

2025 年 07 月 19 日

当前行情与 2014 年和 2020 年的异同

定期报告

投资要点

◆ **复盘来看，2014 年下半年和 2020 年 4-7 月的 A 股行情主要受流动性和政策宽松等分母端因素驱动。**（1）与当前较为类似，2014 年下半年和 2020 年 4-7 月均呈现经济偏弱但上证综指上涨的行情。（2）2014 年下半年和 2020 年 4-7 月的 A 股行情主要受流动性和政策宽松、外部积极事件等分母端因素的驱动。一是 2020 年经济和盈利基本面好于 2014 年。二是 2014 年和 2020 年行情期间流动性均较为宽松：首先，宏观流动性上，2014 年下半年国内央行连续降准降息，2020 年 4-7 月期间国内央行多次降准降息且美联储也降息；其次，股市资金上，2014 年行情期间融资大幅流入，2020 年 4-7 月期间外资流入和新发基金明显上升。三是 2014 和 2020 年行情期间政策和外部事件均偏积极，同时估值和情绪指标处于低位。四是 2014 年下半年大盘价值占优，2020 年 4-7 月大小盘偏均衡、成长占优。

◆ **当前与 2014 年下半年行情可能更相似，短期维持震荡偏强趋势，结构性慢牛延续。**

（1）经济和盈利维持弱修复趋势。一是经济上，继续维持弱修复趋势：出口后续仍面临外需回落的压力，消费、基建和制造业投资增速可能维持较高水平，房地产投资仍可能偏弱。二是企业盈利上，已披露的可比口径下全 A 中报盈利增速较一季报增速继续回升，显示企业盈利继续处于回升周期中。（2）流动性短期继续维持宽松。一是宏观流动性上，海外对国内流动性宽松的掣肘依然较小，央行短期可能加大资金投放力度。二是股市资金上，外资、融资和新发基金等资金可能进一步流入 A 股。（3）短期政策积极，外部风险有限，估值和情绪中性稍偏高。（4）短期风格可能继续偏均衡：首先，今年 4 月以来大小盘风格偏均衡，价值略好于成长，与 2014 年较为类似；其次，后续大小盘风格仍可能偏均衡，成长可能相对价值占优。

◆ **今年 7 月风格可能偏均衡，8 月成长可能相对占优。**（1）7、8 月大小盘风格可能都偏均衡。一是日历效应上上证 50 和微盘股在 8 月大概率表现相对占优。二是从决定大小盘风格的因素来看，今年 7、8 月经济可能持续延续弱修复趋势、流动性维持宽松、政策和外部事件可能持续偏积极，科技成长、大金融、周期等都可能受益，总体风格可能偏均衡。（2）7 月成长价值风格偏向均衡，8 月成长可能相对占优。一是日历效应上，7 月份成长价值风格偏均衡，8 月价值风格占优概率较高，且主要是成长业绩偏弱导致的。二是从决定成长价值风格的因素来看，今年 7、8 月份经济基本面都处于修复趋势、流动性维持宽松、科技的政策和产业趋势向上，成长风格可能相对占优；但 7 月反内卷政策和中报业绩等导致价值可能相对占优。

◆ **行业配置：短期继续均衡配置科技成长和低估值蓝筹。**（1）已披露可比口径下，传媒、建材、农林牧渔、计算机和家电等中报盈利增速占优。（2）当前成长中的传媒、汽车、医药、电力设备及新能源，蓝筹中的农林牧渔、非银行金融、食品饮料、家电等性价比较高。（3）短期建议继续均衡配置：一是政策和产业趋势向上的传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用、数字货币）、电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、军工、机器人、创新药等；二是估值性价比和盈利增速可能较高的有色金属、电新、大金融、消费（食品、商贸零售、养殖）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@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

新股板块再现结构性强势，但需注意本轮活跃周期可能已经步入后段-华金证券新股周报 2025.7.13

中报业绩期对当前 A 股影响几何？

2025.7.12

美对部分国家关税落地有望提振市场情绪 2025.7.8

新股板块迎来震荡分化，本轮活跃周期频繁轮动切换特征或未改-华金证券新股周报 2025.7.6

拔估值行情到何时？ 2025.7.5



内容目录

一、当前行情与 2014 和 2020 年有何异同？	4
（一）2014 和 2020 年行情主要受流动性和政策宽松等驱动	4
（二）当前与 2014 年更相似，短期延续结构性慢牛趋势	7
二、行业配置：短期继续配置科技成长和低估值蓝筹	11
（一）今年 7 月风格可能偏均衡，8 月成长可能相对占优	11
（二）传媒、建材、农林牧渔等已披露可比口径下中报增速较高	13
（三）从估值性价比角度筛选成长和蓝筹	14
（四）短期继续均衡配置科技成长和低估值蓝筹	16
三、风险提示	16

图表目录

图 1：2014 和 2020 年牛市初期基本面表现均偏弱	4
图 2：2014 年全 A 盈利增速持续下探	5
图 3：2014 年工业企业盈利增速也呈现下探趋势	5
图 4：2014 年和 2020 年行情期间央行货币政策操作偏宽松	5
图 5：2014 年美元指数大幅上升	6
图 6：2014 和 2020 年行情期间微观资金流入情况一览	6
图 7：2014 年行情开启时指数估值相对偏低	6
图 8：2014 年和 2020 年我国赤字率均明显提升	6
图 9：2014 和 2020 年牛市行情初期风格表现不同	7
图 10：6 月集成电路出口增速大幅回升	8
图 11：6 月对美出口金额占比回升	8
图 12：6 月汽车、家具销售增速回升	8
图 13：6 月固定资产投资增速全面下滑	8
图 14：CME 预测年内剩余 2 次降息	9
图 15：美国 CPI 和核心 CPI 同比上升	9
图 16：2014 和 2020 年新发基金均大幅增长	9
图 17：融资已经连续 4 周净流入规模超过百亿	9
图 18：当前重要指数估值处于中性位置	10
图 19：上证综指当前换手率分位数在 65%左右	10
图 20：近期大小盘风格偏均衡，后续成长可能优于价值	10
图 21：2011-2024 年 7、8 月大小盘风格表现一览	11
图 22：大小盘风格分别占优期间基本面、流动性等指标变化一览	12
图 23：2011-2024 年 7、8 月成长价值风格表现一览	13
图 24：成长、价值风格分别占优期间基本面、流动性、产业催化等指标变化一览	13
图 25：已披露可比口径下周期、成长行业中报盈利增速占优(截至 2025/07/18)	14
图 26：成长一级行业筛选	15
图 27：蓝筹一级行业筛选	15
图 28：蓝筹二级行业筛选	16
图 29：NAND Flash（64GB 8G*8 MLC）价格持续上涨	17
图 30：信息传输等的 GDP 不变价累计同比回升	17
图 31：中国社会零售总额 6 月份同比增长 4.8%	17

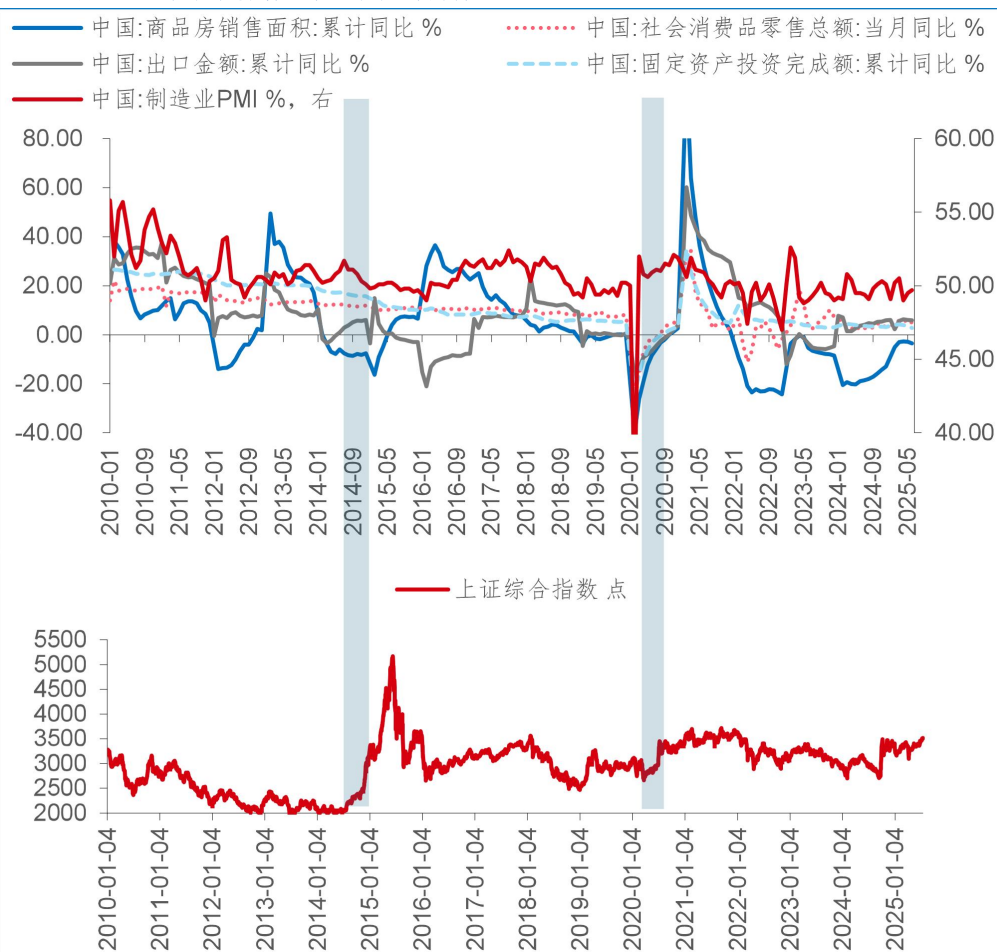
图 32: 光伏行业综合价格指数 (SPI) 结束连续 13 周下跌	17
--	----

一、当前行情与 2014 和 2020 年有何异同？

（一）2014 和 2020 年行情主要受流动性和政策宽松等驱动

与当前较为类似，2014 年下半年和 2020 年 4-7 月均呈现经济偏弱但上证综指上涨的行情。我们拉取制造业 PMI、社零、地产销售、出口、投资增速与上证综指对比，发现 2014 年 7 月至 2015 年 1 月、2020 年 4 月至 2020 年 7 月期间基本面指标多偏弱，例如：2014/7-2015/1 期间制造业 PMI、社零、出口和投资增速均有所下滑，商品房销售增速也维持低位，期间上证涨幅高达 58%；2020/4-2020/7 期间地产销售、社零、出口和投资增速也均为负值，疫情后经济基本面仍偏弱，期间上证上涨 10%。

图 1：2014 和 2020 年牛市初期基本面表现均偏弱



资料来源：华金证券研究所，wind

2014 年下半年和 2020 年 4-7 月的 A 股行情主要受流动性和政策宽松、外部积极事件等分母端因素的驱动：

（1）2020 年经济和盈利基本面好于 2014 年。一是从经济数据来看，如前所述，虽然 2020 年行情期间经济数据多为负增长，但整体呈修复趋势，而 2014 年经济数据多呈现下滑走势。二是从盈利视角来看，2014 年全 A 和工业企业盈利增速也呈现下滑趋势，全 A 盈利从 2014Q3 的 9.0% 下滑至 2015Q1 的 3.5%，工业企业盈利增速也在 2015 年初转负，而 2020Q1 全 A 盈利下

探至-24.0%的低点后持续回升，在 2020Q3 回升至-6.5%并于年底转正，同时工业企业盈利增速也是在年初探底后持续回升。

图 2：2014 年全 A 盈利增速持续下探



资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：2014 年工业企业盈利增速也呈现下探趋势



资料来源：华金证券研究所，wind

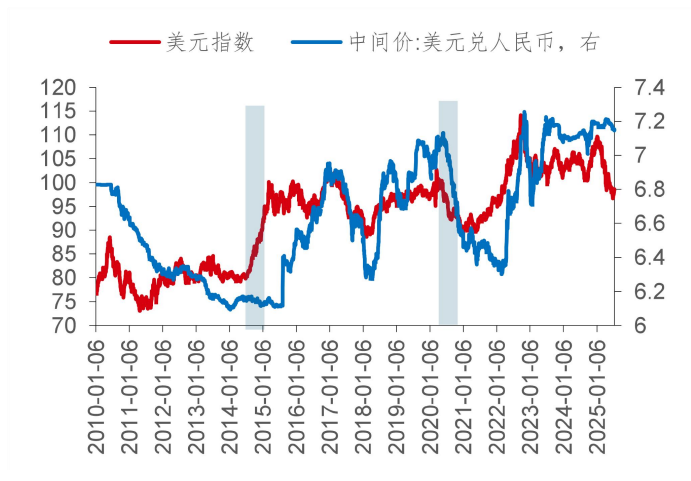
(2) 2014 年和 2020 年行情期间流动性均较为宽松。首先，宏观流动性来看：一是 2014 年下半年国内央行连续降准降息，且海外流动性也相对宽松，十年期美债收益率呈下降趋势；二是 2020 年 4-7 月期间国内央行多次降准降息，且美联储在 3 月开启降息操作。其次，股市资金上，2014 年行情期间融资大幅流入，2020 年 4-7 月期间外资流入和新发基金明显上升：一是 2014 年 7 月直至年底期间，外资、融资和新发基金分别流入 685.7 亿元、6137.1 亿元、1266.1 亿份，沪股通年底刚开通下融资成为该轮行情资金流入的主力；二是 2020 年 4 月至 7 月初，外资、融资和新发基金分别流入 1360.5 亿元、947.4 亿元、3338.1 亿份，外资和新发基金大幅流入 A 股市场。

图 4：2014 年和 2020 年行情期间央行货币政策操作偏宽松

年份	政策
2014	4月22日，中国人民银行决定从4月25日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点。
	6月9日，中国人民银行决定从6月16日起对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含4月25日已下调过准备金率的机构）下调人民币存款准备金率0.5个百分点，对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率0.5个百分点。
	11月22日，中国人民银行采取非对称方式下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍；其他各档次贷款和存款基准利率相应调整，并对基准利率期限档次作适当简并。
2020	3月16日，中国人民银行实施普惠金融定向降准，对普惠金融领域贷款占比考核达标银行给予0.5或1.5个百分点的存款准备金率优惠，并对此次考核中得到0.5个百分点存款准备金率优惠的股份制商业银行额外降准1个百分点。
	4月3日，中国人民银行决定下调农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行存款准备金率1个百分点，分4月15日和5月15日两次实施。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
	4月10日，中国人民银行下调常备借贷便利利率。具体为隔夜利率从3.35%下调至3.05%、7天利率从3.50%下调至3.20%、1个月利率从3.85%下调至3.55%。
	4月15日，中国人民银行开展了中期借贷便利（MLF）操作，操作金额为1000亿元，利率为2.95%，较上期下降20BP。
	6月29日，中国人民银行决定，从2020年7月1日起下调再贷款、再贴现利率。其中，下调支农再贷款、支小再贷款利率0.25个百分点。调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%。下调再贴现利率0.25个百分点至2%。下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点。调整后，金融稳定再贷款利率为1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%。

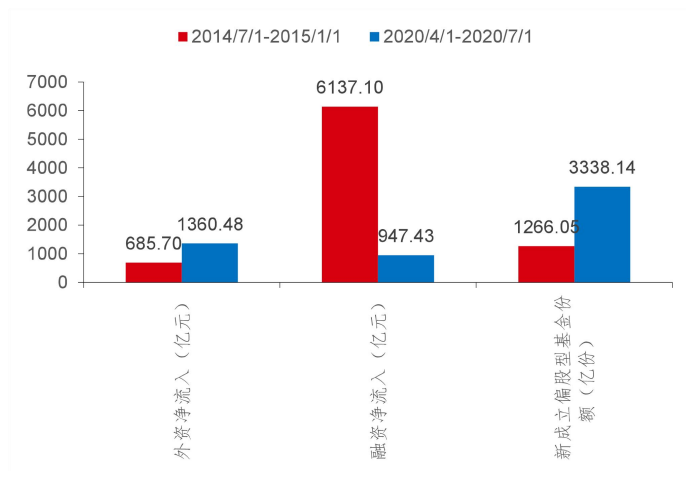
资料来源：华金证券研究所整理

图 5：2014 年美元指数大幅上升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：2014 和 2020 年行情期间微观资金流入情况一览

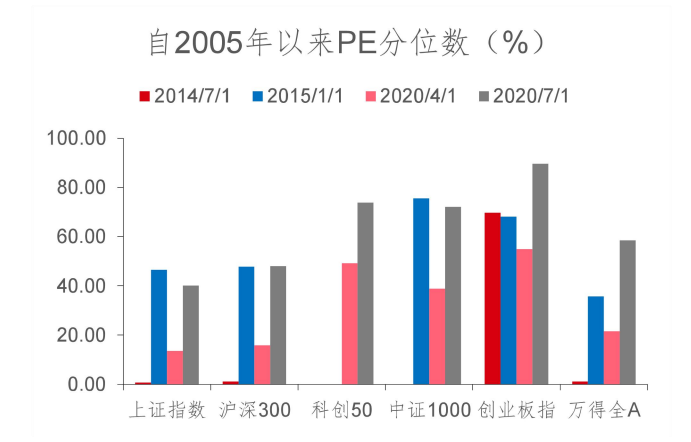


资料来源：华金证券研究所，wind

(3) 2014 和 2020 年行情期间政策和外部事件均偏积极，同时估值和情绪指标处于低位。

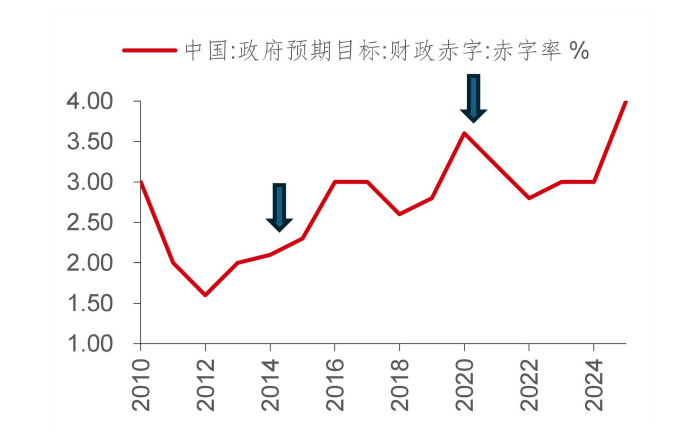
首先，政策和外部事件上：一是 2014 年来看，自 2014 年 5 月国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国九条），同年 10 月退市新规发布，11 月沪股通正式启动，资本市场改革政策不断落地，对牛市初期行情形成有力支撑；二是 2020 年在疫情冲击全球风险偏好后，3 月国内政治局会议上中央首次提出“适当提高财政赤字率，发行特别国债”，同时美联储开启无限量美元供应，3 月底美国出台总额约为 2 万亿美元的财政刺激计划，政策端全面转向积极，全球风险偏好回升。其次，估值和情绪上，2014 年和 2020 年行情开启时上证综指估值和换手率分位数均处于低位：一是 2014 年和 2020 年行情开启时重要指数估值为大多偏低，2014 年除创业板受其独立行情影响估值位置较高之外，上证综指、沪深 300 和万得全 A 的估值分位数（2005 年起计算，下同）均处于极低位置，分别为 0.8%、1.1%、1.2%，2020 年上述指数估值也相对偏低，分位数分别为 13.5%、15.8%、21.6%，科创 50、中证 1000 和创业板指估值处于中性位置，分位数分别为 49.2%、38.8%、55.0%；二是换手率分位数来看也偏低，2014/7/1 和 2020/4/1 上证综指换手率分位数分别为 10.5%和 32.6%。

图 7：2014 年行情开启时指数估值相对偏低



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：2014 年和 2020 年我国赤字率均明显提升



资料来源：华金证券研究所，wind

(4) 2014 年下半年大盘价值占优，2020 年 4-7 月大小盘偏均衡、成长占优。通过上证 50/ 中证 1000 及国证成长/国证价值的比价来看，2014 年行情初期为低估值蓝筹领涨，期间呈明显

的大盘风格，且价值表现相对较强，但 2020 年大小盘风格相对偏均衡，疫情催化下消费、科技等板块表现较好，成长风格明显优于价值。

图 9：2014 和 2020 年牛市行情初期风格表现不同



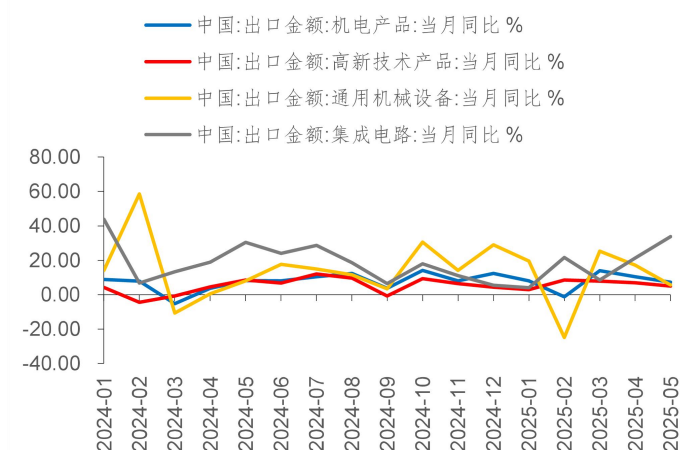
资料来源：华金证券研究所，wind

（二）当前与 2014 年更相似，短期延续结构性慢牛趋势

经济和盈利维持弱修复趋势。（1）经济上，继续维持弱修复趋势。一是抢出口效应滞后使得 6 月出口增速较 5 月有所回升，但后续仍面临外需回落的压力：数据上，6 月当月出口同比增速录得 5.9%（前值为 4.7%），抢出口效应未完下出口增速仍在回升；出口结构上韧性仍在，产品上，机电产品、高新技术产品 6 月出口增速维持高位（分别为 8.5%、7.3%），关键优势产品海外需求较高，国别上，对美出口金额占比从 9.1%回升至 11.7%，对美出口金额同比增速降幅也大幅收窄，此外对东盟、欧盟的出口金额占比也较高，分别为 17.9%和 15.1%，关税对出口的扰动在 6 月数据上有所减弱，但后续来看，随着抢出口效应的衰退以及外需仍面临回落风险，后续出口增速可能承压。二是消费补贴继续推动 6 月社零增速有所改善，后续在政策刺激和旺季支撑下消费增速可能维持较高水平：数据上，6 月社零总额当月同比增速录得 4.8%（前值为 6.4%），受“618”线上大促提前、端午假期等因素提前释放导致消费增速回落；结构上，6 月消费补贴支撑的家具、汽车零售额同比增速回升，分别为 28.7%和 4.6%，在后续补贴加力扩围、促消费政策与消费旺季有望形成共振的环境下，社零增速有望延续改善趋势。三是 6 月投资增速有所回落，尤其是地产投资增速依然偏弱，后续在保增长政策持续出台和落地实施下，基建和制造业投资增速可能维持较高水平：数据上，6 月固定资产投资累计同比增速录得 2.8%（前值为 3.7%），呈回落趋势；结构上，房价尚未企稳下地产投资增速降幅继续扩大至-11.2%（前值为-10.7%），此外今年以来我国制造业竞争压力逐步凸显，对投资增速形成一定压制，制造业和基建投资增速累计同比均略有下滑，后续来看，发展新质生产力仍是政策主线，专项债发行规模也较往年明显上升，后续基建和制造业投资增速有望维持一定高位，但房地产整体去库趋势不变下地产投资增速可能维持低位，投资增速可能结构性改善。四是 6 月新增社融和信贷有所回升，尤其是中长贷增速有所回升，后续经济修复预期有所上升，但强度仍可能偏弱：整体来看，2025 年上半年社会融资规模增量累计为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元，金融总量维持合理增长；信贷方面，社融口径下的 6 月新增人民币贷款规模高达 2.36 万亿，中长贷来看也明显回升，今年

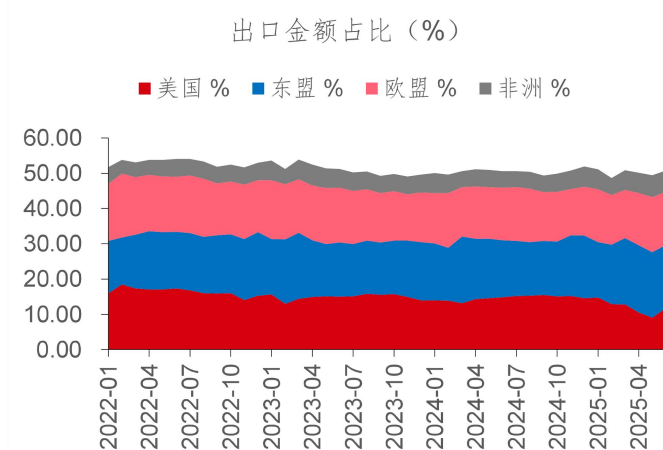
6月居民中长贷和企业中长贷较去年同期分别多增151、400亿元，进一步拉动信用增速回升，后续来看，财政、货币政策继续发力，央行有望继续使用结构性货币政策工具兼顾稳增长、稳汇率等多重目的，信用周期有望筑底回升，进而强化经济修复预期，但在关税的影响下强度可能相对偏弱。(2)企业盈利上，已披露的可比口径下全A中报盈利增速较一季报增速继续回升，显示企业盈利继续处于回升周期中。中报预告来看，A股中报盈利增速回升趋势延续：截至2025/7/16,当前全部A股已披露盈利预告(1485家)运用整体法在可比口径下,同比增长71.02%,相比2024H1实际盈利同比的-3.32%显示盈利处于修复趋势中。

图 10: 6月集成电路出口增速大幅回升



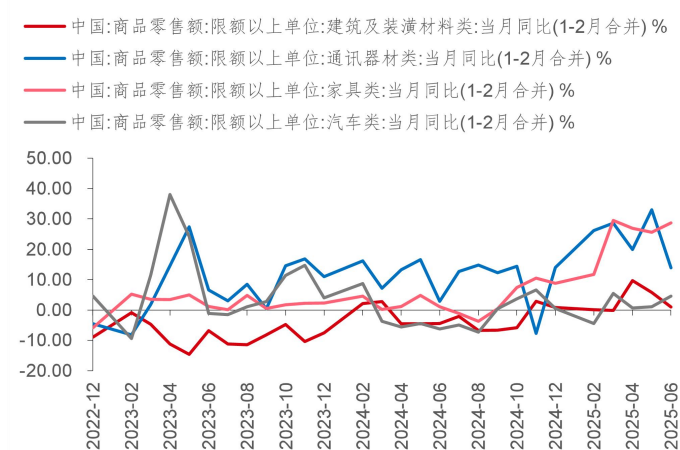
资料来源：华金证券研究所，wind

图 11: 6月对美出口金额占比回升



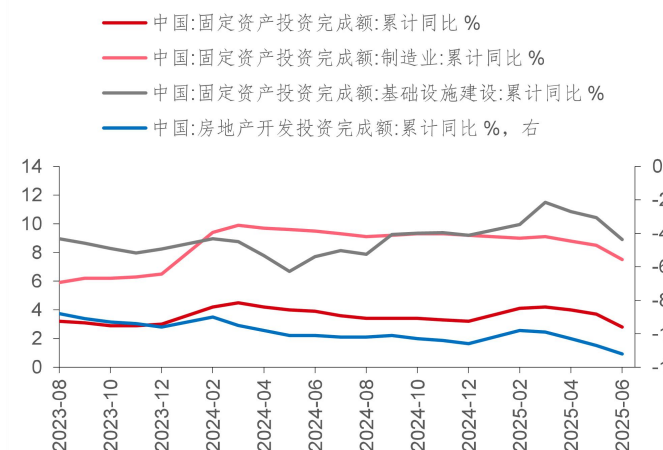
资料来源：华金证券研究所，wind

图 12: 6月汽车、家具销售增速回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 13: 6月固定资产投资增速全面下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

流动性短期继续维持宽松。(1)宏观流动性相对宽松。一是海外方面：首先，加征关税等导致美国6月通胀数据有所回升，CPI同比录得2.7%（前值为2.4%），核心CPI同比录得2.9%（前值为2.8%），其中商品CPI（不含食品、能源和二手车）环比上涨0.3%，关税逐步传导至消费品，从CME预测来看，年内降息预期下降至9月和12月各一次，降息节奏可能略有放缓，但美联储9月降息仍是大概率；其次，受通胀数据影响美元指数短期出现超跌反弹，但仍维持低位震荡，海外对国内流动性宽松的掣肘依然较小。二是国内方面，7月以来央行通过公开市

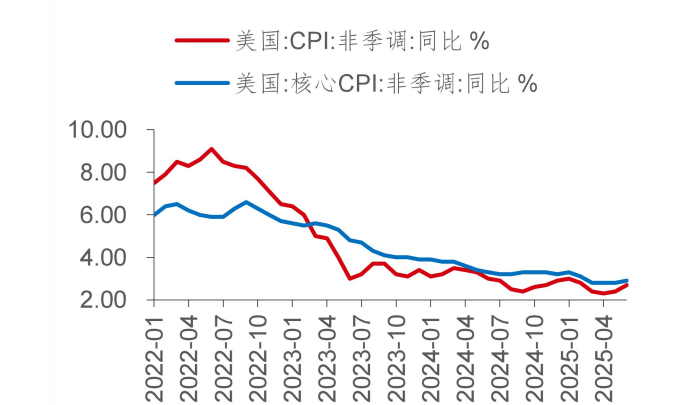
场操作回收流动性超过 1.6 万亿元，此外 7 月 25 日将有 2000 亿元 MLF 到期，下半月央行可能加大资金投放力度。（2）股市资金可能进一步流入 A 股。一是历史经验上，2014 下半年和 2020 年 4-7 月行情期间融资、外资和新发基金均大幅流入 A 股，如初期（2014/7-2015/1）月均新发基金份额约为 233 亿份，但牛市快速上行期间（2015/2-2015/5）月均成立 1648 亿份，资金量明显上升。二是，以 2024/9/18 为起点，截至 2025/7/17 融资和新发基金分别流入 5268 亿元、4670 亿份，接近 2014 和 2020 年行情期间的流入规模，且近期来看资金有加速流入趋势，融资已连续 4 周单周净流入规模超过百亿，此外今年以来新发基金月均规模也接近 400 亿份/月，超过 2024 年月均的 267 亿份，后续随着国内政策和流动性持续宽松，外资、融资和新发基金等资金可能进一步流入 A 股。

图 14: CME 预测年内剩余 2 次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	56.3%	42.3%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	30.2%	48.9%	20.1%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	21.3%	43.3%	28.8%	6.1%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.3%	30.6%	37.2%	19.2%	3.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.5%	21.6%	34.4%	26.8%	10.1%	1.5%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	10.7%	25.7%	32.0%	21.4%	7.3%	1.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.0%	6.6%	18.8%	29.1%	26.3%	13.9%	3.9%	0.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.9%	10.7%	22.3%	28.1%	22.0%	10.5%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/9/16	0.1%	1.3%	5.7%	14.9%	24.4%	25.9%	17.9%	7.7%	1.9%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.3%	1.8%	6.7%	15.9%	24.6%	25.0%	16.8%	7.0%	1.7%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.7%	3.2%	9.5%	18.5%	24.7%	22.6%	13.9%	5.5%	1.2%	0.1%

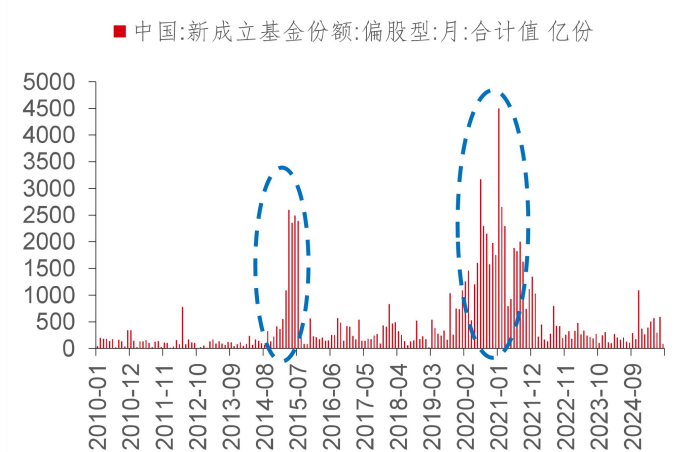
资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool 注：数据选取自 7 月 18 日

图 15: 美国 CPI 和核心 CPI 同比上升



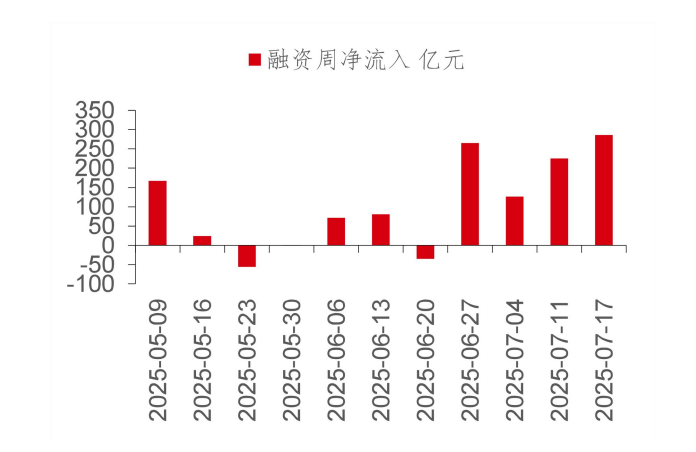
资料来源：华金证券研究所，wind

图 16: 2014 和 2020 年新发基金均大幅增长



资料来源：华金证券研究所，wind

图 17: 融资已经连续 4 周净流入规模超过百亿



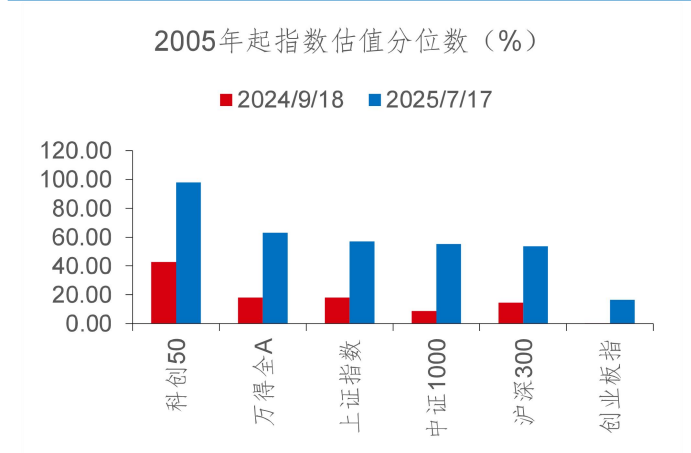
资料来源：华金证券研究所，wind（注：本周数据统计截至 2025/7/17）

短期政策积极，外部风险有限，估值和情绪中性稍偏高。（1）短期政策依然偏积极。一是近期国家统计局提出更大力度推动房地产市场止跌回稳，下半年经济保持稳定增长有支撑，后续地方政府有望加大“因城施策”力度，出台相关措施推动房地产止跌回稳。二是中央城市工作会议时隔十年再度召开，会议提出加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造，后

续有望通过针对优化供给城市更新、稳定房价和居民收入预期提振需求等方式继续出台相关政策，推动实现城市高质量发展的目标，积极的政策仍在进一步出台和落实。（2）外部风险短期较为有限。一是，中美关税谈判持续进行，近期商务部部长王文涛指出，中美先后达成了日内瓦共识和伦敦框架，两国通过平等对话协商，完全能够妥善管控矛盾，短期中美关系可能边际修复。二是，伊以冲突等地缘风险短期有所回落，伊以两国停火后冲突尚未反复，对全球风险偏好可能有提振。

（3）当前估值和情绪处于中性稍偏高的水平。一是估值上，2024/9/18 行情开启时万得全 A、上证指数、中证 1000、沪深 300、创业板指估值分位数均低于 20%，如今除创业板指外（2025/7/17 数据），上述其他指数估值分位大多在 50%-60% 左右的中性位置。二是上证换手率分位数上，2024/9/18 换手率分位数为 23.7%，如今 2025/7/17 换手率分位数为 66%，处于中性偏高位置。

图 18：当前重要指数估值处于中性位置



资料来源：华金证券研究所，wind

图 19：上证综指当前换手率分位数在 65% 左右



资料来源：华金证券研究所，wind（注：分位数从 2005 年起计算）

短期风格可能继续偏均衡。（1）指数比价来看，今年 4 月以来大小盘风格偏均衡，价值略好于成长，与 2014 年较为类似。（2）后续来看，经济和盈利预期偏弱，但流动性维持宽松，且政策对消费、科技等支持明确，大小盘风格依然可能偏均衡，成长可能相对价值占优。一是大小盘风格上，流动性宽松利于小盘，而基本面偏弱利好大盘，当前环境可能指向大小盘风格偏均衡。二是成长价值风格上，支持科技发展、促消费政策不断落地，同时当前也处在 AI+、人形机器人等产业趋势确定性上行的周期中，成长风格可能相对价值更为占优。

图 20：近期大小盘风格偏均衡，后续成长可能优于价值



资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：短期继续配置科技成长和低估值蓝筹

（一）今年 7 月风格可能偏均衡，8 月成长可能相对占优

7、8 月大小盘风格可能都偏均衡。一是日历效应上，2011 年以来 14 年间上证 50、中证 1000、中证 2000、万得微盘在 7 月分别有 6、6、4、8 次相对沪深 300 有超额收益，在 8 月分别有 10、8、7、12 次相对沪深 300 有超额收益，可见统计规律上上证 50 和微盘股在 8 月大概率表现相对占优。二是从决定大小盘风格的因素来看，首先，基本面偏弱、流动性宽松、政策和外部事件偏积极时小盘相对占优，历史上小盘占优时大部分基本面指标下行或处于低位，而流动性普遍改善或处于高位，如 2013 年 7 月由于移动互联网等产业政策、2022 年 7 月由于资本市场改革相关政策加持下，小盘跑出较大的超额收益；其次，今年 7、8 月经济可能持续延续弱修复趋势、流动性维持宽松、政策和外部事件可能持续偏积极，因此风格可能偏向小盘；最后，经济弱修复和流动性宽松以及反内卷政策等对大金融、周期等偏大盘的板块也有提振，总体风格可能偏均衡。

图 21：2011-2024 年 7、8 月大小盘风格表现一览

相对沪深300 超额收益 (%)	上证50		中证1000		中证2000		万得微盘	
	7月	8月	7月	8月	7月	8月	7月	8月
2011	-1.7%	0.7%	4.2%	0.9%	-	-	6.0%	5.1%
2012	0.7%	0.5%	-4.1%	8.0%	-	-	-6.7%	12.0%
2013	-2.8%	0.2%	8.6%	1.7%	-	-	11.7%	4.3%
2014	0.9%	-2.0%	-3.8%	6.5%	-1.8%	8.1%	-0.4%	10.2%
2015	0.4%	1.6%	-4.3%	-2.0%	-3.8%	0.3%	3.3%	3.9%
2016	0.0%	-0.3%	-4.3%	0.1%	-4.0%	1.4%	-1.1%	3.6%
2017	1.5%	0.6%	-2.2%	0.9%	-3.8%	1.1%	-8.2%	7.5%
2018	2.4%	2.4%	-1.4%	-3.5%	-1.2%	-2.7%	3.5%	-3.2%
2019	-0.9%	-0.4%	-2.5%	0.6%	-2.7%	-0.3%	-1.1%	-0.9%
2020	-2.3%	0.3%	0.3%	-1.4%	1.1%	0.8%	-1.0%	5.6%
2021	-2.6%	-1.0%	10.4%	6.5%	11.2%	6.5%	6.5%	8.7%
2022	-1.7%	1.1%	8.8%	-3.0%	11.8%	-2.5%	13.6%	2.2%
2023	2.0%	0.8%	-5.8%	-0.1%	-6.6%	2.3%	1.7%	8.3%
2024	-0.2%	1.8%	0.4%	-1.8%	0.4%	-0.3%	4.0%	5.1%
超额收益 次数	6	10	6	8	4	7	8	12

资料来源：华金证券研究所，wind

图 22：大小盘风格分别占优期间基本面、流动性等指标变化一览

开始时间	结束时间	风格	制造业PMI	工业企业盈利增速 (%)	商品房销售增速 (%)	社零增速 (%)	上证50归母净利润增速 (%)	中证1000归母净利润增速 (%)	DR007分位数 (%)	政策/事件
2010/1/4	2010/9/9	小盘占优	55.8→53.8	-	42.1→8.2	17.5→18.8	49.7→26.9	-	7.3→38.5	美联储QE2预期升温
2010/9/10	2013/2/7	大盘占优	53.8→50.1	55.0→17.2	8.2→49.5	18.8→12.3	26.9→9.2	-	38.8→91.9	央行收紧货币政策；欧债危机
2013/2/8	2014/10/22	小盘占优	50.1→50.8	17.2→6.7	49.5→7.8	12.3→11.5	9.2→13.5	-	84.2→69.1	并购重组政策不断放松
2014/10/23	2015/1/9	大盘占优	50.8→49.8	6.7→3.3	-7.8→7.6	11.5→11.9	-13.5→-3.0	-	72→88.1	沪港通开通，外资大幅流入
2015/1/10	2016/11/24	小盘占优	49.8→51.7	3.3→9.4	-7.6→24.3	11.9→10.8	-3.0→3.0	0.0→48.4	88.1→64.8	央行放松货币政策
2016/11/25	2019/12/5	大盘占优	51.7→50.2	9.4→3.3	24.3→0.1	10.8→8.0	3.0→10.2	48.4→113.2	66→49.6	中美贸易摩擦开启；金融去杠杆；供给侧改革持续推进
2019/12/6	2020/8/4	小盘占优	50.2→51.0	-3.3→4.4	-0.1→3.3	8.0→0.5	10.2→13.4	-113.2→11.1	48.3→33.6	美联储降息
2020/8/5	2021/2/18	大盘占优	51.0→50.6	-4.4→178.9	-3.3→104.9	0.5→33.8	13.4→43.4	11.1→144.4	31.8→39.1	中美贸易摩擦
2021/2/19	2023/12/20	小盘占优	50.6→49.0	178.9→-2.3	104.9→-8.5	33.8→7.4	43.4→-10.5	144.4→-58.1	28.9→34.1	美联储加息
2023/12/21	2024/2/5	大盘占优	49.0→49.1	-2.3→10.2	-8.5→-20.5	7.4→5.5	-10.5→-3.9	-58.1→12.9	34.6→30.3	流动性危机

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进行比较；日频数据取起止日期当日数据进行比较；季频数据取起止日期当季数据进行比较；历史分位数从2005年算起）

7月成长价值风格偏向均衡，8月成长可能相对占优。一是日历效应上，首先，2011年以来14年间国政成长、国政价值在7月分别有7次（2011、2013、2015、2019、2020、2021、2022）和8次（2012、2013、2014、2016、2017、2018、2022、2023）相对沪深300有超额收益，显示统计规律上7月份成长价值风格偏均衡；其次，2011年以来14年间国政成长、国政价值在8月分别有7次（2011、2012、2013、2014、2016、2017、2019、）和11次（2011、2012、2013、2015、2016、2018、2020、2021、2022、2023、2024）相对沪深300有超额收益，且国政成长中报相比一季报盈利增速下降的7年中（2012、2015、2016、2017、2018、2021、2023）有6年（2012、2015、2016、2018、2021、2023）国政价值在8月有超额收益，显示8月价值风格占优概率较高，且主要是成长业绩偏弱导致的。二是从决定成长价值风格的因素来看，首先，基本面修复、流动性宽松、政策和产业趋势向上时成长风格相对占优，反之价格风格占优；其次，今年以来，7、8月份经济基本面都处于修复趋势、流动性维持宽松、科技相关的成长行业的政策和产业趋势向上，计算机、机器人等行业产业催化不断，因此7、8月份成长风格可能相对占优；最后，今年7月反内卷政策和成长行业中报业绩公布等导致价值风格可能相对占优。

图 23：2011-2024 年 7、8 月成长价值风格表现一览

日期	国政成长相对 沪深300超额收益 (%)		国政成长 盈利增速 (%)		国政价值相对 沪深300超额收益 (%)		国政价值 盈利增速 (%)	
	7月	8月	一季报	中报	7月	8月	一季报	中报
2011	1.8%	1.3%	28.1%	29.5%	-0.8%	0.4%	27.1%	24.9%
2012	-0.4%	0.3%	12.4%	9.7%	0.6%	1.5%	3.9%	4.4%
2013	1.5%	0.3%	0.6%	1.3%	0.1%	1.8%	11.6%	11.8%
2014	-1.3%	0.6%	7.2%	8.9%	1.0%	-0.7%	8.7%	9.7%
2015	2.0%	-0.8%	9.1%	7.8%	-0.4%	2.0%	-2.6%	-0.4%
2016	-1.0%	0.1%	10.6%	6.4%	0.6%	0.4%	-1.3%	-0.8%
2017	-2.3%	1.5%	7.0%	3.0%	1.0%	-0.8%	15.0%	12.2%
2018	-2.0%	-3.5%	3.5%	1.1%	1.6%	0.8%	9.5%	12.6%
2019	0.3%	2.0%	0.0%	6.0%	-0.7%	-3.0%	7.2%	7.6%
2020	1.4%	-1.0%	-25.7%	-8.2%	-4.0%	0.4%	-20.2%	-22.3%
2021	1.8%	-3.0%	60.3%	50.0%	-0.3%	7.2%	36.8%	32.7%
2022	0.6%	-1.4%	-3.9%	5.7%	1.1%	2.1%	2.7%	4.2%
2023	-2.0%	-0.6%	-17.2%	-25.4%	0.4%	0.6%	2.4%	-5.9%
2024	-1.3%	-0.4%	-20.8%	-15.9%	-1.7%	0.8%	-3.7%	-0.9%
超额收益 次数	7	7			8	11		

资料来源：华金证券研究所，wind

图 24：成长、价值风格分别占优期间基本面、流动性、产业催化等指标变化一览

开始时间	结束时间	风格	制造业PMI	工业利润增速 (%)	商品房销售增速 (%)	社零增速 (%)	成长盈利增速 (%)	价值盈利增速 (%)	DR007 (%)	政策/外部事件	产业催化
2005/1/11	2006/12/26	成长走强	57.9 → 54.8	-	20.3 → 12.2	13.9 → 14.6	-	-	1.5 → 1.4	股权分置改革	
2006/12/26	2007/5/23	价值走强	54.8 → 54.5	-	12.2 → 21.5	14.6 → 16.0	-	-	1.5 → 2.9	加息	煤飞色舞
2007/5/23	2007/11/13	成长走强	54.5 → 55.3	-	21.5 → 23.2	16.0 → 20.2	-	-	2.9 → 2.8	加息；次贷危机	
2007/11/13	2008/11/7	价值走强	55.3 → 41.2	-	23.2 → 5%	20.2 → 19.0	-	-	2.8 → 1.0	降息	城镇化
2008/11/7	2011/1/10	成长走强	41.2 → 53.9	-	19.0 → 19.1	19.0 → 19.1	-	-	1.0 → 3.2	“四万亿”；欧债危机	iphone4s发布
2011/1/10	2015/1/5	价值走强	53.4 → 50.1	-	17.4 → 10.2	17.4 → 10.2	28.1 → 9.1	27.1 → -2.6	2.8 → 4.0	加息	
2015/1/5	2016/7/2	成长走强	50.1 → 50.4	-0.4 → 7.7	-9.2 → 26.9	10.2 → 10.7	9.1 → 6.1	-2.6 → 1.6	4.0 → 2.6	降息降准	互联网周期
2016/7/2	2018/10/16	价值走强	50.4 → 50.8	7.7 → 4.1	26.9 → 2.9	10.7 → 9.2	6.1 → -7.0	1.6 → 11.9	2.6 → 3.0	供给侧改革	“一带一路”
2018/10/16	2021/8/5	成长走强	49.4 → 50.9	-1.9 → 20	1.3 → 27.7	8.2 → 12.1	-30.3 → 50.0	6.9 → 32.7	3.1 → 2.9	降准降息；“自立自强”	新能源趋势
2021/8/5	2024/8/27	价值走强	49.6 → 49.5	16.3 → 3.6	11.3 → -19	4.4 → 2.0	34.8 → -15.9	19.2 → -0.9	2.4 → 2.5		

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进行比较；日频数据取起止日期当日数据进行比较；季频数据取起止日期当季数据进行比较）

（二）传媒、建材、农林牧渔等已披露可比口径下中报增速较高

已披露可比口径下，传媒、建材、农林牧渔、计算机和家电中报盈利增速占优。截至 2025/07/16，我们使用整体法对 A 股各行业 2025H1 已披露业绩预告的公司（取盈利上下限均值）对比 2024H1 进行测算，统计后我们发现：一是排名前五名的行业为传媒、建材、农林牧渔、计算机和家电，增长率分别为 405.7%、252.9%、250.5%、149.2%、121.9%；二是排名后五名的行业为轻工制造、商贸零售、石油石化、房地产和汽车，分别为-249.8%、-148.1%、-148.0%、-57.7%、-52.5%。

图 25：已披露可比口径下周期、成长行业中报盈利增速占优(截至 2025/07/18)

中信一级行业	披露率(%)	可比口径盈利同比(%)	Wind一致预测净利润同比(%)
房地产	68.9	-57.7	40.5
煤炭	63.9	-36.8	-16.5
建材	51.7	252.9	93.4
非银行金融	51.4	92.2	5.3
综合金融	50.0	-8.6	25.6
钢铁	49.1	76.1	731.6
农林牧渔	48.6	250.5	19.0
消费者服务	46.4	9.7	24.9
综合	45.8	7.0	9.0
有色金属	42.9	94.3	40.1
纺织服装	41.0	27.6	28.4
商贸零售	35.9	-148.1	45.8
通信	35.8	74.7	11.9
传媒	34.8	405.7	120.9
食品饮料	32.8	8.0	9.4
轻工制造	32.7	-249.8	49.4
石油石化	30.8	-148.0	5.8
汽车	30.4	-52.5	43.7
建筑	29.4	50.2	7.5
基础化工	27.4	29.3	48.9
国防军工	26.0	-43.1	102.7
电力设备及新能源	25.0	16.0	113.0
交通运输	24.2	120.8	4.3
电子	21.7	45.7	66.1
家电	20.2	121.9	13.5
电力及公用事业	20.0	32.5	9.8
计算机	19.4	149.2	150.5
医药	18.8	51.9	29.9
机械	15.9	79.4	38.2

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 2025/7/18）

（三）从估值性价比角度筛选成长和蓝筹

成长行业方面，主要从情绪的角度筛选：成交额占比上，传媒、汽车、医药、电力设备及新能源目前成交额占比分位数相对较低，分别为 65.7%、73.2%、81.3%、82.0%；换手率上，通信、电子、机械、汽车换手率历史分位数相对较低，分别为 54.8%、63.0%、73.5%、76.0%。

图 26：成长一级行业筛选

成长一级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	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 (%)
传媒	7.8	85.1	82.5%	3.3%	65.7%	3.0%	78.8%
汽车	6.1	23.9	21.9%	4.3%	73.2%	2.2%	76.0%
医药	16.4	36.8	71.4%	8.3%	81.3%	2.6%	81.8%
电力设备及新能源	18.6	153.0	91.7%	6.1%	82.0%	2.6%	76.3%
通信	7.1	49.4	79.2%	5.1%	87.2%	1.8%	54.8%
电子	14.4	67.9	73.0%	12.2%	87.6%	2.4%	63.0%
机械	9.1	41.2	64.9%	7.9%	89.6%	2.4%	73.5%
计算机	14.1	62.3	90.1%	11.3%	94.5%	4.3%	89.1%
国防军工	28.7	171.0	97.6%	4.1%	95.4%	3.3%	85.8%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 7/18）

蓝筹行业方面，主要从估值的角度筛选：蓝筹一级行业上，农林牧渔、非银行金融、食品饮料、家电目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 3.5%、8.3%、12.1%、18.5%；蓝筹二级行业上，保险、畜牧业、白色家电、工业金属目前 PE 估值历史分位数相对较低，分别为 3.5%、4.2%、8.8%、12.7%。

图 27：蓝筹一级行业筛选

蓝筹一级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	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 (%)
农林牧渔	9.5	21.1	3.5%	1.0%	2.5%	1.9%	47.3%
非银行金融	7.6	13.4	8.3%	3.5%	42.3%	1.3%	65.4%
食品饮料	6.3	21.2	12.1%	2.0%	8.4%	1.5%	56.6%
家电	8.1	15.1	18.5%	1.0%	5.6%	1.6%	58.0%
交通运输	3.5	17.2	19.2%	1.3%	2.9%	0.7%	47.8%
电力及公用事业	2.6	19.3	24.8%	2.2%	17.4%	1.0%	56.5%
有色金属	11.5	20.7	25.3%	5.7%	66.6%	2.8%	79.2%
石油石化	0.8	11.8	25.7%	0.6%	2.0%	0.3%	55.5%
建筑	3.1	11.2	37.0%	1.6%	21.2%	1.3%	60.3%
煤炭	-5.9	12.7	50.5%	0.5%	5.1%	1.1%	50.1%
基础化工	11.9	38.3	50.5%	6.9%	78.6%	2.6%	74.8%
银行	0.4	7.4	64.5%	1.8%	20.2%	0.3%	64.7%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 7/18）

图 28：蓝筹二级行业筛选

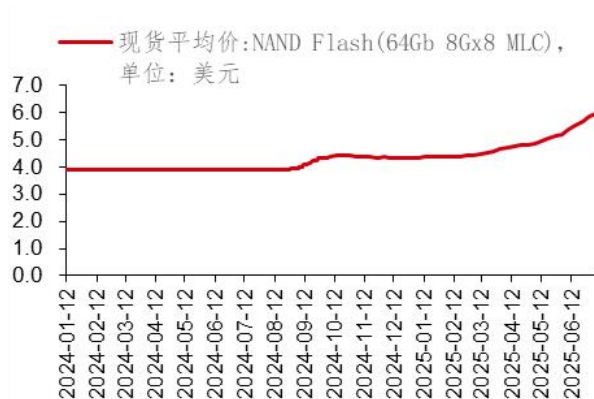
蓝筹二级行业	基本面	估值		情绪			
	预期营收增速 (%)	PE (倍)	PE 历史分位数 (%)	成交额占万得全 A 比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
保险 II	4.8	8.9	3.5%	0.4%	21.8%	0.8%	10.0%
畜牧业	9.0	14.2	4.2%	0.5%	11.3%	1.5%	38.6%
白色家电 II	8.6	11.4	8.8%	0.3%	0.9%	0.6%	18.0%
工业金属	9.8	14.6	12.7%	1.7%	41.4%	1.8%	40.4%
石油开采 II	-0.3	9.6	12.8%	0.2%	33.0%	0.2%	65.2%
酒类	6.0	18.9	12.8%	1.3%	41.2%	1.0%	36.1%
航运港口	-2.2	9.6	16.1%	0.4%	10.9%	0.8%	52.1%
运输设备	5.2	25.3	27.0%	0.5%	16.6%	0.9%	36.4%
建筑施工	3.1	9.6	32.1%	1.3%	19.7%	1.3%	56.7%
证券 II	13.8	21.0	34.4%	2.2%	40.2%	1.2%	46.5%
全国性股份制银行 II	-0.7	7.0	45.6%	0.6%	9.2%	0.4%	42.3%
煤炭开采洗选	-6.3	11.8	47.7%	0.4%	6.5%	0.9%	31.3%
公路铁路	1.9	17.5	64.2%	0.2%	10.7%	0.4%	43.0%
区域性银行	4.1	6.6	64.8%	0.6%	89.5%	0.8%	57.3%
饮料	5.1	32.6	68.2%	0.3%	80.8%	2.7%	82.7%
稀有金属	13.8	53.4	71.7%	3.7%	96.2%	6.6%	92.3%
国有大型银行 II	0.2	7.7	71.9%	0.5%	39.8%	0.1%	61.0%
石油化工	1.0	23.0	80.4%	0.3%	3.3%	0.4%	32.1%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计截至 7/18）

（四）短期继续均衡配置科技成长和低估值蓝筹

短期建议继续均衡配置政策和产业趋势向上的传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用、数字货币）、电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、军工、机器人、创新药等。（1）传媒：新京报与中国经济传媒协会 7 月发布报告显示，96.27%的媒体从业者使用过大模型技术，效率提升显著（如稿件审校满意度达 96.03%）。（2）计算机：一是信息传输、软件和信息技术服务业的 GDP 不变价累计同比回升。二是 7 月 26-28 日，上海举办以“智能时代 同球共济”为主题的 WAIC 2025，聚焦 AI for Science、智能终端、AI 赋能新型工业化等十大板块。（3）电子：一是 NAND Flash（64GB 8G*8 MLC）价格持续上涨。二是 IDC 7 月 14 日发布博文，报告称在 2025 年 Q2，全球智能手机出货量达到 2.952 亿部，同比增长 1.0%，三星 Q2 出货量排名第一，同比增长 7.9%。（4）通信：2025 年 8 月 10-13 日，上海举办以“塑造融合连接的未来”为主题的 ICCC，聚焦 6G 演进、卫星互联网、AI 与通信融合等议题。（5）军工：中国（西安）国防科技产业博览会将于 2025 年 7 月 18 日至 20 日在西安国际会展中心举办，作为国家级专业的专业展览，西安国防科技展旨在展示我国国防科技工业的最新成就。（6）机器人：2025 世界人形机器人运动会将于 8 月 14-17 日在北京举办，这是全球首个以人形机器人为参赛主体的综合性赛事。（7）创新药：2025 年上半年，国家药品监督管理局共批准 43 款创新药上市，同比增长 59%，创历史同期新高，其中中国企业研发的占 40 款（如信达玛仕度肽、恒瑞艾玛昔替尼等）。

图 29: NAND Flash (64GB 8G*8 MLC) 价格持续上涨



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 30: 信息传输等的 GDP 不变价累计同比回升



资料来源: 华金证券研究所, wind

短期建议均衡配置估值性价比和盈利增速可能较高的有色金属、电新、大金融、消费（食品、商贸零售、养殖）等行业。（1）有色金属：“2025 年全国有色金属材料加工与成形技术交流会”将于 2025 年 7 月 16-18 日在河南召开，将邀请相关领域知名专家学者和企业代表，就国家相关政策和水平的发展作专题报告。（2）电新：一是光伏行业综合价格指数（SPI）结束连续 13 周下跌。二是国家发改委、国家能源局于 7 月 16 日联合印发《关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》，明确 2025 年各省可再生能源消纳责任权重为约束性指标，并增设钢铁、水泥、多晶硅行业和国家枢纽节点新建数据中心的绿色电力消费比例要求。（3）大金融：中国人民银行 7 月 14 日发布的我国金融“半年报”显示，6 月末，我国社会融资规模和广义货币供应量 M2 余额同比增长 8.9% 和 8.3%，增速同比分别提高 0.8 和 2.1 个百分点，金融机构人民币各项贷款余额为 268.56 万亿元，同比增长 7.1%。（4）消费：6 月份，社会消费品零售总额 42287 亿元，同比增长 4.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 37649 亿元，增长 4.8%。1—6 月份，社会消费品零售总额 245458 亿元，同比增长 5.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 221990 亿元，增长 5.5%。

图 31: 中国社会零售总额 6 月份同比增长 4.8%



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 32: 光伏行业综合价格指数 (SPI) 结束连续 13 周下跌



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