

2023 年 10 月 27 日

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com
金倩婧 A0230513070004
jqj@swsresearch.com
林丽梅 A0230513090001
linlm@swsresearch.com
冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com
刘雅婧 A0230521080001
liuyj@swsresearch.com

研究支持

楼金灏 A0230122100003
loujh@swsresearch.com
林遵东 A0230122080008
linzd@swsresearch.com

联系人

楼金灏
(8621)23297818x
loujh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

稳增长、三季报，有什么值得期待？

——申万宏源关键假设表调整与交流精粹（2023 年 10 月）

本期投资提示：

- 2023 年 10 月 8 日，申万宏源研究所召开了体系协同的月度观点交流会，会上重点对近期稳增长政策效果、各行业的三季报预期、以及科技产业趋势进行分析展望，本次交流的亮点与主要观点如下：
- 【稳增长：城中村改造、化解地方债务风险方案有望逐步推出】地产分析师表示，十一假期期间，地产销售数据有所走弱，部分企业出现降价保量情况。整体看来，9 月以来地产政策的刺激效果尚不明显，核心原因是居民购买力预期尚未恢复。短期应重点关注城中村改造，一方面能够通过建保障房、回迁房等拉动投资，另一方面能通过货币化安置创造需求。城中村改造的落地或将带动 2024 年销售面积的小幅回升。宏观分析师认为，目前城中村改造金融工具尚未明确，关注未来 PSL 等工具能否为城中村改造提供融资支撑。策略分析师认为，化债有望加速推动，将在一定程度上为金融市场注入流动性。债券分析师表示，9 月内蒙古率先披露特殊融资债，四季度有望加速。第四轮化债将在措施上具有较强的区域针对性，有助于降低弱资质区域的债务风险，中短久期下沉策略仍有一定挖掘空间。银行分析师表示，政策性银行、国有大行和当地成长性银行或将成为金融化债主力。
- 【各行业三季报情况及 2024 年展望：三季报业绩整体预期平淡，关注 2024 年景气反转行业】医药分析师表示，在医药反腐等利空影响下，市场对于三季报预期较为谨慎，但公司业绩可能优于市场的悲观预期。2024 年医药行业有望实现景气反转：1）政策端利空出尽，未来在创新药支付等方面的利好值得期待；2）创新药出海进入关键时点，出海逻辑有望强化；3）在低基数效应下，2024 年业绩增速将持续回升。食品饮料分析师认为，行业延续弱复苏，三季报仍处于磨底阶段。白酒呈现出分化趋势，高端白酒、区域经济较优的地方酒企有望维持强势；消费升级与消费降级现象同时存在，利好 200-500 元价格带酒企。23Q4-24H1 有竞争力、品牌力的次高端酒企将率先恢复，由于白酒渠道杠杆处于低位，行业景气反转之时有望收获高单性。纺织服装分析师表示，服装三季度由于高基数增速放缓，但四季度增速在低基数效应下较为乐观。在欧美需求复苏带动下，24H1 出口型公司业绩恢复将更为强劲。军工分析师表示，主机厂与航发产业链业绩兑现能力较强，后续应关注中调落地节奏。2024 年将进入“十四五”规划后半阶段，军费使用有望维持高增速。电新分析师表示，风电方面，海风政策迎来破局，项目逐步落地，板块有望底部向上；光伏方面，未来半年仍处于产能出清阶段；新能源车方面，Q3 产业链排产趋势向好，但 Q4 环比提升幅度收窄，主要原因是 8 月车企价格战透支“金九银十”销量。有色分析师认为，新能源资源品及中游加工环节受制于供需格局恶化，三季报利润整体承压。半导体金属在进口替代+消费电子需求回升下，行业景气度修复。通信分析师表示，Q3-Q4 算力网络产业链订单逐渐兑现，业绩较上半年有提升；H2 运营商招标及大单数量较 H1 有所增加，设备环节增速将略好于 H1。计算机分析师表示，Q3 收入兑现延后，收入成本剪刀差逻辑将递延至明年兑现。传媒分析师表示，游戏业绩分化，广告环比改善，互联网平台有望超市场预期。
- 【科技：华为产业链、机器人、AI 产业链催化密集，建议密切跟踪产业发展趋势】机械分析师表示，近期傅里叶机器人预售、韩国斗山上市、亚运会机器人亮相，产业催化密集，继续推荐目前处于快速迭代硬件方案中涉及到的各类零部件。汽车分析师认为，华为手机带来进店客流量的爆发式增长，M7 销量超预期，未来有望稳定破万。电子分析师表示，华为手机回归体现中国半导体能力，发布会展现品牌调性升格，星闪强化华为生态能力，华为未来或将与苹果在高端化市场形成直接竞争，重新定义智能终端的创新者。
- 风险提示：政策推进不及预期、全球经济下行幅度超预期、地缘政治风险等。

目录

总量领域观点汇总.....4

宏观：经济“N型”复苏第三阶段开启.....	4
策略：中短期问题集中反映后，更可以蛰伏等待机会.....	4
港股策略：分母端扰动下降，港股战术反弹可期.....	4
金融工程：对权益维持乐观，建议配置消费相关行业.....	6
债券：资金面走向宽松，关注扰动减弱后的配置机会.....	6

各行业观点汇总.....6

1、金融地产.....	6
银行：三季报业绩底已现，基本面改善可期.....	6
非银：板块显著低配，政策信号积极.....	7
房地产：销售投资仍待修复，城改政策值得期待.....	7
建筑装饰：城改蓄势待发，建筑深度受益.....	7
2、材料业.....	8
石油&化工：周期持续修复.....	8
建材：短期博弈政策，长期关注转型.....	8
有色金属：看好滞涨周期中的黄金白银.....	8
煤炭：旺季需求有望持续改善，预计煤价将高位运行.....	9
公用事业：迎接电改新时代.....	9
电力设备：海风呼之欲出，锂电反弹可期.....	9
3、消费品.....	10
农业：养殖产能去化，关注行业周期性改善.....	10
食品饮料：白酒景气进入磨底阶段，大众品成本压力持续改善.....	10
医药：关注减肥药及创新药板块.....	10
4、制造业.....	10
机械设备：Q3业绩向好，建议关注顺周期+机器人+工程机械.....	10
国防军工：安全边际充足，中调有望加速兑现.....	11
轻工造纸：地产政策松绑，带动家居估值修复.....	11
家电：地产政策持续改善，关注三条投资主线.....	11
汽车：整车关注销量变化，零部件关注三条主线.....	11
纺织服装：去库接近尾声，复苏有望加速.....	12
专精特新：估值处于历史低位，关注流动性建设.....	12
5、服务业.....	12

社会服务：旅游进入淡季.....	12
交通运输：关注三季报后造船板块机会.....	12
6、信息化.....	12
传媒/互联网—AIGC：平价悦己消费复苏超预期.....	12
计算机：关注华为链公司机会.....	13
通信：重视算力+运营商+卫星互联网三大产业变化.....	13

总量领域观点汇总

宏观：经济“N型”复苏第三阶段开启

【GDP 为何好于月度经济指标表现？】三季度实际 GDP 增速（4.9%）明显好于市场预期（4.5%），我们持续强调的经济“N型”复苏第三阶段正式开启。但更重要的是分析为何季度 GDP 好于月度指标表现。

【学生贷款将如何影响美国居民消费？】美9月零售维持强势，美国学生贷款可能对每月美国名义 PCE 消费造成 0.1%-0.4% 的冲击，影响或不大。鲍威尔讲话暗示由于期限溢价提升，11 月可能按兵不动，但加息可能尚未结束。

【稳定汇率采取了什么新方式？】从7月以来人民币汇率波动明显收敛，央行对离岸市场的引导至关重要。但财政、发改委对离岸市场融资也开始深层次介入，其中财政下周离岸国债发行规模将创新高，另外发改委对企业在离岸市场融资特别是债券融资提供便利和支持，汇率稳定政策更趋向于货币、财政、产业相互配合的特征

策略：中短期问题集中反映后，更可以蛰伏等待机会

1. 调整是中短期问题的集中反映。短期问题：全球地缘政治扰动，避险情绪升温。中期问题：国内海外经济展望充满分歧，海外经济 24 年大概率弱于 23 年；国内经济 24 年五个“前高后低”，也没有明确的改善预期。仅依靠“经济 + 政策”看长做短，A 股可能就是震荡市。

2. 中短期问题在股价中集中反映，长中短期性价比已改善，市场内在稳定性逐步恢复。这种时候，更要心平气和，蛰伏等待一击必中的机会。若没有额外的重大宏观变化，市场可能回到弱势震荡市中。我们依然关注，以中美经贸摩擦缓和为前提，四季度有一波有效反弹。

3. 结构上，在宏观重大变化前，市场赚钱效应会在少数方向上轮动。短期可能是创业板相对沪深 300 赚钱效应收缩的阶段，稳定 A 股市场预期，中特估可能短期占优。而后续华为链景气持续催化，医药 24 年有困境反转预期，23Q4 可能反复有机会。若中美经贸关系阶段性改善，出口链(电子、汽车、工程机械)和核心消费可能成为行业轮动的重点方向。

港股策略：分母端扰动下降，港股战术反弹可期

港股盈利预期方面，在经历了对应相对疲弱的二季度宏观经济的中报季后，指数层面的盈利预期并未发生明显的下修现象。根据彭博一致盈利预期，8 月恒生指数的 2023 年盈利预期仅微幅下修 0.4%，恒生中国企业指数盈利预期仅下修 0.7%，二者几乎均保持稳定态势。而与此同时，鉴于大型科网股业绩持续超预期，恒生科技指数

2023 年盈利预期在 8 月录得 4.1% 的上行。分行业来看，以消费服务、传媒、电商为代表的新经济板块盈利预期上修的幅度领跑市场。整体而言，我们的市场影响因素三因子拆分模型（分子端的盈利预期、分母端的无风险利率和投资者风险偏好）显示，过去一个月市场的快速下行并非主要由于分子端的盈利预期所驱动，更多的下行压力来自于分母端两项的持续超预期。10 年期美债收益率近期强势升破 4.5% 的历史高位，这令当前恒指虽然从市盈率等估值指标角度看吸引力明显，但经无风险收益率调整后的隐含股权风险溢价 ERP 仅上行至 7.5% 左右的水平，距离 8% 这一历史上绝大多数时期悲观区间（如今年 5 月底的市场快速下行，ERP 曾经一度升至 8.2% 的水平，意味着后续仅靠投资者风险偏好的均值回归就可令市场出现一定反弹）的上沿水平仍有一定的距离。整体而言，当前港股已经进入了对分母端的变化更加敏感的阶段，若后续美债收益率和海外投资者对中国的风险偏好有一定改善，市场有望出现趋势性拐点。

值得注意的是，本轮海外投资者面对刺激政策的态度和去年年底有所不同。去年底的防疫政策优化其本质更多体现为分子端逻辑，即可以大致量化政策对宏观经济和企业盈利的影响。但过去两个月以来的各项政策则更多是分母端逻辑，对宏观经济和企业盈利的影响短期较难有量化的测算。故流动性方面体现为北向资金的持续流出，即海外投资者认为政策落地见效、宏观数据出现实际好转后再买入中国资产的右侧操作更好，因此港股亦受到了明显的资金流出影响。以 EPFR 统计的海外注册主动型基金对中国资产的配置资金来看，近期的单周净流出规模重新逼近去年 3 月和 10 月的水平。而南向港股通资金方面，我们认为可能存在一定的 ETF 扭曲现象，南向资金对市场的影响可能在近期有所高估：虽然南向成交占港股日成交的平均比例在近期已经攀升至约 18% 的高位，已经相当接近 2021 年初的水平，但若观察港股通活跃成交前 10 个股的成交占当日港股通成交比例可以发现，自去年 7 月 ETF 开通以来，这一比例出现了持续下降的现象。而南向资金在 ETF 通标的（如盈富基金）的持股则有明显的短线波段操作特征，并非 ETF 的长期持有者。故剔除 ETF 通资金后，港股通的个股长线投资占比则呈现出一定的下降趋势。近期各项宏观因素中，我们认为汇率对市场的支撑作用正在显现。无论是政策表态还是 CNH HIBOR 的快速上行，均显示 7.3 附近有较强的支撑。

当前港股已经进入对分母端更为敏感的时刻，体现为无风险收益率处于历史高位和投资者风险偏好处于较低水平。而与此同时，分子端的企业盈利则保持稳定，意味着在内部因素不出现非线性变化的背景下，短期市场更多由外部因素所主导。考虑到年底前后美联储有望实质结束本轮加息周期，美债收益率届时有望下行，且 7 月以来国内出台的各项刺激政策亦有望在年底有所见效，故我们认为当前市场更多体现为磨底，中长期而言性价比凸显，尤其是以恒生科技指数为代表的新经济。

虽然高股息板块在近期表现优异，但其普遍股息率已经回落至 7-8%，以当前港美元资金成本的视角看吸引力并不突出，因此我们认为相关板块，尤其是仅以稳定分红为主打的公司其股价弹性可能较为有限。我们建议逐步关注对经济复苏和海外资金回流更加敏感的科网、消费和与宏观经济联系更紧密的大金融板块。

金融工程：对权益维持乐观，建议配置消费相关行业

1) 经济、流动性、信用各指标观点目前与上期保持一致，对权益继续维持乐观，美国经济指标强劲、利率偏高，对黄金的观点转弱，增加商品、美股的配置。

2) 行业轮动组合：10 月份推荐配置消费相关行业，SEUE 因子得分前六的行业为家用电器、汽车、银行、轻工制造、纺织服装和社会服务

3) 量化择时：均线排列模型提示短期看空上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 以及国证 2000，长期也均看空。全 A 换手率、沪深两市成交额和北向净流入指标下跌，市场恐慌程度大幅上升，模型信号看空。

4) 行业景气：景气度已更新的行业中，10 月行业景气度上升的行业数量与下降数量相同，光伏，证券，工程机械，工业金属，水泥制造，汽车，钢铁环比上升。光伏行业景气度大幅走高主要体现在一致预期景气度环比上升 100%。

债券：资金面走向宽松，关注扰动减弱后的配置机会

央行加大投放呵护资金面，关注扰动因素减弱后的配置机会。在信贷仍偏弱+监管动机不强的背景下，资金面并不具备持续紧张的基础。在扰动因素减弱+央行操作生效下，资金面有望逐步向政策利率靠拢，耐心等待债券供给高峰与中美利差压力等扰动因素边际缓解后，利率曲线“牛陡”带来的投资机会。

城投债策略：特殊再融资债已来，10 月重点关注特殊再融资债落地情况。短期来看，供给端保持收紧且配置压力仍在，城投大幅回调风险较小，区域上可对支持力度较优的弱区域进行短久期适度下沉，或对江苏等债务管控较好区域进行区县级城投债收益挖掘，重点防范稳增长政策带来的估值回调风险。

产业债策略：由于宏观层面信用宽松，除地产外风险事件较少导致超额利差普遍下行，产业债缺乏明显低估的行业机会，即贝塔机会不足。下半年高等级拉久期增厚收益更为安全，关注煤炭、公用行业主体机会。

各行业观点汇总

1、金融地产

银行：三季报业绩底已现，基本面改善可期

当前正处在“市场悲观预期胶着”到“利空因素落地、配套政策落地催化”的左侧窗口，叠加四季度往往是机构资金寻求安全边际更高板块实现落袋为安的关键窗口，重视银行板块的绝对收益获利空间：

1) 政策面：银行板块已无额外利空。化解风险、让利告一段落、稳住经济的政策底明确。预期越悲观，板块在政策窗口期可期待的绝对收益空间就越可观。

2) 经济面：重点关注宏观经济数据的边际正向变化。关键指标 PMI 自 6 月见底以来连续 3 个月反弹，且 9 月已重回荣枯线上方。尽管银行财报指标变化滞后于经济，但历史多轮银行行情，都会前瞻性看到经济企稳复苏。

3) 基本面：三季报做实上市银行业绩底，优质银行有望在四季度率先开启利润表修复趋势。按揭利率下调、化债等对银行 2024 年业绩的影响已逐步从“悬而未决”化为“算得清”的明账。伴随后期经济稳步复苏，银行基本面改善同样不会缺席。

4) 个股层面继续聚焦“业绩加持的优质区域性银行”+“低估值高股息银行”两条主线：1) 有业绩成长额外加持的优质区域性银行水涨船高，积极增配绩优低估的优质区域性银行。2) 基于政策优化、风险化解、经济修复视角，低估值高股息策略下国有大行有望迎来修复。

非银：板块显著低配，政策信号积极

券商 1 显著低配 2Q23 券商板块主动权益基金重仓占比为 0.35%/qoq-21bp；2) 政策信号积极：8/18，证监会明确要落实“活跃资本市场、提振投资者信心”——揽子政策措施，后续政策加码可期；3 基本面改善 板块 1H23 归母净利润 yoy+14%。后续经纪修复增量政策持续落地，市场风险偏好回升，首推低估值高杠杆央企国企券商。

保险：1) 显著低配：2Q23 板块重仓比例仅 0.47%，处于历史底部。2) 经济预期回暖下保险资产端有望改善。资产端，利好政策频出下经济预期有望回暖，10 年期国债收益率回升，央行、国家金融监管总局《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，叠加“认房不认贷”政策，有望推动资产端风险化解，保险资产端预期预计将同步改善。3) 1H23 上市险企保费延续增长态势，1H23 上市险企寿险 NBV 均实现双位数增长。

房地产：销售投资仍待修复，城改政策值得期待

我国房地产需求端短期销售呈现超跌、但中期需求仍有支撑，而供给端呈现供给主体过度出清、中期行业供给亟待修复，预计供需两端政策仍将更加积极支持；并预计房地产行业销售也将逐步改善，并格局优化下优质房企成长空间打开，将受益于政策放松和格局优化双重利好。

建筑装饰：城改蓄势待发，建筑深度受益

随着国资委对央企考核体系的改变，将有效带动企业自身提质增效，同时在外部的变化中，央企凭借自身的竞争优势将大有可为，重点看好央企价值重估的投资机会。

2、材料业

石油&化工：周期持续修复

随着 23 年经济复苏，化工品需求回暖带动炼化价差修复，看好炼化行业景气上行。油价中枢维持高位，国企“中特估”加大股息分红，看好 PB 修复。

随着中国经济逐步复苏，美联储加息逐步进入尾声，叠加俄罗斯和沙特减产，油价有望震荡上行。建议从三方面布局：1）传统周期关注白马及细分龙头；2）长景气底部上行板块，受内需恢复及成本下降，轮胎产业链有望持续受益。氟化工制冷剂配额争夺结束，价格底部回升；3）消费电子景气修复，重点关注半导体材料、面板材料等。

建材：短期博弈政策，长期关注转型

当下市场仍然习惯在到底是坚持长期转型制造业和短期防风险（地产、基建）之间做单选题，故投资风格过度注重短期政策博弈，产业链股价波动较大。但我们认为，政策定力背后是对长期发展转型和短期防风险的双选题，因此投资选择需要更关注长期逻辑选方向，当下可以开始乐观：

（1）防风险：参考发达国家经验，房地产平台期出现后，产业链可持续机会的出现和格局的巩固来源于集中度提升，竞合模式下的收并购或优于真刀真枪的优胜劣汰，央国企在该逻辑下或较民企更具有确定性；

（2）长转型：在长期转型制造业背后全球供应链的重新分布是当下难以规避的挑战，也是一带一路的重要性不断提升的一大因素，与市场不同的观点是我们认为一带一路并非主题性投资，把握正确打开方式，是具有强估值消化能力的新弹性赛道。我们重申央企是 β ，而优势民企是 $\beta+\alpha$ 。

有色金属：看好滞涨周期中的黄金白银

首选黄金白银，滞胀环境下金价迎来大周期上涨，投资属性与工业属性共振下白银价格上涨，看好铜 2023-2024 年的持续成长机会。

黄金：美联储加息周期末期，美债长短利率持续倒挂，未来经济预期悲观，展望未来两年名义利率下行速度超过通胀，美国实际利率下行带动金价进入上涨周期。

白银：货币属性、工业属性、金银比三维共振，加息利空因素边际走弱，叠加高银浆单耗的 Topcon 光伏组件进入大规模投产期，白银价格有望进入高弹性上行周期。

铜：看好 2023-2024 年铜上涨，2022-2024 年全球铜矿新增供给有限，需求端新能源需求持续高增长，预期铜供需有望维持紧平衡，铜价有望迎来长上涨周期。工业硅：预计有机硅持续扩产将带动工业硅需求快速增长，工业硅供给端有效增量不足。

铝：铝终端消费受化工/石化/天然气行业资本支出上行周期拉动维持高景气，供需紧张下 23 年铝价有望维持高位。

煤炭：旺季需求有望持续改善，预计煤价将高位运行

动力煤方面，供给端，主产地安监仍相对严格，产量增加受限，叠加大秦铁路检修，供应持续偏紧；需求端，由于下游电厂库存偏高。港口库存方面，近期环渤海港区库存回升，下游电厂库存水平仍维持高位，但随着非电需求持续回暖和冬储供暖进度加快，预计动力煤价格高位运行。

炼焦煤方面，供给端，由于产地部分煤矿仍在停产，供应偏紧；需求端，由于国内铁水日产量维持在 245 万吨以上的高位，在需求的支撑下，焦煤价格预计将窄幅震荡。但考虑到钢铁下游需求不振，且年底及冬季或受限产影响，焦煤价格上涨持续性有待观察。

公用事业：迎接电改新时代

我国当前新一轮电力体制改革箭已在弦，现货市场改革大背景下，预计电力公司盈利能力将迎来巨大分化，投资框架亟需迭代。建议从电力供需格局、区域竞争格局、机组质量以及资产负债率四个维度筛选优质标的。不破不立，静待新能源收益机制理顺，碳市场是决定能源转型成败的胜负手，关注源网荷储差异化竞争公司。我们分析在新型电力系统框架下，在特定区域充分利用资源禀赋，按照源网荷储一体化模式运行的公司具备独特优势，实现差异化竞争。

广东竞配项目落地，江苏部分项目陆续启动，预示着我国海风行业基本面开始反弹，重点关注：（1）海缆环节：海缆作为海上风电为数不多的“通胀”环节，竞争格局良好，长期受益。（2）塔筒环节：行业景气度提升，有望迎来量利齐升的塔筒公司；（3）海上柔直环节：此外深远海风电项目有望陆续启动，柔直路线有望重点应用。

电力设备：海风呼之欲出，锂电反弹可期

近期中报预告陆续发布，储能、光伏板块多业绩高增，电动车风电环比改善，从市场表现来看，业绩超预期也未见到对股价的明显提振，市场对新能源增速盈利后劲的担忧仍在。我们认为下半年板块底部向上的核心催化，在于量的突破——经济形势企稳和外部环境和缓对应电动车的销量弹性，随硅料价格见底后的组件端降价对应电站装机的弹性，海风的招标重启和美国储能的装机接力。目前板块估值已回落至 20x，建议关注量的超预期以及新技术和个股强阿尔法机会。

3、消费品

农业：养殖产能去化，关注行业周期性改善

2023 年下半年养殖业产能继续去化。预计能繁母猪存栏量继续缓步减少，生猪价格在腌腊季节性需求下筑底抬升；2022/23 年白羽肉鸡祖代种鸡进口量下降开始在产业链逐步传导，在产祖代种鸡存栏量有所下降，并进一步向父母代种鸡传导。宠物饲料出口因海外库存消化逐步回升。

食品饮料：白酒景气进入磨底阶段，大众品成本压力持续改善

短期看，白酒行业景气处于磨底阶段。中期维度，8-9 月宏观经济数据已现企稳信号，展望年底及明年，在稳增长政策和经济内生修复的双重作用下，消费需求有望企稳回升，行业也有望进入景气复苏通道。现阶段，我们继续看好高端酒、强区域龙头，中期更关注具备长期竞争力、且调整较充分的底部品种。大众品，成本压力已逐步缓解并将继续改善，需求恢复尚需时间，当前看好两类公司，一类是调整较充分、估值处历史低位、分红率可观的龙头公司，二是行业成长空间广阔、公司本身治理优秀且能积极捕捉消费者和渠道的变化、创新产品和销售模式，估值/市值相对合理的成长品种。

医药：关注减肥药及创新药板块

(1) 近期多家上市公司已披露三季度经营数据/业绩预告，建议关注三季度业绩可能超预期表现的公司；(2) 全球减肥药市场规模不断扩增，建议关注减肥药物生产产业链相关公司；(3) 下半年创新药出海有望集中兑现，建议关注创新药公司。

4、制造业

机械设备：Q3 业绩向好，建议关注顺周期+机器人+工程机械

机械

机床&刀具：从机床和刀具公司月度订单追踪来看，Q1 月度环比持续改善，Q2 订单环比持平甚至略降，Q3 订单环比持平，部分公司出货及订单小幅改善。随着制造业开工率改善，刀具进入补库阶段，机床进入交付旺季，下游需求有望迎来拐点。

机器人：人形机器人产业化进程持续推进，四季度催化不断。展望四季度，Optimus 将于 11 月份进行行走测试，同时国内机器人将陆续实现应用场景落地，产业趋势愈加明确。远期空间大。

工程机械：周期拐点临近，布局正逢其时。工程机械板块经历 3 年下行周期，股价已处在相对低位，下游需求已经出现边际回暖信号，我们判断随着施工强度逐步恢复，工程机械更新周期有望推动新机销售新一轮上涨。

激光：国内产业链日趋完善，重视年内景气拐点。

仪器&视觉：高校投资力度空前，科研仪器采购扩容。

国防军工：安全边际充足，中调有望加速兑现

首先，市场预期军工订单逐渐落地中，中调有望加速兑现，公司有望迎来利好；其次军工估值和配置处于较低位置，下行空间有限最后，外部地缘事件关注逐渐提升，带来军工需求确定且持续。建议配置订单直接获益的主机厂和超跌的电子类公司。

轻工造纸：地产政策松绑，带动家居估值修复

家居：期待后期地产销售政策松绑、保交楼及城改等具体措施推进，带动家居行业估值从底部向上修复，23 年竣工改善形成业绩支撑，配置低估值优质家居龙头；长期看好存量房扩容，龙头多品类多渠道流量扩张，集中度提升逻辑。

造纸：短期看行业盈利触底，推荐具备 Alpha 的细分赛道和头部公司；中长期管理效率和产业链一体化布局优势企业持续整合市场；CCER 审批窗口开放在即，碳交易市场空间广阔，关注林业碳汇主题性投资机会。

出口：汇率原材料价格等外部环境均边际改善，推荐收入端即订单同样在边际改善的低估值品种。

轻工消费&包装：必选消费需求逐步恢复，龙头企业通过产品、渠道和品牌力强化，打造核心竞争力，实现对市场的持续整合；规模效应叠加原材料降价趋势，提升盈利能力。

家电：地产政策持续改善，关注三条投资主线

从 7.21 住建部推进老旧小区改造，到 7.24 政治局会议未提及“房住不炒”，再到 7.27 住建部再发文降首付&利率、税费减免以及“认房不认贷”，8 月以来“四限”政策大幅松绑，地产政策风向已经大幅反转。

我们重申家电三条投资主线：

- 1) **地产链**：2022 年 11 月 28 日，房地产股权融资再政策落地，完善了“信贷+债券+股权”相结合的多方位融资政策，标志着房地产供给端的进一步放松，白电和大厨电板块具有较强的后地产属性，相较于其他品类两者需求与地产相关性更大。
- 2) **新消费**：成长性板块估值经历回调，产品迭代创新可期。
- 3) **上游核心零部件**。

汽车：整车关注销量变化，零部件关注三条主线

整车方面，短期建议首先关注各家主机厂销量边际变化，而长期来看全球化与智能化将成为行业竞争的下半场。

零部件方面，关注强 α 三条主线：①舒适性及智能化等高感知价值的普及；②特斯拉、华为等产业链配套机会；③机器人产业的能力外溢。

纺织服装：去库接近尾声，复苏有望加速

服装：9月服装社零+10%、环比提速，国庆动销旺盛为Q4奠定良好开局，看好旺季催化及低基数下服装品牌加速复苏。

纺织：下游品牌客户去库存已接近尾声，全年预计逐季环比改善、前低后高；看好运动制造链的恢复弹性。

专精特新：估值处于历史低位，关注流动性建设

北交所PE处于历史最低水平。本周北交所市场下跌除股市系统性风险之外，市场普遍关注首批北证主题公募基金开放申赎问题。我们认为，流动性匮乏是本次市场下跌的重要原因，北交所二级流动性建设应该放到更重要的高度。

5、服务业

社会服务：旅游进入淡季

我们认为长期节假日带动的文旅消费集中式爆发或告一段落，旅游景区及酒店配套设施的经营进入淡季期，但长期来看消费者对于体验式消费的偏好增强，旅游刚需属性增强推动文旅行业发展。

交通运输：关注三季报后造船板块机会

造船：重视三季报后造船板块机会。新造船价格持续上涨报175.9点，上涨0.2维持上行趋势，关注Q3业绩预期影响后的机会。扬子江船业集团合资船厂扬子三井造船订造2艘40000立方米LPG/氨运输船。Lavinia Bulk在青岛扬帆订造4艘，扬州中远重工订造2艘82000dwt散货船。Q3中船交付的船仍为2021年上半年之前签约的相对低价船为主，但整体均价相比上半年有所改善，关注船舶板块三季报毛利率改善情况。高价订单交付仍需时间，务必重视三季报-年报间隔期间的估值修复机会。

6、信息化

传媒/互联网—AIGC：平价悦己消费复苏超预期

互联网平台和传媒行业中满足“平价/低价+悦己+出海”特征的公司构成消费中最有活力的部分。以小确幸为特点的平价悦己消费（游戏、短视频、电影、线下演出、潮玩、生活服务等等）、平价大众消费、布局出海（如B2C性价比电商、短视频、游戏、潮玩等）2023年景气复苏超市场预期。

生成式 AI 等科技创新有望实现更多 TOB、TOC 应用的创新，如通过改变人机交互方式，重塑流量入口的格局；也将实现内容产业生产力革命。

短期看，在避险情绪明显的背景下，传媒部分高股息标的具有吸引力。

后续关注：海内外 AI 产业的进展（1）海外除了微软+open AI 外，亚马逊+Anthropic、Meta、Alphabet、特斯拉更多公司动作频频，竞争加剧，也会拉动算力需求，推动算法、应用的升级。（2）等待更多 AI 应用爆款的出现。

计算机：关注华为链公司机会

1) 华为链计算机机会全梳理！产业链 5+ 环节变化，机会很大。软件生态和自研划分高关注，盘古为例，底层自研上层生态。2) 计算机行情要来自中大市值公司，它们业绩较为重要。从 ERP 管理软件 2 家/AI 安防 3 家 Q3 看，顺周期在恢复。预计 2024 年计算机或有惊喜！收入超过 10% 增长成本仅约 4%（最低点 6-7 月）。3) 推理大模型生态是新事物，如 amd 收购 nod.ai 和英伟达 tensorRT- LLM。医疗多模态也值得关注。

通信：重视算力+运营商+卫星互联网三大产业变化

1) 市场热议新管制变化下算力产业链影响，AC/S IFR 删除“互连带宽”作为识别受限芯片的参数，实际上网络在算力中仍是重要短板环节。华为链重大机会，除芯片硬实力外，芯片板卡互联、设备互联、液冷等方案都是性能提升的关键环节，国产算力体系若 pk 性能大规模组网，提振光通信、RoCE 等器件/设备需求。

2) 三季报情况，运营商继续稳健成长，此外运营商作为 ICT 产业链长，是国产算力生态的引领者，其通算/智算/超算体系和算网融合建设有望提速！继续重视运营商主线的配置机会，尤其政企业务、数据相关催化。

3) 继续强调重视卫星互联网产业链变化，与 6G/5.5G 交集。5.5G 变化集中体现在天线/射频/滤波器等相关环节，扩散 5G 宏站/小基站等后续投资，且向 6G 的延伸尤为重要。国内地轨卫星互联网两条重要路线，在“卫星互联网业务准入制度改革”指导下，均指明了卫星制造（载荷、地面等）确定投资方向。

表 1：申万宏源研究关键假设表（2023/10/8）

申万宏源研究关键假设表-KAT	最新预测							
	2023/10/8							
一、中国市场宏观策略类指标	2023.1Q	2023.2Q	2023.3Q	2023.4Q	2024.1Q	2024.2Q	2024.3Q	2024.4Q
1.1 经济总量								
GDP：实际（%，当期）	4.50	6.30	4.50	5.40	4.50	4.50	4.10	4.20
工业增加值增速（%，当期）	3.00	4.50	4.30	5.90	4.30	4.50	4.00	4.00
固定资产投资增速（%）	5.10	3.80	2.90	3.50	3.00	4.50	4.30	3.60
制造业投资增速（%）	7.00	6.00	5.90	4.90	1.50	4.90	4.70	3.30
基建投资增速（%）	11.20	10.90	9.90	6.60	-2.10	1.60	5.70	10.60
房地产投资增速（%）	-5.80	-7.90	-9.20	-8.00	-5.20	-6.10	-8.80	-12.50
服务业投资（%）	9.50	8.10	7.90	12.60	19.10	17.30	16.80	13.60
发电量增速（%）	2.40	6.39	6.50	6.50	5.00	5.00	-	-
出口（%，当期，美元计价）	0.50	-4.70	-10.20	5.40	-0.40	-1.10	-2.10	-14.10
进口（%，当期，美元计价）	-7.10	-6.50	-7.90	0.80	0.10	-5.30	-4.10	-15.50
社会消费品零售总额增速（%，当期）	5.80	10.70	3.60	9.60	2.90	6.70	5.60	2.90
网络购物市场规模增速（%）	9.00	17.00	10.00	12.00	13.00	10.00	8.00	7.00
居民消费价格指数（CPI，均值，%）	1.30	0.10	-	0.40	0.90	1.20	1.00	0.60
生产资料价格指数（PPI，均值，%）	-1.60	-4.50	-3.40	-2.20	-0.90	0.80	1.80	1.20
1.2 信贷与杠杆								
当年全社会融资总量（万亿）	14.50	7.00	7.10	5.50	12.80	8.50	7.30	5.90
人民币贷款余额增速（%）	11.70	11.20	10.90	10.40	9.00	9.00	9.30	9.20
中长期信贷余额（%）	12.60	12.90	11.90	11.30	9.90	9.40	9.60	9.90
中证800杠杆率（剔除金融）	-	-	-	-	-	-	-	-
M2（%）	12.70	11.30	10.30	8.80	6.50	6.20	7.00	8.60
M1（%）	5.10	3.10	2.10	4.00	1.10	1.90	3.80	4.40
1.3 财政								
财政总收入（%，当期）	0.50	31.70	-0.40	-4.50	7.50	5.20	3.40	3.20
300城土地成交面积（平米）	-23.00	-37.00	-20.00	-15.00	3.00	8.00	8.00	10.00
财政总支出（%，当期）	6.80	1.00	5.10	9.30	3.60	4.80	6.80	8.60
1.4 利率								
存款准备金率（%）	9.25	9.25	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20
一年期MLF利率（%）	2.75	2.75	2.75	2.75	-	-	-	-
一年期银行理财产品预期年收益率（%）	2.85	2.82	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
一般贷款加权平均利率（%）	4.53	4.48	4.46	4.43	4.40	4.40	4.40	4.43
10年国债收益率（%）	2.88	2.74	2.63	2.60	2.55	2.50	2.45	2.60
1年和10年国债利差（bp）	68.00	68.00	71.00	65.00	70.00	80.00	90.00	60.00
银行7天回购利率（%）	2.35	2.10	2.00	2.00	2.20	1.90	1.60	2.00
3年期AA企业债和国债利差（bp）	129.00	115.00	105.00	90.00	90.00	90.00	80.00	110.00
1.5 汇率								
美元指数（期末）	102.00	103.00	106.00	102.00	100.00	99.00	97.00	95.00
欧元/美元（期末）	1.09	1.08	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
美元/日元（期末）	132.00	143.00	150.00	145.00	140.00	135.00	130.00	125.00
人民币/美元（期末）	6.87	7.26	7.30	7.30	7.30	7.30	7.10	6.90
1.6 盈利估值								
工业企业利润增速（%）	-21.40	-16.80	-11.50	-8.00	0.20	2.50	1.50	0.30
A股非金融石油石化净利润累计同比（%）	-4.13	-7.64	-9.15	-7.85	4.87	6.10	7.35	9.47
中证800净利润增速（%）	3.34	-1.83	-2.25	-1.89	-0.63	2.60	3.85	5.97
HSCEI指数净利润增速-自上而下（%）	5.00	20.00	15.00	11.00	8.00	10.00	-	-
股权投资风险溢价（%）	5.20	5.40	5.65	5.40	5.55	5.60	5.30	5.20

资料来源：申万宏源研究

表 2：申万宏源研究关键假设表（2023/10/8）

申万宏源研究关键假设表-KAT	最新预测							
	2023/10/8							
二、中国市场产业指标	2023.1Q	2023.2Q	2023.3Q	2023.4Q	2024.1Q	2024.2Q	2024.3Q	2024.4Q
2.1 消费品								
生猪价格（元/公斤，均价）	14.97	14.57	15.97	17.20	15.00	14.50	16.00	18.00
白酒销量增速（%）	15.00	17.00	12.00	10.00	12.00	10.00	-	-
医药工业总产值同比增速（%）	-3.30	-3.00	-3.00	0.00	5.00	5.00	5.00	5.00
基本医疗保险支出（%）	25.00	15.00	10.00	15.00	10.00	10.00	10.00	10.00
2.2 金融地产建筑								
A股上市银行不良贷款率（%）	1.27	1.27	1.27	1.26	1.25	1.24	1.24	1.24
A股日均股基成交额（亿元）	9,880.00	10,600.00	10,720.00	10,548.00	10,908.00	11,892.00	10,615.00	11,392.00
保费收入增速（%，不含万能险）	7.60	6.20	5.10	5.00	7.30	-4.90	8.80	9.40
全国已开工未售库存去化月数（月）	11.30	11.30	11.30	11.30	11.20	11.30	11.40	11.50
房地产销售面积增速（%）	-3.00	-22.00	-13.90	2.00	3.00	3.00	5.00	8.00
房地产新开工面积增速（%）	-19.20	-29.60	-19.60	-10.00	-10.00	-8.00	-5.00	-3.00
对外工程承包完成额增速（%）	9.20	-6.20	-2.40	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
2.3 制造业								
空调销量增速（%）	19.10	25.80	18.40	14.10	-6.20	-11.70	-8.70	-6.60
家具销售收入增速（%）	4.60	2.90	6.00	8.00	8.00	6.00	7.00	7.00
铁路固定资产投资增速（%）	-	-	-	-	-	-	-	-
全球新船订单量（载重吨）	-	-	-	-	-	-	-	-
国防支出增速（%）	-	-	-	-	-	-	-	-
汽车整车销量增速（%，当期）	-6.70	22.00	0.80	7.00	10.00	8.00	4.00	3.00
重卡销售增速（%，当期）	4.00	50.00	35.00	15.00	-	-	-	-
全球新能源汽车销量增速（%，当期）	24.00	43.00	20.00	10.00	14.00	22.00	19.00	18.00
国内新能源汽车销量增速（%，当期）	27.50	62.00	25.00	17.00	19.00	24.00	17.00	16.00
2.4 现代服务业								
百家百货线下零售额增速（%）	-	-	-	-	-	-	-	-
波罗的海干散货运价指数（BDI，均值）	1,011.00	1,313.00	1,193.00	1,700.00	1,300.00	1,300.00	1,500.00	1,800.00
中国出口集装箱运价指数（CCFI，均值）	1,087.00	938.00	876.00	800.00	700.00	700.00	800.00	700.00
中等职业教育入学率（%）	46.30	46.30	46.30	46.30	47.50	47.50	47.50	47.50
高等职业教育入学率（%）	44.10	44.10	44.10	44.10	45.40	45.40	45.40	45.40
体育产业增加值占GDP比重（%）	-	-	-	-	-	-	-	-
机构养老新增床位（千张）	-	-	-	-	-	-	-	-
国内旅游人次增速（%）	147.00	187.00	238.00	340.00	61.00	34.00	20.00	19.00
出境旅游人次增速（%）	205.00	333.00	293.00	318.00	155.00	56.00	71.00	63.00
2.5 信息化								
三大运营商资本开支增速（%）	-	-	-	1.00	-	-	-	1.00
互联网广告市场规模增速（%）	2.30	8.10	10.00	10.00	10.00	10.00	-	-
中国总票房收入增速（%）	7.00	119.00	74.00	68.00	10.00	10.00	-	-
半导体设备产商资本支出增速（%）	-	-15%	-	-	-	15%	-	-
计算机上市公司薪酬增速（%）	5.00	4.00	4.00	4.00	6.00	7.00	7.00	9.00
计算机上市公司的营收增速（%）	-3.00	1.00	4.00	6.00	10.00	10.00	7.00	6.00
2.6 原材料								
螺纹钢现货价格（元/吨，均价）	4,150.00	4,200.00	4,200.00	4,300.00	-	-	-	-
全国平均425水泥价格（元/吨，均价）	-	-	-	-	-	-	-	-
黄金价格（美元/盎司，均价）	1,850.00	1,950.00	1,920.00	1,900.00	1,950.00	1,990.00	2,150.00	2,100.00
铜价（元/吨，均价）（长江现货市场）	68,000.00	66,000.00	68,000.00	66,000.00	67,000.00	69,000.00	73,000.00	77,000.00
铝价（元/吨，均价）（长江现货市场）	17,800.00	18,000.00	18,900.00	19,300.00	18,000.00	18,200.00	18,500.00	17,700.00
2.7 能源环保								
河北唐山焦精煤出厂含税价（元/吨，均价）	2,700.00	2,850.00	2,160.00	2,300.00	2,250.00	2,150.00	-	-
天然气表观消费量增速（%）	-	-	-	-	-	-	-	-
环渤海动力煤价格（元/吨，均价）	1,150.00	1,200.00	865.00	1,100.00	1,050.00	980.00	-	-
Brent原油（美元/桶，均价）	78.00	82.00	86.00	95.00	92-93	85.00	88.00	90.00
电源基本建设投资完成额累计同比（%）	55.20	55.00	40.00	30.00	-16.00	-12.00	-	-
电网基本建设投资完成额累计同比（%）	7.50	10.00	7.00	5.00	6.00	7.00	-	-
全国发电设备累计平均利用小时	868.00	1,733.00	2,799.00	3,687.00	868.00	1,733.00	-	-
光伏发电设备利用小时数	303.00	380.00	360.00	320.00	300.00	360.00	-	-
风电发电设备利用小时数	615.00	660.00	450.00	550.00	600.00	640.00	-	-

资料来源：申万宏源研究

表 3：申万宏源研究关键假设表（2023/10/8）

申万宏源研究关键假设表-KAT	最新预测				2023/10/8			
	2023.1Q	2023.2Q	2023.3Q	2023.4Q	2024.1Q	2024.2Q	2024.3Q	2024.4Q
三、全球资产配置类指标								
3.1 经济总量								
全球GDP增速（%）	1.5	3.3	2.7	2.5	0	0	0	0
美国GDP增速（%）	1.8	2.5	2.3	1.8	1.2	0.7	-0.4	0.1
欧元区GDP增速（%）	1	-0.5	0.6	0.8	1	1	1	1
OECD国家GDP增速（%）	1.1	0.2	0.2	1.1	0	0	0	0
日本GDP增速（%）	2	1.3	1.6	1	0.8	0.8	0.8	0.8
金砖四国GDP增速（%）	2.6	5.9	4.4	3.6	0	0	0	0
世界贸易量增速（%）	-1	2.5	1.5	1	0	0	0	0
3.2 财政								
四大央行合计总资产总额增速%（美联储、欧央行、日本央行、英国央行）	0	0	0	0	0	0	0	0
中国债务率（债务/GDP）	306.5	306	309.7	311	318.4	318.1	320.1	321.1
美国债务率（债务/GDP）	254.4	253.4	252.4	251.4	253.4	256.4	259.4	262.4
日本债务率（债务/GDP）	417	418	419	420	421	422	423	424
3.3 利率								
美国的基准利率（%）	5	5.25	5.5	5.75	5.75	5.75	5.5	5
德国的基准利率（%）	3.5	3.75	4	4	4	3.75	3.5	3
日本的基准利率（%）	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0	0	-0.1
美国10年期国债利率（%）	3.65	3.57	4.15	4.5	4.2	4	3.8	3.5
德国10年期国债利率（%）	2.34	2.38	2.58	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
日本10年期国债利率（%）	0.46	0.44	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
3.4 盈利估值								
SP500净利润增速（%）	10	8	8	7	0	0	0	0
新兴市场MSCI指数净利润增速（%）	-5	8	5	3.5	0	0	0	0
Stoxx600净利润增速（%）	-10	-6	0	2.5	0	0	0	0
日经225净利润增速（%）	-3	-1	1	-1	0	0	0	0
SP500PE（TTM）	18	18	18.5	19	18	18	19	19
新兴市场MSCI指数PE（TTM）	11	12	13	14	13	13	14	15
Stoxx600PE（TTM）	13	13	14	15	14	15	15	16
日经225PE（TTM）	26	24	20	20	19	18	19	20
3.5 信贷与杠杆								
SP500杠杆率（总资产/净资产）	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
新兴市场MSCI杠杆率（总资产/净资产）	1.4	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
Stoxx600负债率杠杆率（总资产/净资产）	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
日经225负债率杠杆率（总资产/净资产）	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。