

# 寻找中国的 HALO 资产

## ——把握 AI 时代中国的 HALO 资产配置机遇

### 证券分析师

薛威  
S0820526030001  
021-32229888-25535  
xuewei@ajzq.com

### 联系人

朱振浩  
S0820125020001  
021-32229888-25515  
zhuzhenhao@ajzq.com

### 投资要点:

- **前言:** 2026年2-3月, HALO 资产获得投资者追捧, 全球掀起了 HALO 资产热。
- **聚焦 HALO:** AI 引发 HALO 热, 地缘助推 HALO 热, 继续看好 HALO 资产。

HALO 是 "Heavy Assets, Low Obsolescence" 的缩写, 即 "重资产、低淘汰"。HALO 概念的兴起, 是 AI 技术革命在资本市场中引发的深刻投资逻辑迁移——当 "轻资产、高增长" 类科技企业的吸引力下降时, 具有高壁垒有形资本、难以被人工智能替代的传统重资产企业, 重新获得全球投资者的广泛关注。

与过往多年 "轻资产、高增长" 资产受欢迎的格局迥异, HALO 资产成为市场关注焦点, 其原因有三: 第一, 美国科技巨头资本开支增速放缓, 投资者降低关注; 第二, AI 在技术突飞后应用爆发, 各行各业面临前所未有的变革, 一些 "轻资产、高增长" 行业甚至会被 AI 颠覆或替代, 这给相关行业带来了焦虑, 投资者对相关行业的关注度进一步降低; 第三, AI 产业发展对电力、能源需求猛增, 海外面临基础能源层制约, 未来加大能源层建设是大势所趋, HALO 资产受益于此。在上述背景下, HALO 资产热风靡全球。

宏观地缘方面, 美以伊争端的升温不仅刺激了油价上涨, 也间接推升了 HALO 资产的局部热度。由于伊朗地缘局势受美、以、伊等多方牵制, 预测难度极大, 不确定性极强, 经过情景分析, 三种情景中有两种情景 (80% 概率) 会使 HALO 资产受益。

**AI 技术革新及其对各行业影响日益加深的趋势正在加强, 宏观地缘方面美以伊局势愈演愈烈给能源和工业品带来了通胀压力, 在这样的背景下, HALO 资产值得继续看好。**

- **寻找中国的 HALO 资产: 中国存量优势显著, 量化构建 HALO 组合。** 与美国相比, 中国 HALO 资产在体制支持、资产质量和设备更新方面具有独特优势, 加上高壁垒的加持, 中国 HALO 资产拥有显著的存量优势, 其配置价值高于美国同类资产。本文尝试用多维度筛选的思路来寻找中国的 HALO 资产组合: 我们利用 "三门槛筛选+三指标排序" 的量化方法, 来构建 "爱建 HALO22" 模拟组合, 并通过回测 "爱建 HALO22" 模拟组合, 发现该组合年初以来具有显著超额收益, 验证了上述构建方法论的有效性。另外, 我们建议密切跟踪近期发布的 2025 年年报, 依据最新的资产重度、资产周转率和资本开支/折旧比数据, 对组合进行定期审视和调整。
- **投资建议: 把握中国的 HALO 资产配置机遇。** HALO 资产热具有基本面支撑, 对照互联网革新周期, 当下可对标 1999-2000 年的生态位角逐阶段。在 AI 革新趋势加强和地缘演化的背景下, HALO 资产值得继续看好。中国 HALO 资产具有体制支持强、资产质量高、设备配置新等优势, A 股 HALO 资产弹性突出, 后续向上空间值得期待, 建议投资者在 A 股组合中超配 HALO 资产。我们构建的 "爱建 HALO22" 模拟组合是经过严格量化筛选的中国 HALO 资产精华, 投资者可将组合内 22 只标的作为核心持仓参考, 重点关注资产重度和利用率高、设备先进度好的标的。
- **风险提示:** 全球经济整体转弱, 地缘问题变动引发油价巨震, 经贸摩擦加剧引发供应链紊乱。

# 目录

<b>1. 聚焦 HALO：AI 革新引发 HALO 资产热</b> .....	<b>4</b>
1.1 HALO 资产概念：HA（重资产）& LO（低淘汰）.....	4
1.2 HALO 资产热的背后：AI 技术飞跃，三条逻辑共振.....	5
1.3 历史比对：对照互联网周期，HALO 资产热还将延续.....	9
<b>2. 宏观地缘：伊朗局势前景难测，扰动难改 HALO 资产热</b> .....	<b>10</b>
2.1 美以伊争端：全球聚焦霍尔木兹海峡，油价高企时长难测.....	10
2.2 美以伊争端影响：三种演化情景，HALO 资产受益前两种.....	11
<b>3. 国内特点：模式切合资产质优，存量优势显著</b> .....	<b>13</b>
3.1 经济模式对比：中美 HALO 资产属性差异的根源.....	13
3.2 中国 HALO 资产的特点：存量优势明显，杠杆低设备新.....	15
3.3 中国 HALO 资产梳理分类：上游稳基础，中游供承载.....	16
3.4 中国 HALO 资产市场表现：A 股弹性显著，配置价值突出.....	17
<b>4. 组合测评：三指标强筛选，警惕局部风险</b> .....	<b>18</b>
4.1 A 股 HALO 资产估值现状：短期分位分化，长期分位偏低.....	18
4.2 组合构建方法论：三门槛筛选与三指标排序.....	20
4.3 爱建 HALO22 模拟组合的构建：量化打分定排序.....	21
4.4 组合回测结果：超额显著，弹性突出.....	22
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图表 1: Josh Brown 列举的四个典型美国 HALO 资产代表 .....	5
图表 2: HALO 资产在美国获追捧的背后逻辑链 .....	5
图表 3: 美国科技巨头资本开支/经营活动现金流净额比重 .....	6
图表 4: 美国科技巨头自由现金流水平显著回落 (单位: 亿美元) .....	6
图表 5: 美国科技巨头资本开支增速有所回落 (单位: 亿美元) .....	6
图表 6: 美国科技 mag7 与其他 493 指数 PE 估值走势 .....	6
图表 7: Josh Brown 列举的四个典型美国 HALO 资产代表 .....	7
图表 8: Anthropic 发布的人类技能 AI 替代率报告 .....	8
图表 9: 英伟达 CEO 黄仁勋提出 AI 产业“金字塔”层级 .....	8
图表 10: AI 与互联网技术周期对照, 当下处于生态位角逐阶段 .....	9
图表 11: 科技资产情绪热度对照, 当下处于 2000 年中 .....	10
图表 12: 2000 年 HALO 资产持续跑赢 .....	10
图表 13: 美以伊争端导致油价高企的逻辑链 .....	11
图表 14: 3 月布伦特原油最高飙升至 110 美元/桶以上 .....	11
图表 15: 油价对美国通胀预期影响通常滞后一到两个月 .....	12
图表 16: 美以伊争端爆发后, 能源与 HALO 资产表现分化 .....	13
图表 17: 年初以来能源行业领涨美股 (截至 3 月 23 日) .....	13
图表 18: 美以伊争端未来三类情景演化下, HALO 资产所受影响 .....	13
图表 19: 中美 HALO 资产属性差异一览 .....	13
图表 20: 美国发展模式带来 HALO 资产特征 .....	14
图表 21: 中美 HALO 资产分行业 FCF 占总资产比重对比 (2024 年报数据) .....	14
图表 22: 中国 HALO 资产低负债优势明显 (2024 年报数据) .....	15
图表 23: 中国制造业投资高峰晚于美国几十年 .....	15
图表 24: 基础 HALO 资产与承载 HALO 资产一览 .....	16
图表 25: 美港 A 综合指数与各自 HALO 资产模拟指数走势对比 (截至 3 月 23 日) .....	17
图表 26: A 股 HALO 资产分行业绝对估值与历史估值分位 (数据截至 3 月 23 日) .....	18
图表 27: 年初以来万得 HALO 指数有明显超额 (截至 3 月 23 日) .....	20
图表 28: HALO 资产标的筛选的三门槛 .....	20
图表 29: 爱建 HALO22 模拟组合成分标的 (总市值数据截至 3 月 23 日) .....	21
图表 30: 爱建 HALO22 指数回测超额显著 (截至 3 月 25 日) .....	22

# 1. 聚焦 HALO：AI 革新引发 HALO 资产热

## 1.1 HALO 资产概念：HA（重资产）& LO（低淘汰）

2026年2月，美股经历了一次显著的风格切换——以“科技七巨头”（Magnificent 7）为代表的“轻资产、高增长”类科技股持续调整，而以能源、工业、材料和公用事业为代表的传统重资产行业则逆势走强。美国著名投资机构 Ritholtz Wealth Management 的 CEO Josh Brown 将这一现象背后的资产特征进行归纳，提炼出 HALO 资产概念。下文先从 HALO 资产的概念出发，从两个维度加以理解：HA（重资产）与 LO（低淘汰）。

### 1.1.1 HA: Heavy Assets（重资产）

**重资产的核心特征在于拥有高壁垒的有形资本存量。**具体表现为以下四个维度：

- 1、**资本重度高 (High Capital Intensity)**：企业资产负债表中固定资产和在建工程占总资产的比重较高，意味着企业的核心竞争力建立在不可轻易复制的有形资产基础上。典型行业如石油石化、电力、采矿等，固定资产占比往往达到总资产的 50% 左右甚至更高。
- 2、**折旧周期长 (High Asset Longevity)**：重资产企业的设备、设施折旧周期往往长达数十年，这种长折旧周期一方面体现了资产功能的耐久性，另一方面意味着企业一旦完成产能布局，便具备存量优势和显性壁垒。
- 3、**准入门槛高 (High Entry Barriers)**：重资产行业往往呈现出显著的规模经济特征，后来者面临高昂的初始投资成本，且往往还需获得政府许可、符合环保要求、建立复杂供应链关系，这使得行业准入壁垒极高。
- 4、**资产周转率高 (High Asset Turnover)**：优质重资产企业能够充分利用其产能，维持较高的资产周转率，从而实现较强的现金流生成能力，为分红和再投资提供稳定基础。

### 1.1.2 LO: Low Obsolescence（低淘汰）

**低淘汰是 HALO 资产的另一个核心属性，其本质是对 AI 技术应用替代能力的免疫性。** Josh Brown 提出了一个简洁有效的“试金石”测试：“Can an LLM replicate what this company makes or sells, or can it not?” 即：大语言模型（LLM）能否复制这家公司所生产或销售的东西？若答案为否，则该企业便具备“低淘汰”属性。

低淘汰资产所具有的特征具体表现为以下三个方面：

- 1、**技术迭代缓慢**：所在行业的核心技术变革速度较慢，不存在被新技术一夜颠覆的风险。举例来说，炼油、采矿、电网运营等行业的核心技术数十年来相对稳定。
- 2、**经济功能难被 AI 所替代甚至受益于 AI 发展**：物理世界的生产活动——挖矿、炼油、发电、运输等——无法被 AI 替代，相反，AI 产业的高速发展还需要大量能源、原材料和基础设施来支撑，使得相关资产直接受益。
- 3、**稳定的经营回报**：低淘汰资产通常具有稳定盈利模式和充裕现金流，支撑持续分红，为投资者提供持续稳定回报。

图表 1: Josh Brown 列举的四个典型美国 HALO 资产代表

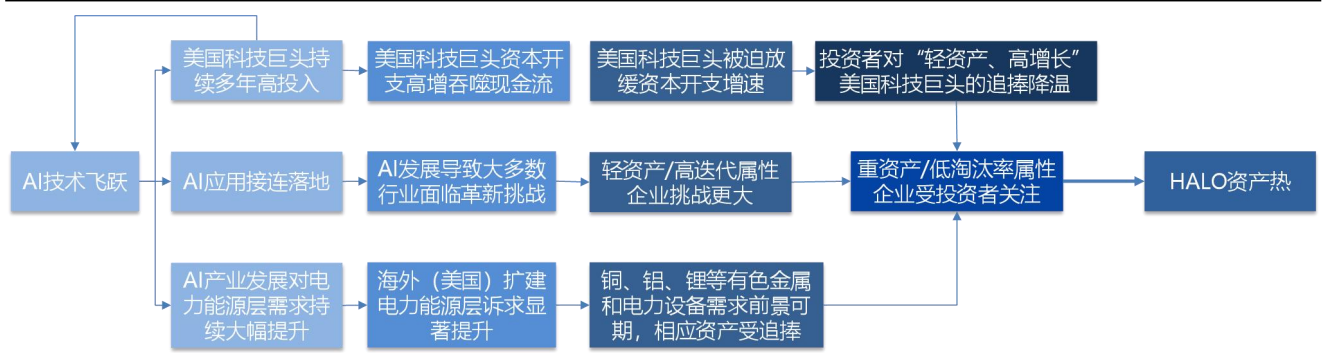
英文名	中文名	行业地位	共同点
ExxonMobil	埃克森美孚	全球最大的能源公司之一	拥有大量不可被数字化复制的有形资产，在各自领域中均为不可或缺的物理基础设施提供者
McDonald's	麦当劳	全球最大的快餐连锁企业	
Caterpillar	卡特彼勒	全球工程机械龙头	
Waste Management	废弃物管理	美国最大的垃圾处理公司	

资料来源：爱建证券研究所

## 1.2 HALO 资产热的背后：AI 技术飞跃，三条逻辑共振

HALO 资产的兴起并非孤立事件，其背后是 AI 技术深度渗透后引发了三条相互共振的投资逻辑链条。理解这三条逻辑，是把握 HALO 资产持续性的关键。

图表 2: HALO 资产在美国获追捧的背后逻辑链



资料来源：爱建证券研究所

### 1.2.1 逻辑一：科技巨头资本开支增速放缓，投资者热情降温

美国科技巨头高投入多年，但受自由现金流回落约束，资本开支被迫降速，投资者对科技巨头的追捧降温。美国科技巨头具有典型的“轻资产、高增长”属性，伴随投资者热情降温，近期估值下行显著。投资者将目光投向增长不那么快但稳健性高的资产，HALO 资产开始获得关注。

美国科技巨头是推动 AI 技术革命的核心力量，也是近年来吸引全球资金最典型的“轻资产、高增长”类资产代表。然而，持续多年的高资本开支正在侵蚀科技巨头现金流，这一矛盾在 2025-2026 年日益突出。

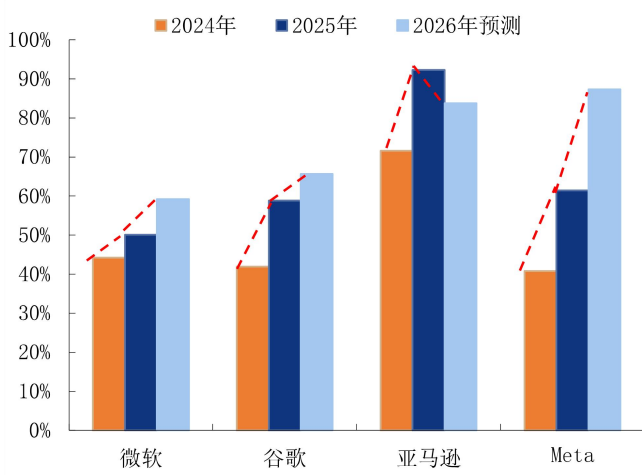
以微软、谷歌、亚马逊、Meta 为例，四大科技巨头资本开支占经营活动现金流净额比重持续攀升，并在 2025 年达到高位，部分公司甚至超过 90%，按各自公布的资本开支计划推算，2026 年三大科技巨头资本开支占经营活动现金流净额比重预计将出现回落，Meta 则是依靠外部融资来维持。

四大科技巨头自由现金流总和在 2025 年已出现显著回落。受制于现金流压力，Meta 和甲骨文等科技公司甚至被迫进行大额发债融资，以维持资本开支计划。2026 年，

科技巨头整体资本开支增速预计从2025年的79%放缓至68%，这是科技巨头资本开支增长三年来首次出现明显减速。

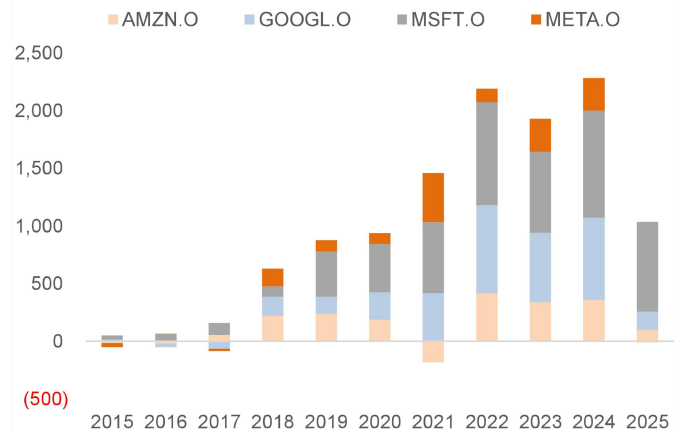
AI应用规模化落地最终将给科技巨头带来巨额营收，形成资本开支与现金流同步上升的正向反馈，但这一过程需要时间。在此之前，投资者对科技巨头的追捧出现阶段性降温，投资者开始关注增长性不那么强但稳健性更高的HALO资产。这一逻辑构成了HALO资产兴起的重要背景。

图表3：美国科技巨头资本开支/经营活动现金流净额比重



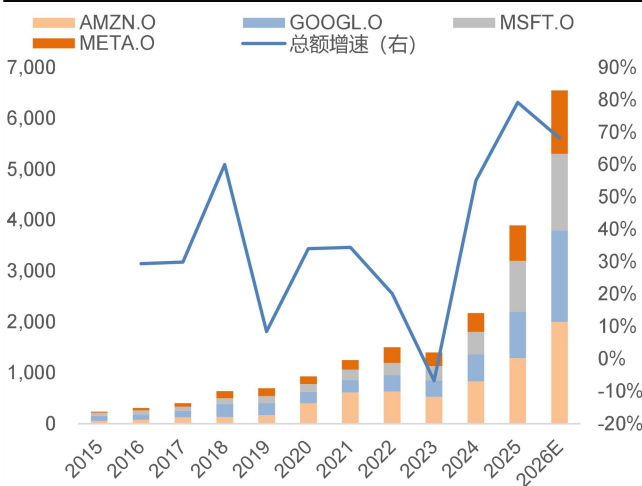
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表4：美国科技巨头自由现金流水平显著回落（单位：亿美元）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表5：美国科技巨头资本开支增速有所回落（单位：亿美元）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表6：美国科技 mag7 与其他 493 指数 PE 估值走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

### 1.2.2 逻辑二：AI应用接连落地，“轻资产、高迭代”行业承压

2026年AI应用接连落地，由于AI对智能类岗位替代性强，加上智能类岗位集中于高

人力成本的“轻资产、高迭代”类行业，所以这一类行业对 AI 替代的焦虑感尤其显著。作为硬币的另一面，HALO 资产得到投资者重视。

2026 年初，AI 应用出现了前所未有的爆发式增长。ChatGPT 月活用户突破 9 亿，豆包成为国民级 AI 助手，Perplexity 对谷歌搜索霸主地位构成挑战，Kimi 在专业调研领域广泛应用。AI 应用渗透率快速提升，正对大量“轻资产、高迭代”行业形成系统性影响。

**图表 7: Josh Brown 列举的四个典型美国 HALO 资产代表**

项目/产品名称	开发个人/所属公司	产品特点
OpenClaw	Peter Steinberger (奥地利个人)	AI Agent (智能体) 执行框架, 多 Agent 协同调度
ChatGPT	OpenAI (美国公司)	月活用户 (MAU) 突破 9 亿, 已成为全球普遍应用的代表产品
Grok (xAI)	SpaceX (美国公司)	与 X 平台实时打通数据, 获取全球时政、即时动态能力强
Perplexity	Perplexity AI, Inc. (美国公司)	搜索能力强, 对 Google 搜索的霸主地位构成挑战
Kling AI (可灵)	快手 (中国公司)	视频生成能力强
豆包 (海外版: Dola)	字节跳动 (中国公司)	语义理解能力极强, 成为国民级 AI 助手
Kimi	月之暗面 (中国公司)	长文档处理能力强, 擅长专业调研领域
通义千问	阿里 (中国公司)	阿里应用生态 (钉钉、电商、闪购、支付宝) 的深度整合

资料来源: 爱建证券研究所

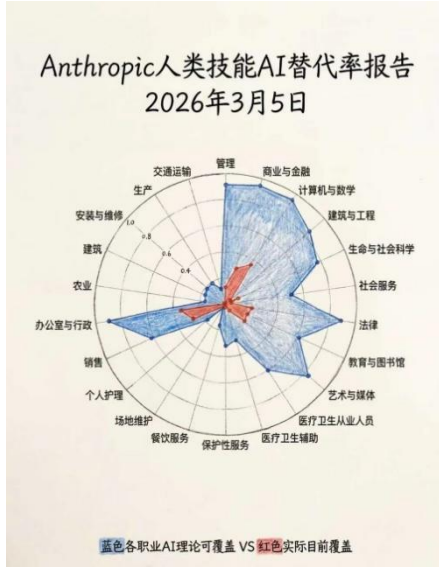
根据 Anthropic 于 2026 年 3 月 5 日发布的人类技能 AI 替代率报告, IT、金融、法律、管理、媒体、行政等岗位的 AI 替代率预期最高, 而从事这些岗位的人员正是“轻资产、高迭代”类行业的核心从业者群体。

软件服务、咨询、媒体、金融科技等行业面临 AI 替代冲击, 这些行业的固定资产占比偏低, 且迭代迅速, 正是与 HALO 资产属性截然相反的“轻资产、高迭代”类领域, 投资者开始关注度也出现下降。

物理世界的生产活动——挖矿、炼油、发电、建造、运输——本质上不可被 AI 替代, 相关企业的核心价值建立在有形资本上, 形成与 AI 替代逻辑的天然隔离, HALO 资产因此成为 AI 时代投资者关注的“避风港”和“价值锚点”。

这一逻辑不仅从“防御”角度 (AI 替代免疫) 支撑了 HALO 资产, 更从“进攻”角度 (AI 基础设施受益) 赋予了能源、有色、电力设备等 HALO 属性行业新的增长逻辑。

图表 8: Anthropic 发布的人类技能 AI 替代率报告



资料来源: Anthropic, 爱建证券研究所

图表 9: 英伟达 CEO 黄仁勋提出 AI 产业“金字塔”层级



资料来源: 英伟达, NanoBanana, 爱建证券研究所

### 1.2.3 逻辑三: 海外面临供给缺口, AI 产业拉动能源底座需求

随着 AI 对电力能源需求持续高增, 美国能源底座基础不牢的问题开始暴露, 美国开始提速建设能源底座, 由于能源底座对应资产都属于典型 HALO 资产, 所以 HALO 资产热度进一步提升。

AI 产业高速发展对电力和能源基础设施提出了前所未有的需求。黄仁勋提出的 AI 产业“金字塔”层级清晰地描绘了这一结构: 顶层是 AI 应用产品, 依次向下是大模型/核心算法层、基础设施层 (数据中心、服务器)、芯片层 (AI 核心算力), 最底层则是能源层 (为 AI 提供动力)。

从 ChatGPT 出世至今, 美国数据中心用电量持续高增, 根据国际能源署 (IEA) 在 2025 年的预测, 从 2021 年 (没有 ChatGPT 的最后一个全年) 到 2030 年, 美国数据中心的用电量预计将增加两倍以上。算力的高速扩张已使美国居民电价在 2024 年后持续攀升, 且涨幅明显脱离整体通胀走势, 显示出电力供给趋紧。

美国电网老化程度严重, 输电网络建设严重滞后于数据中心扩张需求。而输电线路建设的审批周期往往长达数年, 这使美国短期内无法通过快速扩建电网来解决能源瓶颈问题; 另外, 煤电退出过快也给基础电力带来了供给缺口。

特朗普政府已将能源基础设施建设列为国家战略优先事项, 对核电、天然气、煤电乃至可再生能源的扩建计划持积极支持态度。

能源、铜铝锂等有色金属、电力设备等资产正是典型的 HALO 资产, 这一政策导向为 HALO 资产提供了长期政策支撑。

**上述三条逻辑相互共振形成了合力, 推动投资者从“轻资产、高增长”类资产转向“重**

资产、低淘汰”的 HALO 资产。这一迁移不是短期情绪波动，而是具备基本面支撑的结构性切换。

### 1.3 历史比对：对照互联网周期，HALO 资产热还将延续

HALO 资产的兴起并非历史孤例，通过与 1990 年代后期互联网革命周期的对比，可以发现当下所处的 AI 周期，可对标 1999-2000 年互联网生态位角逐阶段。参照互联网革新周期 HALO 资产指数的相对表现和科技板块投资热度，可以判断 HALO 资产热还将延续一段时间。

#### 1.3.1 技术周期历史对照：当前对标 1999-2000 年浏览器大战时期

AI 革命与互联网革命在技术演进路径上存在高度的结构性相似，下文分三个阶段进行比对：

**图表 10：AI 与互联网技术周期对照，当下处于生态位角逐阶段**

阶段	AI 周期时段	互联网周期时段	特征
阶段一	2016-2017 年 AlphaGo 问世与 Transformer 架构发布	1991 年，万维网 (WWW) 出现	"核心基础设施协议" 诞生
阶段二	2022 年 ChatGPT 问世与英伟达 H100 面世	1994 年，雅虎门户与网景浏览器发布，W3C 成立	使用门槛骤降
阶段三	2026 年当下 AI 应用与大模型大战	1999-2000 年，互联网浏览器大战，IE 强行捆绑 Windows	激烈角逐生态位

资料来源：爱建证券研究所

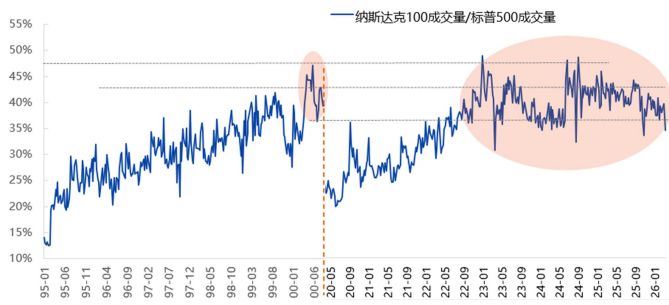
从产业周期角度看，当前 AI 大模型与应用正在快速推陈出新，可对标互联网 1999-2000 年浏览器大战时期。这意味着 AI 科技革命的高峰虽未到来，但科技资产估值情绪已越过顶点。

#### 1.3.2 HALO 资产表现历史对照：相当于互联网的 2000 年中

对标 90 年代后期互联网革新期间，可将标普材料、能源、工业、公用事业等行业综合为“互联网革新周期的 HALO 资产综合模拟指数”。

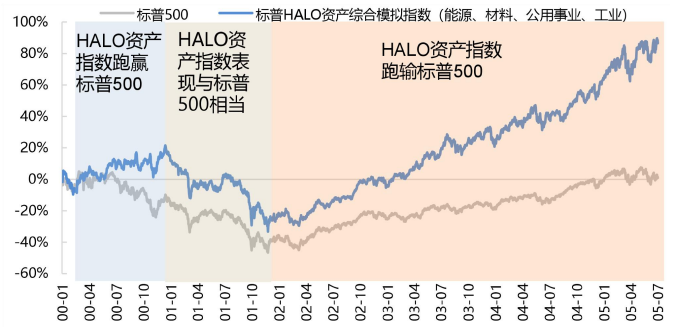
2000 年初至 2001 年，随着纳斯达克泡沫破裂，HALO 资产进入长达约一年的持续跑赢阶段，累计超额收益可观。以纳斯达克 100 成交量/标普 500 成交量为指标来测度科技资产情绪热度，可以发现当前科技热度已越过高位，与互联网 2000 年中相当。对标历史，HALO 资产的超额回报周期尚未结束，HALO 资产热预计还能延续相当一段时间。

图表 11: 科技资产情绪热度对照, 当下处于 2000 年中



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 12: 2000 年 HALO 资产持续跑赢



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

## 2. 宏观地缘: 伊朗局势前景难测, 扰动难改 HALO 资产热

### 2.1 美以伊争端: 全球聚焦霍尔木兹海峡, 油价高企时长难测

2026 年 2 月底, 美国、以色列与伊朗之间的军事冲突骤然升级, 成为影响全球能源市场和宏观经济格局的重大事件。这一争端影响了全球最重要的原油航运要道——霍尔木兹海峡的通航, 随着海峡通航阻滞时间推移, 全球能源供应链面临的困境将愈发严峻。

#### 2.1.1 争端持续升级, 国际油价新高

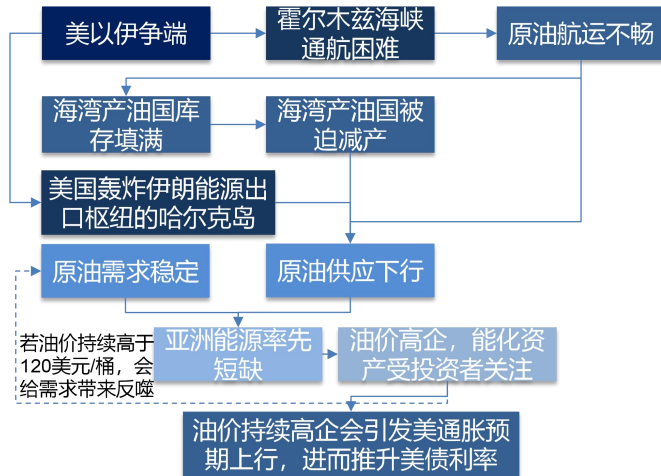
美以伊争端自爆发以来持续升温, 可以从以下路径加以理解:

**军事打击升级:** 冲突已从对炸军事基地和设施, 升级为对炼厂、油库等能源基础设施的轰炸。美国军机还对伊朗能源出口枢纽——哈尔克岛 (Kharg Island) 实施了精准打击, 该岛承担伊朗约 90% 的石油出口。

**产油国设施受损:** 波斯湾多个产油国 (包括科威特、伊拉克南部、阿联酋等) 的采油和炼厂设施在冲突波及之下屡遭破坏, 原油供给端出现实质性收缩。

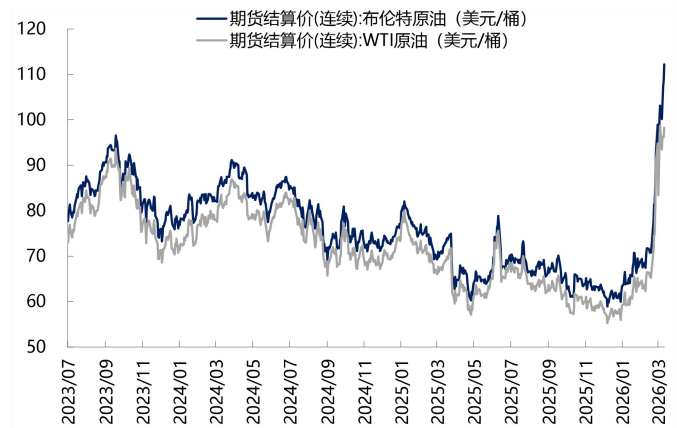
**海峡通航持续受阻:** 伊朗革命卫队控制霍尔木兹海峡咽喉地带, 导致原油航运不畅, 亚洲能源进口国率先出现能源短缺压力。布伦特原油在 3 月份一度飙升至 110 美元/桶以上, 刷新近年高点。

图表 13: 美以伊争端导致油价高企的逻辑链



资料来源: 爱建证券研究所

图表 14: 3月布伦特原油最高飙升至110美元/桶以上



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

### 2.1.2 三方诉求差异明显, 局势演化高度不确定

美以伊三方在此次争端中的诉求存在显著差异, 这是导致局势难以迅速收尾的根本原因。

**美国:** 倾向速战速决, 对时效性要求高。特朗普政府不希望油价持续高企, 避免给年内 11 月中期选举带来负面影响。考虑到伊朗具有威胁的军事设施已大多被摧毁, 美国的主要诉求已从打击军事目标转向恢复并保证霍尔木兹海峡的正常通航。

**以色列:** 对波斯湾能源依赖程度不高, 地缘利益诉求为主。以色列希望实现一个弱势化的伊朗和碎片化的阿拉伯地区, 因此对争端的进一步升级仍有诉求, 倾向于维持局势高压态势。

**伊朗:** 革命卫队掌握实权, 主要诉求为国家安全与战略自主, 希望长期控制霍尔木兹海峡作为战略筹码。伊朗政府文官发声多但实效有限, 倾向于通过外交渠道寻求妥协, 但目前革命卫队对此配合度不高。

三方诉求的内在矛盾使得局势前景存在高度不确定性, 而现实争端延续升温、特朗普和美方其他人员适时释放局势缓和信号、以方话少但多次推动局势升温、伊方坚持抵抗并否定局势缓和等多个因子频繁交替出现, 给投资者预期造成显著干扰。

## 2.2 美以伊争端影响: 三种演化情景, HALO 资产受益前两种

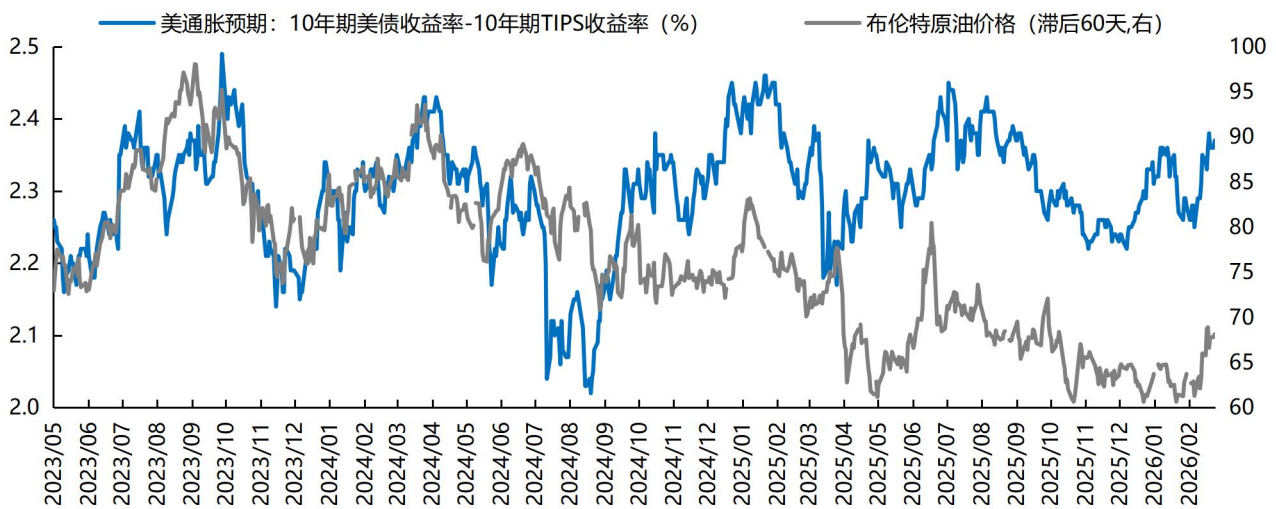
美以伊争端带来油价持续高企, 对全球宏观经济产生深刻冲击, 也给 HALO 资产表现带来了显著影响。下面我们在高油价传导机制的基础上, 对三种情景进行梳理, 并得出在乐观和中性情景 (概率合计 80%) 下, HALO 资产将受益。

### 2.2.1 高油价对美国通胀与货币政策的影响有滞后

霍尔木兹海峡航运受阻不仅影响原油贸易，还将对全球液化天然气（LNG）贸易、石化品贸易产生连锁影响；能化供应链紧张将显著推高工业品成本，对全球制造业形成压力。历史数据显示，油价变动对美国通胀预期（以10年期美债收益率减10年期TIPS收益率衡量的盈亏平衡通胀率）的影响通常存在约一到两个月的滞后。

若布伦特原油价格持续在100美元/桶以上，将在2026年二季度推升美国通胀预期上行，进而推升美债利率。而美债利率作为无风险利率锚，股市估值将因贴现率上升而承压；联储降息预期也将受到抑制，宽松周期可能被迫推迟；高负债企业的融资成本上升，轻资产、高负债的科技成长资产也将受到负面影响。

图表 15：油价对美国通胀预期影响通常滞后一到两个月



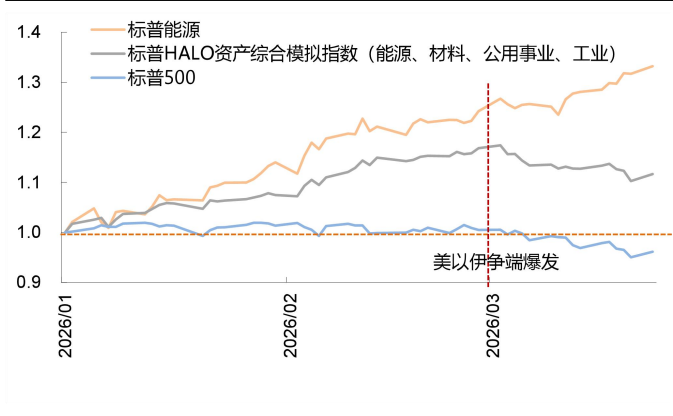
资料来源：Wind，爱建证券研究所

### 2.2.2 三种演化情景下 HALO 资产受影响的差异

油价持续高企给资本市场带来诸多影响，能源类资产持续火热，由于能源类资产属于 HALO 资产，这也使得 HALO 资产间接受益。

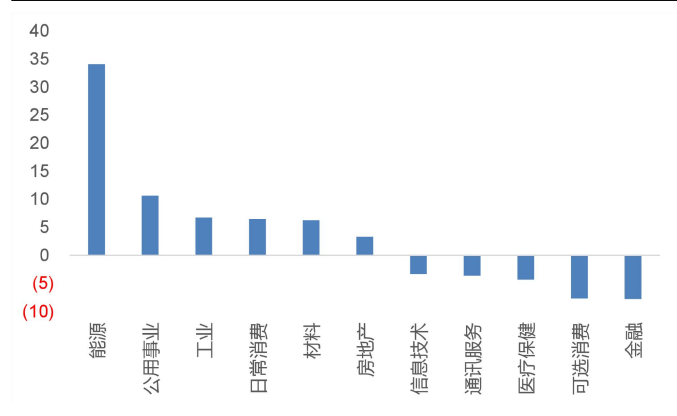
美以伊争端爆发前，能源与 HALO 资产综合模拟指数同步上行；争端爆发后，能源独涨，HALO 资产综合指数在其他行业带动下有所转弱。年初以来（截至3月23日）能源行业领涨美股，且涨幅显著高于其他行业；公用事业、工业、材料行业表现不错，在能源的带动下，HALO 资产综合模拟指数大幅跑赢大盘。

图表 16: 美以伊争端爆发后,能源与 HALO 资产表现分化



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 17: 年初以来能源行业领涨美股 (截至 3 月 23 日)



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

考虑到争端局势的高度不可测性,我们按照局势发展情况和高油价持续时长,将局势演化情景分为三类,并分析不同情景下 HALO 资产受到的影响。

图表 18: 美以伊争端未来三类情景演化下, HALO 资产所受影响

情景(概率)	核心条件	经济状态	HALO 影响
乐观情景 (30%)	4 月前局势显著缓和, 油价回归 80 美元/桶以下	全球经济逐渐恢复至年初状态	HALO 资产重回强势
中性情景 (50%)	5-7 月逐渐缓和, 油价 100 美元以上超一季	全球经济短期陷入滞胀格局	能源带动 HALO 资产表现
悲观情景 (20%)	8 月前无明显缓和, 油价持续突破 100-120 美元	全球经济下半年陷入衰退风险	HALO 资产承压

资料来源: 爱建证券研究所

综合评估看, 对应于情景一和情景二, HALO 资产有 80% 概率能获得支撑, 只有 20% 概率的情景三才会对 HALO 资产不利。这意味着, 即便中东地缘不确定性持续存在, 从概率加权角度来看, 地缘因素对 HALO 资产的整体影响仍偏正面。当前地缘扰动虽然给 HALO 资产表现带来了扰动, 但 HALO 资产热的趋势大概率还将延续。

### 3. 国内特点: 模式切合资产质优, 存量优势显著

#### 3.1 经济模式对比: 中美 HALO 资产属性差异的根源

HALO 资产在中国同样存在, 不过中国 HALO 资产与美国同业相比, 在诸多方面存在显著差异。这些差异的根源在于中美两国经济发展模式的不同。

图表 19: 中美 HALO 资产属性差异一览

对比维度	美国 HALO 资产	中国 HALO 资产
经济驱动模式	市场驱动为主, 产业规划前瞻性不足, 党派竞争导致联邦政府产业规划延续性差	政府规划引领, 投融资有财政支持, 产业规划与支持政策延续性强, 企业配合度高
基础设施状况	基建老化, 建设审批流程繁琐, 电价波动幅度大	基建发达能力强, 电价定价机制稳定, 基础设施完善

资产负债率	能源、工业、通讯等行业负债率普遍高于中国同业	各 HALO 行业负债率普遍低于美国同行
设备先进程度	制造业投资高峰期早 (新世纪到来之前), 存量设备相对老化	制造业投资高峰期晚 (近 20 年), 存量设备新
现金流质量	龙头企业马太效应显著, 现金流充裕, FCF/总资产较高	除通讯服务外, 其他领域 FCF/总资产低于美国同业

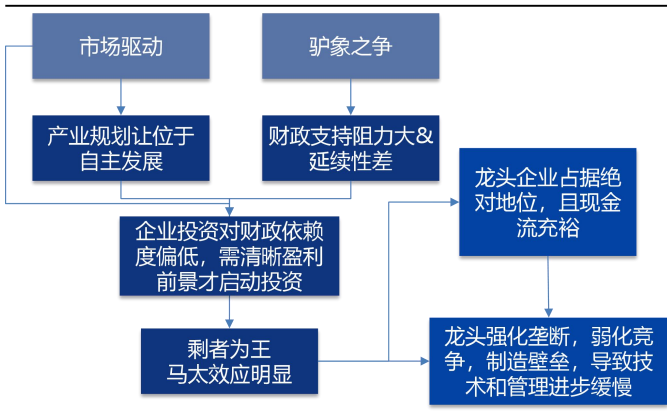
资料来源: 爱建证券研究所

### 3.1.1 美国模式: 市场驱动下的马太效应

美国的经济运行高度依赖市场机制, 政府对产业的直接干预有限, 这一模式导致 HALO 资产难以获得持续的产业更新投资和政策支持, 并引发垄断。具体如下:

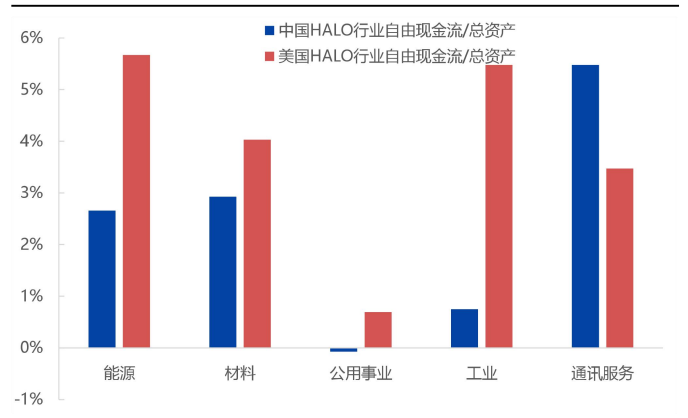
- 党派竞争导致产业政策不连贯: 共和党与民主党对能源政策、基础设施建设等关键领域的立场截然相反, 党派选举造成执政党更替往往带来政策方向急剧转变, 导致大规模基础设施投资的连贯性不足。举例来说, 拜登时期曾大力推行的绿色新政, 在特朗普上台后遭到大幅逆转。
- 企业投资高度依赖盈利前景: 美国企业在做出重大资本支出决策时, 需要有清晰可见的盈利预期支撑, 这使得很多基础设施项目因短期回报不明确而迟迟无法推进。
- 马太效应导致龙头垄断但效率停滞: 剩者为王的竞争逻辑使龙头企业获得了极强的现金流获取能力, 但也导致行业垄断强化、竞争减弱, 技术和管理进步趋于缓慢的问题。

图表 20: 美国发展模式带来 HALO 资产特征



资料来源: 爱建证券研究所

图表 21: 中美 HALO 资产分行业 FCF 占总资产比重对比 (2024 年报数据)



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

### 3.1.2 中国模式: 政府规划引领下的超大规模产能优势

中国的经济发展具有政府规划引领的鲜明特色, 这一模式在 HALO 资产领域体现出显著存量优势, 高准入门槛和强国有属性使得 HALO 资产的外部性可以很好的被经济系统承受, 发展模式别国难以复制。具体如下:

- 五年规划赋予产业支持的长期性和稳定性: 从能源结构调整到制造业升级, 中国的产业政策以五年规划为核心, 延续性很强, 为 HALO 资产的长期布局提供制度保障。
- 财政支持降低重资产领域的投资门槛: 政策性银行贷款、专项债、财政补贴等多

种财政工具的综合运用，有效降低了重资产领域的融资成本，使得大规模基础设施投资得以持续推进。

c. 超大规模产能形成全球竞争优势：中国在钢铁、铝、铜冶炼、化工、电力设备等领域建立了全球最大规模产能，显著的规模效应进一步压低了单位成本，形成难以复制的竞争护城河。

### 3.2 中国 HALO 资产的特点：存量优势明显，杠杆低设备新

**与美国相比，国内 HALO 资产不仅有明显的存量优势，还拥有更低的负债率和更新的基础设施等质量优势。**

中国基础设施建设能力全球领先，高铁、公路、电网、港口等基础设施的密度和质量均处于世界前列。在 HALO 资产相关的能源和运输领域，这一优势尤为突出。

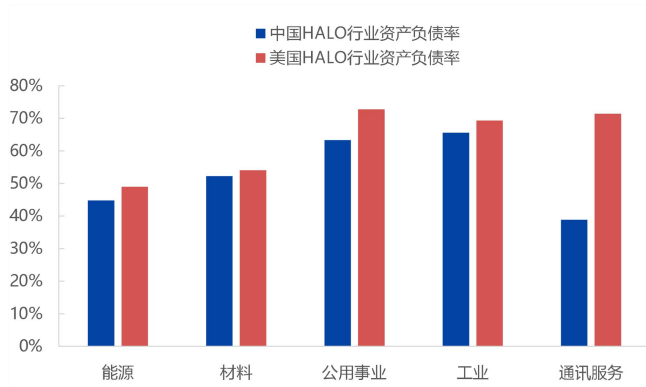
举例来说，电网建设方面，中国特高压输电网络已覆盖全国，电力的长距离、大容量输送能力远超美国，为数据中心等高耗电设施的布局提供了更大的灵活性；电价稳定性上，中国电价采用政府指导定价机制，电价波动幅度远小于美国市场，为 HALO 资产企业的成本预测和收益测算提供了更好的稳定性。

2024 年年报数据显示，在主要 HALO 行业中，中国企业整体的资产负债率均低于美国同行。较低负债率意味着中国 HALO 资产财务稳健性更强，在利率上行或经济下行周期中抗风险能力更强。

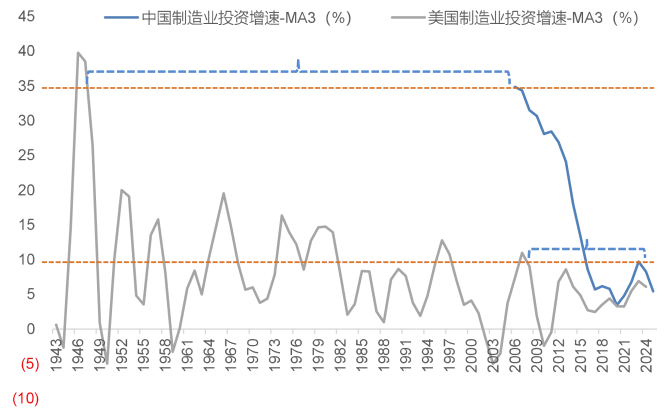
另外，中国制造业投资的高峰期晚于美国数十年——美国制造业投资高峰期出现在上世纪，且大量 HALO 行业设备建设于上世纪六七十年代，设备老化问题突出，更新改造需要大量资本开支。而中国制造业投资高峰则在近 20 年内，采用了更先进的技术标准，折旧剩余年限更长，这一时间差带来了极为关键的资产质量优势，特别在 AI 时代，物理基础设施先进程度直接影响其承接数字化转型的能力，设备更新的中国 HALO 资产在未来十至二十年内具有更强的“低淘汰”特性。

**图表 22：中国 HALO 资产低负债优势明显（2024 年报数据）**

**图表 23：中国制造业投资高峰晚于美国几十年**



资料来源：爱建证券研究所



资料来源：Wind，爱建证券研究所

### 3.3 中国 HALO 资产梳理分类：上游稳基础，中游供承载

根据 HALO 资产的定义，我们将中国 HALO 资产划分为两大类别——以上游原料为主的基础 HALO 资产和以中游制造为主的承载 HALO 资产。

图表 24：基础 HALO 资产与承载 HALO 资产一览



资料来源：NanoBanana，爱建证券研究所

**基础 HALO 资产提供能量与原材料基石，是 AI 时代的物理锚点。**主要涵盖以下六个行业：

- 石油石化**：能源命脉，在 AI 时代短中期内不可替代的基础能源来源，同时也是化工品、塑料、合成纤维等大量工业材料的上游来源。
- 煤炭**：基础动力，尽管面临能源转型压力，但在中国电力供给结构中仍占据重要地位；AI 数据中心的电力需求高速增长，短期内对煤电需求形成强支撑。
- 有色金属**：工业原料，铜（用于输配电）、铝（用于建筑和电力设备）、锂（用于储能电池）等有色金属是 AI 基础设施建设的关键原材料，稀缺性赋予了极强低淘汰属性。
- 钢铁**：工业骨架，数据中心建设、输电铁塔、风力发电机组等均需大量钢铁，且

产能集中度高，兼并整合后的龙头企业具备显著规模经济优势。

- e. **基础化工**：现代工业细胞，为材料、农业、纺织、电子等多个产业链提供核心中间体；基础化工企业通常拥有极高固定资产比例和较强规模经济。
- f. **电力及公用事业**：系统血液，是 AI 算力扩张的直接受益方；随着数据中心用电量的高速增长，电力企业的资产利用率持续提升。

**承载 HALO 资产提供实物转化能力和供应链保障，是基础 HALO 资产产能得以有效发挥的中游载体。** 主要涉及以下六个行业：

- a. **机械**：生产工具制造，数控机床、工业机器人、工程机械等制造设备的技术壁垒高，是工业生产能力的核心载体，制造门槛和技术门槛均较高。
- b. **电力设备**：动力转换，特高压输变电设备、电力控制系统、海上风电设备等连接能源生产和消费终端，是 AI 时代能源底座扩建的直接受益方。
- c. **交通运输**：供应链流动载体，铁路、航运、公路货运等是物流网络核心，拥有大量难以被 AI 替代的重资产基础设施，且网络效应强，竞争格局稳定。
- d. **国防军工**：战略安全资产，具有极强低淘汰特性——国家主权安全需求刚性决定了军工设备的持续需求，且进入壁垒极高，资产专用性强。
- e. **汽车**：终端载体，虽然面临电动化和智能化转型挑战，但整车制造仍是典型的重资产行业，大规模整车工厂的固定资产投资门槛构成了有效竞争壁垒。
- f. **建材**：基建保障，水泥、玻璃等建材是能源底座基础设施建设不可缺少的材料，产高度固化、运输半径限制竞争形成典型 HALO 特征。

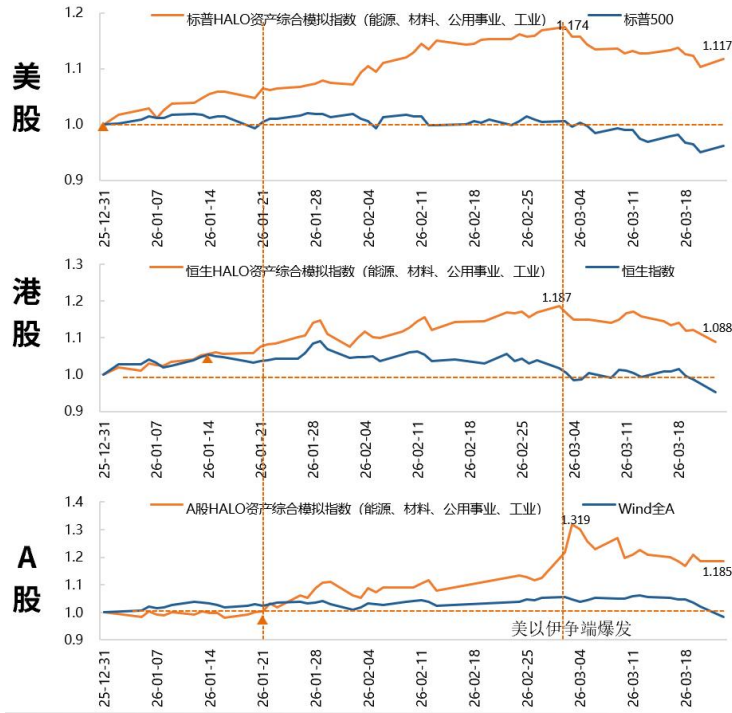
### 3.4 中国 HALO 资产市场表现：A 股弹性显著，配置价值突出

**年初以来，美股和 AH 股都呈现出 HALO 资产领涨的特征，且 A 股后来居上，且有更强的弹性，配置价值值得重点关注。**

截至 3 月 23 日，A 股 HALO 资产综合模拟指数（能源+材料+公用事业+工业）年初至今涨幅明显，相对 Wind 全 A 的超额也有 10 个百分点以上，在全球三大市场（美股、港股、A 股）中，A 股 HALO 资产的绝对涨幅居首。

美以伊争端爆发后，美股、港股与 A 股几乎同步转弱，但 A 股 HALO 资产弹性显著更大。A 股 HALO 资产在美以伊争端爆发后的回调幅度（-10.1%）高于港股（-8.3%）和美股（-4.9%），这体现出 A 股 HALO 资产更高的市场弹性。考虑到美以伊争端利空已一定程度上被 price in，A 股 HALO 资产后续的回升潜力值得重点关注。

**图表 25：美港 A 综合指数与各自 HALO 资产模拟指数走势对比（截至 3 月 23 日）**



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

## 4. 组合测评：三指标强筛选，警惕局部风险

### 4.1 A 股 HALO 资产估值现状：短期分位分化，长期分位偏低

在正式构建组合之前，有必要先对 A 股 HALO 各行业的估值现状进行梳理，以便识别当前布局的安全边际和性价比。

虽然万得 HALO 概念指数（涵盖能源与资源、基础设施与公用事业、工业制造与交通、关键设备与材料、电信网络运营等板块）年初以来超额表现明显，但各行业历史估值分位存在显著分化，安全边际存在明显差异。

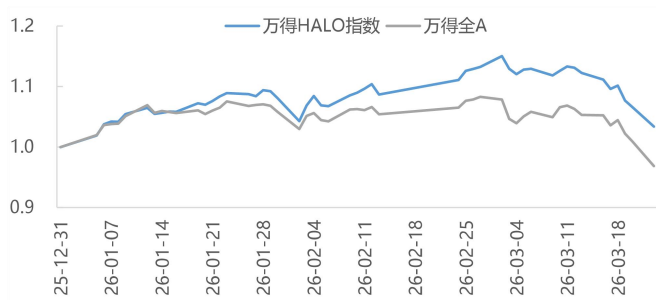
- 近十年估值分位低于 50% 的行业 (长期相对低估值):** 有色金属 (39.2%)、通信 (41.0%)、交通运输 (50.3%)，这三个行业在历史维度上仍处于相对较低的估值区间，具有较好的安全边际。
- 近一年估值分位低于 65% 的行业 (近期相对估值偏低):** 汽车 (21.2%)、钢铁 (41.4%)、电子 (56.2%)，这三个行业近期相对估值较低。

图表 26: A 股 HALO 资产分行业绝对估值与历史估值分位 (数据截至 3 月 23 日)

	PE_TTM	pre-PE	PB	近一年	近三年	近五年	近十年
石油石化(中信)	17.8	17.2	1.6	96.9	98.8	93.2	51.3
煤炭(中信)	22.3	21.2	1.9	100.0	100.0	100.0	87.9
有色金属(中信)	25.7	23.4	3.3	73.3	89.9	71.1	39.2
电力及公用事业(中信)	21.7	20.9	1.9	94.9	75.6	69.4	62.2
钢铁(中信)	54.1	43.4	1.2	41.4	78.0	86.4	77.0
基础化工(中信)	45.8	40.7	2.6	83.6	93.8	87.4	70.9
建筑(中信)	12.4	11.5	0.8	74.7	88.0	91.8	57.5
建材(中信)	40.4	34.7	1.3	68.5	88.1	92.7	74.5
轻工制造(中信)	87.4	68.3	2.2	66.1	79.0	74.8	54.3
机械(中信)	45.8	41.2	2.9	71.6	89.3	89.3	69.2
电力设备及新能源(中信)	63.8	51.5	3.5	80.1	92.5	63.8	55.6
国防军工(中信)	172.2	108.0	4.2	76.0	91.0	94.4	87.5
汽车(中信)	30.9	26.9	2.4	21.2	49.2	33.6	61.2
交通运输(中信)	18.0	16.8	1.4	92.1	97.0	89.9	50.3
电子(中信)	74.6	68.0	4.8	56.2	83.5	87.6	90.4
通信(中信)	26.6	25.6	2.4	89.4	96.0	78.2	41.0

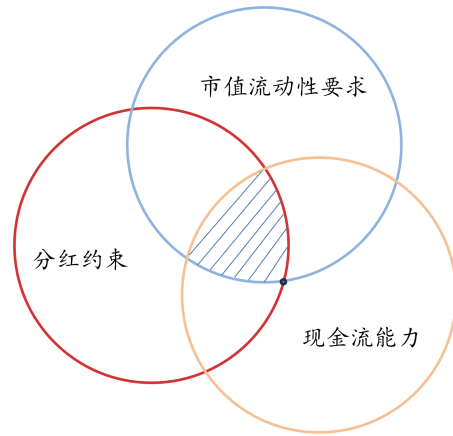
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 27：年初以来万得 HALO 指数有明显超额（截至 3 月 23 日）



资料来源：爱建证券研究所

图表 28：HALO 资产标的筛选的三门槛



资料来源：Wind，爱建证券研究所

## 4.2 组合构建方法论：三门槛筛选与三指标排序

我们提出“三门槛筛选+三指标排序”的量化方法论，用于从中国 A 股 HALO 资产标的池中系统性地筛选出综合素质最优标的，构建可投资 HALO 资产组合。

### 三门槛筛选条件

在进入排序阶段之前，所有标的需通过以下三个基础门槛的筛选：

- 市值流动性要求**：标的日均换手率 $\geq 3\%$ 、市值高于 100 亿人民币；
- 分红约束**：标的公司必须具备稳定的现金流，过去两年的分红率不得低于行业中位数；
- 现金流能力**：标的公司资产需要有稳定的“造血”能力，剔除过去三年中 FCF (自由现金流) 单年出现过负值的公司。

三个筛选门槛的设计逻辑相互呼应：市值流动性要求确保组合的可操作性，分红约束筛选出具有“低淘汰”特征的稳健经营标的，现金流能力要求则确保“重资产”的真实质量（一个重资产企业如果无法产生正向自由现金流，其资产价值将大打折扣）。三重门槛共同过滤掉了绝大部分标的，留下真正的优质标的。

### 三指标排序体系

通过三重门槛的标的，将在以下三个维度进行量化评分和排序：

- Asset Heaviness (资产重度)**：(固定资产+在建工程) / 总资产；
- Asset Turnover (资产周转率)**：衡量实物资产的经营效率；
- Capex-to-Depreciation (资本开支/折旧比)**：衡量设备先进性。

三项指标等权加总，形成综合 HALO 量化评分；评分高于 50 分的标的入选备选池，再结合行业代表性、标的独立性等定性因素进行最终筛选。

### 4.3 爱建 HALO22 模拟组合的构建：量化打分定排序

经过“三门槛筛选+三指标排序”的量化过程，并剔除行业适配性较弱的标的（包括：食品饮料 1 只——国内消费弱势环境下不符合 HALO 低淘汰逻辑）、医药 1 只——受医保控费影响，盈利稳定性存疑、轻工制造 1 只——资产偏轻，HALO 属性弱），最终精选 22 只标的，构建“爱建 HALO22”模拟组合，并按一定条件标色：资产重度  $\geq 30\%$  |  $< 10\%$ ，资产周转率  $\geq 0.4$  |  $< 0.2$ ，资本开支/折旧  $\geq 2$  |  $< 0.5$ ，展示如下表：

图表 29：爱建 HALO22 模拟组合成分标的（总市值数据截至 3 月 23 日）

证券代码	证券简称	中信一级行业	中信二级行业	HALO量化打分	资产重度	资产周转率	资本开支/折旧	总市值（亿元）
600459.SH	贵研铂业	有色金属	稀有金属	103	10.8%	1.72	2.32	157.1
301029.SZ	怡合达	机械	专用机械	87	24.4%	0.31	4.20	166.0
002978.SZ	安宁股份	有色金属	稀有金属	78	27.4%	0.11	4.01	168.6
600873.SH	梅花生物	基础化工	其他化学制品 II	77	50.4%	0.51	1.47	350.8
301291.SZ	明阳电气	电力设备及新能源	电气设备	72	8.4%	0.37	3.94	185.4
600409.SH	三友化工	基础化工	化学纤维	71	62.4%	0.37	0.88	159.2
600866.SH	星湖科技	基础化工	其他化学制品 II	68	55.5%	0.52	0.75	129.6
600256.SH	广汇能源	石油石化	石油开采 II	67	52.0%	0.28	1.25	447.4
600141.SH	兴发集团	基础化工	农用化工	65	69.2%	0.30	0.64	423.1
600489.SH	中金黄金	有色金属	贵金属	61	32.8%	0.60	1.07	1421.7
002130.SZ	沃尔核材	电子	其他电子零组件 II	60	34.6%	0.37	1.55	372.0
002056.SZ	横店东磁	电力设备及新能源	电源设备	59	27.5%	0.48	1.67	370.6
600875.SH	东方电气	电力设备及新能源	电源设备	59	5.5%	0.26	3.27	1280.8
600328.SH	中盐化工	基础化工	化学原料	59	58.6%	0.31	0.57	152.1
600096.SH	云天化	基础化工	农用化工	58	43.5%	0.49	0.58	714.1
002533.SZ	金杯电工	电力设备及新能源	电气设备	58	17.8%	0.86	1.14	106.2
002484.SZ	江海股份	电子	元器件	54	33.7%	0.34	1.19	246.7
300303.SZ	聚飞光电	电子	光学光电	53	26.3%	0.27	1.75	133.0
002478.SZ	常宝股份	钢铁	特材	53	31.7%	0.33	1.10	102.7
605589.SH	圣泉集团	基础化工	塑料及制品	52	46.8%	0.35	0.47	265.6
300390.SZ	天华新能	基础化工	其他化学制品 II	50	30.2%	0.19	1.24	435.9
688612.SH	威迈斯	电力设备及新能源	新能源动力系统	50	17.1%	0.38	1.73	126.6

资料来源：Wind，爱建证券研究所

从行业分布来看，爱建 HALO22 组合在 12 个行业之间保持了较为均衡的配置。基础化工类标的最多（梅花生物、三友化工、星湖科技、兴发集团、中盐化工、云天化、圣泉集团、天华新能），共 8 只，体现了基础化工在中国 HALO 资产中的重要性；有色金属类（贵研铂业、安宁股份、中金黄金）共 3 只，受益于 AI 基础设施建设对有色金属需求的持续提升；电力设备类（明阳电气、横店东磁、东方电气、金杯电工、威迈斯）共 5 只，直接受益于能源底座扩建逻辑；其余标的分别来自机械（怡合达）、石油石化（广汇能源）、电子（沃尔核材、江海股份、聚飞光电）和钢铁（常宝股份）。

从指标特征来看，组合内标的资产重度平均约为 35%，中位数为 32.2%，其中兴发集团（69.2%）、三友化工（62.4%）、中盐化工（58.6%）等标的的资产重度极高，有形资本壁垒显著；组合内资产周转率平均为 0.44，中位数为 0.36，贵研铂业（1.72）、金杯电工（0.86）、中金黄金（0.60）等标的资产周转效率很高，体现了对重资产的充分利用；

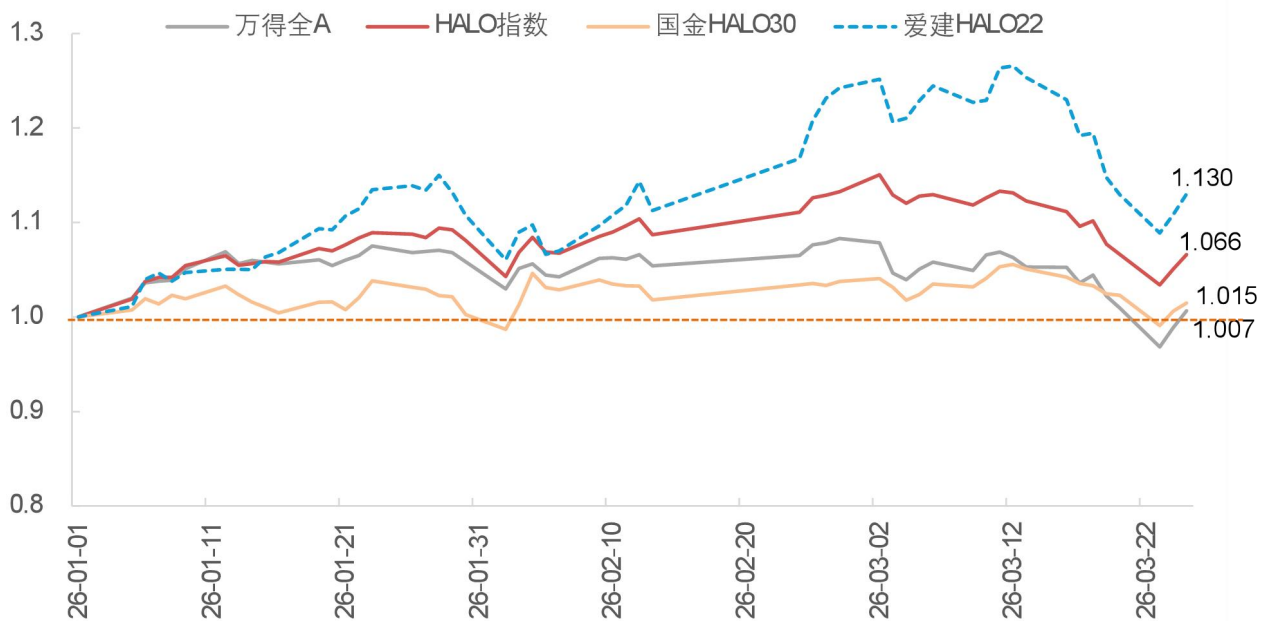
组合内资本开支/折旧平均为 1.67，中位数为 1.25，怡合达（4.20）、安宁股份（4.01）、明阳电气（3.94）等标的资本开支/折旧比接近甚至高于 4，显示这些企业正着力投入新设备，资产先进程度高，低淘汰属性强。

## 4.4 组合回测结果：超额显著，弹性突出

对爱建 HALO22 模拟组合进行回测，结果显示年初至今获得显著超额，显示出我们组合构建方法论的有效性。

截至3月25日，爱建 HALO22 模拟组合年初以来涨幅约 13%，大幅跑赢 Wind 全 A(0.7%)，体现出 HALO 资产年初以来的突出表现；相较 Wind 的 HALO 指数 (6.6%) 和其他 HALO 指数，爱建 HALO22 模拟组合超额收益仍然显著，体现了“三门槛+三指标”量化筛选对持仓质量的明显提升；受3月初美以伊争端影响，爱建 HALO22 模拟组合出现一定回调，但回撤幅度可控，并未影响相对超额的表现，未见超预期风险暴露。

图表 30：爱建 HALO22 指数回测超额显著（截至 3 月 25 日）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

回测结果验证了组合构建方法论的有效性，同时也提示了实际操作中需要关注的重要注意事项。

首先，年报季前后需要对组合进行重新校准。 HALO 资产的三项核心指标（资产重度、资产周转率、资本开支/折旧比）均来源于年报数据，因此在每年年报季（3-4 月）前后，需要对组合内标的进行紧密跟踪，依据最新年报数据适时调整成分股；

其次，个股基本面跟踪方面需要强化。 量化模型能够有效筛选优质基因，但个别公司的经营状况变化（如重大合同变更、管理层变动、行业政策突变等）需要通过紧密跟踪调研加以补充；

最后，爱建 HALO22 模拟组合的指数化特征使其具备作为开发指数产品（ETF、LOF 等）参考的潜力，也可为机构投资者提供透明、可投资的 HALO 资产配置参考。

## 5. 风险提示

### 1) 全球经济整体转弱风险

全球经济在利率下行遭遇阻碍的背景下将面临相当压力。尽管 HALO 资产具有防御性，但全球经济的系统性走弱仍将拖累其绝对收益水平。包括但不限于：私募信贷暴雷风险、经贸摩擦加剧抑制全球需求、新兴市场债务危机等。

### 2) 地缘问题变动引发油价巨震风险

地缘局势的超预期变化是当前 HALO 资产面临的最大短期风险来源。油价的双向巨震均可能对 HALO 资产造成影响。

若霍尔木兹海峡航运持续中断，油价一旦持续突破 150 美元/桶，将引发全球经济陷入“滞胀”，滞胀环境将迫使各大央行被迫加息，全球经济可能在 2026 年下半年进入实质性衰退，并对包括 HALO 资产在内的所有风险资产形成利空。

若美以伊三方出人意料地迅速达成停火协议，霍尔木兹海峡通行恢复，油价可能出现剧烈回落。能源类 HALO 资产（石油石化）将首当其冲，短期内面临较大的回调压力。另外，油价的大幅波动会显著增加工业企业的原材料成本不确定性，抑制固定资产投资计划，对机械、电力设备等承载类 HALO 资产的订单需求产生负面影响。

### 3) 经贸摩擦加剧引发供应链紊乱风险

在全球化退潮和地缘政治博弈加剧的背景下，供应链重构已是不可逆转的大趋势，但这一过程中的阶段性紊乱将对相关 HALO 资产构成干扰。包括但不限于：301 调查与关税冲击、稀土与关键矿产的博弈、全球供应链重整的局部紊乱等。

## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建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。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。