

## 相关研究

《立体投资策略周报-20231009》  
2023.10.09

《海通研究10月精选组合发布(10月8日)》2023.10.08

《立体投资策略周报-20230925》  
2023.09.25

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

# 对比历史行情波动看当前 A 股转机

## 投资要点:

- **核心结论:** ①今年 A 股年度振幅已创历史新低,以 3 个月滚动振幅衡量的波动率同样处历史低位。②历史上即便熊市或震荡市年内也有两波机会,政策及基本面积积极变化望放大 A 股年内波动,四季度市场或迎转机。③短期政策持续落地或推动传统行业延续再平衡,中期聚焦代表转型方向的科技成长。
- **今年市场波动已低至历史底部。** 从历史对比角度出发,可以发现实际今年 A 股市场整体呈现出明显的低波动。万得全 A 指数 2023 年年初至今指数的振幅仅为 12%,2005 年以来历年均值为 68%;过去三个月万得全 A 指数的振幅为 9%,处在 2005 年以来从低到高 15%的分位。从交易及资产比价指标来看,市场情绪和风险偏好同样较低。从周换手率看,当前周换手率为 235%,低于 22/10 市场底部。从成交情况看,全部 A 股五日平滑成交量已从 5 月初的高点回落,低于去年 10 月底时市场成交量。从整体估值看,多数指数估值水平都回到历史低位,全部 A 股 PE 处 05 年以来 33%分位。从大类资产比价指标看,股市情绪已明显较弱,当前 A 股风险溢价率和股债收益比接近去年 10 月底水平。
- **年内 A 股有望迎来第二波机会。** 从历史经验来看低波动并非 A 股的常态,在 A 股历史上的震荡市或者熊市期间,年度视角下总存在至少两次 10%以上涨幅的机会。反观今年,至今年内仅有一波行情,因此结合历史规律我们认为后续 A 股有望迎来年内第二波机会。当前政策发力望推动基本面和市场信心逐步改善。宏观基本面来看,地产宽松政策、降息降准、化债举措等一系列政策落地正在推动经济修复:9 月制造业 PMI 已回升至 50.2%;9 月 CPI 继续维持 7 月以来的环比正增长;9 月新增社融 4.12 万亿,高于预期;9 月出口金额当月同比回升,连续二个月回暖;8 月底以来部分城市楼市活跃度明显提升,近一个月一线城市商品房成交同比持续回升。资本市场方面,随着活跃资本市场政策持续出台,市场的信心正边际回暖,资金的供求关系已出现改善。此外,汇金增持四大行 A 股股份,后续或有望带动更多增量资金入场。往后看,我们预计全年 GDP 同比增速有望达 5.3%,全 A 归母净利润同比增速有望接近 5%。
- **短期平衡,中期聚焦科技成长。** 短期看,低估低配的消费有望在政策催化下迎来修复机遇。当前消费板块的估值和基金配置已处在历史低位。此外,随着活跃资本市场及稳地产政策陆续落地,消费医药、地产、券商等行业基本面将受益。中长期来看,科技成长是行情主线,TMT 行业性价比逐渐凸显,关注政策发力的数字基建,周期见底的硬科技制造以及技术变革的 AI 应用等领域。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期,国内经济修复不及预期。

## 目 录

---

1. 市场策略：对比历史行情波动看当前 A 股转机 .....	4
1.1 今年市场波动已低至历史底部 .....	4
1.2 年内 A 股有望迎来第二波机会 .....	6
1.3 短期平衡，中期聚焦科技成长 .....	8
2. 估值跟踪：银行、煤炭等估值较低 .....	10
3. 市场概览与外资流入 .....	11

## 图目录

图 1	A 股 23 年年度振幅创历史新低 (1)	4
图 2	A 股 23 年年度振幅创历史新低 (2)	4
图 3	近期市场波动已处于历史低位 (1)	4
图 4	近期市场波动已处于历史低位 (2)	4
图 5	A 股风险溢价率已接近去年 10 月底水平	5
图 6	A 股股债收益比高于去年 10 月底水平	5
图 7	近期市场换手率下滑明显	5
图 8	近期成交量萎缩较大	5
图 9	历史上熊市年初和年末市场均有一次机会 (1)	6
图 10	历史上熊市年初和年末市场均有一次机会 (2)	6
图 11	一线城市二手房销售边际回暖	7
图 12	一线城市商品房销售回暖	7
图 13	预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上	7
图 14	23 年 A 股 ROE 有望持续改善	7
图 15	杠杆资金流入加快	8
图 16	近期产业资本流出持续下降	8
图 17	计算机、传媒已处于“超跌区域”	9
图 18	消费各行业整体配置和估值均不高	9
图 19	政策支持下数据中心市场规模快速扩容	10
图 20	我国数据要素市场将保持快速增长	10
图 21	我国智能汽车市场规模快速增长	10
图 22	我国智能家居市场规模快速增长	10

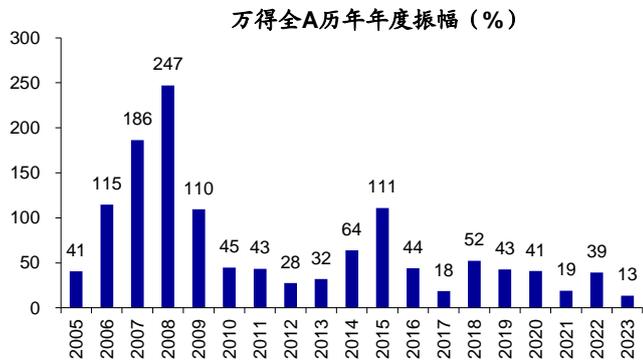
2023年十一节后第一周A股行情整体偏弱震荡，其中上证综指、沪深300、万得全A等指数振幅相较节前进一步收窄。其实今年以来A股整体的波动率相较往年已明显偏低，截至2023/10/12，2023年A股宽基指数年度振幅已创历史新低。对此，本文结合A股历史行情波动对后市作展望。正如我们在《迎接转机——23年四季度A股展望-20231007》中所分析的，随着积极因素持续累积，A股的波动或将放大，市场有望迎来转机。

## 1. 市场策略：对比历史行情波动看当前A股转机

### 1.1 今年市场波动已低至历史底部

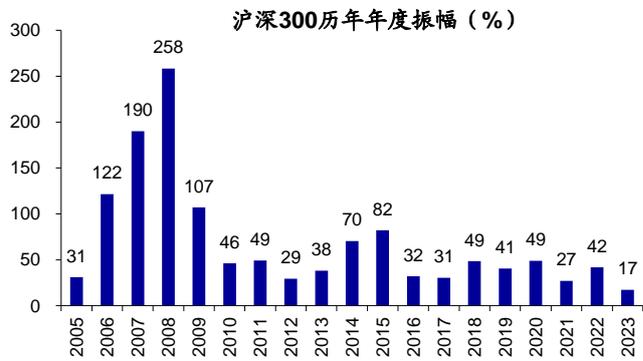
当前市场指数振幅已达历史低点。今年以来大部分投资者的直观感受可能是A股市场行情节奏跌宕起伏，市场在1月迎来普涨、1月底至5月初进入结构性行情、此后在海内外因素扰动下进入调整，至今部分宽基指数已尽数回吐年初的涨幅。然而从历史对比角度出发，可以发现实际今年A股市场整体呈现的是明显的低波动。以万得全A指数为例，2005年以来该指数年度振幅（当年指数最高价相对最低价的变动幅度）基本都在25%以上，在大牛市或熊市的时候振幅会更高，历年均值为68%（中位数43%），而2023年年初至今（截至2023/10/12，下同）指数的振幅仅为12%，为2005年以来的历史最低值，相较次低点2017年的18%仍有距离。同样地，以上证综指衡量，2005年以来指数年振幅在大部分年份也基本都在25%以上，年振幅平均为60%（中位数35%），而今年上证综指振幅只有12%，同样为历史新低；沪深300年内振幅仅17%，低于2005年以来的年平均振幅69%（中位数46%），仅高于2003年的23%。此外三个月滚动振幅视角看，当前指数振幅同样处在历史低位附近。过去三个月万得全A指数的振幅为9%，处在2005年以来从低到高15%的分位，上证综指振幅10%、处13%历史分位，沪深300振幅7%、处21%历史分位。

图1 A股23年年度振幅创历史新低（1）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

图2 A股23年年度振幅创历史新低（2）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

图3 近期市场波动已处于历史低位（1）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

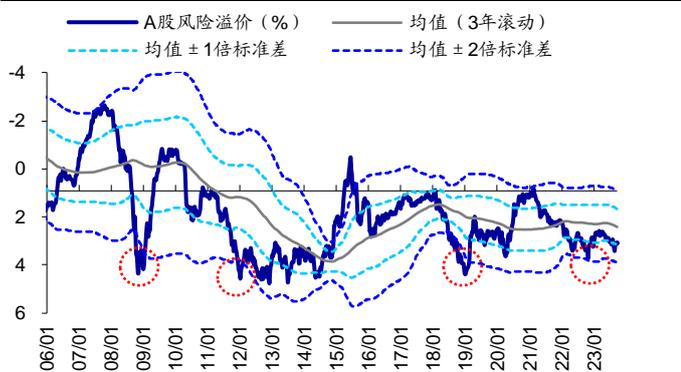
图4 近期市场波动已处于历史低位（2）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

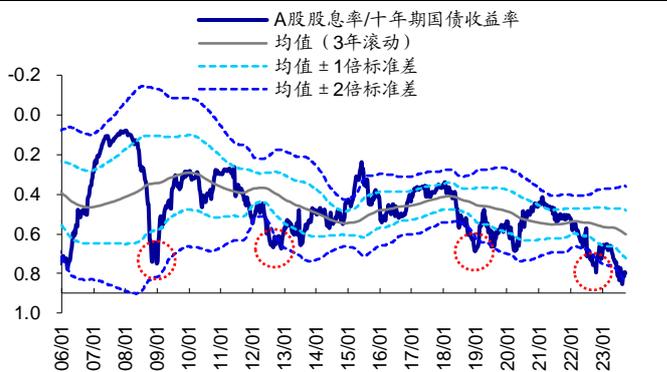
从交易及资产比价等指标来看，市场情绪和风险偏好同样较低。近期市场出现低波动的背后是投资者情绪和风险偏好的走弱，例如从交易指标看，近一段时间交易热度明显下滑，部分指标显示当前市场情绪已接近去年10月底水平。从周换手率看，周换手率于5月初开始回落，当前（截至2023/10/12，下同）周换手率（年化）为235%，低于22/10市场底部时的276%。从成交情况看，全部A股五日平滑成交量已从5月初的高点回落，当前全A五日平滑成交量为630亿股，低于去年10月底时市场成交量695亿股。从整体估值看，尽管当前多数指数估值水平与同为底部区域的去年10月底相比仍有一定差距，但也都回到历史低位。截至2023/10/12，全部A股PE（TTM，下同）为17.4倍、处05年以来33%分位（22/10/31为15.8倍、23%），上证综指为13.1倍、32%（11.4倍、13%），沪深300为11.6倍、22%（10.3倍、11%）。从大类资产比价指标看，股市情绪已明显较弱。截至2023/10/12（下同），当前A股风险溢价率（1/全部A股PE-10年期国债收益率）为3.11%、处05年以来从高到低24%分位，已经高于05年以来均值+1倍标准差（3年滚动）；当前A股股债收益比（全部A股股息率/10年期国债收益率）为0.80、处05年以来从高到低1%，达05年以来均值+2倍标准差（3年滚动）附近，接近去年10月底水平，可见当前市场的风险偏好已处在低位。

图5 A股风险溢价率已接近去年10月底水平



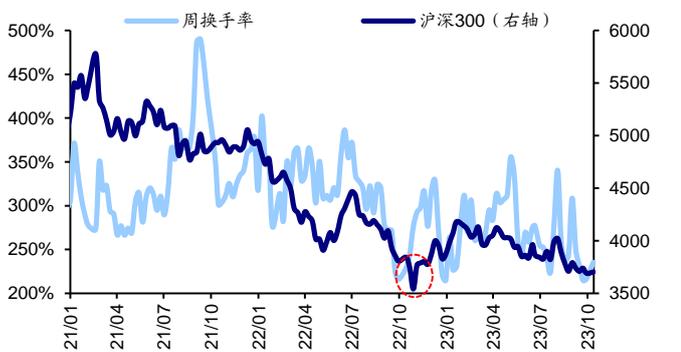
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

图6 A股股债收益比高于去年10月底水平



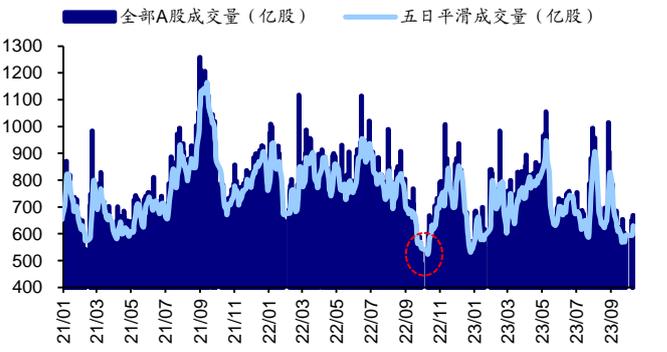
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

图7 近期市场换手率下滑明显



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

图8 近期成交量萎缩较大



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12

表1 当前A股各大指数估值已回到历史低位

指数	PE (TTM, 倍)		PE (TTM)自05年来分位数(%)		PB (LF, 倍)		PB (LF)自05年来分位数(%)	
	2022/10/31	最新	2022/10/31	最新	2022/10/31	最新	2022/10/31	最新
上证50	8.3	10.2	8.1	38.3	1.1	1.2	0.6	23.2
创业板指	37.4	29.7	12.6	2.4	4.8	4.0	41.1	18.7
科创50	40.0	39.3	6.9	6.6	4.4	3.9	3.4	2.2
沪深300	10.3	11.6	10.9	23.3	1.2	1.3	0.7	4.5
上证综指	11.4	13.1	13.2	32.0	1.2	1.3	0.0	6.3
万得全A	15.8	17.4	23.2	33.2	1.5	1.6	2.3	4.6

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/12，注：创业板指数数据自2010年开始

## 1.2 年内 A 股有望迎来第二波机会

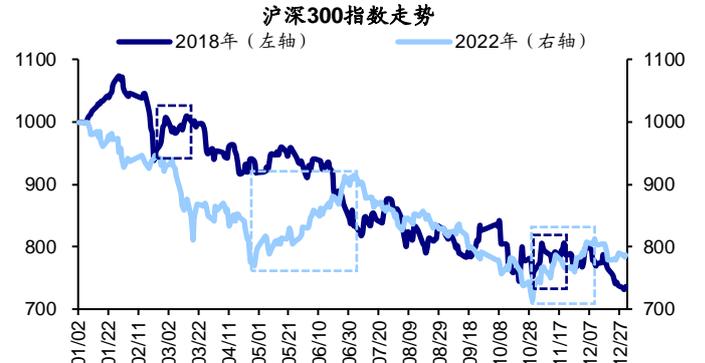
参考历史 A 股年内行情波动规律，历年至少存在两波上涨行情。如前所述，对比历史来看当前 A 股的波动已明显较低，而从历史经验来看低波动并非 A 股的常态，后续指数振幅将有望扩大，也即年内指数或有望出现新高或新低。而我们在前文分析过，当前无论是估值还是对比债市的比价指标均显示 A 股已经处于高性价比区间，即当前底部区域已较扎实。实际上，在 A 股历史上哪怕是震荡市或者熊市期间，年度视角下依然存在至少两次 10% 以上涨幅的机会。例如，在 2008 年、2011 年、2018 年和 2022 年这四个明显较弱的自然年度内 A 股在年初和年末依然存在两次投资机会，并且两次上涨行情中宽基指数的涨幅基本都超过 10%；此外像 2012 年、2013 年、2016 年和 2021 年这四个全年宽基指数涨跌幅在 10% 左右的震荡行情中，对应年份中 A 股也同样存在两波的明显上涨行情，详见表 2。而反观今年，截至 2023/10/13 年内仅有一波行情，包括去年 10 月底至今年 1 月底的整体性行情，以及今年 2 月至 5 月初的结构性情行，因此结合历史规律我们认为后续 A 股有望迎来年内第二波机会。

图9 历史上熊市年初和年末市场均有一次机会（1）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 历史上熊市年初和年末市场均有一次机会（2）



资料来源：Wind，海通证券研究所

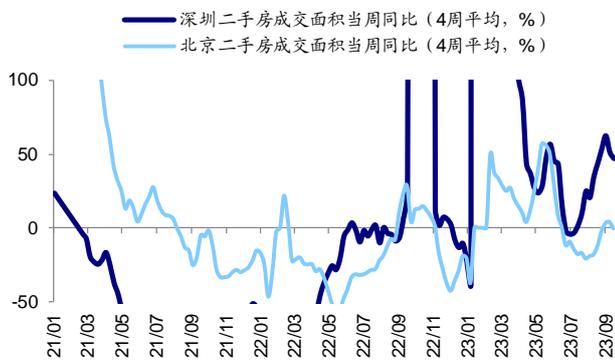
表 2 熊市和震荡市环境中 A 股历年年内均有两波行情

年份	沪深 300 指数			万得全 A 指数		
	起点日期	终点日期	期间最大涨幅 (%)	起点日期	终点日期	期间最大涨幅 (%)
2008 年	2008/2/1	2008/2/20	14.7	2008/2/1	2008/2/20	15.9
	2008/11/3	2008/12/10	31.2	2008/11/4	2008/12/10	35.2
2011 年	2011/1/25	2011/3/9	14.9	2011/1/25	2011/3/9	14.3
	2011/10/21	2011/11/15	11.2	2011/10/21	2011/11/15	11.1
2012 年	2012/1/4	2012/3/13	19.5	2012/1/4	2012/3/13	17.9
	2012/3/29	2012/5/7	11.9	2012/3/29	2012/5/7	9.8
	2012/12/3	2012/12/31	20.0	2012/12/3	2012/12/31	17.5
2013 年	2013/1/11	2013/2/6	12.7	2013/1/11	2013/2/8	10.2
	2013/6/27	2013/10/21	18.1	2013/6/25	2013/10/14	31.9
2016 年	2016/1/28	2016/4/14	16.8	2016/1/28	2016/4/14	23.0
	2016/5/25	2016/12/1	18.4	2016/5/18	2016/12/1	24.0
2018 年	2018/2/9	2018/3/12	10.1	2018/2/9	2018/3/12	12.2
	2018/10/29	2018/11/19	8.0	2018/10/29	2018/11/19	11.4
2021 年	2021/1/4	2021/2/19	14.3	2021/1/4	2021/2/19	8.7
	2021/3/25	2021/6/1	10.1	2021/3/9	2021/9/13	17.3
2022 年	2022/4/26	2022/7/4	20.2	2022/4/26	2022/7/5	26.9
	2022/10/31	2022/12/9	14.5	2022/10/31	2022/12/9	11.7

资料来源：Wind，海通证券研究所

**当前政策发力有望推动基本面和市场信心逐步改善，支撑 A 股第二波行情展开。**自 724 政治局会议以来，各项稳增长政策正落地生效，经济高频数据显示基本面在稳步修复中，活跃资本市场举措持续出台、汇金增持提振市场信心，众多积极因素有望支撑市场逐步向上。从宏观基本面来看，近期地产宽松政策、降息降准、化债举措等一系列政策落地正在推动经济修复：9 月制造业 PMI 已回升至 50.2%，环比上升 0.5 个百分点，延续了自 5 月以来的回暖态势；通胀方面，9 月 CPI 继续维持 7 月以来的环比正增长，环比上升 0.2%；社融方面，9 月新增社融 4.12 万亿，高于 Wind 一致预期的 3.73 万亿；出口方面，9 月出口金额当月同比回升至 -6.2%，连续两个月回暖。此外，地产高频数据同样显示改善迹象，8 月底以来部分城市楼市活跃度明显提升，政策释放的需求有望向地产销售数据传导。从二手房成交看，截至 2023/10/8，深圳、北京等一线城市二手房成交当周同比（4 周平均）分别为 47%、-1%，从商品房销售看，近一个月一线城市商品房成交同比同样在持续回升中。

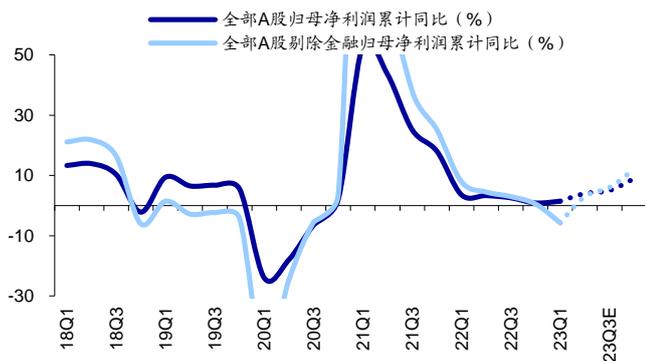
资本市场方面，随着活跃资本市场政策持续出台，市场的信心正边际回暖，资金的供求关系已出现改善，例如近期内资中杠杆资金已率先加速入场，9 月以来其净流入趋势已由负转正，截至 10/12 累计净流入规模已达 557 亿元。此外自证监会优化 IPO、再融资监管，规范股份减持行为，证券交易印花税实施减半征收等政策措施出台以来 A 股的资金流出压力已边际缓解，如 9 月产业资本流出仅为 61 亿元，较 8 月的 199 亿元明显下降。此外，10 月 11 日工商银行、农业银行、中国银行、建设银行分别发布公告称，接到控股股东中央汇金投资有限责任公司（简称“汇金公司”）通知，汇金公司于 2023 年 10 月 11 日通过上海证券交易所交易系统增持其 A 股股份。汇金公司拟在未来 6 个月内（自本次增持之日起算），以自身名义继续在二级市场增持其股份。本次中央汇金的增持起到提振 A 股信心作用，良好践行了政治局会议指出的“活跃资本市场，提振投资者信心”要求，后续或有望带动更多增量资金入场。往后看，随着我国稳增长政策继续落地，我国经济有望持续回升，我们预计全年 GDP 同比增速有望达 5.3%。在经济回暖的背景下，我们预计 Q2-Q4 A 股盈利将稳步复苏，23 年全 A 归母净利润同比增速有望接近 5%。在基本面逐步复苏的背景下，投资者信心及风险偏好进一步修复，催化 A 股第二波行情展开。

**图11 一线城市二手房销售边际回暖**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图12 一线城市商品房销售回暖**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/10/11

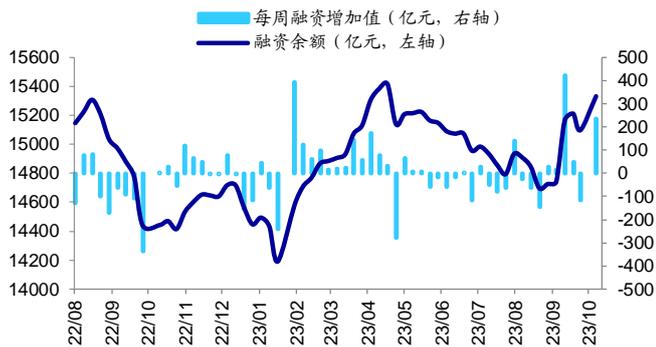
**图13 预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上**


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

**图14 23 年 A 股 ROE 有望持续改善**

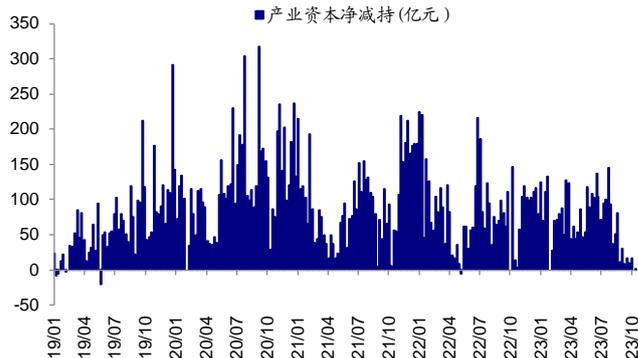

资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图15 杠杆资金流入加快



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/10/11

图16 近期产业资本流出持续下降



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/10/12

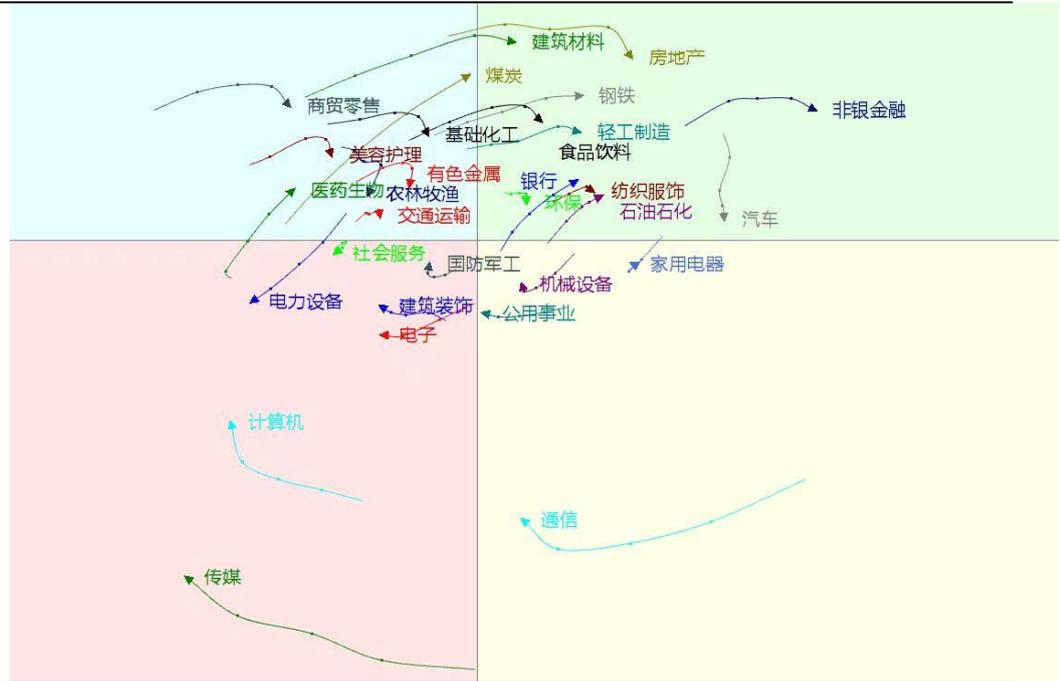
### 1.3 短期平衡，中期聚焦科技成长

**结构上，短期关注地产券商、消费医药等行业。**前文中我们提出后续 A 股有望迎来第二波机会，那么要从何种方向布局？我们认为短期重视顺周期中的地产券商、消费医药等板块。6 月下旬以来正如我们在前文中所述，724 政治局会议以来前期关注度较高的活跃资本市场及稳地产政策已陆续落地，随着这些政策的落地见效，消费医药、地产、券商等行业基本面将受益，因此中短期需围绕稳增长和活跃资本市场等政治局会议亮点进行布局。其中，低估低配的消费有望在政策催化下迎来修复机遇。当前消费板块的估值和基金配置已处在历史低位：从估值看，截至 23/10/12，大消费板块的 PE（TTM，下同）处于 2013 年以来 50% 的历史分位；从机构配置看，23Q2 消费板块超配比例下降至 7.8 个百分点，处于 13 年以来 20% 的历史分位。政策催化下消费基本面有望迎来改善，消费是稳增长的重要抓手，在政策刺激下市场对消费的基本面预期有望扭转，未来一段时间消费的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡，前期跌幅较大的消费板块有望迎来反转。

**中长期维度科技成长是行情主线。**从更长的时间维度看，当下我国经济大背景将持续处于结构转型升级过程中，因此需加快建设现代化产业体系。当前我国已经把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，二十大报告明确指出要坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。随着 10 月底上市公司三季报披露完毕，改革预期的不断提升，市场的关注焦点或从微观企业利润转向经济转型和改革的受益方向，映射到股市上，科技行业或将成为股市中期的主线。此外我们参考 RRG 模型观察各行业的超额收益趋势，模型显示经历近期的下跌后 TMT 行业已处于“超跌区域”，性价比逐渐凸显，后续超额收益趋势存在逆转可能。

科技具体细分方向上，结合政策导向和技术进展，我们认为可重视三个方向。一是政策发力的数字基建，参考往年情况，今年四季度财政部或将提前下达 2024 年部分专项债额度，数字基建作为稳增长和调结构的重要抓手，有望成为政府支出的重点。根据中国通服数字基建产业研究院发布的《中国数据中心产业发展白皮书（2023 年）》，预计“十四五”期间我国数据中心产业规模复合增速将达到 25%。二是周期见底的硬科技制造，一方面，全球半导体产业每 3-4 年经历一轮周期，当前全球半导体销售额当月同比自 4 月以来跌幅持续收窄，半导体周期或已开始自底部回升；另一方面，近年来华为多次在基础软硬件领域实现突破，随着本土企业加大对技术创新和自主可控的投入，有望成为驱动我国硬科技制造进步的重要力量。三是技术变革的 AI 应用，例如政策支持和技术创新加持下智能汽车商业化应用提速，根据华经情报网的数据，预计 2025 年我国智能网联汽车市场规模将达 2262 亿元，22-25 年间 CAGR 为 23.2%。

图17 计算机、传媒已处于“超跌区域”



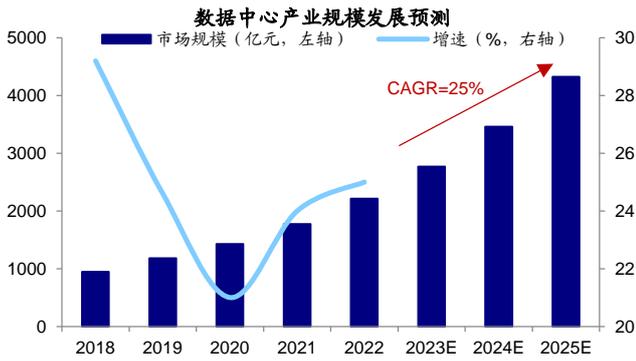
资料来源: Uqer, Optuma, 海通证券研究所

图18 消费各行业整体配置和估值均不高

行业	当前PE (TTM, 倍)	13年以来分位数 (%)	13年以来PE走势	23Q2基金持仓比例	23Q2基金相对沪深300超配比例	13年以来分位数 (%)	13年以来基金相对沪深300超配比例变动
大消费	35.3	50.0		30.5%	8.0%	19.5	
农林牧渔	31.5	36.2		1.4%	-0.2%	19.5	
家用电器	13.3	13.1		2.7%	-0.8%	41.4	
食品加工	22.3	0.1		0.5%	0.3%	48.7	
白酒	28.3	50.7		10.9%	1.5%	48.7	
纺织服饰	23.0	27.4		0.4%	0.4%	46.3	
轻工制造	29.8	46.7		0.7%	0.5%	19.5	
医药生物	27.8	16.1		12.0%	5.4%	39.0	
商贸零售	31.9	62.0		0.6%	0.0%	48.7	
社会服务	61.1	61.3		0.7%	0.6%	34.1	
美容护理	37.7	45.3		0.5%	0.1%	36.5	

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/12

图19 政策支持下数据中心市场规模快速扩容



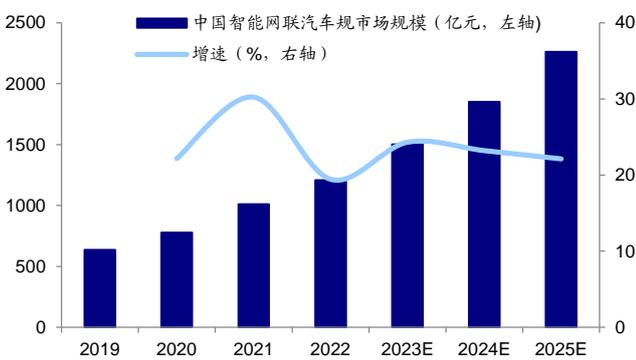
资料来源：中国通服数字基建产业研究院，IDC 历年报告，海通证券研究所，注：22-25 年数据中心产业规模 CAGR 为“十四五”的预测增速

图20 我国数据要素市场将保持快速增长



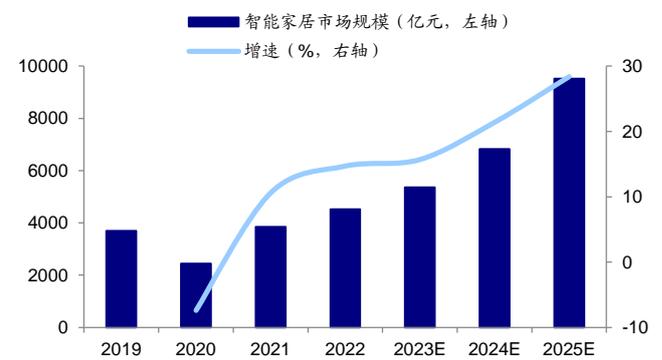
资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，前瞻产业研究院，海通证券研究所

图21 我国智能汽车市场规模快速增长



资料来源：华经情报网，海通证券研究所

图22 我国智能家居市场规模快速增长



资料来源：艾瑞咨询公众号，海通证券研究所

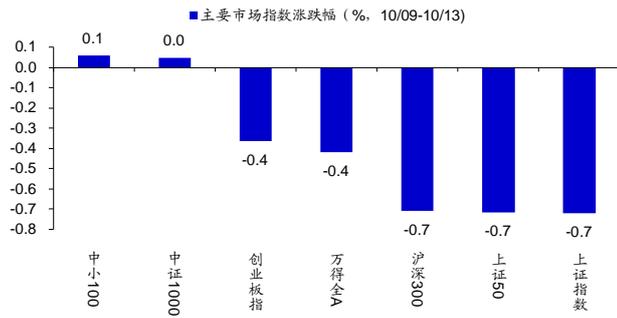
## 2. 估值跟踪：银行、煤炭等估值较低

行业估值绝对值来看，截至 2023 年 10 月 13 日（下同），PE（TTM，下同）历史分位水平处于 13 年以来 10% 以下的行业有电力设备及新能源、有色金属、通信；处于 10%-20% 的行业有煤炭、机械、石油石化、银行、家电、建筑；处于 20%-40% 的行业有基础化工、国防军工、证券 II；处于 40% 以上的行业有保险 II、综合金融、纺织服装、酒类、医药、轻工制造、计算机、电力及公用事业、食品、交通运输、建材、汽车、消费者服务、农林牧渔、电子、传媒、钢铁。PE（TTM）绝对值最低的行业是银行（4.9 倍）、煤炭（8 倍）、建筑（9.3 倍），最高的行业是传媒（121.4 倍）、钢铁（96.9 倍）、计算机（91.7 倍）。

依据 PB（LF，下同）衡量，PB 历史分位水平处于 13 年以来 10% 以下的行业有建材、房地产、建筑、食品、轻工制造、医药、综合金融、纺织服装、银行；处于 10%-20% 的行业有农林牧渔、商贸零售、保险 II、通信、基础化工、证券 II、交通运输、消费者服务、有色金属、电子；处于 20%-40% 的行业有传媒、计算机、钢铁、家电、机械、电力及公用事业、电力设备及新能源，国防军工；处于 40% 以上的行业有汽车、石油石化、酒类、煤炭。PB 绝对值最低的行业是银行（0.6 倍）、房地产（0.8 倍）、建筑（0.9 倍），最高的行业是酒类（7.3 倍）、食品（3.8 倍）、计算机（3.7 倍）。

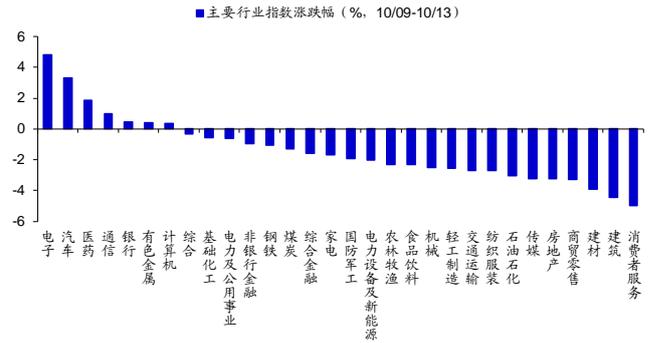


图27 主要市场指数涨跌幅表现(%, 10/09-10/13)



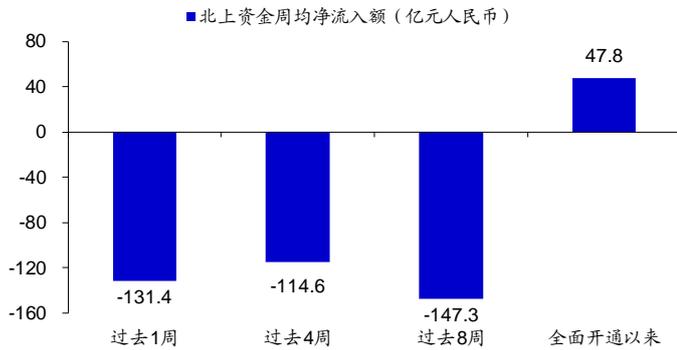
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 主要行业指数涨跌幅表现(%, 10/09-10/13)



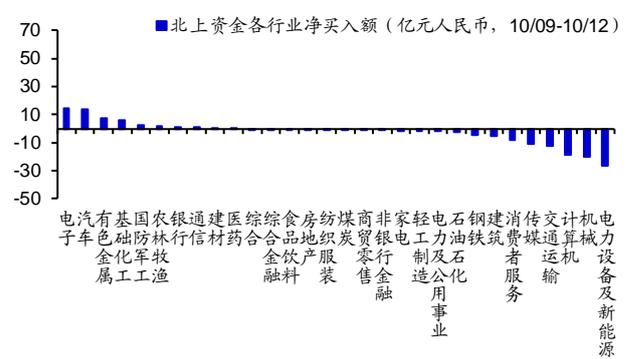
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 陆港通北上资金周均净流入额(亿元人民币, 10/13)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 上周北上资金各行业净买入额(亿元, 10/09-10/12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

# 信息披露

## 分析师声明

吴信坤 策略研究团队  
余培仪 策略研究团队

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。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长  
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长  
(021)23185715 xyg6052@haitong.com余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理  
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理  
(010)50949926 st9998@haitong.com涂力磊 所长助理  
021-23185710 tll5535@haitong.com

## 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

## 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
卓昶莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com  
马毓婕 myj15669@haitong.com  
付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

## 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
联系人  
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

## 固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652 zZR13186@haitong.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

## 策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
联系人  
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

## 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com  
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

## 石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

## 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com  
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619 ppt3606@haitong.com  
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com  
江珅 js15833@haitong.com  
陈铭 cm15886@haitong.com

## 汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
联系人  
石佳艺 sjy15440@haitong.com  
潘若婵 prc15750@haitong.com

## 公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
联系人  
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com  
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

## 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wyx15478@haitong.com

## 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
联系人  
崔冰春(021)23185690 cbr14043@haitong.com

## 有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
联系人  
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

## 房地产行业

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com  
联系人  
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

<b>电子行业</b> 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 酆奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 吴 杰(021)23183818 wj10521@haitong.com 房 青(021)23185603 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@haitong.com 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com 李 智(021)23185842 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23183969 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 联系人 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com 联系人 吕春雨 lcy15841@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 010-58067828 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gql13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	<b>环保行业</b> 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚 (0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
高 瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚 坦 yt14718@haitong.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com