

## 宏觀經濟

### 到底要不要加息？——從歷史經驗看當前的加息條件

從去年四季度以來，中國央行貨幣政策的重心就逐漸轉向了去杠杆、抑泡沫，今年年初以來更是連續上調逆回購、SLF、MLF 等操作利率。一直以來最具政策含義的存貸款基準利率卻許久未動，那麼存貸款基準利率是否應該上調？什麼因素會觸發存貸款的“加息”？又該如何理解央行短期操作利率的上調和影響？本報告從歷史上中國的加息經驗出發，分析了這些問題。

歷史上的加息看什麼？過去 20 多年，中國的貨幣政策主要決定於自身經濟基本面。中國央行從 98 年起就開始重點將 M2 增速作為貨幣政策調控的中間目標，但由於 M2 創造主要通過信貸途徑完成，而信貸增長又與經濟基本面的冷熱程度高度相關，所以央行貨幣政策的鬆緊主要還是看以經濟增速、通脹為代表的基本面因素。由於之前我國資本管制嚴格，且長期面臨的是資本流入的壓力，所以匯率等外部因素給貨幣政策帶來的壓力並不大。如果按照存貸款基準利率來衡量，90 年代後中國央行主要有三個加息階段。分別是 93-95 年、06-08 年以及 10-11 年，而每次配合使用的貨幣政策工具卻有所變化。在 90 年代初期經濟過熱，加息主要是上調存貸款基準利率；到 06-08 年的加息週期，雙順差背景下外占激增導致貨幣投放方式發生變化，央行不僅上調存貸款基準利率，還密集提高了存款準備金率；而 10-11 年，通脹壓力升溫，再度提高存貸款基準利率和準備金率。

當前具備加息條件了嗎？經濟通脹並不支持加息。2011 年起我國人口結構就出現拐點，GDP 增速不斷下滑。本輪地產、基建帶動經濟短期回暖，未來仍有下行壓力。從通脹來看，2 月 7.8% 的 PPI 同比增速或是年內的頂點，年內 CPI 同比高點或也不會超過 2.5%，所以今年通脹並不是太大的問題。加息或為抑制資產泡沫。中國房價處於橫向和縱向比較的高位，而本輪房價飆升主要依靠加杠杆，儘管關於央行要不要管理資產泡沫還存在爭議，但如果任由房地產泡沫進一步膨脹，未來會越來越危險，為了抑制資產泡沫而選擇加息也有一定必要。外部因素也可導致加息。如果美國年內加息節奏放快、甚至縮表，在資本專案不斷開放的背景下，中國央行也可能需要被迫跟隨加息。

短期利率上調是加息嗎？短期操作利率上調重點在於金融去杠杆、防風險。近幾年我國銀行業、尤其是中小銀行主動負債驟增，通過同業存單和表外理財迅猛擴張規模，一方面資產端激進擴張導致銀行承擔的信用風險上升，房地產泡沫膨脹；另一方面銀行資產、負債期限錯配搏取高收益導致流動性風險飆升。央行提高短期資金成本，意在從負債端倒逼金融業去杠杆、防範金融風險。短期利率上調相當於變相加息，助於抑制資產泡沫，不過也增加經濟下行壓力。央行短期貨幣利率的上調也會影響債券市場的利率，而銀行業資產端主要配路的就 是債券和貸款，所以比價效應下利率上調也會向實體經濟貸款傳導，間接抑制房地產泡沫的進一步膨脹，但也增加了經濟下行壓力。

但是最具政策意義、對實體經濟影響最直接的還是存貸款基準利率，央行究竟要不要上調存貸款基準利率？總結來看，雖然實體經濟和通脹並不支持存貸款利率上調，但抑制泡沫、應對美國加息又會增強央行加息的動機。本輪貨幣政策內外環境驟變，經濟進入新常態，加息又會增加經濟下行壓力，甚至導致資產泡沫破滅。所以複雜形勢下，央行實際上面臨著多難困境，具體加不加息，且看央行如何選擇。

### 三次加息後，縮表還遠嗎？——美聯儲縮表進度和影響分析

美聯儲 3 月議息會議紀要顯示，美聯儲官員已經開始討論縮減其金融危機以來持續擴張的資產負債表。美聯儲為何要縮表？進度和方式會如何？影響有多大？

聯儲寬鬆擴表，復蘇觸發縮表。三輪量寬刺激，聯儲資產擴張。金融危機過後美聯儲開啟了三輪量化寬鬆政策，2008 年初美聯儲總資產規模不到 9000 億美元，而截至目前美聯儲總資產規模已經超過 4.4 萬億美元。資產結構扭曲，長債和 MBS 主導。危機前，美聯儲持有證券主要由短期國債和中長期國債組成，占比分別為 32% 和 53% 左右。而量化寬鬆政策以後，MBS 則取代了短期國債，占比持續上升到 39%。從久期來看，美聯儲持有的 MBS 的到期期限主要分佈在 10 年以上，1 年期以下國債比重僅為 10% 左右。經濟逐步復蘇，聯儲討論縮表。美聯儲重點關注的就業和通脹指數均出現好轉；另一方面，銀行準備金規模過大不僅影響美聯儲貨幣政策的調控，還有可能隨時轉化為基礎貨幣，增加經濟過熱風險，所以聯儲開始討論縮表的問題。

縮表加息難同步，被動方式為主。最早年底縮表，難與加息同步。儘管聯儲官員們表現出對未來可能經濟過熱的擔憂，但當前經濟狀況並不夠強勁，所以對縮表的態度整體還是偏謹慎的。關於縮表的時點，根據多位元聯儲官員的表態，最早要等到今年年底或 18 年初。此外，由於緊縮效應更強，短期內縮表不太可能與加息同步進行。或停止再投資，被動縮表為主。

關於縮表方式，一種是被動式的縮表，即美聯儲停止部分或者全部到期再投資。如果採用這一方式，90 天至 1 年內到期資產規模將在 2000 億美元左右，占美聯儲持有的美國國債和總資產比重分別為 8.2% 和 4.6%。另一種更為激進的方式，是主動出售未到期的國債和 MBS 進行縮表。鑒於當前美國經濟並沒有過熱，特朗普新政落地也不順利，因此短期內縮表方式上，預計被動持有到期而停止再投資或是首選，但未來如果經濟復蘇加快，縮表也會提速。

加息疊加縮表，新興風險增大。縮表甚於加息，美國經濟承壓。美聯儲加息直接作用於短端利率，對長端利率和實體經濟影響的傳導鏈條是間接的。而縮表則是直接從貨幣數量上影響聯儲銀行的流動性，美聯儲資產又以中長期資產為主，所以無論是資產的到期停止再投資還是直接出售資產，都會對中長期限利率產生更為直接的影響，對實體經濟的影響要甚於加息。縮表疊加加息，將對美國經濟施加較大的下行壓力。新興匯率承壓，警惕資產泡沫。美元在全球貨幣體系中處於核心地位，各新興經濟體的匯率都主要盯住美元。美國無論是加息還是縮表，都是緊縮性的貨幣政策，增大新

興經濟體的資本流出壓力，推動美元走強，新興市場的匯率承受壓力，資產價格也將面臨重估的風險。

短期來看，美國特朗普新政推行受阻，預期落差導致美元指數回落，人民幣保持相對穩定。但美聯儲的緊縮政策對美元指數仍有支撐，如果美聯儲加息、縮表襲來，人民幣對美元匯率仍將承受壓力。如果壓力過大，國內貨幣政策可能要被迫收緊，而高企的國內房地產價格可能面臨負面衝擊，由於歷史上歷次新興市場危機都與美聯儲加息存在著一定聯繫，所以值得高度警惕。

## A 股遠景：龍頭估值從折價到溢價

核心結論：①全部 A 股 PE 整體法 21.7 倍，中位數為 54.4 倍，A 股龍頭估值普遍折價，而港股龍頭全面溢價，美股部分行業溢價。②估值差異源於 A 股市場實行核准制發行、散戶投資者占比高以及行業集中度較低。③目前 A 股市場 IPO 加速、機構投資者快速發展，中國各行業走向集中度提升階段，展望未來 A 股龍頭估值有望從折價到溢價。

對比海外，A 股龍頭明顯折價。（1）整體比較：全部 A 股 PE（TTM，下同）整體法為 21.7 倍，PE 的中位數為 54.4 倍，這說明大市值的龍頭公司 PE 更低，A 股是一個龍頭折價的市場。港股 PE 整體法為 18.9 倍，PE 中位數為 8.6 倍，全部美股 PE 整體法為 25.8 倍，PE 中位數為 21.1，是龍頭相對溢價的市場。（2）行業比較：A 股除能源和原材料行業外均普遍折價；港股龍頭全面溢價，溢價明顯的行業有能源、材料、日常消費、金融、非日常消費等；在美股中，房地產、非日常消費、能源三個行業龍頭公司估值明顯溢價，其餘行業龍頭估值與行業平均水準差不多。

估值差異源於市場環境與行業集中度。第一，市場發行制度不同。A 股實行核准制發行，股票的發行受到管制，但資金的入市不受限制，資金的潛在力量大於股票，上市公司殼價值一直存在，小公司存在著被借殼的可能性。此外，小公司並購其他企業後的業績彈性也更大，因此存在著相對溢價。港股、美股實行註冊制，發行門檻不高，資金和股票的潛在力量沒有偏差。第二，投資者結構不同。A 股自由流通市值中散戶持股占 47.7%，且成交額中散戶交易占比達 85%，而港股成交額中散戶僅占比僅 27%，美國標普 500 個人投資者占比為 14.1%。此外，行業集中度的差異也是 A 股龍頭估值折價而海外溢價的原因之一。港股各行業龍頭公司占比均明顯要比美股的大，在資訊技術、醫療保健行業國有企業占比較低的行業中，A 股相對於美國，龍頭占比還較低。

A 股遠景：龍頭從折價到溢價。A 股制度改革中：IPO 加速、機構投資者快速發展。16 年 1-7 月月均 IPO 家數 11 家，月均募集資金 48.4 億元，16 年 8 月-17 年 3 月月均 IPO 家數 36 家，月均募集資金 231.6 億元。近年來，我國投資機構發展迅速，私募+保險+公募+公募專戶規模從 14 年 6 月的 2.9 萬億迅速增長至 16 年 12 月的 8.4 萬億，1 年半的時間增長了 187%。此外，我國資本市場與海外的互聯互通速度逐漸加快，除去此前的 QFII/RQFII 制度以外，我國陸續開通了滬港通、深港通。目前我國處在產業結構轉型期，各行業走向集中度提升階段。對於產能過剩的傳統行業，去產能的過程

在持續進行中，部分行業集中度有所提升，如造紙、水泥、煤炭等。對於消費行業，收入水準上升帶來了消費升級，品牌與高生活品質的消費成為主要方面。品牌力較強的行業龍頭的市場份額逐漸增加，盈利能力強，如白酒、乳製品、醫藥流通、空調等行業。隨著 A 股市場制度環境、投資者結構逐漸發生變化，中國產業結構逐漸轉型，行業集中度逐步提高，龍頭公司市場地位提升，龍頭股的估值最終將從折價向溢價靠攏。

風險提示。制度改革不及預期，產業結構轉型速度不及預期。

## 大市導航

### 通信設備：天時地利人和，海纜行業迎發展拐點

市場普遍認為相對於目前國內的光纖光纜市場，國內海光纜目前整體市場空間太小，短期內其利潤對整體業績貢獻有限。

但我們認為在國家一帶一路戰略加速推進以及國內技術產品儲備加速完善背景下，國內海光纜需求目前正面臨向上拐點，有望迎來爆發式增長。根據測算，我們認為 17-18 年國內海光纜市場年規模有望快速增長到 20 億左右，相關公司海光纜業務貢獻的比例也將快速提升，逐步成為拉動相關公司業績增長的重要來源。

天時：市場普遍關注國內光纖光纜巨大建設量，而忽視海光纜需求的巨大彈性。我們認為全球範圍內海光纜建設已進入爆發前期，我國海光纜建設政策和安全需求強烈，國內海光纜需求已迎來發展拐點。原因：1.全球海光纜升級將來臨。2001 年全球海纜達到一個頂峰，年建設量 20 萬公里以上，遠高於目前約 5 萬公里的年建設量。同時海纜設計壽命 25 年，一般使用壽命不到 20 年，目前已逐步面臨更換。2.寬頻出口需求旺盛。海光纜建設涉及出口頻寬及資訊安全等多領域，15 年我國出口頻寬 3.8T（十二五規劃目標 6.5T），是不多的遠低於規劃的資訊化指標，2020 年出口頻寬規劃 20T，年增速約 40%。3.一帶一路和資訊安全重要保障。海光纜是保障我國與一帶一路國家資訊溝通的重要橋樑，也是棱鏡門之後保障資訊通信安全的重要手段。4.國際交互升溫，互聯網企業自建提速。運營商外，穀歌微軟等公司也已加速海纜自建，進一步提升相關需求。

地利：市場普遍認為目前國內廠商承建海纜系統以短距離為主，發展空間有限。但我們認為國內公司通過短距離海纜系統的承建已逐步驗證了產品性能，國有設備正加速往長距離高難度等領域突破。原因：1；海纜產品要求嚴格，中國產品逐步登上國際舞臺。海光纜、海底設備等產品國際准入門檻極高，但近年來海纜方面中天科技，亨通光電，烽火通信，通光線纜相繼取得突破。華為 15 年發佈二代中繼器，並逐步在馬爾代夫等相關線路中使用。2；遠端線路取得歷史性突破，應用空間加速打開。跨洋海纜項目中建設經驗和應用案例至關重要，11 年 KDDI 海纜專案中國企業被集體否

決就是因為無應用案例。16 年華為正式承建首條跨洋海纜喀麥隆-巴西線路，此條海纜的建設意義重大，這也將加速我國海纜產業的發展。

人和：市場普遍認為在阿朗、TE、NEC 佔據主要全球海纜建設系統建設背景下，中國企業難以突破。但我們認為目前國際競爭格局形式發生重大變化，在國家推動下國內份額有望快速提升。原因：1；阿朗併入諾基亞內憂不斷。2015 年起阿朗逐步併入諾基亞，其海纜業務一度要被剝離，在全球海纜需求爆發背景下，其市場也在份額逐步削減。2；國內海纜企業實力快速崛起，一體化產業及價格優勢有望逐步體現。目前國內已形成亨通光電、中天科技等海光纜廠家，華為海洋等中繼，分支設備商，華為海洋、烽火通信等“Turn Key”總承包商，一體化能力快速建立。同時相對海外廠商，國內企業也具有一定價格優勢。3；一帶一路推動加速，產品協同優勢有望進一步顯現。目前南亞、中東、非洲等地成為建設熱點，一帶一路國家戰略推動下，中國企業承建的海纜線路有望快速提升。同時華為在對應國家或地區，業務基礎良好，有望憑藉其綜合產品線的優勢加速業務拓展。

行業“增持”評級。目前國際流量交互需求加速提升，傳統海纜升級換代週期逐步來臨；國內海纜實力大幅提升，同時系統建設能力也取得突破；在競爭格局發生變化以及國家一帶一路戰略加速推動背景下，國內的海纜相關企業發展正面臨拐點並迎來最好的發展時光，業績有望取得快速突破。重點推薦中天科技，亨通光電，和烽火通信，同時建議關注有海纜資產注入預期的通光線纜。

風險提示：國內海纜廠商市場份額突破低於預期，國家支持力度低於預期。

## 航空航太與國防：治國論軍軍工新材料系列報告（1）：聚醯亞胺泡沫高壁壘，未來 30 年軍工市場空間超 350 億

產品應用多樣化+高技術壁壘，PI 產業化瓶頸待打破。聚醯亞胺（PI）材料具有廣泛應用領域並且在每一個應用領域都顯示出突出性能，其系列產品的技術壁壘較高，同時由於在涉及國防安全的敏感領域發揮著關鍵作用，美日等國外大多數 PI 原材料、技術和產品對我國實行嚴格封鎖。與美日相比，我國在技術儲備上明顯不足，當前僅在中低端 PI 薄膜、纖維等少數領域實現了量產，PI 系列產品的國產化需求十分迫切，進口替代空間極大，亟待打破產業化瓶頸。

軍工新材料發展迎風口，優質民參軍有望先突破。新材料行業在“十三五”期間將持續高速成長，軍工新材料是武器裝備的物質基礎和技術先導，其產業化迎來重要風口。以特種高分子材料及其複合材料為代表的化工新材料是軍工新材料的重要部分，其中高性能碳纖維、聚醯亞胺等品種最受關注。我們認為隨著軍民融合政策的深入推進，優質民參軍企業將持續受益，民企在軍品空白和薄弱的領域，有望彎道超車，實現民品轉軍品；具有一定的規模優勢、產品壁壘和附加值高、應用新興領域、成長速度快的新材料企業有望發揮高效率的特點，率先在高端新材料產業化上獲得突破，成為軍工新材料國產化和產業化的重要推動力之一。

戰略轉型促海軍建設加速，新型艦艇列裝或提速。2017 年我國國防預算首破萬億，增速 7% 符合預期，我們認為，未來軍費將保持適度、可持續增長，國防費投向投量的重點是優化武器裝備規模結構，發展新型武器裝備。2016 年~2020 年是我國海洋強國和海上絲綢之路建設的黃金期，面對日益複雜嚴峻的海上形勢，海軍將加速建設步伐，新型水面艦艇及潛艇將會陸續列裝部隊。對比美國海軍造艦計畫以及國家利益雜誌的預測，我們預計，未來 30 年我國海軍擁有艦船數量將超過 400 艘，總排水量約 445 萬噸，市場規模超 6 萬億元。

艦船隔熱隔聲首選材料，未來 30 年 PI 泡沫市場空間超 350 億。聚醯亞胺泡沫具有較高的軍事使用價值，在航空航太、國防和微電子等高新技術領域用作隔熱、減震降噪和絕緣等關鍵材料，廣泛用於水面艦艇及潛艇的絕熱保溫。我們保守估測，聚醯亞胺泡沫如按 4 萬元/立方米（國外聚醯亞胺售價為 5~8 萬元/立方米）、每 1000 噸排水量需求約 200 立方米計算，對應海軍 30 年列裝艦艇總排水量 445 萬噸，PI 泡沫市場空間約為 356 億元。以艦船為基礎，聚醯亞胺泡沫應用可延伸航空航太、民用船舶、軌道交通等領域，市場空間較為廣闊。

投資建議。看好聚醯亞胺泡沫及系列產品市場前景，推薦億利達（空調風機+車載充電機雙龍頭，加碼軍工新材料）、康達新材（膠粘劑龍頭，定增新材料項目），關注時代新材（高分子複材領先者，PI 膜實現批產），關注丹邦科技（國內 COF 封裝龍頭，PI 膜將投產）。

風險提示：PI 材料行業發展緩慢；PI 軍用市場進展緩慢；行業政策不及預期。

## 航空航太與國防：治國論兵系列報告（2）：直沖雲霄，萬億級大飛機產業揚帆起航

大飛機產業鏈長，帶動效應強。美國智庫蘭德公司研究指出，航空高科技企業及其核心技術衍射到相關產業，可以達到 1:15 的帶動效應。大飛機產業鏈長、輻射面寬、聯帶效應強，是現代高新技術的高度集成，不僅能帶動諸多基礎學科的重大進展，還能帶動新材料、現代製造、先進動力、電子資訊、自動控制、電腦等領域關鍵技術的群體突破，拉動眾多高技術產業發展。當前，世界航空工業已經處於產業成熟期，形成了全球分工的產業鏈和供應商體系，增長波動很小，世界航空航太百強企業的總收入過去 20 年間平均增長速度放緩，產業集中度不斷高。世界民用大客機市場雙寡頭壟斷，主要用波音和空客兩家公司主導。未來中國商飛 C919 或將打破格局。

運-20 鯤鵬展翅，未來 20 年或將帶來 4000 億的市場空間。運-20 運輸機一方面能幫助中國建設可靠的遠端軍事航空運輸和力量投送能力；另一方面運-20 具備很強的改裝潛力，能改裝為加油機、空中預警機、大型轟炸機等，有助於滿足我國軍隊資訊化建設的需求，未來應用前景極其廣闊。運-20 的研製可帶動包括航空製造、航空發動機、航空電子、材料科學、裝備製造、航空零部件等整個航空產業升級。我們粗略測算，未來 20 年運-20 的市場規模超 4000 億元。

民用航空潛力巨大，大飛機萬億級市場空間。波音預測未來 20 年全球共需要民用飛機 36770 架，價值 5.2 萬億美元，增長主要集中在亞洲、北美和歐洲。根據 Ascend Fleets 資料，目前全球現役規模最大機型主要是單通道幹線飛機。單通道幹線飛機是民航飛機主力。C919 客機是中國商飛公司研製中 168-190 座級窄體幹線客機，是我國第一個市場化的整機全新設計的窄體客機計畫。預計大飛機將於 2017 年首飛，初步測算未來 20 年民用大飛機市場約為 9800 億元。

國產 C919 產業鏈廣而深，開啟盛宴。大飛機製造主要分為航空發動機製造、機載系統製造、機體系統製造等三大部分。

大飛機產業鏈從上游原材料、結構件、到中游航電系統、機電系統、機身零部件、直至下游飛機總裝。截止 2016 年末，C919 累計訂單達到 570 架。C919 飛機全球招標，整個產業鏈延伸範圍極廣。

國產大飛機整機廠商受益最大，國內機體製造優先受益。根據《全球化背景的大飛機產業發展路徑：自主創新與價值鏈重構》論文，整機製造商和發動機製造商淨資產收益率高達 40% 以上，而一般零部件生產商淨資產收益率不到 8%。整機廠商將是大飛機產業鏈最大受益者。C919 機體機構基本國產化，國內企業主導。國產大飛機或將帶來萬億級市場空間，受益企業廣範。從產業鏈最大受益和受益程度層面而言，推薦中航飛機、中航機電和中航光電。

風險提示：運-20、C919 發展不及預期、以及訂單大幅波動風險；大飛機產業政策不及預期。

### **傳媒：板塊企穩 推薦低估值龍頭**

估值回落低位，政策風險釋放，板塊企穩。關注 4 月票房增長預期。1) 低估值：中國電影、分眾傳媒、完美世界；2) 業績爆發：立思辰、長江傳媒、世紀鼎利；3) 業績反轉與國改：視覺中國、樂視網、南方傳媒。

風險提示：減持風險。

### **汽車：新能源汽車產銷點評**

①中汽協公佈 3 月新能源汽車產量 3.3 萬輛，同比+31%環比+84%，累計同比-8%。其中乘用車是反轉的主力，產 3 萬輛，同比+70%環比+86%，累計+23%。

②根據乘聯會廠家資料，3 月比亞迪銷 6069 輛，環比+200%，1-3 月累計同比-48%；A00 純電動持續放量，占比超四成，其中，北汽 7153 輛，知豆 3618 輛，江鈴 1726 輛。

③17 年新能源汽車投資兩大主線：中低端消費推動 A00 級純電動爆發，或將替代廣闊的低速汽車市場，看好金馬股份；特斯拉高端產業鏈，汽車巨頭供給或全面釋放，我們預計將實現 3%到 15% 的快速滲透，關注滄州明珠、精鍛科技、得潤電子。

風險提示：汽車行業銷量低於預期，補貼政策變動。

### **鋼鐵：印度對我冷板征高反傾銷稅有一定影響**

印度對產自中國、日本、韓國、烏克蘭的冷軋板材（合金與非合金）徵收 576 美元/噸的反傾銷稅（終裁），基本上斷絕了對印出口。2014-2016 年我國對印度涉案冷軋板材（合金與非合金扁平鋼材）的出口分別為 66 萬噸、126 萬噸和 91 萬噸，占我國板材總出口量的比約為 3%，占我國板材產量的比例約為 0.4%，占比很小，影響也較小，不過會推高國際市場競爭。

4 月 7 日，歐盟開始對我國的熱軋扁鋼徵收 18.1%到 35.9%不等的關稅，期限為 5 年，我國對歐盟每年出口約 400 萬噸各類板材，其中熱板占主流，二者合計預計將對我國板材出口有一定影響。

風險提示：系統性風險。

### **軟體：快閃記憶體和超融合時代的存儲機遇**

根據 IDC，2016 年中國存儲市場 172 億人民幣，預計到 2017 年將達到 203 億元，2016 至 2020 的年複合增長率將為 20.1%。

目前我國國產存放裝置已經超過半壁江山，國內巨大的互聯網和大資料產業，使得國內廠商不僅享有國產替代的存量空間，同時有機會研發面向大市場的融合存儲技術。政策上《網路安全法》提出保護關鍵基礎資訊設備的安全。互聯網和大資料時代，資料成為基礎資源和重要生產要素。下游如電信、軍隊、金融等行業持續實施雲化戰略，存儲融合技術將得到充分的發展。

未來存儲趨勢：1.雲資料分層管理；2. 高速介質應用於存儲；3. 人工智慧計算和存儲的融合。

關注標的：存儲伺服器標的：中科曙光，浪潮資訊，紫光股份；快閃記憶體相關：同有科技，兆易創新；雲計算融合：易華錄，天璣科技。

風險提示：自主可控不達預期、新技術發展路線不確定性。



## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。