

2025年05月05日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 科技主题和高股息

— 定量策略周观点总第 161 周

## 投资要点

分析师：吕思江 S1050522030001

✉ lvsj@cfsc.com.cn

### ■ 本周建议一览

核心观点：亚洲货币兑美元集体走强，市场延续了“美国例外论”终结、套息交易解绑的主线，非美资产短期没有较大的系统性风险。5月至7月美债集中到期，日美关税谈判中美债也被作为谈判筹码，我们认为全球风险偏好同样难明显提升，因此哑铃配置可能是6月FOMC会议前的较好选择。一方面随着政治局会议落地，央行一定程度释放流动性，利率债的配置价值凸显，建议拉长久期；高股息和自由现金流风格同时进入配置区间。另一方面5月机器人、AI、华为链、低空经济的调整有望结束，流动性也支持主题投资机会。中期则继续看好具有基本面支撑的科技板块，包括半导体自主可控、创新药和电池储能。

### 相关研究

- 1、《结构行情中哑铃配置更为合适》2025-04-28
- 2、《流动性回升季报披露临近结束，左侧关注主力资金因子》2025-04-27
- 3、《被动外资增持港股，推荐关注通信ETF》2025-04-21

美股：【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周6.06万亿→5.88万亿，边际下降。其中美联扩表本周缩表176.53亿美元（上周缩表1.83亿美元）；TGA账户变动1014.98亿美元（上周-626.24亿美元），余额大幅上升；隔夜逆回购538.61亿美元（上周354.21亿美元）。美股仓位信号本周暂时延续看多，受益于零售资金回流，以及美股科技股财报表现支撑。美元兑亚洲货币本周明显贬值，6月FOMC前做空美元资产的交易或会延续，回补缺口后可考虑止盈。美股要从反弹转为反转，仍需要切实解决关税和衰退担忧，甚至需要叠加降息，而这些都非一时之功。

日股：5月至6月，日美关税协议的进程或成为市场核心关注点。本周日美关税谈判未达成有效结果，市场预期日本可能通过继续抛售美债方式增加谈判筹码。日元已进入有效升值趋势，也需观察对风险资产影响。在非美资产中仍保持对日股的半仓建议。

海外市场风险偏好：金融条件指数2月底以来数持续位于均线下方，4月第一周关税冲击快速下行后，极端情绪缓解。本周初震荡后，持续修复上升；后续预计继续修复，但力度边际放缓。

A股：受海外节中乐观情绪推动，港股、rmb汇率都表现强势，参考富时A50节后A股大概率顺势补涨一个点左右

涨幅。但目前中美双方还未就关税进行正式谈判，市场在抢跑关税缓和情绪交易，向上空间比较有限；政策方面，四月公布经济数据表现较好的弱复苏背景下，四月政治局会议也没有特别超预期的政策出现；但估值目前处于低位，股债性价比来看沪深 300 已回到 1-2 倍标准差较为低估的区间；资金面来看，公募维持高仓位，两融资金前期去杠杆比较充分，政策资金通过 etf 托底；预计短期行情震荡修复为主，结构上建议向科技自主可控（半导体、AI 算力、军工）、内需刺激（消费、医药）、大金融，五月哑铃配置为主。

港股：本周港股市场最新数据延续看空，市场交投情绪低迷，PCR 冲高回落，卖空成交占比 14.04% 处于阶段性高位，南向资金净买入明显放缓。港股大盘互联网、消费及医疗相对较强。

港股金股：港股金股绝对收益快速走阔至 27.03%，相较恒生指数超额 16.27%。

组合最新持仓：中广核矿业、中国人寿、邮储银行、腾讯控股、李宁、和黄医药、比亚迪股份、心动公司。

港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 14.14%，相较港股高股息指数超额 10.43%。

红利：五月风格打分中红利相对高景气成长占优。当前仅社融同比增速稳步走高支撑成长风格表现，期限利差快速收窄、CPI&PPI 双双延续负增、外资流出倾向悲观、10Y 美债利率高位震荡均压制成长风格表现。在红利股中推荐银行、电力公用事业、公路。

小微盘：五月市值风格转为小盘占优。短端市场利率快速下行利于小盘表现，RSI 信号也显示小盘当前更为强势。注意中证 2000 交易拥挤风险。

行业选择：银行、电力、创新药、机器人、半导体材料设备、军工低空经济。

黄金：黄金短期超卖，中长期上行趋势不变。白银存在补涨机会。

## ■ A 股策略择时观点

市场波动率和交易量下降，配置重于交易，高股息现金流和小盘科技主题股的哑铃配置

## 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 31.19%，相对沪深 300 超额 19.85%，相对 ETF 等权超额 19.53%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、医疗 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、标普生物科技 ETF、传媒 ETF、半导体 ETF

### ETF 组合策略-偏债型-量化全天候

四月最后一周单周涨幅 0.22%，累积收益 5.56%，最大回撤 3.26%。

#### 四月子策略表现回顾

权益部分，四月风格配置模型主仓位在红利高股息，整体明显跑赢市场。市值配置模型保持平衡，持有大盘股较多，小盘股在反弹后换仓至弹性更高的机器人、半导体等科技板块。

行业选择模型主要集中在大消费、科技、减仓有色金属。前期大消费板块提供了一定的下跌缓冲，机器人涨 3.13%，半导体 ETF 涨 2.87%，港股创新药 ETF 涨 7.03%，家电 ETF 涨 0.98%，沪深 300ETF 涨 0.57%。4 月 7 日大幅下杀后增买部分获利较多。

债券部分，利率择时模型在 4 月中开始转多，久期模型拉长，我们在 4 月中不断将短久期国债 ETF 转为 30 年长债 ETF，这一操作盈利额贡献较多，30 年国债涨 1.18%，十年国债涨 0.83%，5 年地方债涨 0.49%。

商品部分，四月持仓在黄金和白银，黄金本月大幅上涨，4 月整体涨幅达 6.55%，持仓平均整体收益为 3.69%。贵金属仓位跟踪模型提示 4 月 23 日清仓白银，之后清仓黄金。五月后再等待机会。

QDII 部分，4 月宽幅震荡，策略主要交易美股。美股择时和资金流向提示机会主要在创新药板块，我们两次抄底了美股医药股标普生物科技 ETF，均获利止盈。纳斯达克 ETF 持仓

总体涨 2.24%，标普生物科技总体涨 2.25%。

五月风格选择哑铃配置，红利低波+小盘科技股。关税博弈在第一阶段恐慌和第二阶段缓和后，进入第三阶段博弈期，国内政策没有明显倾向前控制仓位，关注长债、QDII、主题投资机会。

## ■ 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.....      | 6  |
| 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：中等仓位..... | 11 |
| 2.3、 港股择时观点：中等.....   | 11 |
| 2.4、 A股策略择时观点：.....   | 12 |
| 2.5、 商品策略择时观点：.....   | 13 |
| 3、 ETF组合运行周观点：.....   | 13 |
| 4、 风险提示.....          | 14 |

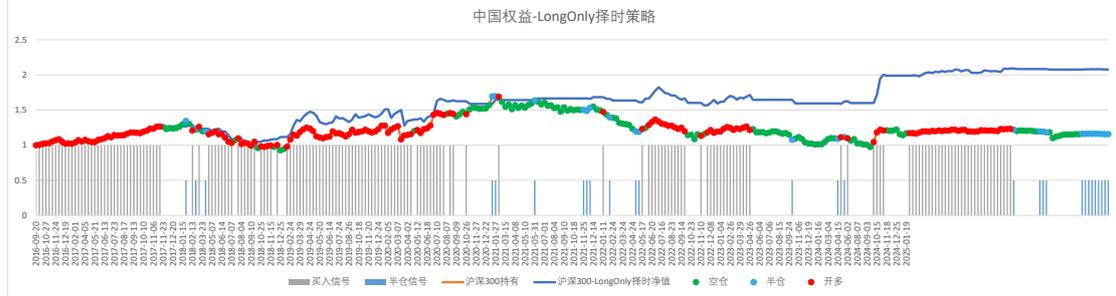
## 图表目录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 图表 1：A股仓位择时策略：.....    | 6 |
| 图表 2：A股多空择时策略：.....    | 6 |
| 图表 3：港股仓位择时策略：.....    | 6 |
| 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：.....  | 7 |
| 图表 6：美股择时策略：.....      | 7 |
| 图表 7：黄金择时策略：.....      | 8 |
| 图表 8：ETF组合策略-偏股型：..... | 8 |
| 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：

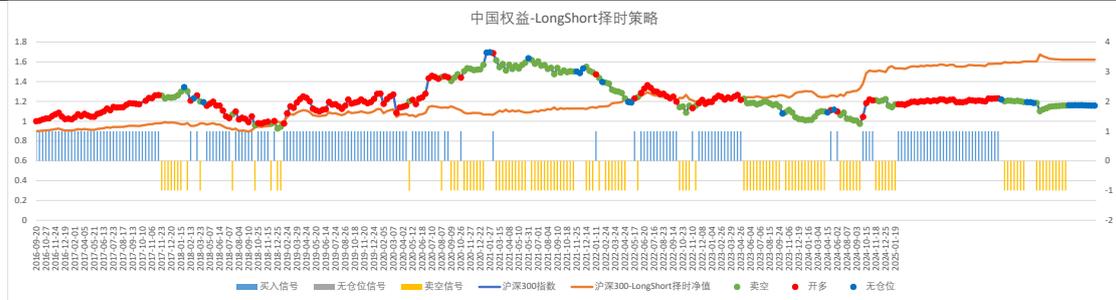
图表 1：A股仓位择时策略：



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：

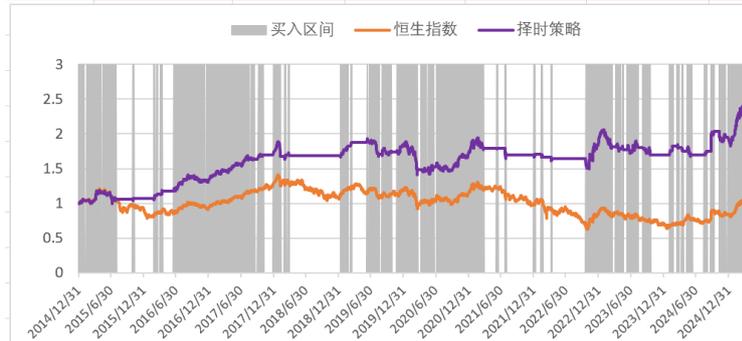


资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 港股仓位择时策略：

图表 3：港股仓位择时策略：

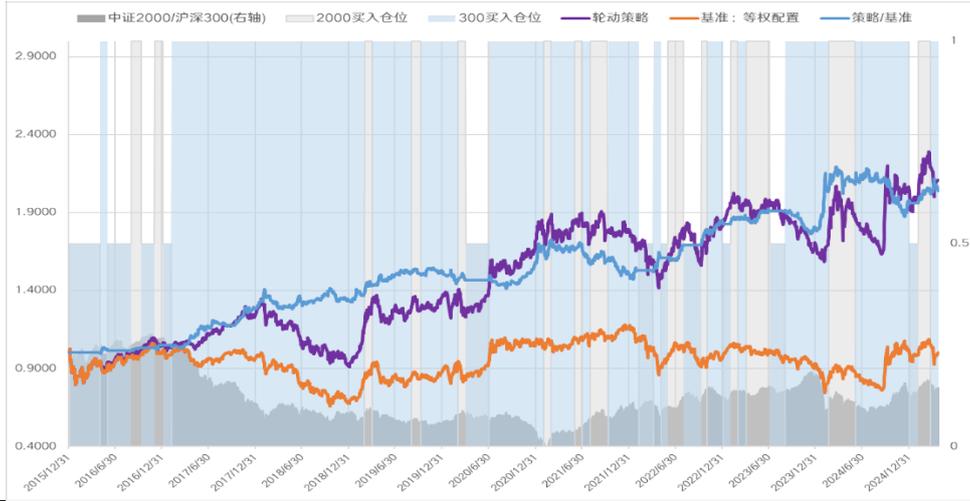
| 业绩统计 | 累计收益    | 年化收益   | 最大回撤   | 年化波动率  | 年化sharpe | calmar |
|------|---------|--------|--------|--------|----------|--------|
| 恒生指数 | -6.29%  | -0.65% | 55.70% | 21.79% | -0.03    | -0.01  |
| 择时策略 | 127.44% | 8.53%  | 27.00% | 14.49% | 0.59     | 0.32   |



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## A股小微盘择时策略：

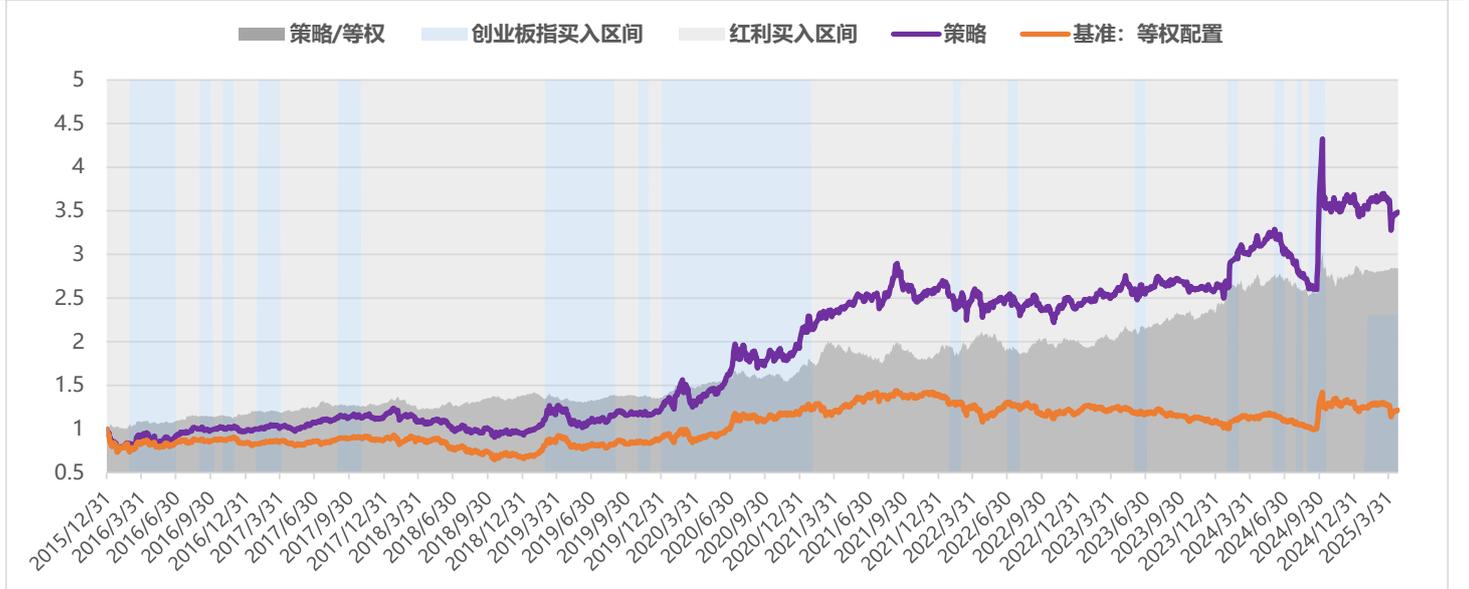
图表 4：A股小微盘择时策略：



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

A股红利成长择时策略:

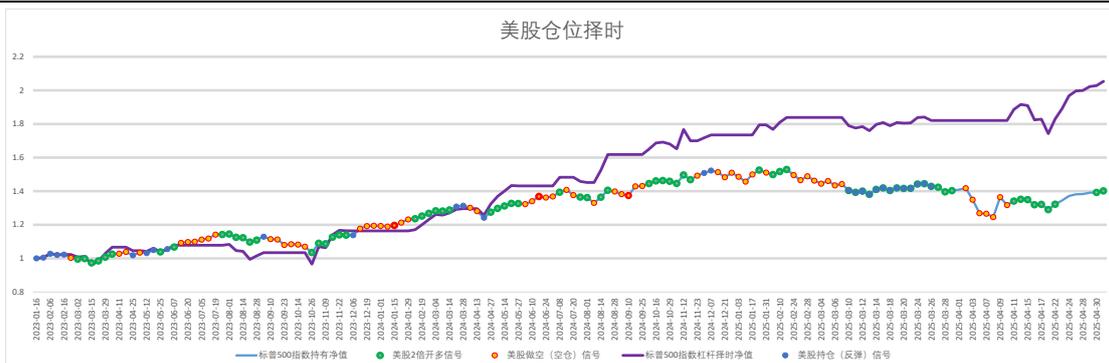
图表 5: A股红利成长择时策略:



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

美股择时策略:

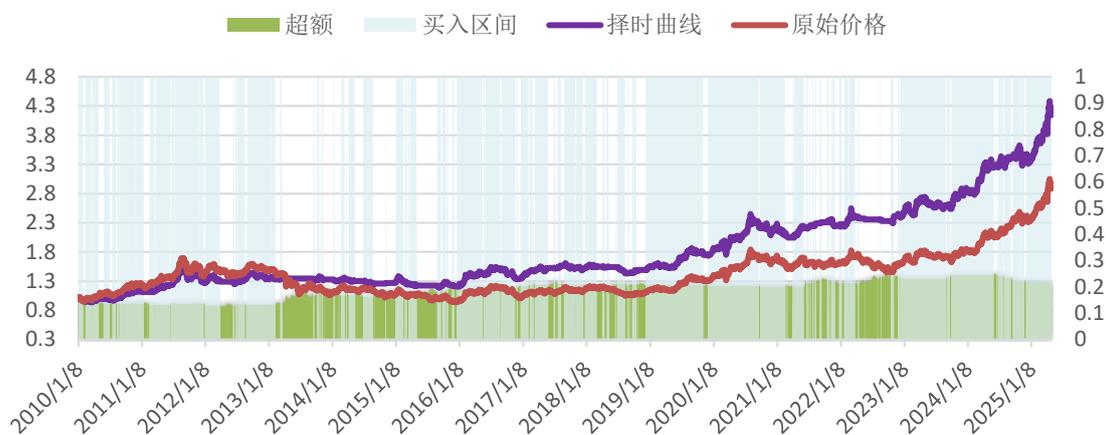
图表 6: 美股择时策略:



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

黄金择时策略:

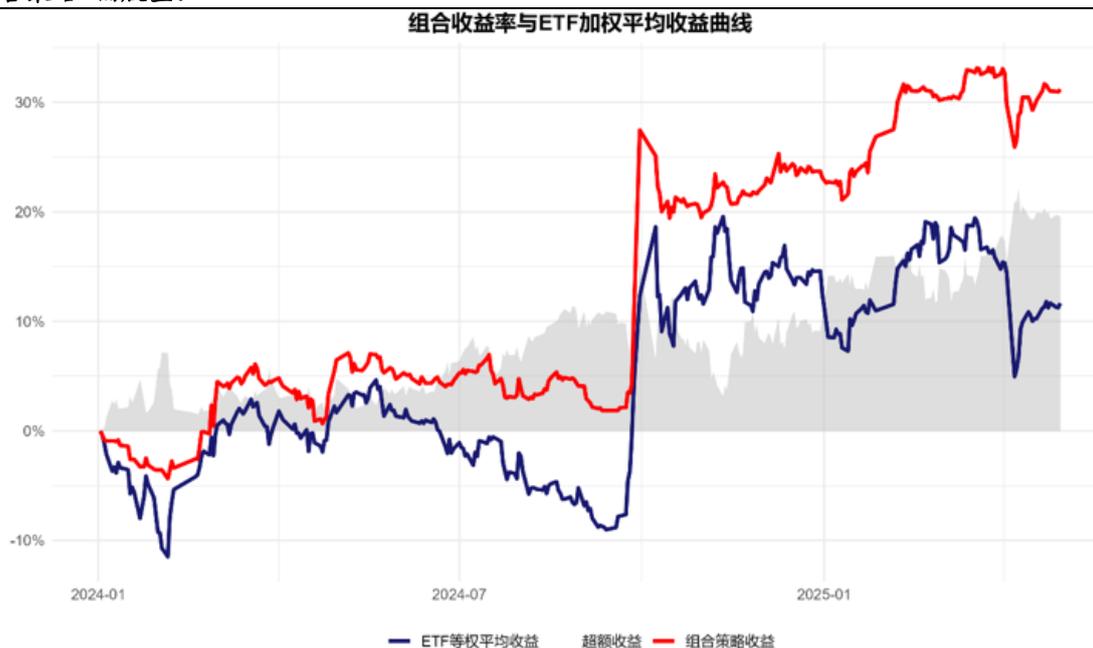
图表 7: 黄金择时策略:



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

ETF 组合策略-偏股型:

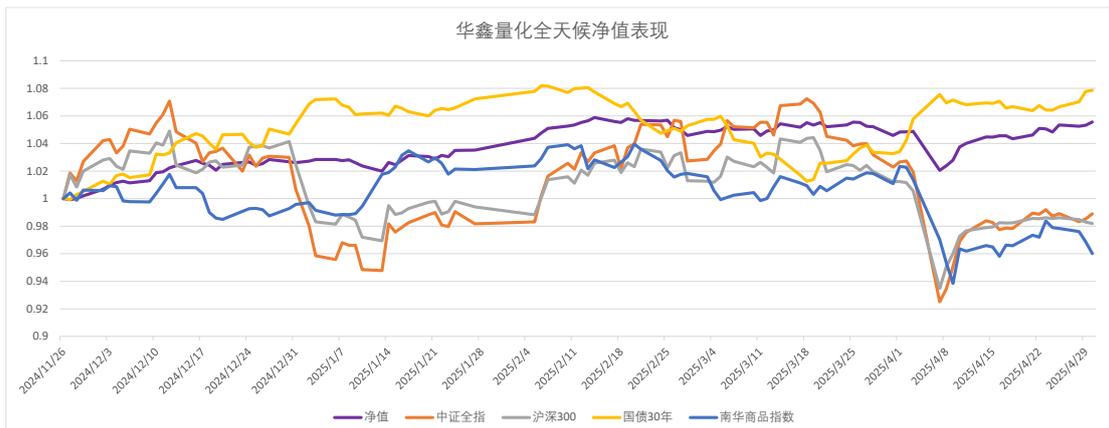
图表 8: ETF 组合策略-偏股型:



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：

|      | 投资建议  | 方向观点                         |
|------|---|------------------------------|
| A股   | 进入五月，基本面没有明显指引的情况，叠加市场波动率和成交量下滑，建议在策略配置上重回哑铃组合，一方面逢低配置长债、高股息，一方面在小盘科技股中寻找主题投资机会   | 中等仓位                         |
| 港股   | 保持年度级别的强烈推荐，关税的短期影响逐渐被定价，港股仍表现出相较A股的高弹性。持仓AI、创新药、消费、银行  | 中等仓位                         |
| 美股   | 美股仓位信号本周暂时延续看多，受益于零售资金回流，以及美股科技股财报表现支撑。美元兑亚洲货币本周明显贬值，6月FOMC前做空美元资产的交易或会延续，回补缺口后可考虑止盈。美股要从反弹转为反转，仍需要切实解决关税和衰退担忧，甚至需要叠加降息，而这些都非一时之功 | 降低为中等仓位                      |
| 日股   | 5月至6月，日美关税协议的进程或成为市场核心关注点。本周日美关税谈判未达成有效结果，市场预期日本可能通过继续抛售美债方式增加谈判筹码。日元已进入有效升值趋势，也需观察对风险资产影响。在非美资产中保持对日股的半仓建议                       | 中等仓位                         |
| A股策略 | 市场波动率和交易量下降，配置重于交易，高股息现金流和小盘科技主题股的哑铃配置  | 哑铃配置                         |
| 黄金   | 黄金短期进入超卖。长期作为全球主权货币超发的对冲，在组合内保持一定配置比例。  | 短期超卖，持有                      |
| 小微盘  | 五月风格建议配置小盘  | 小盘科技股                        |
| 红利成长 | 五月风格建议配置红利低波  | 低位红利股                        |
| 行业选择 | 小盘科技主题催化较多，关注AI、华为链、机器人、低空经济；中期逢低配置半导体、创新药、电池储能   | 银行、电力、创新药、机器人、半导体材料设备、军工低空经济 |

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 股市场整体表现分化，部分指数出现调整。资金加速流入科技（如 PEEK 材料、AI 算力）和消费类中小盘股。上证综指下跌 0.49%，创业板指上涨 0.04%，小盘股表现相对较好，中证 2000 上涨 0.84%。银行股因避险情绪降温出现回调，而地产链受政策预期分化影响表现疲弱。本周港股市场整体上涨，恒生指数上涨 2.38%，恒生科技指数大幅上涨 5.24%。主要推动力为 AI 技术重估，美股市场本周大幅上涨，道琼斯工业指数上涨 3.00%，标普 500 指数上涨 2.92%，纳斯达克指数上涨 3.42%。贸易局势缓和，科技巨头财报超预期，经济韧性支撑三大指数均创连涨纪录。债券：债市本周表现平稳，中债 - 国债总财富（总值）指数上涨 0.32%。汇率：本周汇率市场美元指数呈现震荡上行走势，上涨 0.46%。商品：本周黄金价格出现回调，技术面超买修正，且美股走强，伦敦金现下跌 2.35%，伦敦银现下跌 3.27%，Comex 铜下跌 2.94%，ICE 布油下跌 6.61%。

### 美股：波段交易机会注意止盈

【美元流动性量来看 - 上周主要由 TGA 账户收税带来的回落】

【美元真实流动性】（负债表-tgd-onrrp）：本周 6.06 万亿→5.88 万亿，边际下降。其中美联扩表本周缩表 176.53 亿美元（上周缩表 1.83 亿美元）；TGA 账户变动 1014.98 亿美元（上周-626.24 亿美元），余额大幅上升；隔夜逆回购 538.61 亿美元（上周 354.21 亿美元）。

美股仓位信号本周暂时延续看多，受益于零售资金回流，以及美股科技股财报表现支撑。美元兑亚洲货币本周明显贬值，6 月 FOMC 前做空美元资产的交易或会延续，回补缺口后可考虑止盈。美股要从反弹转为反转，仍需要切实解决关税和衰退担忧，甚至需要叠加降息，而这些都非一时之功。

### 日股：建议中等仓位参与反弹

5 月至 6 月，日美关税协议的进程或成为市场核心关注点。本周日美关税谈判未达成有效结果，市场预期日本可能通过继续抛售美债方式增加谈判筹码。日元已进入有效升值趋势，也需观察对风险资产影响。在非美资产中仍保持对日股的半仓建议。

【风险偏好来看 - 上周继续修复，仍在均线以下】

【金融状况】上周继续修复，但离转向 riskon 还有一段距离

金融条件指数 2 月底以来数持续位于均线下方，4 月第一周关税冲击快速下行后，极端情绪缓解。本周初震荡后，持续修复上升；后续预计继续修复，但力度边际放缓。。

## 2.2、A股择时观点：中等仓位

受海外节中乐观情绪推动，港股、rmb 汇率都表现强势，参考富时 A50 节后 A 股大概率顺势补涨一个点左右涨幅。但目前中美双方还未就关税进行正式谈判，市场在抢跑关税缓和情绪交易，向上空间比较有限；政策方面，四月公布经济数据表现较好的弱复苏背景下，四月政治局会议也没有特别超预期的政策出现；但估值目前处于低位，股债性价比来看沪深 300 已回到 1-2 倍标准差较为低估的区间；资金面来看，公募维持高仓位，两融资金前期去杠杆比较充分，政策资金通过 etf 托底；预计短期行情震荡修复为主，结构上建议向科技自主可控（半导体、AI 算力、军工）、内需刺激（消费、医药）、大金融，五月哑铃配置为主。

北向交易型资金本周无明显异动，周中随着港币触及强方保证，出现一定程度空头平仓。如果有进一步快速上行可以考虑逢高止盈。政治局会议托底政策稳定市场信心，波动率相对较低情况下，减少交易，更多偏向配置思路。

外资流出意愿：近期大幅回落，本周持续小幅下降，主要是由于中国主权信用 CDS 上调所造成。

融资余额本周企稳，净买入占比小幅回升情绪修复，相对利好小盘股。

公募仓位本周持续震荡略有下降，整体维持偏高位，对后续行情乐观。

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传媒、家电、银行、电新、医药、计算机，近一个月来看机械、电新、化工、纺织、轻工；

## 2.3、港股择时观点：中等

【港股市场观点】本周港股市场最新数据延续看空，市场交投情绪低迷，PCR 冲高回落，卖空成交占比 14.04%处于阶段性高位，南向资金净买入明显放缓。港股大盘互联网、消费及医疗相对较强。

【情绪面】港股本周市场情绪延续看空，衍生品市场看 PCR 高位回落转为看空，卖空成交占比边际下行但依旧处于 14.04%的阶段性高位。

【资金面】南向资金买入延续放缓，本周三个交易日累计买入 11.85 亿元。本周买入前 10 大个股分别为美团、汇丰控股、科伦博泰生物、老铺黄金、云顶新耀、三生制药、吉利汽车、零跑汽车、巨子生物、理想汽车。腾讯、中国海洋石油、阿里巴巴、建设银行、小鹏汽车、比亚迪股份、中国银行、工商银行抛售规模较大。边际增持方向依旧集中在医药板块，高股息净卖出较多。

【基本面】2025 年 3 月，OECD 最新数据录得 100.36，高于前值 100.14，国内经济基

本面连续回暖，利好港股分子端。

#### 【港股选股组合跟踪】

港股金股绝对收益快速走阔至 27.03%，相较恒生指数超额 16.27%。

组合最新持仓：中广核矿业、中国人寿、邮储银行、腾讯控股、李宁、和黄医药、比亚迪股份、心动公司。

港股定量优选 30 自 11 月初至今绝对收益 14.14%，相较港股高股息指数超额 10.43%。

## 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。

进入五月，基本面没有明显指引的情况，叠加市场波动率和成交量下滑，建议在策略配置上重回哑铃组合，一方面逢低配置长债、高股息，一方面在小盘科技股中寻找主题投资机会。

#### 红利择时观点：

五月风格打分中红利相对高景气成长占优。当前仅社融同比增速稳步走高支撑成长风格表现，期限利差快速收窄、CPI&PPI 双双延续负增、外资流出倾向悲观、10Y 美债利率高位震荡均压制成长风格表现。在红利股中推荐银行、电力公用事业、公路。

#### 小微盘择时观点：

五月市值风格转为小盘占优。短端市场利率快速下行利于小盘表现，RSI 信号也显示小盘当前更为强势。注意中证 2000 交易拥挤风险。

### 行业选择观点：

银行、电力、创新药、机器人、半导体材料设备、军工低空经济。

## 2.5、商品策略择时观点：

### 【黄金短期超卖，中长期上行趋势不变】

市场从 4 月的定价逻辑是“未来高通胀+未来低增长+美国政策混乱”，因此资金从风险资产向避险资产转移；又因为美国目前的政策混乱（市场预期美国的政策混乱对美国的经济不利），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。

但短期关税进入拉扯，交易谈判预期阶段，短期避险交易完毕；且技术面来看月线 RSI 超买力度高于 2008/2020 年，spdr 黄金 etf 单日-13 亿获利流出也有所压制。

黄金的中期逻辑没有发生任何变化配置价值一直在，建议回调继续做多。全球主权货币超发，美国货币债务化加中美博弈，通胀风险不可避免。美元武器化、逆全球化、地缘政治紧张，全球央行储备多元化空间广阔，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 31.19%，相对沪深 300 超额 19.85%，相对 ETF 等权超额 19.53%

当前持仓：黄金 ETF、食品饮料 ETF、医疗 ETF、豆粕 ETF、芯片龙头 ETF、标普生物科技 ETF、传媒 ETF、半导体 ETF。

### ETF 组合策略-偏债型-量化全天候：

四月最后一周单周涨幅 0.22%，累积收益 5.56%，最大回撤 3.26%。

#### 四月子策略表现回顾

权益部分，四月风格配置模型主仓位在红利高股息，整体明显跑赢市场。市值配置模型保持平衡，持有大盘股较多，小盘股在反弹后换仓至弹性更高的机器人、半导体等科技板块。

行业选择模型主要集中在大消费、科技、减仓有色金属。前期大消费板块提供了一定的下跌缓冲，机器人涨 3.13%，半导体 ETF 涨 2.87%，港股创新药 ETF 涨 7.03%，家电 ETF 涨 0.98%，沪深 300ETF 涨 0.57%。4 月 7 日大幅下杀后增买部分获利较多。

债券部分，利率择时模型在 4 月中开始转多，久期模型拉长，我们在 4 月中不断将短久期国债 ETF 转为 30 年长债 ETF，这一操作盈利额贡献较多，30 年国债涨 1.18%，十年国债涨 0.83%，5 年地方债涨 0.49%。

商品部分，四月持仓在黄金和白银，黄金本月大幅上涨，4 月整体涨幅达 6.55%，持仓平均整体收益为 3.69%。贵金属仓位跟踪模型提示 4 月 23 日清仓白银，之后清仓黄金。五月后再等待机会。

QDII 部分，4 月宽幅震荡，策略主要交易美股。美股择时和资金流向提示机会主要在创新药板块，我们两次抄底了美股医药股标普生物科技 ETF，均获利止盈。纳斯达克 ETF 持仓总体涨 2.24%，标普生物科技总体涨 2.25%。

五月风格选择哑铃配置，红利低波+小盘科技股。关税博弈在第一阶段恐慌和第二阶段缓和后，进入第三阶段博弈期，国内政策没有明显倾向前控制仓位，关注长债、QDII、主题投资机会。

## 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。