

2025年09月13日

短期延续震荡，科技和周期继续占优

定期报告

投资要点

◆ **复盘历史，驱动 A 股牛市中的震荡结束的核心因素是政策和外部事件积极、市场情绪指标调整充分、行业轮动完成等。**一是积极的政策或外部事件是驱动震荡结束的核心因素，如 2007 年 3 月“两会”提出大力发展资本市场、2009 年 3 月美联储扩大 QE 规模、2015 年 2 月央行降准、2020 年 2 月央行降息同时 3 月美联储大幅降息、2025 年 1 月中长期资金入市方案落地、2025 年 4 月政治局会议强调稳定和活跃资本市场等。二是市场情绪指标调整充分也可能导致震荡期结束：首先，上证综指估值分位数多下降至 15%-60% 左右的中低水平；其次，上证综指换手率分位数多下降至 6%-60% 的中低水平；再次，全 A 成交额回落幅度约在 35%-80% 左右；最后，200 日均线以上个股占比多下降至 15%-55% 的中性偏低水平。三是行业轮动完成也是驱动震荡结束的重要因素。

◆ **当前来看，A 股短期可能继续震荡，延续慢牛趋势。**（1）比照历史复盘经验，当前市场情绪指标调整和行业轮动还未完成，A 股短期可能延续震荡走势。一是政策依然偏积极，外部风险有限。二是 8 月 26 日以来市场情绪指标尚未完全调整到位：上证综指估值分位数最低调整至 65.7%，换手率分位数最低为 75.6%，全 A 成交额下降幅度最大为 37%，200 日均线以上个股占比最低值至 77%，均未达到历次牛市时震荡期情绪指标调整的较低水平。三是 8 月 26 日以来行业轮动尚未完全完成：前期涨幅靠后的行业仅农林牧渔出现补涨，且行业内的轮动也未完成。（2）从影响 A 股走势的因素上来看，短期依然维持慢牛趋势。一是经济和盈利继续处于弱修复趋势中：首先，8 月出口增速出现回落，信贷增速有所回升，短期经济继续处于弱修复趋势中；其次，8 月 PPI 同比降幅有所收窄，预计工业企业盈利可能继续处于回升趋势中。二是流动性短期维持宽松：首先，美国 8 月新增非农就业人数大幅低于预期，美联储 9 月大概率降息，短期宏观流动性维持宽松；其次，历史上牛市震荡期间外资大概率流入，融资受市场情绪影响流出概率较大，当前融资依然面临一定的流入放缓甚至流出风险，但外资和新发基金可能维持较大的流入规模，短期股市资金可能继续维持较高的流入量。

◆ **行业配置：短期继续逢低配置科技成长和周期等行业。**（1）短期科技成长和周期仍可能占优。一是复盘历史，牛市中出现调整时，前期领涨的主线行业或者补涨行业表现相对占优：首先，有强产业趋势时，前期领涨的强势行业在市场调整时依然表现占优；其次，没有强产业趋势时，前期涨幅靠后的行业在市场调整时可能补涨。二是当前来看，首先，前期领涨的通信、电子等科技成长行业 and 有色金属等周期行业符合当前的强产业趋势，短期市场震荡时依然可能表现相对占优；其次，2025/4/7-2025/8/26 涨幅相对靠后是食品饮料等，后续可能有所表现。（2）估值性价比上，当前成长中的电力设备、汽车、传媒、电子，消费中的食品饮料、汽车、美容护理、家用电器估值性价比比较高。（3）短期建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势上行的电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、有色金属（稀有金属、贵金属）、计算机（算力）、传媒（AI 应用）、机械设备（机器人）等行业；二是基本面可能边际改善和补涨的电新（固态电池、储能、风电）、创新药、新消费、食品、军工等行业。

◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsc.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsc.cn

相关报告

关键窗口期做多动能出现降温，短周期博弈反复或将加剧-华金证券新股周报 2025.9.7

强者恒强还是高低切？ 2025.9.6

定价指标高位伴随局部情绪收敛，板块或再次进入关键观察窗口期-华金证券新股周报 2025.8.31

九月延续慢牛走势，成长继续占优 2025.8.30

部分周期和成长行业中报可能偏好 2025.8.28



内容目录

一、牛市震荡期结束的条件是什么？	3
（一）历史上政策积极、情绪指标调整充分等导致牛市震荡期结束	3
（二）A股短期可能继续震荡，延续慢牛趋势	6
1、市场情绪指标调整和行业轮动尚未完成，A股短期可能延续震荡走势	6
2、从影响A股走势的因素上来看，短期依然维持慢牛趋势	7
二、行业配置：短期继续逢低配置科技成长和周期等行业	9
（一）短期科技成长和周期仍可能占优	9
（二）电力设备、汽车、传媒、电子等当前估值性价比较高	10
（三）短期建议继续逢低配置科技成长和周期	13
三、风险提示	15

图表目录

图 1：2005 年以来 A 股牛市期间历经 10 次震荡	3
图 2：A 股牛市震荡期间各指标变化一览	4
图 3：牛市调整期间情绪指标多走弱	4
图 4：牛市调整前后行业涨跌幅排名一览（涨幅单位：%）	5
图 5：牛市调整期间补涨行业及龙头/非龙头市值加权平均涨跌幅	5
图 6：本轮市场情绪指标尚未调整到位	6
图 7：本轮牛市调整开始前后行业涨跌幅排名一览	7
图 8：对美出口金额占比下滑	8
图 9：集成电路、汽车出口增速维持高位	8
图 10：美元指数继续低位震荡	8
图 11：陆股通成交额占比明显上升	8
图 12：牛市震荡期间外资多流入	9
图 13：本周融资净流入超过 500 亿	9
图 14：牛市中出现调整时，前期领涨的主线行业或者补涨行业表现相对占优	10
图 15：成长一级行业估值性价比筛选	11
图 16：成长二级行业估值性价比筛选	12
图 17：消费一级行业估值性价比筛选	13
图 18：集成电路产量连续三月增长	14
图 19：软件产业利润当月值连续三月上升	14
图 20：新能源汽车销量连续两月上涨	15
图 21：本周生鲜乳平均价上涨	15

一、牛市震荡期结束的条件是什么？

（一）历史上政策积极、情绪指标调整充分等导致牛市震荡期结束

复盘历史，A股牛市期间震荡结束的核心驱动因素是政策和外部事件积极、市场情绪指标调整充分、行业轮动完成等。（1）2005年以来A股牛市中存在10次震荡，分别是2007/1/10-2007/3/5、2007/5/30-2007/7/16、2009/2/16-2009/3/13、2015/1/8-2015/2/6、2017/4/11-2017/5/10、2017/11/14-2017/12/27、2020/1/13-2020/2/4、2020/7/13-2020/10/30、2024/12/9-2025/1/10、2025/3/18-2025/4/7，持续约11-74个交易日，上证综指回调幅度约在1-12个百分点。（2）导致A股牛市期间震荡结束的核心因素是政策和外部事件积极、市场情绪指标调整充分、行业轮动完成等。一是积极的政策或外部事件是驱动震荡结束的核心因素：2007年3月温总理在“两会”提出大力发展资本市场；2009年3月美联储扩大QE规模；2015年2月央行降准；2020年2月央行增加再贷款再贴现专用额度并下调支农、支小再贷款利率，且3月美联储大幅降息；2020年10月十九届五中全会举行；2025年1月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》发布；2025年4月政治局会议强调稳定和活跃资本市场等。二是市场情绪指标调整充分也可能导致震荡期结束：首先，上证估值分位数（2005年起，下同）低位多下降至15%-60%左右的中低位置；其次，上证换手率分位数下降至6%-60%左右；再次，全A成交额在调整期间最大回落幅度约在35-80%左右；最后，MA200日均线以上个股占比多下降至15%-55%的中性偏低水平。三是行业轮动完成也是驱动震荡结束的重要因素：首先，前期领涨的行业在震荡期间多出现回调，10段牛市震荡期间中有9段出现了在震荡期涨幅排名前5的行业在震荡期涨幅排名后5，如2005/12/5-2007/1/10期间的地产、食品饮料，2025/1/13-2025/4/7期间计算机、机械、传媒等；其次，震荡结束时补涨行业中龙头与非龙头股的涨幅多接近，如2009年的银行、2025年的公用事业，特殊情况如2007/5/30-2007/7/16期间由于大小市值银行股业绩分化导致涨幅差距较大，2017/4/11-2017/5/10期间龙头保险公司由于业绩较好而上涨、而市值较小的券商股受市场严监管影响普遍下跌，导致龙头和非龙头涨跌幅出现一定分化。

图 1：2005 年以来 A 股牛市期间历经 10 次震荡



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：A 股牛市震荡期间各指标变化一览

调整开始	调整结束	期间上证涨跌幅 (%)	调整持续交易日 (天)	制造业PMI (%)	社零增速 (%)	出口增速 (%)	工业企业盈利增速 (%)	DR007分位数 (%)	政策/事件
2007/1/10	2007/3/5	-0.80	34	55.1→56.1	12.7→15.3	33.2→7.1	24.7→17.6	7.2→14.6	3月温总理在作《政府工作报告》提出大力发展资本市场
2007/5/30	2007/7/16	-11.83	34	55.7→53.3	15.9→16.4	28.7→34.2	18.1→18.0	42.4→66.7	-
2009/2/16	2009/3/13	-8.27	20	49→52.4	11.6→14.7	-25.8→-17.2	11.0→8.3	1.6→1	3月美联储扩大QE规模
2015/1/8	2015/2/6	-8.83	22	49.8→49.9	11.9→10.7	-3.5→48.1	9.6→3.6	87.8→94.4	2月央行降准
2017/4/11	2017/5/10	-6.63	21	51.2→51.2	10.7→10.7	6.6→7.6	6.5→6.5	63.5→78.1	-
2017/11/14	2017/12/27	-4.99	32	51.8→51.6	10.2→9.4	11.5→10.7	6.1→6.2	85.6→97.5	11月央行、银监会联合发布修订后的《汽车贷款管理办法》加强对汽车消费的金融支持
2020/1/13	2020/2/4	-9.99	11	50→35.7	8.0→-20.5	-2.9→40.6	-4.3→-25.9	59.2→61.5	2月央行增加再贷款再贴现专用额度并下调支农、支小再贷款利率；3月美联储大幅降息；
2020/7/13	2020/10/30	-4.69	74	51.1→51.4	-1.1→4.3	6.8→10.9	4.8→6.9	44.1→81.5	10月十九届五中全会举行，明确了“十四五”时期我国发展的指导方针
2024/12/9	2025/1/10	-6.92	24	50.1→49.1	3.7→4.0	10.7→5.9	6.2→-11.1	22.8→18.6	1月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》发布
2025/3/18	2025/4/7	-9.62	14	50.5→49	5.9→5.1	12.2→8.1	7.7→6.1	27.5→17.9	4月政治局会议强调稳外贸、持续稳定和活跃资本市场等；5月国新办举办新闻发布会

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取起止日期当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较；分位数计算从2005年起）

图 3：牛市调整期间情绪指标多走弱

调整开始	调整结束	最小值			
		上证PE分位数 (%)	上证换手率分位数 (%)	调整期间全A成交额最大回调幅度 (%)	MA200日均线以上个股占比 (%)
2007/1/10	2007/3/5	94.2	94.6	53.35	-
2007/5/30	2007/7/16	95.1	83.7	79.83	-
2009/2/16	2009/3/13	62.5	83.1	61.37	51.90
2015/1/8	2015/2/6	37.7	63.3	36.16	81.48
2017/4/11	2017/5/10	54.1	15.4	51.02	15.16
2017/11/14	2017/12/27	56.7	6.3	48.46	17.73
2020/1/13	2020/2/4	14.5	20.6	35.79	35.04
2020/7/13	2020/10/30	46	8.3	69.12	46.71
2024/12/9	2025/1/10	41.3	54.9	51.92	52.92
2025/3/18	2025/4/7	35.8	47.3	37.16	45.24
均值		53.79	47.75	52.42	43.27

资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：牛市调整前后行业涨跌幅排名一览（涨幅单位：%）

上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束				上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束			
2005/12/5		2007/1/10		2007/1/10		2007/3/5		2007/3/6		2007/5/30		2007/5/30		2007/7/16	
TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅
非银金融	374.2	电子	69.8	综合	42.6	石油石化	4.0	纺织服饰	112.6	通信	21.7	银行	4.6	电子	-34.2
房地产	205.5	环保	72.6	环保	36.5	银行	-1.3	综合	98.8	银行	27.4	非银金融	-3.0	农林牧渔	-33.3
食品饮料	200.5	公用事业	83.5	国防军工	36.1	食品饮料	8.1	美容护理	96.8	食品饮料	42.6	有色金属	-5.3	纺织服饰	-28.3
国防军工	196.3	传媒	85.8	纺织服饰	35.2	钢铁	10.1	房地产	92.9	计算机	48.9	煤炭	-6.4	轻工制造	-27.6
有色金属	194.9	纺织服饰	88.3	汽车	34.7	房地产	10.5	医药生物	85.6	电力设备	49.5	国防军工	-7.1	建筑装饰	-27.1
上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束				上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束			
2008/10/28		2009/2/16		2009/2/16		2009/3/13		2014/6/20		2015/1/8		2015/1/8		2015/2/6	
TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅
建筑材料	112.8	交通运输	37.8	建筑材料	-1.0	传媒	-14.5	非银金融	140.8	电子	15.6	计算机	20.8	煤炭	-17.4
有色金属	101.8	石油石化	40.5	汽车	-2.7	轻工制造	-12.5	建筑装饰	98.3	美容护理	16.9	传媒	15.8	银行	-13.5
国防军工	98.7	美容护理	43.8	银行	-2.9	电子	-11.6	钢铁	96.6	传媒	20.7	电子	6.2	非银金融	-11.5
电力设备	87.4	基础化工	44.7	医药生物	-5.7	家用电器	-11.6	交通运输	84.1	医药生物	23.7	轻工制造	5.8	建筑装饰	-10.5
电子	81.8	银行	44.9	公用事业	-5.9	计算机	-11.4	国防军工	69.3	轻工制造	30.1	纺织服饰	5.6	公用事业	-10.1
上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束				上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束			
2016/5/26		2017/4/11		2017/4/11		2017/5/10		2017/5/11		2017/11/14		2017/11/14		2017/12/27	
TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅
建筑装饰	52.5	传媒	-12.6	家用电器	-1.4	国防军工	-20.2	食品饮料	42.9	纺织服饰	-6.4	石油石化	1.1	电子	-13.8
建筑材料	51.3	计算机	-1.3	非银金融	-2.3	综合	-13.8	家用电器	30.4	传媒	-5.6	房地产	0.4	综合	-12.6
钢铁	38.0	农林牧渔	7.5	食品饮料	-3.1	农林牧渔	-13.0	非银金融	28.8	环保	-1.7	银行	0.2	计算机	-11.3
国防军工	32.5	银行	7.7	银行	-4.5	钢铁	-12.6	钢铁	28.0	公用事业	-1.3	煤炭	-2.5	电力设备	-10.9
家用电器	32.5	非银金融	7.8	电子	-5.6	电力设备	-12.3	电子	26.7	建筑装饰	0.0	食品饮料	-2.6	通信	-10.4
上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束				上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束			
2019/12/3		2020/1/13		2020/1/13		2020/2/4		2020/3/23		2020/7/13		2020/7/13		2020/10/30	
TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅
传媒	21.7	公用事业	4.2	医药生物	1.9	社会服务	-20.9	社会服务	80.8	建筑装饰	9.4	汽车	18.6	商贸零售	-21.9
电子	21.0	银行	4.8	电子	-1.6	农林牧渔	-15.7	食品饮料	65.8	石油石化	9.9	电力设备	18.2	通信	-20.4
有色金属	20.8	钢铁	5.0	电力设备	-5.2	煤炭	-15.3	美容护理	59.2	通信	10.1	家用电器	10.5	计算机	-18.8
计算机	18.1	食品饮料	5.8	综合	-7.3	商贸零售	-15.3	医药生物	52.4	纺织服饰	10.1	食品饮料	8.5	房地产	-14.4
汽车	16.2	交通运输	5.9	计算机	-7.4	建筑装饰	-14.8	商贸零售	49.0	银行	12.1	基础化工	5.7	传媒	-12.4
上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束				上涨开始-调整开始				调整开始-调整结束			
2024/9/18		2024/12/9		2024/12/9		2025/1/10		2025/1/13		2025/3/18		2025/3/18		2025/4/7	
TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅	TOP5	涨幅	LAST5	涨幅
计算机	68.7	公用事业	12.7	银行	1.8	房地产	-19.1	计算机	33.6	煤炭	-2.8	农林牧渔	-1.9	计算机	-22.6
综合	57.6	石油石化	15.8	家用电器	-0.1	计算机	-18.4	机械设备	23.2	石油石化	0.1	公用事业	-3.0	通信	-19.2
商贸零售	55.9	银行	19.6	电子	-5.1	传媒	-17.9	传媒	22.6	公用事业	2.3	银行	-4.3	电子	-19.0
传媒	54.2	煤炭	19.7	石油石化	-5.3	社会服务	-16.8	汽车	21.2	交通运输	3.2	交通运输	-7.2	传媒	-18.6
电子	47.1	农林牧渔	21.5	通信	-5.4	环保	-15.1	社会服务	19.9	综合	3.9	煤炭	-7.2	机械设备	-18.2

资料来源：华金证券研究所，wind（注：蓝色方框为震荡期回调行业，红色字体为调整后补涨行业）

图 5：牛市调整期间补涨行业及龙头/非龙头市值加权平均涨跌幅

调整开始-调整结束 时间段	补涨行业	龙头股市值加权 平均涨跌幅（%）	非龙头股市值加权 平均涨跌幅（%）
2007/1/10-2007/3/5	环保	27.2%	37.4%
2007/5/30-2007/7/16	银行	-5.4%	10.5%
2009/2/16-2009/3/13	银行	-9.0%	-7.4%
2015/1/8-2015/2/6	传媒	2.2%	10.6%
2017/4/11-2017/5/10	非银金融	8.7%	-9.4%
2024/12/9-2025/1/10	银行	5.7%	3.3%
2025/3/18-2025/4/7	公用事业	0.6%	-1.8%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：龙头股定义为该行业市值前3的标的）

（二）A 股短期可能继续震荡，延续慢牛趋势

1、市场情绪指标调整和行业轮动尚未完成，A 股短期可能延续震荡走势

当前市场情绪指标调整和行业轮动还未完成，A 股短期可能延续震荡走势。（1）政策依然偏积极，外部风险有限。一是 9 月政治局会议临近，定调可能依然积极，稳增长政策可能持续出台和落地实施，此外近日科技和消费政策不断落地，如国新办举行高质量完成“十四五”规划系列主题新闻发布会，围绕行业非理性竞争、人工智能赋能新型工业化、5G 新基建进展等话题作出回应，后续人工智能+制造路线图将出台，同时《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》落地，商务部后续将从搭建系列促消费平台、打造多元化消费场景、营造融合发展良好氛围三个方面推进商旅文体健融合发展。二是中美谈判持续，中美国防部长、外交部长先后进行通话，同时习主席近期出席金砖国家领导人线上峰会，强调维护多边贸易体制，推进“大金砖合作”等，短期地缘风险有限，叠加美联储降息临近，短期外部难有负面冲击。（2）8 月 26 日以来市场情绪指标尚未完全调整到位：首先，上证综指估值分位数最低调整至 65.7%，处于历史上 10 次牛市震荡期的第 9 低位；其次，上证综指换手率分位数最低为 72.3%，处于历史上 10 次牛市震荡期的第 8 低位；再次，全 A 成交额下降幅度最大为 37%，为历史上 10 次牛市震荡期降幅的第 8 高；最后，200 日均线以上个股占比最低值至 77%，处于历史上 10 次牛市震荡期的第 8 低。（3）8 月 26 日以来行业轮动尚未完全完成。一是本轮牛市以来，前期领涨的国防军工、计算机等出现回调，但震荡期内补涨的情况并不明显，目前仅农林牧渔出现补涨，整体行业轮动未完成。二是截至 9/11，农林牧渔龙头股加权平均涨幅为 8.1%、非龙头股加权平均涨幅为 1.4%，行业内的轮动也未完成。

图 6：本轮市场情绪指标尚未调整到位

调整开始	调整结束	最小值排名			
		上证PE分位数	上证换手率分位数	全A成交额最大调整幅度	MA200日均线以上个股占比
2007/1/10	2007/3/5	10	11	4	-
2007/5/30	2007/7/16	11	10	1	-
2009/2/16	2009/3/13	8	9	3	6
2015/1/8	2015/2/6	3	7	10	9
2017/4/11	2017/5/10	6	3	6	1
2017/11/14	2017/12/27	7	1	7	2
2020/1/13	2020/2/4	1	4	11	3
2020/7/13	2020/10/30	5	2	2	5
2024/12/9	2025/1/10	4	6	5	7
2025/3/18	2025/4/7	2	5	9	4
2025/8/26	2025/9/9	9	8	8	8

资料来源：华金证券研究所，wind（注：除成交额调整幅度之外，其余指标数据排列顺序为从低到高）

图 7：本轮牛市调整开始前后行业涨跌幅排名一览

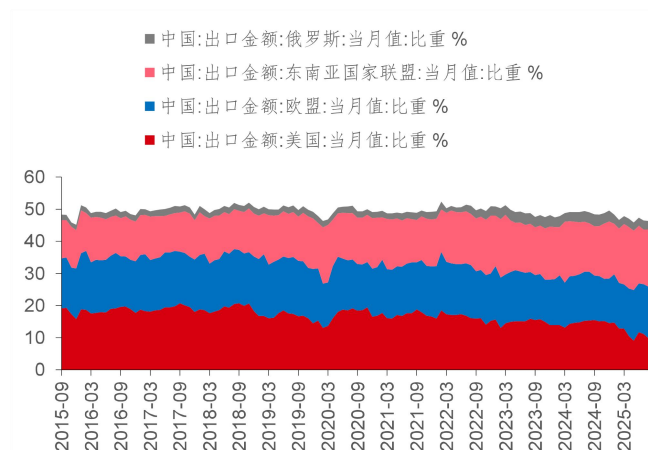
上涨开始-调整开始				调整开始至今			
2025/4/8		2025/8/26		2025/8/26		2025/9/12	
TOP10	涨跌幅 (%)	LAST10	涨跌幅 (%)	TOP10	涨跌幅 (%)	LAST10	涨跌幅 (%)
通信	75.2	食品饮料	4.0	电力设备	10.2	国防军工	-8.6
综合	56.1	公用事业	10.1	有色金属	8.5	非银金融	-6.3
电子	47.9	煤炭	11.9	通信	7.4	计算机	-4.2
有色金属	45.1	银行	14.0	综合	6.5	银行	-4.0
国防军工	43.4	交通运输	15.4	电子	5.5	煤炭	-3.5
传媒	42.3	石油石化	18.8	农林牧渔	4.2	家用电器	-2.7
计算机	42.2	家用电器	19.2	传媒	3.4	钢铁	-2.5
机械设备	37.0	农林牧渔	20.8	机械设备	1.5	石油石化	-2.5
电力设备	35.0	建筑装饰	22.4	基础化工	1.0	建筑材料	-2.4
医药生物	33.9	社会服务	22.5	房地产	1.0	交通运输	-2.1

资料来源：华金证券研究所，wind（注：蓝色方框为震荡期回调行业，红色字体为调整后补涨行业）

2、从影响 A 股走势的因素上来看，短期依然维持慢牛趋势

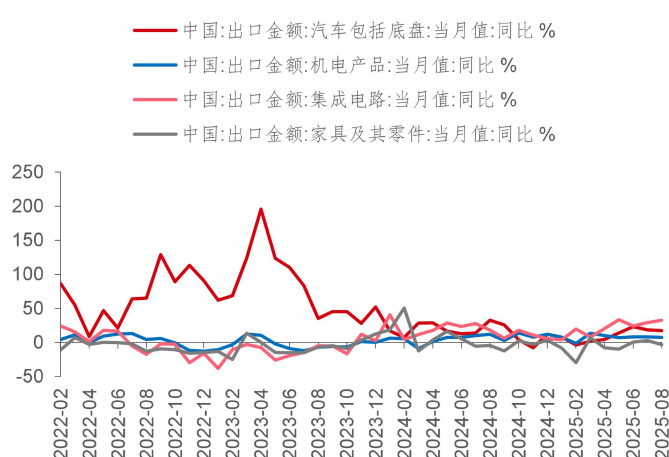
经济和盈利继续处于弱修复趋势中。（1）经济金融数据显示基本面继续修复。一是 8 月出口增速出现回落，但仍具一定韧性：8 月出口同比增速录得 4.4%（前值为 7.2%），关税确定延期前海外订单偏谨慎；国别来看，对美出口增速继续下滑至-33.1%（前值为-21.7%），且出口金额占比也回落至 10%以下，但对于东盟和欧盟的出口增速明显上升，分别为 22.5%和 10.4%（前值分别为 16.6%、9.2%），关税政策的不确定性对美国出口有显著冲击，产品上，汽车包括底盘、集成电路出口增速维持高位，分别为 17.3%、32.8%；后续来看，关税延期落地后海外订货款信心可能修复，叠加海外消费旺季来临，外需回暖下出口增速可能继续回升。二是 8 月信贷增速有所回升：数据上，8 月新增中长贷 4900 亿元（前值为-3700 亿），相较去年同期减少 1200 亿；结构上，企业中长贷和居民中长贷新增 4700 亿、200 亿，相较去年同期分别减少 200 亿、1000 亿，地产端尚未企稳下居民中长贷增速仍较弱，预计后续财政政策进一步发力下中长贷增速可能回升，短期经济继续处于弱修复趋势中。（2）8 月 PPI 同比降幅有所收窄，8 月 PPI 同比录得 -2.9%（前值为-3.6%），环比录得 0.0%（前值为-0.2%），反内卷政策发力下制造业价格有所修复，预计工业企业盈利可能继续处于回升趋势中。

图 8：对美出口金额占比下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：集成电路、汽车出口增速维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

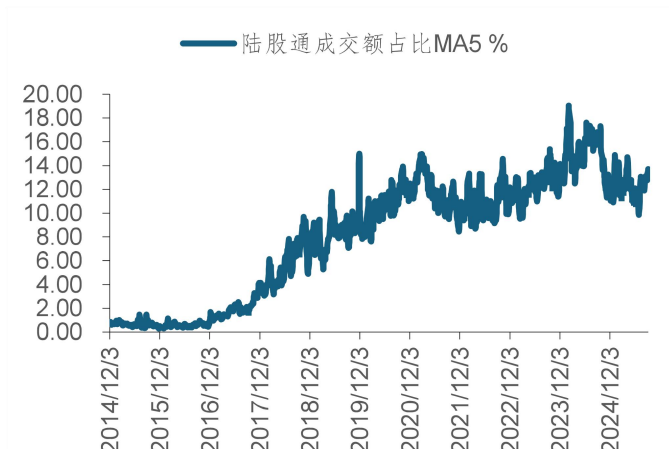
流动性短期维持宽松。(1) 宏观流动性维持宽松。一是海外 9 月降息确定性较强：首先，在截至今年 3 月底的 12 个月里，美非农新增就业人数较之前公布的数字减少了 91.1 万人，就业市场降温预期上升，大幅提升了 9 月降息的必要性；其次，美元指数继续维持低位震荡，对国内流动性宽松的掣肘进一步降低。二是国内流动性维持宽松，截至 9/12，9 月央行 7 天逆回购数量超过 2.3 万亿，资金面相对充裕，此外财政部与央行联合工作组召开第二次组长会议上就金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖操作和完善离岸人民币国债发行机制等议题进行深入研讨，后续国债买卖可能重启，短期宏观流动性维持宽松。(2) 微观资金可能继续流入 A 股。一是牛市震荡期间外资大概率流入，5 次中净流入 4 次，融资受市场情绪影响流出概率较大，7 次中仅净流入 2 次。二是当前来看，截至 9/11，本周融资净流入超过 500 亿元，融资依然面临一定的流入放缓甚至流出风险，但陆股通成交额占比约为 13%，近期周度新成立偏股型基金份额继续维持百亿以上，且科技类 ETF 资金流入情绪较热，外资和新发基金可能维持较大的流入规模，短期股市资金可能继续维持较高的流入量。

图 10：美元指数继续低位震荡



资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：陆股通成交额占比明显上升



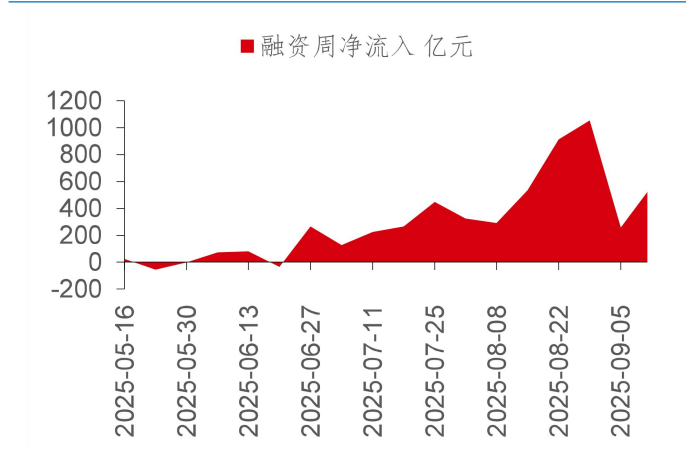
资料来源：华金证券研究所，wind

图 12：牛市震荡期间外资多流入

开始时间	结束时间	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股 型基金份额 (亿份)
2007/1/10	2007/3/5	-	-	482.60
2007/5/30	2007/7/16	-	-	701.83
2009/2/16	2009/3/13	-	-	58.15
2015/1/8	2015/2/6	159.69	888.51	573.03
2017/4/11	2017/5/10	126.89	-348.30	164.20
2017/11/14	2017/12/27	49.39	-34.60	606.12
2020/1/13	2020/2/4	271.99	-179.36	837.49
2020/7/13	2020/10/30	-829.03	1135.00	8351.35
2024/12/9	2025/1/10	-	-453.93	387.46
2025/3/18	2025/4/7	-	-856.27	331.12

资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：本周融资净流入超过 500 亿



资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 9/11）

二、行业配置：短期继续逢低配置科技成长和周期等行业

（一）短期科技成长和周期仍可能占优

短期科技成长和周期仍可能占优。一是复盘历史，牛市中出现调整时，前期领涨的主线行业或者补涨行业表现相对占优：首先，有强产业趋势时，前期领涨的强势行业在市场调整时依然表现占优，如 2009/2/16-2009/3/13 的建材和汽车、2017/4/11-2017/5/10 的家电和食品饮料、2020/1/13-2020/2/4 的电子和电力设备、2024/12/9-2025/1/10 的电子；其次，没有强产业趋势时，前期涨幅靠后的行业在市场调整时可能补涨，如 2007/1/10-2007/3/5 的环保、2007/5/30-2007/7/16 的银行和非银金融、2015/1/8-2015/2/6 的 TMT、2017/11/14-2017/12/27 的石化和地产、2024/12/0-2025/1/10 的银行和家电、2025/3/18-2025/4/7 的公用事业和银行。二是当前来看，首先，当前以人工智能等科技产业趋势持续上行，而 2025/4/7-2025/8/26 领涨的通信、电子等科技成长行业 and 有色金属等周期行业符合当前的强产业趋势，短期市场震荡时科技成长和周期行业依然可能表现相对占优；其次，2025/4/7-2025/8/26 涨幅相对靠后是食品饮料等行业，后续可能有所表现。

图 14：牛市中出现调整时，前期领涨的主线行业或者补涨行业表现相对占优

	调整阶段涨幅排名	前期上涨阶段排名	调整阶段涨幅排名	前期上涨阶段排名	调整阶段涨幅排名	前期上涨阶段排名	调整阶段涨幅排名	前期上涨阶段排名
行业排名	2007/1/10	2005/12/5	2007/5/30	2007/3/6	2009/2/16	2008/10/28	2015/1/8	2014/6/20
	2007/3/5	2007/1/10	2007/7/16	2007/5/30	2009/3/13	2009/2/16	2015/2/6	2015/1/8
1	综合	23	银行	30	建筑材料	1	计算机	23
2	环保	30	非银金融	25	汽车	7	传媒	29
3	国防军工	4	有色金属	21	银行	27	电子	31
4	纺织服饰	27	煤炭	7	医药生物	19	轻工制造	27
5	汽车	10	国防军工	26	公用事业	24	纺织服饰	15
6	计算机	24	电力设备	27	综合	8	通信	21
7	农林牧渔	18	房地产	4	机械设备	11	社会服务	24
8	电子	31	社会服务	13	电力设备	4	美容护理	30
9	有色金属	5	食品饮料	29	社会服务	12	医药生物	28
10	轻工制造	20	石油石化	17	钢铁	25	农林牧渔	20
行业排名	2017/4/11	2016/5/26	2017/11/14	2017/5/11	2020/1/13	2019/12/3	2020/7/13	2020/3/23
	2017/5/10	2017/4/11	2017/12/27	2017/11/14	2020/2/4	2020/1/13	2020/10/30	2020/7/13
1	家用电器	5	石油石化	21	医药生物	22	汽车	14
2	非银金融	27	房地产	19	电子	2	电力设备	9
3	食品饮料	9	银行	9	电力设备	9	家用电器	19
4	银行	28	煤炭	7	综合	6	食品饮料	2
5	电子	17	食品饮料	1	计算机	4	基础化工	16
6	医药生物	24	建筑材料	17	银行	30	机械设备	18
7	传媒	31	交通运输	15	基础化工	11	国防军工	11
8	计算机	30	农林牧渔	18	美容护理	13	轻工制造	17
9	公用事业	13	公用事业	28	纺织服饰	15	石油石化	30
10	环保	6	环保	29	汽车	5	建筑材料	21
行业排名	2024/12/9	2024/9/18	2025/3/18	2025/1/13				
	2025/1/10	2024/12/9	2025/4/7	2025/3/18				
1	银行	29	农林牧渔	23				
2	家用电器	26	公用事业	29				
3	电子	5	银行	26				
4	石油石化	30	交通运输	28				
5	通信	19	煤炭	31				
6	有色金属	24	食品饮料	18				
7	汽车	20	医药生物	16				
8	公用事业	31	石油石化	30				
9	食品饮料	22	建筑材料	19				
10	综合	2	家用电器	25				

资料来源：wind, 华金证券研究所

（二）电力设备、汽车、传媒、电子等当前估值性价比较高

当前成长一级行业中的电力设备、汽车、传媒、电子估值性价比较高。成长一级主要从 PEG 的角度筛选，当前电力设备、汽车、传媒、电子 PEG 较低，分别为 0.57、0.85、0.94、1.17。

图 15：成长一级行业估值性价比筛选

行业	涨跌幅 (%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速 (%)	预测PEG	预测PEG历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
电力设备	10.2%	12.1%	0.57	32.5%	10.7%	87.5%	4.0%	96.0%
汽车	0.1%	13.9%	0.85	51.4%	4.5%	36.6%	3.7%	97.1%
传媒	3.4%	9.4%	0.94	48.9%	2.7%	41.9%	4.2%	85.0%
电子	5.5%	19.9%	1.17	62.0%	19.8%	98.9%	4.3%	96.2%
计算机	-4.2%	13.0%	1.19	36.6%	8.5%	58.0%	4.8%	88.4%
国防军工	-8.6%	30.5%	1.28	50.0%	2.5%	37.0%	2.7%	88.4%
机械设备	1.5%	8.7%	1.49	83.6%	7.2%	82.0%	3.4%	91.2%
医药生物	-1.6%	5.8%	1.64	78.4%	5.6%	21.6%	2.3%	83.5%
通信	7.4%	6.1%	1.88	88.4%	6.1%	94.2%	3.0%	87.9%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/9/12，涨跌幅自 2025/8/26 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PEG 基于 2025 年报计算）

当前成长二级行业中的风电设备、IT 服务、光学光电子、商用车估值性价比较高。成长二级主要从 PEG 的角度筛选，当前风电设备、IT 服务、光学光电子、商用车 PEG 较低，分别为 0.46、0.49、0.49、0.56。

图 16：成长二级行业估值性价比筛选

行业	涨跌幅(%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速(%)	预测PEG	预测PEG历史分位数(%)	成交额占万得全A比(%)	成交额占比历史分位数(%)	换手率(%)	换手率历史分位数(%)
电视广播 II	5.9%	1.7%	-8.91	5.9%	0.3%	82.7%	5.3%	98.1%
风电设备	0.7%	36.4%	0.46	36.0%	0.4%	35.9%	3.4%	84.1%
IT服务 II	-4.0%	11.1%	0.49	8.1%	3.3%	63.3%	5.9%	90.5%
光学光电子	-1.1%	11.2%	0.49	46.6%	1.4%	32.9%	2.8%	86.1%
商用车	1.7%	13.5%	0.56	58.2%	0.3%	21.1%	1.7%	40.0%
乘用车	-4.3%	17.2%	0.59	5.1%	0.5%	2.0%	1.2%	55.3%
航海装备 II	-3.8%	13.1%	0.61	64.9%	0.2%	12.0%	2.3%	92.3%
软件开发	-5.5%	10.9%	0.70	23.5%	3.2%	56.0%	4.2%	84.3%
工程机械	-0.8%	11.9%	0.75	68.5%	0.4%	20.1%	1.4%	68.7%
电池	17.1%	21.4%	0.77	52.9%	5.3%	98.4%	7.4%	99.6%
军工电子 II	-7.6%	102.5%	0.85	21.5%	1.0%	48.3%	3.7%	88.8%
游戏 II	11.0%	19.3%	0.86	34.1%	0.9%	46.9%	4.4%	75.0%
其他电源设备 II	0.0%	11.8%	0.93	55.5%	0.8%	61.3%	3.1%	77.3%
元件	18.3%	22.9%	0.93	51.5%	3.7%	99.8%	6.7%	99.5%
广告营销	-4.0%	11.5%	0.98	61.1%	0.5%	20.3%	4.1%	82.8%
出版	-6.2%	0.9%	1.02	35.4%	0.3%	38.8%	2.0%	69.5%
生物制品	-1.4%	12.5%	1.03	52.8%	0.6%	19.5%	1.4%	72.6%
通信设备	11.1%	17.7%	1.04	49.8%	4.8%	94.7%	6.1%	96.5%
电网设备	0.9%	9.5%	1.05	51.7%	1.1%	12.9%	2.5%	73.8%
医疗服务	1.2%	7.3%	1.11	17.7%	1.3%	65.6%	3.6%	96.3%
其他电子 II	4.7%	20.0%	1.14	73.7%	1.1%	93.5%	9.5%	98.1%
医药商业	-2.6%	4.2%	1.15	59.1%	0.2%	8.2%	1.5%	63.7%
消费电子	8.9%	24.9%	1.28	97.1%	4.0%	97.0%	4.2%	95.6%
汽车零部件	1.8%	10.7%	1.29	84.1%	3.5%	72.2%	5.2%	98.5%
半导体	2.7%	15.7%	1.32	52.2%	8.8%	98.7%	4.6%	90.5%
计算机设备	-2.2%	16.9%	1.47	72.1%	2.0%	60.1%	4.0%	87.7%
自动化设备	6.4%	14.8%	1.57	75.9%	1.9%	92.4%	4.4%	89.8%
中药 II	-4.1%	4.1%	1.58	41.1%	0.5%	1.5%	2.2%	75.2%
轨交设备 II	-2.2%	7.9%	1.59	41.7%	0.2%	36.8%	0.9%	75.4%
通用设备	0.6%	5.3%	1.75	88.6%	2.7%	80.4%	5.9%	93.7%
专用设备	0.5%	8.7%	1.92	93.6%	2.0%	58.4%	3.4%	88.0%
医疗器械	-1.8%	8.6%	2.10	78.1%	0.9%	22.0%	2.4%	77.7%
化学制药	-1.8%	6.7%	2.15	99.4%	2.1%	51.9%	2.5%	82.0%
数字媒体	-2.1%	3.2%	2.26	88.8%	0.1%	13.4%	2.9%	54.4%
航空装备 II	-10.1%	13.0%	2.26	70.9%	0.6%	15.6%	1.6%	59.1%
电机 II	8.6%	8.1%	2.42	94.2%	0.9%	98.4%	7.6%	97.7%
汽车服务	-1.4%	-10.2%	2.72	80.7%	0.1%	3.7%	2.9%	90.1%
地面兵装 II	-17.2%	38.5%	2.74	83.0%	0.4%	87.0%	4.5%	90.9%
航天装备 II	-4.8%	7.7%	4.82	85.6%	0.2%	60.3%	2.3%	78.0%
影视院线	1.8%	22.1%	#N/A	36.7%	0.5%	68.4%	5.7%	91.9%
光伏设备	10.9%	-1.2%	#N/A	13.8%	2.0%	40.1%	2.7%	74.9%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/9/12，涨跌幅自 2025/8/26 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PEG 基于 2025 年报计算）

当前消费一级行业中的食品饮料、汽车、美容护理、家用电器估值性价比较高。消费一级主要从 PE 历史分位数的角度筛选，当前食品饮料、汽车、美容护理、家用电器预测 PE 历史分位数较低，分别为 20.8%、21.7%、34.8%、50.4%。

图 17：消费一级行业估值性价比筛选

行业	涨跌幅 (%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收 增速 (%)	预测PE (倍)	预测PE历史 分位数 (%)	成交额占 万得全A 比 (%)	成交额占 比历史分 位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史 分位数 (%)
食品饮料	-0.3%	5.8	21.2	20.8%	1.5%	0.7%	1.6%	66.0%
汽车	0.1%	13.9	25.2	21.7%	4.5%	36.6%	3.7%	97.1%
美容护理	-1.2%	12.3	32.4	34.8%	0.2%	3.1%	2.6%	80.4%
家用电器	-2.7%	8.3	15.1	50.4%	1.4%	41.1%	2.8%	88.9%
农林牧渔	4.2%	7.9	26.2	51.7%	1.0%	16.5%	3.0%	90.2%
社会服务	-2.0%	10.5	51.3	54.5%	0.8%	23.6%	4.2%	85.1%
商贸零售	0.3%	0.6	44.0	64.1%	1.4%	59.4%	3.8%	93.1%
纺织服饰	-1.0%	2.9	30.4	72.4%	0.6%	18.6%	3.0%	93.8%
医药生物	-1.6%	5.8	41.7	86.5%	5.6%	21.6%	2.3%	83.5%
电子	5.5%	19.9	57.1	92.1%	19.8%	98.9%	4.3%	96.2%
轻工制造	0.3%	7.0	41.2	97.1%	0.9%	9.1%	3.5%	97.1%

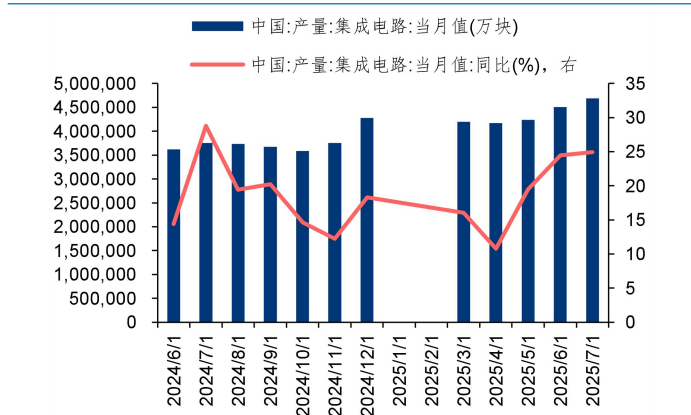
资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/9/12，涨跌幅自 2025/8/26 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PE 基于 2025 年报计算）

（三）短期建议继续逢低配置科技成长和周期

短期建议均衡配置政策和产业趋势上行的政策和产业趋势上行的电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、有色金属（稀有金属、贵金属）、计算机（算力）、传媒（AI 应用）、机械设备（机器人）等行业。（1）电子：一是集成电路产量连续三月增长，7 月同比增长 24.91%；二是北京时间 9 月 10 日凌晨 1 点，苹果召开秋季新品发布会，4 款 iPhone、3 款 Apple Watch 以及一款新的 AirPods 耳机亮相；二是 9 月 9 日，全球人工智能算力芯片龙头英伟达宣布推出专为长上下文工作负载设计的专用 GPU Rubin CPX，旨在翻倍提升当前 AI 推理运算的工作效率，尤其适用于编程、视频生成等需要超长上下文窗口的应用。（2）通信：一是 2025 年 9 月 10 日至 14 日，2025 年中国国际服务贸易交易会在北京首钢园举办中国电信以“云擎智算 数启新穹”为主题亮相 3 号馆，全面展示云网融合、智算赋能、AI 创新在服务贸易和数字经济中的实践成果，呈现一场“AI+服务贸易”科技大秀；二是国务院新闻办举行高质量完成“十四五”规划系列主题新闻发布会，工信部发布五年来工业和通信业发展成就，并针对市场高度关注的行业非理性竞争、人工智能赋能新型工业化、5G 新基建进展、优化中小企业发展环境等话题作出回应。（3）有色金属：中国期货业协会将联合中国有色金属工业协会、上海期货交易所、广州期货交易所，于 9—10 月共同举办“2025 有色金属期现货市场产融结合在线研讨会”，助力行业提升风险管理能力。（4）计算机：一是软件产业利润当月值连续三月上升，7 月利润较 4 月利润上升 71.2%；二是 9 月 9 日，2025 Inclusion·外滩大会发布“AI 十问世界”，于 9 月 11 日在上海黄浦世博园区开启的“外滩大会”上，40 多场论坛、18 场创新者舞台、3 场 AI 科创系列赛事。（5）传媒：9 月 9 日，2025 年上海国际广告节在沪开幕，本届广告节以“智汇·质绘”为主题，共设“会、

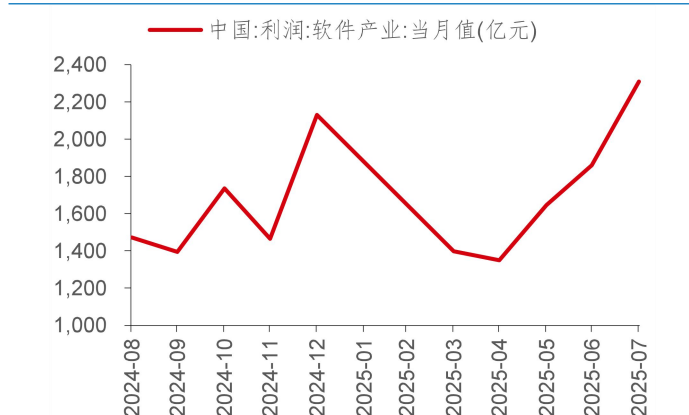
展、赛、节”四大板块，聚焦人工智能与广告产业深度融合。(6) 机械设备：一是亚太机器人世界杯国际理事会和重庆市渝北区人民政府联合主办的 2025 亚太机器人世界杯重庆国际邀请赛（RoboCup Asia-Pacific (RCAP) Chongqing Invitation Tournament 2025）于 9 月 7 日下午在重庆国际博览中心 N8 馆圆满落幕；二是杭州拟出台加快发展人工智能终端产业行动方案，聚焦智能视觉、计算、机器人等十大重点赛道，最高补助 1000 万元，力争到 2027 年，产业规模达到 3000 亿元。

图 18：集成电路产量连续三月增长



资料来源：华金证券研究所，wind

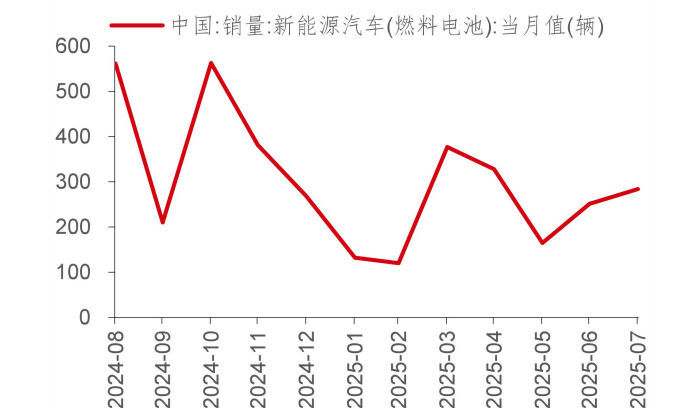
图 19：软件产业利润当月值连续三月上升



资料来源：华金证券研究所，wind

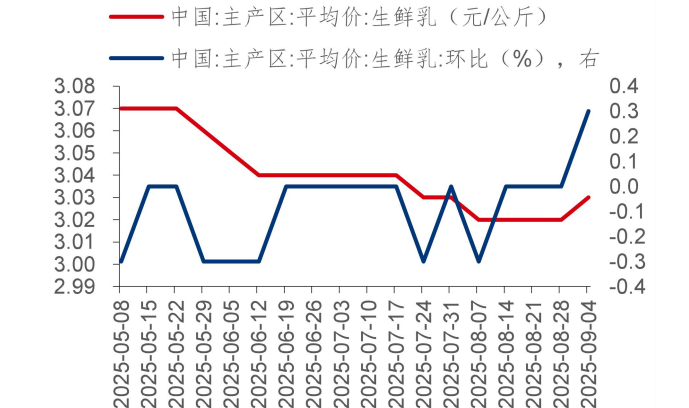
短期建议继续均衡配置基本面可能边际改善和补涨的电新（固态电池、储能、风电）、创新药、新消费、食品、军工等行业。(1) 电新：一是新能源汽车销量连续两月上涨，7 月较 5 月相比销量上涨了 72.1%；二是中国汽车工程学会于 2025 年 9 月 10-11 日在北京召开《固态电池材料评测用模具电池装配方法》等 10 项固态电池团体标准送审审查会及《硫化物全固态电池硫化氢产气量评价方法》等 5 项标准项目启动会。(2) 创新药：2025 年世界肺癌大会(WCLC)于 9 月 6 日至 9 日在西班牙巴塞罗那举行，多家创新药龙头均在会议期间发布重磅新品，学术会议上的研究成果发布和交流将为创新药企业带来新的发展机遇和市场关注。(3) 新消费：9 月 9 日，比亚迪最新开创之作“大五座天花板”——方程豹钛 7 正式上市。(4) 食品：一是本周生鲜乳均价上涨，9 月 4 日较上周比上涨 0.3%；二是 9 月 8 日国家卫生健康委员会与国家市场监督管理总局联合发布《关于实施预包装食品数字标签有关事项的公告》，明确了数字标签的范畴、应用要求、修改要求等，为消费者和食品行业享受数字标签“红利”提供依据。(5) 军工：9 月 7 日至 14 日，国防科技大学在长沙举办 2025 年“未来·军事科技”国际学员科技周活动，来自阿曼、巴基斯坦、老挝、孟加拉国、尼泊尔、塞尔维亚、委内瑞拉等国军事院校的生长军官学员代表参加此次活动。

图 20：新能源汽车销量连续两月上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

图 21：本周生鲜乳平均价上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn