

转型漫卷长牛

——2026年中期中国权益市场投资展望

2026/ 6 / 2

姓名：方奕（分析师）
邮箱：fangyi2@gtht.com
电话：021-38038673
证书编号：S0880520120005

姓名：张逸飞(分析师)
邮箱：zhangyifei@gtht.com
电话：021-38038673
证书编号：S0880524080008

姓名：郭胤含(分析师)
邮箱：guoyinhan@gtht.com
电话：021-38038673
证书编号：S0880524100001

姓名：田开轩(分析师)
邮箱：tiankaixuan@gtht.com
电话：021-38038673
证书编号：S0880524080006

姓名：黄维驰（分析师）
邮箱：huangweichi@gtht.com
电话：021-38038673
证书编号：S0880520110005

姓名：苏徽（分析师）
邮箱：suhui@gtht.com
电话：021-38038673
证书编号：S0880516080006

姓名：陈菲(分析师)
邮箱：chenfei4@gtht.com
电话：021-23187260
证书编号：S0880525040127

姓名：陶前陈(研究助理)
邮箱：taoqianchen@gtht.com
电话：0755-23976164
证书编号：S0880125070014

转型漫卷长牛

- 中国资本市场长牛、慢牛、转型牛的条件正在形成。以往，发展预期下调/警惕地缘冲突/资产价格贬值推升了中国资产风险估计与贴现损失，也体现为信心不足。2025年以来市场认识逐步转变，中美交锋与美伊冲突中所展现的中国韧性，令各界重新认识国家治理能力与产业集群优势，资本市场“防波堤”的建设也终结了资产价格贬值循环的预期，中国资产的风险评价与贴现率系统性降低。自此，资本市场能够凝聚社会资本与共识，中国股市长牛、慢牛、转型牛与人民币升值的条件得以形成。但产业转型与K型经济的特点，也提高了当下牛市的认知门槛。
 - 大势研判：稳定构筑底色，转型漫卷长牛；短暂“阵雨”过后，中国市场还会走出新高。当下中国增长的引擎的转变，不容易在生活感知。中美在内的全球AI资本支出并未减速，势态加速；中国制造业深度全球化，工程师红利与规模效应引领中国产品从“成本竞争”扩大“价值竞争”；传统行业也在累年下行后边际拖累减小。我们上修全年A股增长预期至10.6%，“转型牛”盈利增长的色彩浓厚。其次，传统商业增长式微与金融刚兑的打破，同步推动了投资股票的机会成本降低与无风险利率下降，表明市场承接力与做多持续性远胜以往。此外，美国试图优先降低融资成本的政策态度，抑或是中国企业加快结汇，金融条件改善的预期对中期的市场走势是正面的。最后，以“国九条”为起点的资本市场改革举措持续发力，提高中国资产可投资性与降低市场波动，对于扭转过去形成只重融资的资本市场认识具有关键作用。因此，如美伊局势反复或国内交易侧扰动，夏日“阵雨”的冲击不会太长，二三季度中国股市还会有不错的表现，有望走出新高，四季度需要更稳健。
 - 行业配置与主题策略：新兴科技主线，价值也有春天。我们建议投资者在三季度继续侧重成长型公司与传统转型公司的机会，目前尚不构成风格切换的基础，新兴科技依然是主线，其中新经济看高成长，制造选全球龙头。1) 新兴科技：中美AI投入、产能短缺与技术迭代加快，库销比、ROIC均未见拐点，核心龙头公司估值也未偏离，科技行情有空间。推荐：通信设备/高端装备/集成电路/小金属等。2) 优势制造：中国企业正在快速全球化，AI投入与能源转型为有竞争优势的龙头公司提供新的历史增长机遇，ROE提高，企业边界扩大。推荐：电力设备与新能源/工程机械/汽车与零部件/创新药等；此外，如霍尔木兹海峡通航改善，部分本在途改善但被成本冲击中断修复的传统板块能够估值修复，市场宽度变大。3) 传统修复：建材/化工/有色/煤炭，以及航空/酒店/大众品，以及我们也看好微观结构出清、估值优势凸显的银行/券商。此外，我们建议四季度秋冬之交，增加对稳定高分红的配置。投资主题推荐：自主可控/AI基建/机器人/商业航天/新疆振兴/城市更新。
- 风险提示：全球经济衰退超预期，AI产业进展不及预期，全球地缘政治的不确定性。

目录 / CONTENTS

01 大势研判：稳定构筑底色，转型漫卷长牛

02 行业比较：新兴科技主线，价值也有春天

03 主题投资：中国制造领衔，区域内需新篇

04 风险提示

01

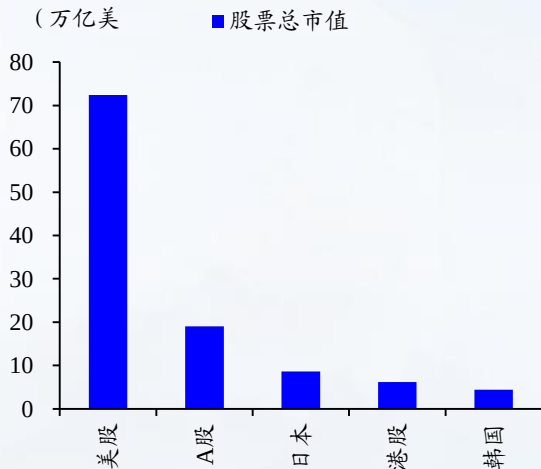
大势研判：稳定构筑底色， 转型漫卷长牛

01

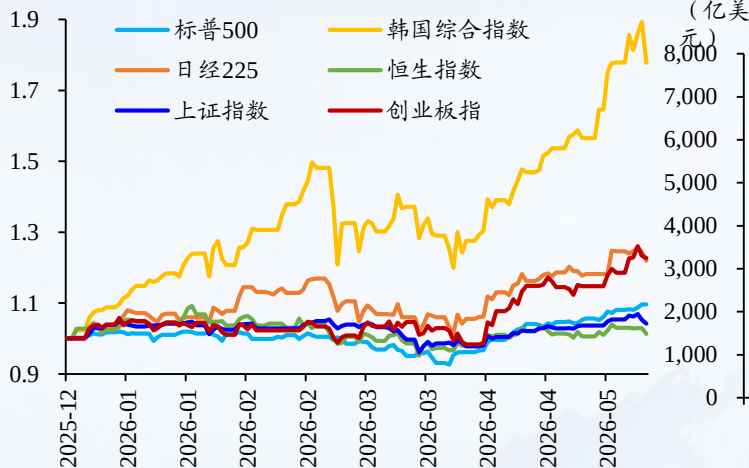
全球对比：2026年中国股市表现好于美国，规模与活跃度仅次于美国

- 目前全球主要股市总市值（以美元计）对比：美股（72万亿）>A股（19万亿）>日股（8.6万亿）>港股（6.2万亿）>韩国（4.4万亿）。
- 2026年全球主要股指表现：韩国综指（+108%）>日经225（+32%）>创业板指（+23%）>科创综指（+22%）>纳斯达克（+17%）>标普500（11%）>欧元区STOXX50（+5%）>上证指数（+2%）>恒生指数（-1%）>印度30（-12%），中国科技与制造指数表现不弱于美国。
- 全球主要股市日均成交额对比（以美元计）：美股（7287亿）>A股（3734亿）>日股（528亿）>港股（346亿）>韩国（212亿）。

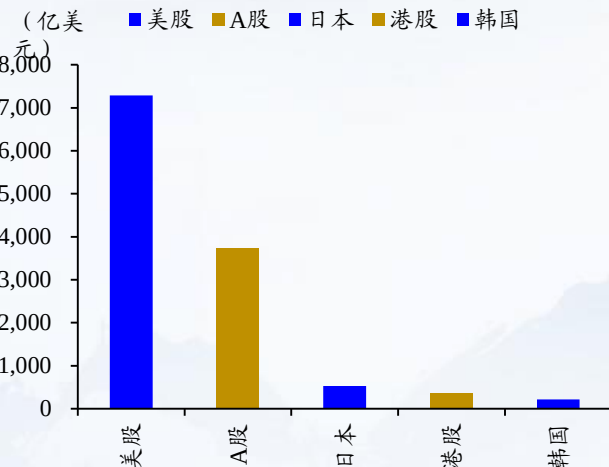
全球主要股票市场总市值对比



2026年全球主要股市表现



2026年全球主要股市年日均成交额



01

2026年上半年市场回顾：指数波折但总体平稳，科技/制造强于大市

➤ 1-2月，中国股市春季躁动，普涨格局，小盘强于大盘。

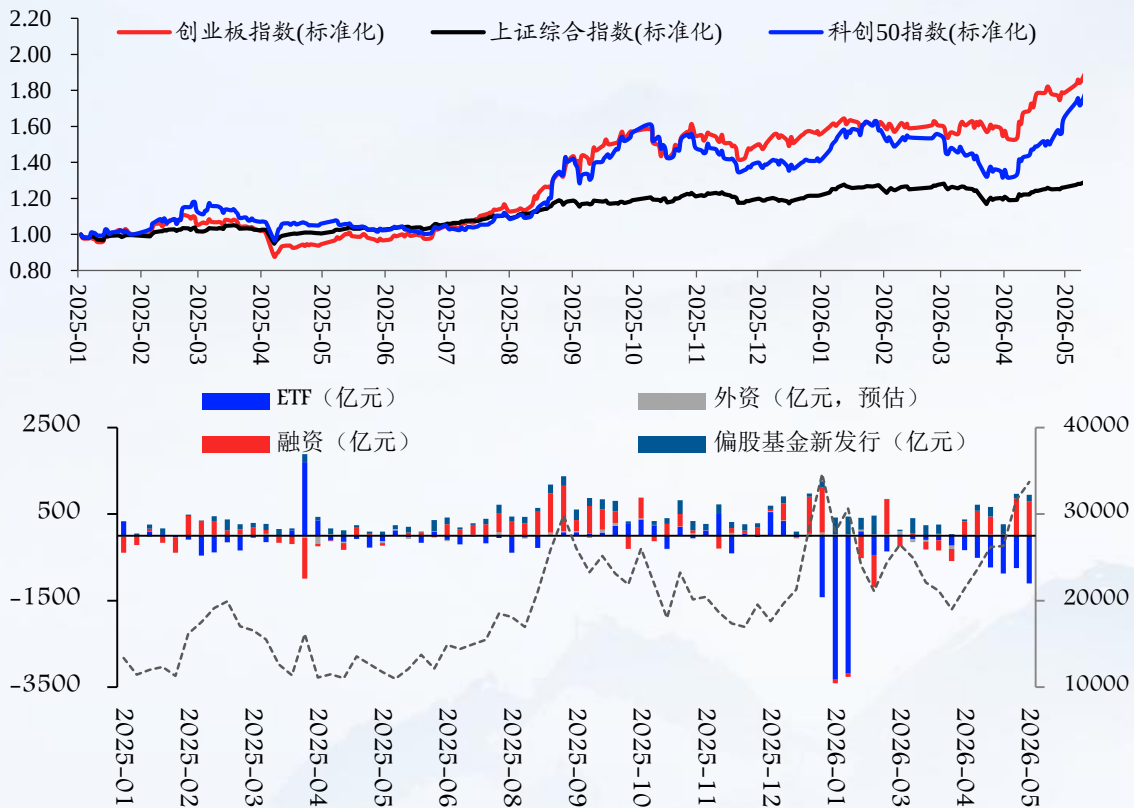
上证指数上涨4.5%，沪深300上涨1.7%，创业板指上涨2%，科创综指上涨13%，中证1000上涨12.7%。

➤ 3月美伊战争冲击，中国股市普跌，科技股、价值股均

跌，银行股表现韧性。至3月22日低点，上证指数下跌9%，沪深300下跌7%，创业板下跌2.3%，科创综指下跌15%，中证1000下跌15%。

➤ 3月美伊谈判，烈度不再上升，全球普涨，中国成长好

于价值，大小盘总体相当。至5月15日，上证指数上涨9%，沪深300上涨10.5%，创业板指上涨21.5%，科创综指上涨31.6%，中证1000上涨18%。



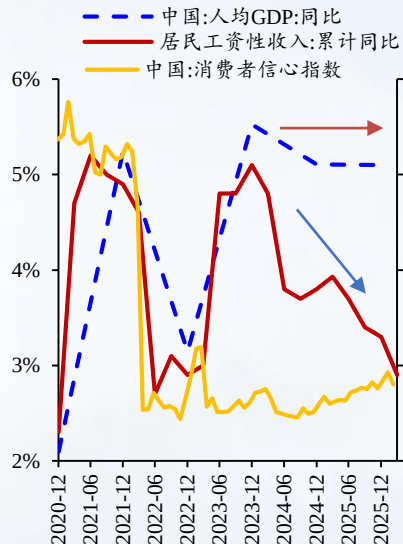
请参阅附注免责声明

本轮牛市存在认知门槛，指数上升但牛市氛围不高： 经济结构K型分化，也意味着资本市场重要性远超以往

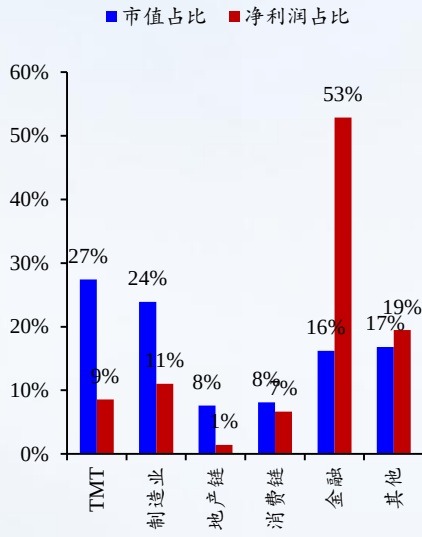
国泰海通2026中期策略会

- 伴随高知识密集/资本市场为代表的新兴产业发展与制造业走向全球，过去以劳动力密集产业为主体的社会公众已越来越难以捕捉中国如今的增长态势变化与产业发展前景，也产生人均GDP提高和可支配收入/消费信心不足之间的错位和体感问题。
- 在转型过程中，资本市场是连接社会资本与社会进步之间的重要纽带，也成为增加居民财产性收入与分享中国经济发展成果的重要途径。

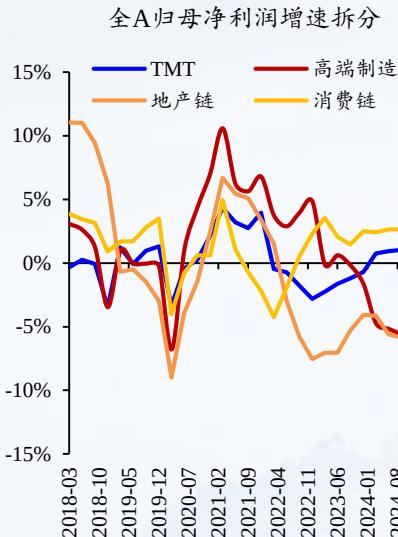
中国经济增长与居民微观体感出现分化



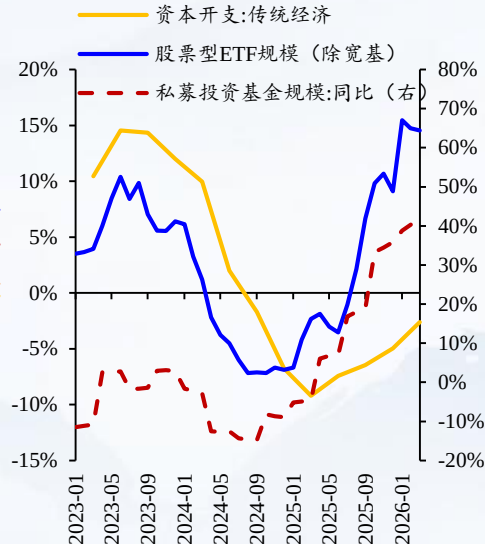
A股市场TMT与制造业企业市值占比超50%



经济结构转型背景下：
新老经济的增长出现K型分化



资本市场成为重要纽带：
传统行业投资负增长，财富管理需求快速提高



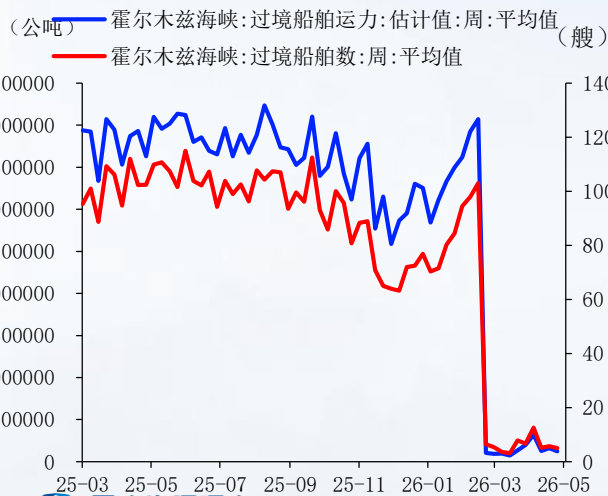
02

海峡通航受阻：

跨资产已在定价通胀预期与紧缩效应，表达在商品、债券与股市的分化

- 目前美伊局势而言，总体来看美国与伊朗处于停火谈判阶段，说明双方的行动均有所约束，但霍尔木兹海峡通行仍然受阻。
- 在海峡通航受阻影响下，全球资产定价流动性紧缩，10Y美国国债收益率一度上行至4.6%以上高位，黄金价格持续调整。
- 而从股票市场看，新兴与传统部分的市场表现和交易热度正呈现极致的分化。

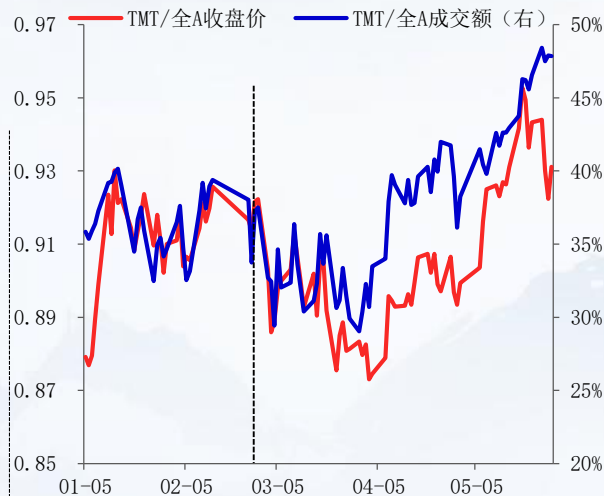
霍尔木兹海峡通行仍持续受阻



非股票资产定价流动性紧缩



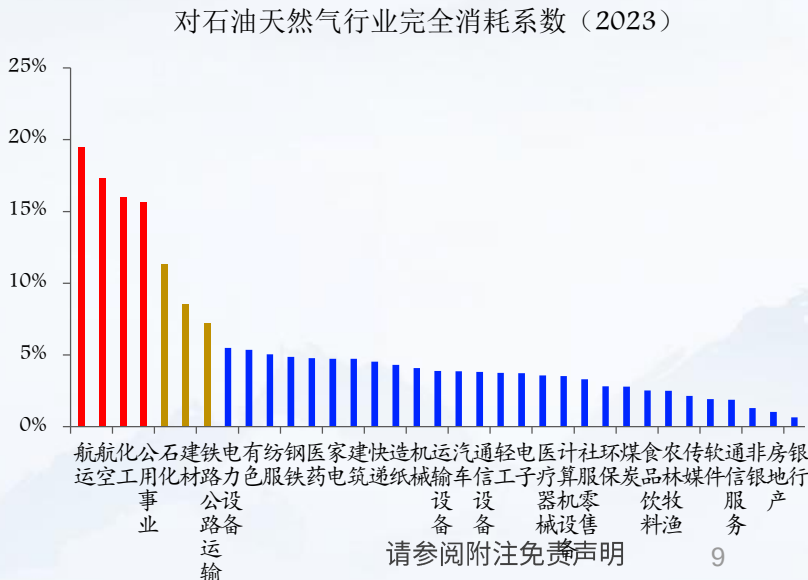
股票市场内部新兴和传统分化



请参阅附注免责声明

- 海峡通航受阻对经济活动的真实冲击正在显现：石油产业链中上游开工率由降转升，这意味着价格传导开始，而中游利润预计受到侵蚀。
- 油价上升的影响是结构性的，较敏感领域有中游制造（化工/化纤/建材）、运输业（航空/航海）、消费品（纺织服装/轻工日化）、电力。

具体到经济结构：
受石油价格成本冲击最大的方向在航运航空与化工



资料来源：Wind，国泰海通证券研究注：中信中游指数成份主要包含加工制造、设备/零部件、工业品生产、能源设备、TMT硬件、军工、机械、电力设备等

02

情景演绎：若海峡通航受阻只影响少数季度，股市冲击有限仍会走高

- 第一类情形：Q3霍尔木兹海峡能够形成解封预期，但产生通胀-成本冲击：影响有限，时间较短，中国市场仍会进一步走高；
- 第二类情形：Q3霍尔木兹海峡难以形成解封预期，产生持续通胀-成本冲击预期：应警惕调整风险，风险偏好修正与实际盈利冲击。

情景演绎：基于DDM模型的影响量化

$$V = Div_0 + \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n}$$

若海峡能产生解封预期，则预期损失一个季度现金流，
则： $Div_0 = 0$ ，此时：

$$V' = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} = \frac{1+g}{1+r} V;$$

其中 g 为自然增长率； r 为贴现率

$$\text{求解: 价值损失} = \frac{V-V'}{V} = \frac{r-g}{1+r}$$

若产生解封预期，影响
1个季度报表，远期现
金流假设不变，指数调
整预期小于2%，总体影
响可控

若不能产生解封预期，
则损失多期现金流假
设，指数既要考虑盈利
冲击，也要考虑估值冲
击，仍应做好风险预案

情景演绎：基于DDM模型的影响的因素拆分

$$V = Div_0 + \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n}$$

若海峡延续停航： $r \uparrow$ ，且

- ①：传统经济中下游板块 $Div \downarrow$
- ②：传统经济上游资源板块 $Div \uparrow$
- ③：新兴经济板块 Div 保持独立

若海峡解封： $r \downarrow$ ，且

- ①：传统经济中下游板块 $Div \uparrow$
- ②：传统经济上游资源板块 $Div \downarrow$
- ③：新兴经济板块 Div 保持相对独立

若预期反复： r 与传统板块 Div 波动并反复计价修正，而新兴经济板块 Div 独立

基本面能够与油价和通胀相独立，且具备高景气优势
消化估值潜在收缩风险的科技板块更具投资确定性

03

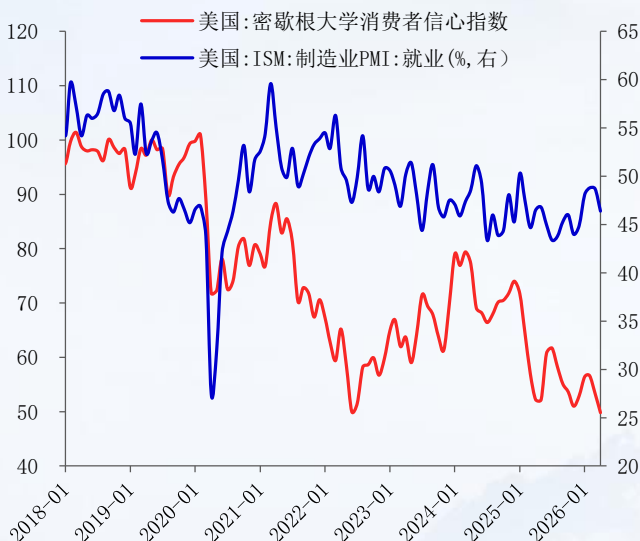
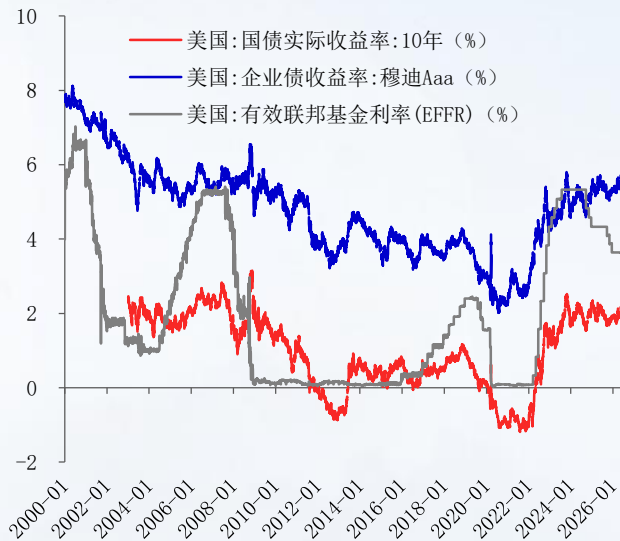
若通航改善：紧缩预期将修正，美联储降息的优先级较高

- 当通胀预期可控，美联储货币政策的优先级有望走向降低实际融资成本：1) 实际融资成本偏高，传统行业景气相对疲弱，美国债务压力较大均式美国当前加息的掣肘。2) 不论是美联储主席沃什还是近期美联储的公开研究，均强调通过降息以下降融资成本和激活经济活力的政策优先级；美联储也提出可通过优化监管规则放松流动性约束，以解除缩表担心。

当前美国融资实际利率走高至历史高位

美国传统制造与消费部门景气仍疲软

美国债务压力掣肘美国加息



03

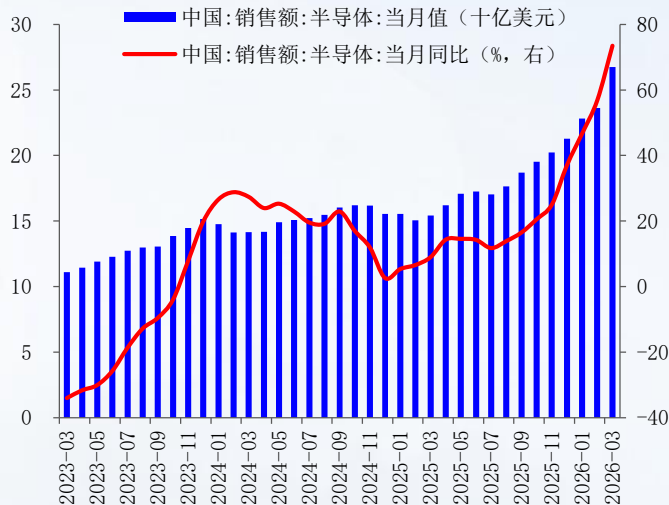
若通航改善：景气结构性修复，市场宽度有限变宽

- 若海峡恢复通航预期抬升，远期油价预期下降，景气预计呈现结构性修复，市场宽度将有限变宽：1) 基本面预期不受通航预期的成长赛道景气延续；2) 此前景气处于修复通道，但海峡通航受阻中断景气抬升的板块基本面预期有望迎来边际改善，如航空航运等；3) 但处于景气下行周期的板块预计受通航影响的景气修复仍有限，如传统建材、必选消费等。

高景气延续：科技相关景气未受到停航影响

景气中断：航空出行景气受到成本抬升影响

景气下行：传统建材相关景气度延续下行



03

重要历史参考：

美国股市在2022年俄乌冲突与美联储加息后，持续走出新高

- 第一阶段-预期冲击（2022.03-2022.06）：认知修正未见情形，俄乌冲突爆发，油价暴涨，美联储加息（CPI 8%+疫后过热），股市调整；
- 第二阶段-现实冲击（2022.08-2022.10）：俄乌冲突烈度不再上升，油价高位下降，但由于通胀粘性，美联储持续加息，股市反弹与震荡；
- 第三阶段-增长推动（2023.01-2025.12）：俄乌战争常态化，美联储持续加息背景下，美国出现AI资本开支扩张，增长逻辑出现，股市上升。

以22年俄乌冲突与美联储加息为例子：
风险定价两个阶段，预期冲击与现实冲击

应对走高的贴现率，2022年美股创出新高：
科技股创新推动的盈利改善与资本支出增加共同支撑美股走高



04

“转型牛”的关键动力一：发展预期上修； 中国经济结构转型，新兴行业加快扩张

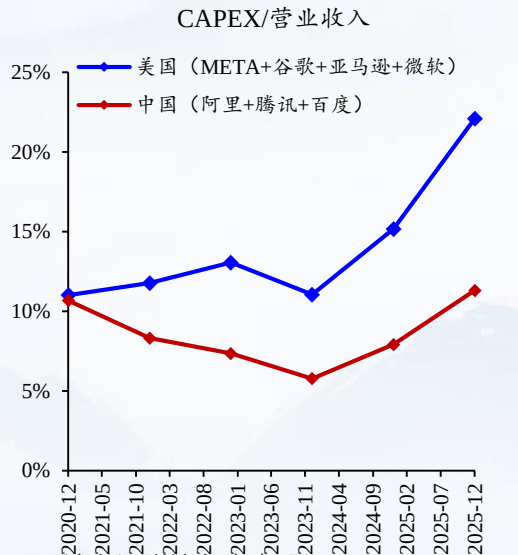
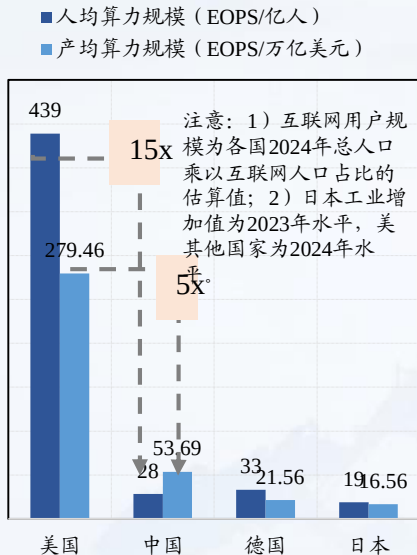
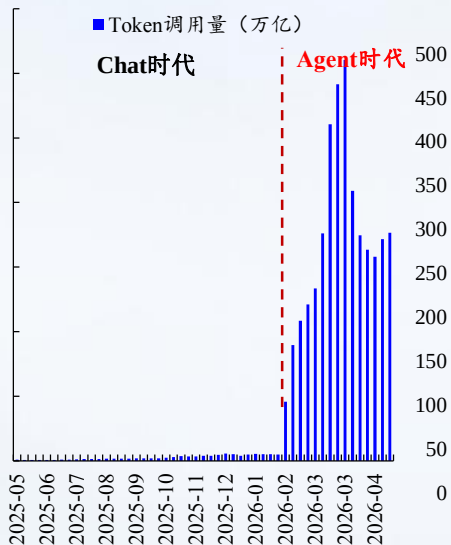
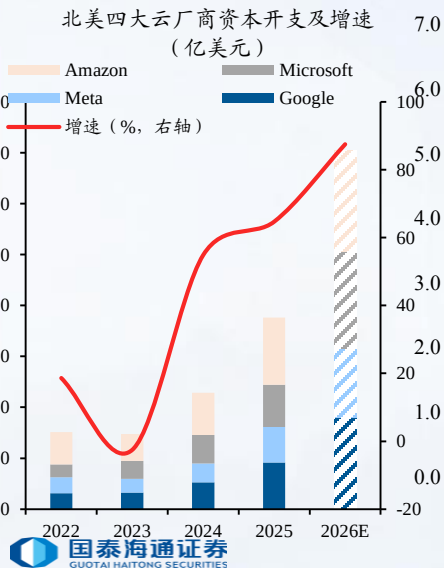
- 当前AI产业趋势方兴未艾，2026年北美云厂商预计资本支出增速达87%，Q1实际已扩张100%，进一步验证产业景气加速。
- 科技与生产力竞争已成为了大国博弈的主战场，但当前中国在AI基础设施领域与美国仍有较大差距，美国户均、产均算力规模是中国15、5倍，中国科技企业AI算力投入较美国整体更晚，投资强度（CAPEX/营业收入）也显著更低，后续国内AI资本开支有望加速。

美国AI产业呈高速扩张态势：云厂商资本开支2026预期增速87%，Q1实际已扩张100%

Agent应用对算力消耗量大幅增长

中美在算力基础设施的差距仍较大：
美国人均、产均算力规模是中国15、5倍

中国互联网企业资本开支速度落后于美国企业



04

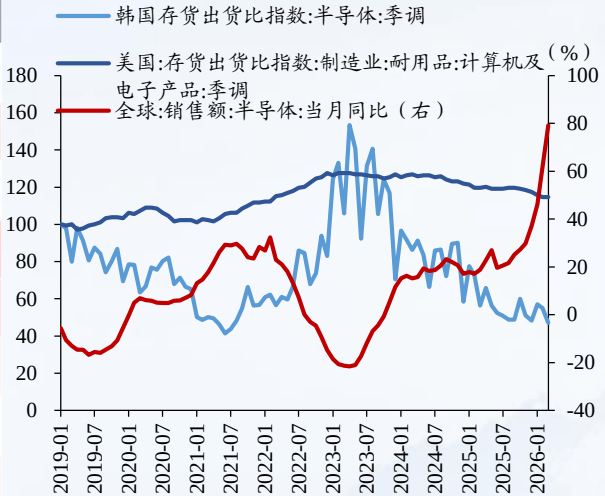
“转型牛”的关键动力一：发展预期上修； 中国经济结构转型，新兴行业加快扩张

- 当前AI产业景气加速，全球半导体销售高速增长，半导体库存周转加快。与此同时，供需紧缺开始在产业链间扩散，AI上游材料，中游核心器件以及下游系统集成均开始出现盈利兑现；
- 2026年OpenAI、Anthropic等海外AI模型公司收入非线性增长，AI的盈利性得到验证，商业模式形成闭环。

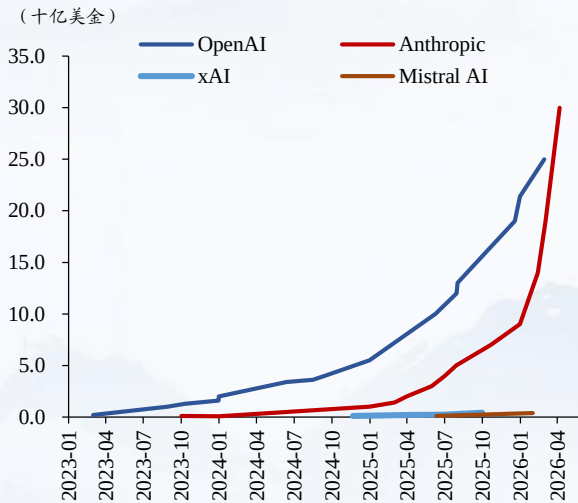
AI产业链景气由核心器件向上游材料、设备以及下游系统集成扩散

大类行业	细分行业	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
上游材料	光纤光缆	-6%	-2%	-4%	1%	2%	-2%	2%	18%
	CCL覆铜板	-47%	-43%	-27%	-2%	43%	81%	92%	90%
	液冷	-38%	-34%	11%	9%	7%	-4%	27%	23%
中游核心器件	光模块	143%	174%	159%	135%	126%	131%	141%	151%
	算力芯片+存储	38%	234%	289%	276%	242%	166%	113%	112%
	PCB	-3%	12%	17%	24%	38%	46%	60%	59%
	设备	25%	40%	25%	22%	24%	19%	8%	20%
下游系统集成	服务器	12%	8%	8%	8%	15%	26%	43%	58%

全球半导体销售额加速增长，库销比下行



2026年海外AI模型公司收入非线性增长

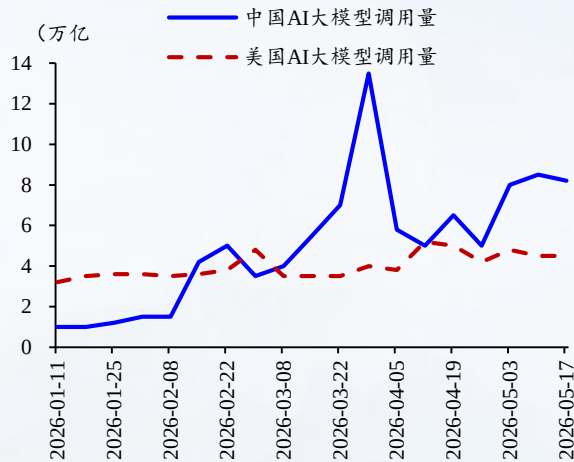


04

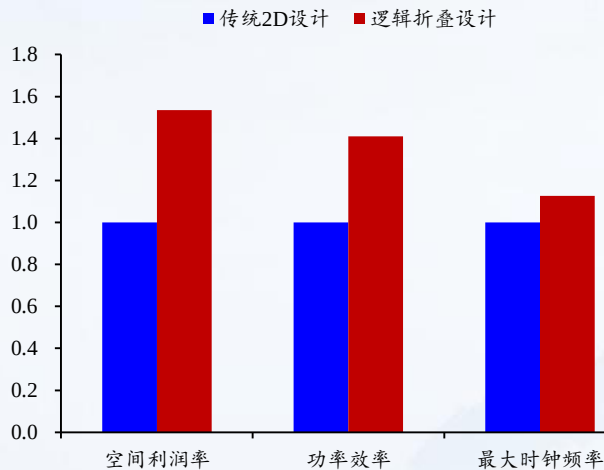
“转型牛”的关键动力一：发展预期上修； 区别于城镇化发展时期，中国企业从跟随到引领

- 当前中国经济的结构性转型正从“要素驱动”向“创新驱动”跃迁：
- 以DeepSeek为代表的AI大模型通过算法优化实现低成本高性能，当前中国Token消耗已超越美国，凸显在AI应用层较强的全球竞争力；
- 华为通过“韬定律”突破物理制程限制，在半导体领域实现性能倍增与国产化率加速提升，重构了芯片产业的安全边界；
- 中国医药产业正从“Me-too”仿创向“First-in-class”原创转型，跨境BD交易规模与首付款屡创新高。

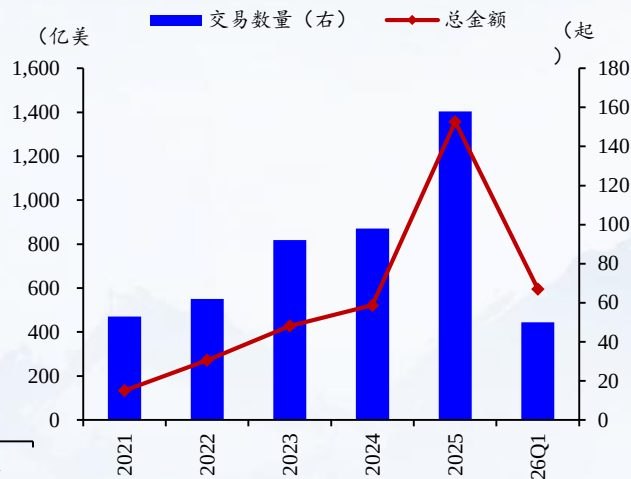
中国AI大模型调用量超越美国



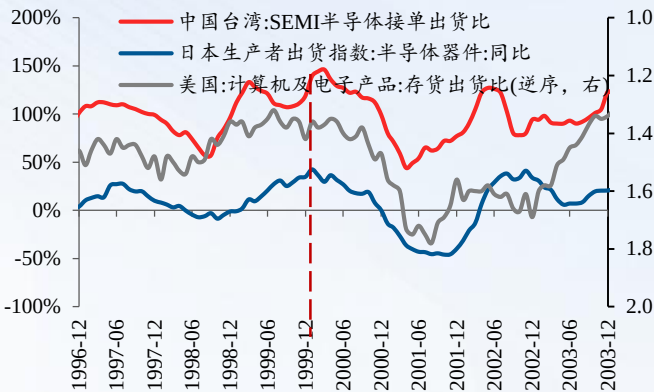
华为逻辑折叠技术带来芯片性能突破（韬定律）



2025年以来，中国BD交易数量与总金额大幅上涨



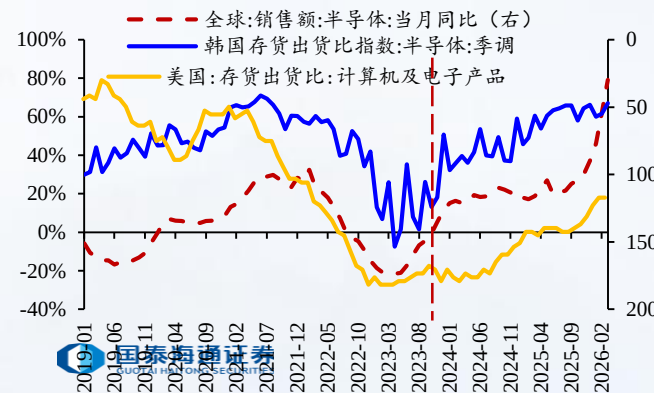
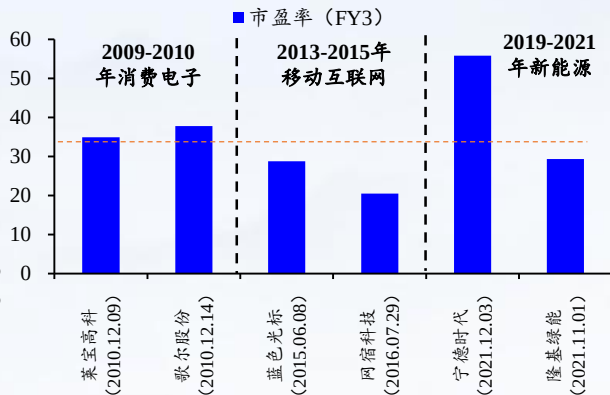
从库销比维度看，当前AI硬件景气度仍向上



高利率环境对科技产业趋势行情影响有限



与A股历次科技牛相比，当前AI产业链未出现估值泡沫



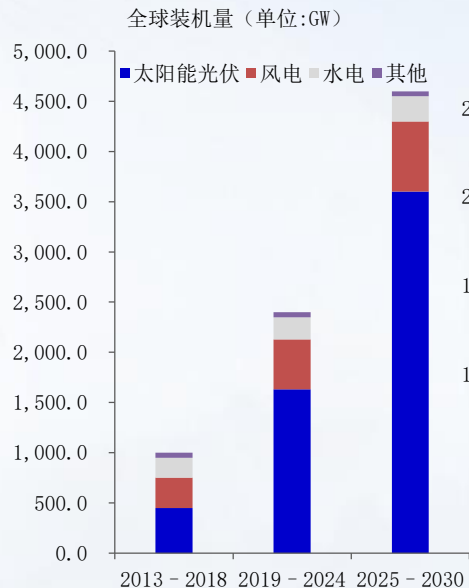
请参阅附注免责声明

04

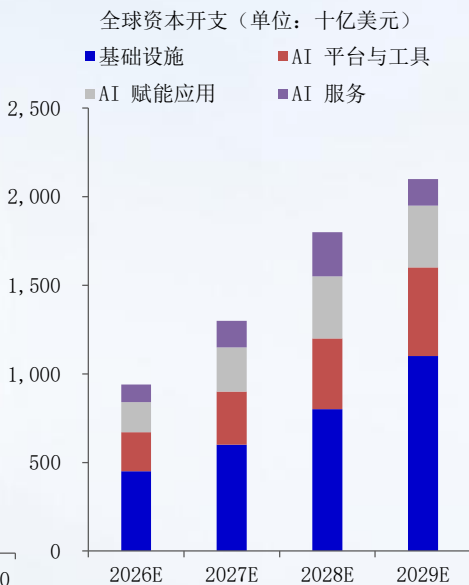
“转型牛”的关键动力一：发展预期上修； 产业革命与能源转型，为中国制造打开新的历史增长机遇

- 全球AI革命与能源转等型带来需求的扩张，中国正深入融入全球化：1) 当前新能源与AI等产业趋势快速发展，由此激发全球增量需求。2) 在此背景下，中国凭借着技术竞争实力的逐步抬升正深入融入全球化。

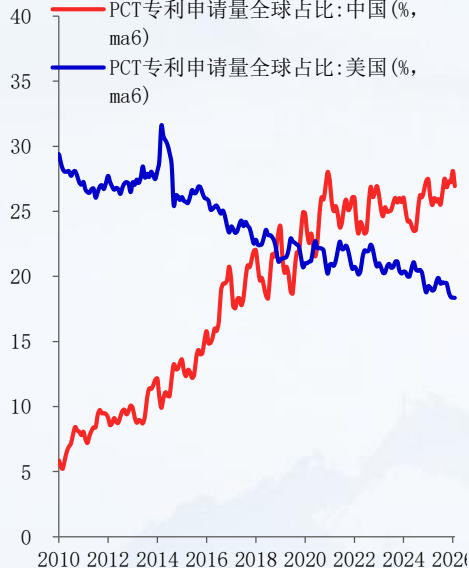
全球需求的增量：能源转型



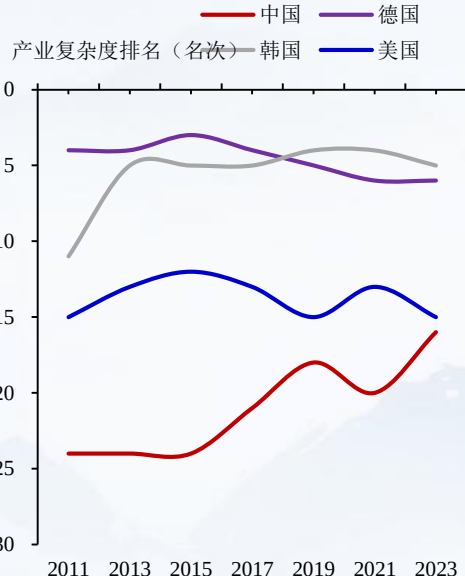
全球需求的增量：AI产业趋势



中国技术竞争实力正在抬升



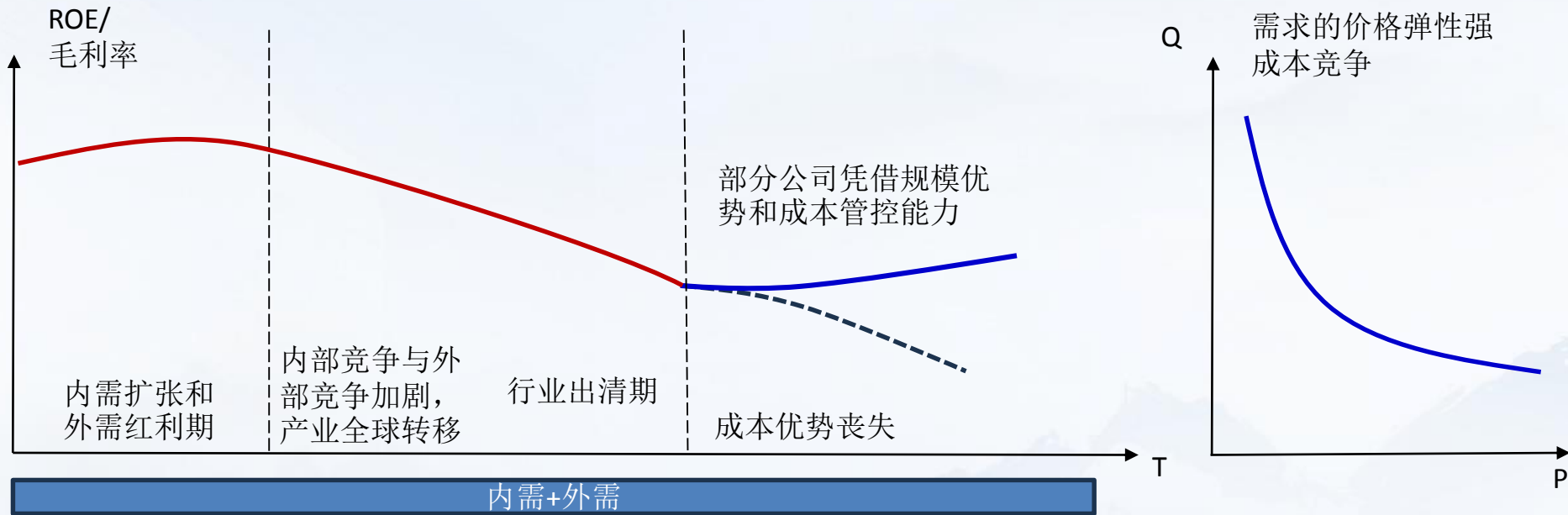
中国产业复杂度提升明显



04

早期融入全球化：成本竞争——产能承接，依附参与和被动融入

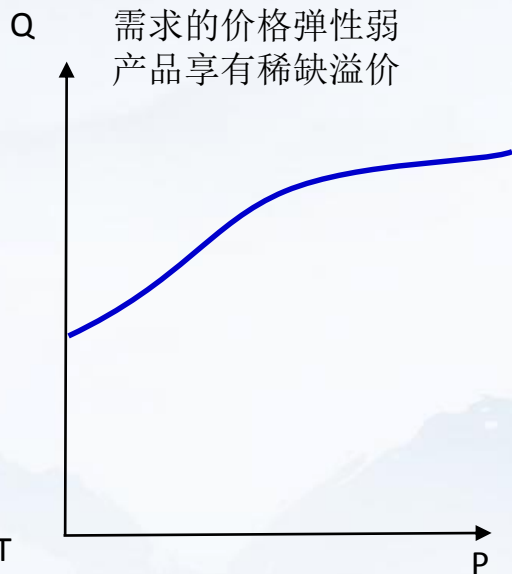
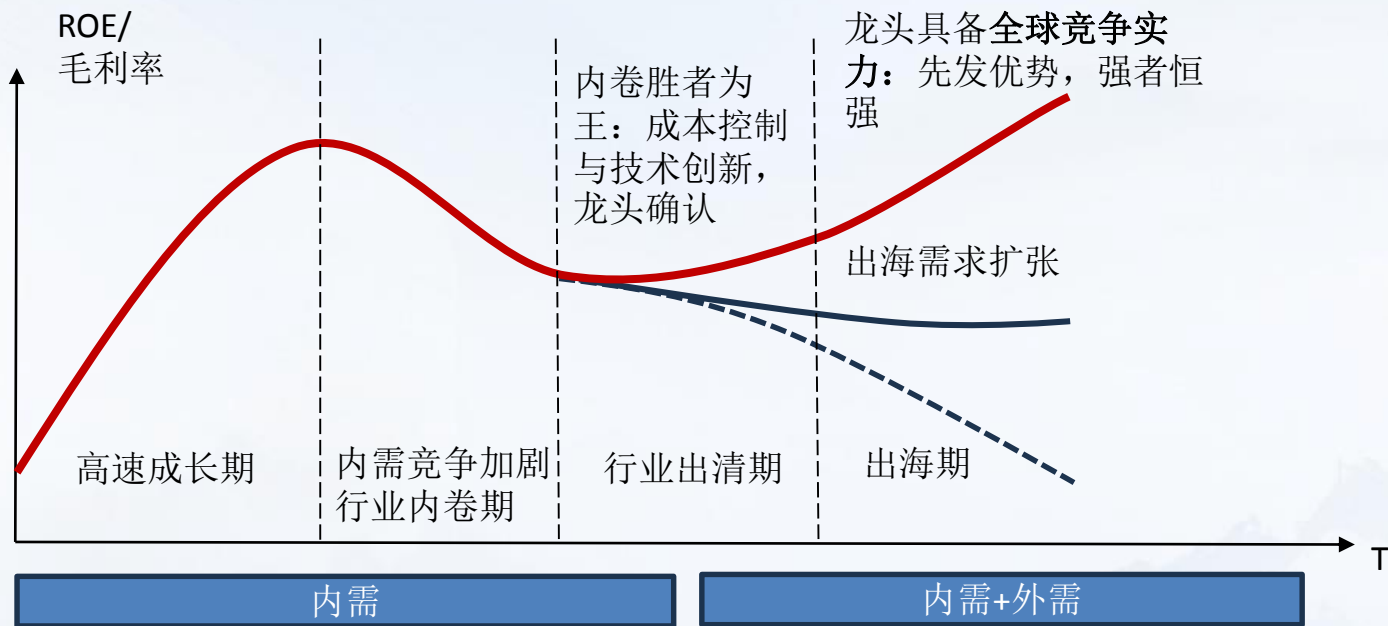
低端产能承接—依托成本优势出口—依附式参与，被动融入
(典型代表：纺服、轻工、低端电子等)



现阶段的全球化：价值竞争——贸易增加值抬升，产品逐渐具备稀缺溢价

国泰海通2026中期策略会

新产业发展/制造业承接—庞大内需创造内卷环境—成本控制与技术创新，形成龙头—
凭借全球竞争实力出海—先发优势与护城河，强者恒强
(典型代表：制造业、光伏、新能源)



增长的变化：海外份额扩大，盈利能力增强，企业边界扩张

定价的变化：新经济看高成长，制造选全球龙头

国泰海通2026中期策略会

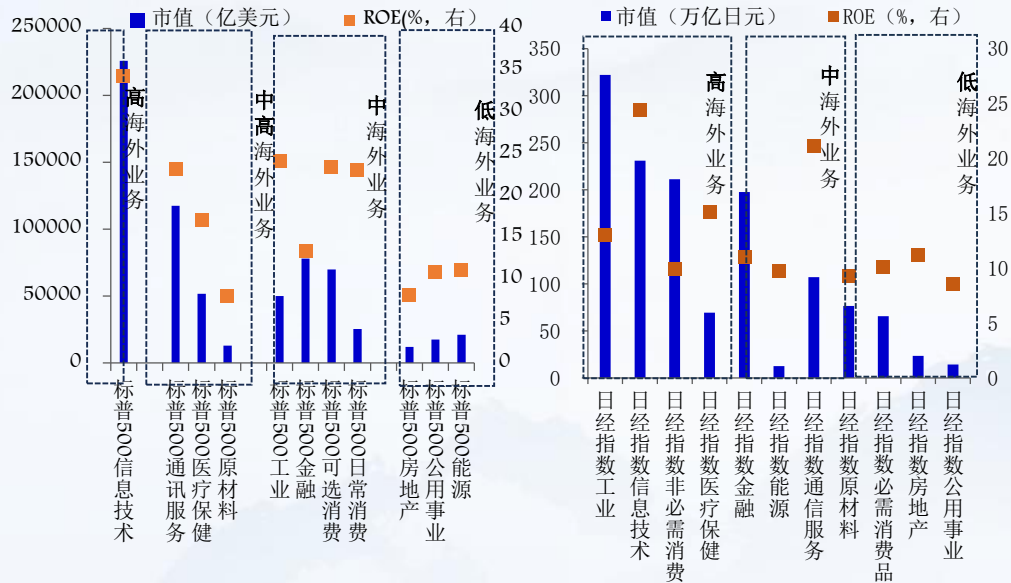
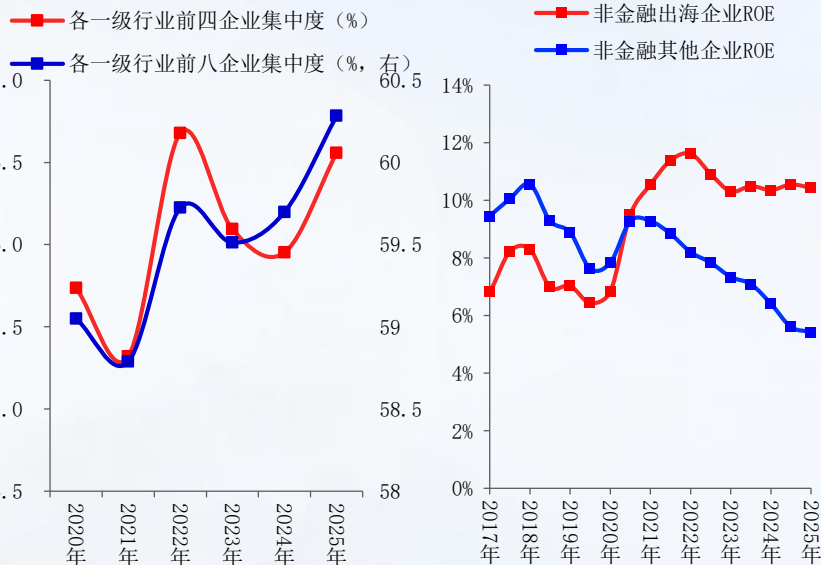
- 中国已进入行业集中度抬升阶段，竞争逻辑从“成本竞争”转向“价值竞争”，龙头凭借先发优势有望强者恒强，抓住本轮全球化机遇。
- 基于海外经验：全球化龙头优势会扩大，ROE提速，企业边界扩张。

当前中国行业正进入集中度抬升阶段

出海企业盈利优势明显

海外经验（美国）：全球化龙头优势会扩大，ROE提速，企业边界扩张

海外经验（日本）：全球化龙头优势会扩大，ROE提速，企业边界扩张



04

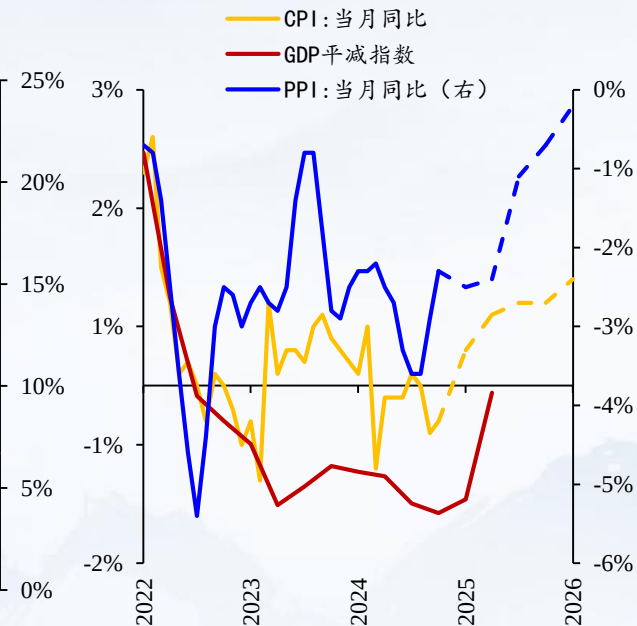
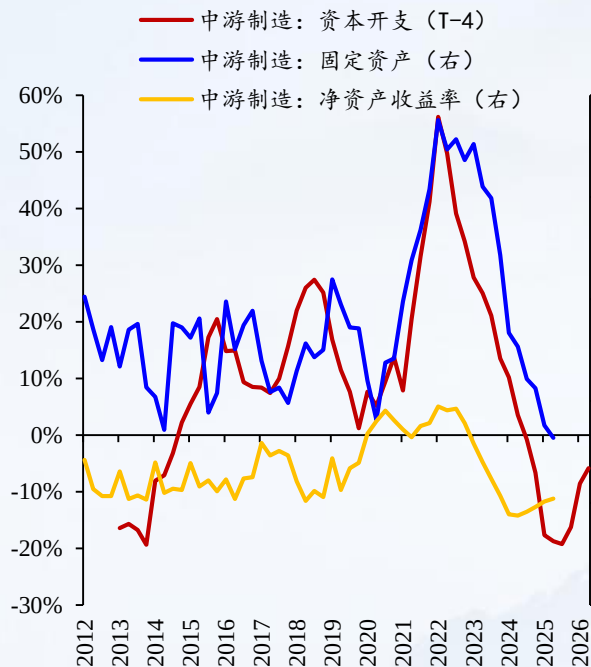
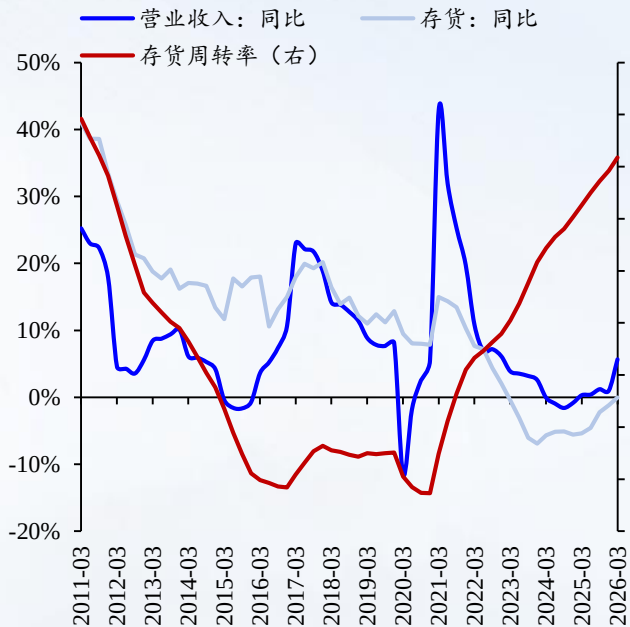
“转型牛”的关键动力一：发展预期上修； 传统增长拖累边际减小，从“L型”一竖走向一横

全A库存与营收增速开始触底与磨底

中游制造产能出清较为充分，盈利开始企稳

价格预期修复有望带动名义增长回升

全A非金融石油石化库存周期

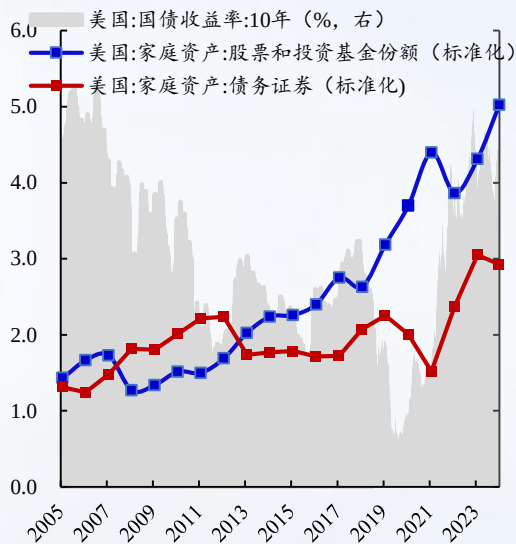


“转型牛”的关键动力二：无风险收益下降； 金融刚兑打破与传统增长式微，中国社会财富管理需求持续上升

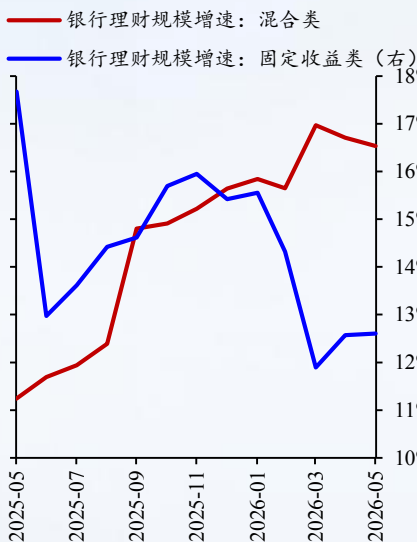
国泰海通2026中期策略会

- 中国市场的机会成本（无风险收益）出现系统性的降低，传统以信托、理财为代表的金融“刚兑”打破，不断激发社会资产管理和财富管理的需求，形成做多中国的力量的可持续性。2026Q1固收类银行理财规模增速明显下滑，混合类产品规模增速提升，主动股票型基金“净值-申购”正循环正在形成，私募基金产品、股票ETF、两融、FOF成为社会资本资产管理需求扩张的方向。

海外经验：长期利率下破2%后，
投资人对债券兴趣减小，对股票兴趣上升



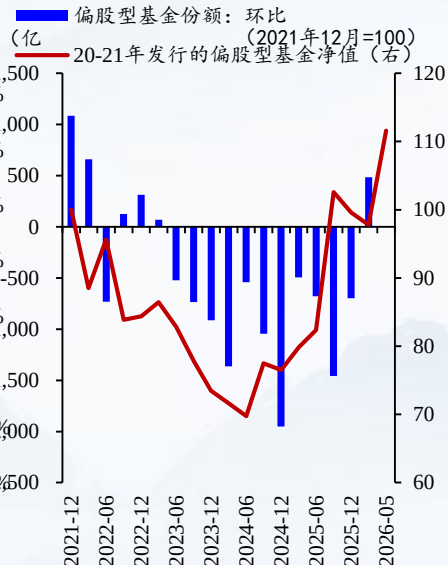
银行理财固收类产品增速放缓，
混合类产品增速提升



2025年以来，股票型ETF与私募基金管
理规模快速上升



偏股型公募基金“净值-申购”正循
环已经形成

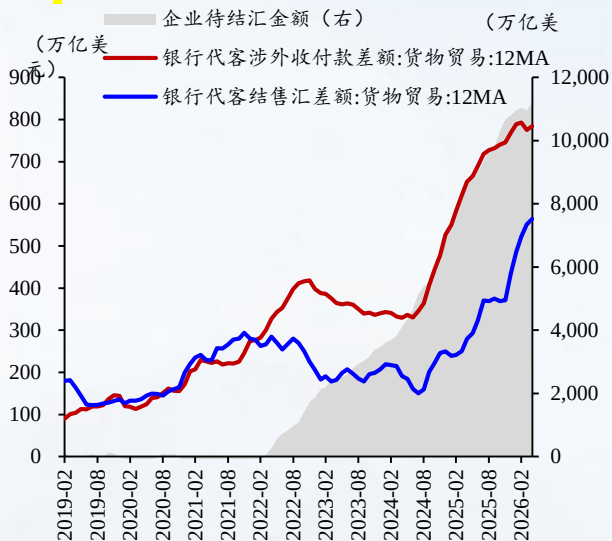


新的变化：企业加快结汇，国内微观流动性进入宽松局面 这会推动：利率震荡下行，股市对利好的反映会更正面

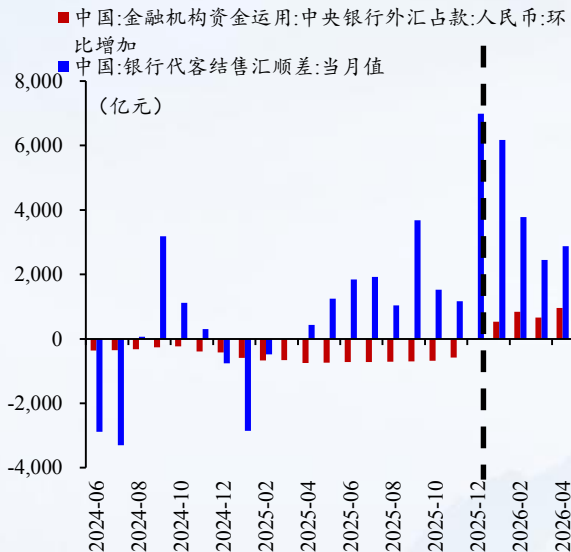
国泰海通2026中期策略会

- 2022-2024年，受中美利差收窄、汇率走弱预期等影响，企业持汇意愿持续提升。**22年至今，积累待结汇资金约1.1万亿美元**；
- 2025年以来企业结汇加速，并推动人民币升值与流动性改善。与以往不同，过去企业结汇意愿与美元走势强负相关，主要受到外部货币政策周期影响，但本轮企业集中结汇独立于美元走势，背后是对中国内部稳定、技术进步与产业优势的重估，这意味着趋势延续性将更强。

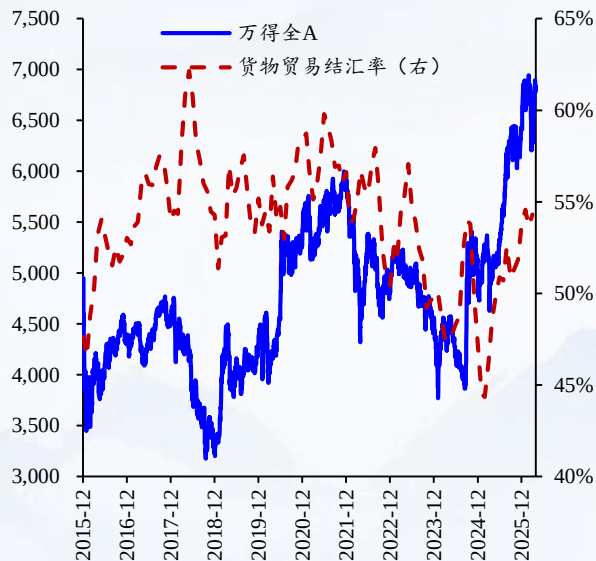
2022年以来，企业待结汇金额累计约1.1万亿美元



企业加快结汇+中央要求稳定汇率
央行需要增加基础货币投放以及压低利率水平



中国贸易结汇率与股指走势呈正相关关系



中国资本市场大发展周期的关键动力三： 改革改变的是生态与观念，在特定时期制度改革甚至起到决定性作用

国泰海通2026中期策略会

从融资端改革为主

1993

十四届三中全会

资本市场要积极稳妥地
发展**债券、股票融资**

2003

十六届三中全会

积极推进资本市场的改革开放和稳定发展，
扩大直接融资
建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品
建立健全货币市场、资本市场、保险市场有机结合、协调发展的机制

2013

十八届三中全会

健全多层次资本市场体系
推动资本市场双向开放

2024

二十届三中全会

完善促进资本市场规范发展基础制度
健全投资和融资相协调的资本市场功能，
促进资本市场健康稳定发展
建立增强资本市场内在稳定性长效机制
有序扩大我国资本市场等对外开放

2026

十五五规划纲要

持续深化资本市场投融资综合改革，增强
资本市场制度包容性、适应性，提高直接
融资比重。
加强交易监管和投资者保护。
**壮大耐心资本，完善支持中长期资金入市
政策体系**

2026

政府工作报告

持续深化资本市场投融资综合改革
进一步健全中长期资金入市机制
完善投资者保护制度
拓展私募股权和创投基金退出渠道，
提高直接融资、股权融资比重

投融资相协调改革

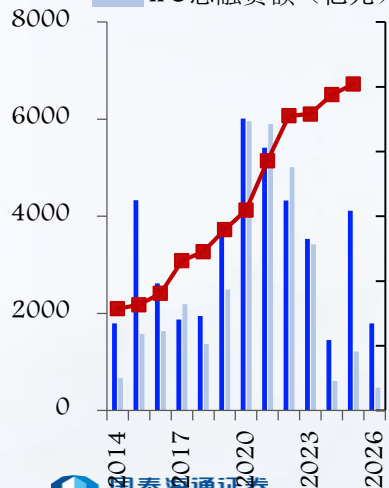
06

“转型牛”的关键动力三：资本市场制度改革； 改革改变的是观念：提高中国资产可投资性，降低股市波动提高韧性

- 党的二十届三中全会“健全投资与融资相协调的资本市场功能”，资本市场定位从过去强调融资进入到投资与融资相协调的新历史阶段。
- 退市新规、减持新规、内幕交易监管、财务造假监管、鼓励分红和回购等基础制度改革，有助提振社会各界看待中国资本市场的可投资性。
- 央行设立互换便利与回购再贷款，打通央行资产负债表与资本市场关联；证监会引导中长期资本入市、建立稳市机制，降低市场波动提高韧性。

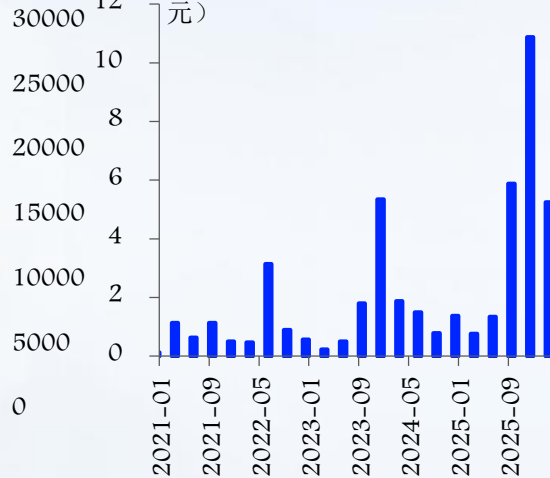
可投资性提高：
资本漏出减少，股东回报上升

■ 减持规模（亿元）
■ IPO总融资额（亿元）



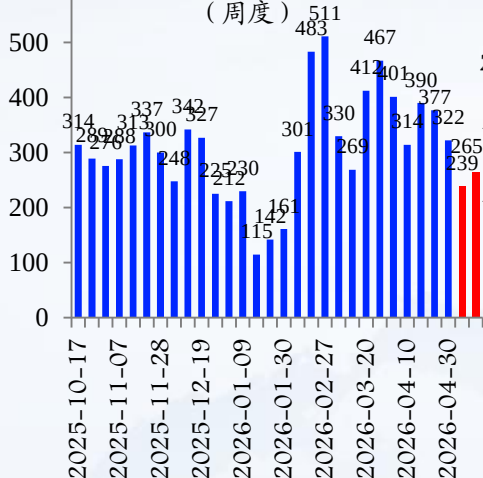
可投资性提高：
严格监管举措，提高公司质量

■ 对上市公司主体处罚金额（亿元）



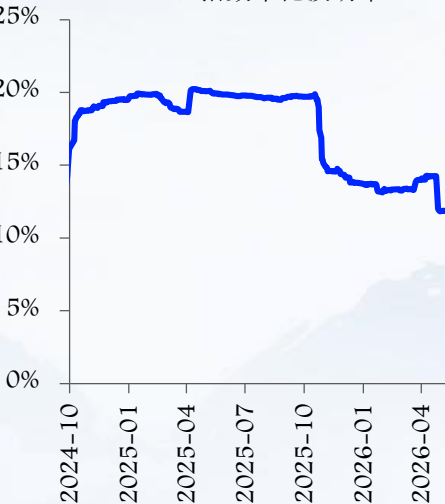
引入增量资金：
调控市场节奏与市场预期

■ 私募证券投资基金备案数量（周度）



降低股市波动：
建立稳市机制与引入中长期资本入市

—— 上证指数年化波动率



请参阅附注免责声明

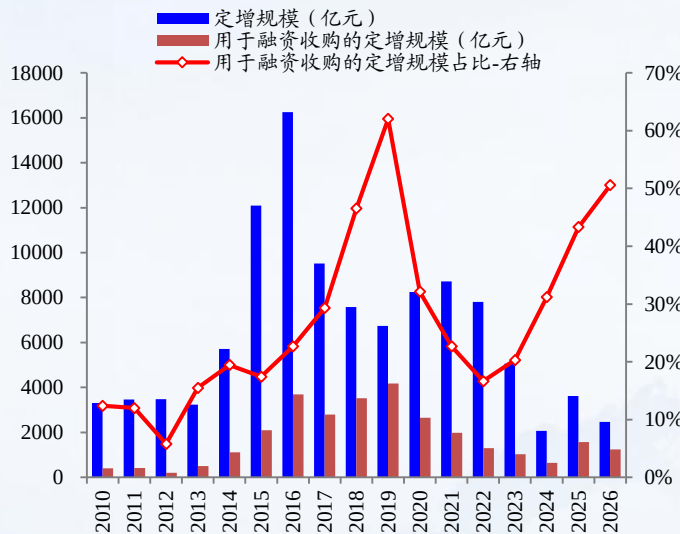
“转型牛”的关键动力三：资本市场制度改革； 后续增量改革潜在方向：打通资本循环，完善风险管理

- ▶ 私募股权市场生态建设已被正式纳入国家重点工作布局，拓展私募股权与创投基金的退出渠道，已成为当前资本市场深化改革的重要任务之一。S基金与并购重组有望成为化解行业退出积压、提升资本周转效率、助力科技创新发展的关键工具。
- ▶ 股指期货等衍生品工具被定位为增强市场内在稳定性的重要手段。丰富风险对冲工具、提供稳定的政策预期，是让长钱真正“敢入市、坐得住”的关键条件。

S基金市场从局部试点走向系统布局

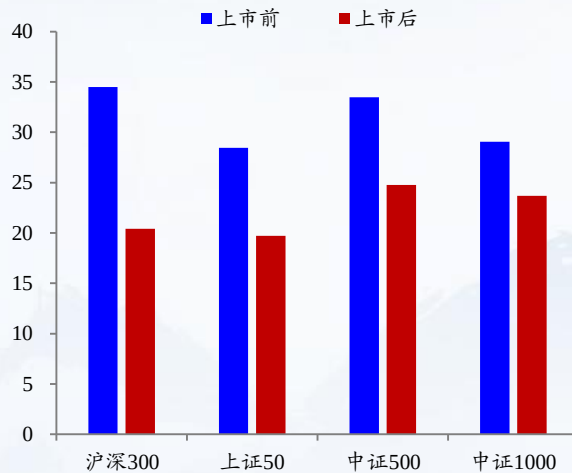
时间	关键事件	关键意义
2013年	歌斐资产发起国内第一支S基金	中国S基金进入早期探索期
2020年12月	北京获批份额转让试点	首个制度化交易平台落地
2021年11月	上海获批份额转让试点	形成双中心试点格局
2023年	上海出台国有基金份额转让监督管理试行办法	开始针对国资交易堵点出制度
2024年6月	国务院文件首次提出支持创业投资二级市场基金	S基金进入国家政策框架
2025年1月	国办一号文明确鼓励发展S基金和并购基金	S基金成为退出改革重要抓手
2025-2026年	地方国资、险资、母基金和接续基金加速布局	市场由零星试点转入系统布局

近年来定增用于融资收购成为主流



股指期货上市后显著降低波动

股指期货上市前后-指数年化波动率 (%)



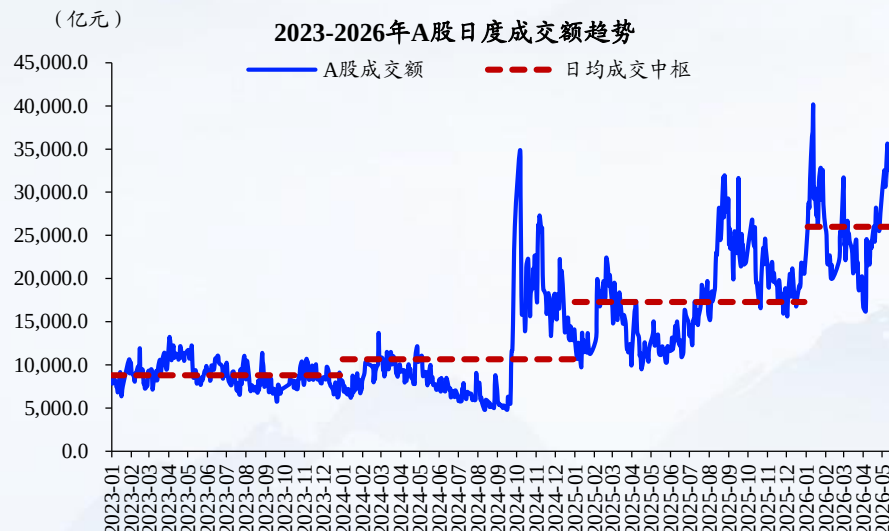
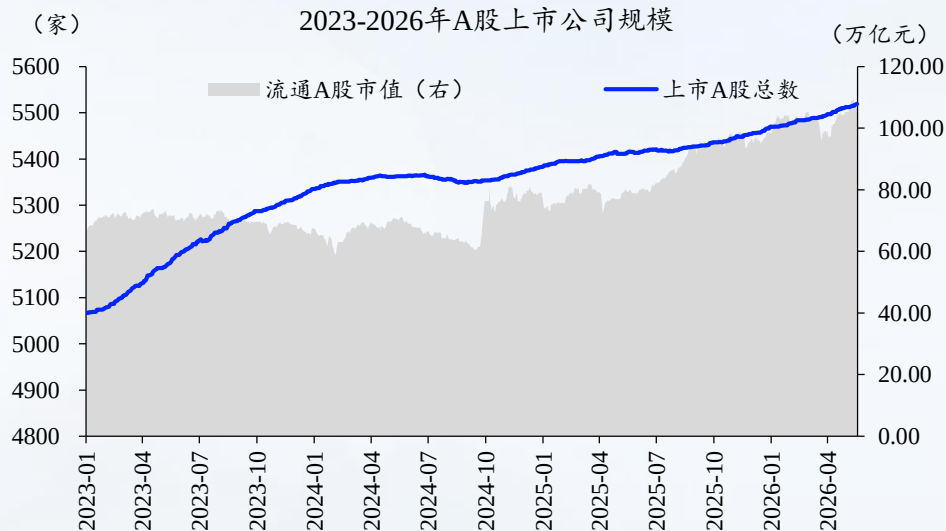
请参阅附注免责声明

06

中国市场规模与成交形势：公司市值显著扩大，成交中枢逐级提升

- **A股市值规模：** 公司数量稳步增加，市值显著扩大。截至2026.05.19，A股流通市值规模达到107.48万亿元，A股上市公司总数达到5519家。2024-2025年均IPO为84家较2020-2023年均IPO数量（363家）明显减少，A股转向重点提高上市公司质量。
- **A股成交趋势：** A股成交中枢逐级提高。截至2026.05.19，2026年A股日均成交中枢达2.60万亿元，较2025年和2023年日均成交额分别增长50.36%和196.40%。

A股上市公司总数达5519家，流通市值规模达107.48万亿元



07

仍需留意潜在微观结构松动：

存款到期退峰、绝对收益考核与高位兑现/减持增多等交易侧放大波动

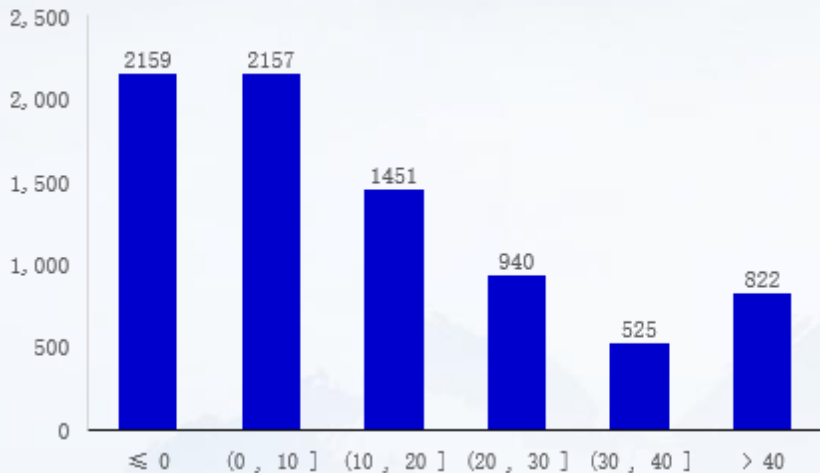
- 仍需要留意潜在微观结构冲击风险：1) 存款到期和增量减少，21-23年存款高峰，2026年Q4存款集中到期出现退峰，流动性增量可能边际衰减；2) 绝对收益考核与问责机制会在特定时期放大波动；3) 累计收益较大后会出现市场减持与兑现的增加。三个变化同时出现会对市场微观结构造成一定的冲击。

前期超额储蓄高峰期的存款集中到期接近结束



年初至今偏股型基金收益率已超8%

年初至今偏股基金收益率(%)分布



07 结论-转型牛：风雨之后，还会看到新的高度 二季度震荡修复，三季度走出新高

纵观A股历轮大牛市，底层逻辑均有无风险利率下行、资本市场改革与生产率提升

2014-2015年

2019-2021年

2025年以来



无风险利率下行

信托打破刚兑，无风险利率下降带来增量资金入市，杠杆融资工具快速发展

资管新规银行理财打破刚兑，居民增量入市，主动公募基金迎黄金发展期

长债利率跌破2%，实体投资意愿的不足带来资产管理需求的井喷



资本市场改革

“新国九条”发布，券商监管松绑，鼓励业务创新与多元化扩张

科创板正式开市，创业板、新三板改革，资本市场对外开放加速

投资端优化公司治理与股东回报，配合稳市机制与中长期资金入市；融资端科创板改革深化，鼓励并购重组



创新与效率提升

移动互联网产业趋势爆发

5G、新能源产业趋势爆发

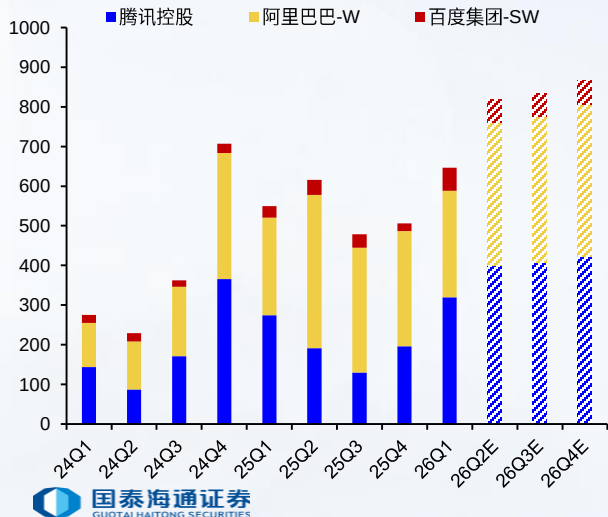
AI产业趋势爆发

08 港股破局关键在基本面拐点确立，转机看Q2-Q3

- 年初以来，港股走势偏弱，与A股、美股形成反差，主要源于市场对其基本面预期的持续下修。
- 港股破局的关键在于基本面拐点的确认，验证期在Q2-Q3。
- 当前积极信号在于：国内云厂商资本开支与北美共振，中国基础模型差距收窄，正推动定价及ARR持续改善。

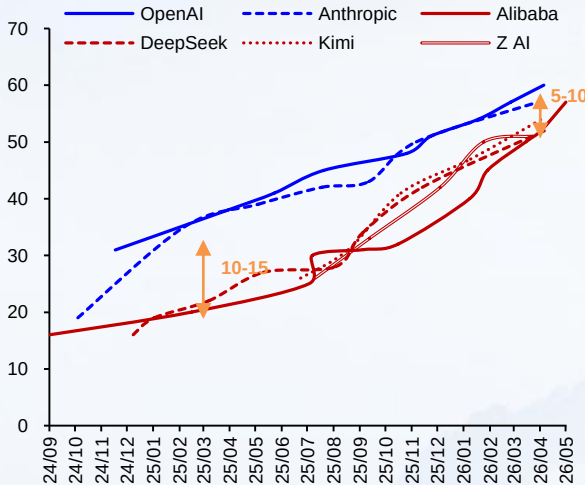
国内云厂商资本开支与北美共振增长

国内三大云厂商季度资本开支（亿元）



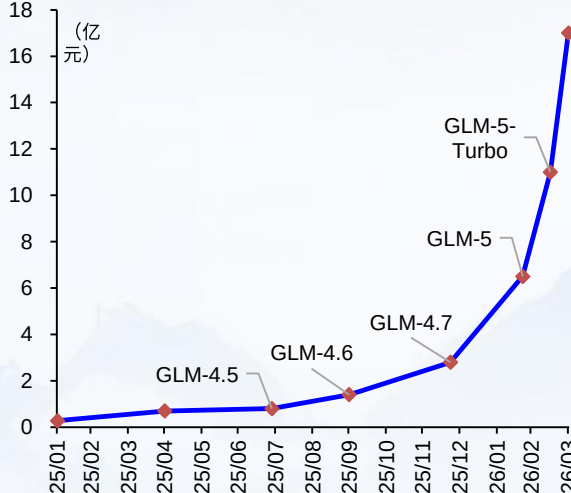
我国基础模型与美国差距逐步减小

全球前沿大模型智能指数演变趋势



以智谱为代表，我国模型厂商定价能力跨越式改善

智谱AI开放平台及API业务的年度经常性收入（ARR）



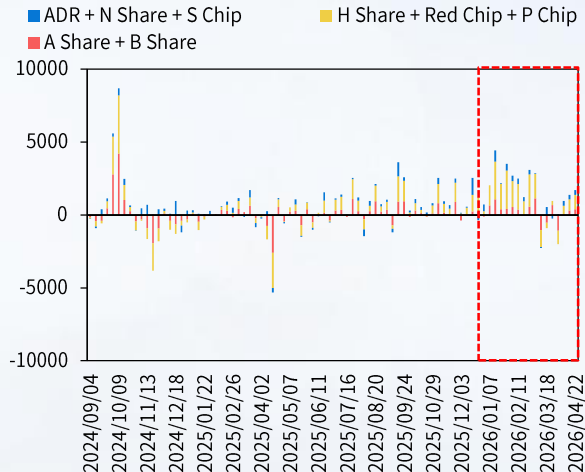
请参阅附注免责声明

08 外资有望成为今年港股微观资金潜力增量

- 港股微观资金年内潜力增量在于外资，海外投资人情绪正在更广范围内发生转变。
- 年内南向资金的亮点在于结构性，险资增量确定性高，中性假设下预计全年流入8000亿元。

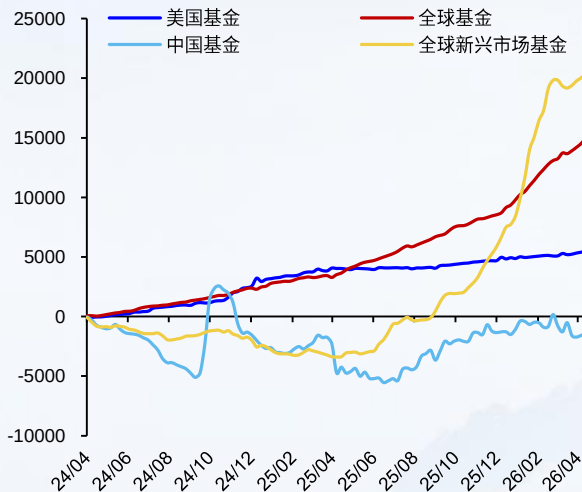
外资回流趋势明确：
今年仅有4周流出中资股市场

外资每周流入中资股规模(百万美元)



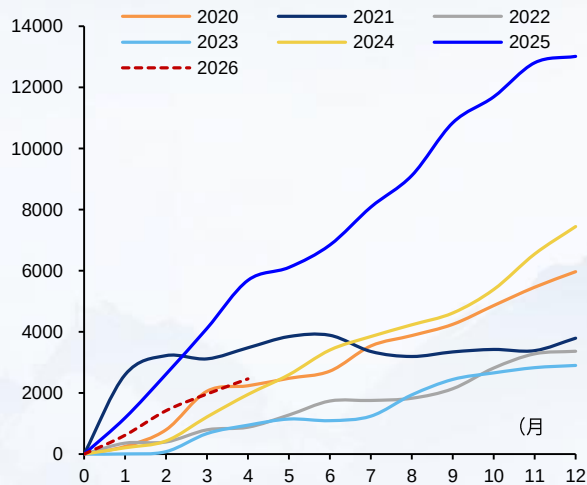
海外投资人情绪在更广范围发生转变：
回流港股市场的资金包括可投资欧美市场的全球基金

各基金累计流入港股规模 (百万美元)



南向资金内部分歧加剧：
年初以来南向累计流入较去年同期转弱

历年南向累计净流入规模 (亿元)

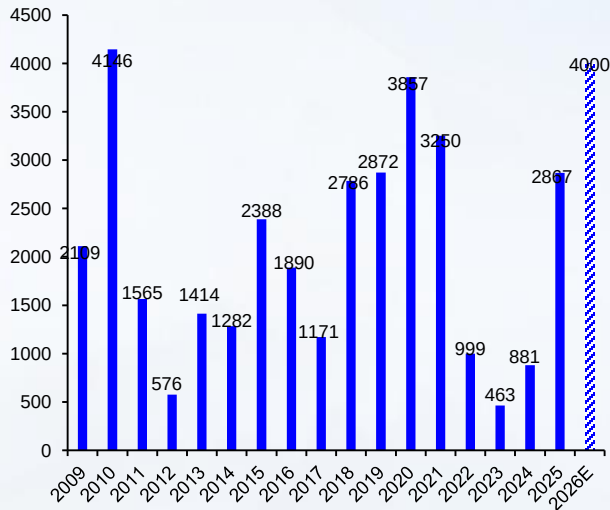


08 港股存在阶段性、结构性的流动性逆风

- 港股下半年面临微观流动性逆风，一方面是潜在IPO规模较大，另一方面产业资本将于7月和9月迎来解禁高峰。
- 港股解禁压力是阶段性的、结构性的。预计全年港股解禁规模近1.6万亿港元，主要分布在7月（信息技术行业为主）、9月（材料、工业行业为主）。但解禁并不必然等于抛售，例如2025年二季度解禁潮未能压制市场。

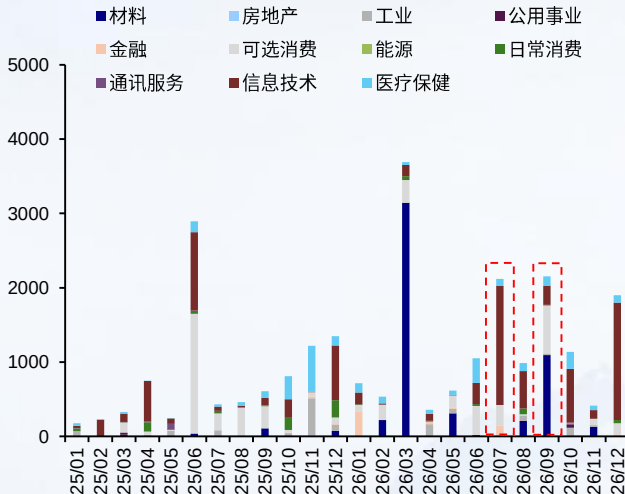
今年港股IPO上市规模预计接近4000亿港元

香港联交所每年IPO募资额（亿港元）



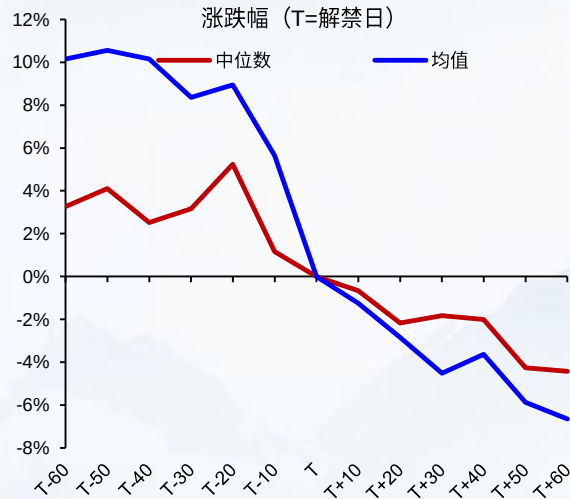
7月、9月港股存在
阶段性、结构性的产业资本解禁压力

港股各Wind一级行业解禁市值（亿港元）



解禁带来短期抛压：
近十年港股超300亿解禁后，股价有向下压力

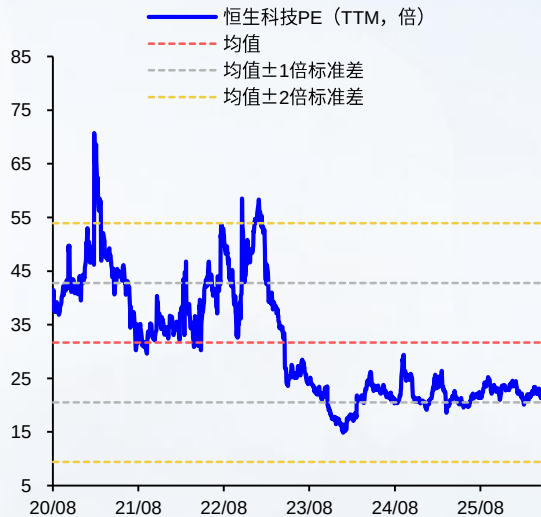
近十年港股超300亿解禁标的在解禁前后的



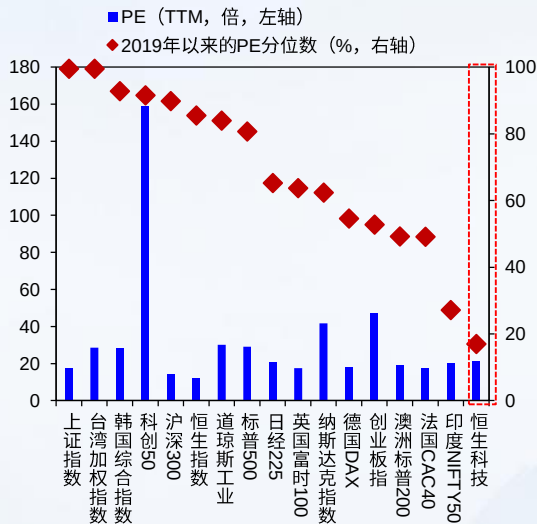
08 逆风解除后，港股性价比认知有望回归

- 中国香港市场估值偏低，国际风险与流动性问题缓解后，有望回到最简单原始的性价比认识上。
- 无论对比历史还是海外市场，港股多数行业估值分位数偏低，尤其是港股科技，全球估值洼地属性明确。

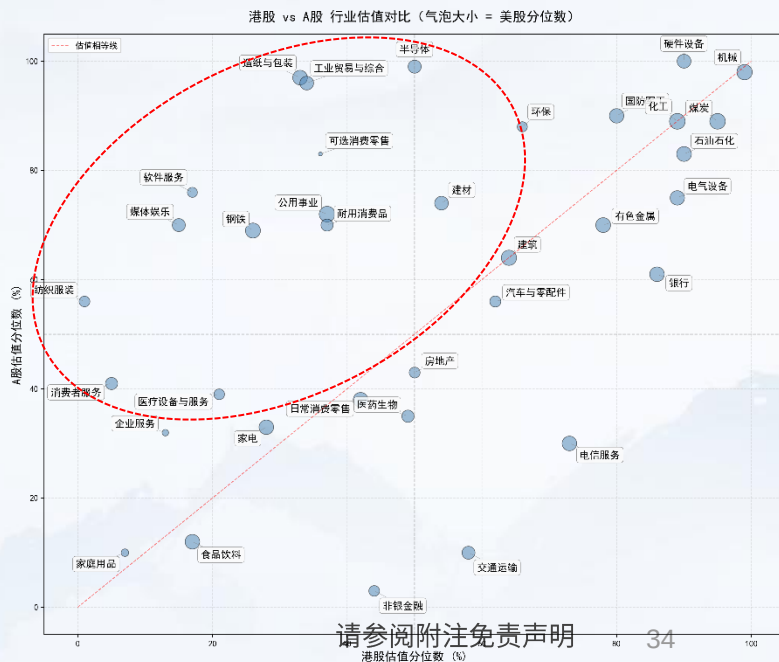
绝对估值：
恒生科技估值处于历史低位



相对估值：
恒生科技估值分位数在全球排名靠后



对比A股和美股，港股多数行业估值分位数偏低

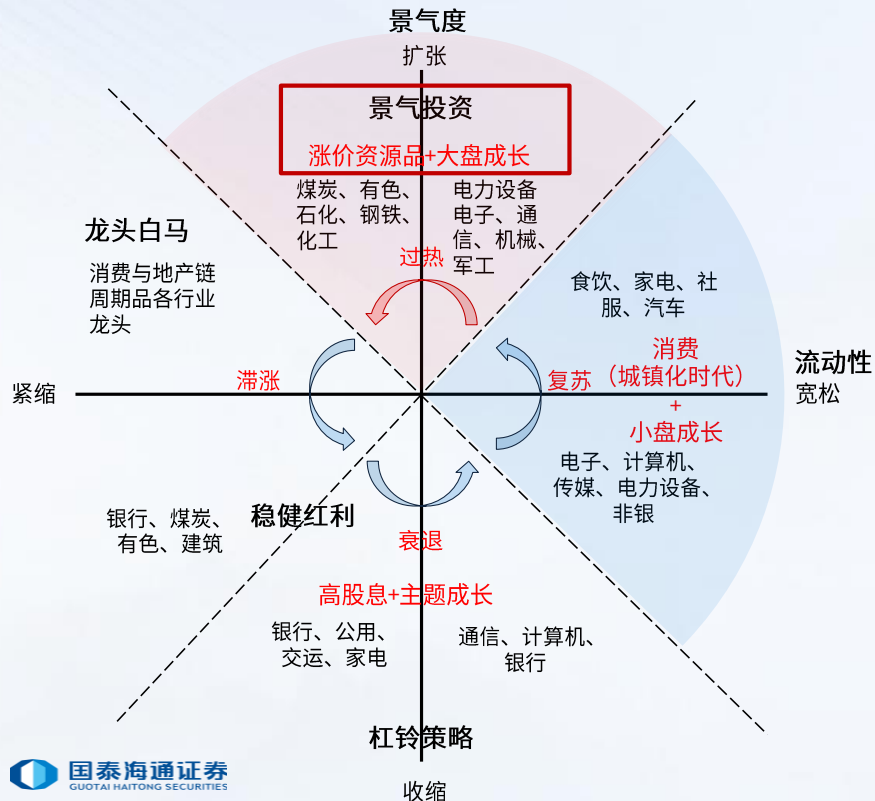


02

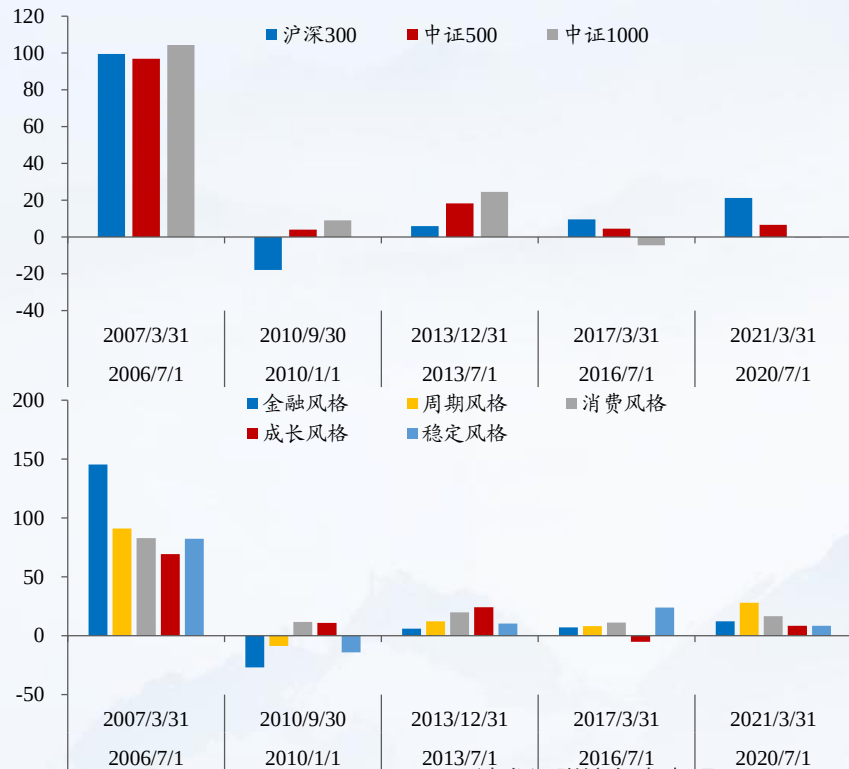
行业比较：新兴科技主线，
价值也有春天

风格研判-质量成长：中国市场梯度变宽，科技/非科技都有机会

国泰海通策略“行业与风格轮动时钟”（参考历史经验）



中国市场在基本面企稳和修复过程中，大小市值的风格收益更均衡（%）



请参阅附注免责声明

01

行业比较：新经济看高成长、制造选全球龙头、传统也能有修复

2026年中国行业投资展望

产业趋势

新兴科技是主线

(一) 新兴科技是主线-基础设施与自主可控

海外AI投资提速，中国政府与产业部署同步加快，产业投入、产能短缺与技术迭代共振

推荐：通信设备/集成电路/高端装备/有色金属

(二) 新兴科技是主线-制造业出海与扩张

全球对产能安全与能源转型愈发重视，中国企业全球化与产品竞争力上升，价值链向高端环节进军，推动制造龙头ROE提升

推荐：电力设备与能源金属/创新药/工程机械/汽车及零部件。

逻辑优化

传统结构性修复

(三) 价值结构修复

原先景气改善趋势被地缘冲击打断，缓释后景气回升，下游补库与海内外需求改善

推荐：1) 国内出行与必选：航空/酒店/大众品；

2) 成本敏感性制造：化工/建材

(四) 稳定现金流

被动资金流出压力减弱，股息率重新进入中长期资金合意配置区间，顺周期龙头现金流含量与经营格局改善，港股相关股票股息率更佳

推荐：银行/白电/煤炭/电力

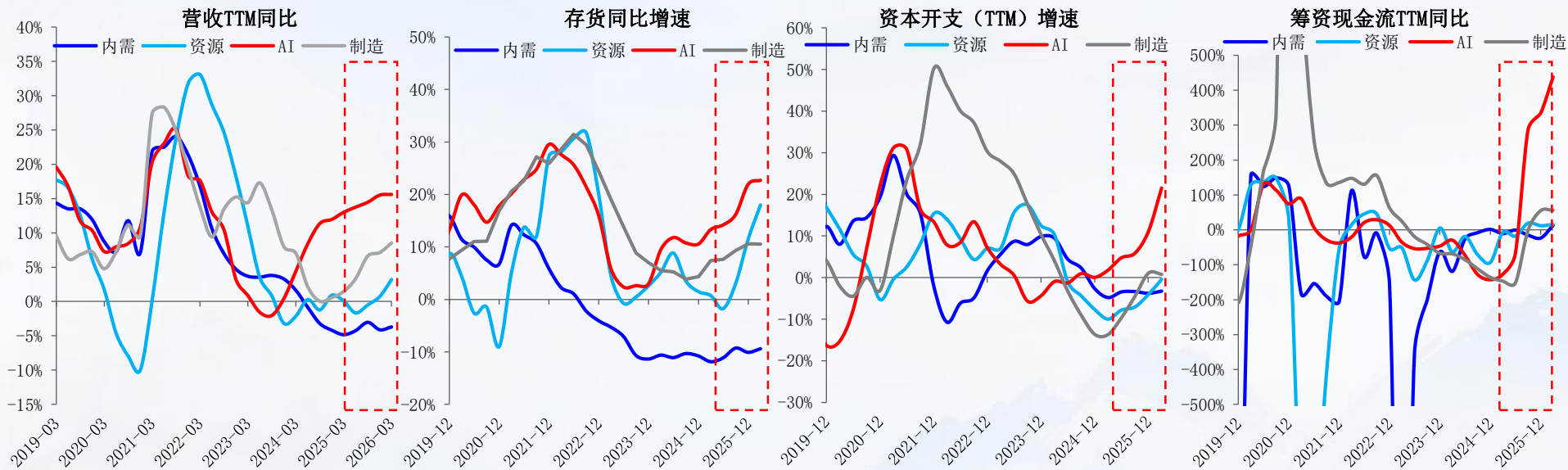
01

景气结构强化：科技与资源进入增长-扩表-涨价的正循环

► 行业景气结构分化，科技与资源景气占优。景气向上的科技与周期行业从复苏走向过热，进入扩表-补库-涨价的正循环阶段，景气内部扩散持续占优，传统部门面临缩表与跌价压力，库存周期磨底。新兴科技成为了经济复苏的信用扩张载体。AI+制造等科技资产融资活跃度大幅改善，企业扩表下需求加速扩张，加速了相关赛道涨价，相较于单纯因供给端受限所带动的涨价持续性更强。

景气增长结构看：AI>制造>资源>内需，科技和资源进入补库周期

科技企业作为新的信用扩张载体开始融资扩表

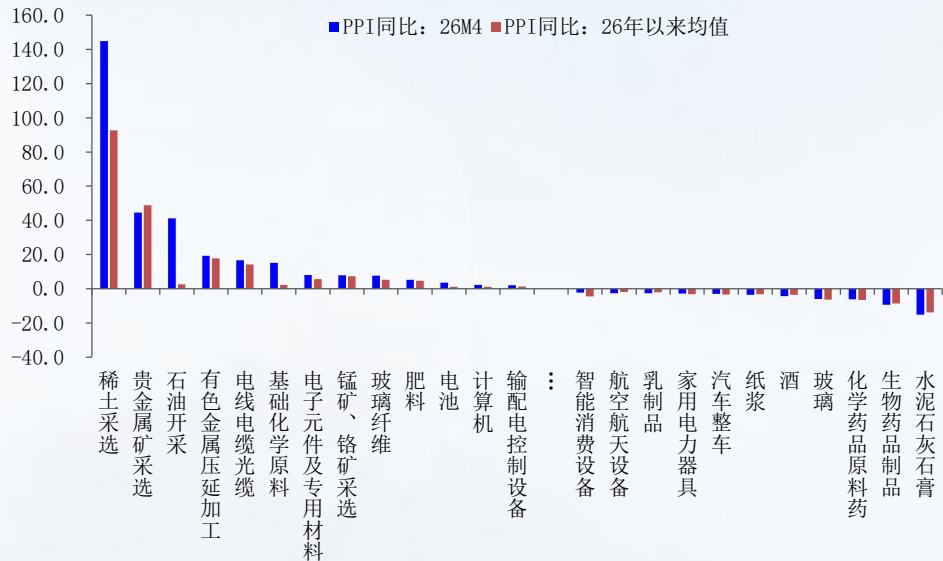


01

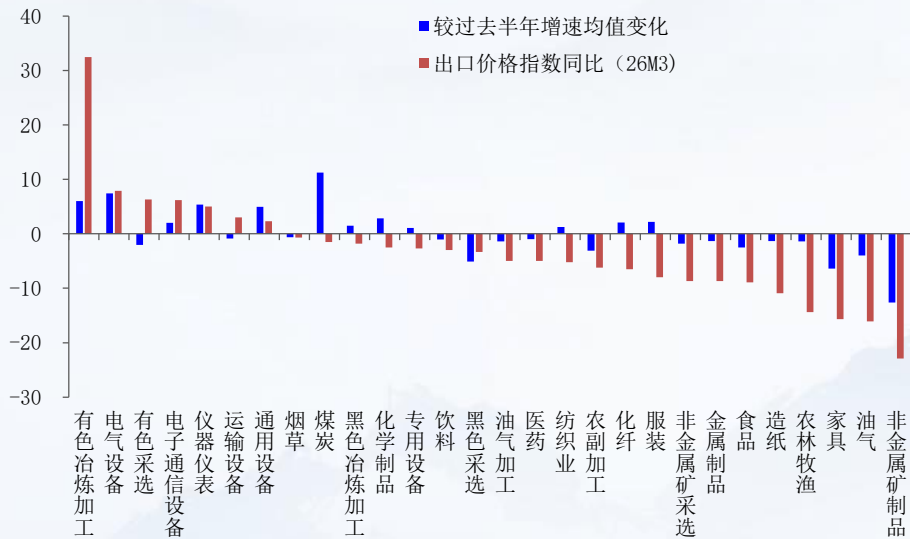
景气结构强化：科技与资源进入增长-扩表-涨价的正循环

- 景气结构的焦点：科技、制造与资源品进入涨价周期。新兴产业景气加速改善的核心体现在与相关制造品与需求拉动资源品价格大幅回升，而传统领域价格则相对弱势，内需与出口价格指数均呈现出相似的K型复苏结构。

国内PPI价格显示K型分化格局



出口指数同样呈现相似特征



02

新经济看高成长：

海外AI应用盈利模式跑通，全球云厂商资本开支预期上修

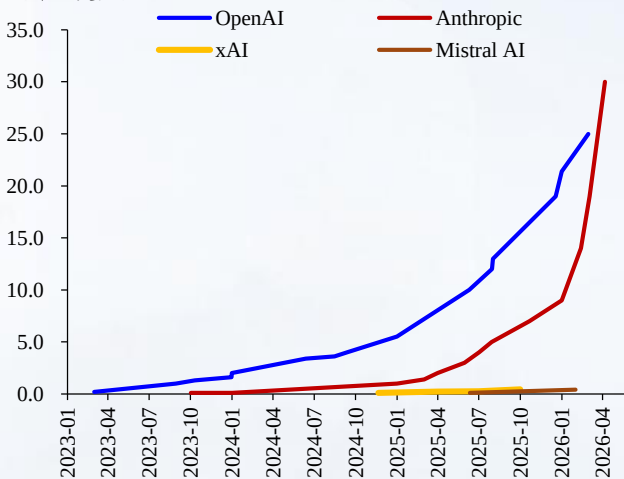
- 海外AI应用公司实现算力盈余，AI商业模式的盈利性得到验证。根据EPOCH AI统计，2025年OpenAI、Anthropic这两家头部模型公司年化收入分别实现190、90亿美金，扣除算力支出后分别盈余27、22亿美金。
- 2026年5月TrendForce集邦咨询上调全年美系Google、AWS、Meta、Microsoft、Oracle以及中系字节跳动、腾讯、阿里巴巴、百度等九大CSP，合计资本支出预估至约8300亿美元，年增率也从原本的61%提升至79%，以回应云厂商（CSP）资本支出指引的上修。

2026年海外AI模型公司收入非线性增长

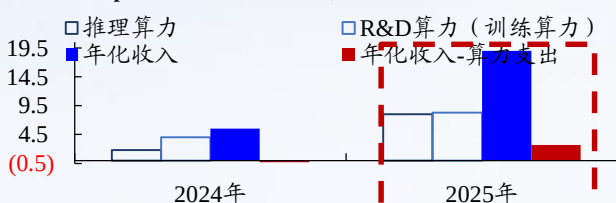
2025年美国头部AI模型公司实现算力收支盈余

2026年全球九大CSP资本支出上调至8300亿美元

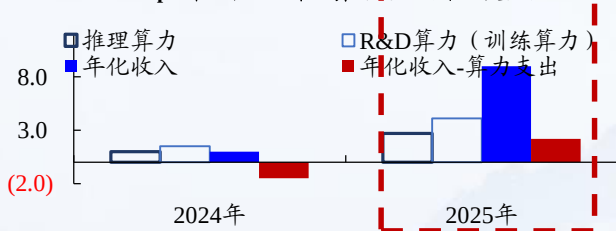
(十亿美金)



OpenAI年化收入vs年化算力支出 (十亿美金)

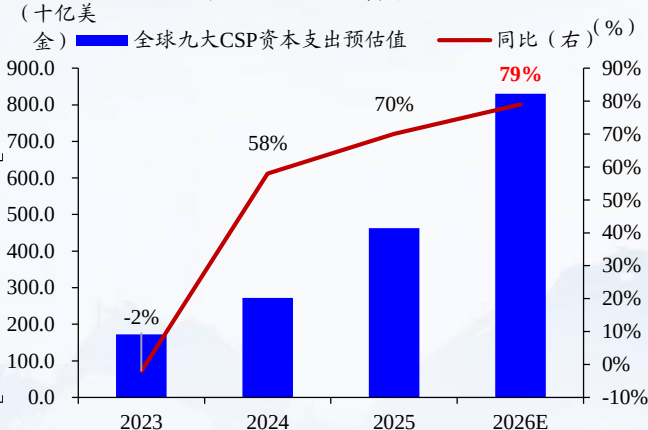


Anthropic年化收入vs年化算力支出 (十亿美金)



(十亿美金)

2026年全球九大CSP资本支出预测



02

新经济看高成长： 算力供给聚焦降低token的生产成本

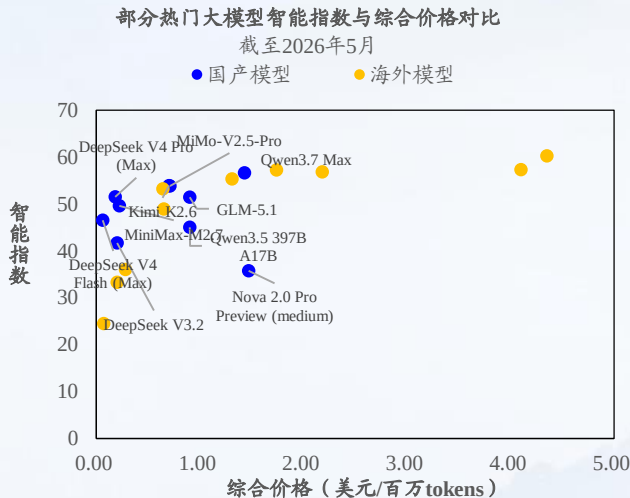
- 随着模型能力提升与Agent成熟，2026年AI算力供给从“训练时代”追求极致性能转向“推理时代”，聚焦生产token经济性和稳定性。
- 新路线蕴含增量投资方向：芯片（PCB/光通信/封测）；能源和设施（液冷/电网/储能）；应用和模型（垂类/Agent/算力租赁）。
英伟达Rubin平台的推理token的生产成本大幅降低

能力类型	对比维度	NVIDIA Rubin 平台	相较于 Blackwell 平台的提升	关键说明
训练	训练成本	训练MoE模型所需GPU数量减少75%	GPU数量降至1/4	更高的单芯片算力与更优的系统架构使得完成相同训练任务所需的硬件规模大幅缩减。
	训练算力	高达 35 PFLOPS	提升3.5倍	高精度训练算力的代际飞跃，加速大规模模型（尤其是MoE架构）的训练周期。
推理	推理成本	每个Token成本降低高达10倍	成本降至1/10	通过极致的软硬件协同设计，大幅优化了单位推理任务的综合成本（电力硬件、空间等）。
	推理算力	高达 50 PFLOPS (FP4)	提升5倍	针对推理优化的低精度（FP4）峰值算力，直接支撑高吞吐、低延迟的推理服务。



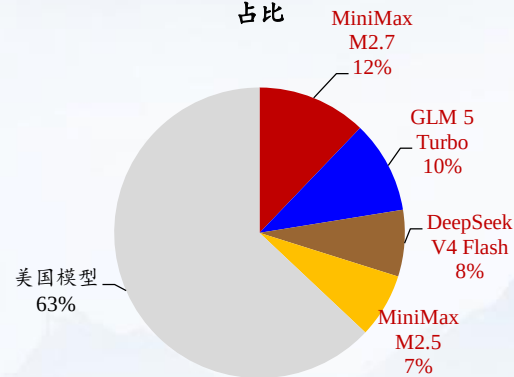
02 新经济看高成长：算力需求再上台阶，国产模型性价比优势突出

- 2026年以OpenClaw为代表的Agent应用取得突破进展，算力需求再上台阶。根据Openrouter统计，AI应用token调用量每周平均0.05T，但2026年（截至2026/5/11）AI应用token调用量周均达2.75T，其中OpenClaw等Agent应用是核心增量。
- 国产模型推理性能尽管仍与美国顶尖模型存在差距，但其凭借性价比优势在26年5月OpenClaw前十大模型算力需求中取得了近4成份额。
中美产业趋势共振：中国高技术产业资本开支加速扩张



国产模型在OpenClaw应用的token调用占比近4成

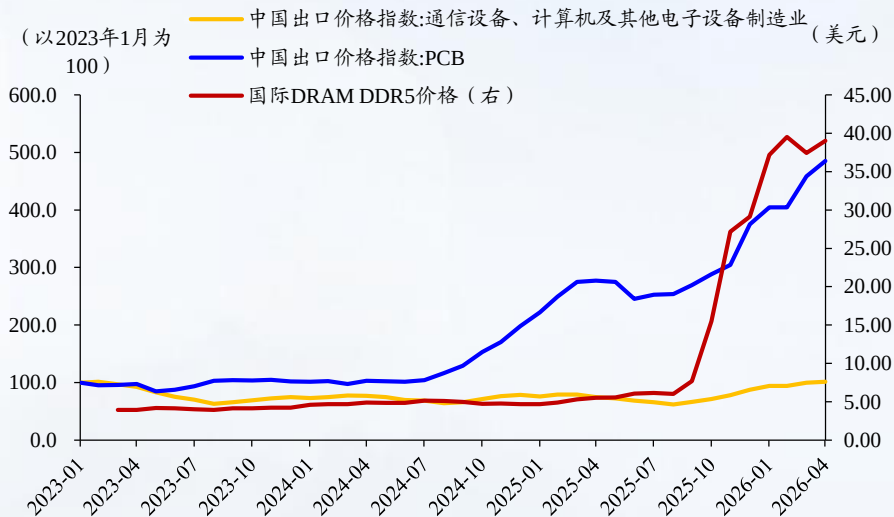
2026年5月 OpenClaw 前十大模型token调用量占比



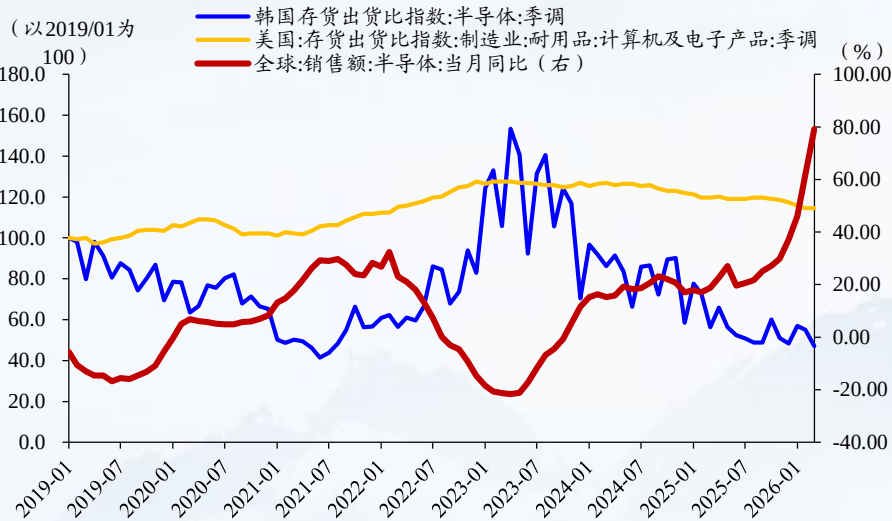
02 新经济看高成长： 全球AI产业链进入涨价-高库存周转的景气阶段

- 全球科技硬件产业进入涨价-高库存周转的景气阶段。AI产业投资带动科技硬件需求井喷，2025Q4以来，通信设备、PCB、存储芯片等硬件价格快速上涨，全球半导体销售高速增长，同时半导体库存周转加快。我国通信设备、电子硬件供货商的盈利能力将持续受益于行业量价齐升。

AI产业链设备和硬件价格快速上涨



AI产业投资带动全球半导体库存周期上行



02

新经济看高成长：

国内云计算服务开启涨价潮，中国AI资本开支有望提速

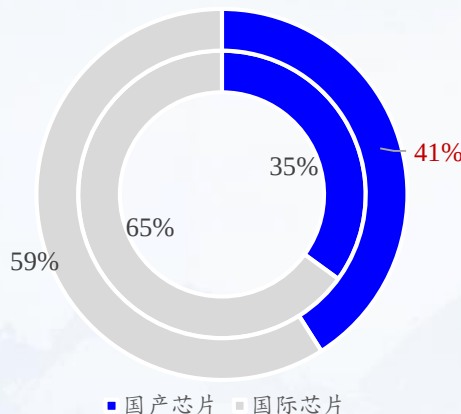
- 国内云计算服务开启涨价潮。2026年4-5月国内主要云厂商（阿里巴巴、腾讯、百度）陆续宣布上调算力和云计算服务价格，价格涨幅在5%-30%不等。我们认为云计算服务行业盈利水平有望改善，并进一步支撑中国AI资本开支提速。
- 国产算力有望充分受益中国AI资本开支的扩张。根据芯智讯转引IDC报告，2025年国产芯片在AI芯片市场出货份额突破41%。

2026年国内云服务厂商开启涨价潮

云厂商	生效时间	涨价对象	价格涨幅	涨价原因
阿里云	2026/4/18	平头哥真武810E等算力卡相关服务	5%~34%	全球AI需求爆发、供应链涨价，行业核心硬件采购成本显著上涨
	2026/4/18	CPFS（智算版）	30%	
	2026/5/9	云服务器CVM-GPU计算型	5%	
腾讯云	2026/5/9	高性能计算集群GPU型	5%	全球 AI 算力需求持续激增，核心硬件供应链成本大幅上涨
	2026/5/9	高性能计算平台THPC-工作空间	5%	
	2026/5/9	弹性 MapReduce	5%	
	2026/5/9	容器服务TKE - 原生节点	5%	
百度智能云	2026/4/18	AI 算力	5%~30%	全球人工智能应用快速发展影响，算力需求持续攀升。核心硬件及相关基础设施成本出现显著上涨
	2026/4/18	并行文件存储	30%	

2025年国产芯片在AI加速市场份额升至41%

2025年AI加速卡市场份额
内圈为2025H1；外圈为2025年末

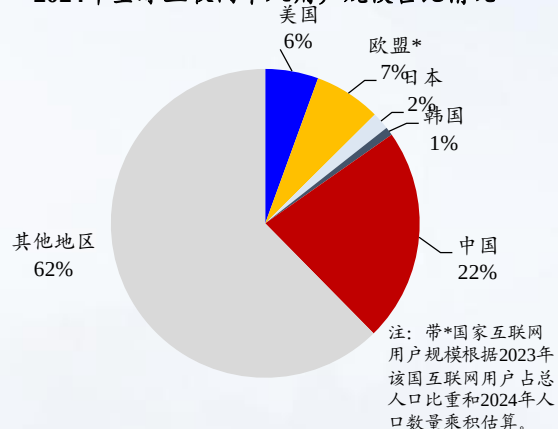


中国具有广阔的应用场景和增长空间，AI科技投入将加速

- 庞大的互联网用户、工业规模和定制化服务生态成为中国发展AI应用的竞争优势。2024年我国互联网用户和工业增加值均接近全球四分之一（分别22.4%和24.0%），且人口密度明显高于欧美，这为AI训练和应用提供丰富数据资源和海量的工作流程场景。国内偏向于定制化的软件服务生态也更适合AI应用的修正迭代与企业适配。

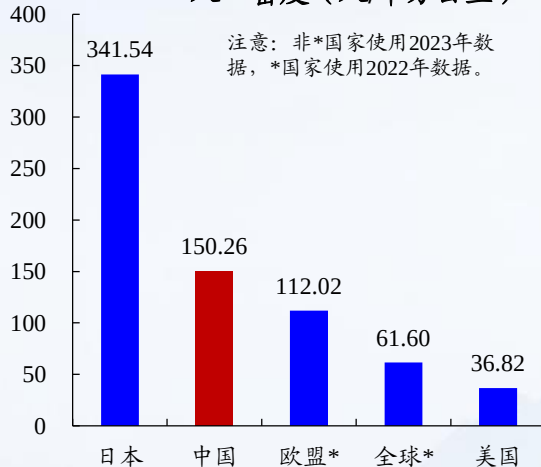
中国互联网个人用户规模领先于主要发达经济体

2024年全球互联网个人用户规模占比情况



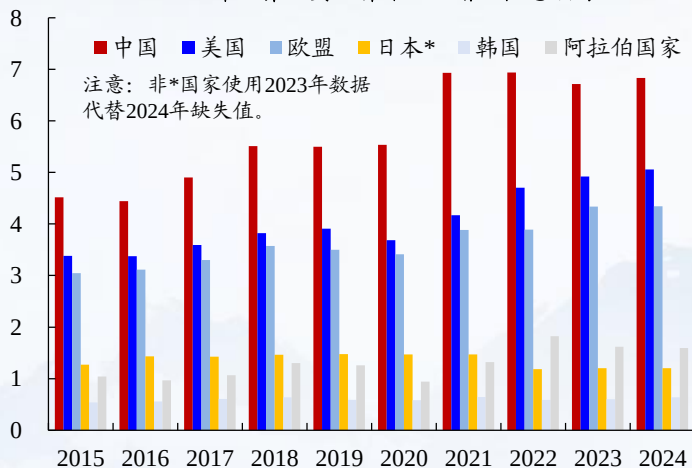
中国人口密度高于欧美

人口密度（人/平方公里）



庞大的工业生产规模为AI模型提供训练数据和应用场景

2015-2024年世界主要经济体工业增加值总额对比

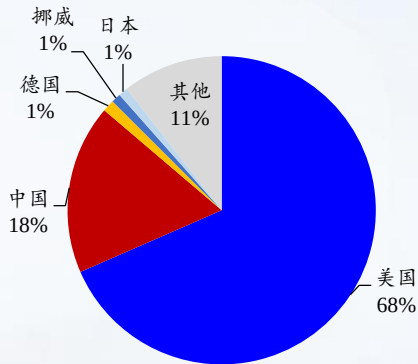


中美算力基础设施差距仍较大，中国算力投资空间广阔

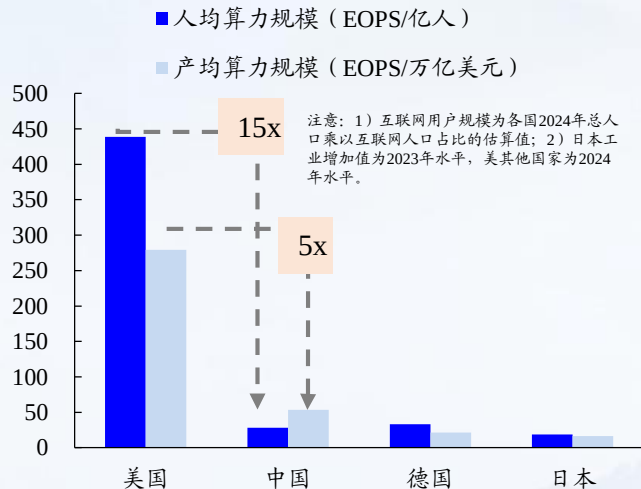
- 中国算力建设尚处早期，国内算力投资仍有极高的成长空间。中国在人工智能基础设施领域与美国差距巨大，资本开支扩张仅一年且处于扩张周期；人工智能产业具有极强的马太效应与全球化特点。

国内AI算力全球份额明显低于美国

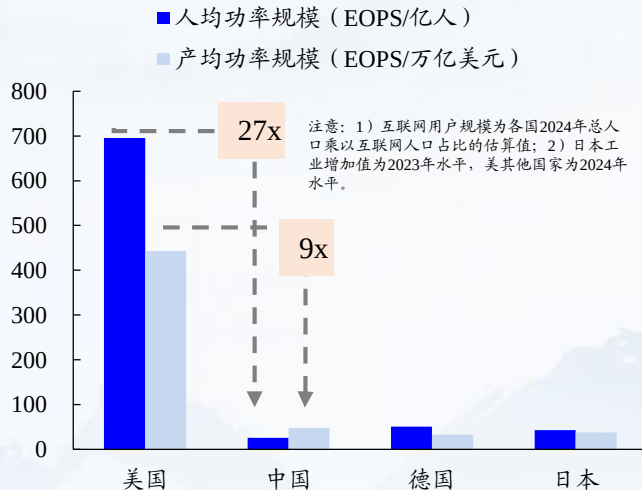
GPU集群算力规模占比（截至2026/5/23）



美国人均、产均算力规模是中国15、5倍



美国人均、产均GPU集群功率规模是中国27、9倍



02 新经济看高成长： AI等新兴产业需求正成为资源品上行的关键动力

- 此外，推荐新兴产业需求拉动且供给受限的资源品。随着新兴行业普遍从复苏走向主动补库的过热阶段，AI数据中心、芯片以及储能、电力设备等新兴产业景气加速改善，其对周期品的需求拉动效应愈发突出，相关资源品进入涨价加速阶段。另一方面，逆全球化与地缘冲突下的资源供给扰动与保护主义愈发明显，重点关上述供需两旺的周期品，如小金属、能源金属、工业金属与部分化工品。

与新兴需求有关的大宗品涨幅居前



与新兴产业需求相关且供给存在限制的大宗品

商品	新兴产业需求	供给约束
铜	电力电网设备更新；数据中心建设	供给国政治与政策风险
铝	电力系统散热	中国电解铝产能上限；中东产能扰动
锡	AI硬件电子焊料	供给国政治与政策风险
锂	储能与新能源车	津巴布韦出口禁令与国内监管趋严
钴	储能与新能源车	刚果（金）出口配额和禁令
钨	AI与军工的高端工模具	开采/出口管制
稀土	高性能电机、风电、数据中心	开采/出口管制
制冷剂	AI数据中心冷却	行业配额约束
硫化工	储能与新能源车	中东产能扰动

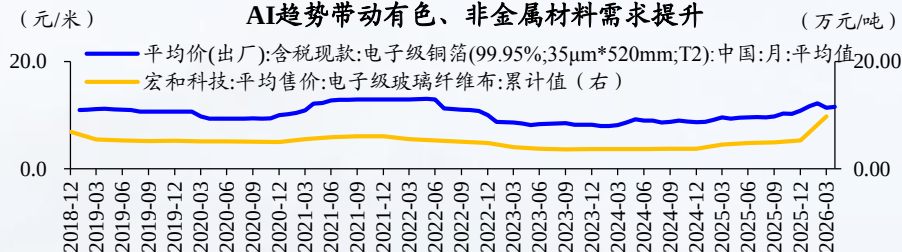
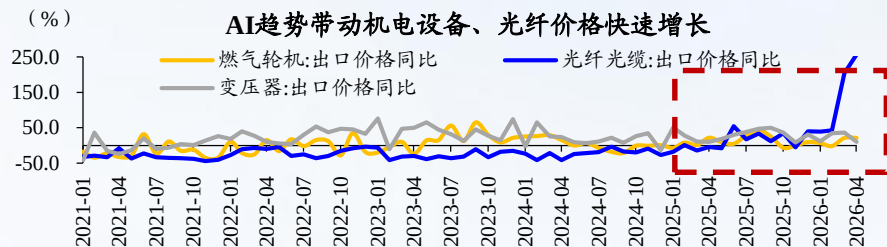
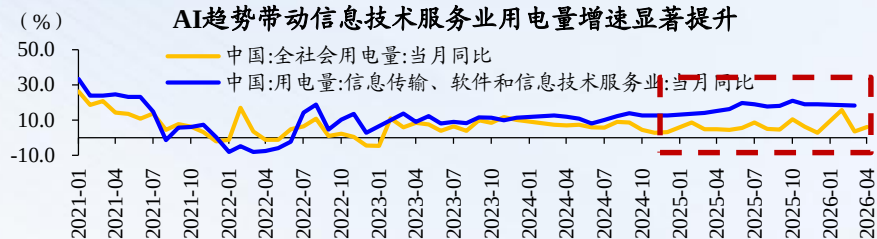
新经济看高成长：持续推荐通信设备/元件等核心算力环节，同时关注景气扩散、估值和基金仓位偏低的电力/电新/有色/非金属材料

国泰海通2026中期策略会

AI产业景气正向电力、基建、材料环节加速扩散

AI产业链各环节库存周转、预测估值及基金持仓占比：

通信设备/元件27年预测PE适中，基础设施/能源估值和基金仓位均较低



环节	二级行业	2026Q1库存周 转率历史分位	PE (TTM) 历 史分位	PE2026	PE2027	2026Q1主动基 金超配占比	超配比历史 分位
芯片	通信设备	84.20%	99.77%	49.27	32.35	8.96%	100.00%
	元件	52.60%	99.92%	55.33	38.48	2.29%	84.20%
	光学光电子	57.80%	83.61%	92.85	43.63	-0.43%	100.00%
	半导体	0.00%	96.55%	100.88	71.82	6.13%	100.00%
基础设施	消费电子	84.20%	96.86%	31.73	23.64	0.29%	26.30%
	计算机设备	73.60%	47.09%	33.34	26.38	-1.01%	5.20%
	电网设备	5.20%	94.79%	33.59	29.01	-0.57%	52.60%
	风电设备	42.10%	82.01%	34.89	20.30	-0.09%	36.80%
	专用设备	57.80%	98.70%	40.93	35.63	-0.09%	94.70%
	光伏设备	21.00%	92.73%	57.36	24.73	0.75%	26.30%
	通用设备	47.30%	98.77%	63.05	49.87	-0.15%	89.40%
能源	电力	0.00%	63.55%	22.18	21.36	-2.15%	0.00%
	电池	36.80%	45.87%	25.36	19.31	3.00%	42.10%
	其他电源设备 II	0.00%	96.78%	46.39	31.51	0.21%	100.00%
材料	工业金属	0.00%	52.57%	11.74	10.41	0.32%	57.80%
	贵金属	100.00%	0.00%	14.03	11.13	0.89%	100.00%
	化学制品	47.30%	76.26%	22.76	19.47	-0.03%	100.00%
	小金属	0.00%	77.11%	34.11	30.57	-0.20%	73.60%
	塑料	68.40%	98.55%	54.07	43.70	-0.35%	21.00%
	金属新材料	57.80%	98.85%	54.98	55.50	-0.18%	21.00%
	玻璃纤维	36.80%	99.92%	55.09	38.67	0.02%	100.00%
应用	非金属材料 II	26.30%	96.48%	63.49	55.84	0.01%	63.10%
	游戏 II	100.00%	33.61%	20.87	16.25	-0.24%	68.40%
	互联网电商	45.25%	43.25%	33.17	33.96	-0.08%	36.80%
	专业服务	68.40%	48.74%	33.45	32.60	-0.08%	5.20%
	广告营销	78.90%	98.55%	55.61	37.92	-0.13%	52.60%
	数字媒体	68.40%	77.11%	57.42	55.96	-0.07%	52.60%
	软件开发	47.30%	44.64%	115.70	64.79	-1.29%	0.00%
	影视院线	94.70%	98.85%	183.45	43.21	-0.21%	15.70%
	IT服务 II	31.50%	90.43%	222.69	57.84	-1.33%	31.50%
	教育	15.70%	65.70%	558.36	34.76	-0.10%	68.40%

03

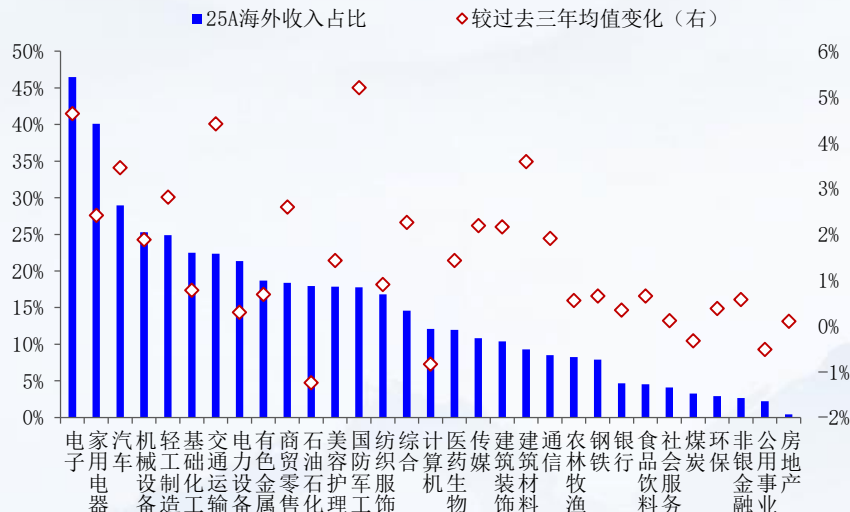
制造选全球龙头： 越中国，越世界：优势产业加速出海

- 具备产业竞争优势的中国制造企业正加速走向全球。非金融企业海外收入占比自疫情之后持续提升，并在2025年末达到18.2%，中国具备竞争力的制造企业正在走向全球，25A海外收入占比高于20%的行业主要集中于电子/家电/汽车/机械/轻工/化工/交运/电新，且海外收入占比的提升幅度与绝对水平基本正相关，这表明具备竞争优势的行业近年来进一步加速抢占全球市场份额。

中国科技成长多数海外收入占比高位持续提升



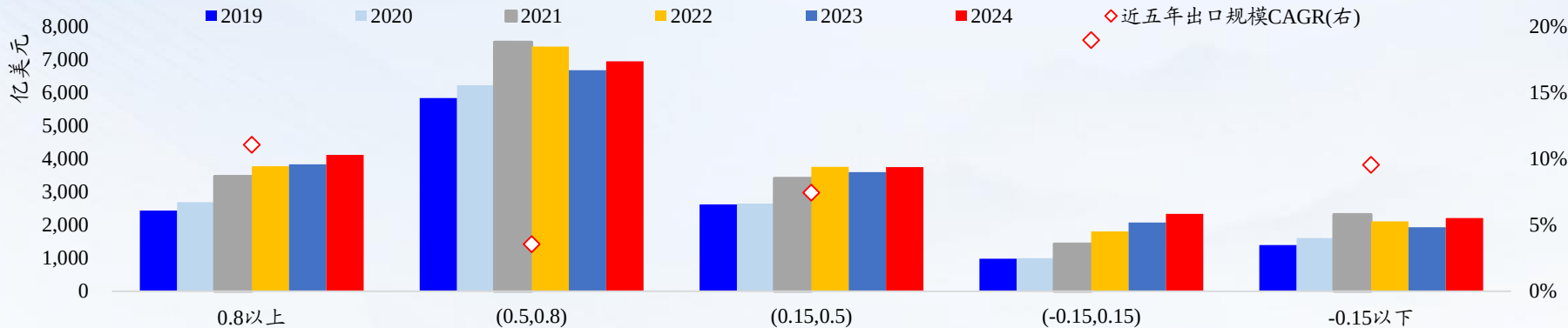
近年来全A非金融海外业务毛利率快速提升且超过境内毛利率



03

制造选全球龙头：竞争力越高的行业，出口份额与规模越大

中国产业竞争优势指数 (TCI) 显示家电、工程机械、电池等具备全球竞争优势

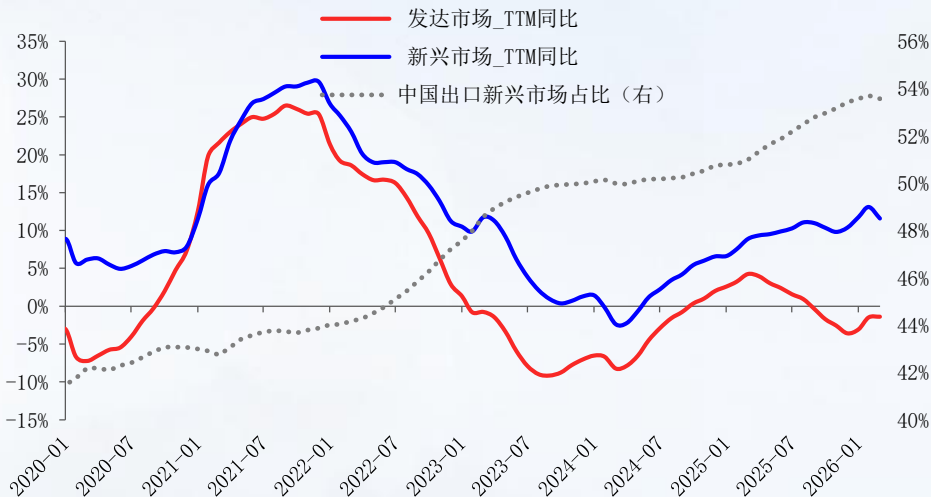


家电/工程机械/两轮车/电池				电力设备/消费电子/通信/商用车				汽车零部件/通用设备/电子元件/半导体与光伏电池				集成显示面板/医疗器械/乘用车				集成电路与半导体设备/喷气发动机/科学仪器/高值医疗设备			
HS4 编码	名称	2024年 TCI	近五年 TCI均值	HS4 编码	名称	2024年 TCI	近五年 TCI均值	HS4 编码	名称	2024年 TCI	近五年 TCI均值	HS4 编码	名称	2024年 TCI	近五年 TCI均值	HS4 编码	名称	2024年 TCI	近五年 TCI均值
8528	显示器及电视设备	0.96	0.96	8704	货运车辆	0.91	0.78	8481	管道阀门器具	0.43	0.37	8524	平板显示模组	0.06	0.01	8542	电子集成电路	0.41	0.46
8509	机电家用器具	0.98	0.96	8517	电话机及传输设备	0.83	0.76	8534	印制电路	0.45	0.31	9018	医疗外科仪器	0.01	0.06	9022	X射线辐射设备	0.08	0.22
8415	空调机	0.96	0.94	8544	绝缘线缆及光纤	0.73	0.66	8708	汽车部件	0.46	0.31	8703	乘用车	0.40	0.08	9031	测量检测仪器	0.33	0.39
8429	自行式工程机械	0.95	0.90	8525	广播电视传输设备	0.69	0.65	8541	半导体器件及光伏电池	0.29	0.27					8411	涡轮喷气发动机	0.54	0.48
8711	摩托车	0.95	0.87	8471	自动数据处理设备	0.48	0.62	8473	机械部件	0.19	0.22					8486	半导体制造设备	0.80	0.81
8507	蓄电池及隔板	0.91	0.82	8504	变压器及转换器	0.64	0.55	8536	低压电器及连接器	0.30	0.20								

03 制造选全球龙头： 中国出口呈现高端化与区域多元化特征

- 中国出口呈现出明显的区域多元化与高端化特征，对全球新兴市场与高技术产品出口高增长。一方面，在全球AI浪潮与能源转型背景下，中国资本品与ICT领域的出口增速明显展现出更强的增长韧性。另一方面，新兴市场在中国出口中的权重占比自突破50%，新兴市场城镇化与工业化的需求高速增长。

新兴市场在中国出口的份额已超过50%，出口增速保持高位



中国出口高增，且高新技术的机电产品增速明显更强
出口额当月同比增速（%）

板块与行业	26M3	26M2	26M1	26M12	26M11	25M10	25M9	25M8	25M7
出口整体	2.5	39.6	10.0	6.5	5.8	-1.3	8.2	4.3	7.0
ICT									
集成电路	85.2	66.6	78.4	47.8	34.4	27.0	32.8	33.0	29.4
印刷电路	40.3	19.8	35.7	38.5	29.5	23.4	32.8	26.5	33.0
液晶显示模组	2.3	17.0	28.8	16.3	17.6	12.0	17.0	13.8	1.8
手机	2.5	-15.1	-2.5	10.6	-12.5	-16.5	-1.7	-18.9	-21.8
电脑	17.4	-14.2	-14.4	-16.1	-23.3	-23.0	-5.2	-14.0	-15.4
电线与电缆	16.2	58.1	25.7	22.2	27.1	12.0	26.5	17.9	25.9
机械设备									
阀门	-17.6	80.2	-2.9	0.9	4.1	-10.8	9.8	3.4	7.5
通用设备	-15.0	54.5	-1.6	3.7	4.6	-9.0	24.9	4.3	5.3
压缩机	-3.9	21.3	-11.7	-6.7	8.7	-12.8	13.4	10.5	-2.6
运输设备									
汽车包括底盘	37.4	75.1	44.8	73.2	49.2	41.8	24.3	25.2	25.6
汽车零部件	-12.2	33.0	2.1	-0.5	1.9	-11.4	5.4	4.8	4.0
摩托车	-0.3	58.6	16.3	15.8	36.0	11.1	30.9	24.1	24.3
电力设备									
船舶	39.5	188.0	18.2	25.1	46.5	60.9	43.0	35.3	-1.4
蓄电池	64.9	61.7	31.5	23.4	16.8	22.8	32.1	21.8	29.7
太阳能电池	83.8	23.1	-11.1	18.2	34.1	4.4	39.0	19.9	-14.0
变压器	35.8	53.5	28.0	31.9	16.2	29.0	47.4	41.8	42.0
电气控制装置	6.2	55.8	16.6	14.1	17.4	1.8	20.8	14.6	14.0

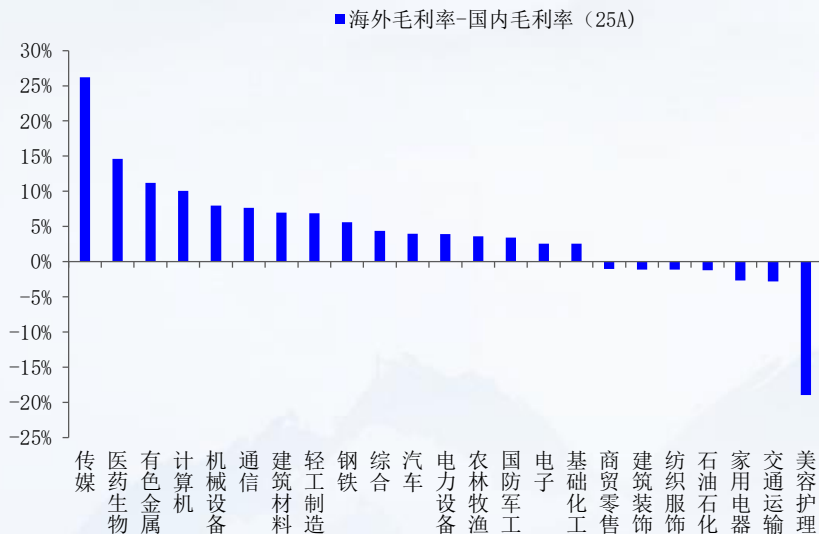
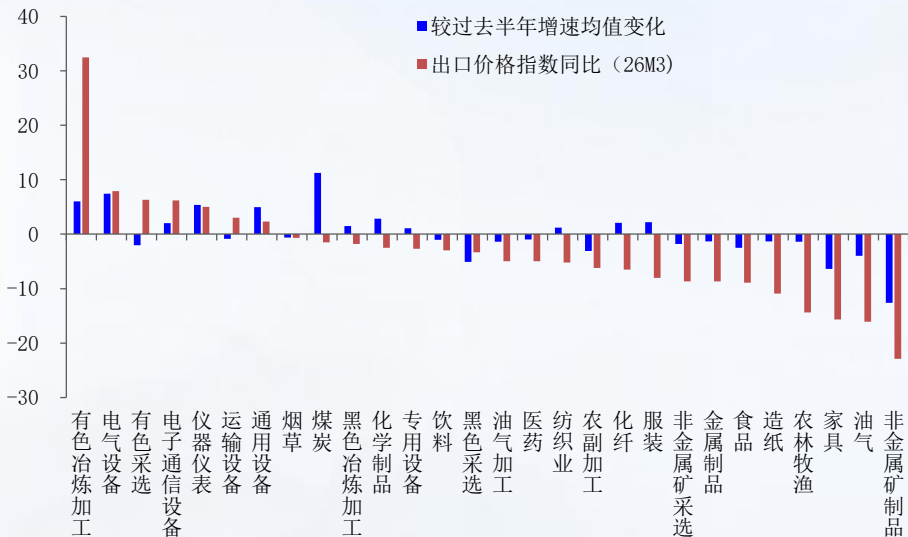
03

制造选全球龙头： 优势产业出口涨价，中国制造走出内卷

- 全球化正帮助中国科技制造走出内卷，科技与资源品行业海外毛利率明显大于国内。企业在海外市场更能降低要素成本，优化要素组合，并发挥技术与规模优势，如品牌出海带来的高毛利和渠道控制力，使得企业逐渐成为具备核心竞争力与定价权的跨国公司。

当前作为出口主要增长驱动的科技制造领域出现普遍涨价，中国企业对产业链各环节的定价权增强（%）

科技制造与资源品海外毛利率大于国内，全球化有助于缓解内卷压力

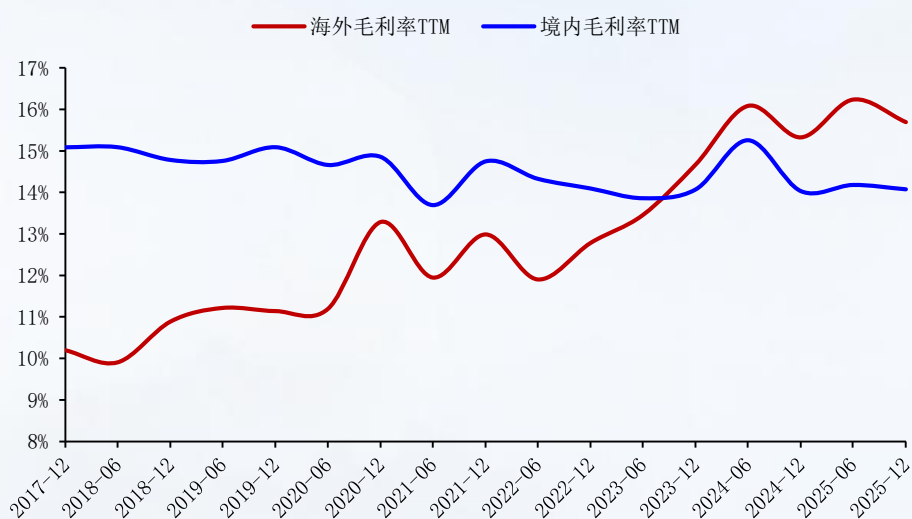


03

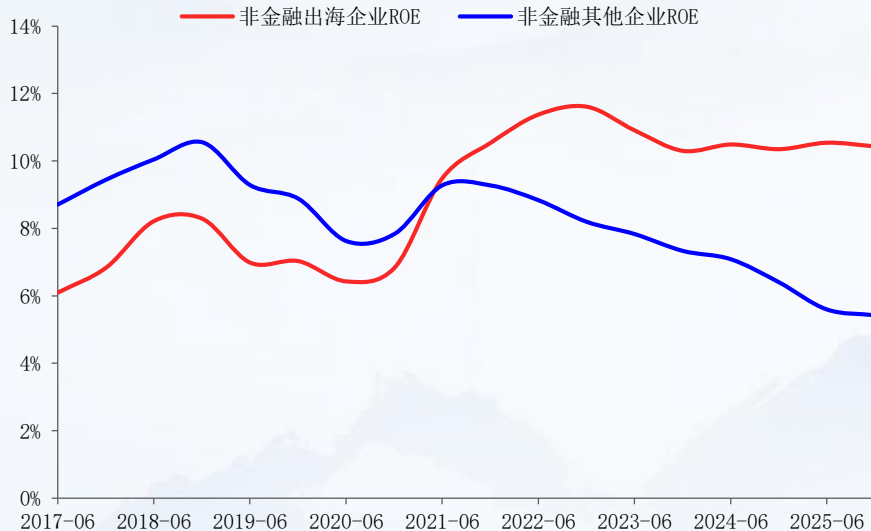
制造选全球龙头： 全球化时代下制造龙头的定价权与增长稳定性增强

- 全球化趋势下中国龙头企业定价权提升，以及对上市公司盈利增长的带动效应与稳定作用增强。相比于国内市场的存量博弈，海外市场提供了巨大的增量空间，同时更高的海外毛利率使得利润的增长更具弹性。同时全球化布局分散了单一市场的宏观风险，企业的业绩波动性降低。非金融全球化企业与非全球化企业的ROE表现在21年后差异持续扩大，出海ROE水平持续提升并在近年保持稳定。

近年来全A非金融海外业务毛利率快速提升且超过境内毛利率



出海企业近年来与非出海企业的ROE差距持续拉大

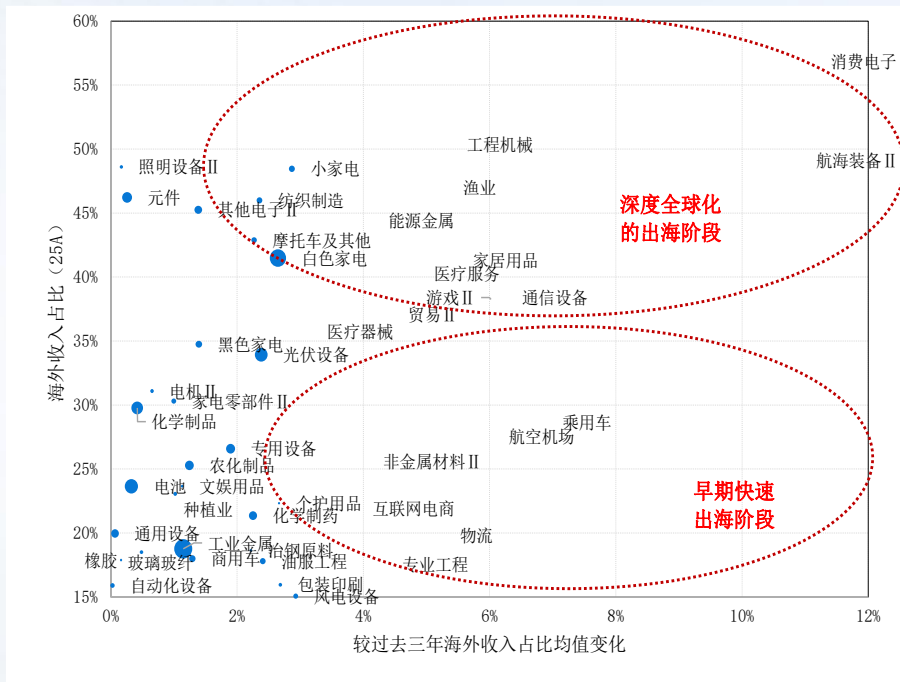


03

制造选全球龙头： 关注海外收入占比提升与海外利润空间增厚的行业

➤ 海外收入占比提升、海外毛利率大于国内且近年持续改善的行业：电力设备/工程机械/创新药/汽车与零部件/新材料等。

近年来海外营收占比快速提升的行业



重点关注海外毛利率大于国内且不断增厚的二级行业

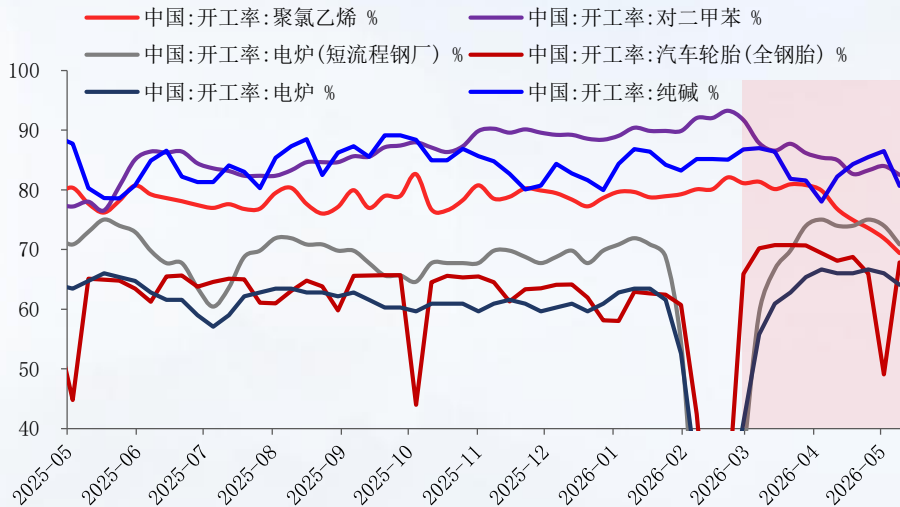
二级行业	海外毛利率-25A	境内毛利率-25A	海外收入占比-25A	海外收入占比过去三年变化	海外收入-25A (亿元)	海外毛利率较过去三年变化	海外-国内毛利率差-25A	海外-国内毛利率差较过去三年变化
消费电子	10%	4%	57%	11%	12,083	-3.7%	1.6%	0.8%
工程机械	30%	21%	50%	5%	2,050	1.4%	7.8%	1.7%
纺织制造	20%	13%	46%	2%	555	-1.0%	8.7%	0.2%
能源金属	19%	20%	44%	4%	814	-3.8%	3.0%	9.4%
医疗服务	46%	32%	40%	5%	751	0.1%	11.6%	0.8%
通信设备	33%	23%	38%	6%	2,195	1.5%	5.3%	1.2%
游戏II	69%	68%	38%	6%	440	-0.7%	3.9%	0.3%
贸易II	7%	2%	37%	4%	1,932	-0.4%	5.6%	0.9%
光伏设备	10%	6%	34%	2%	2,817	-6.2%	7.9%	5.6%
光学光电子	18%	12%	34%	-2%	2,533	1.0%	6.6%	1.4%
汽车零部件	21%	17%	32%	-1%	5,030	0.6%	3.5%	1.1%
电机II	28%	18%	31%	1%	228	0.4%	8.0%	0.5%
家电零部件II	24%	17%	30%	1%	408	0.9%	5.7%	0.0%
化学制品	18%	18%	30%	0%	2,407	0.6%	1.2%	2.2%
乘用车	17%	14%	29%	7%	6,085	3.4%	0.5%	3.9%
专用设备	28%	20%	27%	2%	1,408	1.8%	5.3%	1.2%
金属新材料	20%	12%	26%	-2%	305	-1.8%	14.2%	4.5%
农化制品	22%	16%	25%	1%	1,312	-0.3%	5.2%	1.4%
文娱用品	29%	16%	24%	1%	139	1.0%	12.7%	2.7%
电池	23%	17%	24%	0%	3,097	0.9%	6.7%	2.2%
互联网电商	39%	13%	22%	4%	328	2.0%	26.0%	1.5%
通用设备	24%	19%	20%	0%	1,076	0.6%	3.5%	0.7%
工业金属	23%	10%	19%	1%	5,606	6.1%	10.5%	3.5%
冶钢原料	43%	25%	19%	2%	106	14.3%	21.4%	21.5%
包装印刷	23%	15%	16%	3%	213	0.8%	7.5%	2.6%
自动化设备	31%	27%	16%	0%	337	0.0%	4.5%	2.4%
电子化学品II	37%	27%	16%	-1%	107	-0.3%	11.7%	0.9%
风电设备	24%	10%	15%	3%	397	3.6%	8.5%	4.3%
食品加工	21%	19%	13%	2%	215	1.2%	1.7%	0.4%
电网设备	25%	18%	10%	2%	875	0.4%	8.1%	3.9%

04

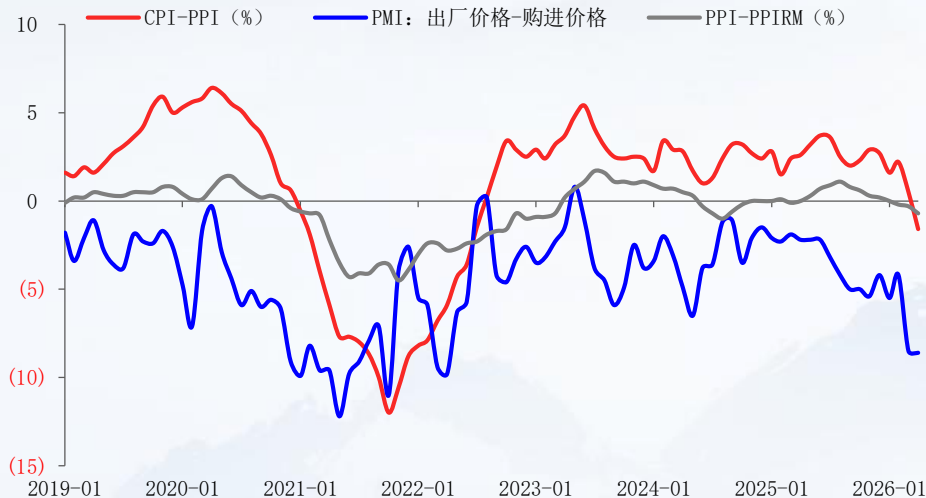
传统也能有修复： 传统领域成本传导压力加大且库存周期磨底时间拉长

- 成本上行与结构性景气下，传统领域降负荷且库存周期磨底时间拉长。当前需求改善与通胀结构集中于AI与新旧能源，但对于传统领域来说，成本冲击下相关需求受到抑制，成本传导压力加大。且在地缘扰动不确定性下，部分工业装置选择降负荷，供需曲线均左移，这拉长了传统板块库存周期磨底的时间。

油价冲击下工业装置出现降负荷特征



当前成本传导并不顺畅，利润或向上游集中



04

传统也能有修复： 地缘冲击缓解有望促进航空、设备制造的景气恢复

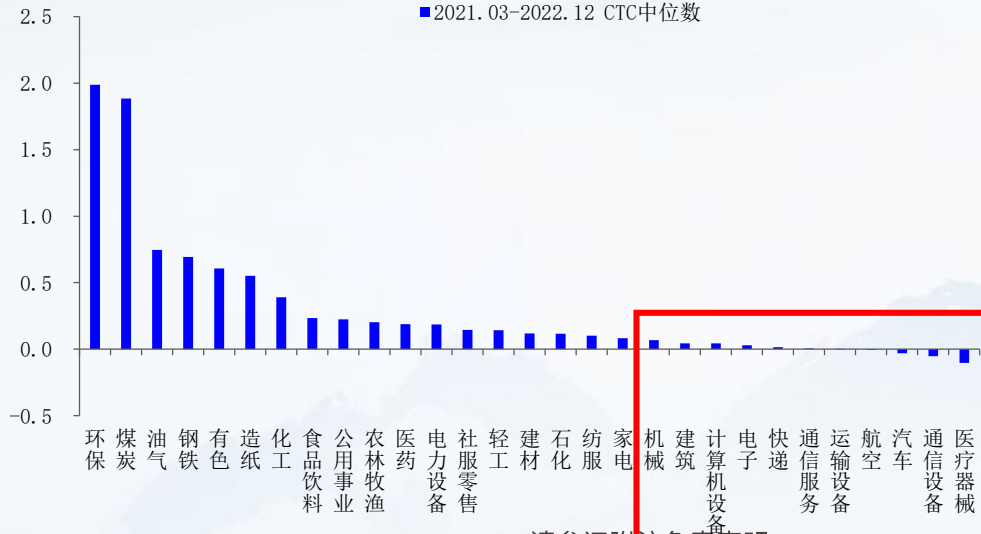
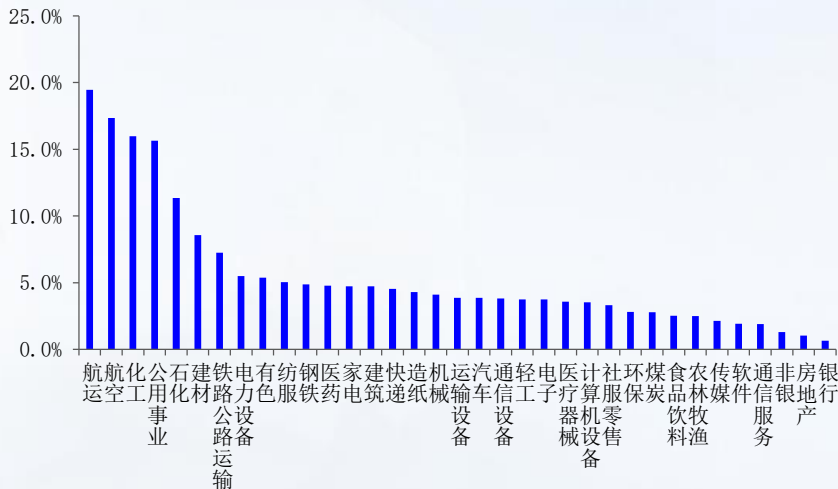
- 油价上升的影响是结构性的，较敏感领域有中游制造（化工/化纤/建材）、运输业（航空/航海）、消费品（纺服/轻工日化）、电力。若冲击缓解，航空与设备制造景气有望恢复。历史经验看传导能力看成本传导能力较弱的行业主要集中在航空、汽车、运输设备、机械设备等偏弱，而电力设备相对优于其他设备行业，若冲击缓解，上述行业景气有望恢复。

对油气成本敏感的行业主要集中在石化、航空航运、化工、电力与建材等

成本传导系数显示：中游设备与航空传导能力较差

■ 对石油天然气行业完全消耗系数（2023）

■ 2021.03-2022.12 CTC中位数

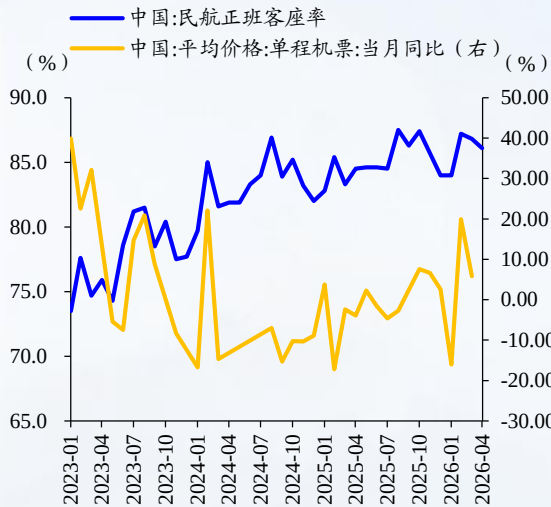


04

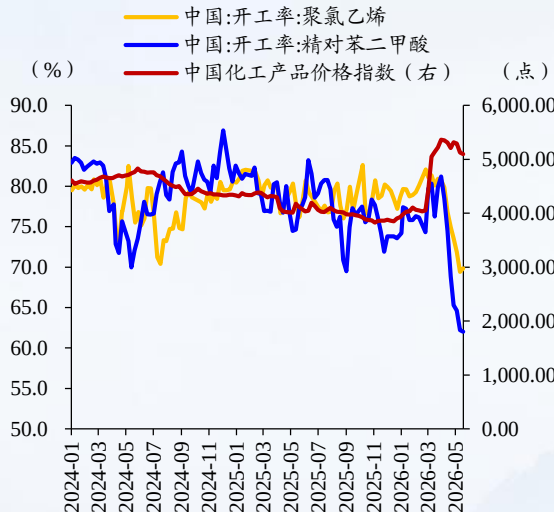
传统也能有修复： 航空/酒店/化工/机械等有望重拾复苏趋势

- 倘若地缘局势趋于明朗以及油价趋于稳定或下降，航空/酒店/化工等内需产业有望重拾复苏趋势。3月以来油价冲击对我国内需产业的复苏进程带来扰动，倘若地缘局势趋于明朗，我们认为产能出清较为充分且本身已处于复苏周期，景气受油价扰动程度较大的航空/酒店/化工/机械设备等产业有望重拾复苏趋势，股价或迎来修复。

民航市场复苏进程受到油价冲击的阻碍

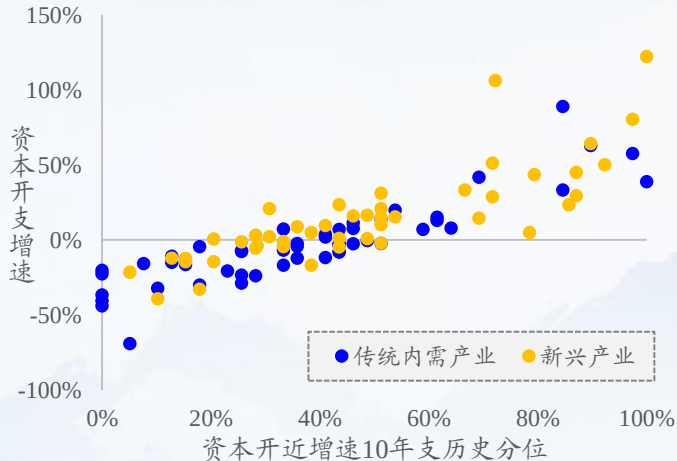


化工产业复苏进程受到油价冲击的阻碍



传统内需产业仍处于产能出清阶段

2026年一季度二级行业资本开支增速



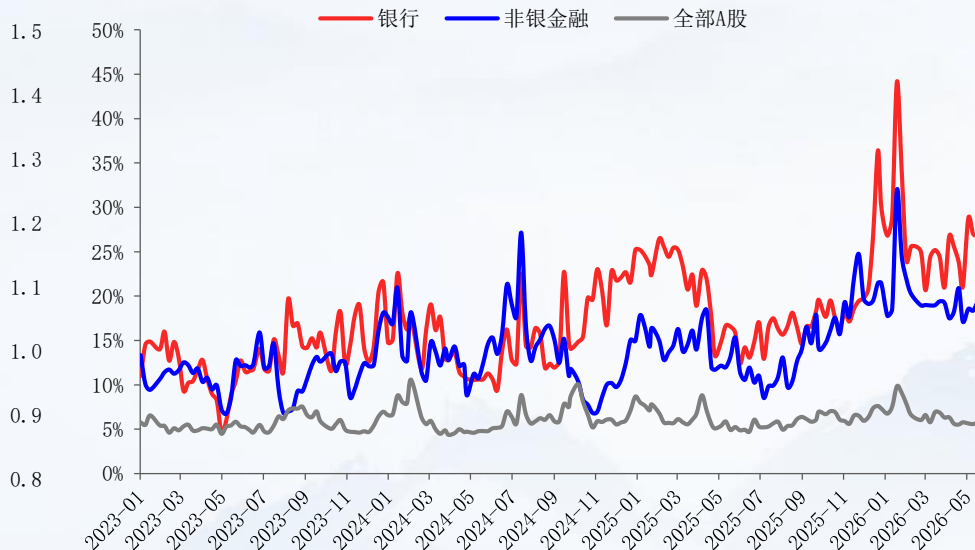
05 稳定现金流：宽基ETF的卖出压力接近尾声

- 宽基ETF的卖出压力已近尾声。银行/券商板块股价的压力在于宽基ETF流出对于大金融权重股的被动卖盘，2026年以来宽基ETF份额持续流出，且其在大金融板块中的成交占比明显提升，但金融股价整体保持稳定，被动资金流出对金融股的压力已经减弱。

宽基ETF份额已低于“924”前，但银行股价在2026年以来保持稳定



大金融板块被动资金成交占比在25年下半年后大幅提升



05

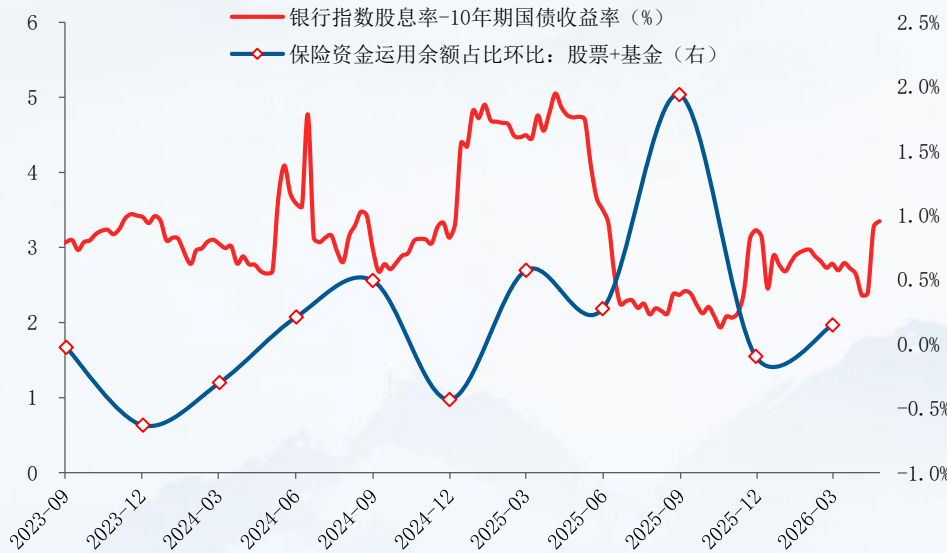
稳定现金流：顺周期龙头底部偿债缩表或现金流改善

- 当前银行股股息率持续回升，且与10年期国债的收益差已回升到2025年Q2-Q3水平，达到保险资金前期加仓窗口期水平。
- 除银行股外，重视顺周期板中股息率较高，且龙头偿债缩表、改善现金流或行业集中度提升的行业：白电/煤炭/乳品/运营商/轨交设备等。

顺周期中行业出清彻底、偿债加快或现金流改善的行业具备稳定分红潜力

二级行业	股息率 (近12月)	FCFF/营收-TTM-26Q1	较过去六个季度变化	有息负债率较过去六季度均值变化-26Q1	营收CR2-26Q1	较过去六个季度变化
白色家电	5.7	5.1%	-0.9%	-7.1%	69.7%	1.5%
煤炭开采	4.9	7.1%	-0.1%	6.1%	38.3%	-0.3%
饮料乳品	3.9	5.5%	1.1%	-4.2%	61.8%	-1.0%
饰品	3.8	2.6%	-2.6%	-1.2%	64.0%	0.0%
轨交设备II	3.1	7.4%	-0.5%	0.1%	67.8%	0.1%
服装家纺	3.1	8.3%	-4.0%	-1.1%	22.8%	0.7%
通信服务	2.9	11.8%	0.7%	-0.4%	76.6%	-0.1%
燃气II	2.8	5.1%	-0.3%	-4.4%	51.7%	0.3%
装修建材	2.8	7.0%	-5.0%	-1.5%	35.7%	1.2%
商用车	2.5	4.0%	0.9%	-1.6%	33.1%	1.3%

银行股息率已回升至2025年二三季度水平



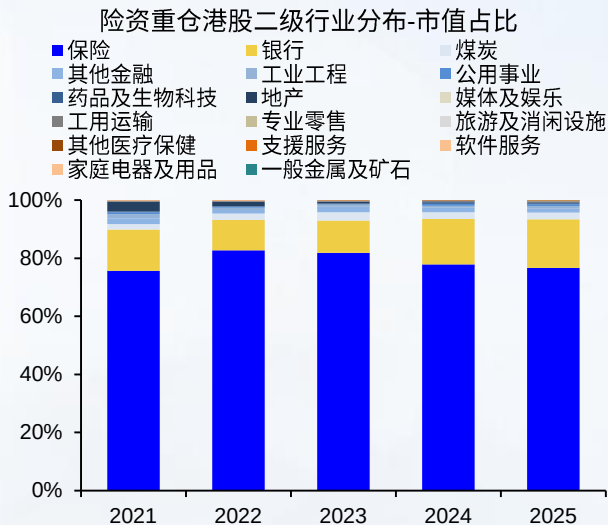
请参阅附注免责声明

06

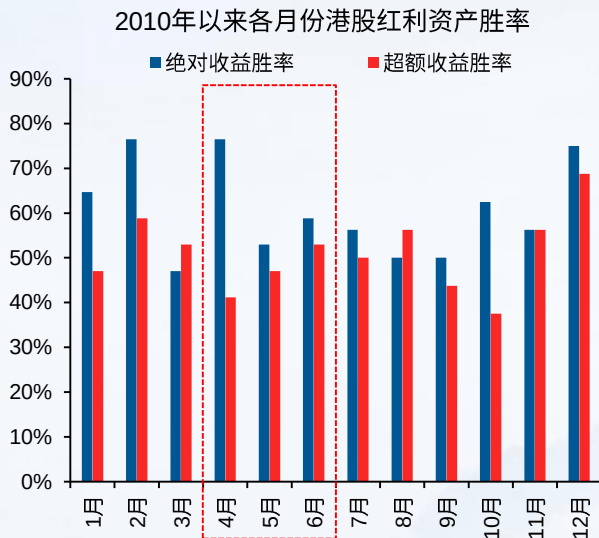
港股行业比较：重视港股红利底仓价值

- 年内南向中险资的能见度最高，其配置偏好一贯集中于港股红利资产，带来稳定资金支撑。
- 二季度港股红利直接受益于机构密集抢权、胜率较高。3月披露分红预案，4-6月机构抢权提前买入。
- 港股红利策略具备突出防御属性，能够有效抵御国际风险。市场行情越弱，红利策略的防御特征越显著。

险资偏好港股保险与银行：
市值占比90%左右

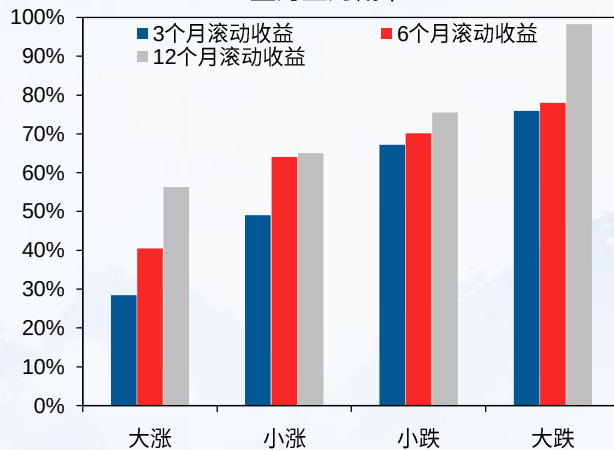


红利资产在二季度胜率较高：
源于分红周期与机构抢权行为



港股红利策略在弱市中防御属性突出

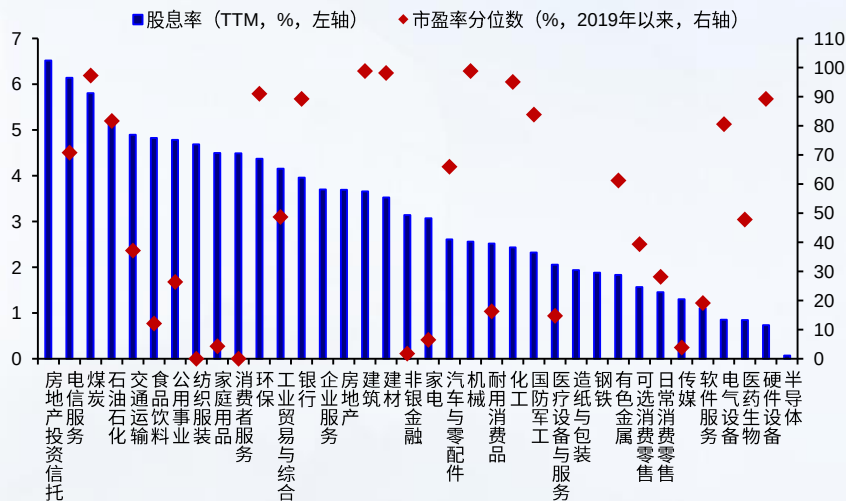
08年以来恒生高股息率全收益指数超额收益为正的胜率



06 港股行业比较：重视港股红利底仓价值

- 香港市场有一批具有垄断地位、经营稳定、分红率较高的公司，分布在银行、能源、公共事业、物业等行业。
- 综合股息率、估值与盈利表现，建议关注港股银行、保险、电力电网、有色等红利细分行业。

港股运营商/煤炭/石化/交运/公用事业/银行等行业股息率很高



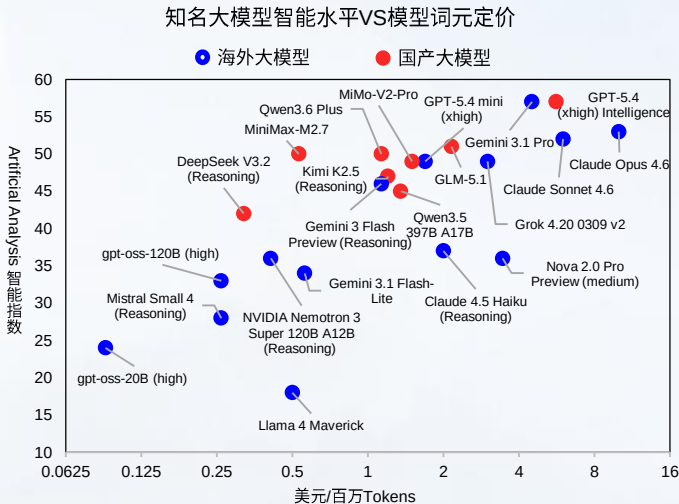
港股红利中有色、非银、家电、银行、公用事业与运营商年报利润正增

港股Wind二级行业			
过去4年走势	最新同比增速↓	半年度环比变化	
耐用消费品	323%	▼	-272%
传媒	93%	▼	-13%
有色金属	58%	▼	-3%
电气设备	55%	▲	32%
家庭用品	46%	▼	-15%
消费者服务	33%	▲	18%
硬件设备	30%	▼	-25%
医疗设备与服务	30%	▲	53%
非银金融	30%	▲	10%
医药生物	21%	▼	-43%
机械	15%	▼	-10%
软件服务	15%	▼	-19%
家电 II	14%	▼	-4%
纺织服装 II	11%	▲	5%
环保 II	8%	▲	12%
化工	6%	▼	-22%
银行	3%	▲	6%
公用事业 II	3%	▲	3%
电信服务	3%	▼	-3%

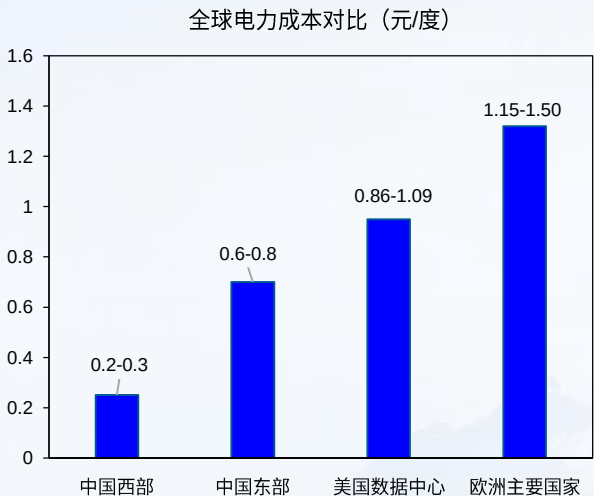
06 港股行业比较：逐步增加港股科技的配置

- 负面因素在逐步消化，后市港股科技也会跟上。建议逐渐增配两大稀缺性方向：1) 半导体/硬件设备——国产替代已见业绩，海外映射逻辑清晰；2) 逢低布局具有流量入口分配权的大模型厂商——国内模型技术迭代加速，电力成本优势推动token出海、强化定价权，云厂商通过自研芯片与一体化设计更易将AI算力利润留在平台。

我国国产大模型模型效能高、成本较低



我国算力竞争底层优势源于电价



海内外云厂商均布局自研芯片

启动时间节点	公司	自研芯片品牌
2011-2012年	百度	昆仑芯
2013年底	谷歌	TPU
2015年	AWS	Trainium/Inferentia/Graviton
2018年	阿里	含光/倚天/真武
2019年	腾讯	沧海
2023年11月	微软	Maia/Cobalt

03

主题投资策略：中国制造领衔， 区域内需新篇

主题投资展望：中国制造领衔，区域内需新篇

01

自主安全与新兴基建：产业优势、创新态势与安全形势共振。推荐：1) 自主可控：从技术追随者到新技术路径定义者，看好需求高增与国产技术重构下的芯片制造/先进封装/EDA。2) AI新基建与算电协同：全国一体化算力网建设与算力电力深度融合发展，看好智算中心建设与电力电网相关领域投资。

02

科技应用与未来场景：加速应用场景落地与构建全产业链生态。推荐：3) 智能机器人：场景落地与成本下降加速规模化量产，看好灵巧手/丝杠/传感器等关键部件与核心本体厂商。4) 商业航天与卫星互联网：低轨卫星组网有望加速，新技术突破与发射场站补短板共振，看好航天基础设施建设与新技术。

03

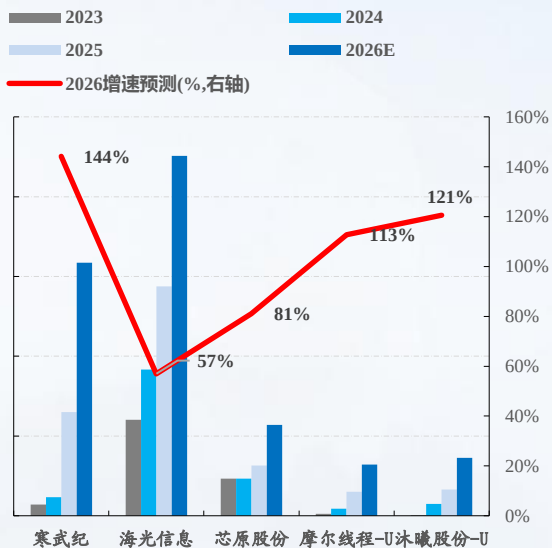
区域经济与内需机遇：坚持内需主导，统筹促消费和扩投资。推荐：5) 新疆振兴：打造亚欧黄金通道和向西开放桥头堡，看好西部清洁能源开发与新型电力系统/口岸物流与综合交通/特色原料及加工；6) 城市更新：稳地产和扩内需共振，看好消费建材/地下管网。

自主可控：从技术追随者到新技术路径定义者，看好需求高增与国产技术重构下的芯片制造/先进封装/EDA

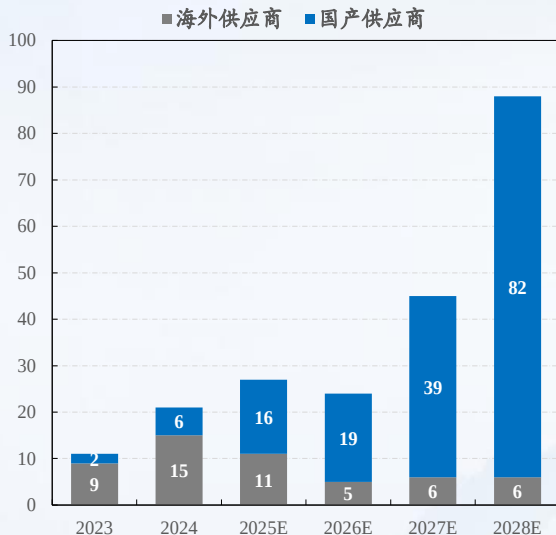
国泰海通2026中期策略会

- 从技术追随者到新技术路径定义者，国产创新重构半导体制造产业链。华为预计2031年基于“ FinFET 定律”的高端芯片晶体管密度将达到1.4纳米制程的同等水平。逻辑折叠等新技术路径系统化重构半导体制造过程，带来先进封装、混合键合、EDA工具等需求提升。
- 看好先进半导体制造、关键新材料与基础软件领域自主化水平加速提升。人工智能显著拉动算力/存储/制造等领域需求，新需求、新技术与国产化形成三重共振。推荐：1、国产化水平持续提升的半导体制造、先进封装/刻蚀/测试设备；2、EDA/IP授权/先进半导体材料。

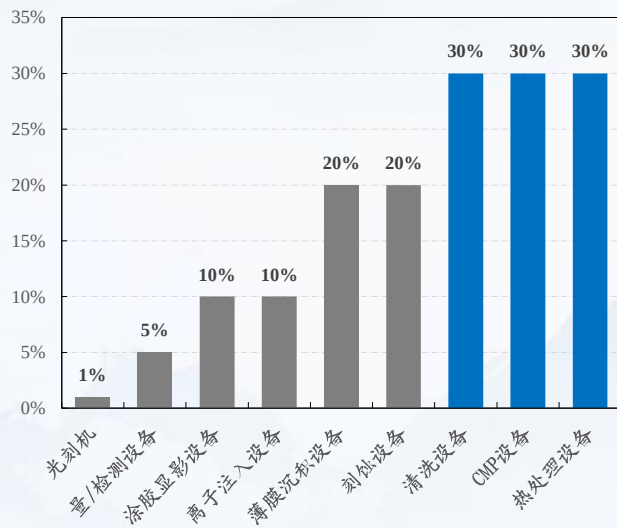
国产芯片龙头收入高增将拉动制造端需求(亿元)



国产AI芯片市场规模与份额有望跃升(十亿美元)



我国亟待提升光刻/量检测等领域国产化率(%)

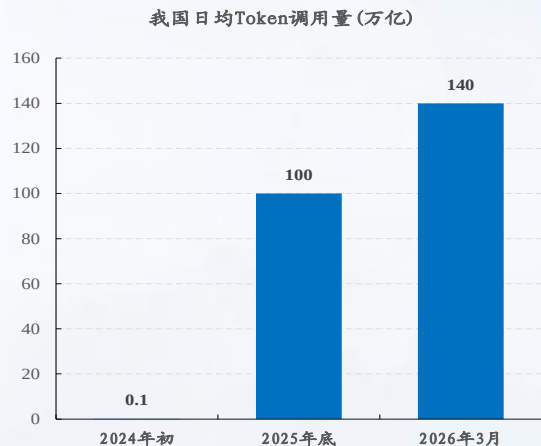


AI新基建与算电协同：全国一体化算力网建设与算力电力深度融合

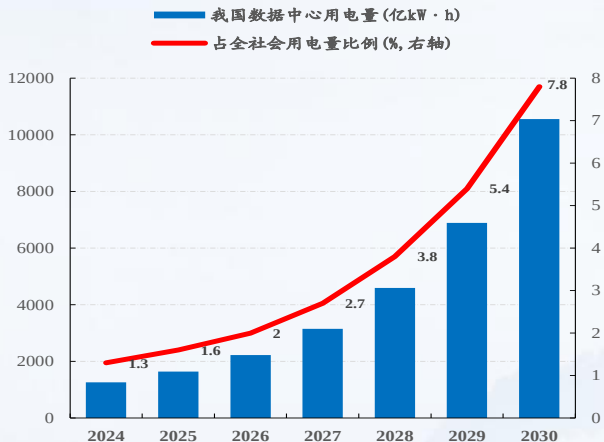
国泰海通2026中期策略会

- 算力网建设成为“十五五”开局之年的重要投资抓手。我国算力需求指数级增长，日均Token调用量已超过140万亿，相比2024年初的1000亿增长1000多倍。加快形成全国一张网建设，有望拉动算力相关基础设施投资，夯实新兴产业底座。
- 绿电装机提升需要大负荷消纳新场景，算力扩张面临电力成本与灵活供应约束，以电强算、以算促电，算电协同打通算力、电力一体化通路。
- 推荐：1、受益大规模智算集群建设的HVDC/SST/液冷/储能等；2、“国模国芯”下的国产算力；3、电力电网设备/智能电网/虚拟电厂。

我国日均Token调用量指数级增长



我国数据中心用电需求有望加速算电协同发展



我国GPU市场规模全球占比快速提升

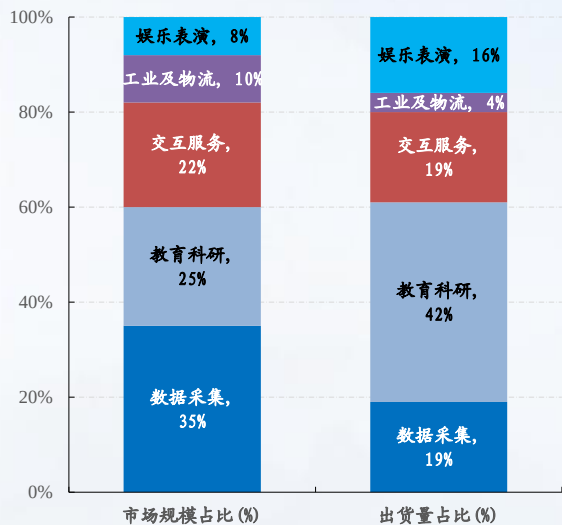


智能机器人：场景落地与成本下降加速规模化量产，我国具备产业链与份额优势，看好新技术应用与核心本体厂商供应链

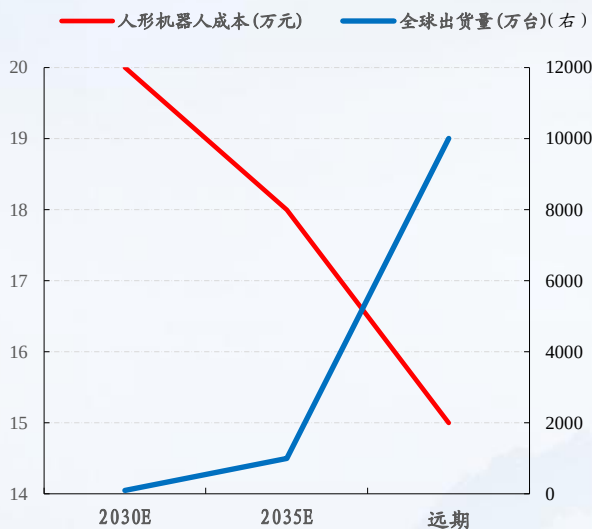
国泰海通2026中期策略会

- 智能机器人是AI在先进制造业领域的重要落地场景，特斯拉等头部公司规模化量产有望拉动产业链需求。特斯拉第三代机器人有望于2026年中启动正式投产，首代产线设计年产能100万台。人形机器人应用场景当前以数据采集与教育科研为主，未来工业领域有望成为重要增量。
- 此外，我国人形机器人产业链融资节奏加快，2026年前4个月累计完成融资达889亿元，远超2025年全年，研发投入与产能投放有望提速。
- 推荐：1、灵巧手/丝杠/传感器/轻量化材料等关键环节；2、受益终端应用场景商业化落地的头部机器人本体厂商与供应链。

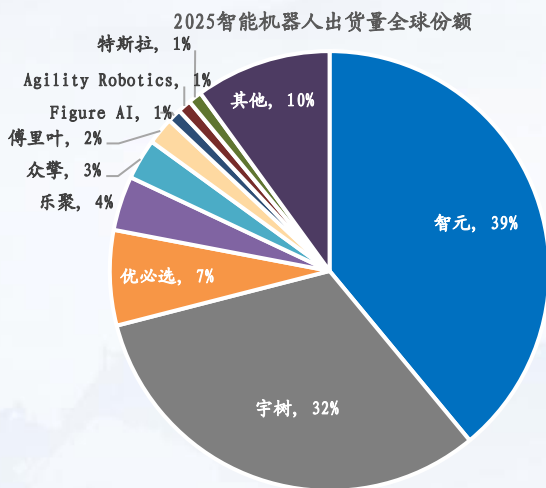
人形机器人多应用场景落地成为量产基础



成本曲线下降有望加速人形机器人量产



我国智能机器人出货量全球份额领先

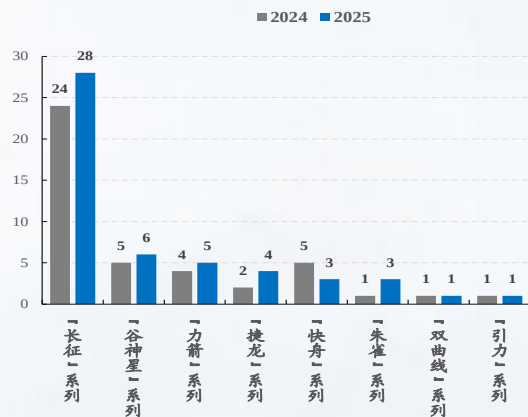


商业航天与卫星互联网：低轨卫星组网有望加速，新技术突破与发射场站补短板共振，看好航天基础设施建设与新技术

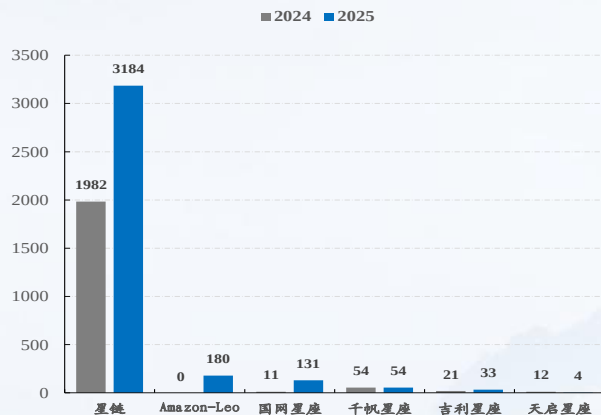
国泰海通2026中期策略会

- 低轨卫星互联网组网有望加速，新技术突破与发射场站补短板共振。当前我国卫星组网节奏仍无法满足发射需求，大吨位与可回收是产业发展趋势。2025年我商业航天发射（含拼车和搭载）51次，占全部航天发射55.4%。2025年底我国向国际电信联盟新申报20.3万颗卫星频轨资源，亟待解决运力不足与成本短板。可重复使用/大型液体火箭新技术突破、发射场建设加速、终端应用场景落地共同推动商业航天产业规模化发展。
- 推荐：1、火箭制造/发射场站等航天新基建；2、可回收/液体火箭等新技术；3、卫星通信/遥感等新场景。

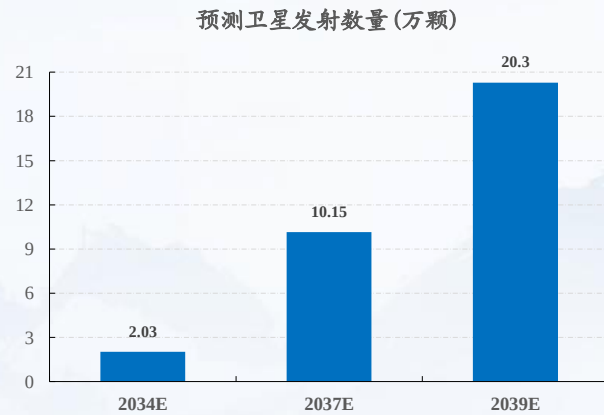
2025年我国商业航天火箭发射明显加速（次）



我国低轨商业通信卫星发射数量与星链仍有差距(颗)



多个星座组网需求爆发，亟待提升运力与发射效率

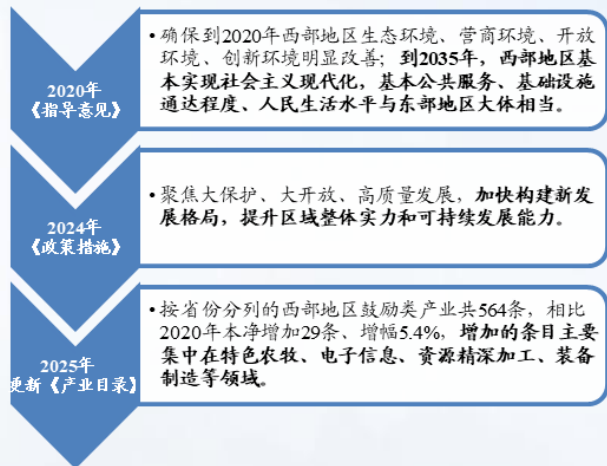


新疆振兴：打造亚欧黄金通道和向西开放桥头堡，看好西部能源与新型电力系统/口岸物流与综合交通/特色原料及加工

国泰海通2026中期策略会

- 卡位一带一路出境枢纽，新疆成为资金/政策重要着力点。国务院《新时代党的治疆方略的成功实践》白皮书与“新疆十五五规划”指出，以“一港、两区、五大中心、口岸经济带”建设为抓手，打造亚欧黄金通道和向西开放桥头堡，新疆是政策优惠、产业部署的重要着力点。
- 推荐：1、西部清洁能源与新型电力系统：现代煤化工/新能源装机/储能/氢能；2、口岸物流与综合交通：自贸区与跨境电商/文旅；3、原料与加工产业：有色/民爆/农牧深加工。

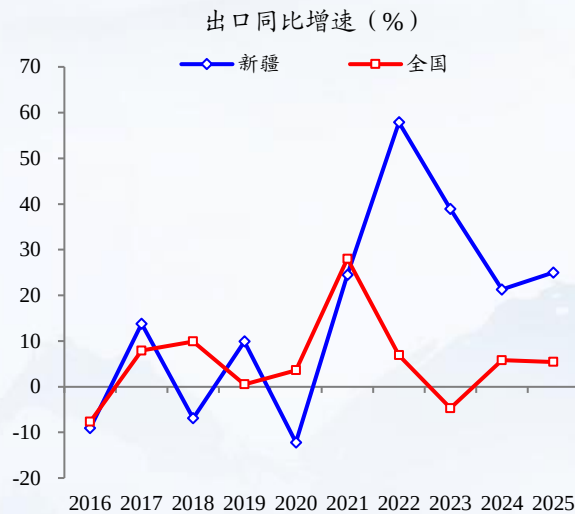
西部大开发核心政策变迁



新疆重点产业投资结构

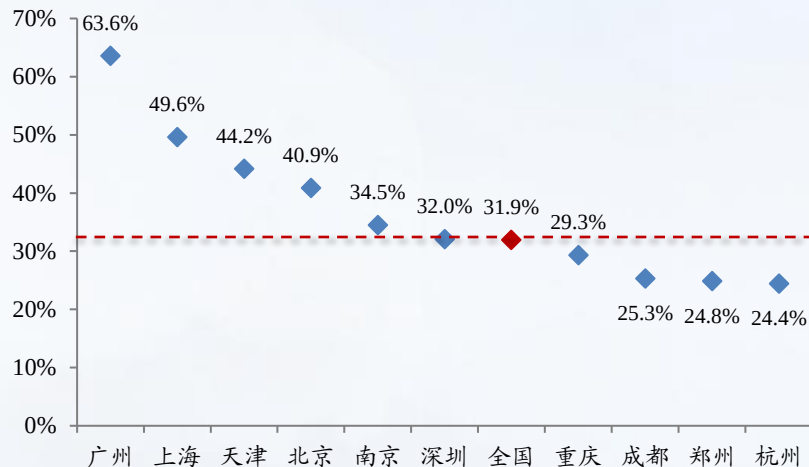
产业	项目	政策
基础设施/交通/水利	在新疆重点项目中，基础设施项目数占比超过 43%（2024 年）	新疆重大项目布局中重视“夯基础、补短板”，水利工程、公路、铁路等列为优先类别
新能源/光伏/风电/储能	2025 年上半年风力 + 光伏施工项目投资同比增长 28.2%	政府明确“新能源基地”“新能源并网”“氢储能”“疆电外送”作为重要方向
煤化工 / 现代煤制气 / 有色金属	煤炭清洁利用、原料深加工、矿产开发为传统资源型重点	政府在“两会”报告中提出煤炭清洁高效利用、原煤产量提升、资源基地建设等政策方向
数字经济 / 智能算力 / 新型产业	“疆算入渝”试点、智能算力规模建设、新材料、航空产业等正在布局	在2025年政府工作报告与地方两会文件中明确发展数字基础设施、算力中心、科技创新平台等方向
民间投资 / 产业拉动	上半年新疆民间投资同比增长 23.2%，占固定资产投资比重 39.2%	政策鼓励民间资本进入基础设施/能源/制造/新兴产业领域

近年来新疆出口增速高于全国水平



- 城市更新有望成为着力稳定房地产市场和扩大内需的重要抓手。5月28日，国务院印发《城市更新“十五五”规划》，明确我国城市建设从传统拆建转向系统化城市更新。“十五五”期间，城镇危旧房改造50万套/间，老旧街区/厂区改造提升1500个，城市地下管网改造长度36.5万公里，较“十四五”分别增长100%/67%/46%。
- 推荐：1、防水、管材、涂料等消费建材；2、受益城市基础设施与公共空间更新建设的地下管网、园林绿化等。

中国城市房龄普遍偏高，部分城市旧房占比尤为显著



“十五五”期间，城市更新投资规模有望显著扩张

序号	指标	“十四五”期间	“十五五”期间
1	城镇危旧房改造数量（万套/间）	25	50
2	新开工改造城镇老旧小区数量（万个）	24	11.5
3	老旧街区厂区改造提升数量（个）	900	1500
4	城中村改造数量（个）	4100	4000
5	历史建筑修缮数量（万处）	1	1.5
6	新建及改扩建体育场地面积（万公顷）	12.7	12.8
7	城市公园绿地改造提升面积（万公顷）	—	2
8	城市地下管网改造长度（万公里）	25	36.5
9	存量应急避难场所改造数量（万个）	—	5
10	城镇房屋基础信息数字化率（%）	—	>95

04 / 风险提示

01 风险提示

- 全球经济衰退超预期。
- AI等新兴产业技术进步和商业化进展不及预期。
- 全球地缘政治的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~10%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资评级	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。



国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号

邮编：200011

电话：(021) 38676666

E-mail: research@gtht.com

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所策略团队

