

2026年04月14日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

美伊脆弱平衡，A股震荡蓄势，聚焦行业景气

—策略周报

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

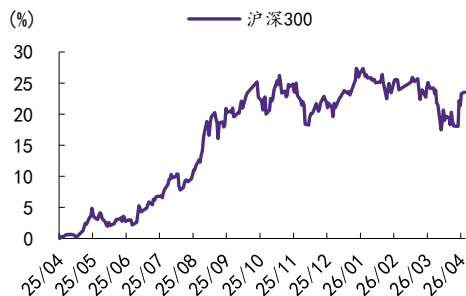
分析师：孙航 S1050525050001

✉ sunhang@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

✉ weizheng2@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《美伊局势预期摇摆，A股震荡筑底，左侧性价比渐近》2026-04-07
- 2、《地缘局势反复，海外滞胀两端定价，A股震荡筑底》2026-03-31
- 3、《高油价引发滞胀和加息担忧，A股震荡筑底》2026-03-23

海外宏观热点与策略

海外宏观：美伊局势未定，油价保持高波动。微观流动性确实迎来边际改善，但仅仅为短期的战术性支撑，无法逆转宏观层面“滞胀”的战略性压制。

原油：交错逼空。

美股：短期风偏修复，长期转入防御。

美债：押注曲线“熊陡”，做空长端宏观主线切换至滞胀后，长短端利率的驱动逻辑将发生背离。

黄金：无视利率压制，核心底仓不动，在滞胀+地缘极限施压的组合下，“反脆弱”核心资产价值进一步凸显。

国内宏观热点与策略

国内宏观：3月PPI同比时隔41个月转正，高油价是主因；CPI同比季节性回落，环比下跌，节后食品、服务价格季节性下行

大势研判：A股超跌反弹后重回震荡蓄势，持续跟踪美伊谈判进展和海峡动向，行业避开业绩爆雷方向，把握Q1业绩高增机会

行业选择：1) 景气修复（一季报业绩高增的通信设备、半导体、电力设备、有色、化工等）；2) 周期涨价（PPI回正利好石油石化、煤炭、有色、化工、建材、工程机械等）；3) 绩优超跌（赔率占优的贵金属、半导体、证券、航天装备等）。

市场复盘

本周全A指数在地缘冲突预期缓和下大幅反弹，宽基全面上涨，双创领先，创业板指、科创50、深证成指涨幅居首，上证指数、沪深300涨幅靠后。行业涨跌层面，通信、电子、机械涨幅居首，仅银行下跌。行业估值层面，综合、通信、电子、机械行业在PE、PB十年历史分位均接近极值高位。

资金情绪

成交活跃度：本周A股市场成交活跃度反转升温，日均成交额上行，行业轮动速率持续处于阶段低位。市场热门标的拥挤度上行，电子、通信、计算机交易集中度提升显著，通信、石油石化、电子、电力、有色、建材拥挤度两年历史分位居前，通信、电子、建筑装饰创新高比例领先。年内热门交易主题，AI算力相关主题大热，电力能源板块持续回落，

稀土、光模块、半导体设备领涨，光模块、PCB、OCS 成交活跃度提升居前，光模块、光芯片、OCS 拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：本周国内外均大幅降温。

内资资金：①**公募资金：**本周股票+混合型基金新发处低位再度小幅放缓。股票型 ETF 延续加速净流出趋势，规模指数 ETF 资金持续净流出居前，债券型 ETF 资金持续净流入居首。行业 ETF 加配有色、航空航天，减配证券、银行、消费、石油、煤炭；②**融资资金：**本周百亿规模净买入，融资买入占比延续反弹趋势，加配电子、通信、有色，减配化工、石油石化、煤炭。

外资资金：本周北向成交活跃度持续低位，十大活跃股聚焦通信、电子、电力。

■ 牛市进程

十大牛市指标跟踪：预计 A 股震荡蓄势

风险缓和：①成交回暖趋势初显；②ATR 出现阶段高位极值拐点；③融资转为净买入。

■ 风险提示

国内政策不及预期；海外地缘政治扰动。

正文目录

1、周度策略.....	5
1.1、海外：美伊局势未定，油价保持高波动.....	5
1.2、国内：3月PPI提前转正，A股重回震荡蓄势，等待月底决断.....	9
2、市场复盘：风偏修复，宽基全面反弹，双创领先.....	16
3、资金情绪.....	18
3.1、交易活跃度：回暖趋势抬头，行业轮动速率处低位，医药拥挤度升温显著.....	18
3.2、恐慌情绪：国内外均大幅降温.....	21
3.3、内资：公募新发处低位小幅缩量，资金呈逢反弹减仓倾向；融资百亿规模回归，增配电子通信.....	21
3.4、外资：北向活跃度持续低位，十大活跃股聚焦通信、电子、电力.....	23
4、牛市进程：成交活跃&融资回暖，但ATR潜在触发震荡信号，预计A股震荡蓄势.....	24
5、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：油价大幅回落，带动风险资产回升.....	5
图表 2：美股行业仅能源指数回落.....	6
图表 3：短期通胀预期上行.....	7
图表 4：本轮流动性紧缩可能有 3000 多亿美元（单位：百万美元）.....	7
图表 5：持仓 PCR 多空情绪的快速反转支撑了美股的反弹.....	8
图表 6：3 月 PPI 同比时隔 41 个月转正.....	9
图表 7：3 月 PPI 同比和环比同步回升.....	9
图表 8：3 月 PPI 同比上升的细分行业占比超过 50%.....	9
图表 9：3 月上游原油价格大涨是 PPI 回升的主因.....	10
图表 10：3 月 CPI 同比小幅回落，环比下跌.....	10
图表 11：3 月核心 CPI 同比回落主因是节后服务价格回落.....	10
图表 12：4 月 8 日起 A 股恐慌指数迅速回落.....	11
图表 13：融资资金再现百亿净买入，且净买入趋势延续.....	11
图表 14：可转债 ETF 迎加仓年内高点，对应固收+资金回归.....	11
图表 15：股票型 ETF 资金谨慎，逢反弹减仓.....	12
图表 16：北向成交虽有回归，但活跃度依然处于低位.....	12
图表 17：兼顾盈利修正幅度与宽度，高景气行业集中于有色、通信、新能源、电子等板块.....	13
图表 18：2009 年 12 月-2011 年 7 月 PPI 同比转正冲高阶段行业表现.....	14
图表 19：2016 年 9 月-2017 年 2 月 PPI 同比转正冲高阶段行业表现.....	14
图表 20：2021 年 1 月-2021 年 10 月 PPI 同比转正冲高阶段行业表现.....	15
图表 21：地缘冲突期间跌幅前 40%，盈利修正宽度领先 20% 区间.....	15

图表 22: 本周全 A 大幅反弹, 宽基全面上涨, 双创领先	16
图表 23: 本周通信、电子、机械涨幅居首, 仅银行下跌	16
图表 24: 综合、地产、通信、电子、计算机、建材、商贸、化工、煤炭、石油石化、轻工、建筑装饰、钢铁、机械行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位	17
图表 25: 综合、通信、电子、机械行业本周估值水平处十年历史高位	17
图表 26: A 股市场成交活跃度反转升温	18
图表 27: A 股相对领涨行业轮动速率本周持续低位震荡	18
图表 28: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周上行	18
图表 29: 电子、通信、计算机行业本周集中度提升显著, 通信、石油石化、电子、电力、有色、建材行业本周拥挤度已至历史高分位	19
图表 30: 收盘价创新高比例本周通信、有色、建筑装饰行业居前	19
图表 31: A 股年内热门交易主题, AI 算力相关主题大热, 电力能源板块持续回落	20
图表 32: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势	20
图表 33: 国内恐慌情绪本周大幅降温	21
图表 34: 海外恐慌情绪本周延续大幅降温	21
图表 35: 股票+混合型基金新发本周小幅放缓	22
图表 36: 股票型 ETF 资金本周延续加速净流出趋势	22
图表 37: 本周债券型 ETF 持续净流入居首, 规模指数 ETF 持续净流出居前	22
图表 38: 本周沪深 300、中证 A500、创业板指跟踪 ETF 净流出居前, 中证 500、中证 1000、中证 2000 净流入居首	22
图表 39: 净流入排名前 15 与后 15 的行业指数 ETF 本周资金加配有色、航空航天, 减配证券、银行、消费、石油、煤炭	22
图表 40: 融资资金本周百亿规模净买入	23
图表 41: 融资买入占比本周延续反弹趋势	23
图表 42: 融资净买入本周加配电子、通信、有色, 减配化工、石油石化、煤炭	23
图表 43: 北向资金成交占比本周依然受交易日错位扰动	24
图表 44: 北向资金十大活跃股本周聚焦通信、电子、电力	24
图表 45: 成交&融资回暖初显, ATR 潜在触发平调信号	24

1、周度策略

1.1、海外：美伊局势未定，油价保持高波动

回顾上周全球资产走势，整体资产在战争整体缓和的预期下呈现出反弹分化的走势：

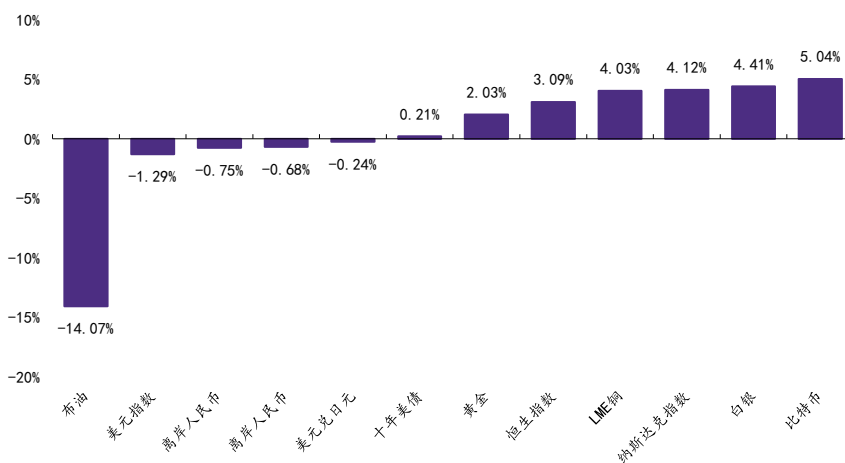
反弹与逼空（高弹性与流动性敏感资产）

纳斯达克指数（+4.12%）、比特币（+5.04%）、LME 铜（+4.03%）、白银（+4.41%）及黄金（+2.03%）全面大涨。美股中，通讯服务（+5.19%）、可选消费（+4.97%）和信息技术（+4.30%）领涨。资金在提前抢跑 4 月中旬微观流动性拐点的到来，押注高弹性与科技成长。

暴跌与证伪（地缘与通胀资产）：

最大的变盘点在于原油体系。布油暴跌 14.07%，美股能源板块重挫 4.81%垫底。上周市场还在担忧“近远期油价分歧”，本周资金直接单边宣判地缘风险解除。这种单边下跌意味着市场对中东局势的容错率已降至极低。

图表 1：油价大幅回落，带动风险资产回升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：美股行业仅能源指数回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

一、宏观展望：滞胀分化加剧，联储陷入“权力真空”

由于霍尔木兹海峡的封闭，上周市场对地缘风险“清零”的乐观预期被彻底证伪。原油价格或迎来短期报复性反弹，油价长期高位将成为贯穿二季度的核心宏观变量。

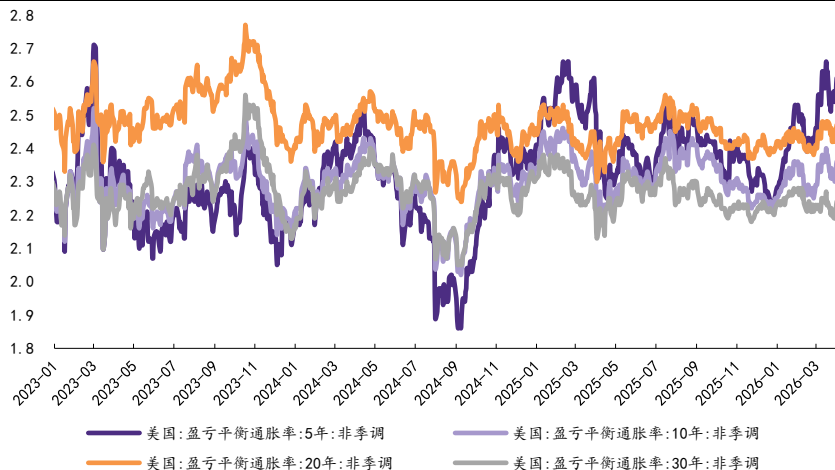
极致的滞胀分化与通胀“回马枪”，目前的 CPI 数据已经展现出清晰的滞胀撕裂特征：3 月名义通胀环比高达 0.9%，而核心通胀仅有 0.2%。权重仅占 7% 的能源分项凭借一己之力为名义同比贡献了约 0.9 个百分点。随着海峡封闭，油价大概率在 95 美元上方高位运行。这意味着：

先胀后滞的路径确认：美国全年名义通胀同比底线将被死死卡在 3.2% 以上，短期在年中甚至有望向上冲击 4%。

需求破坏的兑现时间线清晰：高通胀的挤压叠加高利率，按照通胀时滞来算，预计三季度会将压力传导到核心通胀和服务通胀上，到三季度将不可避免地看到实际消费的破坏（如零售销售负增、信用卡违约率飙升）。

货币政策的真空期与失控的期限溢价面对明确的二次通胀冲击，美联储陷入了进退维谷的困境：实际加息会引爆基本面，降息则会引发恶性通胀。在沃什听证会持续拖延的背景下，联储处于一种“预期管理失效”和“权力真空”的叠加状态。这种无力感将导致市场对长端通胀预期的彻底脱缰，推动长端利率持续走高。

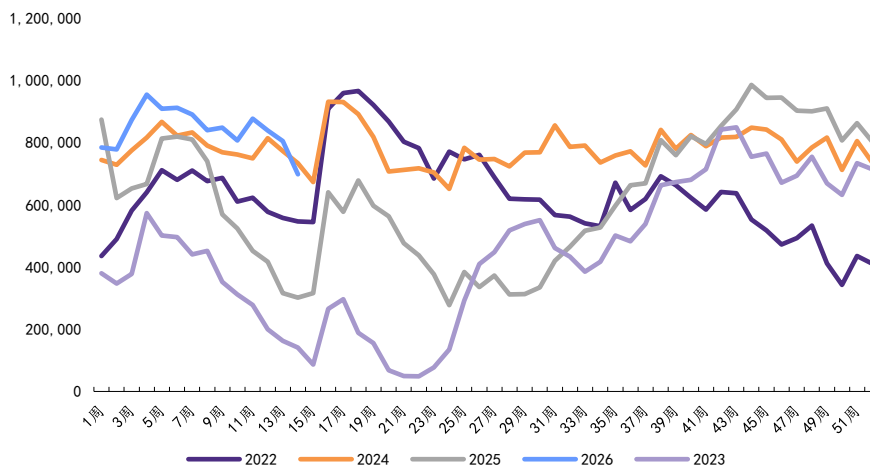
图表 3：短期通胀预期上行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从微观流动性来看，本轮流动性的收紧或超预期，预计流动性整体收紧的程度接近 3000 亿美元，远超市场前期预期 2000 亿美元，短期对风险资产的冲击仍存。

图表 4：本轮流动性紧缩可能有 3000 多亿美元（单位：百万美元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

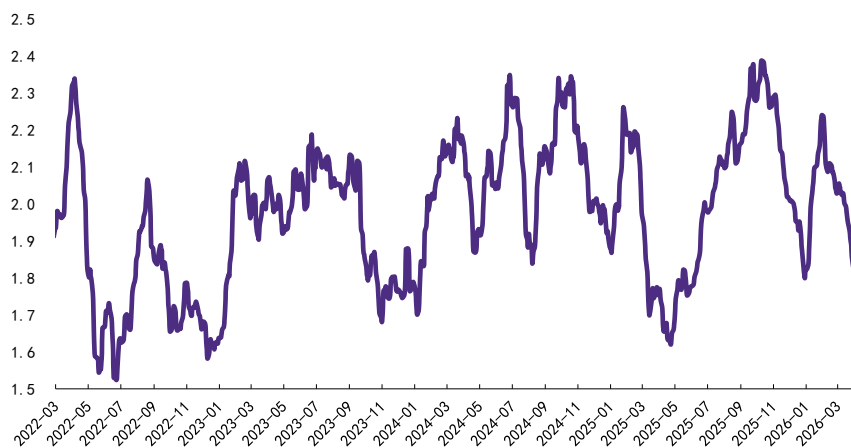
海外策略：短期反弹行情持续

在 4 月 15 日交税大考结束后，TGA 账户向一万亿美元目标位的抽水回补暂告一段落，微观流动性确实迎来了边际改善。但这仅仅是短期的战术性支撑，无法逆转宏观层面“滞胀”的战略压制。

原油：交错逼空。上周的暴跌和能源板块的垫底，市场对于整体局势的乐观在伊朗局势尚未稳定前，以及周末谈判破裂海峡再度封闭的事实面前将会再度迎来反转。下周一开盘，原油及相关能源资产将再度迎来一定的多头逼空与定价交错。是当前确定性最强的交易主线之一。

美股：短期风偏修复，长期转入防御。得益于流动性压力的阶段性缓和以及地缘情绪的触底反弹，从短期多空情绪中也能看出明显的修复，因此我们对于美股短期内（尤其是前期错杀板块）的修复动能保持乐观。但中长期的逻辑已被滞胀破坏，分母端面临长端利率飙升的压制，分子端面临需求被高油价吞噬的挤压。策略：短期参与流动性后的修复和反弹，长期仓位偏向防御。逢高向红利资产、必选消费以及具备定价权的垄断科技转移。

图表 5：持仓 PCR 多空情绪的快速反转支撑了美股的反弹



资料来源：Wind，华鑫证券研究

美债：押注曲线“熊陡”，做空长端宏观主线切换至滞胀后，长短端利率的驱动逻辑将发生背离：短端利率受制于未来潜在的“防御性衰退降息”预期，上行空间受限；而长端利率将要求更高的期限溢价来补偿通胀失控的风险。交易上建议做空长端美债，做多短端。

黄金：无视利率压制，核心底仓不动，在滞胀+地缘极限施压的组合下，黄金的“反脆弱”核心资产价值进一步凸显。它能够同时对冲二次通胀的粘性和法币信用的耗损。盯紧黄金隐含波动率，每一次回调都是左侧加仓的良机。

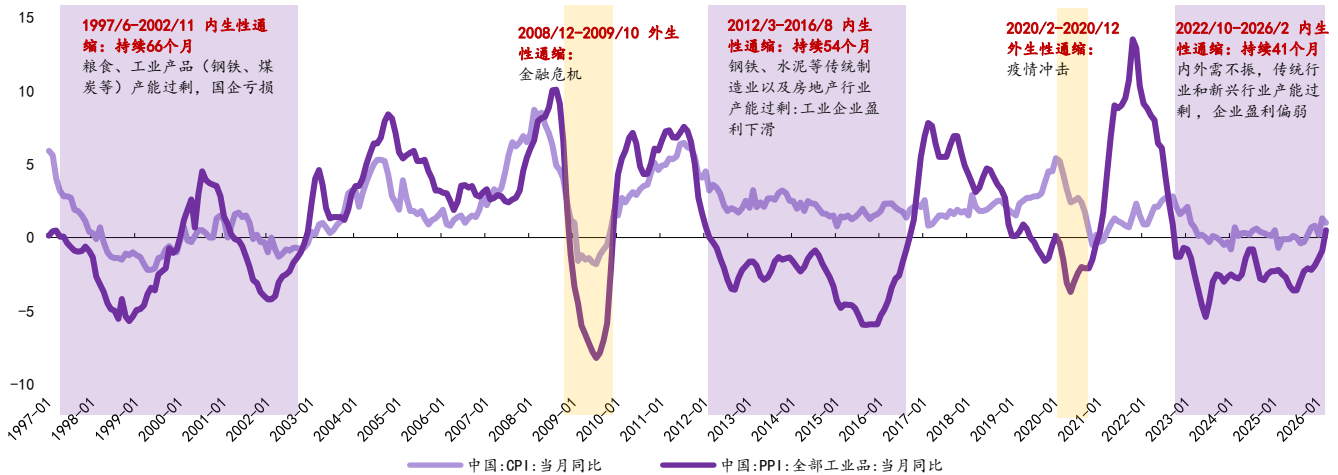
1.2、国内：3月PPI提前转正，A股重回震荡蓄势，等待月底决断

国内宏观：3月PPI同比时隔41个月转正，CPI同比季节性回落

3月PPI同比加速回正：和预期0.5%持平，且高于前值-0.9%，时隔41个月转正。上游原油价格大涨是主因，石油开采、石油精炼价格环比分别大涨15.8%、5.8%。有色、化工和电子通信价格也有明显上行，有色采选、化学原料及化学制品制造和化学纤维制造价格环比分别上涨5.4%、3.6%和3.4%，计算机通信和其他电子设备价格环比上涨0.7%。

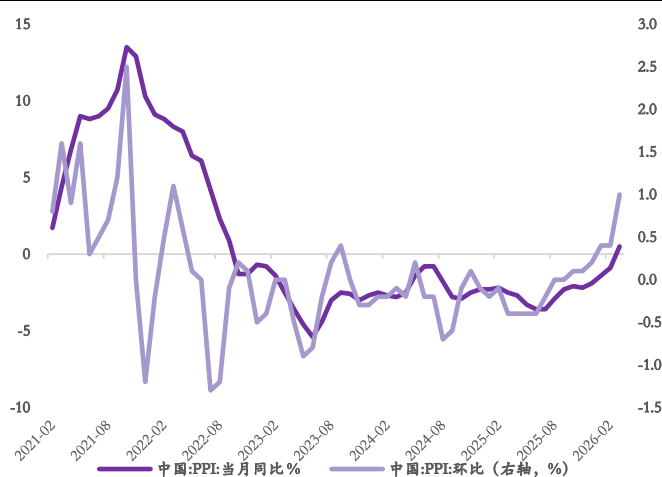
3月CPI同比小幅回落，环比下跌：CPI同比1.0%，低于预期和前值1.3%，环比下跌0.7%，主要是春节后食品、服务价格季节性回落。核心CPI同比回落0.7个百分点至1.1%，环比下跌0.7%，主要是节后服务消费价格回落。

图表6：3月PPI同比时隔41个月转正

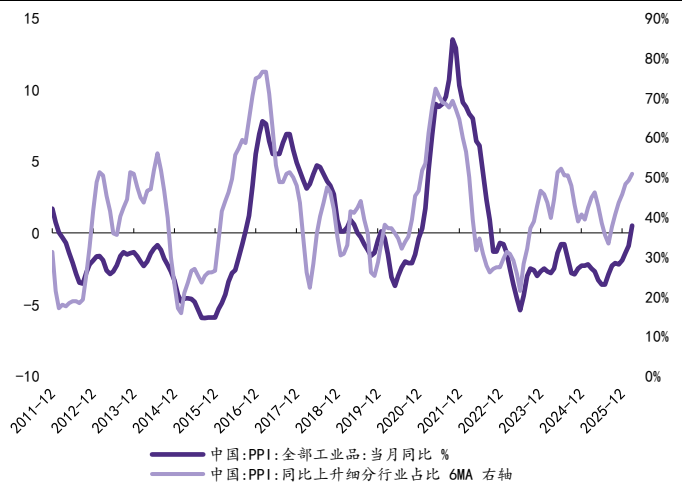


资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表7：3月PPI同比和环比同步回升



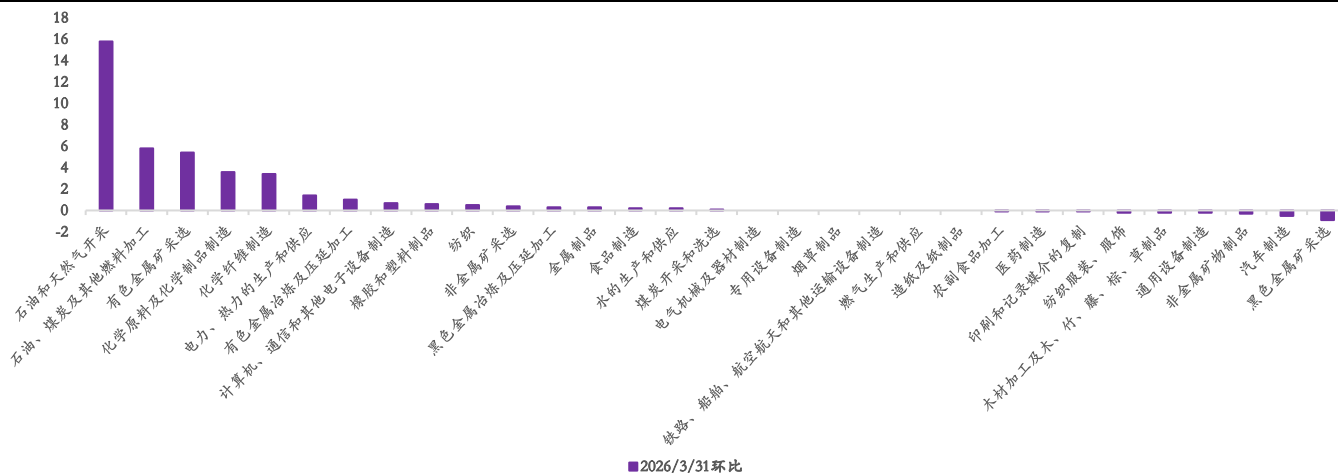
图表8：3月PPI同比上升的细分行业占比超过50%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

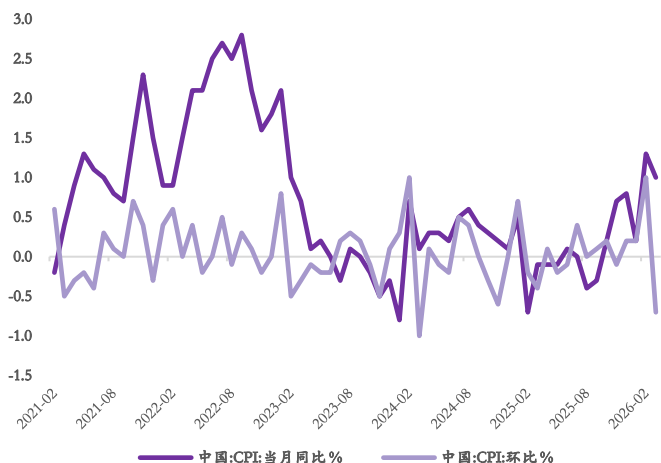
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图9：3月上游原油价格大涨是PPI回升的主因



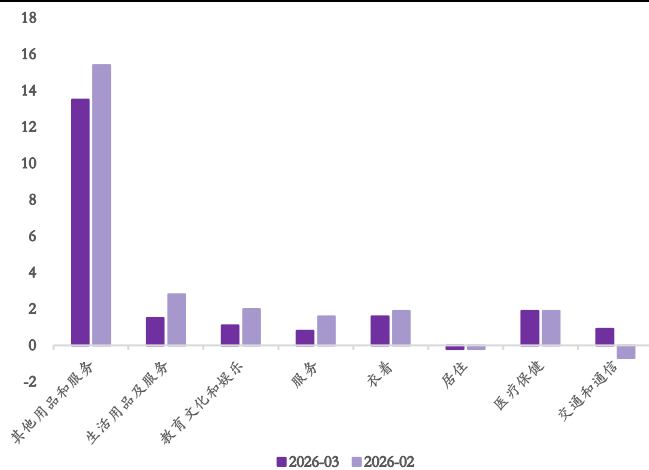
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图10：3月CPI同比小幅回落，环比下跌



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图11：3月核心CPI同比回落主因是节后服务价格回落

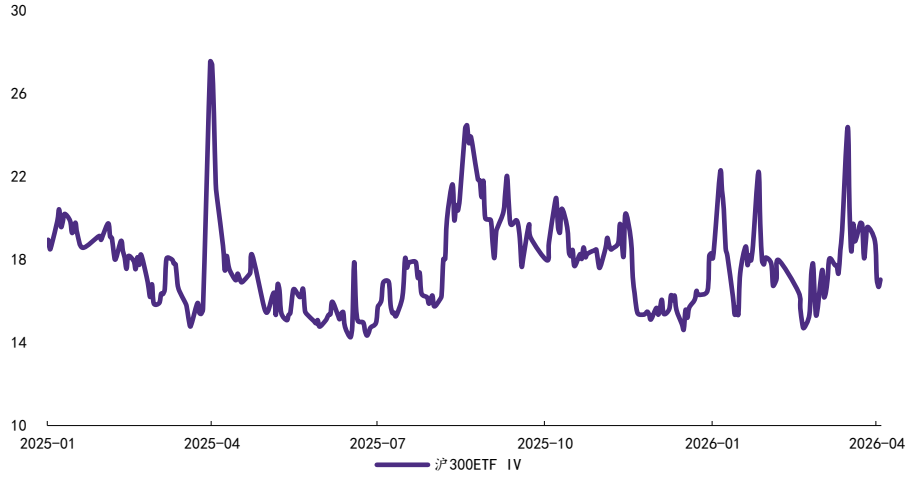


资料来源：Wind，华鑫证券研究

A 股超跌反弹后的资金动向：融资与固收+资金显现回补，ETF 资金逢高减仓，北向资金相对沉寂

A 股恐慌情绪快速降温，融资与固收+资金显现回补趋势，ETF 资金逢反弹减仓相对谨慎，北向资金相对沉寂。伴随美以伊战争的定价转为二阶变化，4 月 8 日起资金情绪显著好转，日度沪深 300ETF IV 显著回落，回至正常水平。恐慌情绪的回落，助力资金面开启修复。

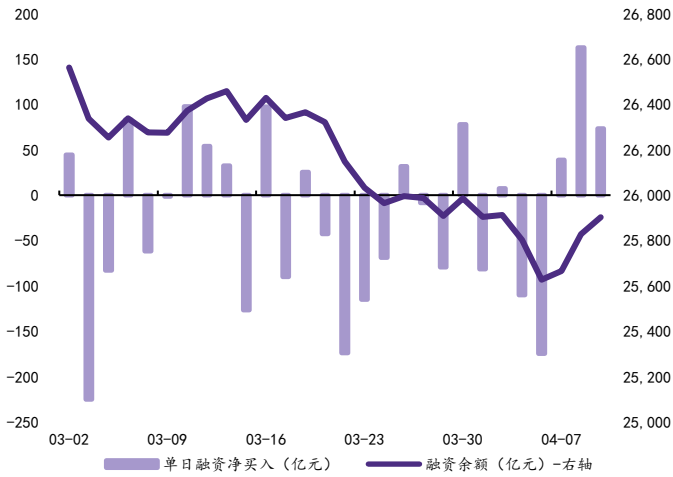
图表 12: 4 月 8 日起 A 股恐慌指数迅速回落



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

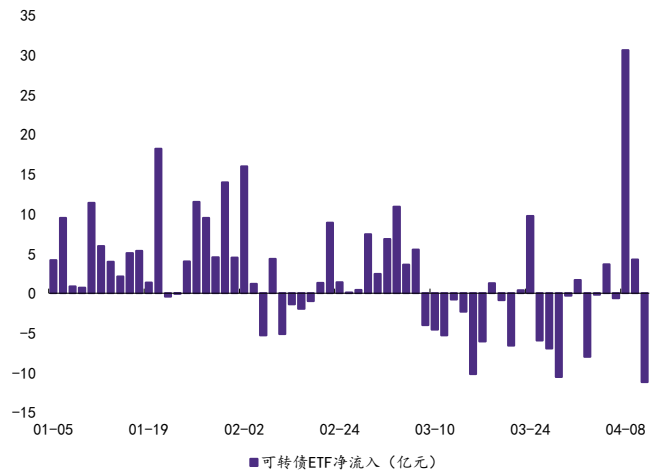
- ① **融资资金**: 4 月 8 日再现百亿净买入, 创本轮美以伊冲突爆发以来的单日新高, 4 月 9 日维持净买入趋势;
- ② **固收+资金**: 4 月 8 日固收+产品重要底层资产可转债 ETF 大幅净流入, 为年内最高点, 可一定程度对应固收+产品资金的快速加仓回补;

图表 13: 融资资金再现百亿净买入, 且净买入趋势延续



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

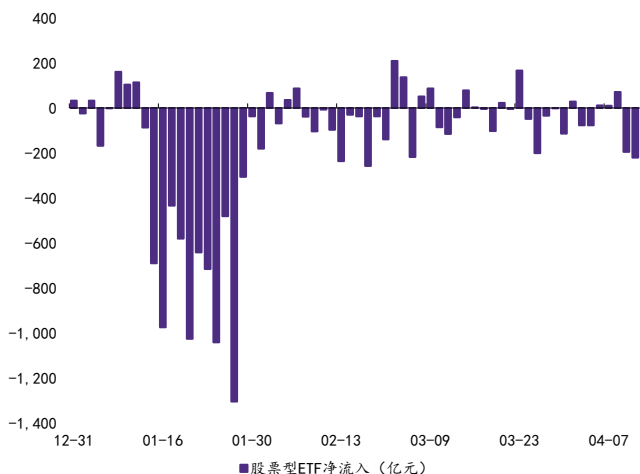
图表 14: 可转债 ETF 迎加仓年内高点, 对应固收+资金回归



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

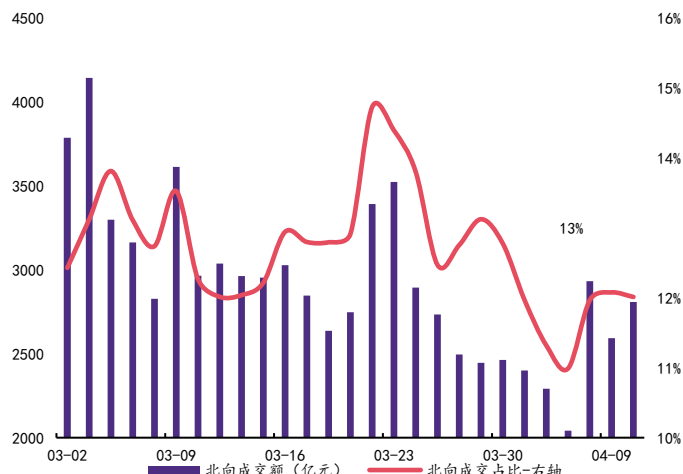
- ③ **ETF 资金**: 情绪较为谨慎, 规模、行业、主题指数跟踪 ETF 资金均呈现逢反弹减仓的倾向;
- ④ **北向资金**: 成交活跃度小幅放量, 但整体水平依然较低。

图表 15: 股票型 ETF 资金谨慎, 逢反弹减仓



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: 北向成交虽有回归, 但活跃度依然处于低位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

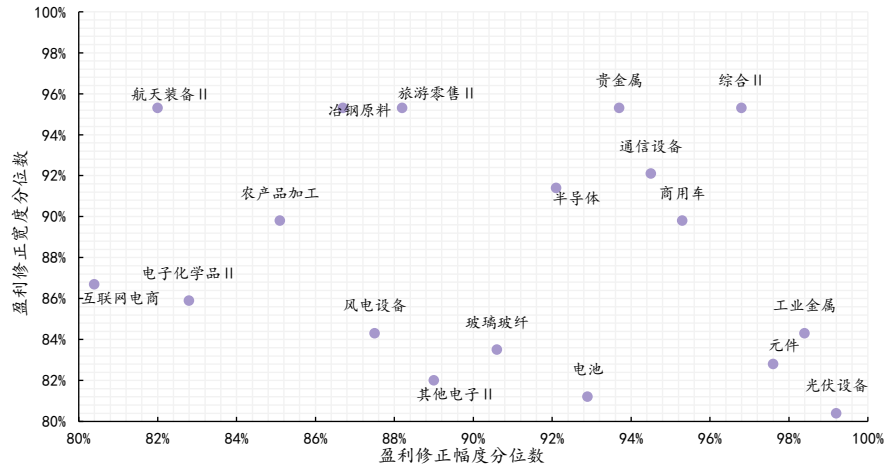
A 股策略: 延续震荡筑底, 关注景气修复、周期涨价和绩优超跌三大方向

大势研判: A 股迎 4 月决断, 上半旬看美伊局势, 下半旬看业绩和 4 月政治局会议。目前市场对美伊战争的定价转为二阶变化, 短期地缘局势从极限失控转为缓和预期, 持续跟踪谈判进展和海峡动向等。A 股超跌反弹后重回震荡蓄势, 避开业绩爆雷方向, 把握 Q1 业绩高增机会, 聚焦政治局会议的稳增长政策预期。

行业选择: 1) 景气修复 (一季报业绩高增的通信设备、半导体、电力设备、有色、化工等); 2) 周期涨价 (PPI 回正利好石油石化、煤炭、有色、化工、建材、工程机械等); 3) 绩优超跌 (短期赔率占优的贵金属、半导体、证券、航天装备等)。

1) 景气修复: 使用 2026 年初至 4 月 10 日的万得一致性预期修正数据代表 26Q1 高景气预期, 结合预期上调幅度与宽度, 双维度分位数排名处于 80% 以上的二级行业包括光伏设备、工业金属、元件、商用车、通信设备、贵金属、电池、半导体、玻璃玻纤、其他电子、旅游零售、风电设备、冶钢原料、农产品加工、电子化学品、航天装备、互联网电商。

图表 17：兼顾盈利修正幅度与宽度，高景气行业集中于有色、通信、新能源、电子等板块



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2) 周期涨价：关注再通胀交易逻辑中前期受益的中上游板块

再通胀交易预期抬头，前期中上游板块领先，后续需关注下游需求复苏情况。2005 年股改之后，A 股市场共计经历三轮 PPI 当月同比自负值回正再冲高的阶段，分别为 2009.12-2011.7、2016.9-2017.2、2021.1-2021.10。复盘上述三个阶段，优势行业板块轮动规律各不相同，当期的宏观叙事成为更高维度的定价因子。现阶段 PPI 当月同比在 3 月首度转正，主受原油海外输入型通胀助推，一定程度可类比 2021.1-2021.10 时期，市场可能逐步切换为再通胀交易风格，中上游板块受益，局部消费板块前期领先，成长相对分化，取决于产业催化。后续需观察下游需求复苏状况，若需求持续不振，消费企业难以通过涨价转嫁成本上涨，则消费转向承压，具备强叙事逻辑的成长行业有望抬头。

2009.12-2011.7 (PPI 当月同比经历 12 个月转正)：成长→成长&消费→消费占优，下游需求驱动定价，上游受政策紧缩承压。该阶段正处于四万亿刺激后的经济复苏阶段，下游需求旺盛驱动定价，消费板块通过主动提价转嫁成本，即使在政策开启紧缩的前期，消费板块业绩依然相对稳定。上游资源板块受货币紧缩与地产调控影响，产能扩张受限，板块相对承压。

图 18：2009 年 12 月-2011 年 7 月 PPI 同比转正冲高阶段行业表现

行业	当月	后一月	后三月	后一月至PPI同比见顶	
上游资源	煤炭	-1.9%	-17.5%	-13.6%	-8.9%
	石油石化	12.9%	-16.8%	-14.0%	-35.0%
	有色金属	-1.1%	-13.8%	-9.3%	13.9%
	钢铁	6.5%	-15.7%	-14.1%	-23.5%
中游制造	基础化工	9.2%	-12.9%	-8.8%	-22.0%
	建筑材料	4.7%	-6.5%	0.2%	22.5%
	机械设备	3.3%	-7.7%	0.0%	18.6%
	建筑装饰	-0.8%	-7.1%	-1.1%	-1.1%
大金融	交通运输	1.3%	-1.2%	4.1%	-20.3%
	银行	4.6%	-10.6%	-5.4%	-23.6%
	非银金融	4.1%	-11.4%	-7.2%	-34.1%
	房地产	-8.6%	-12.2%	-3.7%	-22.9%
成长	国防军工	1.3%	-4.5%	1.1%	23.8%
	电力设备	-1.7%	-2.1%	5.4%	-1.4%
	计算机	7.7%	4.7%	13.6%	3.4%
	传媒	2.1%	9.0%	17.8%	-15.4%
下游消费	电子	6.5%	-0.7%	13.1%	19.7%
	通信	12.6%	-2.4%	-5.4%	-20.9%
	医药生物	0.6%	0.9%	5.3%	17.6%
	社会服务	1.9%	3.1%	13.3%	0.5%
	轻工制造	5.0%	-3.1%	5.2%	1.9%
	农林牧渔	2.4%	-0.9%	3.2%	11.2%
	纺织服装	2.3%	-2.1%	9.1%	10.9%
	商贸零售	3.9%	-3.8%	1.5%	-2.2%
	美容护理	6.5%	0.1%	13.0%	25.3%
	食品饮料	2.8%	-3.0%	-4.1%	29.6%
公用	汽车	6.5%	-14.9%	-8.8%	-19.4%
	家用电器	5.5%	-8.7%	0.4%	7.9%
	环保	-0.5%	-3.5%	11.5%	-2.2%
	综合	-2.2%	-1.1%	14.4%	19.3%
公用事业	-1.3%	-5.7%	0.1%	-16.5%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2016.9-2017.2 (PPI 当月同比经历 54 个月转正)：上游资源&中游制造持续占优，后期消费个别居上，供给收缩驱动定价，成长相对承压。该阶段供给侧改革成为主流叙事，中上游产能出清，行业集中度提高修复。经济复苏相对缓慢但稳步推进，后期餐饮、家电、商贸稳步居上。因市场风格切换成长板块相对承压。

图 19：2016 年 9 月-2017 年 2 月 PPI 同比转正冲高阶段行业表现

行业	当月	后一月	后三月	后一月至PPI同比见顶	
上游资源	煤炭	0.8%	7.3%	-0.9%	4.4%
	石油石化	-0.8%	3.2%	11.6%	13.9%
	有色金属	-4.8%	5.0%	1.3%	8.3%
	钢铁	-1.7%	4.4%	10.2%	22.6%
中游制造	基础化工	-0.3%	2.9%	4.6%	6.3%
	建筑材料	2.7%	5.4%	7.8%	15.1%
	机械设备	-0.4%	4.1%	3.5%	6.2%
	建筑装饰	-2.2%	8.3%	14.4%	20.2%
大金融	交通运输	-2.9%	3.5%	2.8%	8.2%
	银行	-2.4%	0.9%	0.8%	6.6%
	非银金融	-2.7%	3.3%	0.9%	2.9%
	房地产	-0.3%	-0.4%	-3.1%	-1.9%
成长	国防军工	-7.3%	2.8%	2.2%	9.8%
	电力设备	-2.4%	2.6%	0.7%	1.7%
	计算机	-3.6%	3.1%	-6.2%	-7.0%
	传媒	-4.6%	1.3%	-6.7%	-7.6%
下游消费	电子	-0.7%	2.8%	-2.5%	-0.8%
	通信	-1.0%	2.3%	-0.1%	0.0%
	医药生物	-1.4%	1.8%	-2.3%	-1.8%
	社会服务	0.8%	2.3%	-2.9%	-0.7%
	轻工制造	-0.4%	2.6%	0.2%	2.7%
	农林牧渔	-3.3%	3.3%	4.3%	3.3%
	纺织服装	-0.6%	3.6%	4.6%	3.8%
	商贸零售	-1.7%	2.4%	6.8%	7.6%
	美容护理	3.3%	0.1%	2.1%	4.2%
	食品饮料	-3.3%	6.9%	5.9%	11.4%
公用	汽车	0.1%	2.9%	0.9%	5.3%
	家用电器	4.4%	0.8%	1.3%	9.6%
	环保	0.7%	1.2%	-2.7%	0.5%
	综合	-2.0%	3.9%	1.4%	1.2%
公用事业	-1.2%	2.3%	0.4%	3.3%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2021.1-2021.10 (PPI 当月同比经历 18 个月转正)：中上游&局部消费→公用居上→上游资源&公用，双碳政策成为主流叙事，上游输入型通胀，前期成长相对承压，后期消费转向承压。该阶段双碳政策成为主流叙事，绿色能源相关主题利好，上游资源与中游制造

板块受供给约束与全球大宗价格上涨实现利润修复。市场风格切换为再通胀交易，叠加货币显现边际收紧信号，成长板块前期承压在疫情扰动下需求持续不振，上游涨价挤压下游利润，消费板块相对更为承压，具备绿色能源强相关的电力设备抬头

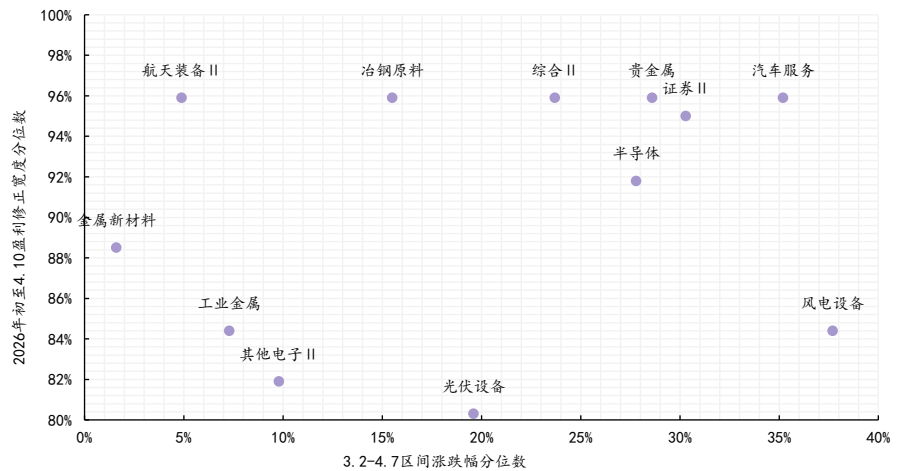
图表 20：2021 年 1 月-2021 年 10 月 PPI 同比转正冲高阶段行业表现

行业	当月	后一月	后三月	后一月至 PPI 同比见顶	
上游资源	煤炭	-6.4%	4.4%	17.8%	44.6%
	石油石化	10.2%	8.0%	-1.9%	8.9%
	有色金属	3.9%	6.7%	4.4%	32.4%
	钢铁	0.1%	8.4%	25.8%	30.6%
	基础化工	6.7%	4.3%	1.1%	29.0%
中游制造	建筑材料	1.2%	3.7%	5.9%	-8.2%
	机械设备	1.4%	1.5%	-2.5%	4.9%
	建筑装饰	-4.0%	5.9%	6.3%	11.3%
	交通运输	-0.9%	1.7%	-1.2%	-2.1%
大金融	银行	6.5%	2.5%	1.2%	-6.7%
	非银金融	-7.0%	0.6%	-9.2%	-15.5%
	房地产	-6.8%	10.3%	4.4%	-13.3%
成长	国防军工	-10.2%	-1.6%	-13.8%	10.7%
	电力设备	5.7%	-6.0%	-4.3%	48.0%
	计算机	-4.8%	-1.7%	-6.4%	-2.6%
	传媒	-0.1%	-3.9%	-6.5%	-16.8%
	电子	1.4%	-3.4%	-3.4%	4.3%
下游消费	通信	-7.3%	1.4%	-7.9%	-1.9%
	医药生物	0.5%	-1.6%	5.9%	-10.0%
	社会服务	1.2%	6.9%	10.2%	-6.6%
	轻工制造	2.7%	1.7%	5.4%	-5.6%
	农林牧渔	0.3%	8.3%	0.2%	-11.8%
	纺织服装	-7.5%	3.7%	10.8%	4.0%
	商贸零售	-8.0%	3.1%	2.9%	2.0%
	美容护理	5.5%	1.7%	24.4%	2.4%
	食品饮料	1.4%	-5.0%	-3.7%	-12.2%
	汽车	2.5%	-5.2%	-7.9%	14.1%
公用	家用电器	-3.1%	-1.5%	-5.5%	-22.3%
	环保	-7.4%	8.6%	10.0%	15.5%
	综合	-4.0%	0.2%	8.8%	16.1%
公用事业	-4.9%	1.8%	6.7%	27.7%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

3) 绩优超跌：以申万二级行业为分类依据，选取地缘冲突期间超跌的、盈利预期修正宽度领先的行业，分别截取 3.2-4.7 期间跌幅排名前 40%，盈利修正宽度排名前 20% 的领先区间，包含的二级行业为金属新材料、航天装备、工业金属、其他电子、冶炼原料、光伏设备、半导体、贵金属、证券、汽车服务、风电设备。

图表 21：地缘冲突期间跌幅前 40%，盈利修正宽度领先 20% 区间

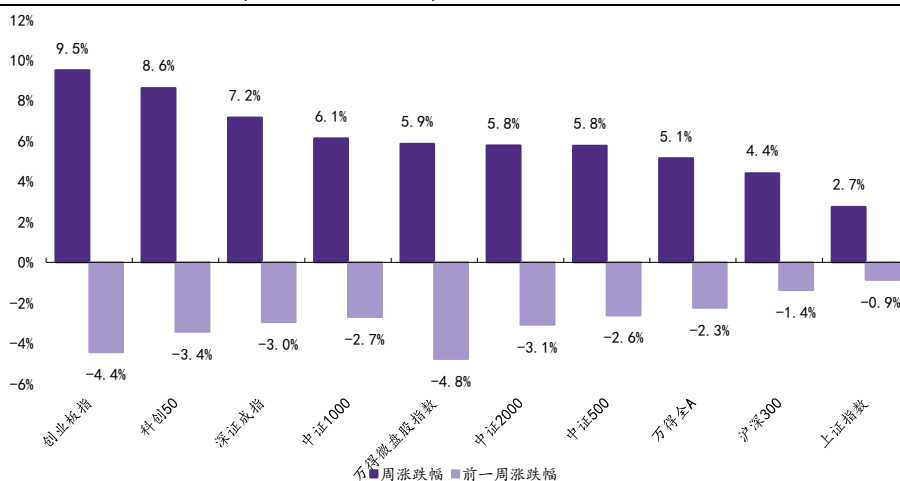


资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、市场复盘：风偏修复，宽基全面反弹，双创领先

本周全 A 指数在地缘冲突预期缓和下大幅反弹，宽基全面上涨，双创领先，创业板指、科创 50、深证成指涨幅居首，上证指数、沪深 300 涨幅靠后。创业板指、科创 50、深证成指分别上涨 9.5%、8.6%、7.2%；上证指数、沪深 300 分别上涨 2.7%、4.4%。

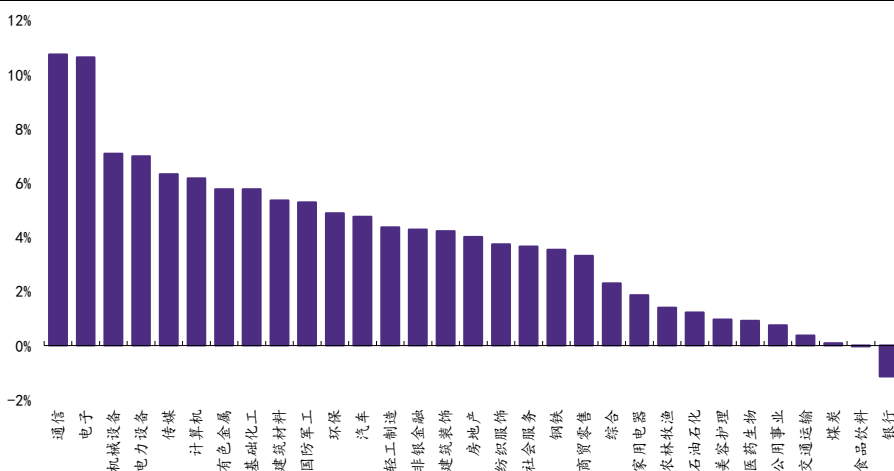
图表 22：本周全 A 大幅反弹，宽基全面上涨，双创领先



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周通信、电子、机械涨幅居首，仅银行下跌。通信、电子、机械设备、电力设备、传媒行业上涨幅度居首，分别上涨 10.7%、10.6%、7.1%、7.0%、6.3%；仅银行行业下跌，下跌 1.1%。

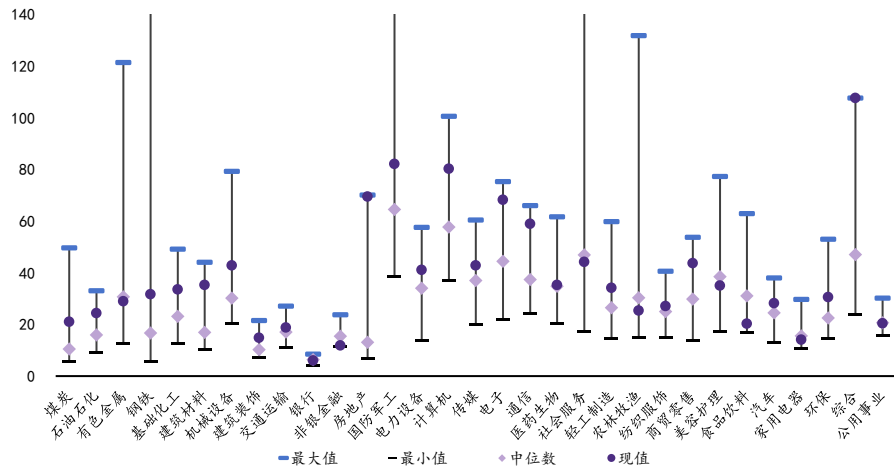
图表 23：本周通信、电子、机械涨幅居首，仅银行下跌



资料来源：Wind，华鑫证券研究

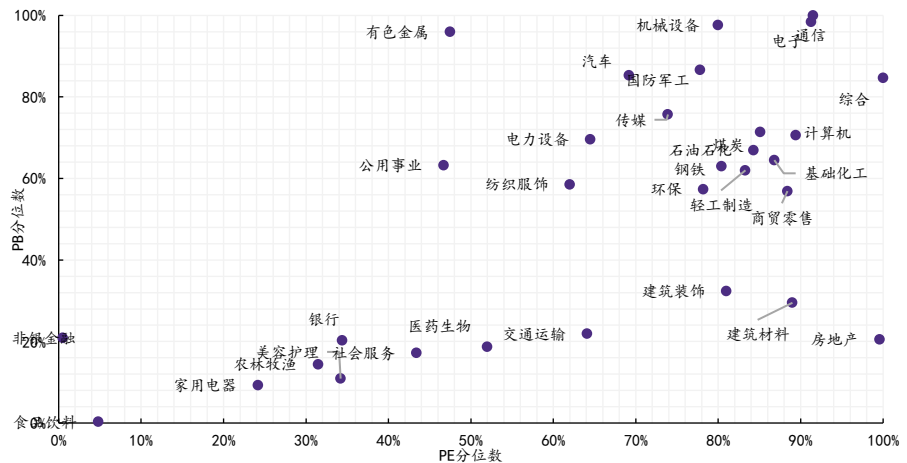
行业估值层面，本周综合、通信、电子、机械行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。PE-TTM 十年历史分位超越 80% 的行业包括综合、房地产、通信、电子、计算机、建筑材料、商贸零售、基础化工、煤炭、石油石化、轻工制造、建筑装饰、钢铁、机械设备，PE-TTM 分别达 107.6X、69.4X、59.0X、68.3X、80.2X、35.3X、43.8X、33.5X、21.0X、24.3X、34.2X、14.8X、31.7X、42.8X；PB-LF 十年历史分位超越 80% 的行业包括通信、电子、机械设备、有色金属、国防军工、汽车、综合，PB-LF 分别达 5.8X、5.4X、3.3X、3.8X、3.7X、2.6X、2.8X。

图表 24：综合、地产、通信、电子、计算机、建材、商贸、化工、煤炭、石油石化、轻工、建筑装饰、钢铁、机械行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 25：综合、通信、电子、机械行业本周估值水平处十年历史高位



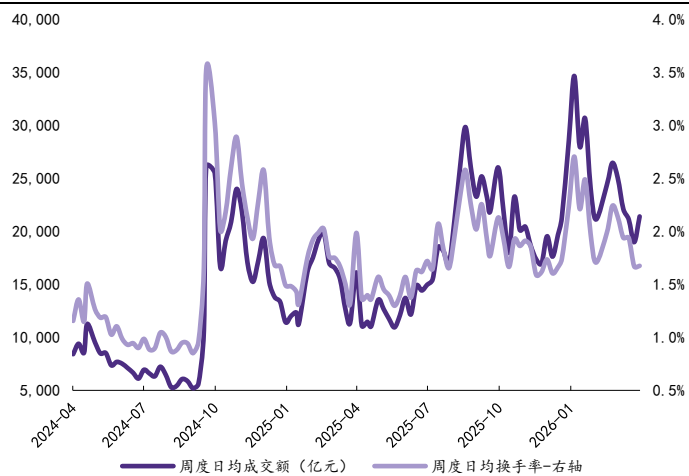
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：回暖趋势抬头，行业轮动速率处低位，医药拥挤度升温显著

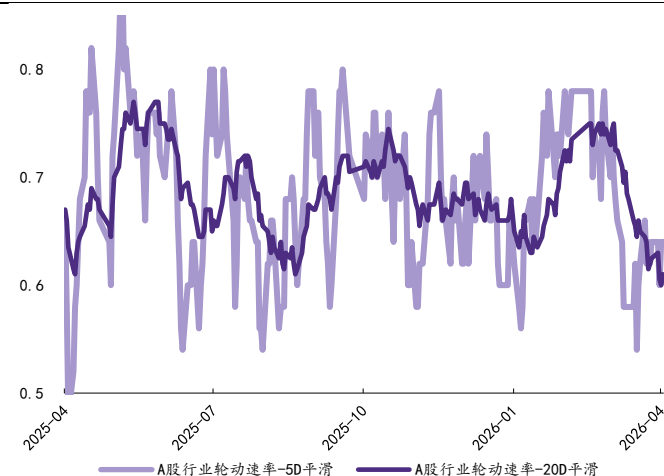
本周 A 股市场成交活跃度反转升温，日均成交额上行，行业轮动速率持续处于阶段低位。万得全 A 日均成交额为 2.14 万亿元，环比提升 2428.0 亿元；日均换手率为 1.67%，环比未变。A 股市场行业轮动速率指标，5 日与 20 日平滑值均持续在低位震荡，相对领涨行业轮动频率继续处于阶段低位。

图表 26: A 股市场成交活跃度反转升温



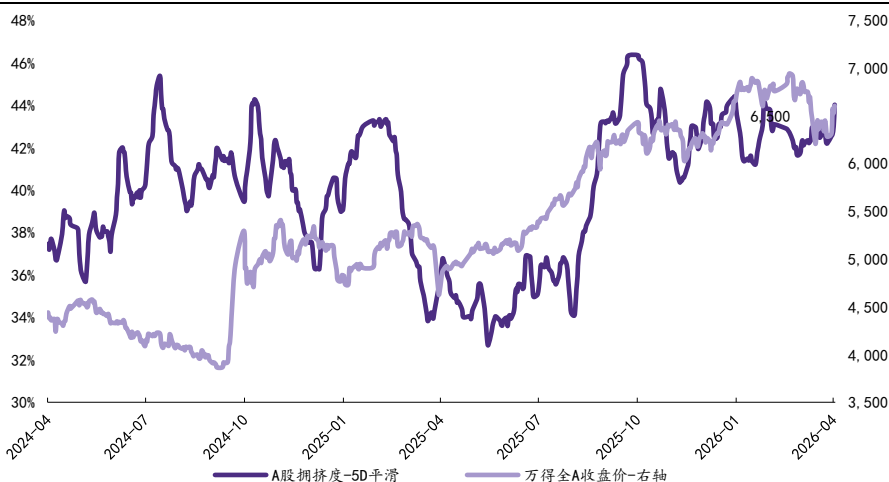
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 27: A 股相对领涨行业轮动速率本周持续低位震荡



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 28: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周上行



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

本周 A 股市场热门标的拥挤度上行，电子、通信、计算机交易集中度提升显著，通信、石油石化、电子、电力、有色、建材拥挤度两年历史分位居前，通信、电子、建筑装饰创新高比例领先。

A 股成交额前 5% 的股票周度总成交占比为 44.0%，环比下降 1.8pcts，热门交易标的拥挤度上行。

电子、通信、计算机、非银金融、传媒行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 91.2%、100.0%、5.8%、17.4%、26.2% 的两年历史分位水平。公用事业、电力设备、医药生物、有色金属、银行业集中度降温居前。通信、石油石化、电子、电力设备、有色金属、建筑材料行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。

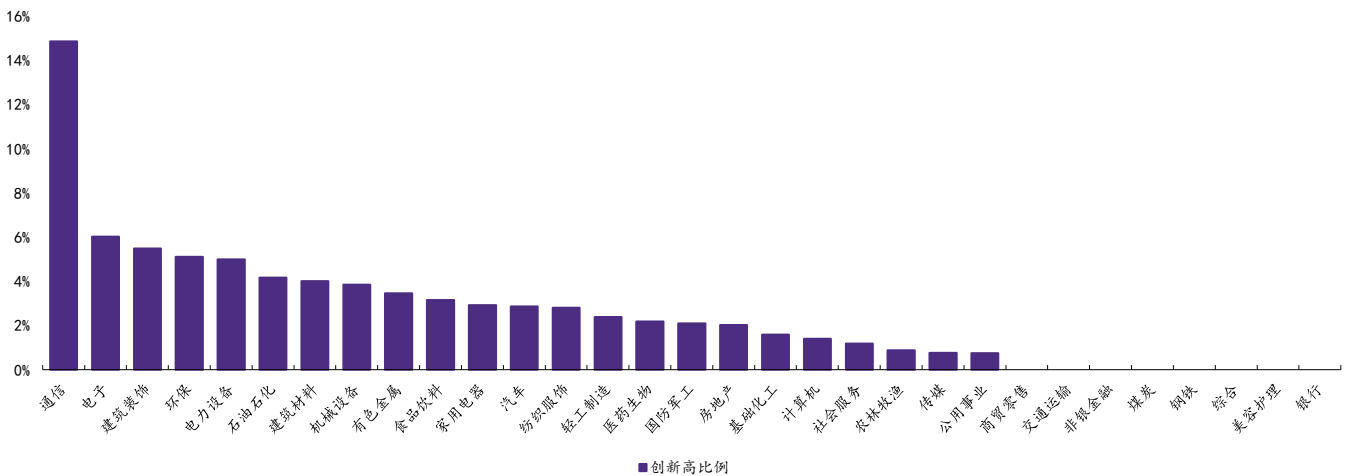
周度股票任一收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业周度热度，通信、电子、建筑装饰、环保、电力设备行业比例居首，分别为 14.8%、6.0%、5.5%、5.1%、5.0%。

图表 29：电子、通信、计算机行业本周集中度提升显著，通信、石油石化、电子、电力、有色、建材行业本周拥挤度已至历史高分位

行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位	行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位		
上游资源	煤炭	0.59%	0.87%	-0.27%	41.7%	下游消费	医药生物	6.21%	7.40%	-1.20%	60.1%
	石油石化	1.35%	1.39%	-0.04%	91.2%		社会服务	0.49%	0.50%	-0.01%	2.9%
	有色金属	6.35%	6.81%	-0.46%	82.5%		轻工制造	1.24%	1.18%	0.06%	68.9%
	钢铁	0.63%	0.59%	0.04%	53.3%		农林牧渔	1.03%	1.32%	-0.29%	35.9%
中游制造	基础化工	5.33%	5.39%	-0.06%	74.7%		纺织服饰	0.46%	0.52%	-0.06%	1.9%
	建筑材料	0.95%	1.07%	-0.12%	80.5%		商贸零售	0.72%	0.70%	0.02%	3.8%
	机械设备	7.20%	6.98%	0.22%	60.1%		美容护理	0.17%	0.17%	-0.01%	6.7%
	建筑装饰	1.87%	2.09%	-0.22%	60.1%		食品饮料	1.04%	1.31%	-0.26%	3.8%
大金融	交通运输	1.33%	1.50%	-0.17%	23.3%		汽车	3.21%	3.50%	-0.29%	1.9%
	银行	0.95%	1.33%	-0.38%	0.9%		家用电器	1.11%	1.19%	-0.08%	3.8%
	非银金融	2.46%	1.82%	0.65%	17.4%	公用	环保	0.99%	1.06%	-0.06%	68.9%
成长	房地产	0.66%	0.74%	-0.08%	1.9%	综合	0.19%	0.22%	-0.02%	59.2%	
	国防军工	2.99%	3.36%	-0.38%	36.8%	公用事业	2.27%	4.01%	-1.74%	67.9%	
	电力设备	11.09%	12.34%	-1.25%	85.4%						
	计算机	6.03%	5.19%	0.84%	5.8%						
	传媒	2.46%	1.98%	0.48%	26.2%						
	电子	18.82%	15.11%	3.71%	91.2%						
	通信	8.97%	7.44%	1.53%	100.0%						

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 30：收盘价创新高比例本周通信、有色、建筑装饰行业居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

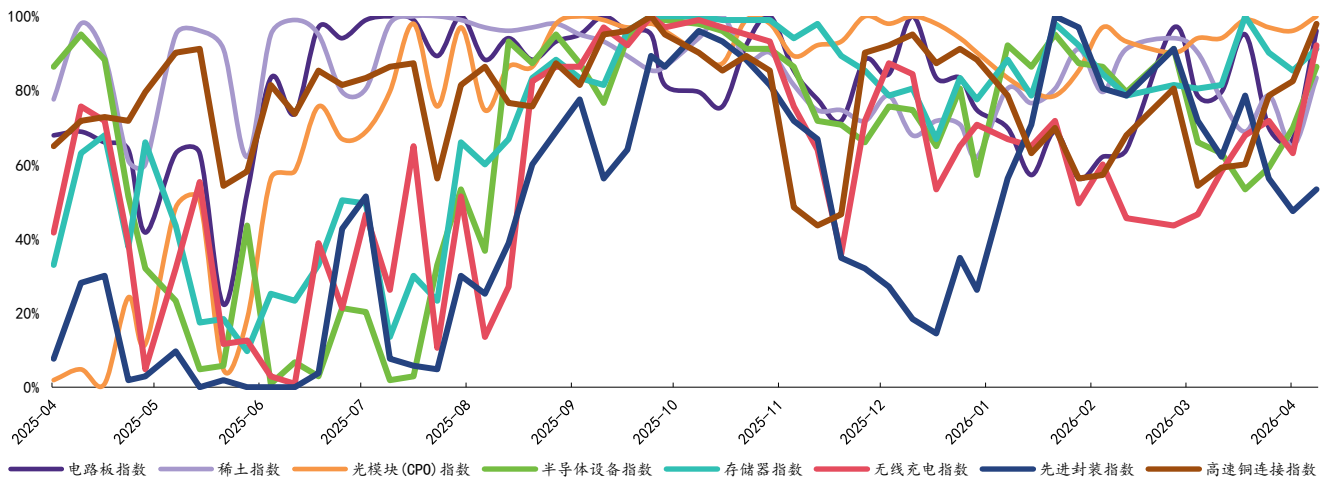
本周 A 股年内热门交易主题，AI 算力相关主题大热，电力能源板块持续回落，稀土、光模块、半导体设备领涨，光模块、PCB、OCS 成交活跃度提升居前，光模块、光芯片、OCS 拥挤度两年历史分位居前。A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，稀土、光模块、半导体设备、PCB、存储主题周度涨幅领先，分别上涨 12.8%、12.7%、12.7%、11.7%、11.7%；航运下跌，下跌 1.5%。成交活跃度方面，光模块、PCB、OCS、铜连接、光芯片主题升温显著，光伏、创新药、火电、水电、锂矿主题降温居前。周度拥挤度近两年历史分位超越 90% 水平的主题包括光模块、光芯片、OCS、铜连接、玻纤、钠离子电池、PCB、锂矿、无线充电、存储。

图表 31：A 股年内热门交易主题，AI 算力相关主题大热，电力能源板块持续回落

主题指数	代码	周涨跌幅	月涨跌幅	周成交占比环比	周成交占比两年历史分位	周成交占比近一年趋势
电路板指数	8841164.WI	11.74%	11.15%	0.9%	96.1%	
稀土指数	8841089.WI	12.84%	13.82%	0.3%	83.4%	
光模块(CPO)指数	8841258.WI	12.73%	22.72%	1.4%	100.0%	
半导体设备指数	8841321.WI	12.70%	11.00%	0.2%	86.4%	
存储器指数	8841241.WI	11.71%	8.29%	0.4%	91.2%	
无线充电指数	884228.WI	11.61%	9.98%	0.5%	92.2%	
先进封装指数	8841297.WI	11.55%	9.81%	0.1%	53.3%	
高速铜连接指数	8841866.WI	11.50%	13.58%	0.7%	98.0%	
航运精选指数	8841436.WI	-1.46%	5.60%	-0.1%	89.3%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	8.98%	7.65%	-0.1%	97.0%	
火电指数	884874.WI	1.36%	-4.40%	-0.5%	77.6%	
锂矿指数	884785.WI	6.06%	4.35%	-0.3%	95.1%	
光伏指数	884045.WI	4.83%	0.92%	-1.0%	78.6%	
水电指数	8841432.WI	0.74%	-5.88%	-0.3%	28.1%	
光芯片指数	8841892.WI	10.64%	14.72%	0.7%	99.0%	
锂电电解液指数	884894.WI	7.58%	3.39%	-0.1%	81.5%	
钠离子电池指数	8841440.WI	10.40%	4.53%	-0.1%	97.0%	
光电路交换机(OCS)指数	8841924.WI	9.51%	18.73%	0.9%	99.0%	
创新药指数	8841049.WI	0.25%	4.41%	-0.7%	68.9%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势

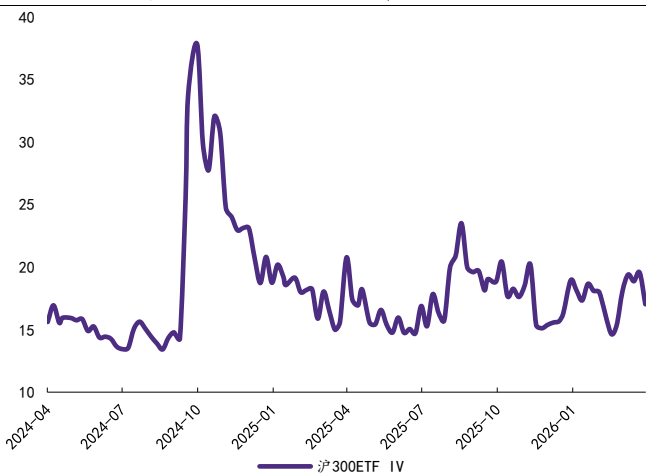


资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内外均大幅降温

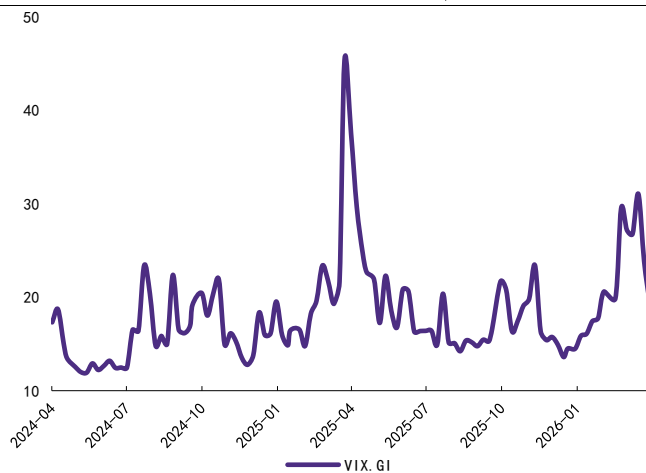
本周恐慌情绪国内外均大幅降温。国内沪深 300ETF 周度隐含波动率为 17.02，环比下降 12.97%，国内恐慌情绪大幅降温。海外 VIX 指数为 19.23，环比下降 19.44%，海外恐慌程度延续大幅降温。

图表 33：国内恐慌情绪本周大幅降温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 34：海外恐慌情绪本周延续大幅降温



资料来源：Wind，华鑫证券研究

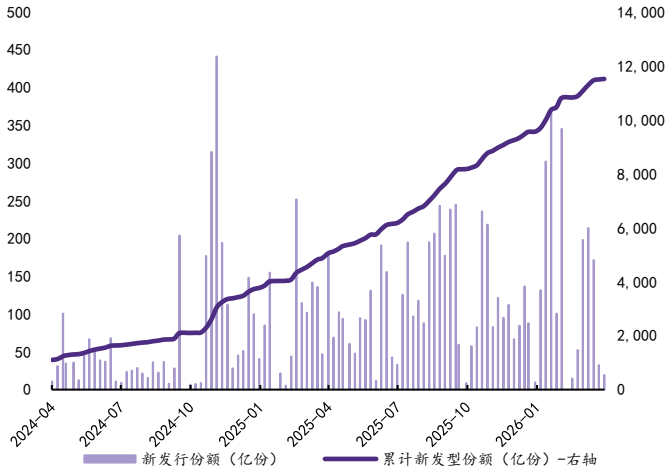
3.3、内资：公募新发处低位小幅缩量，资金呈逢反弹减仓倾向；融资百亿规模回归，增配电子通信

公募资金：本周股票+混合型基金新发处低位再度小幅放缓。股票型 ETF 延续加速净流出趋势，规模指数 ETF 资金持续净流出居前，债券型 ETF 资金持续净流入居首。行业 ETF 加配有色、航空航天，减配证券、银行、消费、石油、煤炭。

股票型基金周度新发 16.54 亿份，混合型基金周度新发 2.66 亿份，周度新发规模环比下降 13.25 亿份，基金新发处于低位再度小幅缩量。

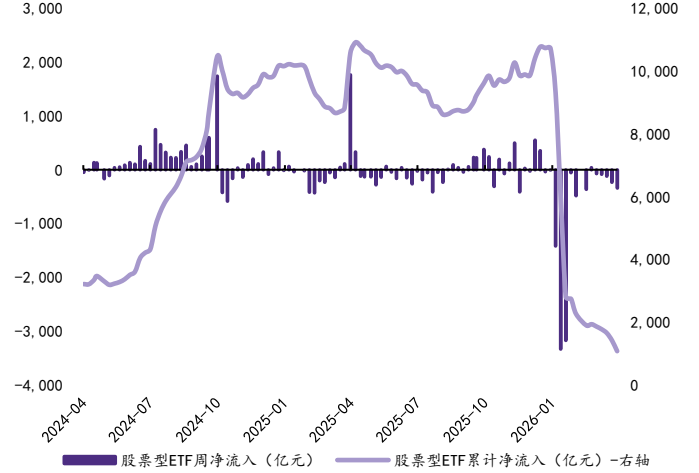
股票型 ETF 资金延续加速净流出趋势，周度净流出 338.76 亿元。规模指数 ETF 资金持续净流出居前，周度净流出 154.50 亿元，其中沪深证 A500、创业板指跟踪 ETF 资金周度净流出居前，中证 500、中证 1000、中证 2000 跟踪 ETF 资金周度净流入居首。债券型 ETF 资金持续净流入居首，周度净流入 40.71 亿元。行业 ETF 资金加配有色、航空航天板块，减配证券、银行、消费、石油、煤炭板块。

图表 35: 股票+混合型基金新发本周小幅放缓



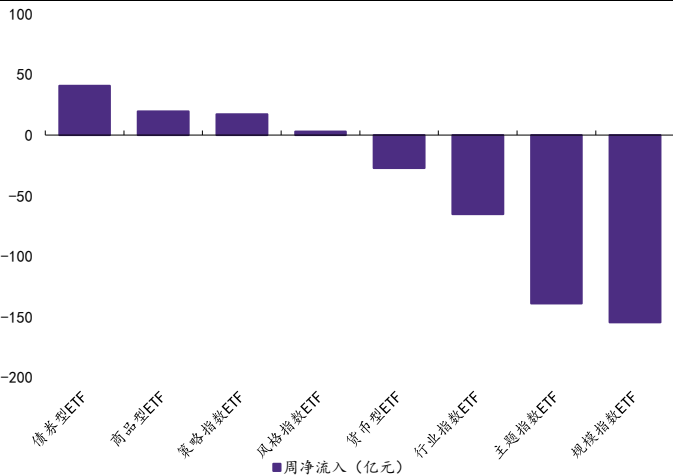
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 36: 股票型 ETF 资金本周延续加速净流出趋势



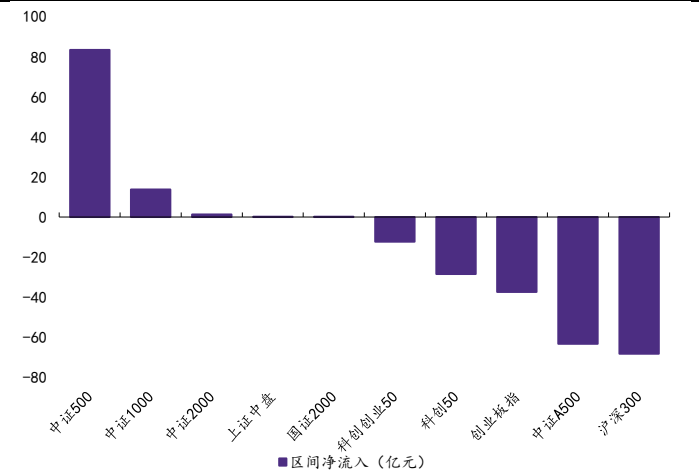
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 37: 本周债券型 ETF 持续净流入居首, 规模指数 ETF 持续净流出居前



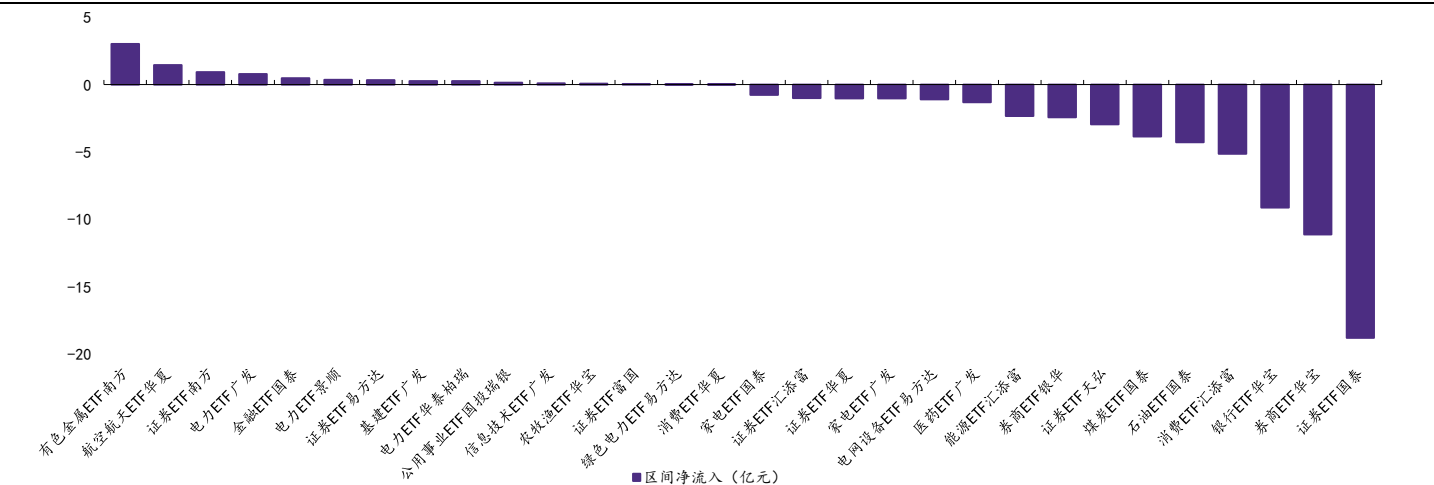
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 38: 本周沪深 300、中证 A500、创业板指跟踪 ETF 净流出居前, 中证 500、中证 1000、中证 2000 净流入居首



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

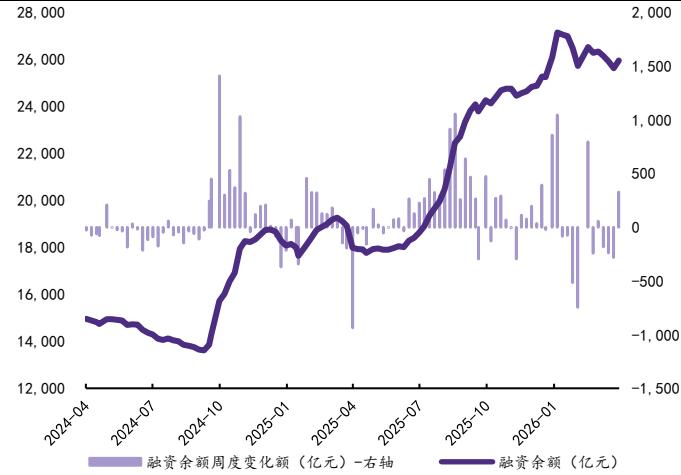
图表 39: 净流入排名前 15 与后 15 的行业指数 ETF 本周资金加配有色、航空航天, 减配证券、银行、消费、石油、煤炭



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

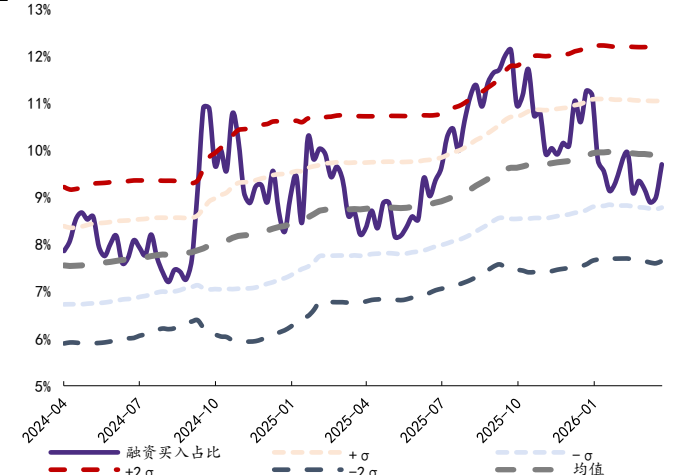
融资资金：本周百亿规模净买入，融资买入占比延续反弹趋势，加配电子、通信、有色，减配化工、石油石化、煤炭。截止至4月10日，融资余额为2.60万亿元，环比净买入327.83亿元。融资买入周度占比为9.70%，环比提升0.69pcts，融资买入占比延续反弹趋势。融资资金周度行业配置，融资净买入加配电子、通信、有色金属行业，减配基础化工、石油石化、煤炭行业。

图表 40：融资资金本周百亿规模净买入



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 41：融资买入占比本周延续反弹趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 42：融资净买入本周加配电子、通信、有色，减配化工、石油石化、煤炭

行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势	行业	融资净买入 (亿元)	融资买入占比	融资余额 (亿元)	融资余额近一月趋势
电子	153.0	10.5%	4028.5	↑	建筑材料	1.3	6.7%	143.0	↓
通信	63.5	10.8%	1284.3	↑	建筑装饰	0.7	6.6%	424.1	↓
有色金属	33.5	9.2%	1472.8	↑	房地产	0.5	8.1%	328.4	↓
电力设备	27.7	8.7%	2315.9	↑	纺织服装	0.0	3.3%	79.3	↓
机械设备	24.4	8.3%	1394.3	↑	美容护理	-0.2	5.5%	62.8	↓
非银金融	21.3	11.8%	1964.7	↑	汽车	-0.7	7.9%	1140.0	↓
医药生物	10.5	7.8%	1609.8	↑	农林牧渔	-0.7	7.5%	276.7	↓
计算机	7.8	8.4%	1765.8	↑	食品饮料	-1.1	6.4%	488.8	↓
传媒	7.7	8.3%	553.7	↑	公用事业	-1.1	7.4%	562.3	↓
环保	7.0	7.7%	222.3	↑	交通运输	-1.5	8.4%	428.6	↓
家用电器	3.6	8.3%	362.1	↑	商贸零售	-2.0	5.7%	246.3	↓
钢铁	2.8	8.8%	181.1	↑	社会服务	-2.2	6.3%	128.8	↓
轻工制造	2.1	4.3%	134.8	↑	煤炭	-2.7	7.1%	142.9	↓
银行	1.7	9.0%	767.4	↑	石油石化	-4.0	7.2%	231.9	↓
综合	1.5	6.5%	44.3	↑	基础化工	-1.3	7.6%	1074.7	↓
国防军工	1.4	9.0%	929.1	↑					

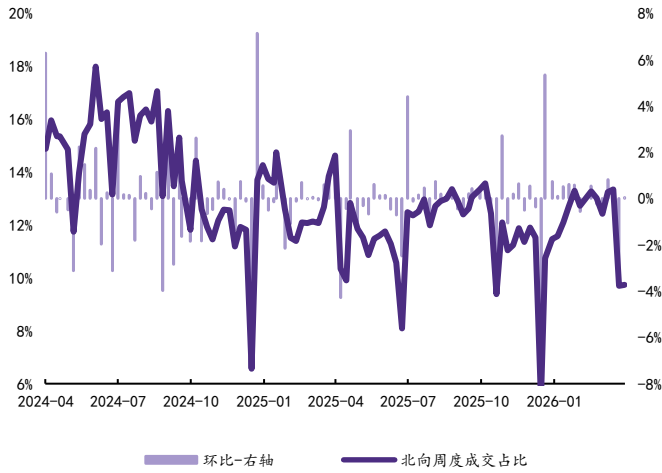
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.4、外资：北向活跃度持续低位，十大活跃股聚焦通信、电子、电力

北向资金：本周北向成交活跃度持续低位，十大活跃股聚焦通信、电子、电力。交易日再度错位一日，北向资金周度成交占比为9.74%，环比提升0.04pcts，整体活跃度持续

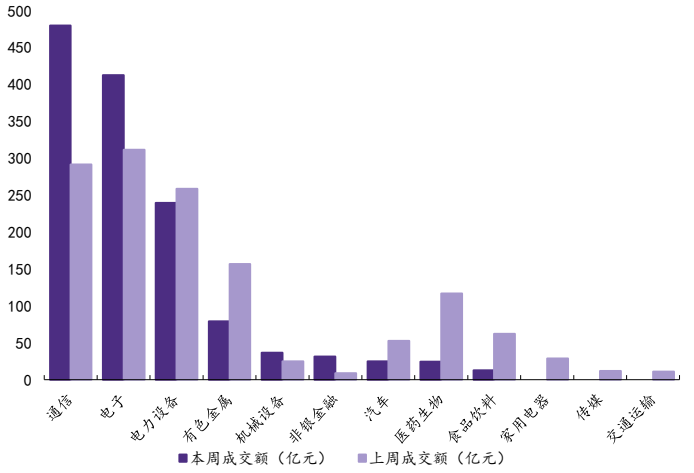
处于较低水平。周度十大活跃股成交额聚焦于通信、电子、电力设备、有色金属、机械设
备行业。

图表 43: 北向资金成交占比本周依然受交易日错位扰动



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 44: 北向资金十大活跃股本周聚焦通信、电子、电力



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

4、牛市进程：成交活跃&融资回暖，但 ATR 潜在触发震荡信号，预计 A 股震荡蓄势

十大牛市指标跟踪：

风险缓和：①成交回暖趋势初显，市场活跃度回升；②ATR 出现阶段高位极值拐点，结合近期下跌趋势，预计后续波动回归，触发震荡信号；③融资转为净买入，市场情绪逐步修复。

图表 45: 成交&融资回暖初显，ATR 潜在触发平调信号

指标	短期调整或牛市见顶信号	现状
估值指标	① 下破均线 ② 下破-2σ与-σ支撑线 ③ 超越前两轮牛市估值高点	现阶段震荡于均线上方，并再度接近均线，股债再平衡 现阶段震荡于均线上方，未触发信号 万得全A本轮估值高点距离2021年牛市高点仍存在3.1%上升空间，主要宽基估值高点对比历史牛市，同样处相对合理区间，未触发信号
量能指标-成交额&换手率	① 超越前四轮成交额与换手率峰值提升倍数 ② 换手率量价背离对应牛市见顶信号 ③ 成交缩量	现阶段成交额与换手率提升倍数均超越2017年牛市提升程度，对比其他几轮牛市仍有差距，未触发信号 现阶段换手率未出现背离现象，未触发信号
交易指标	① 热门行业拥挤度提升倍数超越历史高点 ② 全A拥挤度指标出现高低极值	现阶段热门行业拥挤度均处正常水平，未触发信号 现阶段小幅提升，但仍处正常区间，未触发信号 现阶段迅速回升，但仍处正常区间，未触发信号 现阶段未出现拥挤信号，未触发信号
技术指标-RSI&ATR	① RSI进入超买区域 ② RSI顶背离 ③ ATR高低位极值震荡	现阶段处阶段高位，极值拐点潜在形成，结合前期回调趋势，潜在触发波动回归的震荡信号 截止至2026年3月，个人新开户再度放量，但本轮次高峰未确认，牛市终结信号还未明确显现 截止至2026年3月，机构新开户再度创新高，但本轮高峰未确认，牛市终结信号还未明确显现
新开户	① 个人新开户的次高峰 ② 机构新开户高峰	截止至2026年2月，住户存款市值比小幅回升，居民存款入市短暂放缓，但现值与历史牛市估值相比仍有较大差距，潜在存款入市空间仍巨大，未触发信号 截止至2026年2月，非银住户存款同比增速差正回归值
居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速差	① 住户存款市值比谷值 ② 非银住户存款同比增速差正回归值	截止至2026年2月，非银住户存款同比增速差放缓，居民存款入市短暂放缓，但未触发信号 现阶段融资占比震荡于0线上方，净买入初显回暖趋势
融资资金-A股融资买入占比&融资余额市值比	① 融资买入占比触及年滚动+2σ ② 热门行业融资余额市值比谷值倍数超越前两轮牛市高点	现阶段热门行业估值倍数均处于合理水平，未触发信号 截止至2026年3月，新发行高峰对比历史牛市仍有较大差距，未触发信号
公募基金-新发行/存量涉及股权投资公募基金份额&爆款基金	① 新发行高峰 ② 爆款基金	截止至2026年3月，新发行高峰对比历史牛市仍有较大差距，未触发信号 现阶段热门主题个别爆款基金初现，尚未集中出现
外资资金-北向成交占比	北向成交占比峰值	现阶段整体活跃度持续低位，未触发信号

资料来源: 华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) 国内政策不及预期
- (2) 海外地缘政治扰动

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组组长，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

■ 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。