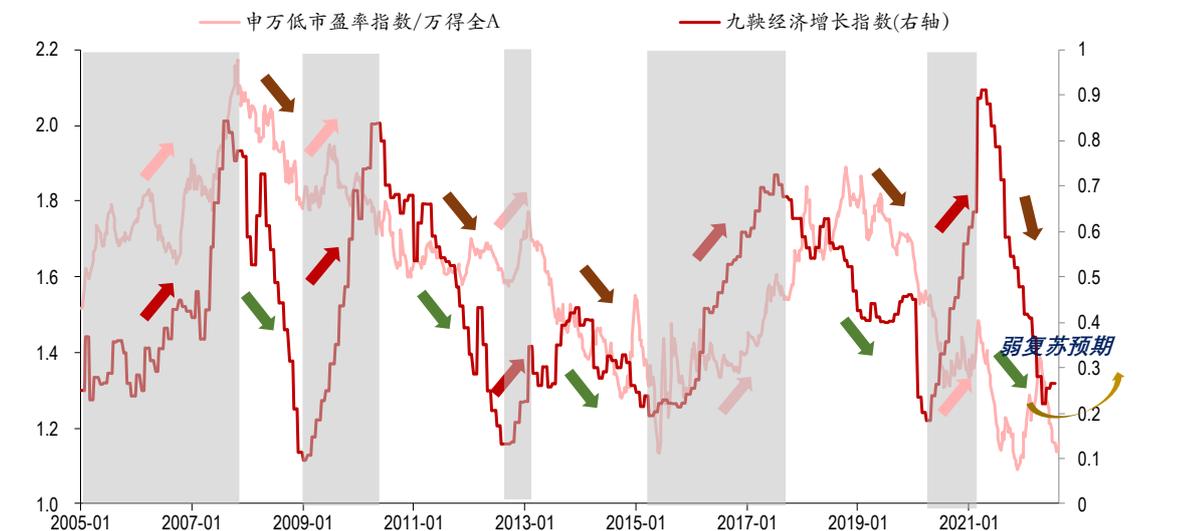
但當前宏觀環境仍不支持價值大幅反彈，**邏輯 1**：從滯後/同步指標觀察而言，我們此前強調，低估價值指數大幅上行的必要條件為宏觀經濟上行拐點出現，而當前這一指標信號尚未出現，因此在同為低估的金地穩與週期資源兩個大類方向中，此前市場選擇了阻力最小的通脹資源方向，而對於金地穩方向的勝率/風格切換判斷，我們認為仍需聚焦於對政策端，即預期因數（領先指標）的持續跟蹤，我們認為，政策驅動預期因數實際反映的是對於宏觀經濟景氣度上行的預期，從此前數次政治局會議帶來的階段性風格均衡可見，政策推動的預期因數對於市場風格均衡轉變具有支配性的影響。進入 8 月後，相關政策信號有所提升，1) 華融與陽光城簽署紓困重組框架協定，2) 監管指導為示範房企提供流動性支援，3) 五年期 LPR 下調非對稱式下調，4) 國常會再度部署穩經濟一攬子政策的接續政策，但整體而言強度仍顯不足，並無法完全推動市場預期轉化為相信宏觀經濟轉頭上行，從領先指標而言—政策信號當前仍處於觀察期。**邏輯 2**：從流動性角度來看，我們傾向於認為流動性是強化風格趨勢而非是決定風格的核心因素，此前較為充沛的流動性支撐了科技成長及小市值風格的強勢演繹，但當且階段我們也並未觀察到流動性預期減弱的信號。因此基於上述邏輯，建議投資者短期繼續重視風格均衡這一階段性選擇，中期成長堅守仍好於價值輪動。

圖表 14. 政策信號是風格均衡/切換的領先指標



資料來源：萬得，中銀證券

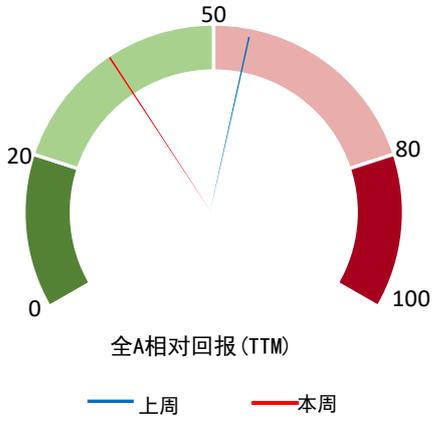
圖表 15. 宏觀景氣度上行是風格均衡/切換的同步/滯後指標





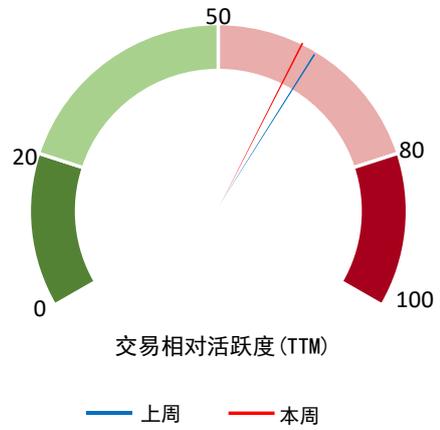
## 一周市場總覽、組合表現及熱點追蹤

圖表 16. 本周全 A 相對回報環比上周回落



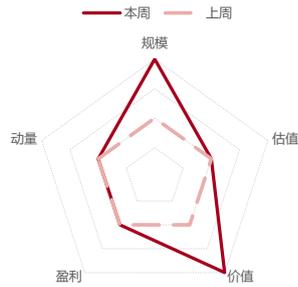
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 17. 成交活躍度小幅回落



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 18. 環比上周大規模、高價值因數占優，其餘因數不變



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 19. 一周行業資金流向情況，煤炭、農業、石油石化累計淨流入最多

行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數	行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數
煤炭	0.77	(1)	家用電器	(2.78)	(1)
農林牧漁	0.40	1	傳媒	(2.95)	(4)
石油石化	0.22	(1)	房地產	(2.97)	(4)
美容護理	(0.66)	1	環保	(3.02)	(5)
食品飲料	(0.68)	2	公用事業	(3.04)	(3)
非銀金融	(0.97)	(1)	紡織服飾	(3.04)	(5)
有色金屬	(1.34)	1	電力設備	(3.07)	(3)
交通運輸	(1.44)	(1)	汽車	(3.42)	(5)
基礎化工	(1.49)	1	機械設備	(3.47)	(3)
綜合	(1.75)	(5)	國防軍工	(3.60)	1
醫藥生物	(1.87)	(4)	鋼鐵	(3.74)	(4)
輕工製造	(1.95)	(5)	電腦	(3.94)	(5)
銀行	(2.07)	2	通信	(4.32)	(5)
社會服務	(2.19)	1	電子	(4.68)	(5)
商貿零售	(2.20)	(5)	建築材料	(4.75)	1
建築裝飾	(2.73)	(1)			

資料來源：萬得，中銀證券

圖表 20. 一周主題紅黑榜，煤炭、純鹼、育種漲幅領跑，半導體、機器人主題跌幅較大

最熱主題	周漲跌幅(%)	最涼主題	周漲跌幅(%)
煤炭開採	6.69	半導體封測	(11.31)
純鹼	5.25	機器視覺	(10.19)
生物育種	5.19	半導體設備	(9.68)
保險	4.23	工業 4.0	(8.80)
雞產業	4.08	機器人	(8.79)
維生素	4.00	國家大基金	(8.77)
飼料	3.97	光刻膠	(8.72)
乳業	2.89	工業母機	(8.63)
豬產業	2.65	IGBT	(8.62)
預增	2.49	攝像頭	(8.49)

資料來源：萬得，中銀證券

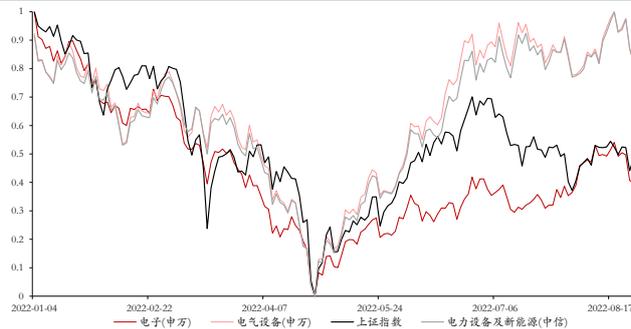
圖表 21. 中銀年度核心組合、月度金股連續組合本周走勢情況



資料來源：萬得，中銀證券

工信部發佈文推動能源電子產業發展，全面助推實現“雙碳”目標。為統籌推動能源電子產業發展，8月25日工業和資訊化部會同有關部門發佈《關於推動能源電子產業發展的指導意見（徵求意見稿）》（下稱“意見稿”），進一步推動能源電子產業發展，全面助力實現碳達峰碳中和。檔指出，能源電子產業是電子資訊技術和新能源需求融合創新產生並快速發展的新興產業，是生產能源、服務能源、應用能源的電子資訊技術及產品的總稱，主要包括太陽能光伏、新型儲能電池、重點終端應用、關鍵資訊技術及產品等領域。意見稿提出，到2025年，能源電子產業年產值達到3萬億元。能源電子產業有效支撐新能源大規模應用，成為推動能源革命的重要力量。到2030年，能源電子產業綜合實力持續提升，形成與國內外新能源需求相適應的產業規模。產業集群和生態體系不斷完善，5G/6G、先進計算、人工智慧、工業互聯網等新一代資訊技術在能源領域廣泛應用。總的來看，電子資訊技術產業和新能源產業未來有望協同融合發展，提升全產業鏈發展水準，能源電子產業成為推動實現碳達峰碳中和的關鍵力量。

圖表 22. 電子、電汽設備、電力設備及新能源指數年內相對走勢



資料來源：萬得，中銀證券

**產業發展遵循四大原則：①市場主導、政策支持②統籌規劃、融合發展③創新驅動、開放合作④安全高效、持續發展。**市場主導、政策支持，即發揮市場在資源配置中的決定性作用，強化企業市場主體地位，營造良好的市場環境。更好發揮政府作用，完善政策機制，加強政策引領；統籌規劃、融合發展，即優化頂層設計，堅持系統觀念，協調供需關係。加強產業鏈上下游協同，促進“光儲端信”全鏈條融合創新，統籌推進產業集聚發展；創新驅動、開放合作，即營造開放包容的創新環境，鼓勵技術、機制及模式創新。建立國際開放合作體系，打造具有全球競爭力的能源電子產業鏈；安全高效、持續發展，即加強安全技術攻關和產品提質增效，健全技術標準和檢測認證體系。全面推行綠色製造和智慧製造，促進能源電子產業綠色低碳可持續發展。

**意見稿首次提到探索建立光伏“碳足跡”評價標準並開展認證。**此次文件三次提及建立“碳足跡”和認證相關：①在“(七)發展先進高效的光伏產品及技術”中，意見稿指出要探索建立光伏“碳足跡”評價標準並開展認證。加快構建光伏供應鏈溯源體系，推動光伏元件回收利用技術研發及產業化應用；②在“(八)開發安全經濟的新型儲能電池”中，意見稿表明要支持建立鋰電等全生命週期溯源管理平臺，開展電池碳足跡核算標準與方法研究，探索建立電池產品碳排放管理體系；③在“(二十) 加強產業統籌協調”中，意見稿提出要加強能源電子產業發展組織領導，堅持系統思維，建立推動產業高品質發展的協調機制，地方有關部門加強協同和上下聯動，共同研究能源電子碳足跡、推進大產業大市場建設等重大問題。

圖表 23. 太陽能光伏、能源電子關鍵資訊技術產品清單

太陽能光伏產品及技術		能源電子關鍵資訊技術產品	
晶矽電池	支援開展大尺寸和雙面、PERC、PERC+SE、MBB 等 PERC+ 高效電池技術的規模化量產。開展 TOPCon、HJT、IBC 等高效電池及元件的研發與產業化，突破 N 型電池大規模生產工藝。	光電子器件	基於能源電子需求，發展高速光通信晶片、高速高精度光探測器、高速直調和外調製雷射器、高速調製器晶片、高功率雷射器、光傳輸用數位訊號處理器晶片、高速驅動器和跨阻抗放大器晶片。
薄膜電池	統籌開發鈣鈦礦電池（含鈣鈦礦/晶矽疊層電池）、非晶矽/微晶矽/多晶矽薄膜電池、化合物薄膜電池等高效薄膜電池技術。開發 BIPV 構件、車船用構件、戶外用品等產品，拓展應用領域	功率半導體器件	面向光伏、風電、儲能系統、半導體照明等，發展新能源用耐高溫、耐高壓、低損耗、高可靠 IGBT 器件及模組，SiC、GaN 等先進寬禁帶半導體材料與先進拓撲結構和封裝技術，新型電力電子器件及關鍵技術。
光伏材料和設備	開發高純度、低成本多晶矽材料和高性能矽片，提升大尺寸單晶矽拉棒、切片等製備工藝技術，提升電子漿料、光伏背板、光伏玻璃、封裝膠膜、電子化學品等關鍵光伏材料高端產業化能力。支援高效閉環矽料全套產線突破，提升還原爐、單晶爐、PECVD、切片機、絲網印刷機、光電檢測設備等水準。	敏感元件及傳感類器件	發展小型化、低功耗、集成化、高靈敏度的敏感元件，集成多維度資訊採集能力的高端感測器，新型 MEMS 感測器和智慧感測器，突破微型化、智慧化的電聲器件和圖像感測器件。
智慧組件及逆變器	發展具有優化消除陰影遮擋功率損失、失配損失、消除熱斑、智慧控制關斷、智慧光照跟蹤、即時監測運行等功能的智慧光伏元件產品，提升光伏元件輕質化、柔性化、智慧化水準開發新型高效率和高可靠性逆變器，提高光伏電站監控運維水準	發光二極體	推動高品質、全光譜 LED 晶片及器件研發，加快提升晶片、銀膠、環氧樹脂等性能。面向機器視覺、植物生長、紫外消殺等非視覺應用，突破 LED 生產工藝、高光效黃光 LED 晶片、新型高效非可見光發光材料等技術，支援新型照明應用。
系統和運維	研發推廣智慧管理系統和集成運維技術，提高光伏發電全週期信息化管理水準。結合 5G、AI、機器視覺、無人機等開展無人智慧化電站運維系統研究，開發光伏電站系統智慧清洗機器人、智慧巡檢無人機、智慧 AI 系統平臺等產品。推廣應用 1500V 光伏系統技術。	先進計算及系統	加快雲計算、量子計算、機器學習與人工智慧等技術推廣應用。支援研究多域電子電氣架構，突破智慧設計與模擬及其工具、制造物聯與服務、能源大資料處理等高端工業軟體核心技术，建立健全能源電子生產運維資訊系統。
		資料監測與運行分析系統	推動建設能源電子產業資料平臺，開展平臺基礎能力、運營服務、產業支撐等運行資料自動化採集，研發平臺運行監測及行業運行分析模型，提升資料彙聚、分析、應用能力。

資料來源：工信部官網，中銀證券

檔部署了能源電子領域產品及技術的供給能力提升行動。此次部署的具體領域包含：光伏、新型儲能電池、能源電子等。在太陽能光伏產品及技術供給能力提升行動中，此次意見稿主要針對晶矽電池、薄膜電池、光伏材料和設備、智慧元件及逆變器及系統和運維；在新型儲能電池產品及技術供給能力提升行動中，此次意見稿主要針對鋰離子電池、鋰電材料及裝備、鈉離子電池、液流電池、氫儲能/燃料電池、超級電容器、其他新型儲能技術及產品、電池系統集成、檢測評價和回收利用和儲能系統智慧預警安防；在能源電子關鍵資訊技術產品供給能力提升行動中，主要針對光電子器件、功率半導體器件、敏感元件及傳感類器件、發光二極體、先進計算及系統和資料監測與運行分析系統。

未來政策將進一步支援新技術新產品在重點終端市場應用。具體政策層面，未來政策將進一步推動先進產品及技術示範、支援重點領域融合發展以及加大新興領域應用推廣。先進產品及技術示範層面，面向以新能源為主體的新型電力系統和資料中心、算力中心、電動機械工具、電動交通工具及充換電設施、新型基礎設施等重點終端應用，開展多元化“智慧光伏+新型儲能”試點示範，培育一批國家級智慧光伏示範項目，打造一批提供光儲融合系統解決方案的標杆企業；重點領域融合發展層面，意見稿指出將加快能源電子技術及產品在工業、通信、能源、交通、建築、農業等領域應用。鼓勵建設工業綠色微電網，實現分散式光伏、分散式風電、多元儲能、高效熱泵、餘熱余壓利用、智慧能源管控等一體化系統開發運行，實現多能高效互補利用。支撐大型風光電基地建設。推動交通、機械工具電動化，加快電動船舶、電動飛機等研發推廣。探索光伏和新能源汽車融合應用路徑。推進屋頂、牆面光伏系統研發應用，發展戶用光儲超微電站，推動光伏、儲能電池與建築建材融合應用。推動農光互補、漁光互補等光伏發電複合開發，鼓勵光伏農業新興商業模式探索，促進農民增收，支持鄉村振興和共同富裕建設；新興領域應用推廣層面，採用分散式儲能、“光伏+儲能”等模式推動能源供應多樣化，提升能源電子產品在 5G 基站、新能源汽車充電樁等新型基礎設施領域的應用水準。面向“東數西算”等重大工程提升能源保障供給能力，建立分散式光伏集群配套儲能系統，促進資料中心等可再生能源電力消費。探索開展源網荷儲體化、多能互補的智慧能源系統、智慧微電網、虛擬電廠建設，開發快速即時微電網協調控制系統和多元使用者友好智慧供需互動技術，加快適用於智慧微電網的光伏產品和儲能系統等研發，滿足用戶個性化用電需求。

圖表 24. 新型儲能電池產品及技術清單

鋰離子電池	支援開發超長壽命高安全性儲能鋰離子電池。優化設計和製造工藝，從材料、單體、系統等多維度提升電池全生命週期安全性和經濟性。推進聚合物鋰離子電池、全氣候電池、固態電池和快充電池等研發和應用。	超級電容器	加強高性能體系、高電壓電解液技術、低成本隔膜及活性炭技術的研發，提高超級電容器在短時高功率輸出、調頻穩壓、能量回收、高可靠性電源等領域的推廣應用。
鋰電材料及裝備	保障高性能碳酸鋰、氫氧化鋰和前驅體材料等供給，提升單晶高鎳、磷酸鐵錳鋰等正極材料性能。提高石墨、鋰複合負極等負極材料應用水準。加快電解液用高純碳酸酯溶劑、高純六氟磷酸鋰溶質等產業化應用。提升高破膜高粘接性功能隔膜的性能。突破攪拌、塗覆、捲繞、分切等高效設備。	其他新型儲能技術及產品	研發新型環保、長壽命、低成本鉛炭電池，開發高導電的專用多孔炭材料。推動正負極板柵的塑鉛複合化，減少用鉛量，提高電池比能量。開發新型空氣電池，加強金屬負極保護、枝晶抑制、選擇性透過膜、電池結構設計等基礎研究。鼓勵開發規模儲能用水系新電池。推動飛輪儲能、壓縮空氣、儲熱等其他新型儲能技術裝備研發及產業化突破。
鈉離子電池	聚焦電池低成本和高安全性，加強硬碳負極材料等正負極材料、電解液等主材和相關輔材的研究，開發高效模組化系統集成技術，加快鈉離子電池技術突破和規模化應用。	電池系統集成、檢測評價和回收利用	開發安全高效的儲能集成系統，針對電芯衰減、不一致性提高精細化管理水準，增強儲能系統高效溫控技術，提升電池管理系統性能、可用容量及系統可用度。開發電池全自動資訊化生產工藝與裝備。加強儲能電池多維度安全測試技術、熱失控安全預警技術和評價體系的開發與應用，突破電池安全高效回收拆解、梯次利用和再生利用等技術。
液流電池	發展低成本、高能量度的全釩液流電池。開發低成本、無毒性鉻鐵液流電池，突破液流電池能量效率、系統可靠性、全週期使用成本等制約規模化應用的瓶頸。促進質子交換膜、電極材料等關鍵部件產業化。	儲能系統智慧預警安防	開發基於聲、熱、力、電、氣多物理 8 參數的智慧安全預警技術，以及高效、清潔的消防技術。建立儲能系統安全分級評估體系，發展基於運行資料驅動和先進人工智慧演算法的儲能系統安全狀態動態智慧評估技術。
氫儲能/燃料電池	加快高效制氫技術攻關，推進儲氫材料、儲氫容器和車載儲氫系統等研發。突破電堆、雙極板、質子交換膜、催化劑、膜電極材料等燃料電池關鍵技術。支援制氫、儲氫、燃氫等系統集成技術開發及應用。	超級電容器	加強高性能體系、高電壓電解液技術、低成本隔膜及活性炭技術的研發，提高超級電容器在短時高功率輸出、調頻穩壓、能量回收、高可靠性電源等領域的推廣應用。
鋰離子電池	支援開發超長壽命高安全性儲能鋰離子電池。優化設計和製造工藝，從材料、單體、系統等多維度提升電池全生命週期安全性和經濟性。推進聚合物鋰離子電池、全氣候電池、固態電池和快充電池等研發和應用。		

資料來源：工信部官網，中銀證券

圍繞能源電子產業將低碳化、數位化、智慧化三大轉型發展要求，關注新能源元件、能源 IT 以及電力系統智慧化改造。此次意見稿對全產業鏈發展作出部署，提出把促進新能源發展放在更加突出

的位置，積極有序發展光能源、矽能源、氫能源、可再生能源。檔將有力推動產業集群和生態體系的完善，促進新一代資訊技術在能源領域廣泛應用與融合，最終助力能源電子產業成為推動實現碳達峰碳中和的關鍵力量。與此同時，此次檔也強調要加快國際合作步伐，充分利用多邊和雙邊合作機制，加強能源電子各領域的交流對話，促進能源電子領域貿易和投資自由化便利化。不僅統籌利用國內國際市場與資源，統籌推動能源電子產業發展，而且還鼓勵企業依託綠色“一帶一路”建設等機制，加強全球化佈局，深化國際產能合作，積極構建全球產業鏈體系，鼓勵企業依法合規開展投資、建立研發及產業中心，建設全球行銷和服務體系。未來能源電子產業將迎來低碳化、數位化、體系化、智慧化及國際化等趨勢，勢必將引領相關產業實現經濟高品質發展，推動產業市場體量增長。對應 A 股投資，推薦關注新能源元件、能源 IT 以及電力系統智慧化改造主題，特別是能源 IT 以及電力系統智慧化改造，隨著新能源供電占比的提高，舊有的電力管理系統智慧化改造迫在眉睫，尤其在今夏局部用電出現較大缺口的背景下，預計相關投資的高強度將貫穿整個能源系統向新能源主導邁進的轉換過程，相關能源 IT 公司將持續受益。

## 風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

## 披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它協力廠商都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

## 評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

### 公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 20%以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數變動幅度在-10%-10%之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數跌幅在 10%以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

### 行業投資評級：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現弱於基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

## 風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或管道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部管道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的資訊或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的位址或超級連結。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠資訊也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

## 中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東  
銀城中路 200 號  
中銀大廈 39 樓  
郵編 200121  
電話: (8621) 6860 4866  
傳真: (8621) 5888 3554

## 相關關聯機構：

### 中銀國際研究有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
致電香港免費電話:  
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065  
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065  
新加坡客戶請撥打：800 852 3392  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際證券有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區  
西單北大街 110 號 8 層  
郵編: 100032  
電話: (8610) 8326 2000  
傳真: (8610) 8326 2291

### 中銀國際(英國)有限公司

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

### 中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號  
7 Bryant Park 15 樓  
NY 10018  
電話: (1) 212 259 0888  
傳真: (1) 212 259 0889

### 中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z  
新加坡百得利路四號  
中國銀行大廈四樓(049908)  
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371