下载日志已记录，仅供内部参考

策略研究

策略周报

证券研究报告

没有过高的预期，也没有过低的预期

——中国权益策略周报

方奕(分析师)
021-38031658
fangyi2@gtht.com
登记编号 S0880520120005

郭胤含(分析师)
021-38031691
guoyinhan@gtht.com
登记编号 S0880524100001

陶前陈(研究助理)
0755-23976164
taoqianchen@gtht.com
登记编号 S0880125070014

黄维驰(分析师)
021-38032684
huangweichi@gtht.com
登记编号 S0880520110005

本报告导读：

没有过高的预期，也没有过低的预期，大盘横盘震荡；股市大跌后会有所反弹，高度不高弱震荡；更有力度的行情需要时间。投资上兼顾“微观结构健康”与“预期能够上修”，更均衡、更分散以及小而美，看好国产科技/战略资源品/大金融高分红。

投资要点：

- **大势研判：没有过高的预期，也没有过低的预期，大盘横盘震荡；大级别的行情仍要时间和等待。**此前我们在报告中分析了目前中国市场面对增长预期上修暂停、局部微观结构恶化与市场信心受损中遇到的定价障碍。近期市场持续调整，我们对后市运行的总体看法：**目前处于“转型牛”的休整期，现阶段大盘指数既没有大涨新高的预期，也没有大跌新低的预期，预计将较长时间维持上有顶、下有底的横盘震荡：**第一，在上半年 A 股充分定价产业叙事后，现暂缺新的大级别增长叙事和投资故事推动整体预期的上修，在逻辑层面进入“等待期”。第二，8 月份以来，增量资金入市出现较为明显的放缓，市场状态也阶段性的从增量状态转为存量博弈，因此微观结构对市场的影响会提高。美联储加息、通胀形势与紧张的国际关系及增多的科技制裁与贸易冲突等“灰犀牛”短期也会约束风险偏好。**市场对上述因素并非没有认识，在预期分歧不高但风险评价未下降的阶段，短期股市在大跌后会有所反弹，但目前总体是个高度不高的弱震荡；更有力度/更大级别的行情会仍然需要时间、条件和等待。**
- **中国股市存在局部的微观结构问题，还需要市场进一步的自我消化；但局部问题局部压力，对整体大盘/宽基的影响可控，也不必过虑。**客观上缺乏新预期和新资金时期，上半年部分极致拥挤与股东户数大幅增加的股票会遇到流动性阻滞和微观结构问题。微观结构问题出现后，股票会阶段性的不表达逻辑而受交易因素更大的情形，同时也会出现阶段性的对利好不敏感对利空反映更激烈的情形，三季报的市场反映仍是我们观察该问题是否改善的窗口期。**但首先要厘清的是本轮股市与 2015/2022 年的不同，并不存在整体性微观结构问题，主要集中在局部少数科技板块重仓个股，整体市场与绝大多数股票交易结构健康。**因此，局部问题局部压力，对整体大盘与宽基的影响是有限的，不必太担心上证指数会击穿底部区间。此外，并不是产业创新/逻辑变化不表达了，而是在现有格局下会更多的表达在“微观结构健康”+“预期能够上修”的科技板块与个股上。**其次，微观结构问题不会持续存在，在经历一段时间充分换手或者出现有力的新叙事与新预期，相关受影响的个股能够再度走强。**目前市场仍需要自我消化相关问题，预计年底年初会是一个有利节点。
- **行业比较：当前投资重点在“微观结构健康”+“预期能够上修”的板块与个股，更均衡更分散，“小而美”以及轮动特点明显。**1）国产链科技：海外制裁与贸易争端变多，自主可控必要性提高；2027 年中国 AI 具有独立发展叙事。推荐：国产芯片/半导体上游零部件与材料/高端装备/医药等。2）战略资源：美债已未必是无风险资产，复杂的国际局势下资源安全需求提高，地缘冲突与 AI 建设需求也会令大宗品供需紧张。推荐：贵金属/工业金属/稀有金属/油化工/农产品等；3）金融与高分红：组合稳定需求提高，险资新规推高红利配置意愿。推荐：银行/券商/电力与公用事业/运营商/地产龙头等。
- **主题推荐：1、国产算力：**算力网投资与超节点集采提速，国产模型适配加速，看好国产 GPU/AI 服务器/高速互联。**2、能源转型：**新型电池产业化与储能出海共振，看好储能系统/电力设备/锂电材料。**3、粮食安全：**超强厄尔尼诺加剧供给扰动，粮食安全政策加码，看好生物育种与种业/农资链。**4、AI4S：**科技巨头加速布局，AI 药物研发向实验验证延伸，看好 AI 制药平台/创新药企/生命科学上游。
- **风险提示：海外经济衰退超预期，全球地缘政治的不确定性。**

相关报告

没有大风险，也会有转机 2026.09.13
中国股市“金秋行情”仍有望延伸、扩散 2026.08.30
“击球区”之后：重振旗鼓，部署“金秋” 2026.08.16
重要转折：中国市场的企稳、修复与回升 2026.08.02
中国股市已再次进入击球区 2026.07.19

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

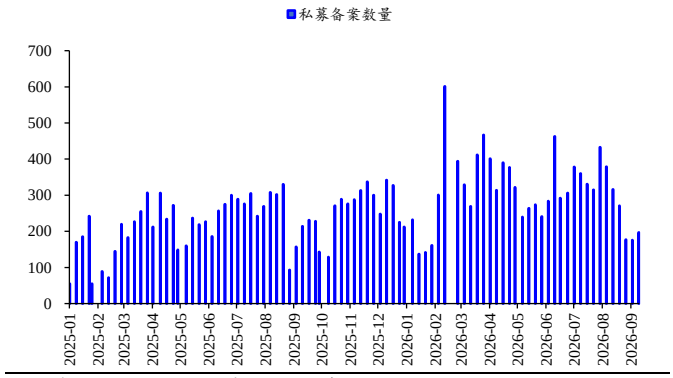
1. 大势研判：没有过高的预期，也没有过低的预期，大盘横盘震荡.....3
2. 中国股市存在局部的微观结构问题，还需要市场进一步的自我消化.....3
3. 行业比较：看好科技紧缺环节、战略资源与高分红.....5
4. 主题推荐：国产算力/能源转型/粮食安全/AI4S.....12
5. 风险提示.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 大势研判：没有过高的预期，也没有过低的预期，大盘横盘震荡

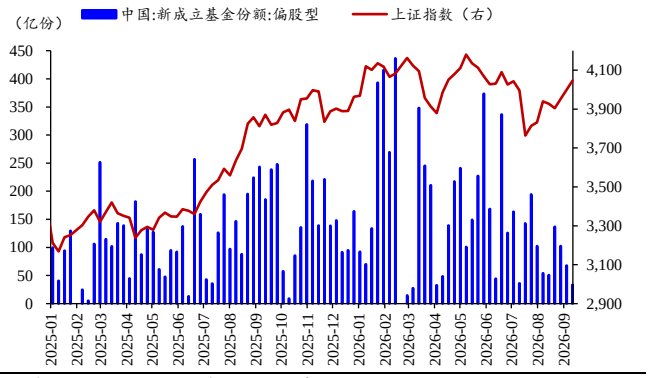
大势研判：没有过高的预期，也没有过低的预期，大盘横盘震荡；大级别的行情仍要时间和等待。此前我们在报告中分析了目前中国市场面对增长预期上修暂停、局部微观结构恶化与市场信心受损中遇到的定价障碍。近期市场持续调整，我们对后市运行的总体看法：**目前处于“转型牛”的休整期，现阶段大盘指数既没有大涨新高的预期，也没有大跌新低的预期，预计将较长时间维持上有顶、下有底的横盘震荡：**第一，在上半年 A 股充分定价产业叙事后，现暂缺新的大级别增长叙事和投资故事推动整体预期的上修，在逻辑层面进入“等待期”。第二，8 月份以来，增量资金入市出现较为明显的放缓，市场状态也阶段性的从增量状态转为存量博弈，因此微观结构对市场的影响会提高。美联储加息、通胀形势与紧张的国际关系及增多的科技制裁与贸易冲突等“灰犀牛”短期也会约束风险偏好。**市场对上述因素并非没有认识，在预期分歧不高但风险评价未下降的阶段，短期股市在大跌后会有所反弹，但目前总体是个高度不高的弱震荡；更有力度/更大级别的行情会仍然需要时间、条件和等待。**

图1：8 月以来，私募基金备案数量显著下滑



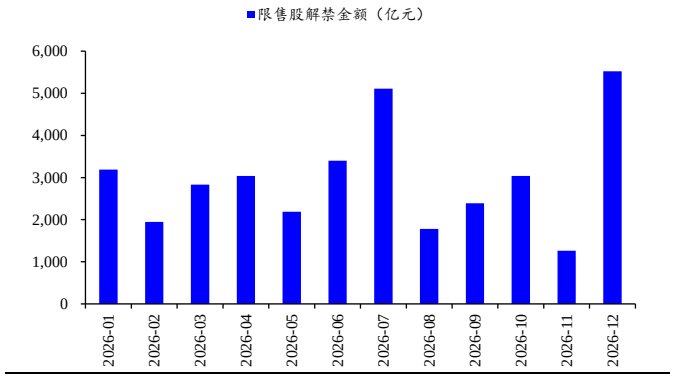
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图2：8 月以来新发偏股型基金份额显著下滑



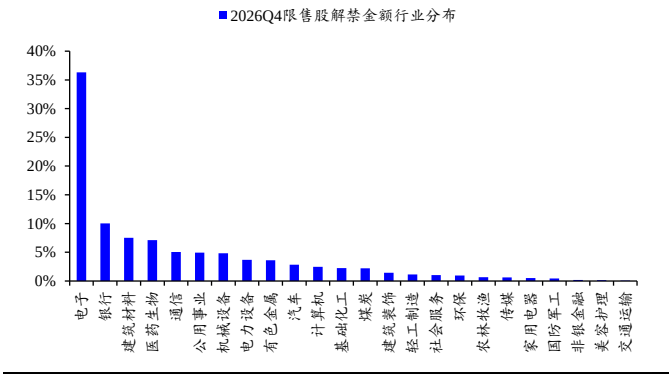
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图3：2026 年 12 月限售股解禁压力较大



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图4：2026Q4 限售股解禁行业中电子占比较高



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

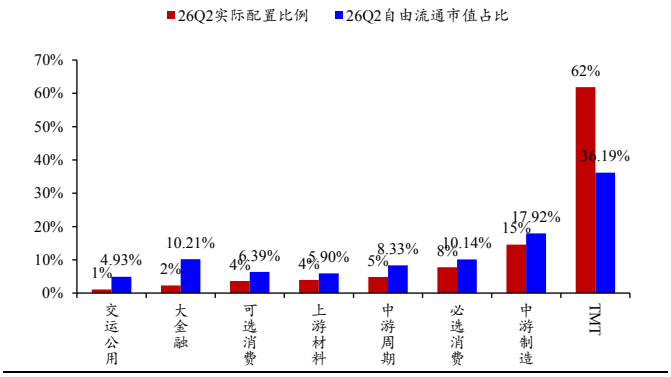
2. 中国股市存在局部的微观结构问题，还需要市场进一步的自我消化

中国股市存在局部的微观结构问题，还需要市场进一步的自我消化；但局部问题局部压力，对整体大盘/宽基的影响可控，也不必过虑。客观上缺乏新

下载日志已记录，仅供内部参考

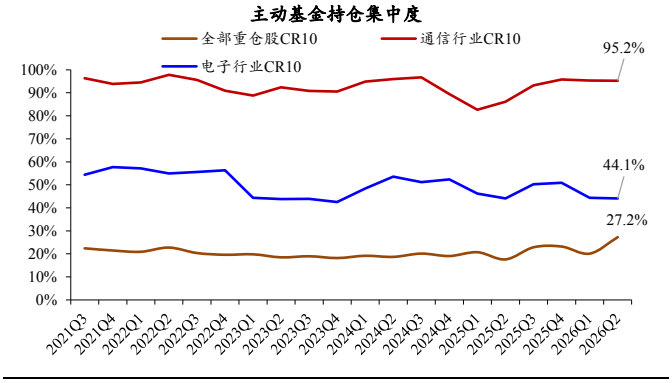
预期和新资金时期，上半年部分极致拥挤与股东户数大幅增加的股票会遇到流动性阻滞和微观结构问题。微观结构问题出现后，股票会阶段性的不表达逻辑而受交易因素更大的情形，同时也会出现阶段性的对利好不敏感对利空反映更激烈的情形，三季报的市场反映仍是我们观察该问题是否改善的窗口期。但首先要厘清的是本轮股市与 2015/2022 年的不同，并不存在整体性微观结构问题，主要集中在局部少数科技板块重仓个股，整体市场与绝大多数股票交易结构健康。因此，局部问题局部压力，对整体大盘与宽基的影响是有限的，不必太担心上证指数会击穿底部区间。此外，并不是产业创新/逻辑变化不表达了，而是在现有格局下会更多的表达在“微观结构健康”+“预期能够上修”的科技板块与个股上。其次，微观结构问题不会持续存在，在经历一段时间充分换手或者出现有力的新叙事与新预期，相关受影响的个股能够再度走强。目前市场仍需要自我消化相关问题，预计年底年初会是一个有利节点。

图5：2026Q2 主动基金超配 TMT，低配大金融和内需



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图6：通信、电子行业持仓集中度显著高于整体



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

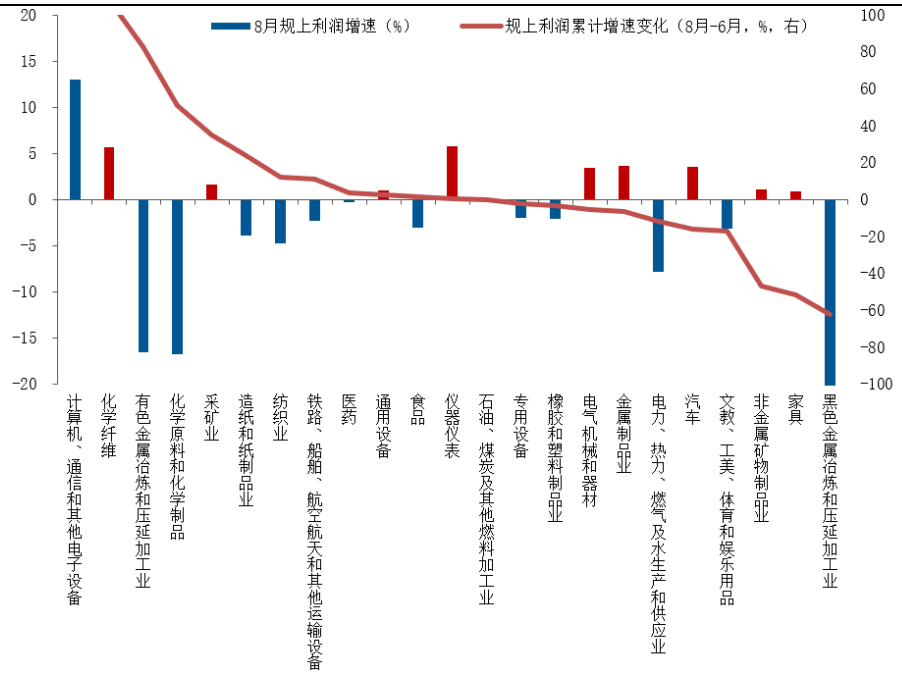
表1：AI 产业各环节龙头公司股东户数变化情况

股东户数（万户）		趋势线	近2年历史分位	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30
光模块	中际旭创		100.0%	6.90	7.93	13.63	19.37	12.83	13.23	14.04	15.44	20.57
	天孚通信		100.0%	5.74	6.11	6.83	8.55	8.38	12.19	12.71	12.93	30.08
	新易盛		100.0%	6.36	6.49	8.20	11.81	9.80	15.53	13.95	15.55	25.71
服务器	工业富联		100.0%	19.17	26.59	36.81	40.80	31.11	47.64	58.42	72.26	82.15
	浪潮信息		62.5%	30.23	31.81	30.17	35.06	32.41	36.40	28.91	35.17	32.47
PCB	胜宏科技		100.0%	4.61	5.14	5.17	5.95	6.92	18.39	18.75	23.22	28.40
	东山精密		100.0%	10.94	8.21	11.56	7.80	6.65	10.48	8.17	10.85	38.93
光芯片	源杰科技		100.0%	0.94	0.89	0.92	0.95	0.76	0.99	1.33	1.36	2.65
	仕佳光子		100.0%	1.96	1.92	2.07	2.36	2.48	4.43	4.68	6.52	7.83
光纤	长飞光纤		100.0%	2.61	2.43	2.73	2.56	2.26	4.82	4.71	6.62	12.15
	亨通光电		100.0%	13.68	12.56	12.03	18.34	16.17	19.18	15.96	22.23	59.06
存储	德明利		100.0%	2.88	2.92	2.33	2.63	2.72	3.01	5.53	5.59	11.41
	兆易创新		100.0%	14.15	16.28	14.15	14.60	13.78	15.75	17.44	24.37	36.03
液冷	英维克		100.0%	3.14	2.87	5.02	6.63	7.15	16.43	14.88	21.04	26.88
国产算力	寒武纪		75.0%	2.77	2.65	3.02	3.51	4.08	6.20	5.28	6.86	5.83
	海光信息		100.0%	5.38	4.47	5.65	7.21	8.00	12.75	10.46	10.86	13.32
	中芯国际		62.5%	23.41	22.42	25.20	24.72	24.18	32.60	31.21	30.95	28.71
	北方华创		62.5%	5.22	6.03	8.59	6.67	6.16	8.51	7.02	8.65	8.27
	中微公司		100.0%	3.66	3.72	4.73	4.56	4.69	6.08	5.36	5.11	8.98

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

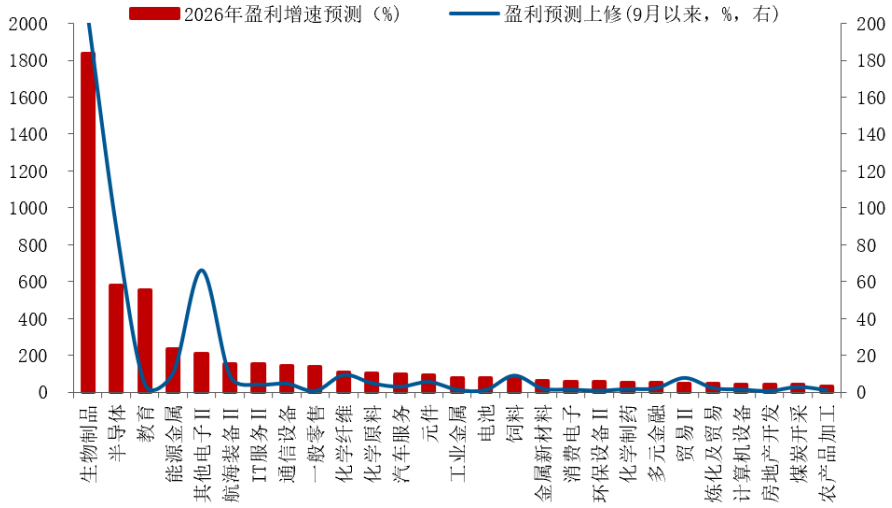
表2：规上利润增速变化情况：化纤、仪器仪表、电器机械等增速显著

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

表3：业绩高增和业绩预期上修的行业方向：生物制品、半导体、教育与能源金属等



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 行业比较：看好科技紧缺环节、战略资源与高分红

行业比较：当前投资重点在“微观结构健康”+“预期能够上修”的板块与个股，更均衡更分散，“小而美”以及轮动特点明显。1）国产链科技：海外制裁与贸易争端变多，自主可控必要性提高；2027 年中国 AI 具有独立发展叙事。推荐：国产芯片/半导体上游零部件与材料/高端装备/医药等。2）战略资源：美债已未必是无风险资产，复杂的国际局势下资源安全需求提高，地缘冲突与 AI 建设需求也会令大宗品供需紧张。推荐：贵金属/工业金属/稀有金属/油化工/农产品等；3）金融与高分红：组合稳定需求提高，险资新规推高红利配置意愿。推荐：银行/券商/电力与公用事业/运营商/地产龙头等。

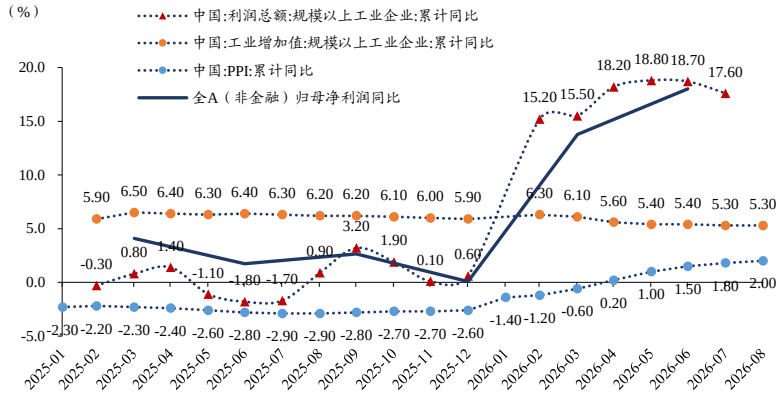
。

三季报前瞻：全 A 非金融业绩有望延续高速增长，科技与资源景气趋势进一步强化。全 A 非金融归母净利润增速与工业企业利润增速具有较强的相关性。2026 年 7 月受工业增加值增速放缓影响，工业企业利润总额累计同

下载日志已记录，仅供内部参考

比增速略有回落，但 8 月工业增加值增速企稳，且 PPI 增速进一步提升，预计 8 月工业企业利润增速将小幅改善。综合而言，我们认为三季度全 A 非金融业绩有望延续高速增长态势。结构上，科技与资源行业双轮景气驱动的格局进一步强化，主要体现为 7-8 月石化、煤炭、有色等资源品 PPI 增速延续高位，部分行业增速进一步提升；电子通信、电气机械等科技制造行业 PPI 增速继续提高，与科技硬件紧缺格局相符，7 月有色、煤炭、化工、油气、电子通信行业利润增速延续高位，内需产业景气增长整体仍然承压。

图7：2026 年三季度全 A 非金融业绩仍有望延续高速增长



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

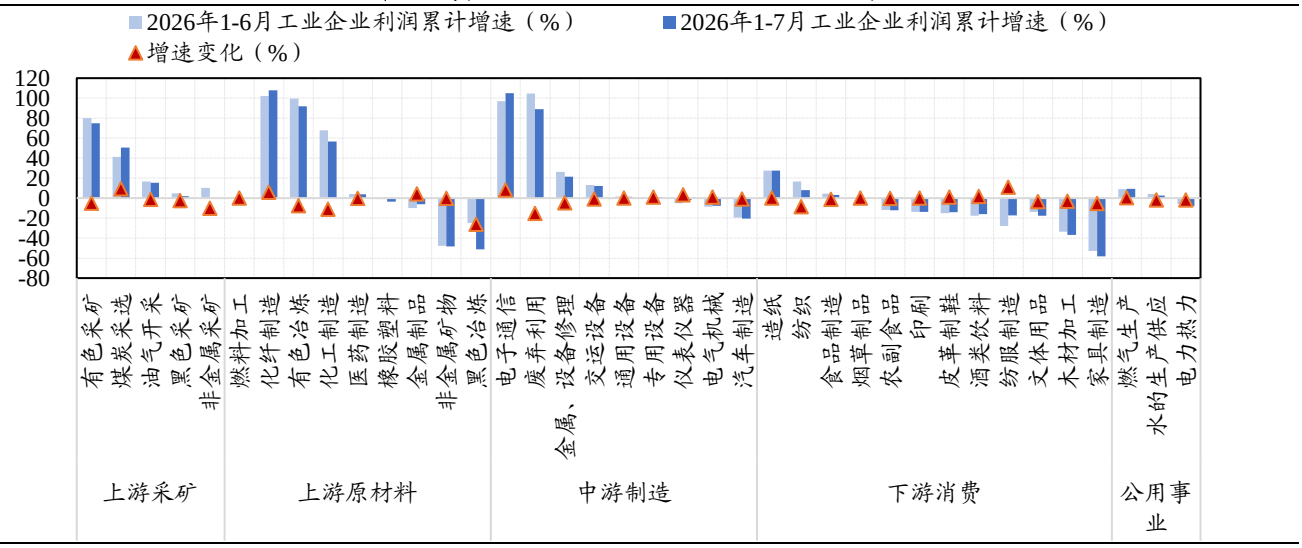
下载日志已记录，仅供内部参考

表4：PPI 增速：2026M7-M8 科技制造与能源工业品价格指数同比增速高位提升

			PPI当月同比（%）												
产业链分类	行业	近一年趋势	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	环比变化
上游采矿	煤炭采选		-16.8	-15.6	-11.8	-8.9	-9.8	-7.0	-2.2	3.1	10.0	20.6	27.1	26.6	-0.5
	油气开采		-8.6	-8.4	-10.3	-11.5	-16.7	-12.9	5.2	28.6	35.7	16.8	3.2	10.5	7.3
	黑色采矿		1.5	2.1	2.4	1.8	3.0	1.0	0.1	1.3	3.3	5.2	4.7	1.1	-3.6
	有色采矿		13.9	18.9	20.2	24.0	22.7	30.2	36.4	38.9	36.5	25.5	22.6	21.1	-1.5
	非金属采矿		-3.6	-3.1	-3.1	-3.4	-4.6	-5.0	-4.2	-4.1	-3.4	-3.3	-2.6	-2.2	0.4
上游原材料	燃料加工		-7.8	-5.8	-7.2	-7.9	-11.5	-12.0	-4.5	14.2	18.4	16.7	8.2	11.1	2.9
	化工制造		-5.2	-5.0	-5.2	-4.8	-5.0	-3.7	-0.3	8.9	12.7	11.3	9.1	9.1	0.0
	医药制造		-3.0	-3.4	-3.9	-3.9	-4.4	-4.7	-4.6	-4.7	-4.5	-4.5	-4.0	-3.7	0.3
	化纤制造		-7.9	-8.2	-7.8	-6.9	-6.4	-6.0	-2.3	5.4	8.5	7.4	8.4	9.6	1.2
	橡胶塑料		-2.7	-2.8	-3.2	-3.3	-4.1	-4.2	-3.4	-1.3	0.5	1.4	1.4	1.5	0.1
	非金属矿物制品		-5.0	-5.3	-6.4	-6.8	-5.4	-4.9	-4.9	-5.5	-5.1	-4.4	-3.9	-3.2	0.7
	黑色冶炼		-0.6	-4.5	-5.2	-4.7	-3.7	-3.4	-2.5	-1.1	1.0	3.1	2.7	-0.3	-3.0
	有色冶炼		6.5	6.8	7.8	10.8	17.1	22.1	22.4	22.5	24.0	23.4	20.2	20.8	0.6
	金属制品		-1.8	-1.5	-1.7	-1.3	-0.7	-0.2	0.2	0.5	0.8	1.6	1.5	1.6	0.1
中游制造	通用设备		-1.8	-1.7	-1.8	-1.7	-1.3	-1.1	-1.2	-1.0	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	0.0
	专用设备		-1.1	-1.1	-1.3	-1.2	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8	-0.6	-0.7	-0.7	0.0
	汽车制造		-3.0	-2.3	-2.3	-1.9	-2.5	-2.4	-2.5	-2.0	-2.0	-2.1	-2.3	-2.2	0.1
	交运设备		-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.1
	电气机械		-1.8	-1.5	-0.9	-0.5	0.8	2.0	3.2	3.6	4.5	5.1	5.7	5.9	0.2
	电子通信		-2.5	-2.0	-2.1	-2.2	-1.6	-0.9	0.4	1.5	2.1	3.3	4.4	5.3	0.9
下游消费	农副食品		-2.6	-2.3	-2.0	-1.8	-1.6	-1.5	-1.5	-1.3	-1.4	-1.2	-1.3	-1.7	-0.4
	食品制造		-1.3	-1.1	-1.2	-1.5	-2.1	-2.2	-2.0	-1.6	-1.0	-1.0	-1.2	-1.2	0.0
	酒类饮料		-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-1.9	-2.1	-2.1	-2.9	-1.9	-5.3	-5.7	-5.3	0.4
	烟草制品		0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
	纺织		-2.4	-2.2	-2.0	-1.8	-1.6	-1.4	-0.8	0.2	1.1	1.5	1.7	1.7	0.0
	纺服制造		-0.6	-0.7	-0.6	-0.4	-1.1	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.3	-1.4	-1.2	0.2
	木材加工		-3.3	-3.7	-3.5	-3.4	-2.8	-2.8	-2.6	-2.3	-1.9	-1.9	-1.7	-1.5	0.2
	造纸		-2.5	-1.4	0.0	-0.6	-2.4	-3.2	-2.2	-1.2	-0.7	-0.1	1.2	1.4	0.2
	印刷		-1.5	-1.7	-1.6	-1.8	-3.7	-3.7	-3.5	-2.7	-2.7	-2.8	-3.0	-2.4	0.6
公用事业	电力热力		-1.7	-1.5	-2.0	-2.0	-2.3	-5.5	-3.8	-4.2	-4.4	-4.4	-4.0	-3.6	0.4
	燃气生产		-1.4	-1.9	-1.9	-1.9	-2.5	-2.5	-2.4	-0.6	2.5	4.0	4.1	4.2	0.1
	水的生产供应		2.3	2.2	2.4	2.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	0.9	0.6	-0.1	-0.7

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图8：工业企业利润增速：2026M7 科技与资源行业利润延续强劲增长，内需产业增长压力仍较大



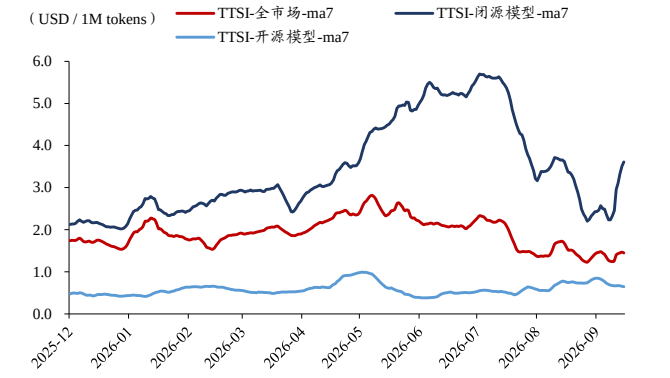
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

新兴科技：算力紧缺性进一步验证，AI 云巨头资本开支仍有高增基础。2026 年 9 月全球 AI Token 调用均价有所回升，结束了近 2 个月的下行趋势，但 9 月 Token 均价回升与新模型发布的冲量效应有关，涨价持续性有待跟踪。算力租赁与硬件的紧缺性得到进一步确认，根据 Ornn，9 月 B200 租赁价格显著走强，显示 AI 需求强劲带动下，算力紧缺性边际上行，硬件景气增长继续加速，2026 年 9 月（前 20 日）韩国半导体出口额同比+259.4%，较 8 月（198.8%）大幅提升；8 月中国集成电路出口额同比+130.6%，较 7 月（116.8%）提升。市场担心 AI 资本开支无法维持高速增长，但我们认为当前 AI 云巨头偿债能力较强，且云业务增长强劲，资本开支仍然具备大幅增长的基础。2025 年三季度以来，AI 云巨头外部融资大幅提升，其偿债能力指标有所减弱，但整体仍然处于十分健康区间。具体而言，AI 五巨头（谷歌、微软、Meta、亚马逊和甲骨文）利息保障倍数超过 30 倍，净债务与 EBITDA 比仅 0.3，反映 AI 云巨头的盈利规模能够充分覆盖债务。与此同

下载日志已记录，仅供内部参考

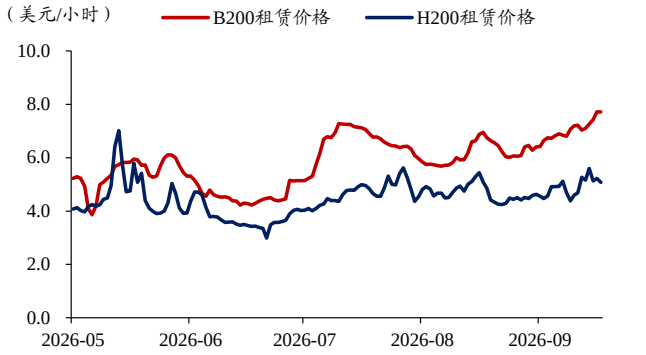
时，其综合偿债成本虽有所上升，但整体仍然处于低位。不仅如此，云业务受益于 AI 需求的强劲增长，五巨头的剩余履约义务从 25Q2 以来也大幅增长。基于此，我们认为云巨头资本开支仍有大幅增长的基础。后续需重点跟踪云巨头融资成本和债务规模以及云业务盈利能力变化情况。当前 AI 产业进展依然积极，算力硬件紧缺性持续验证，但在 Coding 之后，下游应用的叙事空间上修尚未凝聚起强劲的市场共识，我们建议增配受益于国产 AI 实力提升和政策发力的国产算力链，以及供需紧张的硬件和材料环节。

图9：2026 年 9 月 Token 均价环比回升



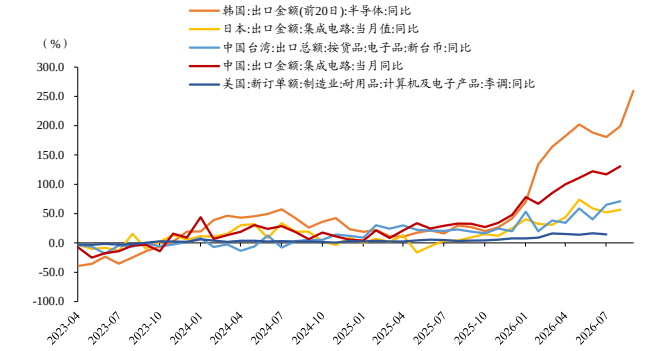
资料来源：TrakToken，国泰海通证券研究

图10：2026 年 9 月算力租赁价格显著走强



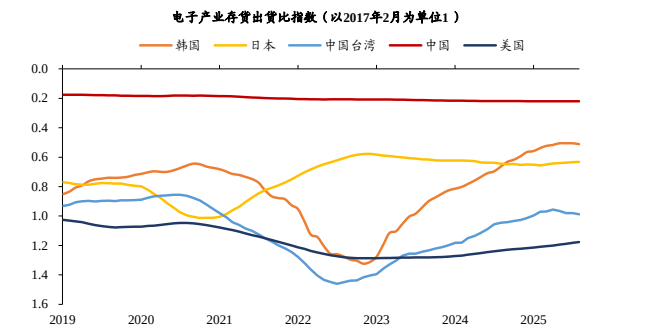
资料来源：Ornn，国泰海通证券研究

图11：2026 年三季度全球半导体产业景气增速提升



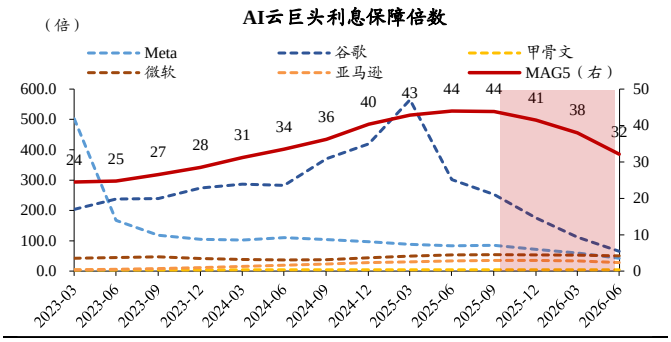
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图12：2026 年全球电子产业存货周转仍处于高位



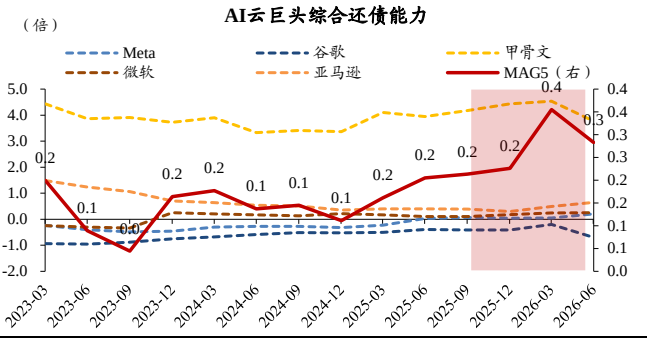
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图13：AI 云巨头利息保障倍数超过 30 倍



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究 注：利息保障倍数=EBIT/利息支出

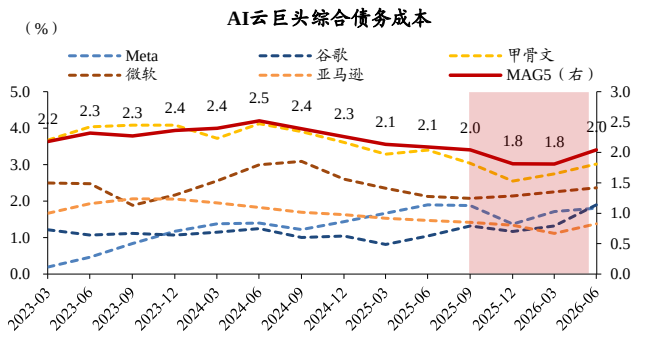
图14：AI 云巨头净债务/EBITDA 约 0.3



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究 注：综合还债能力=净债务/EBITDA

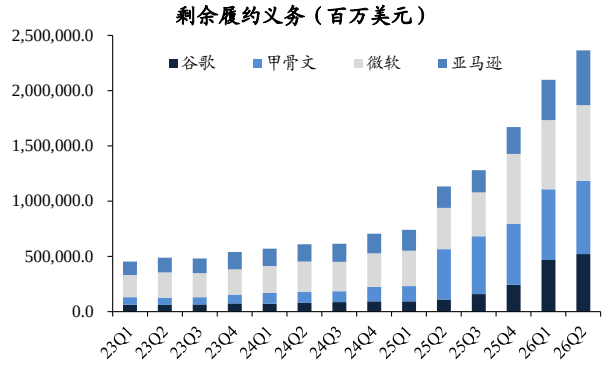
下载日志已记录，仅供内部参考

图15：AI 云巨头综合债务成本仍处于低位



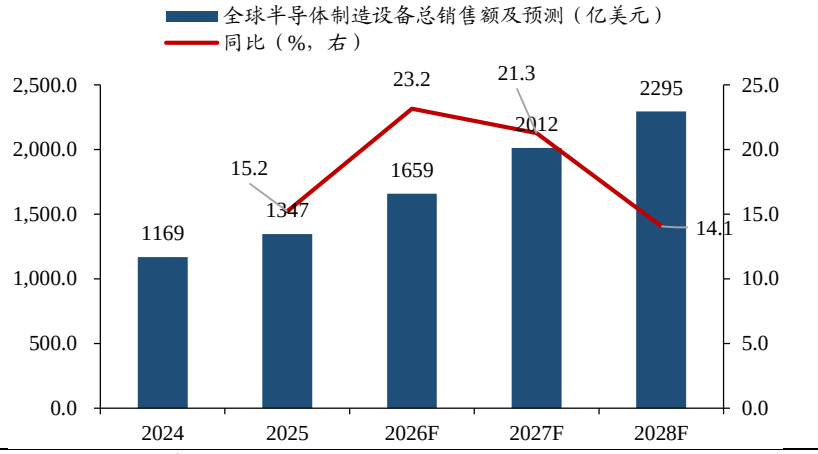
资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究 注：综合偿债成本=利息支出/（短期债务+长期债务）

图16：AI 云巨头履约订单大幅增长



资料来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

图17：2026-2028 年全球半导体制造设备销售额有望保持强劲增长



资料来源：SEMI，国泰海通证券研究

表5：2026Q2 AI 产业链各环节中上游材料及设备环节现金周期边际收缩更加剧烈，反映产业链议价能力上升

AI产业链现金周期（天数）	申万二级行业	趋势	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	环比变化	同比变化	历史分位
上游材料	非金属材料Ⅱ		145.5	151.4	155.1	156.0	153.6	150.3	143.7	138.2	-5.54	-17.83	0%
	贵金属		34.6	33.2	31.6	27.8	25.8	23.0	21.0	19.9	-1.10	-7.86	0%
	元件		54.2	51.7	49.2	47.1	45.9	43.6	42.1	40.1	-1.99	-7.05	0%
	电子化学品Ⅱ		89.8	91.9	93.8	95.7	93.1	90.7	90.5	88.9	-1.61	-6.82	0%
	化学制品		42.7	39.5	37.4	36.5	34.2	32.3	31.8	31.1	-0.63	-5.41	0%
	金属新材料		103.8	102.7	101.4	99.8	99.4	98.5	97.4	94.6	-2.77	-5.11	0%
	塑料		78.2	77.5	76.2	75.3	74.5	74.2	72.7	70.7	-1.93	-4.51	0%
	玻璃玻纤		28.1	29.4	20.8	18.6	21.5	17.2	16.7	16.5	-0.19	-2.12	0%
	化学原料		-18.6	-17.8	-17.1	-17.1	-16.8	-16.7	-16.4	-15.9	0.57	1.19	100%
	工业金属		32.4	33.6	34.7	35.7	36.8	38.2	39.0	40.3	1.30	4.57	100%
	小金属		89.2	95.4	99.3	104.0	108.0	108.6	108.8	109.1	0.35	5.16	100%
服务器和设施	自动化设备		163.4	164.0	146.4	140.7	136.8	131.4	109.0	110.3	1.26	-30.40	14%
	光伏设备		12.4	21.6	18.4	29.0	26.8	26.5	12.2	20.2	7.97	-8.88	43%
	专用设备		149.3	146.0	140.3	139.5	138.1	138.5	137.1	133.4	-3.67	-6.04	0%
	通用设备		111.3	104.2	105.4	105.8	108.1	103.5	102.0	101.0	-1.04	-4.83	0%
	消费电子		39.5	35.6	34.2	32.2	30.2	29.6	29.6	30.5	0.86	-1.70	43%
	电网设备		84.2	82.5	78.5	83.6	83.3	84.2	82.3	82.2	-0.11	-1.38	14%
	其他电源设备Ⅱ		27.0	35.2	0.7	18.4	17.1	29.4	-8.9	17.8	26.78	-0.51	43%
	电力		24.9	23.6	25.9	29.1	30.7	32.6	32.1	30.7	-1.40	1.55	57%
算力芯片和通信	通信设备		117.3	112.9	104.1	111.3	106.4	103.4	91.9	89.2	-2.69	-22.06	0%
	半导体		146.9	147.2	148.3	150.0	152.1	155.1	157.9	160.4	2.45	10.42	100%
下游应用	游戏Ⅱ		-8.5	-4.3	0.1	-7.2	-4.9	-6.5	-15.7	-22.7	-7.08	-15.58	0%
	IT服务Ⅱ		116.1	111.0	109.3	109.1	106.3	100.3	98.5	98.4	-0.14	-10.74	0%
	广告营销		38.9	35.9	42.1	38.7	37.6	33.1	36.3	32.8	-3.58	-5.89	0%
	互联网电商		-24.3	-22.1	-20.5	-18.6	-17.2	-16.3	-17.0	-17.6	-0.59	1.08	57%
	数字媒体		-47.5	-45.9	-46.9	-45.8	-43.1	-32.7	-48.5	-44.0	4.44	1.74	71%
	影视院线		129.0	144.2	113.0	108.6	102.8	110.3	107.7	112.5	4.80	3.90	57%
	专业服务		53.7	51.8	47.3	43.6	48.7	52.7	56.2	59.4	3.22	15.86	100%

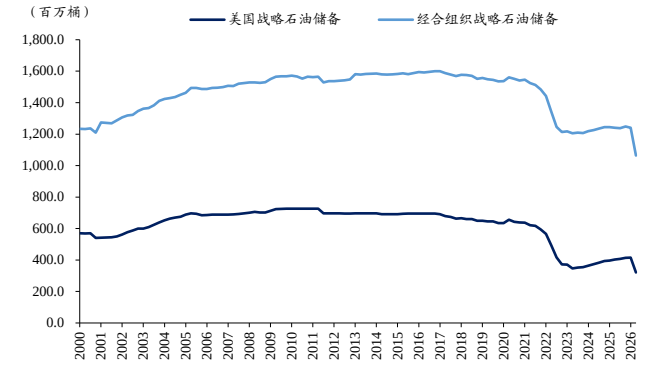
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

战略资源：原油波动中枢上行，大宗品需求结构中新兴需求占比提升，核心资源龙头有望重估。市场普遍担忧资源品价格上涨的持续性，其逻辑在于：1）资源品涨价往往由地缘事件驱动，因此价格高中枢的稳定性受制于地缘事件的不确定性；2）全球非 AI 产业景气仍偏弱对资源品需求形成压制。但我们发现：1）除了全球地缘风险和经济政策不确定性不断抬升的趋势外，发达国家应对原油冲击的战略缓冲能力正在快速降低。2026 年美国和经合

下载日志已记录，仅供内部参考

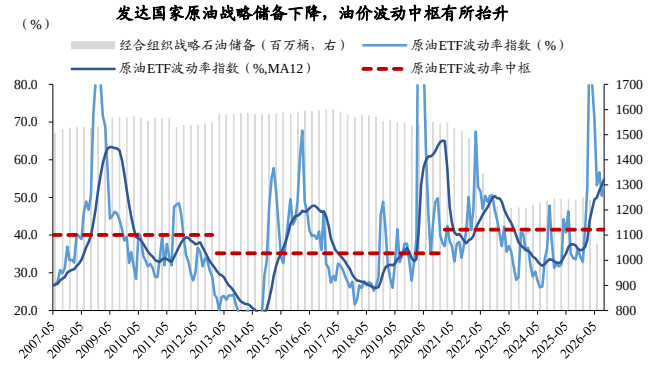
组织战略石油储备规模大幅降低，均来到 21 世纪的最低水平，并且油价波动中枢也随着发达国家原油储备下滑而边际抬升。2）AI 产业所带来的新兴需求正在主导资源品的定价。2023 年以来铜价上涨逐渐摆脱高实际利率压制，核心原因在于 AI 产业对铜箔等金属材料的需求拉动正在深刻改变有色金属等资源产业的下游需求格局。3）国内资源品 2027 年产能供给仍将延续偏紧格局。2026 年 A 股中上游周期行业（煤炭、钢铁、化工、建材）、农业以及泛内需消费产业的新增产能供给（以资本开支增速和在建工程增速衡量）普遍呈现大幅下滑的格局，因此我们预计 2027 年乃至未来 2-3 年资源品的产能供给将延续紧平衡甚至紧缺的格局。综上，与市场共识不同，我们认为大宗品的战略价值中枢仍有较强上行动力，核心资源龙头股有望重估。

图18：发达国家原油战略储备快速下降



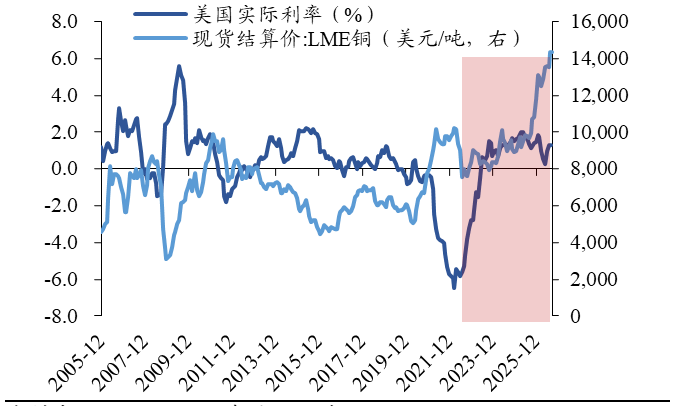
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图19：油价波动中枢随储备下降而抬升



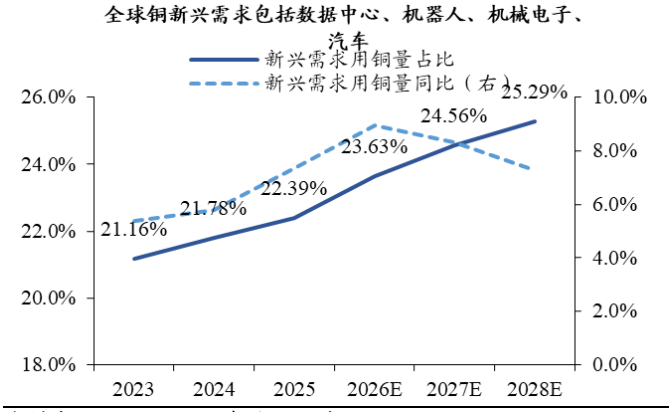
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图20：2022 年来铜价上涨开始脱离实际利率的约束



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图21：铜下游新兴需求占比快速提升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

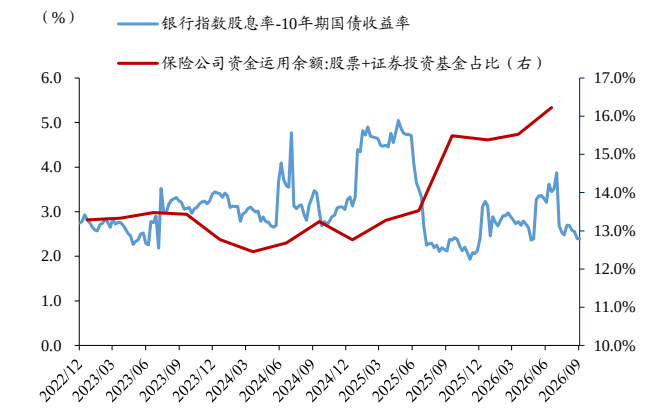
表6：2026 年中上游周期与消费行业新增产能普遍同比大幅下滑，预计 2027 年产能供给偏紧

申万一级	固定资产同比					资本开支TTM同比					在建工程同比					固定资产周转率				
	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	近5年历史分位	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	近5年历史分位	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	近5年历史分位	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	近5年历史分位
房地产	-7.8%	-6.3%	-10.2%	-10.4%	5.2%	-54.5%	-33.9%	-28.7%	-28.5%	42.1%	-20.2%	1.1%	3.1%	4.2%	100.0%	9.07	7.85	7.66	7.26	0.0%
煤炭	6.5%	8.8%	8.4%	19.2%	100.0%	26.5%	-9.6%	-12.3%	-17.9%	0.0%	28.2%	31.0%	27.1%	30.4%	94.7%	1.15	1.04	1.05	1.02	0.0%
石油石化	6.6%	7.8%	9.2%	8.9%	36.8%	-5.9%	-4.6%	-1.8%	-1.1%	42.1%	21.7%	-6.6%	-4.3%	-2.6%	36.8%	3.70	3.47	3.43	3.53	10.5%
有色金属	12.2%	13.7%	13.0%	12.7%	57.8%	-13.5%	7.4%	19.9%	27.2%	78.9%	-3.4%	-0.9%	3.6%	-1.4%	10.5%	4.02	3.97	4.32	4.50	84.2%
钢铁	3.7%	3.5%	3.3%	4.2%	68.4%	-11.5%	-3.3%	-8.9%	-14.7%	0.0%	-15.2%	-24.9%	-25.3%	-37.0%	0.0%	1.68	1.57	1.57	1.56	0.0%
基础化工	15.6%	15.0%	12.7%	8.6%	21.0%	-11.6%	-6.6%	-7.8%	-4.0%	63.1%	-15.9%	-19.7%	-13.3%	-10.3%	36.8%	1.55	1.50	1.54	1.60	21.0%
建筑材料	2.2%	2.3%	1.8%	3.4%	31.5%	-27.0%	-23.4%	-19.3%	-7.2%	63.1%	-10.7%	-20.9%	-19.4%	-35.8%	0.0%	1.18	1.12	1.12	1.08	0.0%
交通运输	4.6%	2.8%	3.2%	2.8%	10.5%	7.4%	8.3%	18.8%	31.4%	94.7%	0.3%	0.6%	3.6%	10.7%	100.0%	2.53	2.51	2.52	2.56	36.8%
公用事业	14.6%	13.0%	12.4%	13.0%	68.4%	12.9%	8.8%	7.8%	8.9%	31.5%	14.1%	18.5%	21.5%	17.0%	52.6%	0.47	0.45	0.45	0.44	0.0%
建筑装饰	7.1%	9.4%	9.1%	7.0%	15.7%	-2.6%	3.2%	9.5%	7.1%	63.1%	7.1%	-0.2%	0.6%	3.4%	26.3%	12.27	11.40	11.36	10.94	0.0%
环保	4.6%	22.6%	21.8%	22.4%	78.9%	-19.7%	-8.8%	-6.6%	-3.4%	57.8%	6.5%	11.7%	11.3%	4.2%	42.1%	1.79	1.50	1.55	1.60	10.5%
农林牧渔	3.9%	2.8%	1.5%	0.1%	0.0%	-16.6%	-7.8%	0.7%	-0.2%	84.2%	-30.5%	-35.3%	-22.5%	-16.4%	36.8%	2.89	2.80	2.87	2.85	26.3%
商贸零售	-0.7%	-2.9%	-2.1%	-3.2%	36.8%	-10.6%	10.2%	19.8%	13.3%	94.7%	-20.6%	-3.5%	-5.4%	-11.2%	36.8%	6.63	6.66	6.86	7.01	57.8%
纺织服饰	4.7%	1.3%	0.8%	-0.2%	5.2%	-21.6%	-13.0%	-7.5%	-2.7%	42.1%	-35.1%	-23.2%	-23.0%	-16.0%	36.8%	4.12	4.20	4.29	4.16	15.7%
食品饮料	7.3%	4.7%	3.8%	3.7%	0.0%	-4.9%	-15.6%	-18.0%	-19.4%	0.0%	-9.6%	-11.6%	-12.4%	-16.4%	10.5%	3.49	3.27	3.24	3.12	0.0%
医药生物	6.7%	6.6%	7.3%	4.5%	5.2%	-15.0%	-9.6%	-5.0%	-3.6%	57.8%	-12.5%	-11.6%	-12.9%	-10.8%	21.0%	3.74	3.58	3.63	3.65	10.5%
社会服务	8.5%	9.5%	8.5%	9.4%	57.8%	-6.4%	4.0%	13.8%	18.8%	73.6%	24.9%	12.4%	0.1%	3.7%	78.9%	2.87	2.84	2.87	2.89	94.7%
家用电器	12.5%	8.4%	6.5%	3.7%	0.0%	1.5%	-2.5%	-0.6%	0.1%	42.1%	-27.0%	-21.1%	-25.7%	-21.1%	15.7%	6.71	6.34	6.34	6.38	10.5%
汽车	11.3%	11.1%	9.2%	5.2%	15.7%	24.4%	23.4%	15.2%	-0.6%	21.0%	21.7%	27.7%	29.4%	19.2%	47.3%	3.95	3.84	3.91	3.95	26.3%
轻工制造	13.7%	14.4%	7.2%	3.1%	0.0%	1.8%	9.9%	11.0%	-7.1%	5.2%	-8.4%	-29.9%	-31.9%	-35.4%	0.0%	1.71	1.64	1.75	1.76	21.0%
美容护理	0.9%	-3.9%	-2.8%	-7.5%	0.0%	-15.3%	-21.3%	-21.9%	-23.7%	0.0%	-29.0%	-25.2%	-36.4%	-9.4%	21.0%	3.38	3.35	3.35	3.35	26.3%
电力设备	10.6%	8.5%	8.1%	7.5%	0.0%	-21.2%	-13.4%	-10.0%	-3.4%	36.8%	-13.9%	-7.8%	-2.8%	0.0%	36.8%	2.29	2.25	2.37	2.45	36.8%
国防军工	9.0%	10.1%	13.4%	12.9%	63.1%	-24.2%	-1.6%	8.4%	27.9%	63.1%	3.2%	1.4%	2.5%	28.7%	89.4%	2.86	2.91	2.85	2.84	63.1%
机械设备	10.7%	9.3%	9.2%	7.6%	36.8%	-1.4%	1.4%	0.9%	6.9%	57.8%	-9.6%	-10.4%	-13.3%	-10.3%	26.3%	3.19	3.05	3.12	3.18	15.7%
电子	-2.8%	8.6%	10.5%	14.0%	73.6%	-4.1%	16.8%	22.7%	27.7%	100.0%	14.7%	17.4%	15.0%	11.3%	52.6%	2.52	2.30	2.42	2.50	94.7%
传媒	1.8%	0.1%	-0.3%	-1.1%	5.2%	-17.7%	-16.0%	-10.8%	-20.4%	0.0%	-26.8%	-32.5%	-37.3%	-36.3%	5.2%	4.19	4.17	4.19	4.23	94.7%
计算机	11.0%	13.1%	17.0%	18.0%	89.4%	0.4%	2.5%	9.7%	17.7%	73.6%	-4.8%	-17.3%	-15.4%	-6.0%	21.0%	8.17	7.68	7.57	7.43	0.0%
通信	2.1%	0.4%	0.1%	-0.5%	0.0%	-9.4%	-4.0%	-5.8%	-4.2%	26.3%	-12.0%	-11.3%	-0.8%	-0.7%	31.5%	1.69	1.64	1.71	1.76	100.0%
综合	6.7%	-8.1%	-9.0%	2.4%	26.3%	22.5%	2.8%	-1.9%	106.3%	94.7%	-23.4%	-10.4%	12.3%	14.3%	78.9%	3.66	3.27	2.87	2.13	0.0%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究 注：表格中红色字体+红色染色的数值代表供给指标同比降幅超过 10%的观测值。

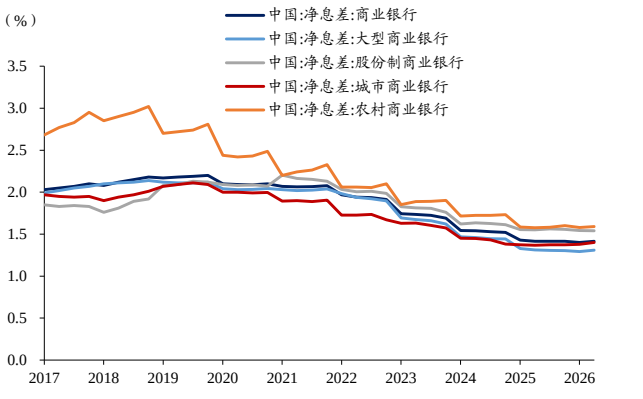
大金融与稳定：险资新规或提升红利资产配置意愿，银行净息差平稳有望持续贡献稳健分红。2026 年随着保险行业全面实施新会计准则，其资金运用余额中保险和证券投资基金占比显著提升。8 月 21 日，国家金融监督管理总局颁布新《保险公司资产负债管理办法》，明确将综合净投资收益覆盖率（过去三年净投资收益/过去三年负债保证成本）不低于 100%作为监管指标，其中净投资收益包括利息收入和分类为 FVTPL 金融资产的利息收入、股息红利收入，以及投资性房地产租金收入等，并扣除利息支出。我们认为该政策实施将进一步提升险资对高股息资产的配置意愿。与此同时，2026Q2 银行净息差保持平稳，城商行和农商行净息差环比回升，银行股分红有望保持稳定。考虑到红利和价值风格相对于科技和成长风格性价比处于历史高位，我们依然推荐增配金融等稳健板块。

图22：2026 年来保险资金股票证券投资占比显著提升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

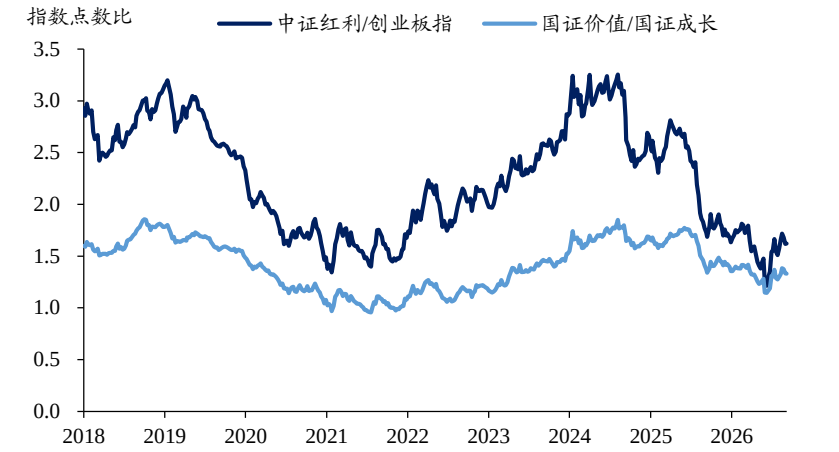
图23：2026Q2 城商行和农商行净息差环比回升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图24：红利和价值风格相对于科技和成长风格性价比处于历史高位



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 主题推荐：国产算力/能源转型/粮食安全/ AI4S

1、国产算力：算力网投资与运营商集采持续推进，国产超节点规模化落地及模型适配提速，看好国产算力软硬件产业链

投资建议：政策支持与 AI 推理需求扩张共振，国产算力规模化应用有望提速。“十五五”时期算力网建设持续推进，央企已建成投产 6 个国产万卡智算集群，中国移动启动 2026—2027 年超 2 万卡 AI 超节点集采，带动国产智算基础设施及配套设备需求。产业端，昇腾 950 千卡超节点相继落地北京、上海，DeepSeek 开源昇腾平台基础设施组件，国产芯片与大模型协同优化有望降低软件适配及推理成本。需求端，国内每日推理 Token 已达 500 万亿左右，Agent 及长上下文推理发展对算力规模、运行效率及成本控制提出更高要求。随着国产算力由硬件部署向规模化推理应用拓展，软硬件生态逐步完善，集群互联及系统级协同优化的重要性持续提升，国产算力产业链有望迎来需求增长与应用渗透率提升的双重驱动。

推荐：1、受益于国产算力需求增长的 GPU/AI ASIC；2、受益于超节点规模化部署的 AI 服务器/高速互联。

2、能源转型：新型电池产业化提速，储能出海与新能源装备升级共振，看好锂电池及新能源装备产业链

投资建议：新型电池产业化、储能出海与新能源发电技术升级共同催生投资机会。《新型电池产业发展“十五五”规划》明确全固态电池 2030 年初步实现规模化应用，关键材料及制造设备有望受益。阳江帆石 2GW 海风项目投运，18MW 风机规模化应用推动海缆及海工装备升级；大面积钙钛矿组件效率达到 23.5%，新型光伏技术产业化有望提速。全球能源转型及电力系统升级有望持续支撑新能源产业链需求。

推荐：1、受益于储能需求增长的储能系统/逆变器；2、受益于电力设备出海的变压器/海缆；3、受益于锂电技术迭代的锂电材料/固态电池设备。

3、粮食安全：超强厄尔尼诺加剧供给扰动，粮食安全战略持续强化，看好

下载日志已记录，仅供内部参考

生物育种与种业/农资链

投资建议：粮食安全政策持续加码，超强厄尔尼诺增加农业供给扰动风险。9 月 15—16 日，全国秋粮收购工作会议强调统筹市场化收购与政策性收储，完善粮食收储及流通体系。9 月 28 日，国家发改委刊载《加快农业农村现代化“十五五”规划》，部署新一轮千亿斤粮食产能提升行动、种业振兴及生物育种产业化，推动粮食单产提升与农业科技升级。10 月 8 日世界气象组织预计本轮厄尔尼诺于 12 月达到峰值，10 月 9 日国家气候中心确认超强厄尔尼诺形成，9 月 Niño3.4 区海温指数升至 2.94□。极端天气可能加剧全球农产品供给及价格波动，提升抗逆品种、农业防灾及稳产增产需求。
推荐：1、受益于种业振兴、生物育种产业化的种业龙头；2、受益于农业现代化与粮食单产提升的智能农机/农资链。

4、AI4S：政策支持与科技巨头布局共振，AI 药物研发向实验验证与数据闭环演进，看好 AI 制药及生命科学产业链

投资建议：政策支持与科技巨头布局共振，AI 药物研发向实验验证与数据闭环演进。《关于发展新质生产力的意见》明确提出以人工智能引领科研范式变革，推动概念验证、中试验证及科技成果转化。罗氏推进自主 AI 实验室建设，微软推出生物世界模型 Project Quine，Biohub 联合科技巨头扩大虚拟生物学计划，推动 AI 药物研发由分子设计向实验验证及数据反馈延伸。随着多模态生物模型及科研智能体发展，AI 有望提升候选分子筛选与实验迭代效率，带动 DNA 合成、蛋白表达及活性筛选等需求增长。产业端，金斯瑞 2026 年上半年生命科学业务收入同比增长 28.8%，其中 AIDD 相关业务同比翻倍，显示相关研发需求逐步释放。随着模型能力、专有数据及自动化实验体系持续完善，AI 制药商业化进程有望提速。
推荐：1、具备生物模型研发能力的 AI 制药平台；2、受益于 AI 赋能药物研发的头部创新药企；3、受益于实验需求增长的生命科学上游工具/服务。

图25：全球首个昇腾 950 液冷超节点



数据来源：解放日报

图26：中国移动启动 20480 卡 AI 超节点设备集采

产品名称	产品单位	需求数量
智能超节点设备	卡	20480
无损以太网交换机（RoCE交换机）	台	448
智算存储	套	72
布式文件存储	套	10

数据来源：C114 通信网

表7：算力网建设政策持续加码，国产芯片适配与重大项目投资协同推进

时间	会议／文件	主要内容

下载日志已记录，仅供内部参考

2026/10/9	中共中央、国务院《关于发展新质生产力的意见》	建设全国一体化算力网，强化人工智能算力供给。实施“东数西算”等工程，全面实施“人工智能+”行动，强化算力、算法、数据等高效供给。
2026/9/28	国新办“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会	央企加大算力网投资，推进国产智算集群建设。已累计建成投产 6 个国产万卡智算集群，2026 年围绕六张网计划安排投资约 2 万亿元，加强算力网与新型电网、新一代通信网协同融合。
2026/9/7	工信部《信息通信行业发展“十五五”规划》	加快全国一体化算力网建设，加大国产算力芯片适配力度。构建多层次算力设施体系，有序部署万卡、十万卡及以上智算集群，按需建设推理算力设施。
2026/9/2	国家发展改革委“六张网”重大项目协调推进机制会	完善政银企协作机制与项目库建设。加快六张网项目库建设，推动金融机构信息共享与投贷联动，向社会公开推介工程项目。
2026/8/25	国家发展改革委“六网协同”协调推进工作会	完善六张网投融资机制和支持政策。分类细化财政、金融、投资、价格等支持政策，推动建立适配不同项目类型的投融资机制。
2026/7/31	国务院常务会议	加快实施“十五五”重大项目，扎实推进六张网规划建设。强调扩大有效需求，加强新型电网建设的统筹协调和政策支持。

数据来源：中国政府网，国家发展改革委，工信部，国泰海通证券研究

表8：新型电池“十五五”规划明确全固态电池规模化目标，强化关键材料与高端设备攻关

重点领域	发展目标与方向	主要部署
总体目标	2030 年全固态电池初步实现规模化应用；长寿命锂电池循环寿命达 15000 次；头部企业产品缺陷率达 PPB 级	提升产业创新能力、产品质量及规模化应用水平
关键材料	突破先进电极材料、新型电解质及高端辅材	重点发展硫化物、卤化物固态电解质，高镍三元、锂金属负极等材料
制造工艺与设备	提升全固态电池工程化及高端设备制造能力	攻关干法电极、高精度叠片、等静压、智能检测等技术与设备
新型电池体系	构建以锂电池为主，钠电池、液流电池协同发展的产品供给体系	发展高安全、长寿命储能电池，提升钠电池性能及液流电池转换效率
应用场景	拓展新能源汽车、新型储能、低空装备及智能机器人等应用	推动电源侧、电网侧、数据中心及工业园区储能应用
产业配套	完善技术创新、标准及检测认证体系	推进全固态电池、钠电池标准研制，加强中试平台和产业链协同

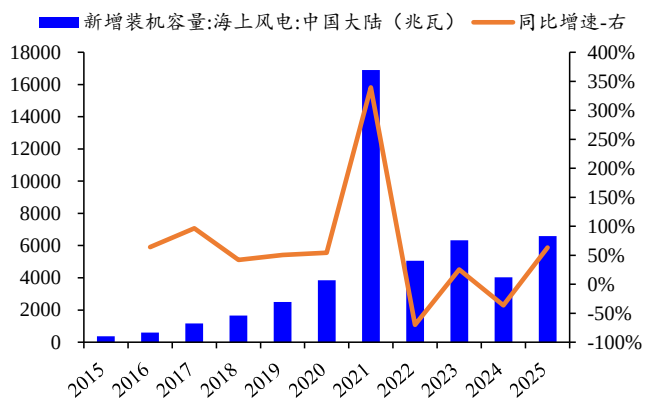
数据来源：工信部等七部门，国泰海通证券研究

图27：埃及独立储能项目首批发货暨全球启动仪式



数据来源：国轩高科

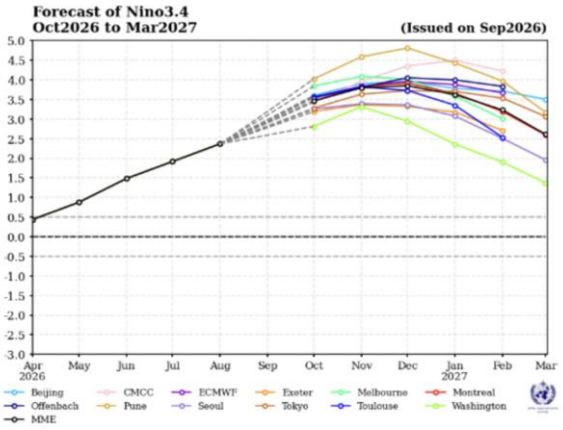
图28：25 年中国海上风电新增装机同比增长 63.3%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

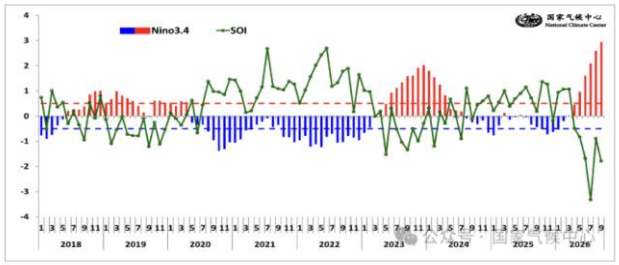
下载日志已记录，仅供内部参考

图29：厄尔尼诺预计于 2026 年 12 月达到峰值



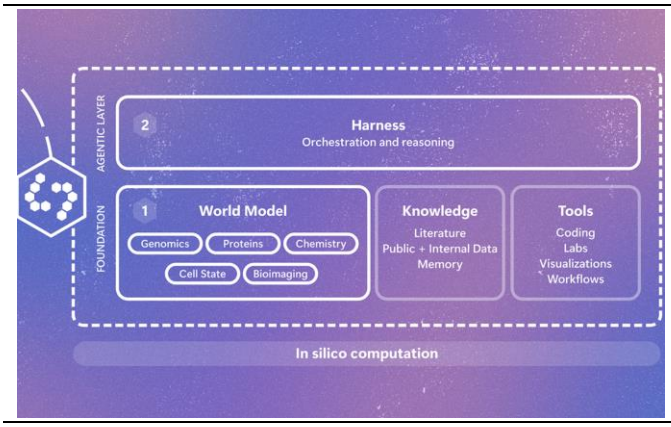
数据来源：世界气象组织

图30：Niño3.4 区海温指数快速攀升，9 月达到 2.94□



数据来源：国家气候中心

图31：微软 Quine 生物世界模型研发架构



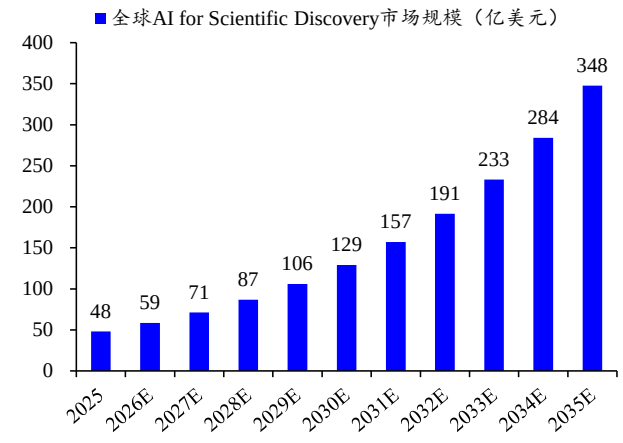
数据来源：微软

图32：Biohub 虚拟生物学计划参与方及主要能力

	参与方	主要能力	在体系中的位置
01	Biohub	湿实验、成像、细胞扰动、蛋白质和细胞模型	项目组织者与实验—数据闭环核心
02	DOE	超级计算、国家实验室、先进成像、自动化实验	大规模测量和计算底座
03	NIH	医学数据、知识库、数据标准和公共科研网络	人类疾病数据与治理基础
04	Meta	通用AI、原子模型、模型工程和算力经验	上游AI技术与产业合作方
05	Google DeepMind	蛋白质、基因组和科学AI模型	模型技术与数据合作方
06	Isomorphic Labs	面向药物发现的AI平台	将基础数据连接到药物研发
07	NVIDIA	加速计算、软件和技术支持	计算基础设施
08	科研联盟	细胞、蛋白质、基因组和疾病数据	数据来源、标准制定与验证

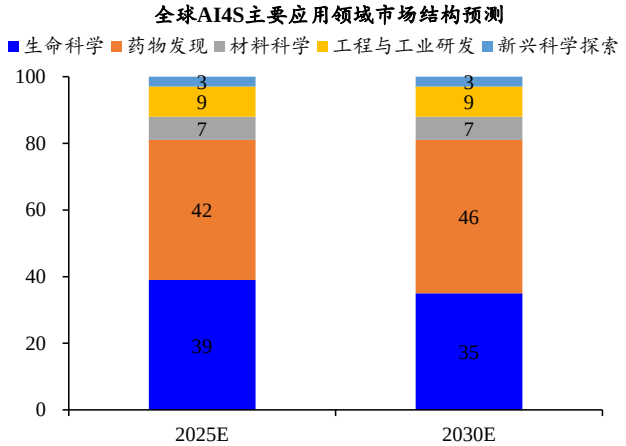
数据来源：明亮公司

图33：全球 AI 科学发现市场规模预计年均增长 22%



数据来源：Precedence Research，国泰海通证券研究

图34：AI4S 药物发现占比提升，预计 2030 年达 46%。



数据来源：Omdia Intelligence，Precedence Research，Grand View Research，MarketsandMarkets，国泰海通证券研究

5. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

海外经济衰退超预期。若全球经济放缓，或则通过外需传导至国内需求，致使经济预期回落。

全球地缘政治的不确定性。若伊美局势后续转化为长期全面战争，则对全球风险偏好形成抑制。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司是本报告所述中微公司(688012),海光信息(688041),寒武纪(688256),源杰科技(688498),中芯国际(688981)的做市券商。本报告系本公司分析师根据中微公司(688012),海光信息(688041),寒武纪(688256),源杰科技(688498),中芯国际(688981)公开信息所做的独立判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，本报告清晰准确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

投资建议的比较标准

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
	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
行业投资评级	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

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