

2025 年 11 月 08 日

短期延续震荡和风格扩散

定期报告

投资要点

- ◆ **三季报后年底风格可能偏均衡。**（1）三季报后年底大小盘风格可能偏均衡。一是复盘历史，年底大盘和微盘表现相对占优，且影响大小盘风格的核心因素是政策和外部事件、流动性和盈利的相对优势。二是当前来看，三季报后大小盘风格可能偏均衡：首先，年底政策可能偏积极，中美缓和后外部风险较小；其次，年底流动性维持宽松是大概率；最后，上证 50、沪深 300 三季报盈利增速相对小微盘更高。（2）三季报后年底大类风格可能偏均衡。一是复盘历史，年底金融、消费、稳定风格可能占优，且影响大类风格的核心因素是政策和产业趋势、基金调仓等。二是当前来看，三季报后年底大类风格可能偏均衡：首先，年底支持科技创新和反内卷等政策可能持续，科技产业趋势上行和周期等细分行业价格上涨也可能持续，科技和周期相对占优；其次，四季度基金也可能加仓大金融和稳定等板块，风格可能更趋均衡。
- ◆ **三季报后年底部分科技和周期等绩优行业表现可能相对占优。**（1）复盘历史，三季报后年底高景气 and 受政策驱动的行业表现相对占优。一是三季报后至年底时期，高景气的行业表现相对占优：首先，三季报或年报盈利同比增速排名靠前的行业表现相对占优；其次，产业趋势上行带动的高景气行业表现也相对占优。二是三季报后至年底时期，受政策驱动的行业表现相对偏强。（2）今年来看，三季报后年底部分科技和周期等绩优行业可能相对占优。一是有色金属、传媒、电子、电新、化工等高景气的行业表现可能相对占优：首先，今年三季报业绩较好的行业主要是钢铁、有色、传媒、电子等周期和科技成长行业；其次，产业趋势向上带动的高景气行业主要集中在人工智能相关的 TMT，储能需求上升和涨价相关的电新、有色金属、化工等行业。二是人工智能、机器人、传统周期和新消费等行业受政策驱动可能相对占优。
- ◆ **短期延续震荡走势，慢牛趋势不变。**（1）经济短期维持弱修复趋势，盈利仍可能处于回升周期中。一是经济短期仍处于偏弱修复的趋势：首先，10 月制造业 PMI 和出口同比增速均明显回落；其次，一线、二线和三线城市商品房周成交面积同比降幅进一步扩大。二是盈利继续处于回升周期中：首先，短期工业企业盈利增速可能继续结构性回升；其次，A 股三季报盈利增速较中报继续回升。（2）短期流动性维持宽松。一是宏观流动性短期维持宽松：首先，海外流动性预期的变化对国内影响有限；其次，年底资金可能季节性紧张，央行短期有望继续加大资金投放。二是微观资金短期可能继续流入，但流入可能放缓。（3）风险偏好短期可能继续偏中性。一是短期稳增长政策加速落地仍可能提振市场情绪。二是短期中美、俄乌等地缘风险偏低。三是短期估值偏高、年底资金保收益等导致市场情绪难大幅上升。
- ◆ **行业配置：短期均衡配置科技成长和部分周期、核心资产等行业。**（1）当前成长行业中的电力设备、传媒、汽车、电子估值性价比较高。（2）短期建议均衡配置：一是政策和产业趋势向上但同时估值性价比较高的电新（风电、储能、固态电池）、机械设备（机器人）、有色金属、传媒（游戏）、计算机（AI 应用）、医药等行业；二是受益于“十五五”规划和基本面可能边际改善的消费（食品、商贸零售等）、军工（商业航天）、电子（AI 硬件）、通信（算力）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

分析师

张欣诺

 SAC 执业证书编号：S0910525110001
 zhangxinnuo@huajinsc.cn

相关报告

 电新、电子三季度外资持仓规模上升
 2025.11.6

 三季度基金加仓电子、通信，减仓银行
 2025.11.6

 新股次新板块重回震荡分化走势，新一轮活跃周期开启可能暂需等待-华金证券新股周报
 2025.11.2

十一月慢牛不改，均衡配置 2025.11.1

华金研究 11 月金股 2025.10.28



内容目录

一、周度聚焦：年底哪些行业表现可能占优？	3
（一）三季报后年底风格可能偏均衡	3
（二）三季报后年底部分科技和周期等绩优行业表现可能相对占优	7
二、周度策略：短期延续震荡走势，慢牛趋势不变	9
（一）经济短期维持弱修复趋势，盈利仍可能处于回升周期中	9
（二）短期流动性维持宽松	10
（三）风险偏好短期可能继续偏中性	11
三、行业配置：短期风格扩散，继续均衡配置	12
（一）当前成长中的电力设备、传媒、汽车、电子估值性价比较高	12
（二）短期继续均衡配置科技成长和部分周期、核心资产等行业	14
四、风险提示	16

图表目录

图 1：2005 年以来年底（11-12 月）上证 50 和万得微盘表现相对占优	4
图 2：大小盘涨跌幅排名与盈利增速排名相关性较高	4
图 3：三季报上证 50、沪深 300 盈利同比增速较高	5
图 4：2005 年以来年底（11-12 月）金融、消费、稳定风格可能占优	6
图 5：2011 年以来基金四季度多加仓金融、稳定等板块	6
图 6：三季度基金持续加仓电子、通信等科技成长行业，减仓银行、食品饮料等稳定类行业	7
图 7：2010 年以来 11-12 月涨跌幅前五的行业多受政策和产业趋势、基本面驱动	8
图 8：近期六氟磷酸锂价格出现大幅上涨	8
图 9：近期铝价持续上涨	8
图 10：当前地产销售增速仍较弱	9
图 11：电炉、螺纹钢开工率维持高位	9
图 12：铜、铝价格与工业企业盈利增速相关性较强	10
图 13：对东盟出口金额占比维持高位	10
图 14：CME 预测 12 月降息概率超过 60%	11
图 15：美国新增 ADP 就业人数增速较弱	11
图 16：年底资金流入 A 股概率较大	11
图 17：陆股通成交额占比有所回落	11
图 18：中美关税再度延期	12
图 19：成长一级行业估值性价比筛选	13
图 20：成长二级行业估值性价比筛选	14
图 21：9 月通用机械设备出口金额上涨	15
图 22：9 月动力和其他电池产量上涨	15
图 23：11 月初 LME 锌现货结算价/开盘库存量上涨	16
图 24：9 月烟酒类商品零售额上涨	16

一、周度聚焦：年底哪些行业表现可能占优？

（一）三季度后年底风格可能偏均衡

三季度后年底大小盘风格可能偏均衡。（1）复盘历史，年底大盘和微盘表现相对占优，且影响大小盘风格的核心因素是政策和外部事件、流动性和盈利的相对优势。一是复盘历史，年底大盘和微盘表现相对占优。复盘 2005 年以来年底（11-12 月）上证 50、沪深 300、中证 1000、万得微盘的涨跌幅发现：20 年中万得微盘共有 10 次、上证 50 共有 7 次排名第一，而历史上五次年底位于牛市且估值处于高位的年份（2006、2009、2016、2017、2020 年）中，上证 50 有 2 次、万得微盘有 2 次排名第一。二是影响大小盘风格的核心因素是政策和外部事件、流动性和盈利的相对优势。首先，政策和外部事件是核心影响因素：如 2008 年底“四万亿”财政刺激、2015 年底供给侧改革推进、2021 年底国务院常务会议部署加大对中小微企业纾困帮扶力度，政策和外部事件偏积极下小微盘相对占优；2010 年底欧债危机蔓延、2020 年底疫情冲击、2022 年底贸易摩擦加剧下市场转向大盘避险。其次，流动性也是影响大小盘风格的核心因素：2007 年底美联储降息，2008 年底央行降准降息、美联储降息，2009 年底美联储 QE1，2010 年底美联储 QE2，2021 年底央行降准降息，流动性宽松下小微盘相对占优；2017 年底美联储加息缩表、央行同步定向加息，2022 年底美联储加息，流动性相对紧缩下大盘相对占优。最后，盈利的相对优势也会影响大小盘表现：上证 50、沪深 300、中证 1000 和万得微盘的涨跌幅排名与盈利增速排名相关性较高，如 2007、2010、2013、2015、2016、2023 年万得微盘盈利增速较高下相对占优，2011、2012、2024 年上证 50 盈利增速较高下相对占优。（2）当前来看，三季度后大小盘风格可能偏均衡：首先，年底各部委落实和细化“十五五”规划的政策方案可能逐步出台，政策可能依然偏积极，中美缓和后外部风险可能较小，市场风险偏好依然较高下可能有利于大盘成长和小微盘；其次，美联储可能仍处于降息周期中，且国内保增长压力下流动性维持宽松是大概率，大盘成长和小微盘可能受益；最后，上证 50、沪深 300 三季度盈利增速相对小微盘更高，分别为 4.9%、5.2%。

图 1：2005 年以来年底（11-12 月）上证 50 和万得微盘表现相对占优

涨跌幅 (%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上证50	4.9	51.2	-8.7	4.3	7.5	-9.7	-9.7	17.1	-3.4	55.8	4.7	1.6	2.4	-6.4	3.7	11.0	0.2	14.8	-3.5	2.0
沪深300	5.4	39.4	-6.2	9.3	9.0	-7.4	-13.0	11.9	-1.8	40.9	5.6	-0.8	0.6	-4.5	5.4	11.0	0.6	10.3	-4.0	1.1
中证1000	3.7	6.3	12.1	30.1	19.8	-1.1	-20.5	1.9	5.0	-2.9	15.5	-4.7	-8.0	0.7	6.0	2.1	8.5	-0.2	-1.4	-2.6
万得微盘	4.8	3.3	19.2	39.2	22.8	3.3	-18.6	4.7	10.6	-3.3	40.9	5.1	-10.8	7.3	5.7	-4.4	22.0	5.2	8.2	1.3
排名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上证50	2	1	4	4	4	4	1	1	4	1	4	2	1	4	4	2	4	1	3	1
沪深300	1	2	3	3	3	3	2	2	3	2	3	3	2	3	3	1	3	2	4	3
中证1000	4	3	2	2	2	2	4	4	2	3	2	4	3	2	1	3	2	4	2	4
万得微盘	3	4	1	1	1	1	3	3	1	4	1	1	4	1	2	4	1	3	1	2

资料来源：华金证券研究所，wind（注：标红年份为年底位于牛市且估值处于高位的年份）

图 2：大小盘涨跌幅排名与盈利增速排名相关性较高

涨跌幅排名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上证50	2	1	4	4	4	4	1	1	4	1	4	2	1	4	4	2	4	1	3	1
沪深300	1	2	3	3	3	3	2	2	3	2	3	3	2	3	3	1	3	2	4	3
中证1000	4	3	2	2	2	2	4	4	2	3	2	4	3	2	1	3	2	4	2	4
万得微盘	3	4	1	1	1	1	3	3	1	4	1	1	4	1	2	4	1	3	1	2
盈利增速排名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上证50	1	2	3	1	2	2	1	1	3	3	3	4	2	1	1	2	2	3	3	1
沪深300	-	1	2	2	1	3	2	2	2	2	4	3	1	2	2	3	3	2	2	2
中证1000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2	3	4	4	4	1	4	4	3
万得微盘	-	3	1	3	3	1	3	3	1	1	1	1	4	3	3	1	4	1	1	4

资料来源：华金证券研究所，wind（注：标红年份为年底位于牛市且估值处于高位的年份）

图 3：三季报上证 50、沪深 300 盈利同比增速较高

盈利增速 (%)	2025Q2	2025Q3
上证 50	0.5	4.9
沪深 300	2.5	5.2
中证 1000	-4.2	-1.8
万得微盘	-32.2	-66.2

资料来源：华金证券研究所，wind

三季报后年底大类风格可能偏均衡。（1）复盘历史，年底金融、消费、稳定风格可能占优，且影响大类风格的核心因素是政策和产业趋势、基金调仓等。一是复盘历史，年底金融、消费、稳定风格可能占优。复盘 2005 年以来年底（11-12 月）五大类风格涨跌幅发现：20 年中金融有 7 次、消费有 5 次、稳定有 5 次排名第一，而历史上五次年底位于牛市且估值处于高位的年份（2006、2009、2016、2017、2020 年）中，金融有 2 次、消费有 2 次、稳定有 1 次排名第一。二是影响大类风格的核心因素是政策和产业趋势、基金调仓等。首先，政策和产业趋势是核心影响因素：如 2009 年底家电下乡推动下消费风格占优，2013 年底新能源车、4G 等产业趋势上行下成长风格占优，2014 年底沪港通试点启动下金融风格占优，2015 年底证监会宣布将完善新股发行制度重启新股发行下金融风格占优。其次，基金调仓也是影响大类风格的重要因素：如 2011 年大幅加仓金融（+4.2pcts）下金融风格相对占优，2014 年大幅加仓金融（+27.7pcts）下金融风格相对占优，2020 年加仓消费（+2.0pcts）下消费风格相对占优，2022 年加仓消费（+1.8pcts）下消费风格相对占优。（2）当前来看，三季报后年底大类风格可能偏均衡：首先，年底支持科技创新和反内卷等政策大概率持续，且以人工智能、机器人等为代表的科技产业趋势上行和有色金属、化工等细分行业价格上涨也大概率持续，科技和周期可能相对占优；其次，历史上基金四季度多加仓金融、稳定等板块，今年四季度基金也可能加仓大金融和稳定等板块，风格可能更趋均衡。

图 4：2005 年以来年底（11-12 月）金融、消费、稳定风格可能占优

涨跌幅 (%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
金融	9.0	57.4	-14.3	6.4	5.4	-11.2	-10.2	21.2	-2.6	66.5	14.0	-1.6	-0.4	-7.1	5.2	4.3	0.7	14.7	-5.0	1.7
周期	0.1	21.8	-1.9	13.9	13.9	-3.9	-19.6	5.7	1.6	9.3	11.6	-0.5	-3.6	-3.6	9.6	8.4	3.3	3.4	-1.4	-1.4
消费	1.2	24.3	9.8	21.8	18.2	0.0	-14.8	-1.2	2.6	5.5	12.0	-1.6	-1.1	0.0	2.0	9.6	5.9	15.5	-2.0	0.2
成长	1.3	12.2	7.5	28.3	13.5	-1.0	-17.2	4.2	3.9	1.4	13.0	-6.3	-6.1	-0.9	7.9	7.3	4.1	-1.3	-0.9	-1.7
稳定	-1.5	21.6	4.7	8.1	8.9	-6.4	-11.1	9.6	-1.8	42.0	-1.0	3.8	-7.7	0.6	2.7	0.5	6.2	6.7	-0.5	2.3
排名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
金融	1	1	5	5	5	5	1	1	5	1	1	4	1	5	3	4	5	2	5	2
周期	4	3	4	3	2	3	5	3	3	3	4	2	3	4	1	2	4	4	3	4
消费	3	2	1	2	1	1	3	5	2	4	3	3	2	2	5	1	2	1	4	3
成长	2	5	2	1	3	2	4	4	1	5	2	5	4	3	2	3	3	5	2	5
稳定	5	4	3	4	4	4	2	2	4	2	5	1	5	1	4	5	1	3	1	1

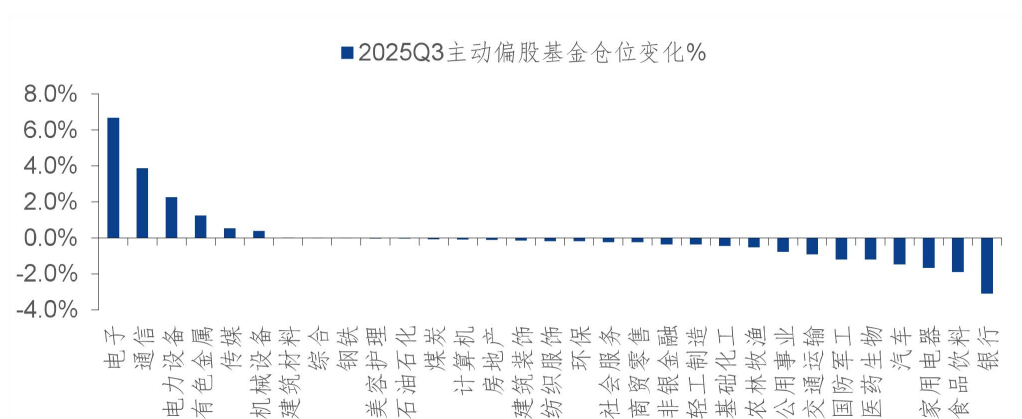
资料来源：华金证券研究所，wind（注：标红年份为年底位于牛市且估值处于高位年份）

图 5：2011 年以来基金四季度多加仓金融、稳定等板块

风格	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融	4.2%	7.7%	-3.1%	27.7%	-2.7%	1.4%	1.2%
周期	-6.7%	1.5%	2.9%	-2.3%	-0.3%	1.2%	-1.0%
消费	2.5%	-8.3%	1.2%	-11.8%	-3.0%	-1.1%	3.9%
稳定	1.0%	0.3%	0.0%	0.3%	-0.7%	0.9%	-0.6%
成长	-0.7%	-1.1%	-0.9%	-13.9%	6.7%	-2.5%	-3.5%
风格	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
金融	0.9%	0.7%	0.2%	0.2%	0.1%	-1.4%	-2.6%
周期	-1.0%	2.0%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	0.1%	6.6%
消费	-2.5%	-3.7%	2.0%	-1.7%	1.8%	0.4%	-15.7%
稳定	1.3%	-0.9%	-0.4%	0.2%	0.0%	0.1%	3.1%
成长	1.3%	1.8%	-1.7%	1.7%	-1.6%	0.8%	5.5%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：标红年份为年底位于牛市且估值处于高位年份）

图 6：三季度基金持续加仓电子、通信等科技成长行业，减仓银行、食品饮料等稳定类行业



资料来源：华金证券研究所，wind（注：标红年份为年底位于牛市且估值处于高位年份）

（二）三季度后年底部分科技和周期等绩优行业表现可能相对占优

复盘历史，三季度后年底高景气的和受政策驱动的行业表现相对占优。一是三季度后至年底时期，高景气的行业表现相对占优：首先，三季度或年报盈利同比增速排名靠前的行业表现相对占优，如 2010 年的建筑和机械设备，2011 年的银行和食品饮料，2012 年的银行和地产，2013 年的电子和非银金融，2014 年的非银金融，2015 年的社会服务和美容护理，2016 年的建材和钢铁，2017 年的石化、煤炭和钢铁，2018 年的食品饮料，2019 年的电子，2020 年的有色金属、电力设备和国防军工，2021 年的传媒，2022 年的商贸零售、食饮，2023 年的传媒，2024 年的商贸零售和综合；其次，产业趋势上行带动的高景气行业表现也相对占优，如 2013 年移动互联网浪潮下的计算机产业趋势确立、2015 年移动通信手持机增速产量上升的电子景气改善、2016 年的去产能下的石油石化产业趋势回升、2019 年避险需求下黄金价格上涨带动的有色金属景气回升、2020 年疫情修复预期下的社会服务景气改善、2022 年微短剧市场火热推动景气回升的传媒、2023 年的 5G 趋势下的通信和机器人相关的机械设备景气均有所回升。二是三季度后至年底时期，受政策驱动的行业表现相对偏强，如：2010 年底《国土资源部关于严格落实房地产用地调控政策促进土地市场健康发展有关问题的通知》发布，政策导向建筑和环保产业受益；2011 年 11 月工信部明确提出“加大对移动互联网扶持力度”下的通信、计算机和《中共中央 国务院关于加快水利改革发展的决定》发布下的公用事业；2013 年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》审议通过，其中强调深化国防和军队改革下的军工；2014 年 11 月 APEC 会议上“一带一路”战略正式提出，基建需求导向钢铁受益；2017 年 8 月出台的《国务院关于进一步扩大和升级信息消费 持续释放内需潜力的指导意见》利好食品饮料和家电；2018 年多地印发《加快通信基础设施建设 2018 年行动计划》下通信走强；2020 年 11 月习主席在中央军委军事训练会议上强调全面加强实战化军事训练、全面提高训练水平和打赢能力后军工板块走强；2021 年《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》印发下的通信上涨；2024 上海消费补贴品类新增咖啡机及家纺，补贴范围扩大后纺织服装受益。

图 7：2010 年以来 11-12 月涨跌幅前五的行业多受政策和产业趋势、基本面驱动

行业排名	2010			2011			2012		
	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名
1	建筑装饰	24	22	银行	9	6	银行	4	5
2	建筑材料	11	8	通信	21	26	房地产	9	6
3	食品饮料	15	16	公用事业	30	25	汽车	15	15
4	机械设备	7	10	食品饮料	8	3	非银金融	21	21
5	环保	22	24	计算机	23	21	建筑装饰	10	12
行业排名	2013			2014			2015		
	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名
1	国防军工	27	24	非银金融	2	2	综合	27	27
2	电子	8	3	建筑装饰	14	13	社会服务	7	3
3	计算机	15	12	银行	16	16	房地产	13	19
4	家用电器	6	8	钢铁	30	30	电子	19	16
5	非银金融	3	4	房地产	24	18	美容护理	11	1
行业排名	2016			2017			2018		
	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名
1	石油石化	31	30	食品饮料	12	12	通信	31	30
2	建筑装饰	18	21	石油石化	3	5	综合	25	29
3	钢铁	2	5	家用电器	13	10	食品饮料	8	4
4	商贸零售	19	7	钢铁	1	1	农林牧渔	30	25
5	建筑材料	8	6	煤炭	2	2	美容护理	12	12
行业排名	2019			2020			2021		
	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名
1	建筑材料	8	12	有色金属	17	3	传媒	16	2
2	有色金属	24	27	社会服务	31	30	轻工制造	11	23
3	电子	20	7	电力设备	4	6	通信	24	26
4	传媒	30	15	食品饮料	11	12	环保	18	13
5	汽车	27	26	国防军工	7	5	建筑材料	22	22
行业排名	2022			2023			2024		
	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名	11-12月涨跌幅	三季报盈利排名	年报盈利排名
1	食品饮料	8	9	煤炭	23	24	商贸零售	11	7
2	社会服务	31	20	机械设备	14	16	银行	15	12
3	美容护理	18	23	传媒	6	3	综合	2	2
4	商贸零售	21	4	通信	11	13	纺织服饰	21	24
5	传媒	24	28	综合	30	31	石油石化	14	14

资料来源：wind，华金证券研究所（注：红色字体行业为业绩驱动，蓝色为产业趋势驱动，橙色为政策驱动）

今年来看，三季报后年底部分科技和周期等绩优行业可能相对占优。一是有色金属、传媒、电子、电新、化工等高景气的行业表现可能相对占优：首先，今年三季报业绩较好的行业主要是钢铁、有色、传媒、电子等周期和科技成长行业；其次，产业趋势向上带动的高景气行业主要集中在人工智能相关的 TMT，储能需求上升和涨价相关的电新、有色金属、化工等行业。二是人工智能、机器人、传统周期和新消费等行业受政策驱动可能相对占优：首先，年底政策支持的方向依然可能是科技创新、反内卷和提振消费；其次，与科技创新相关的 TMT，与反内卷相关的传统周期，与提振消费相关的食品饮料、商贸零售、社服等行业可能受益，表现可能相对占优。

图 8：近期六氟磷酸锂价格出现大幅上涨

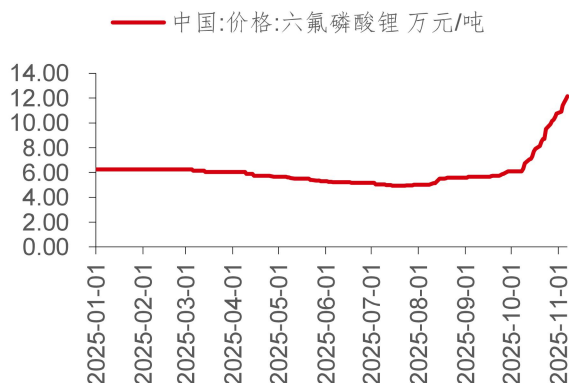


图 9：近期铝价持续上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

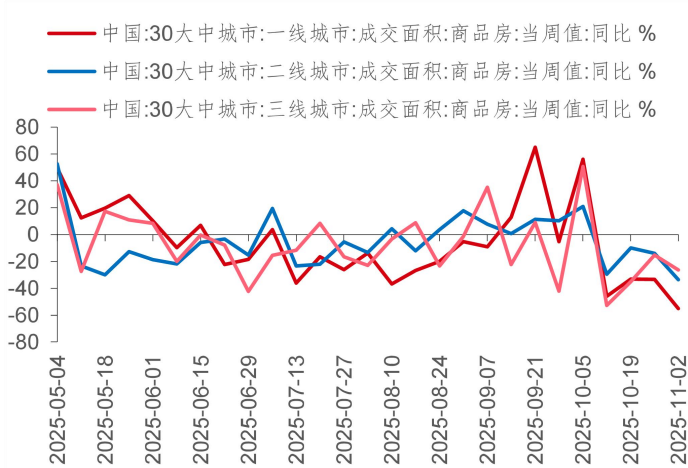
资料来源：华金证券研究所，wind

二、周度策略：短期延续震荡走势，慢牛趋势不变

（一）经济短期维持弱修复趋势，盈利仍可能处于回升周期中

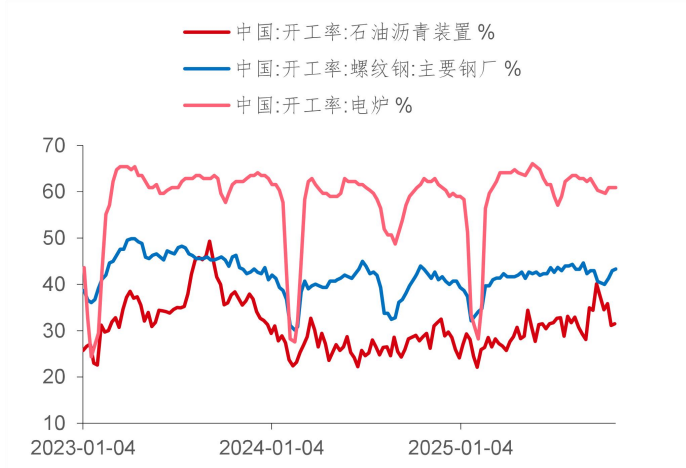
经济短期维持弱修复趋势，盈利仍可能处于回升周期中。（1）经济短期仍处于偏弱修复的趋势。一是10月制造业PMI回落至49，10月出口增速出现显著下滑，显示抢出口效应减退后外需明显偏弱：数据上，10月当月出口同比增速录得-1.1%（前值为8.3%），或受10月关税政策风险上升等因素扰动；结构上，国别来看，对美国、欧盟、东盟出口金额占比仍维持高位，分别为11.44%、14.37%、17.45%，产品上，今年1-10月我国出口机电产品增长8.7%，其中集成电路增长24.7%，汽车增长14.3%，优势产品出口韧性较强；后续来看，关税暂缓延期叠加海外消费旺季，出口增速可能企稳。二是商品房周成交面积同比降幅进一步扩大，但短期基建项目可能加速落地：首先，地产销售整体仍偏弱，最新一线、二线和三线城市周度商品房成交面积同比降幅进一步扩大，分别为-55.04%、-33.46%、-26.36%，此外水泥、平板玻璃价格指数均处于低位，9月产量也均低于去年同期，显示短期地产相关的投资依然偏弱；其次，开工率数据向好显示基建项目加速落地，当前螺纹钢及电炉开工率均维持一定高位，显示短期基建项目可能加速落地。（2）盈利继续处于回升周期中。一是铜、铝及部分小金属等有色金属价格持续上涨，历史经验来看上游周期品价格往往能反映制造业景气预期，与工业企业盈利增速相关性较强，因此可能推动短期工业企业盈利增速继续结构性回升。二是A股三季报盈利增速较中报继续回升，显示企业盈利短期仍处于回升周期中。

图 10：当前地产销售增速仍较弱



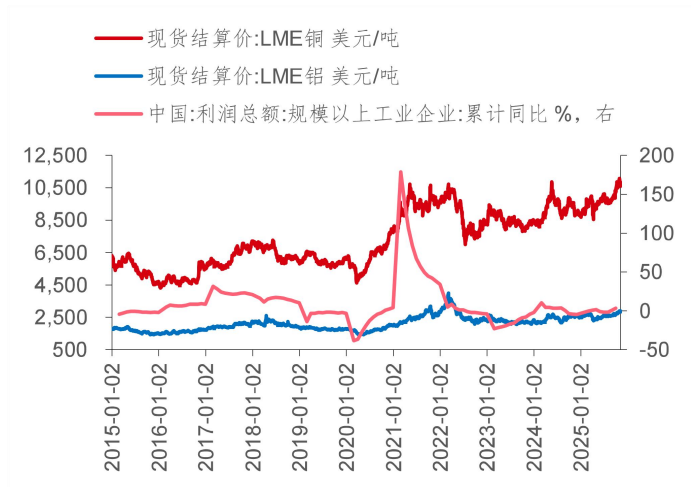
资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：电炉、螺纹钢开工率维持高位



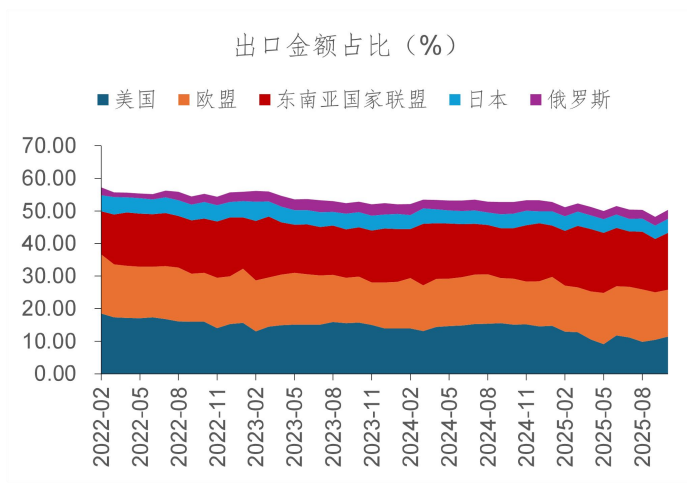
资料来源：华金证券研究所，wind

图 12：铜、铝价格与工业企业盈利增速相关性较强



资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：对东盟出口金额占比维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

（二）短期流动性维持宽松

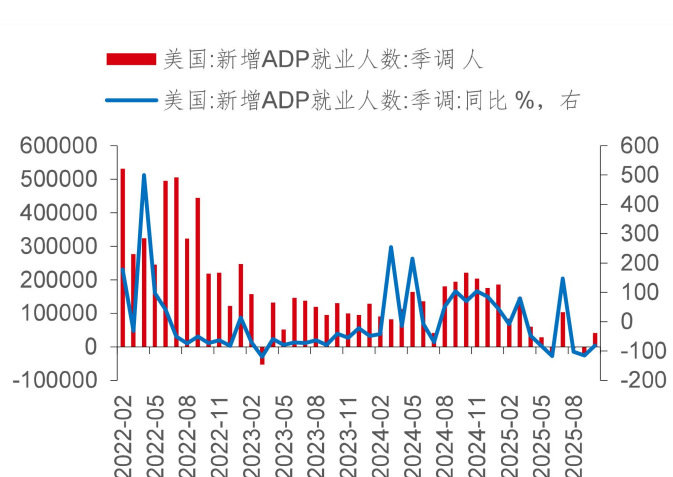
短期流动性维持宽松。（1）宏观流动性偏宽松。一是海外方面：首先，美国政府“罢工”继续，非农数据未出市场关注转向私营部门就业情况，美国 10 月 ADP 就业人数增加 4.2 万人，为 2025 年 7 月来最大增幅，略超预期增加的 3 万人，但相较去年同期仍偏弱，10 月新增就业人数同比增速为-81%，CME 预测美联储对于 12 月继续降息 25P 的概率超过 60%，美联储 12 月降息预期有所下降，但仍可能降息；其次，美国 10 月制造业 PMI 下滑至 48.7（前值为 49.1），同时美国债务风险依然未消除，美元指数仍可能维持低位震荡，海外流动性预期的变化对国内影响有限。二是国内方面，央行等量续作 7000 亿元 3 个月期买断式逆回购，同时已经重启公开市场国债买卖操作，考虑到年底资金可能季节性紧张，央行短期有望继续加大资金投放。（2）微观资金短期可能继续流入，但流入可能放缓。一是历年年底资金流入 A 股概率较大，11 至 12 月期间外资、融资分别净流入 7 次，9 次，外资、融资、新发基金平均流入规模分别为 567.55 亿元、504.23 亿元、1313.04 亿份。二是当前来看，融资流入已出现放缓迹象，截至 2025/11/6，本周融资净流入 117 亿元，环比下降 60%，同时外资成交额占比也下降至 12%左右，短期市场偏震荡的环境下股市资金可能继续流入，但流入速度可能放缓。

图 14: CME 预测 12 月降息概率超过 60%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.5%	37.5%	0.0%	0.0%
2026/1/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.4%	54.8%	25.9%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	31.1%	45.2%	17.3%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	12.1%	34.3%	38.8%	13.3%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.4%	24.5%	36.8%	24.6%	5.9%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.9%	12.9%	28.5%	32.9%	18.6%	4.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.3%	6.6%	18.7%	30.1%	27.6%	13.1%	2.5%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	2.2%	8.8%	20.7%	29.7%	25.0%	11.3%	2.1%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.7%	3.4%	11.0%	22.3%	28.8%	22.5%	9.6%	1.7%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.1%	0.8%	3.8%	11.6%	22.7%	28.4%	21.8%	9.1%	1.6%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.1%	0.8%	3.8%	11.6%	22.7%	28.4%	21.7%	9.1%	1.6%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.3%	1.7%	6.1%	14.8%	24.4%	26.5%	18.1%	6.9%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.2%	4.4%	11.6%	20.8%	25.7%	21.2%	11.1%	3.3%	0.4%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.0%	3.9%	10.5%	19.4%	24.9%	21.9%	12.7%	4.5%	0.9%	0.1%
2027/9/15	0.2%	1.0%	3.9%	10.4%	19.3%	24.9%	22.0%	12.8%	4.6%	0.9%	0.1%
2027/10/27	0.2%	0.9%	3.6%	9.8%	18.5%	24.4%	22.2%	13.6%	5.3%	1.2%	0.1%

资料来源：华金证券研究所，CMEFedWatchTool（注：截至 11/6）

图 15: 美国新增 ADP 就业人数增速较弱



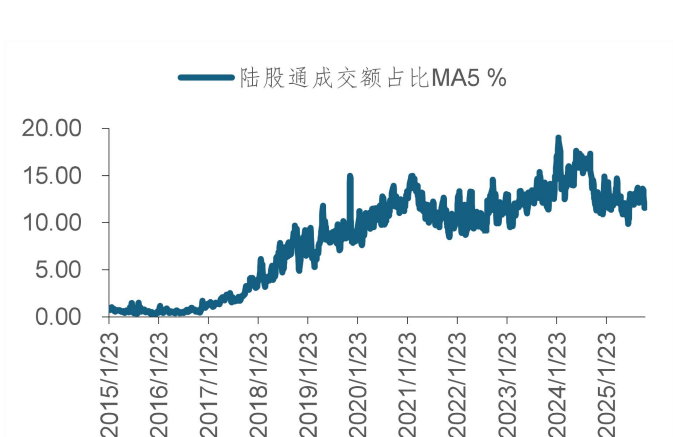
资料来源：华金证券研究所，wind

图 16: 年底资金流入 A 股概率较大

年份	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)
2015	-217.73	1410.50	787.68
2016	118.45	280.80	825.66
2017	211.75	270.30	841.70
2018	630.55	-131.20	403.06
2019	1334.32	522.41	1486.76
2020	1151.68	671.54	3728.98
2021	1074.82	152.09	2457.32
2022	951.08	16.76	580.61
2023	-147.02	298.24	556.44
2024	-	1550.85	1462.23

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据统计区间为 11-12 月）

图 17: 陆股通成交额占比有所回落



资料来源：华金证券研究所，wind

（三）风险偏好短期可能继续偏中性

风险偏好短期可能继续偏中性。（1）短期稳增长政策加速落地仍可能提振市场情绪。一是近期发改委表示，5000 亿元新型政策性金融工具已全部投放完毕，共支持 2300 个项目，项目总投资约 7 万亿元，同时中央财政从地方债结存限额中安排 5000 亿元下达地方，其中新增了 2000 亿元专项债券额度，专门用于支持部分省份投资建设，年底财政政策继续发力助力稳增长，实物工作量可能加速形成托底基建投资。二是提振消费、扩大内需、支持科技创新等政策短期仍在持续出台和落实：首先，四川省政府办公厅印发《关于巩固拓展经济回升向好势头的若干政策措施》，在大力支持消费提振、帮助企业降本减负、推进企业快速成长、促进产业转型升级等四个方面提出 18 条具体政策措施；其次，广东省人民政府新闻办今日举办“粤享暖冬乐游广东”消费季活动新闻发布会，广东省财政专项新增安排 35 亿元，资金采用激励性方式分配，与地市促消费增

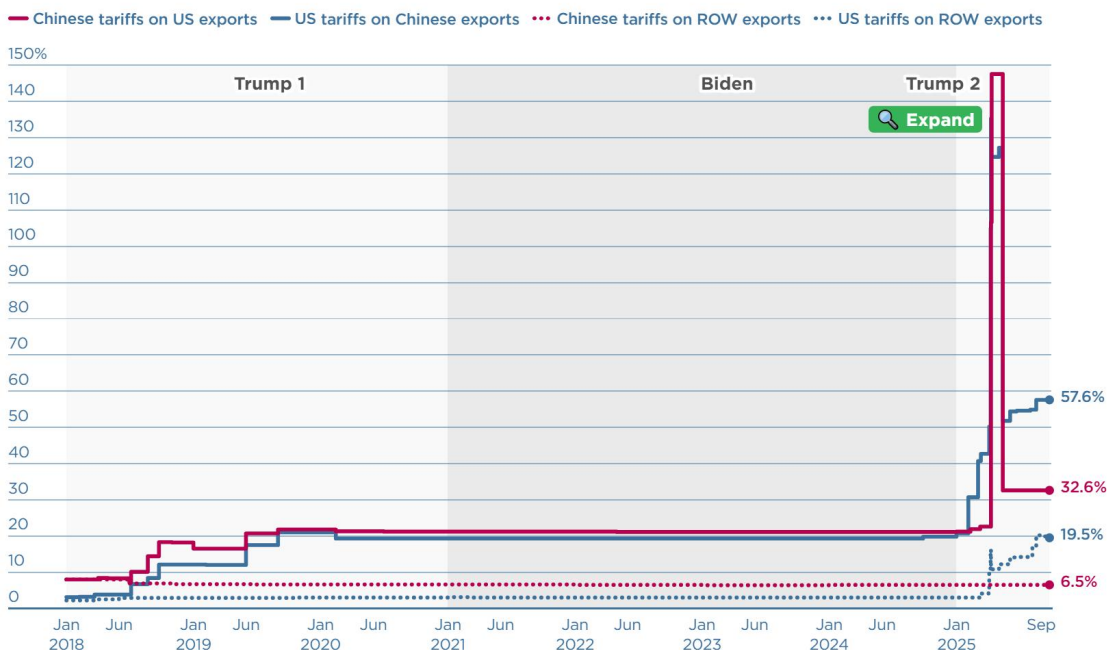
量绩效目标相挂钩，财政继续发力刺激增长消费需求。(2) 短期中美、俄乌等地缘风险偏低，对风险偏好扰动有限。一是中美协议达成，短期地缘风险下降：首先，中国满足了部分核心关切，如美国同意将与芬太尼相关的 20% 关税减半，同时暂缓实施针对中国高科技企业的升级管制，美方暂停实施针对中国海事、物流和造船业的 301 条款调查，均为期一年；其次，中方同意暂停对稀土相关产品与技术的升级管控，为期一年，同时承诺在今年最后两个月至少采购 1200 万吨美国大豆，并在未来三年每年购买至少 2500 万吨，并暂停对美国农产品征收的部分报复性关税。二是俄乌、巴以冲突可能缓和：近期欧盟将再向乌克兰提供 18 亿欧元的援助，主要将用于增强乌克兰的宏观金融稳定性，并支持其公共行政部门的持续运作；此外，哈马斯已将另一具已故俘虏的遗体归还以色列，地缘冲突短期可能不易升级。(3) 短期估值偏高、年底资金保收益等导致市场情绪难大幅上升，从成交额等维持中性水平可以看出。一是当前重要指数估值位置仍较高，11/7 数据来看，科创 50PE 分位数（2005 年起，下同）为 96.89%，万得全 A 为 75.76%，上证综指为 69.89%，进一步上升空间相对有限。二是年底资金为保收益投资偏谨慎，当前成交额维持中性水平，11 月以来全 A 单日成交额均值为 2.01 万亿，相较 10 月高点 2.7 万亿明显下降，情绪短期不易大幅上升。

图 18：中美关税再度延期

US-China trade war tariffs: An up-to-date chart

Last updated September 25, 2025

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)



资料来源：华金证券研究所，PIIE

三、行业配置：短期风格扩散，继续均衡配置

(一) 当前成长中的电力设备、传媒、汽车、电子估值性价比较高

当前成长一级行业中的电力设备、传媒、汽车、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、传媒、汽车、电子 PEG 较低，分别为 0.68、0.74、1.05、1.23。

图 19：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	31.1%	10.9%	0.68	41.9%	17.1%	100.0%	5.6%	99.9%
传媒	-1.0%	9.8%	0.74	27.2%	2.3%	22.6%	2.9%	65.4%
汽车	-0.2%	11.6%	1.05	77.8%	5.0%	55.1%	2.7%	81.7%
电子	11.4%	21.0%	1.23	63.5%	15.0%	85.1%	2.6%	73.8%
国防军工	-9.5%	38.5%	1.27	47.9%	2.9%	55.9%	2.4%	83.8%
计算机	-6.7%	11.3%	1.56	57.8%	6.1%	35.8%	3.1%	61.8%
机械设备	2.8%	7.9%	1.57	85.5%	6.3%	64.5%	2.7%	77.7%
通信	7.5%	5.7%	1.66	75.5%	4.2%	63.4%	1.4%	20.7%
医药生物	-8.3%	3.3%	1.83	95.5%	4.8%	10.9%	1.9%	68.2%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/11/7，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航海装备、游戏、商用车、风电设备等估值性价比较高。成长二级主要从 PEG 的角度筛选，当前航海装备、游戏、商用车、风电设备 PEG 较低，分别为 0.35、0.40、0.55、0.56。

图 20：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(%)
航海装备 II	-8.4%	57.1%	0.35	44.7%	0.5%	76.5%	3.6%	98.5%
游戏 II	4.1%	32.0%	0.40	21.6%	0.6%	15.3%	2.2%	30.7%
商用车	-0.1%	13.4%	0.55	53.7%	0.2%	8.6%	1.4%	20.1%
风电设备	12.9%	37.6%	0.56	46.0%	0.5%	57.8%	2.8%	73.9%
光学光电子	-3.8%	9.8%	0.72	54.9%	1.2%	15.4%	2.0%	60.8%
元件	19.4%	24.5%	0.84	28.0%	2.5%	91.9%	3.7%	85.0%
工程机械	6.6%	11.7%	0.84	81.8%	0.5%	41.8%	1.8%	82.0%
电池	37.7%	20.3%	0.85	56.2%	5.8%	98.8%	6.0%	96.5%
乘用车	-9.6%	12.7%	0.85	47.1%	0.7%	16.5%	1.7%	77.4%
通信设备	12.7%	18.6%	0.86	25.7%	3.6%	76.1%	3.2%	62.9%
软件开发	-8.4%	6.9%	0.91	33.4%	2.6%	40.9%	3.3%	67.0%
医疗服务	-7.3%	5.9%	0.91	2.9%	0.6%	1.4%	1.6%	54.8%
其他电源设备 II	8.5%	12.1%	1.02	57.7%	1.3%	82.2%	3.9%	89.8%
出版	-6.5%	-2.2%	1.13	50.4%	0.3%	44.8%	1.9%	68.2%
军工电子 II	-9.7%	100.6%	1.16	54.9%	0.8%	31.3%	2.7%	68.5%
消费电子	16.7%	27.3%	1.17	83.2%	2.8%	68.9%	2.1%	61.5%
电网设备	23.2%	9.0%	1.27	69.7%	4.9%	99.8%	7.2%	99.8%
医药商业	-2.8%	3.3%	1.33	72.9%	0.3%	34.3%	2.0%	81.0%
广告营销	-6.8%	7.9%	1.38	75.5%	0.5%	12.7%	3.3%	71.0%
汽车零部件	3.8%	10.9%	1.39	87.6%	3.9%	82.9%	3.5%	85.3%
半导体	10.7%	15.5%	1.47	60.8%	7.0%	89.2%	3.2%	70.8%
其他电子 II	20.2%	22.2%	1.48	92.8%	1.0%	87.2%	4.6%	76.6%
计算机设备	1.2%	15.6%	1.54	76.8%	1.5%	37.6%	2.9%	63.7%
轨交设备 II	-0.3%	8.0%	1.56	38.5%	0.2%	34.7%	0.7%	56.6%
自动化设备	1.0%	13.9%	1.65	80.1%	1.0%	43.3%	2.2%	47.7%
中药 II	-5.9%	1.7%	1.82	54.3%	0.7%	13.1%	1.8%	63.5%
专用设备	2.3%	6.1%	1.93	93.1%	1.8%	46.3%	2.8%	76.1%
通用设备	3.3%	5.0%	1.95	90.6%	2.9%	84.2%	4.4%	84.1%
化学制药	-10.5%	4.8%	2.00	93.5%	1.7%	32.3%	2.2%	74.8%
汽车服务	-3.9%	-10.8%	2.20	69.8%	0.1%	1.5%	1.7%	66.8%
生物制品	-8.8%	-3.5%	2.20	96.5%	0.6%	25.3%	1.5%	74.3%
IT服务 II	-10.3%	10.9%	2.26	79.5%	2.0%	27.9%	3.2%	57.7%
电机 II	11.8%	8.4%	2.45	92.5%	0.8%	92.5%	8.3%	98.1%
航空装备 II	-9.1%	11.5%	2.58	87.7%	1.0%	49.6%	1.9%	70.2%
医疗器械	-7.5%	4.4%	2.72	88.2%	0.9%	17.2%	1.7%	49.5%
数字媒体	-4.4%	2.2%	3.25	89.8%	0.2%	15.6%	2.2%	38.5%
地面兵装 II	-19.2%	35.3%	5.53	98.8%	0.2%	52.8%	1.7%	40.9%
航天装备 II	4.1%	7.3%	5.59	94.3%	0.3%	74.5%	2.6%	83.1%

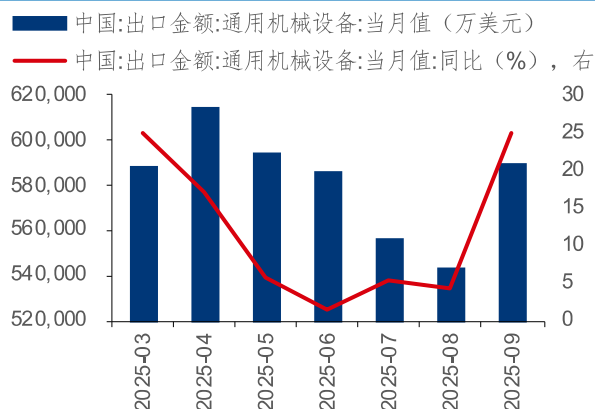
资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/11/7，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PEG 基于 2025 年报计算）

（二）短期继续均衡配置科技成长和部分周期、核心资产等行业

短期建议逢低配置政策和产业趋势向上但同时估值性价比较高的电新（风电、储能、固态电池）、机械设备（机器人）、有色金属、传媒（游戏）、计算机（AI 应用）、医药等行业。（1）电新：一是 9 月动力和其他电池产量连续 5 月上涨，同比上涨 16.67%，环比上涨 1.94%，较 4 月上涨 34.04%；二是 2025 世界动力电池大会将于 11 月 12-13 日在宜宾举办，大会以“新视野·新生态·新机遇”为主题，涵盖 1 场开幕大会、1 场全体大会、6 场专题会议及多场展览展示活动，全方位搭建产业交流合作平台；三是 2025 第八届深圳国际锂电池技术展览会暨深圳国际钠电池技术展览会将于 11 月 24-26 日在深圳会展中心（福田区）举办，本次展会总规模预计超 6 万平米，展商预计超 800 家，观众预计超 5 万人次观众参观。（2）机械设备：一是 9 月通用机械设备出口金额上涨，同比上涨 24.85%，环比上涨 8.38%；二是 2025 中国机器人产业发展大会将于 11 月 10-12 日在上海举行，大会采用“1+1+8”的架构，举办主论坛 1 场，高端闭门峰

会 1 场，主题会议及工作会议活动 8 场，打造集高端对话、技术交流、产业对接于一体的综合性平台。(3) 有色金属：一是 11 月初 LME 锌现货结算价和开盘库存量均上涨，11 月 4 日 LME 锌现货结算价较 10 月 31 日上涨了 2.24%，11 月 5 日 LME 锌开盘库存量较 11 月 3 日上涨了 0.52%；二是 2025 年铜基新材料高质量发展暨鹰潭铜产业链供需对接大会将于 2025 年 11 月 19-21 日在深圳市维纳斯皇家酒店召开。(4) 传媒：一是第十四届艺术、交互性与游戏创作国际会议 (ArtsIT 2025) 于 11 月 7-9 日在阿联酋迪拜召开，会议聚焦艺术与信息技术的交叉领域，探讨人工智能、虚拟现实、元宇宙等在艺术与游戏创作中的应用；二是 2025 游戏 IP 生态大会于 11 月 6-7 日在苏州国际博览中心拉开序幕，本届大会以“智创未来链接全球”为主题，汇聚全球游戏 IP 产业领军企业、知名专家与跨界代表。(5) 计算机：2025 全球计算大会 (CGC2025) 于 11 月 7-8 日在深圳会展中心 (福田) 举办，该大会以“筑新基·赋新能，拥抱 AI 新机遇”为主题，聚焦趋势研判、提供技术方案、对接核心资源、促成场景落地。(6) 医药：2025 原料药先进工艺与合规智造实践技术交流会将于 11 月 12 日在重庆国际博览中心 N2 馆内会议室 (渝北区悦来大道 66 号) 召开，第 93 届中国国际医药原料药/中间体/包装/设备交易会也将同期举办。

图 21：9 月通用机械设备出口金额上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

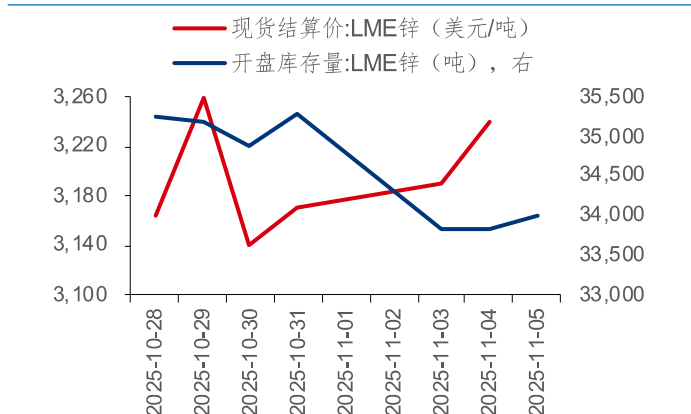
图 22：9 月动力和其他电池产量上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

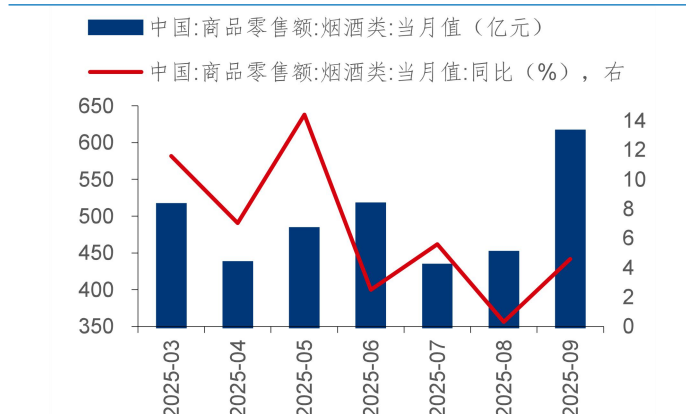
短期建议逢低配置受益于“十五五”规划和基本面可能边际改善的消费（食品、商贸零售等）、军工（商业航天）、电子（AI 硬件）、通信（算力）等行业。(1) 消费：一是 9 月烟酒类商品零售额上涨，同比上涨 4.59%，环比上涨 36.65%；二是第八届虹桥国际经济论坛“提振消费：世界共享中国市场机遇”分论坛于 11 月 6 日在国家会展中心（上海）4.2 馆举办，本场分论坛聚焦中国消费提振的“政策破障”与“开放共享”双轮驱动；三是 2025 食研汇超级原料大会将于 11 月 11-12 日在杭州举办，本届大会发挥食研汇品牌优势，深挖“超级原料”，探索“热门原料”，让食品创新更简单。(2) 军工：2025（第九届）航空航天制造技术与工艺创新研讨会于 11 月 6 日在成都·保利公园皇冠假日酒店举办，大会围绕前沿议题人工智能+制造、数字化转型、产线改造、五轴加工、CAM 智能化、高性能切削等前沿议题。(3) 电子：一是 CEIC 2025 消费电子创新大会于 11 月 6-8 日在深圳会展中心（福田）2 号馆举办，大会全景呈现消费电子产业的前沿科技与未来趋势；二是中国国际高新技术成果交易会将于 11 月 14-16 日在深圳国际会展中心（宝安）举办，14 号馆主要展示 IC 设计、集成电路制造、先进封测、半导体设备、电子元器件、半导体材料、功率器件等全产业链关键环节。(4) 通信：2025 年 6G 发展大会将于 11 月 13-14 日在京举行，大会主题为“智联全球，共建 6G 技术创新生态”。

图 23: 11 月初 LME 锌现货结算价/开盘库存量上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

图 24: 9 月烟酒类商品零售额上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

四、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、张欣诺声明，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