

2025 年 07 月 20 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

继续挖掘补涨逻辑

— 定量策略周观点总第 171 周

投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

✉ lvsj@cfsc.com.cn

分析师：马晨 S1050522050001

✉ machen@cfsc.com.cn

■ 本周建议一览

核心观点：本周多元资产涨跌互现，华鑫量化全天候连续四周新高。仓位视角集中到胜率较高的美股、数字货币，而对关税、美联储动荡的政策担忧则驱动长债收益率普遍上行，我们判断九月前仍会呈现宽幅轮动逻辑，补涨机会仍存，谨慎看多；美债收益率确定性上穿 5%，以及美股仓位和市场广度恶化带来再次 Risk Off 是可能的主要风险。

美股继续受益于 TACO 交易和 Goldilocks 难证伪，美元走弱也利好海外营收占比较高的大型科技股；德股和日股受限于关税不确定，以及日本选举，表现较弱。英伟达 H20 芯片放行利好中国 AI 应用相关公司，与云计算、数据中心、AI 应用相关性更高的恒生科技有望新高。

AH 股行业轮动速率加快，从补涨和 AI 主题角度，信创、人工智能、机器人、游戏、电力设备（雅江工程）、锂电有望走强；A 长债受权益和商品压制，稳健型投资者可增配。

美股：【美元流动性量来看 - 上周小幅回落，Q3TGA 账户补充下可能有压力】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 6.17 万亿→6.15 万亿，流动性小幅回落。其中美联扩表本周缩表 26.39 亿美元（上周扩表 23.14 亿美元）；TGA 账户变动 10.37 亿美元（上周-611.84 亿美元）；隔夜逆回购 176.61 亿美元（上周-330.28 亿美元）。

美股创历史新高后资金持续止盈，如有 5% 回调是买入机会。美股长逻辑仍是 AI、大型科技股的盈利韧性。

日股：利用调整增持。日股在本周末参议院选举前走弱。受沃勒鸽派论调和日本通胀数据走软/与预期相符的推动，债券市场小幅上涨。随后隔夜日本出口数据意外低于预期，30 年期日本国债收益率再次走弱。保持长期看多。市场对日本长债发行、通胀小幅上升虽有所担忧，但从跨境流向来看，并不改变长期看多趋势。

美债：对关税、美联储动荡的政策担忧则驱动长债收益率普遍上行。美债收益率确定性上穿 5%，以及美股仓位和市

相关研究

- 1、《首批 12 只科创板综指 ETF 上报，全天候多资产风险平价策略新高》2025-01-21
- 2、《择时信号转多，积极参与反弹》2025-01-19
- 3、《港股交投情绪低迷，推荐关注豆粕 ETF》2025-01-13

场广度恶化带来再次 Risk Off 是可能的主要风险。

海外市场风险偏好：【金融状况】风偏持续回暖

金融条件指数 2 月底开始持续位于均线下方，4 月第一周关税冲击后快速下行，极端恐慌情绪释放。随后五月进入关税缓和阶段风偏持续修复，中美瑞士会议修复至 120ma 之上后达到峰值；随后受穆迪下调美国主权信用评级和日、美国债拍卖遇冷影响，持续下行。六月第一周中美元首通话、5 月非农数据披露后收 120ma 之上，伊以冲突升级重回 riskoff。六月下旬美国下场后，中东局势降温，快速修复站上 120ma，重回 riskon。7 月关税 TACO 交易+大美丽法案落地+美国较强的经济硬数据支撑市场风偏回暖。

A 股：场外增量资金或并不多，科技股有望继续走强，保持 50%仓位积极挖掘补涨。宽基从创业板转为看多科创 50。

港股：港股市场本周情绪面数据延续改善，南向个股配置集中于互联网平台、稳定币、汽车相关个股，市场风险偏好较高。宏观经济数据 6 月一改上行趋势转为下行看空，美元指数继续上涨，关注美元上涨导致全球风险资产潜在波动风险。马云在上周六、日要求淘宝闪购“稳定在 8000 万单”，先提升能力，巩固好基础，再往上冲，或标志外卖大战最激烈时间段已经过去。由于互联网巨头资本开支不足以及阿里巴巴等巨头深陷外卖大战阴影，前期恒生科技持续表现低迷，当前阿里高层定调，叠加 H20 恢复销售，持续看好中概互联修复行情。

港股金股：港股金股绝对收益达 58.08%，相较恒生指数超额 35.89%。

【组合最新持仓】腾讯、阿里巴巴、心动公司、李宁、再鼎医药、万洲国际、地平线机器人、天齐锂业，组合已满仓。

港股定量优选 30 自 2024 年 11 月初至今绝对收益 +31.18%，相较港股高股息指数超额 13.36%。

红利：7 月全仓成长，创业板+科创 50。当前期限利差走阔、社融增速延续回暖、资金博弈指标中外资流入意愿升温+场内 etf 红利净买入减速共同支撑高景气成长表现，国家队维稳及高频量化活跃下，市场风险偏好改善，关注半导体、内需消费板块配置机会。

小微盘：7 月小微盘略占优。胜率角度（流动性宽松+RSI 技术面强势）延续看多小微盘，6 月初小微盘拥挤度历史极高位存在交易过热风险，六月中下旬边际改善，赔率指标翻多。

行业选择：沿两条线配置，再通胀（有色金属、钢铁、新能源、消费、地产链）；中报业绩（金属、芯片、军工、创新药、保险、游戏）等

黄金：黄金波动可能放大，市场开始消化 Powell 离任可能，美元下跌+黄金上涨+美债陡峭化，积极增配。

■ A股策略择时观点

七月行情焦灼，从风格角度更看好创业板+科创 50、市值略看好小盘；主题投资可能是震荡期间主线，关注反内卷相关个股。

■ ETF 组合运行周观点

ETF 组合策略-偏股型-鑫选技术面量化

ETF 组合表现：2024 年初至今绝对收益 37.96%，相对沪深 300 超额 18.11%，相对 ETF 等权超额 15.04%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、芯片龙头 ETF、半导体 ETF、汽车 ETF、酒 ETF、新能源 ETF、红利低波 ETF、证券 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候

单周涨幅 0.41%，累积收益 7.91%，最大回撤 3.26%。

QDII 本周小幅上涨，纳斯达克涨 1.52%，标普生物科技涨 0.32%

债券本周震荡偏弱，30 年国债跌 0.07%，十年国债涨 0.05%，5 年地债涨 0.04%。

商品本周黄金延续震荡，黄金小幅上涨 0.33%。

权益部分本周大盘如期震荡，融资余额连续增长，创业板大涨 3.17%，各个板块题材轮动加速冲高，机器人 ETF 涨 4.51%，家电 ETF 涨 3.12%，军工 ETF 涨 2.84%。目前融资盘情绪活跃，技术面指标大小盘再次进入多头区间，下周应还有鱼尾行情，建议谨慎看多。

■ 风险提示

数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。基于历史数据的模型存在失效风险，基金历史业绩不代表未来。

正文目录

1、 组合策略历史净值..... 5

2、 本周最新观点 9

2.1、 全球资产配置观点 9

2.2、 A股择时观点：看好科技和消费 10

2.3、 港股择时观点：港股短期跑输时间段已过 11

2.4、 A股策略择时观点： 12

2.1、 商品策略择时观点：黄金在降息前仍有冲击双顶乃至三顶机会 13

3、 ETF组合运行周观点： 13

4、 风险提示 14

图表目录

图表 1：A股仓位择时策略： 5

图表 2：A股多空择时策略： 5

图表 3：港股仓位择时策略： 5

图表 4：A股小微盘择时策略： 6

图表 5：A股红利成长择时策略： 6

图表 6：美股择时策略： 7

图表 7：黄金择时策略： 7

图表 8：ETF组合策略-偏股型： 7

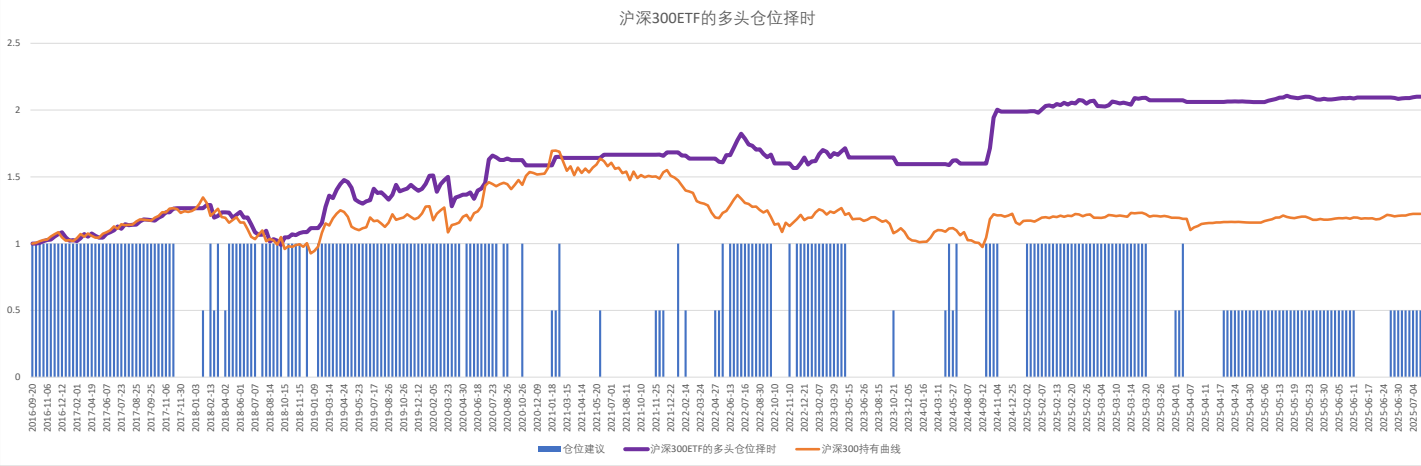
图表 9：ETF组合策略-偏债型： 8

图表 10：本周最新观点： 9

1、组合策略历史净值

A 股仓位择时策略：

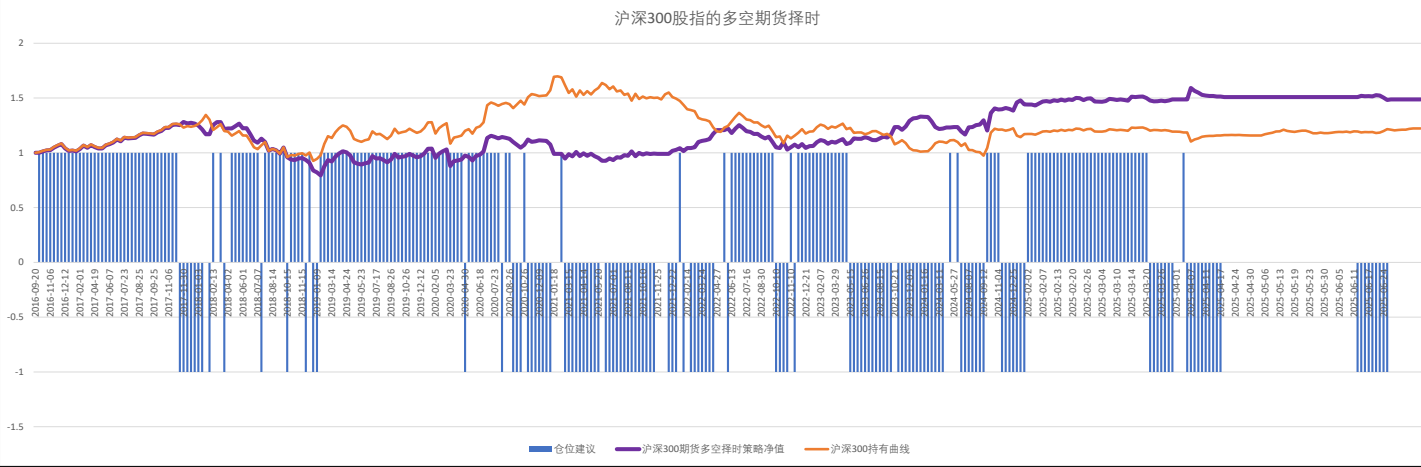
图表 1：A 股仓位择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股多空择时策略：

图表 2：A 股多空择时策略：

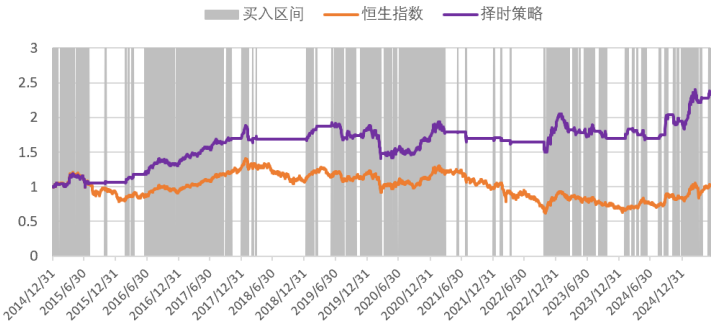


资料来源：Wind，华鑫证券研究

港股仓位择时策略：

图表 3：港股仓位择时策略：

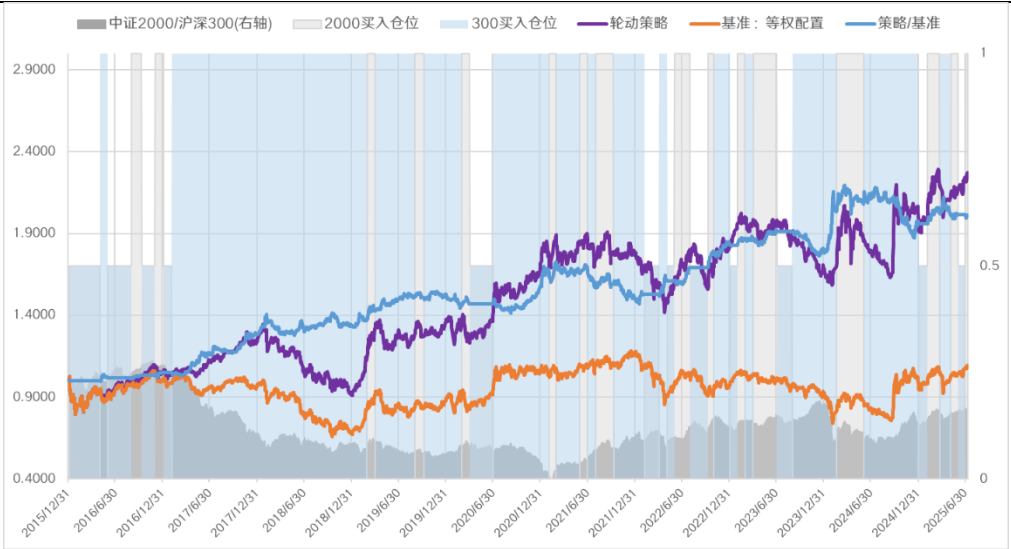
业绩统计	累计收益	年化收益	最大回撤	年化波动率	年化sharpe	calmar
恒生指数	1.22%	0.12%	55.70%	21.77%	0.01	0.00
择时策略	133.32%	8.70%	27.00%	14.44%	0.60	0.32



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股小微盘择时策略：

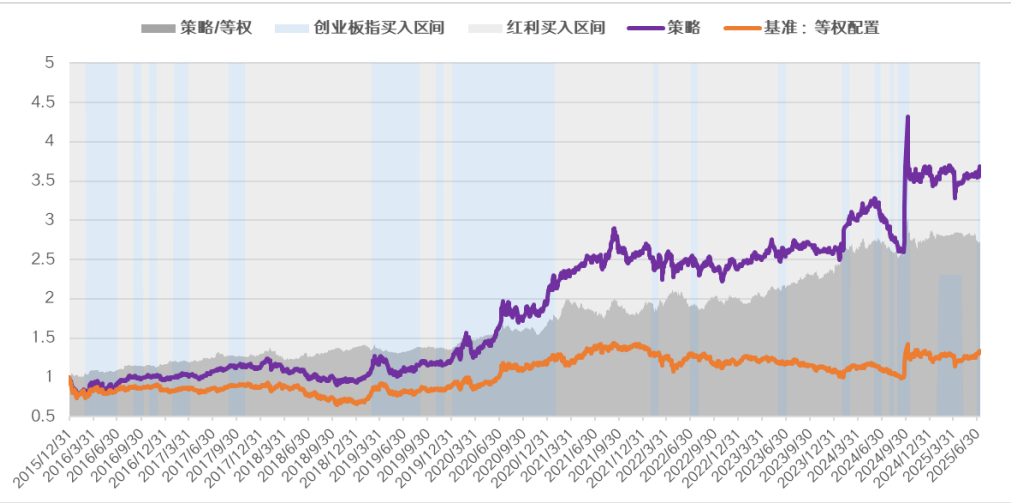
图表 4：A 股小微盘择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股红利成长择时策略：

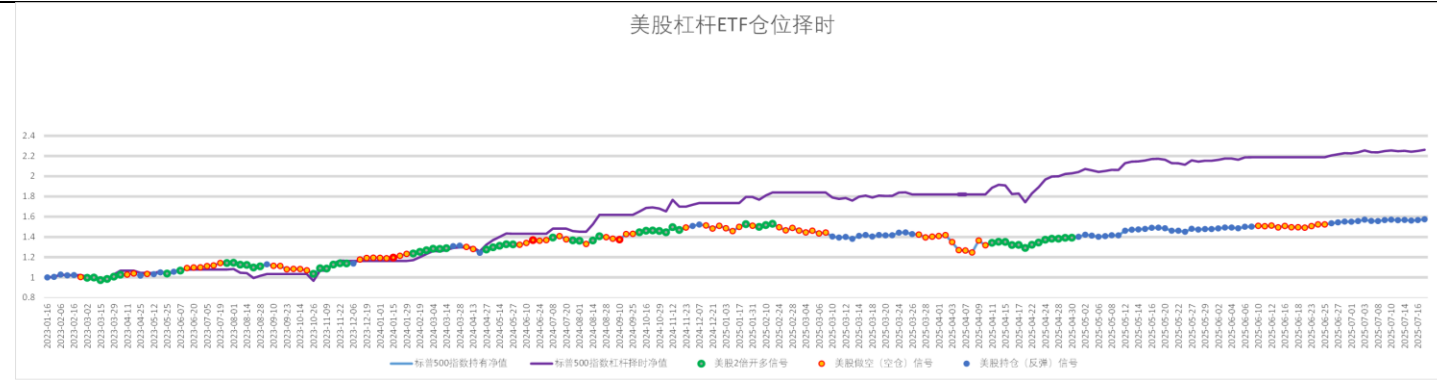
图表 5：A 股红利成长择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美股择时策略：

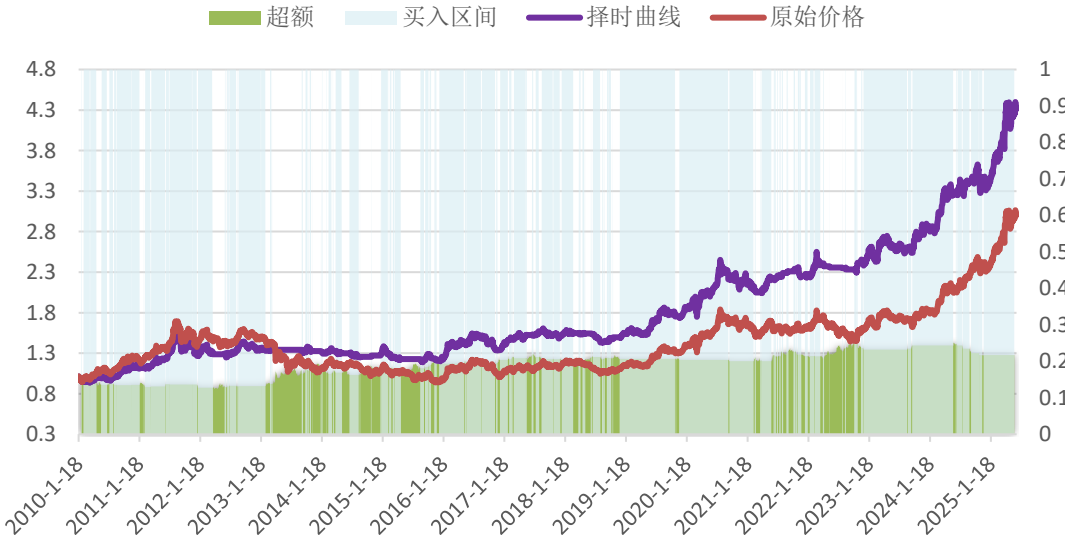
图表 6：美股择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

黄金择时策略：

图表 7：黄金择时策略：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型：

图表 8：ETF 组合策略-偏股型：

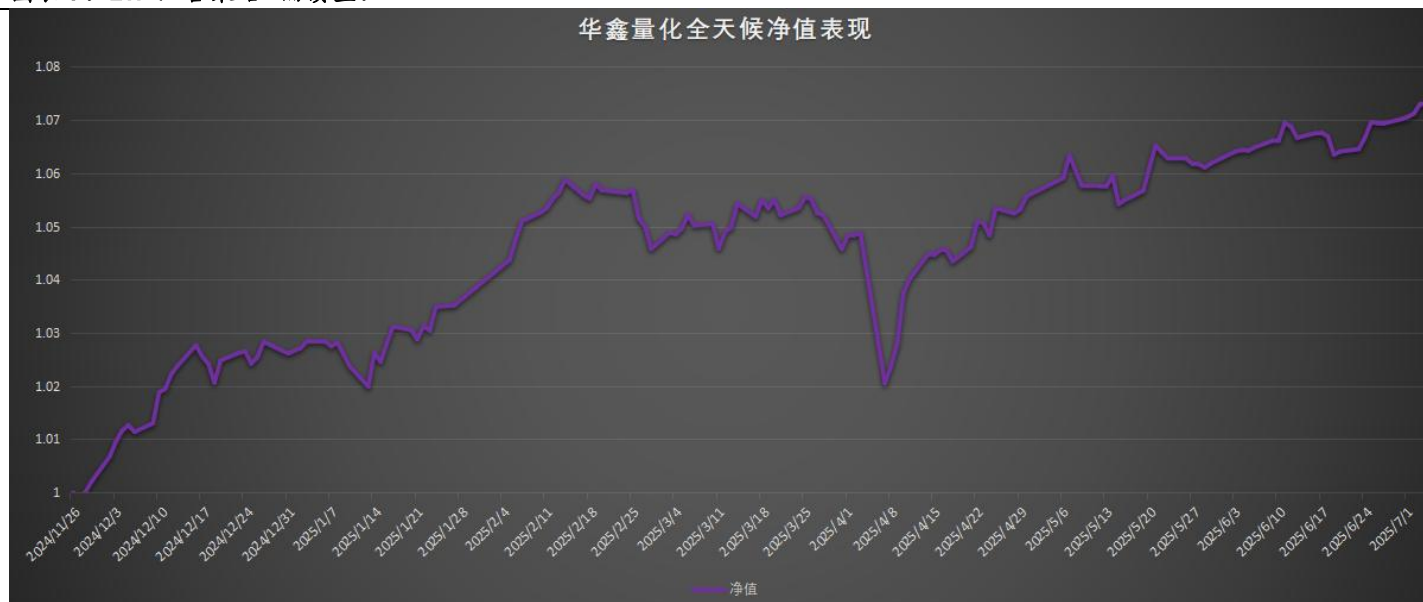
组合收益率与ETF加权平均收益曲线



资料来源：Wind，华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏债型：

图表 9：ETF 组合策略-偏债型：



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、本周最新观点

图表 10：本周最新观点：

华鑫金工多元资产投资建议 - 20250720周		方向观点
A股	科技股有望继续走强，保持50%仓位积极挖掘补涨。宽基从创业板转为看多科创50。	中等仓位
港股	继续提升仓位至100%。港股有望新高。	上调至高仓位
美股	创历史新高后资金持续止盈，如有5%回调是买入机会。美股长逻辑仍是AI、大型科技股的盈利韧性	中等仓位
美债	对关税、美联储动荡的政策担忧则驱动长债收益率普遍上行。美债收益率确定性上穿5%，以及美股仓位和市场广度恶化带来再次Risk Off是可能的主要风险	短期美债基金
日股	日股在本周末参议院选举前走弱。受沃勒鸽派论调和日本通胀数据走软/与预期相符的推动，债券市场小幅上涨。随后隔夜日本出口数据意外低于预期，30年期日本国债收益率再次走弱。保持长期看多。	中等仓位
德股	受益于美国增量资金流出的多元化，欧洲年初至今的资金流入规模最大。美欧关税谈判短期是扰动，德国DAX指数创新高后有一定做多放缓。长期看德国财政支出的确定性仍是配置理由。	中等仓位
A股策略	以反内卷的主题配置为主	创业板+科创50； 市值平配
黄金	黄金波动可能放大，市场开始消化Powell离任可能，美元下跌+黄金上涨+美债陡峭化，积极增配	中等仓位
小微盘	七月市值风格调整为平配	平配
红利成长	七月全仓成长，创业板+科创50	创业板+科创50； 市值平配
行业选择	沿两条线配置，再通胀（有色金属、钢铁、新能源、消费、地产链）；中报业绩（金属、芯片、军工、创新药、保险、游戏）	AI应用、半导体

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.1、全球资产配置观点

全球资产表现：

权益：本周 A 股市场整体震荡上行大部分宽基指数收涨。上证综指上涨 0.69%，创业板指上涨 3.17%，中证 1000 上涨 1.41%。达链领涨，银行、保险板块持续弱势。本周港股市场整体震荡上涨，恒生指数上涨 2.84%，恒生科技指数上涨 5.53%。美股三大股指高位震荡上涨，道琼斯工业指数下跌 0.07%，标普 500 指数上涨 0.59%，纳斯达克指数上涨 1.51%。债券：债市本周上涨，中债 - 国债总财富（总值）指数上涨 0.07%。汇率：本周汇率市场美元指数上涨 0.60%。商品：本周黄金震荡微跌，伦敦金现下跌 0.15%，伦敦银现下跌 0.63%，Comex 铜下跌 0.41%；ICE 布油下跌 1.61%；受“反内卷”政策提振，螺纹钢连八上涨 1.24%。

美股：中等仓位

【美元流动性量来看 - 上周小幅回落，Q3TGA 账户补充下可能有压力】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 6.17 万亿→6.15 万亿，流动性小幅回落。其中美联扩表本周缩表 26.39 亿美元（上周扩表 23.14 亿美元）；TGA 账户变动 10.37 亿美元（上周-611.84 亿美元）；隔夜逆回购 176.61 亿美元（上周-330.28 亿美元）。

美股创历史新高后资金持续止盈，如有 5%回调是买入机会。美股长逻辑仍是 AI、大型科技股的盈利韧性。

日股：利用调整增持

日股在本周末参议院选举前走弱。受沃勒鸽派论调和日本通胀数据走软/与预期相符的推动，债券市场小幅上涨。随后隔夜日本出口数据意外低于预期，30 年期日本国债收益率再次走弱。保持长期看多。

市场对日本长债发行、通胀小幅上升虽有所担忧，但从跨境流向来看，并不改变长期看多趋势。

海外风险偏好：RiskOn 仍能维持，同时增加尾部风险保护

【金融状况】风偏持续回暖

金融条件指数 2 月底开始持续位于均线下方，4 月第一周关税冲击后快速下行，极端恐慌情绪释放。随后五月进入关税缓和阶段风偏持续修复，中美瑞士会议修复至 120ma 之上后达到峰值；随后受穆迪下调美国主权信用评级和日、美国债拍卖遇冷影响，持续下行。六月第一周中美元首通话、5 月非农数据披露后收 120ma 之上，伊以冲突升级重回 riskoff。六月下旬美国下场后，中东局势降温，快速修复站上 120ma，重回 riskon。7 月关税 TACO 交易+大美丽法案落地+美国较强的经济硬数据支撑市场风偏回暖。

2.2、A 股择时观点：看好科技和消费

上周市场延续强势表现，创业板指领涨 3.17%，中证 1000 上涨 1.41%。板块上大金融搭台后调整为成长行业输血，英伟达链领涨，港股市场恒生科技指数上涨 5.53%。但同时当前宏观层面目前并未看到强烈向好的信号，PPI 同比-3.6%低于预期反应出投资内需总体仍然不强的现实压力。资金面来看两融较为活跃，公募目前还是未有明显的流入。短期市场已走出多头趋势，可能维持动量效应强势的窗口期建议跟随。中报业绩期下，行业层面继续关注红利（石油石化、银行、保险、交运）调整后的长线配置机会，成长中把握短期 AI 算力、创新药、军工、有色机会。

北向交易型仓位开始小幅度增持，主要流入港股 AI 应用、A 股制造和科技板块，卖出创新药、材料、消费。

外资流出意愿：近期回落趋势钝化，本周继续小幅拐头，人民币兑美元走强及 CDS 利

差下行趋势有钝化。

融资余额本周继续抬升，连续十个交易日上行；净买入占比震荡。

公募仓位：五月初明显下行后走势持平，六月上中旬仓位持续微降，六月下旬开始明显下降。本周仓位走平企稳。

全市场主动股基规模加权仓位来看，近一周均衡型增持靠前医药、电新、轻工、通信、军工，近一个月来看医药、电新、通信、石油石化、军工；

2.3、港股择时观点：港股短期跑输时间段已过

【港股市场观点】港股市场本周情绪面数据延续改善，南向个股配置集中于互联网平台、稳定币、汽车相关个股，市场风险偏好较高。宏观经济数据6月一改上行趋势转为下行看空，美元指数继续上涨，关注美元上涨导致全球风险资产潜在波动风险。马云在上周六、日要求淘宝闪购“稳定在 8000 万单”，先提升能力，巩固好基础，再往上冲，或标志外卖大战最激烈时间段已经过去。由于互联网巨头资本开支不足以及阿里巴巴等巨头深陷外卖大战阴影，前期恒生科技持续表现低迷，当前阿里高层定调，叠加 H20 恢复销售，持续看好中概互联修复行情。

【情绪面】港股市场本周情绪面数据边际抬升转为看多。

【资金面】南向资金持续大幅流入港股市场，本周累计买入 214.56 亿元。本周买入前 10 大个股分别为美团-W、建设银行、中芯国际、阿里巴巴-W、众安在线、理想汽车-W、快手-W、国泰君安国际、阿里健康、比亚迪股份，资金积极抄底低位互联网平台、稳定币、汽车相关个股，风险偏好明显改善。

【基本面】2025 年 6 月，OECD 最新数据录得 100.1968，高于前值 100.1969，国内经济基本面边际回落，港股分子端承压。

港股金股绝对收益达 58.08%，相较恒生指数超额 35.89%。

【组合最新持仓】腾讯、阿里巴巴、心动公司、李宁、再鼎医药、万洲国际、地平线机器人、天齐锂业，组合已满仓。

港股定量优选 30 自 2024 年 11 月初至今绝对收益+31.18%，相较港股高股息指数超额 13.36%。

2.4、A 股策略择时观点：

A 股的有效策略包括仓位择时、风格择时、行业择时、大小盘择时、主题投资等。其中主题投资更偏向定性，也和小微盘策略超额有密切联系。在不同年份，A 股的有效策略体现出长期有效，短期轮动的特征。

例如 2008 年、2015 年等宏观剧烈驱动年份，系统性风险主导市场，仓位择时更加重要；2016-2017 年的高 ROE 行情、2022-2023 年的红利行情，坚定持有某个固定风格因子成为跑赢市场关键因素；2019 年的新能源产业爆发、穿插于 2022-2023 年的 AI 算力、2024-2025 年的机器人，专注产业趋势带来巨大业绩弹性。

七月行情焦灼，从风格角度更看好创业板、市值略看好小盘；主题投资可能是震荡期间主线，关注反内卷相关个股。

红利择时观点：

本期：当前期限利差走阔、社融增速延续回暖、资金博弈指标中外资流入意愿升温+场内 etf 红利净买入减速共同支撑高景气成长表现，国家队维稳及高频量化活跃下，市场风险偏好改善，关注半导体、内需消费板块配置机会。

小微盘择时观点：

【大小盘】

本期：胜率角度（流动性宽松+RSI 技术面强势）延续看多小微盘，6 月初小微盘拥挤度历史极高位存在交易过热风险，六月中下旬边际改善，赔率指标翻多。

行业选择观点：

沿两条线配置，再通胀（有色金属、钢铁、新能源、消费、地产链）；中报业绩（金属、芯片、军工、创新药、保险、游戏）等

2.1、商品策略择时观点：黄金在降息前仍有冲击双顶乃至三顶机会

【黄金地缘政治风险溢价震荡消化后，仍是对抗短期不确定性顺风资产，建议增配】

黄金牛市回撤在 10%-20%之间，非加息周期一般在 10%左右。前期关税缓和、上周地缘缓和后有筹码兑现压力，拥挤后的技术调整回踩 60 日均线可以继续开始布局，中期来看今年美元信用对冲+海外政策不确定性影响风偏+降息预期交易看多逻辑未变，配置价值一直在。

央行增持方面：中国央行继续增持。截至 2025 年 6 月末，央行的黄金储备规模报 7390 万盎司（约 2095.03 吨），环比增加 7 万盎司。值得一提的是，这已经是连续第 8 个月增加，其间累计增持 1110 万盎司。作为比较，3 月增持 9 万盎司，4 月增持 7 万盎司，5 月增持 6 万盎司，6 月重新回到 7 万盎司。

黄金的中期逻辑没有发生任何变化，全年配置价值一直在。“美国未来高通胀+未来低增长+政策混乱”，叠加中美博弈背景下，全球央行储备多元化空间广阔，资金从传统美元避险资产（美国短期国债+美元现金）向更极端的无主权避险资产（黄金）转移，对黄金的需求是长期的。

只有当再美式全球化 or 新全球化(中式)接棒，造成风险偏好抬升确认，黄金配置价值才回被削弱。

3、ETF 组合运行周观点：

ETF 组合策略-偏股型-鑫选技术面量化：

ETF 组合表现：2024 年初至今绝对收益 37.96%，相对沪深 300 超额 18.11%，相对 ETF 等权超额 15.04%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、芯片龙头 ETF、半导体 ETF、汽车 ETF、酒 ETF、新能源 ETF、红利低波 ETF、证券 ETF

ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

单周涨幅 0.41%，累积收益 7.91%，最大回撤 3.26%。

QDII 本周小幅上涨，纳斯达克涨 1.52%，标普生物科技涨 0.32%

债券本周震荡偏弱，30 年国债跌 0.07%，十年国债涨 0.05%，5 年地债涨 0.04%。

商品本周黄金延续震荡，黄金小幅上涨 0.33%。

权益部分本周大盘如期震荡，融资余额连续增长，创业板大涨 3.17%，各个板块题材轮动加速冲高，机器人 ETF 涨 4.51%，家电 ETF 涨 3.12%，军工 ETF 涨 2.84%。目前融资盘情绪活跃，技术面指标大小盘再次进入多头区间，下周应还有鱼尾行情，建议谨慎看多。

4、风险提示

数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。基于历史数据的模型存在失效风险，基金历史业绩不代表未来。

■ 量化和基金研究组介绍

吕思江：量化和基金研究首席，数学博士，2022 年 3 月加入华鑫证券研究所。9 年量化和基金研究经验，覆盖各类定量策略，尤其擅长定量资产配置、行业风格轮动、FOF 和基金投顾策略研究。

马晨：南加州大学金融工程硕士，上海财经大学金融工程学士，2022 年 3 月加入华鑫证券研究所，主要覆盖 FOF 和基金定量研究方面内容。

黄子轩：格拉斯哥大学硕士，2022 年 3 月加入华鑫研究所。

武文静：上海财经大学硕士，2023 年 7 月加入华鑫研究所。

刘新源：哥伦比亚大学硕士，2023 年 10 月加入华鑫研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。