下载日志已记录，仅供内部参考



华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略周报 2026 年 08 月 09 日

【华创策略】

# 反攻如期而至

## ——策略周聚焦

❖ **引言：**上证破年线后我们持续保持乐观，7/19 我们提出《把握年线黄金坑》，本轮破年线更可能是牛市中继，7/26《迎接超级周》中提出需等待 AI 产业趋势、货币政策环境、国内政策取向等外部因素明朗，8/2 再次提出《把握反攻窗口》。当前指数距离收复年线仅一步之遥，随着联储加息概率走低，本轮反攻的主要外部约束减弱。反攻品种：AI+资源品。

❖ **把握牛市中继破年线后的黄金坑，当前仓位比内部结构更关键**

从后视镜来看，若出现牛市中继破年线情形，则往往是牛市中极为难得的加仓时机。在我们统计的 9 次有效样本中，上证指数在阶段触底后一个月内平均涨幅达 7%，两个月内平均涨幅为 8.9%。从本轮上证指数 7/13 跌破年线起，目前本轮反弹高点 3940 点距离年线 3965 点在时间和空间上仅一步之遥。

❖ **8 月或迎来 V 型反攻，底牌亮明后市场选择方向——牛市中继**

我们认为本轮市场企稳的路径依次为：流动性率先触底企稳，随后市场等待 AI 产业趋势、货币政策环境、国内政策取向等外部因素明朗，进而对以上外部因素进行定价，决定方向。目前影响市场的关键信息均已亮明底牌，需进一步等待的增量信息偏少，市场趋势已然确立，反攻号角已经吹响。

❖ **市场的选择为什么是反攻？**

1）从中长期视角来看：①估值已显著回落。②盈利趋势并未转变。③AI 产业趋势仍在。2）8 月处于三大因子友好窗口期：①AI 产业链中报季业绩稳定性较强。②8 月处于加息空窗期。③本轮贸易摩擦更类似 25 年对等关税时期，市场在贸易摩擦中认可中国反制能力。

❖ **加息概率显著降低：对反攻高度与窗口进一步乐观**

加息的时点影响反攻窗口。而从周五公布的 7 月美国新增非农就业减少 2.3 万人数据来看，目前期货市场定价下一次加息时点已从 9 月延后至 10 月，9 月加息概率从此前 8/3 的 67%大幅回落至 8/7 的 44%，这符合我们之前对于反攻的判断——若加息延后至中期选举之后，下半年美元流动性迎来宽松环境，有利于全球风险资产迎来强有力的反弹。

❖ **当前市场对于科技 AI 的忌惮点并非产业趋势，而在于交易问题——套牢盘和拥挤度。因此，我们从三个维度进行观察：**

**1）科创 50 和创业板指触及基于成交量加权的年线支撑位。**当前科创 50 和创业板指均已触及或接近关键支撑位，这说明近一年持仓成本的加权中枢已构成强支撑，多空筹码形成相对均衡，抛压逐步出清，指数企稳回升概率上升。

**2）公募对 AI 超配幅度或已明显回落。**在 7 月以来 AI 板块大幅回调过后，我们认为 AI 在市场权重以及公募持仓中已明显回落。参照历史经验，当前公募对 TMT 的抱团仍处中后段。

**3）7 月科技 AI 下跌过程中内部筹码已得到充分交换，当前成交热度呈现高位回落。**

❖ **AI 以外关注流动性外溢品种：资源品、创新药、非银等。**本周我们进一步强调资源品的优势。1）26 年 EPS 高增确定性强；2）短期抑制资源品因素明显缓解，估值修复动力增强。

❖ **若增量政策推出则强化全 A 盈利回升延续性，指数突破前高成为可能。**

指数能否突破 5 月中旬上证 4258 点前高的核心在于当前估值调整充分后，企业盈利回升能否在 27 年具备延续性。而延续的关键在于内需与传统板块的基本面能否出现右侧拐点。我们认为不排除未来半年出现类似 24 年 924 增量政策释放的可能。

❖ **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；关税政策超预期，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来。


**华创证券研究所**

**证券分析师：姚佩**

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

**证券分析师：蔡雨阳**

邮箱：caiyuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360525080006


**相关研究报告**

《【华创证券中国中游制造研究中心】聚焦汽车出海、光模块卡位、AIDC 柴发——多行业联合中游制造 8 月报》 2026-08-07

《【华创证券红利资产研究中心】从进攻到平衡：红利成为低波压舱石——多行业联合红利资产 7 月报》 2026-08-07

《【华创证券人工智能研究中心】资本开支验证趋势，交易逻辑转向投资回报——多行业联合人工智能 8 月报》 2026-08-06

《【华创策略】IPO 规模创近五年新高——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-08-03

《【华创策略】把握反攻窗口——策略周聚焦》 2026-08-02

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图表 1 历史上牛市中继&牛熊拐点破年线情况 ..... 4
图表 2 牛市中继破年线后，市场往往迎来 V 型反转 ..... 4
图表 3 云厂商资本开支增速持续上行 ..... 6
图表 4 全 A 近四周上修/下修公司比例 5 月以来持续上行 ..... 6
图表 5 近半年电子/通信/机械/电新等 AI 相关行业一致预测 26 年净利润增速稳定性较强 ..... 6
图表 6 市场预期 9-10 月联储将有 1 次加息 ..... 7
图表 7 2025 年对等关税期间市场 V 型反弹 ..... 7
图表 8 市场预计 9 月加息概率明显回落 ..... 7
图表 9 近期美债利率上行更多由实际利率推动 ..... 8
图表 10 科创 50 接近成交量加权年线支撑位 ..... 8
图表 11 创业板指已触及成交量加权年线支撑 ..... 8
图表 12 6 月 AI 上涨带动中证 800 电子权重大幅上升，7 月 AI 下跌后电子权重回落 ..... 9
图表 13 当前电子正处于加仓与股价共振阶段 ..... 9
图表 14 当前 TMT 正处于加仓与股价共振阶段 ..... 9
图表 15 当前热门主题行业交易热度（成交额占比/自由流通市值占比） ..... 10
图表 16 脸书 26Q2 ROI 走弱，与其余云厂商分化 ..... 11
图表 17 AI 硬件行业资本开支强度&产业链话语权变化分布 ..... 11
图表 18 本轮资源品的修复从幅度和时间维度来看相对更强 ..... 12
图表 19 煤炭、化工、有色等资源品业绩预期改善幅度相对居前 ..... 12
图表 20 过去工业金属资本开支力度整体较为克制 ..... 13
图表 21 近两年工业金属盈利能力显著改善 ..... 13
图表 22 过去一周黄金价格反弹，随着短期抑制因素化解，铜铝价格或进一步上行 ..... 13
图表 23 7 月制造业 PMI 为 49.2，进入收缩区间 ..... 14
图表 24 24 年 7 月到 24 年 9/24 期间的政策梳理 ..... 14

下载日志已记录，仅供内部参考



**核心结论：**

1、反攻开启，牛市中继破年线后多在 20 个交易日内收复年线，当前仓位比结构更关键。

2、反攻三大支撑：估值已显著回落、盈利回升趋势延续、AI 产业趋势得以验证，市场方向选择为牛市中继。

3、8 月处三大因子友好窗口期：AI 中报业绩稳定、联储加息空窗期、贸易摩擦定价转向反制能力。

4、主线科技 AI 为先：套牢盘与拥挤度压力已缓解，A 股 AI 交易逻辑从涨价 β 转向卡位优势 α，关注芯片/数据中心/光纤/半导体设备/光刻机/EDA。

5、强调资源品优势：26 年 EPS 高增确定性强，加息预期减弱，短期抑制资源品因素明显缓解，估值修复动力增强。

6、破前高待增量政策：若 9-10 月增量政策落地强化盈利延续性，指数有望突破前高，反攻品种扩展至内需方向。

**引言：**上证破年线后我们持续保持乐观，7/19 我们提出《把握年线黄金坑》，本轮破年线更可能是牛市中继，7/26《迎接超级周》中提出需等待 AI 产业趋势、货币政策环境、国内政策取向等外部因素明朗，8/2 再次提出《把握反攻窗口》。当前指数距离收复年线仅一步之遥，随着联储加息概率走低，本轮反攻的主要外部约束减弱。反攻品种：AI+资源品。

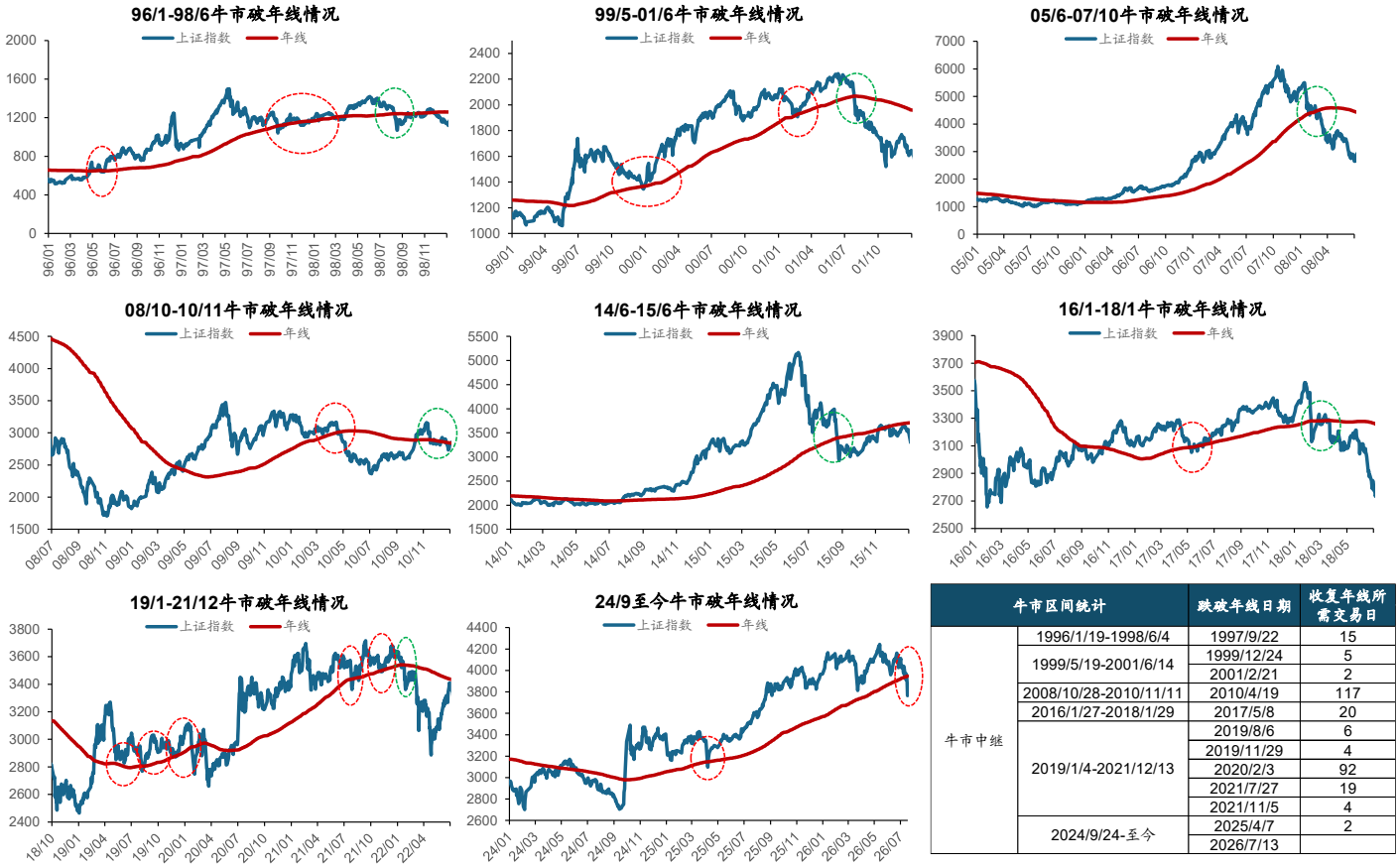
## 一、反攻开启，积极仓位

**把握牛市中继破年线后的黄金坑，当前仓位比内部结构更关键。**我们在 7/19《把握年线黄金坑》中梳理了历史上牛市中继&牛熊拐点破年线情况。从后视镜来看，若出现牛市中继破年线情形，则往往是牛市中极为难得的加仓时机。从我们统计的样本来看，除 10/4/19、20/2/3 两次跌破年线后，分别因为房地产“新国四条”和疫情导致的冲击，从而在经历 117 天、92 天后才收复年线的特殊情况外，其余年份上证指数基本在 20 个交易日内收复年线。进一步观察指数收盘价最低日后一周至三个月的表现，市场呈现 V 型反弹态势，且有效反弹均出现在指数见底之后的 1~2 个月。在我们统计的 9 次有效样本中，上证指数在阶段触底后一个月内平均涨幅达 7%，两个月内平均涨幅为 8.9%。因此，我们认为当前仓位比内部结构更为关键，从而避免 V 型反攻中仓位踏空的损失。结合《把握年线黄金坑》所总结的历史规律，把握牛市中继跌破年线后 20 个交易日的窗口至关重要。从本轮上证指数 7/13 跌破年线起，指数于 7/20 盘中最低触及 3741 点，随后自 7/21 以来持续反弹，截至 8/7 已历经 20 个交易日，目前本轮反弹高点 3940 点距离年线 3965 点在时间和空间上仅一步之遥。

下载日志已记录，仅供内部参考



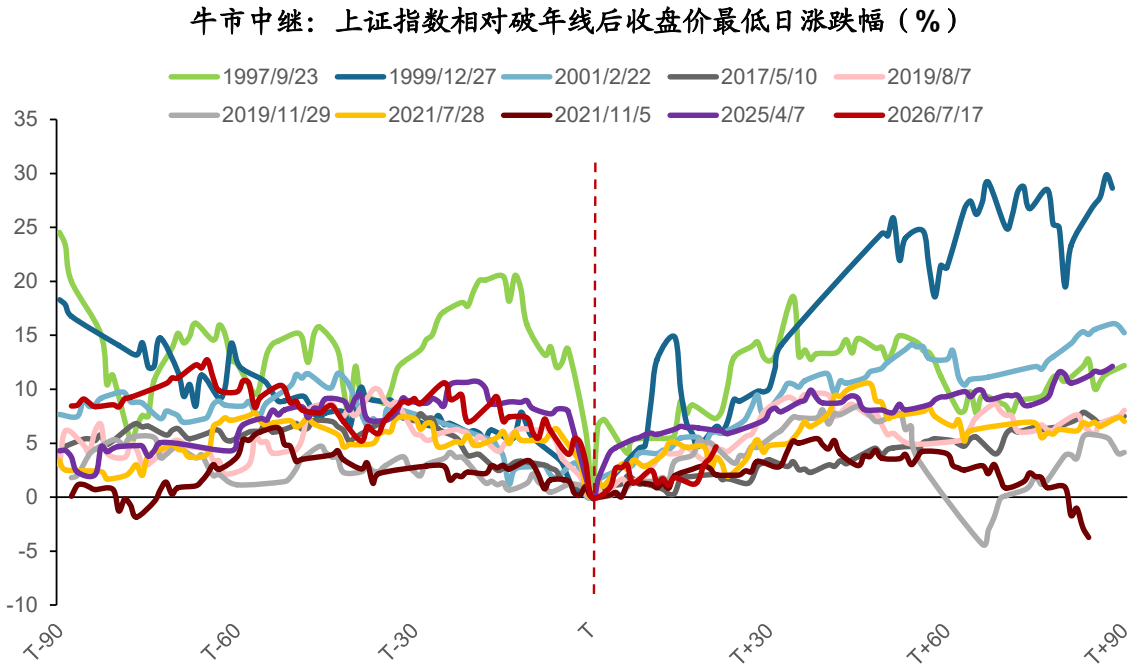
## 图表 1 历史上牛市中继&牛熊拐点破年线情况




| 牛市区间统计 | | 跌破年线日期 | 收复年线所需交易日 |
|---|---|---|---|
| 牛市中继 | 1996/1/19-1998/6/4 | 1997/9/22 | 15 |
| | 1999/5/19-2001/6/14 | 1999/12/24 | 5 |
| | | 2001/2/21 | 2 |
| | 2008/10/28-2010/11/11 | 2010/4/19 | 117 |
| | 2016/1/27-2018/1/29 | 2017/5/8 | 20 |
| | 2019/1/4-2021/12/13 | 2019/8/6 | 6 |
| | | 2019/11/29 | 4 |
| | | 2020/2/3 | 92 |
| | | 2021/7/27 | 19 |
| | | 2021/11/5 | 4 |
| | 2024/9/24-至今 | 2025/4/7 | 2 |
| | | 2026/7/13 | |

*资料来源：Wind，华创证券*

## 图表 2 牛市中继破年线后，市场往往迎来 V 型反转



下载日志已记录，仅供内部参考



| 跌破年线日期 | 收复年线所需交易日 | 期间收盘价最低日 | 最低日后一周涨跌幅(%) | 最低日后两周涨跌幅(%) | 最低日后一个月涨跌幅(%) | 最低日后两个月涨跌幅(%) | 最低日后三个月涨跌幅(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1997/9/22 | 15 | 1997/9/23 | 5.3 | 5.8 | 12.6 | 11.2 | 12.2 |
| 1999/12/24 | 5 | 1999/12/27 | 1.6 | 14.8 | 10.1 | 21.3 | 28.6 |
| 2001/2/21 | 2 | 2001/2/22 | 3.0 | 4.9 | 7.7 | 12.7 | 15.2 |
| 2017/5/8 | 20 | 2017/5/10 | 1.7 | 0.4 | 3.5 | 5.4 | 7.5 |
| 2019/8/6 | 6 | 2019/8/7 | 1.5 | 4.0 | 8.3 | 4.9 | 8.1 |
| 2019/11/29 | 4 | 2019/11/29 | 1.4 | 3.3 | 4.6 | 3.6 | 4.2 |
| 2021/7/27 | 19 | 2021/7/28 | 3.4 | 5.1 | 4.8 | 7.5 | 7.0 |
| 2021/11/5 | 4 | 2021/11/5 | 1.4 | 2.0 | 3.3 | 4.0 | -3.7 |
| 2025/4/7 | 2 | 2025/4/7 | 5.4 | 6.3 | 7.9 | 9.3 | 12.1 |
| | | **均值** | **2.7** | **5.2** | **7.0** | **8.9** | **10.1** |

*资料来源：Wind，华创证券*

**8 月或迎来 V 型反攻，底牌亮明后市场选择方向——牛市中继。**我们认为本轮市场企稳的路径依次为：流动性率先触底企稳，随后市场等待 AI 产业趋势、货币政策环境、国内政策取向等外部因素明朗，进而对以上外部因素进行定价，决定方向。在 7/13 指数跌破年线之后，我们在 7/19《把握年线黄金坑》中就指出，市场企稳的首要前提在于等待流动性信号的触发，例如杠杆资金的回落以及中长线资金的逐步入场，后续市场对此予以验证。随后在指数在 7/24 运行至 3814 点时，我们在 7/26《迎接超级周》中进一步提出在短期微观流动性触底之后市场仍需等待外部催化因素的明朗，包括 IPO 达峰、美联储议息会议落地以及 AI 产业趋势获得实质性验证。待以上条件相继达成验证后，我们随后在 8/2《把握反攻窗口》中明确将观点转向对于反攻方向的选择。结合 8/7 公布的美国 7 月非农数据低于预期的情况来看，我们认为目前影响市场的关键信息均已亮明底牌，需进一步等待的增量信息偏少，市场趋势已然确立，反攻号角已经吹响，上一周市场的上涨更多是就已有信息进行方向选择的结果，当下应当做的即尊重趋势。

**市场的选择为什么是反攻？**

**1）从中长期视角来看：①估值已显著回落。**年内全 A 市盈率中位数已从 26/02 高点的 31 倍降至最低 23.5 倍，接近 25/4/7 对等关税冲击、上证 3100 时全 A 市盈率中位数 23 倍的低位，估值已出现明显回落。**②盈利趋势并未转变。**上半年规模以上工业企业利润增速达 18.7%，我们预计 26 全年非金融净利润增速乐观可达 15%~20%；从盈利预期的变化来看，5 月以来盈利上修/下修结构持续改善。**③AI 产业趋势仍在。**云厂商资本开支仍在上修，Kimi K3 登顶开源模型第一、国产算力需求高增，AI 基本面仍难以证伪。

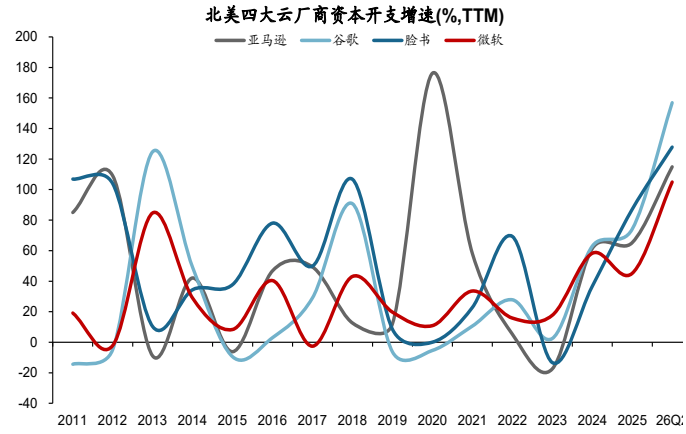
**2）8 月处于三大因子友好窗口期：①AI 产业链中报季业绩稳定性较强。**一方面，7 月底北美云厂商资本开支披露，四大云厂商全年合计资本开支规模有望上调至 7450 亿美元以维持大规模数据中心和算力投入，验证了当前海外 AI 产业趋势尚未结束。同时，对于 A 股来说 8 月将迎来上市公司中报的集中披露，从当下盈利预期的变化来看，5 月以来盈利上修/下修结构持续改善，全 A 近四周 26E 净利润上/下修公司比例由 5 月的低点 52%上行至当前约 82%；其中近半年电子/通信/机械/电新等 AI 相关行业一致预测 26 年净利润增速稳定性较强。**②8 月处于加息空窗期。**我们在 8/2《把握反攻窗口》中指出，加息时点影响反攻窗口，若 9 月或 10 月联储启动加息，本轮修复可能更集中在 8 月，若加息延后至中期选举之后，流动性友好窗口将更长。**③本轮贸易摩擦更类似 25 年对等关税时期，市场在贸易摩擦中认可中国反制能力。**在经历 2018 年以来多轮中美贸易谈判后，股市对贸易摩擦的反应已逐渐转向评估双方博弈结果以及背后的产业竞争优势，定价逻辑已经从“担忧风险发生”，转向“评估谁更具应对能力”；从过去多轮经验看，中国在贸易摩擦中的应对能力逐步获得市场认可。我们认为本轮贸易摩擦更可能成为验证中国资产韧性和产业竞争力的窗口，对此可参考 25 年对等关税时期的市场反应经验：4/2 美方宣

下载日志已记录，仅供内部参考



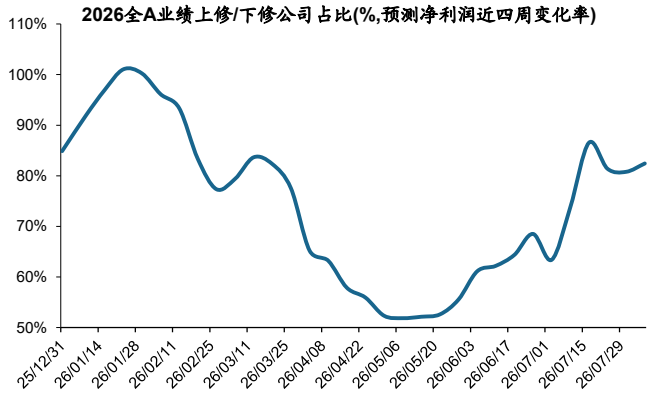
布加征 34%关税后，上证快速下探至 4/7 低点的 3041。随着中方的反制，上证从低点修复至 4/22 收盘的 3300 点。5/10 中美开启日内瓦会谈后，关税摩擦告一段落。本轮重点跟踪特朗普公布的 9/24 中美领导人会谈时间窗口，预计 8 月或更多呈现出中国进行反制，同时不排除中方反制之后美方再次 TACO 的情形。

**图表 3 云厂商资本开支增速持续上行**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 4 全 A 近四周上修/下修公司比例 5 月以来持续上行**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 5 近半年电子/通信/机械/电新等 AI 相关行业一致预测 26 年净利润增速稳定性较强**

| 各行业26年一致预测净利润增速变化(%) | 平均值 | | | | | | | | 最小值 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026/1/31 | 2026/2/28 | 2026/3/31 | 2026/4/30 | 2026/5/31 | 2026/6/30 | 2026/8/7 | 近半年变化 | 2026/1/31 | 2026/2/28 | 2026/3/31 | 2026/4/30 | 2026/5/31 | 2026/6/30 | 2026/8/7 |
| 商贸零售 | 55 | 99 | 292 | 189 | 170 | 169 | 168 | 113 | 31 | 70 | 241 | 150 | 135 | 134 | 131 |
| 建筑材料 | 28 | 34 | 46 | 145 | 126 | 127 | 128 | 100 | 11 | 18 | 23 | 102 | 88 | 88 | 88 |
| 有色金属 | 34 | 38 | 37 | 79 | 82 | 83 | 86 | 53 | 5 | 9 | 11 | 41 | 49 | 50 | 59 |
| 基础化工 | 30 | 39 | 87 | 65 | 67 | 69 | 71 | 41 | 10 | 19 | 61 | 39 | 43 | 44 | 46 |
| 电力设备 | 74 | 87 | 85 | 121 | 112 | 112 | 112 | 38 | 45 | 56 | 50 | 72 | 73 | 73 | 76 |
| 电子 | 51 | 100 | 108 | 75 | 81 | 82 | 85 | 34 | 22 | 64 | 72 | 40 | 52 | 54 | 56 |
| 石油石化 | 7 | 8 | 17 | 32 | 36 | 37 | 38 | 30 | -8 | -7 | -8 | 0 | 19 | 21 | 22 |
| 传媒 | 26 | 38 | 45 | 57 | 53 | 52 | 52 | 26 | 10 | 21 | 28 | 40 | 37 | 37 | 37 |
| 国防军工 | 45 | 86 | 115 | 78 | 71 | 70 | 70 | 25 | 21 | 57 | 83 | 45 | 50 | 50 | 49 |
| 煤炭 | 15 | 14 | 139 | 29 | 31 | 32 | 33 | 19 | -12 | 1 | 103 | 8 | 11 | 11 | 14 |
| 医药生物 | 23 | 39 | 60 | 42 | 39 | 39 | 41 | 18 | 6 | 22 | 41 | 23 | 23 | 23 | 22 |
| 轻工制造 | 23 | 39 | 48 | 51 | 43 | 42 | 39 | 16 | 12 | 28 | 39 | 37 | 33 | 32 | 29 |
| 机械设备 | 25 | 48 | 62 | 40 | 39 | 39 | 39 | 14 | 13 | 35 | 47 | 28 | 27 | 29 | 28 |
| 钢铁 | 25 | 23 | 50 | 54 | 34 | 33 | 33 | 8 | 12 | 14 | 38 | 43 | 20 | 20 | 19 |
| 通信 | 15 | 25 | 22 | 19 | 20 | 20 | 21 | 6 | 7 | 16 | 1 | 2 | 5 | 5 | 8 |
| 环保 | 16 | 30 | 51 | 25 | 20 | 21 | 21 | 5 | 9 | 24 | 44 | 18 | 13 | 13 | 13 |
| 食品饮料 | 8 | 10 | 12 | 17 | 13 | 12 | 11 | 3 | -6 | -3 | 0 | 7 | 3 | 3 | 3 |
| 美容护理 | 23 | 43 | 44 | 33 | 27 | 27 | 26 | 3 | 7 | 28 | 28 | 14 | 15 | 16 | 16 |
| 交通运输 | 24 | 28 | 45 | 31 | 29 | 27 | 27 | 2 | 6 | 11 | 16 | 4 | 6 | 4 | 5 |
| 建筑装饰 | 6 | 6 | 78 | 12 | 8 | 8 | 7 | 1 | -3 | -3 | 56 | 1 | -1 | -1 | -1 |
| 纺织服饰 | 16 | 17 | 58 | 15 | 16 | 16 | 17 | 1 | 7 | 8 | 47 | 2 | 5 | 5 | 4 |
| 社会服务 | 24 | 36 | 63 | 34 | 29 | 27 | 22 | -1 | 12 | 25 | 50 | 23 | 20 | 18 | 14 |
| 家用电器 | 11 | 15 | 95 | 10 | 9 | 9 | 9 | -2 | 1 | 5 | 77 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| 汽车 | 42 | 48 | 70 | 40 | 35 | 34 | 32 | -10 | 17 | 24 | 40 | 15 | 14 | 13 | 13 |
| 计算机 | 90 | 163 | 188 | 78 | 71 | 70 | 72 | -18 | 60 | 124 | 147 | 51 | 47 | 46 | 47 |
| 公用事业 | 33 | 33 | 27 | 5 | 2 | 2 | 2 | -31 | 20 | 21 | 15 | -4 | -5 | -5 | -5 |
| 农林牧渔 | 35 | 84 | 72 | 14 | 0 | -2 | -8 | -42 | -38 | 38 | 6 | -50 | -61 | -60 | -65 |
| **全A非金融** | **28** | **38** | **56** | **48** | **46** | **46** | **47** | **19** | **8** | **18** | **30** | **21** | **25** | **25** | **26** |

*资料来源：Wind，华创证券*

下载日志已记录，仅供内部参考

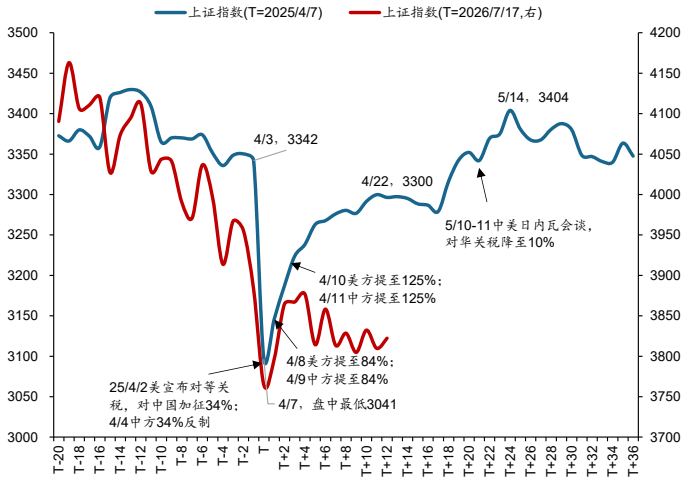


**图表 6 市场预期 9-10 月联储将有 1 次加息**

| | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| MEETING DATE | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 |
| 2026/9/16 | 0.0% | 0.0% | 55.6% | 44.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/10/28 | 0.0% | 0.0% | 40.8% | 47.4% | 11.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2026/12/9 | 0.0% | 0.0% | 22.9% | 44.5% | 27.4% | 5.2% | 0.0% | 0.0% |
| 2027/1/27 | 0.0% | 0.0% | 19.2% | 41.0% | 30.2% | 8.8% | 0.8% | 0.0% |
| 2027/3/17 | 0.0% | 0.0% | 14.3% | 35.5% | 32.9% | 14.2% | 2.8% | 0.2% |
| 2027/4/28 | 0.0% | 0.0% | 13.1% | 33.7% | 33.2% | 15.8% | 3.8% | 0.4% |
| 2027/6/9 | 0.0% | 0.0% | 12.3% | 32.4% | 33.2% | 16.9% | 4.6% | 0.6% |
| 2027/7/28 | 0.0% | 0.3% | 12.7% | 32.4% | 32.8% | 16.6% | 4.5% | 0.6% |
| 2027/9/15 | 0.0% | 1.2% | 14.1% | 32.4% | 31.7% | 15.8% | 4.2% | 0.6% |
| 2027/10/27 | 0.1% | 2.1% | 15.4% | 32.4% | 30.6% | 15.0% | 4.0% | 0.6% |
| 2027/12/8 | 0.3% | 3.5% | 17.2% | 32.2% | 28.9% | 13.8% | 3.6% | 0.5% |

*资料来源：CME，华创证券*

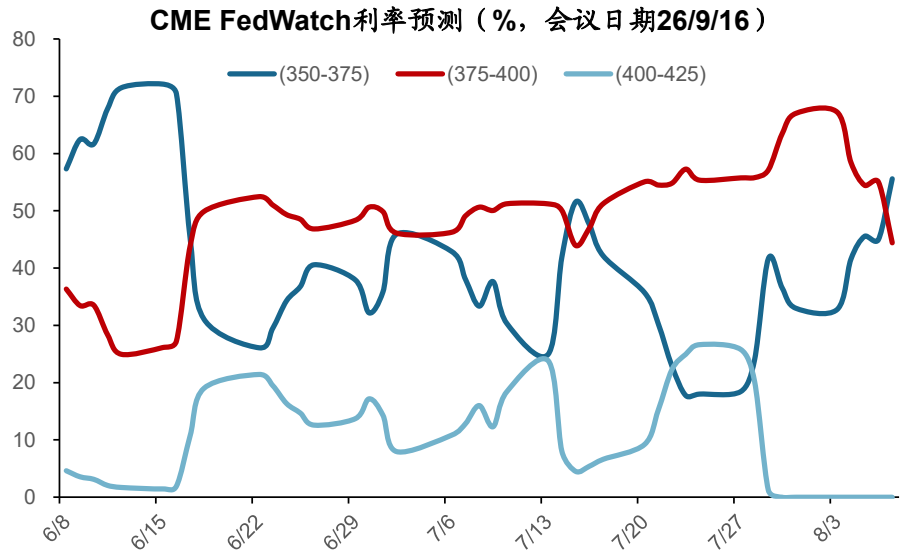
**图表 7 2025 年对等关税期间市场 V 型反弹**




*资料来源：Wind，华创证券*

**加息概率显著降低：对反攻高度与窗口进一步乐观。**我们在 8/2 周报《把握反攻窗口》中指出，加息的时点影响反攻窗口。而从周五公布的 7 月美国新增非农就业减少 2.3 万人数据来看，目前期货市场定价下一次加息时点已从 9 月延后至 10 月，9 月加息概率从此前 8/3 的 67%大幅回落至 8/7 的 44%，这符合我们之前对于反攻的判断——若加息延后至中期选举之后，下半年美元流动性迎来宽松环境，有利于全球风险资产迎来强有力的反弹；而过去一周包括全球股指以及黄金在内的大类资产均演绎出加息预期降温的逻辑。此外，近期贝森特亲自下场联合日本干预日元，底层逻辑直指美债：日元持续贬值将迫使日本为筹集美元干预汇市而抛售美债，推高美债收益率、放大美国政府的融资成本。此举亦折射出特朗普中选选情与财政部付息压力正向美联储主席沃什传导；沃什虽在声明与沟通框架上展现鹰派姿态，但其不提供点阵图、反对过度前瞻指引的实际取向偏鸽。正如我们在 8/2《把握反攻窗口》所述，若未来两月内通胀预期没有明显上行，我们认为美联储维持观望的可能性仍在，这对股市是相对利好，而当下劳动力市场在连续两个月的降温中为联储转鸽提供了现实可能。

**图表 8 市场预计 9 月加息概率明显回落**

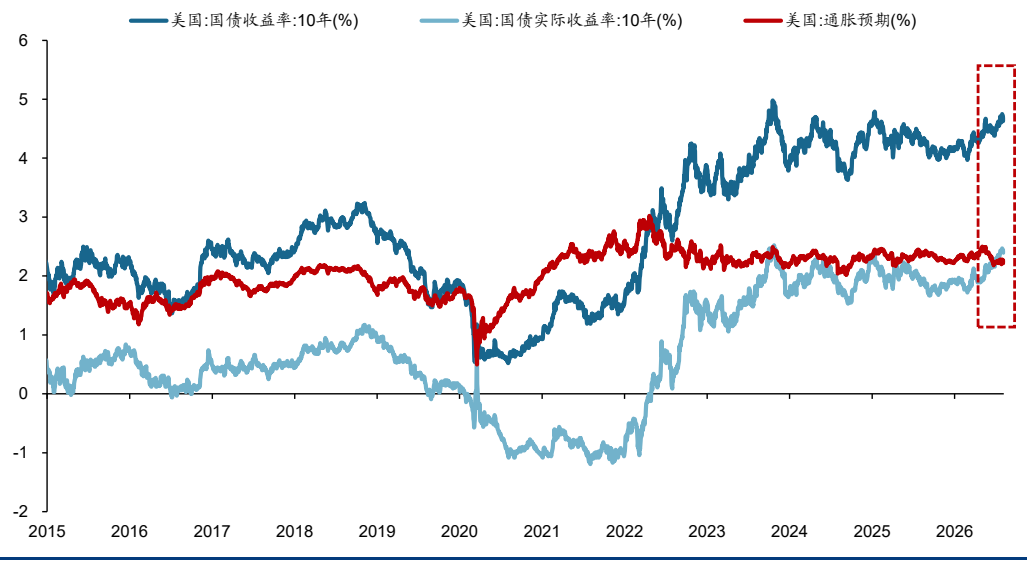



*资料来源：CME，华创证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 9 近期美债利率上行更多由实际利率推动



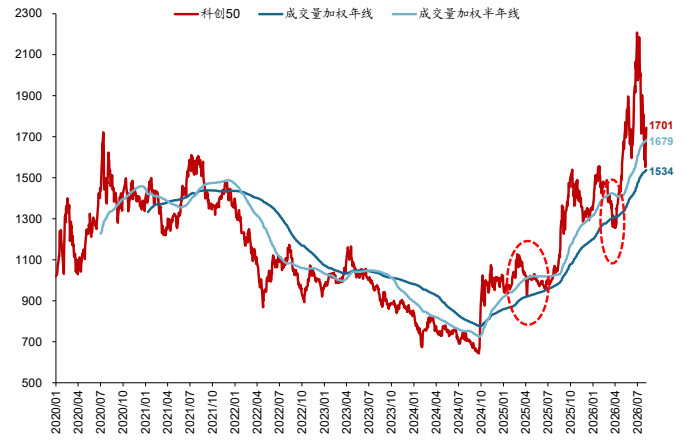

*资料来源：Wind，华创证券*

## 二、反攻主线：科技 AI 为先

**当前市场对于科技 AI 的忌惮点并非产业趋势，而在于交易问题——套牢盘和拥挤度。因此，我们从三个维度进行观察：**

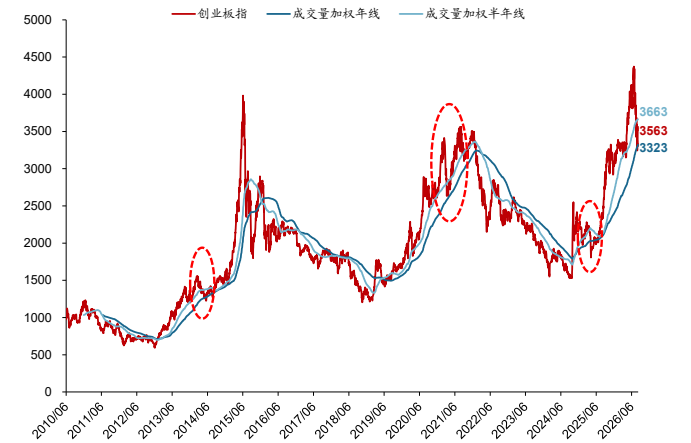
**1）科创 50 和创业板指触及基于成交量加权的年线支撑位。**我们测算科创 50 和创业板指成交量加权年线（近 250 交易日指数价格按成交量加权），相比传统 MA250，成交量加权年线考虑了成交量分布，能够更有效反映市场买卖形成的筹码均衡点。当前科创 50 和创业板指均已触及或接近关键支撑位，这说明近一年持仓成本的加权中枢已构成强支撑，多空筹码形成相对均衡，抛压逐步出清，指数企稳回升概率上升。8/3 科创 50 盘中最低 1549 点接近当日成交量加权年线 1531 点、创业板指 7/30 盘中最低 3158 点已跌破当日成交量加权年线 3296 点。历史上，创业板在 2014/05、2014/07、2021/03、2021/08 牛市阶段中均能观察到成交量加权年线附近的较强支撑；从本轮牛市经验看，科创 50 也在 25/04 对等关税、26/03 美伊战争期间呈现出类似特征。

图表 10 科创 50 接近成交量加权年线支撑位




*资料来源：Wind，华创证券 注：成交量加权年线为近 250 交易日指数价格按成交量加权后所得，下同*

图表 11 创业板指已触及成交量加权年线支撑



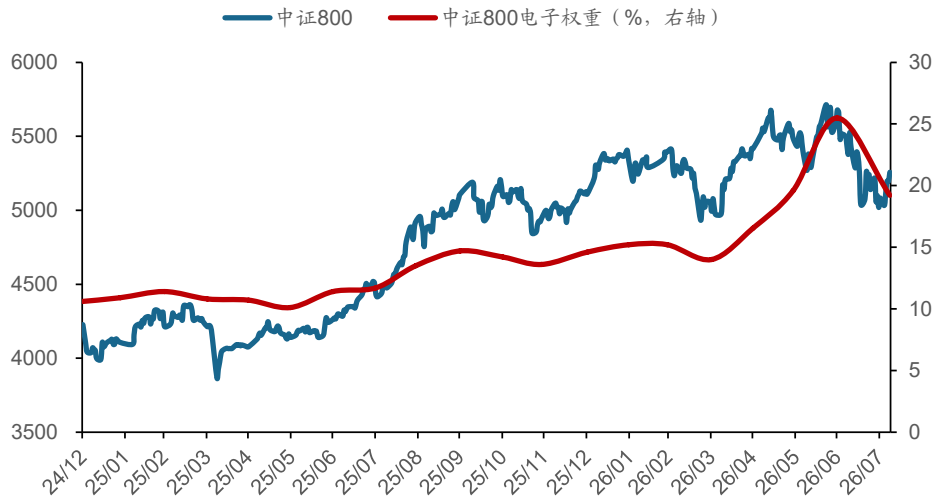

*资料来源：Wind，华创证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



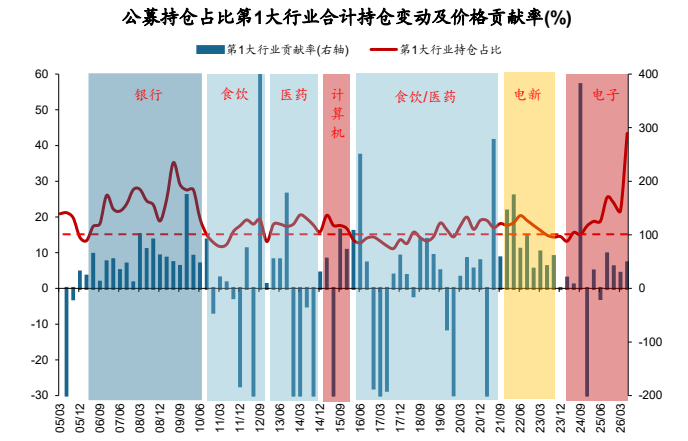
**2）公募对 AI 超配幅度或已明显回落。**当前市场普遍关注 26Q2 主动权益基金重仓股中 TMT 板块持股市值占比 61.7%创历史新高，但我们认为这一极端值很大程度上是由于价格的涨跌所贡献的。若将市值增长拆分为被动贡献（价格上涨）与主动贡献（加仓）两部分，26Q2 TMT 板块约 53.1%由价格上涨贡献（详见《TMT 持仓六成，多少是买出来的？多少是涨出来的？》）。而在 7 月以来 AI 板块大幅回调过后，我们认为 AI 在市场权重以及公募持仓中已明显回落：从公募基准指数中证 800 的权重来看，6 月 AI 上涨行情带动中证 800 等指数电子权重大幅上升，从 5/31 的 19.6%大幅升至 6/30 的 25.5%，7 月 AI 下跌后电子权重明显回落，电子权重回落至 7/31 的 19.2%。根据我们在《TMT 持仓六成，多少是买出来的？多少是涨出来的？》参照历史经验来看，历次公募抱团的形成与瓦解往往会伴随着价格贡献率呈“V 字形”变化经历五个阶段：①价格主导、②加仓主导、③加仓与价格共振、④峰值阶段、⑤抱团瓦解。参照历史经验，抱团达到峰值时价格贡献率通常超过 100%，之后则会出现价格贡献率见顶、抱团瓦解的过程，而当前公募对 TMT 的抱团仍处中后段。

**图表 12　6 月 AI 上涨带动中证 800 电子权重大幅上升，7 月 AI 下跌后电子权重回落**



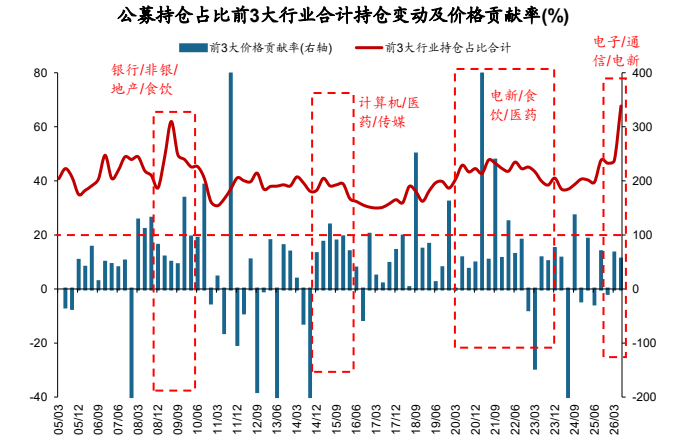

*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 13　当前电子正处于加仓与股价共振阶段**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 14　当前 TMT 正处于加仓与股价共振阶段**



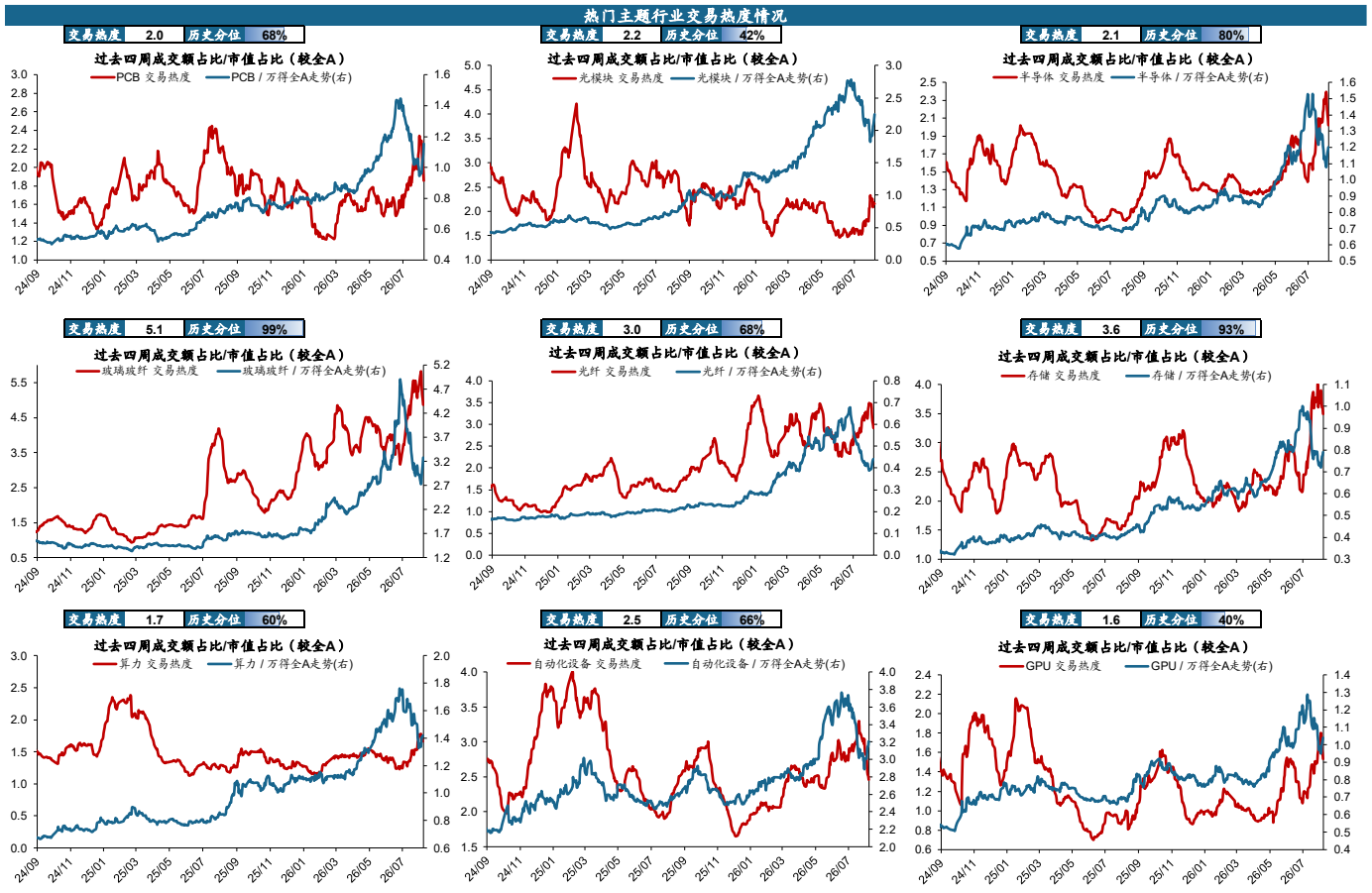

*资料来源：Wind，华创证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



**3）7 月科技 AI 下跌过程中内部筹码已得到充分交换，当前成交热度呈现高位回落。**以成交额占全 A 比例/自由流通市值占全 A 比例表征考量市值因素后的真实交易热度。在二季度 AI 板块大幅上涨的过程中，各板块成交热度基本处于盘整甚至中枢略微下降的过程，其隐含的意义为：上涨过程中筹码并未得到充分交换。但在 7 月 AI 板块下跌的过程中，AI 板块的交易热度反而呈现快速提升，这意味着在其下跌的过程中交投情绪出现明显扩大，由此带来筹码的充分交换。目前来看，随着指数的触底反弹，AI 板块的成交热度已从高位回落。从近四周成交额占比/自由流通市值占比来看，半导体交易热度从 8/3 的 2.4 回落至 8/7 的 2.0，PCB 从 7/30 的 2.3 回落至 8/7 的 1.9，光纤从 7/30 的 3.5 回落至 8/7 的 2.9，存储从 7/28 的 4.0 回落至 8/7 的 3.5。

**图表 15　当前热门主题行业交易热度（成交额占比/自由流通市值占比）**




*资料来源：Wind，华创证券*

**北美 AI 交易逻辑或从二季度“投入越多越好”军备竞赛的β，转向重视“ROI 回报率”的α。**北美算力更加关注有质量回报的资本开支。北美云厂商中报披露后，微软和 Meta 的股价分化具有代表性：微软既有大模型能力，也有云算力和收入端改善，ROIC 由一季度的 31.3%回升至 33.7%，因此获得市场奖励；而 Meta 的 AI 投入更多用于内部广告体系赋能，产业链传导更长，ROIC 由一季度的 29.8%下降至 25.7%，市场短期难以看到明确回报，因此股价受到惩罚。

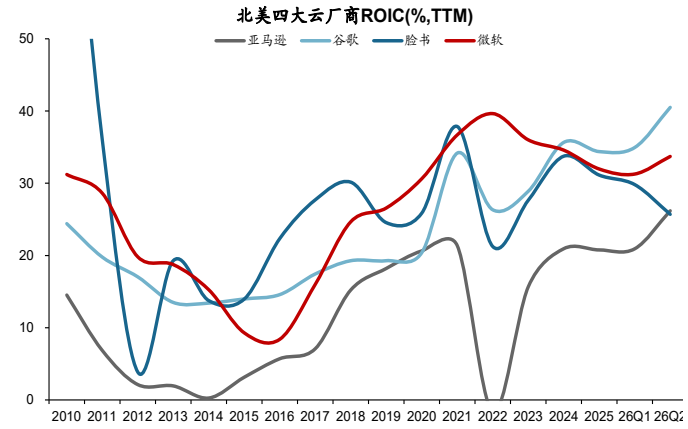
**A 股 AI 交易逻辑从二季度涨价的β转向卡位优势的α，具体关注 AI 硬件链卡位优势（芯片/数据中心/光纤/半导体设备/光刻机/EDA）。**在硬件内部，后续筛选需要更加重视产业链卡位。我们认为一方面应关注未来产能释放没有那么充分、受供给冲击较小的行

下载日志已记录，仅供内部参考



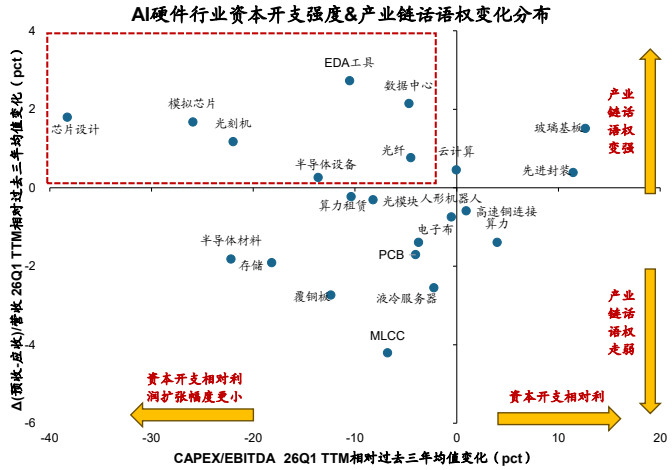
业，以 CAPEX/EBITDA（观察资本开支扩张幅度相对利润扩张幅度）来作为衡量；另一方面，应关注产业链话语权变强的行业，我们以（预收-应收）的净增额相对营收的占比作为衡量。筛选 AI 硬件各环节后，当前值得关注的细分领域主要集中在芯片设计、光模块、EDA、光纤、半导体设备、算力租赁、光刻机等。

**图表 16　脸书 26Q2 ROI 走弱，与其余云厂商分化**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 17　AI 硬件行业资本开支强度&产业链话语权变化分布**




*资料来源：Wind，华创证券*

## 三、资源品：业绩确定性叠加估值修复

**继续维持 AI 以外关注流动性外溢品种：资源品、创新药、非银等，本周我们进一步强调资源品的优势。**从 7/21 市场企稳回升以来，相较于食饮、家电等内需板块以及红利板块，本轮资源品的修复不论从幅度和时间维度来看都相对更强，背后是基于资源品业绩增长的确定性以及估值修复动力的加强。

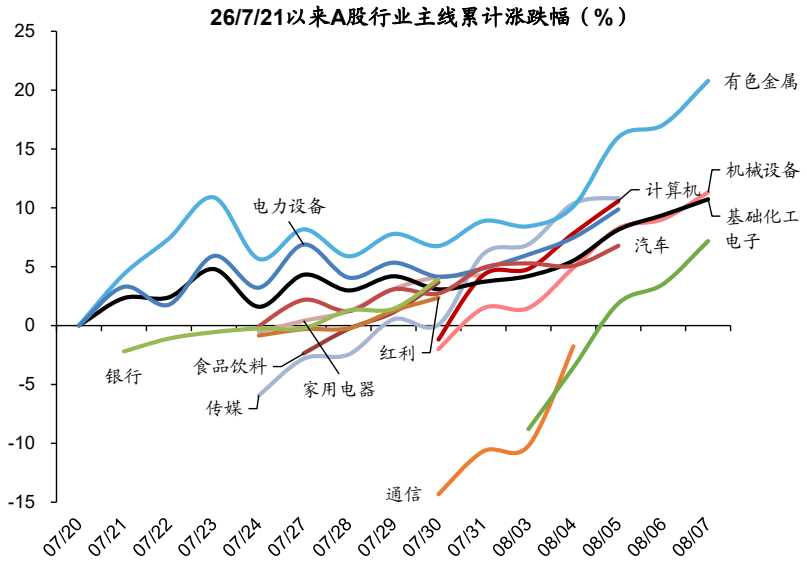
**1）26 年 EPS 高增确定性强：**从近 4 周各行业 26 年预测净利润上下修比例来看煤炭、化工、有色等资源品业绩预期改善幅度相对居前；此外，从上文近半年各行业 26 年净利润预测变化来看，有色、化工等行业近半年业绩预期明显抬升。从背后的供需视角来看，过去工业金属资本开支力度整体较为克制，15 年至今 FCFF/EBITDA 基本于 1.4 附近波动，企业更加注重自身禀赋的成本控制；随着当下 AI 能耗需求放大铜铝等工业金属的全球供需缺口，行业盈利能力显著攀升。

**2）短期抑制资源品因素明显缓解，估值修复动力增强。**如上文所述，随着联储加息预期的减弱，市场反攻的空间将进一步拓展。与此同时，此前美伊冲突的反复对油价形成的滞胀效应、进而对资源品构成的抑制作用，在当前霍尔木兹海峡新协议浮出水面的背景下也已得到明显化解。在此背景下，资源品的估值修复动力明显增强；尤其是在以黄金为代表的贵金属已出现显著反弹之后（COMEX 黄金从 7/31 的 4050 美元/盎司升至 8/7 的 4346 美元/盎司），我们预计后续包括铜、铝等工业金属，以及化工、煤炭等品种在内的资源品有望跟进回升。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 18 本轮资源品的修复从幅度和时间维度来看相对更强




资料来源：Wind，华创证券

图表 19 煤炭、化工、有色等资源品业绩预期改善幅度相对居前

各行业26年预测净利润上修/下修公司比例（%，26E净利润近4周变化率）

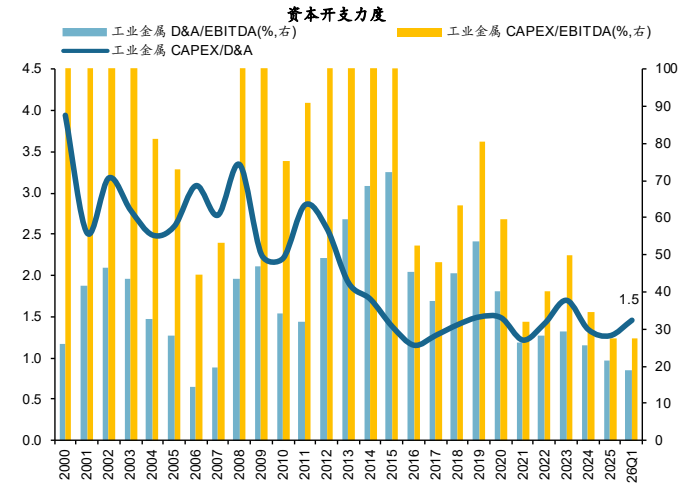
| 行业 | 近1个月涨跌幅(%) | 截至7/10 | 截至7/17 | 截至7/24 | 截至7/31 | 截至8/7 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 非银金融 | 0.0 | 250% | 300% | 375% | 850% | 1300% |
| 煤炭 | 8.1 | 700% | 全部上修 | 500% | 600% | 600% |
| 环保 | -3.2 | 200% | 全部上修 | 600% | 250% | 300% |
| 纺织服饰 | -0.3 | 160% | 133% | 114% | 120% | 200% |
| 钢铁 | 3.0 | 50% | 200% | 50% | 150% | 150% |
| 公用事业 | 2.5 | 33% | 67% | 42% | 78% | 143% |
| 通信 | -13.4 | 64% | 100% | 171% | 100% | 136% |
| 基础化工 | -4.0 | 92% | 114% | 114% | 125% | 133% |
| 有色金属 | 7.0 | 108% | 113% | 100% | 100% | 133% |
| 建筑材料 | -11.7 | 67% | 167% | 167% | 200% | 133% |
| 石油石化 | 9.9 | 100% | 175% | 233% | 150% | 125% |
| 交通运输 | 3.7 | 110% | 118% | 167% | 108% | 125% |
| 传媒 | 6.3 | 114% | 200% | 200% | 120% | 117% |
| 国防军工 | -7.4 | 32% | 40% | 46% | 55% | 110% |
| 机械设备 | -10.6 | 77% | 95% | 109% | 112% | 88% |
| 电子 | -16.8 | 88% | 112% | 100% | 103% | 88% |
| 计算机 | 6.6 | 62% | 60% | 48% | 91% | 73% |
| 医药生物 | 8.3 | 58% | 56% | 58% | 51% | 68% |
| 社会服务 | 1.1 | 44% | 50% | 30% | 63% | 67% |
| 食品饮料 | 7.8 | 58% | 76% | 83% | 70% | 59% |
| 电力设备 | -5.8 | 66% | 59% | 54% | 63% | 57% |
| 银行 | 3.5 | 133% | 140% | 64% | 80% | 54% |
| 家用电器 | 1.0 | 25% | 14% | 21% | 27% | 50% |
| 轻工制造 | -1.0 | 53% | 63% | 67% | 38% | 47% |
| 商贸零售 | 6.3 | 300% | 120% | 67% | 30% | 33% |
| 建筑装饰 | -1.5 | 83% | 33% | 29% | 29% | 33% |
| 汽车 | -3.4 | 41% | 63% | 53% | 41% | 29% |
| 农林牧渔 | 2.3 | 19% | 25% | 40% | 20% | 25% |
| 美容护理 | 6.0 | 67% | 38% | 43% | 29% | 25% |
| 房地产 | 2.0 | 67% | 40% | 14% | 25% | 17% |
| 全部A股 | -4.1 | 71% | 84% | 80% | 80% | 81% |

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

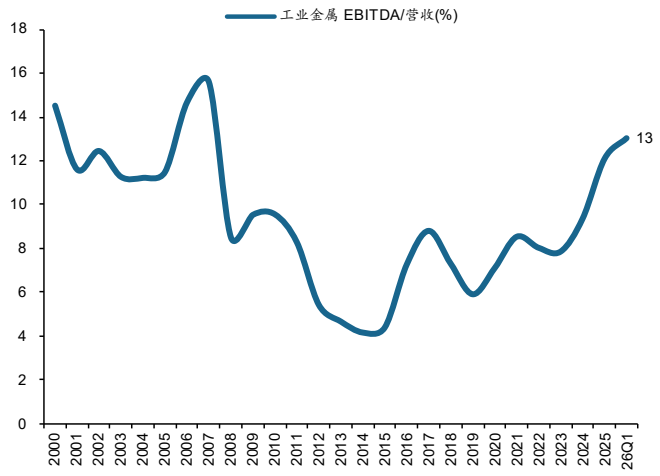


图表 20 过去工业金属资本开支力度整体较为克制



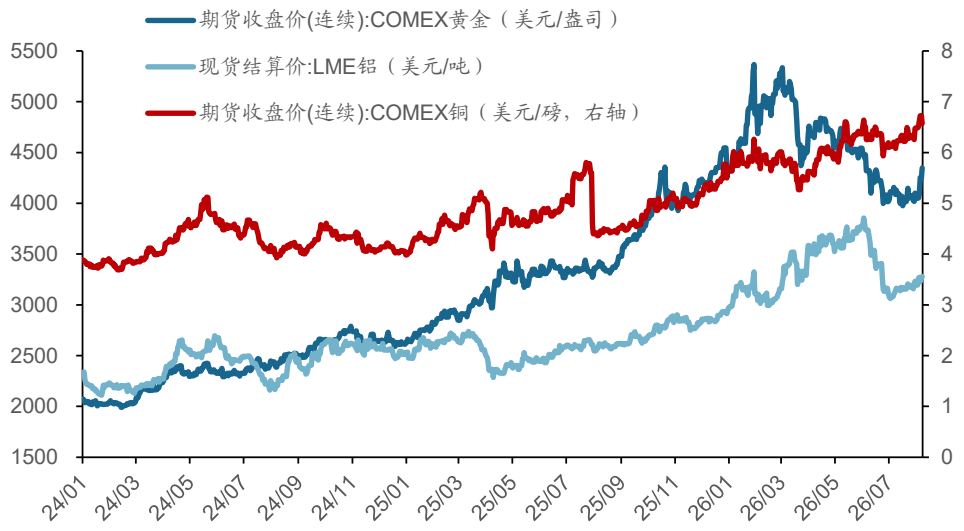

资料来源：Wind，华创证券

图表 21 近两年工业金属盈利能力显著改善




资料来源：Wind，华创证券

图表 22 过去一周黄金价格反弹，随着短期抑制因素化解，铜铝价格或进一步上行




资料来源：Wind，华创证券

## 四、破前高可能：待增量政策落地

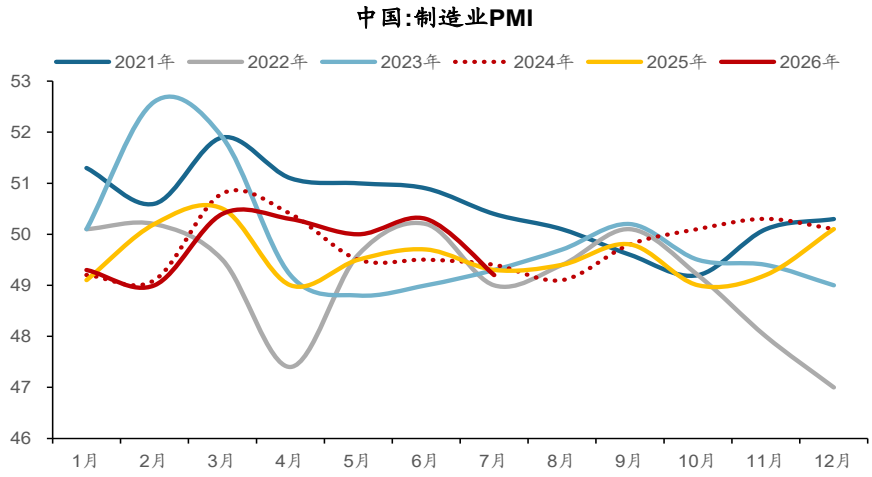
**若增量政策推出则强化全 A 盈利回升延续性，指数突破前高成为可能。**关于本轮反攻的高度亦是市场普遍关心的问题，我们认为随着目前第一周的反弹，指数距离收复年线一步之遥后，此后能否突破 5 月中旬上证 4258 点前高的核心在于当前估值调整充分后，企业盈利回升能否在 27 年具备延续性。而延续的关键在于内需与传统板块的基本面能否出现右侧拐点。我们认为不排除未来半年出现类似 24 年 924 增量政策释放的可能。若该情景兑现，我们的反攻品种从科技与资源品会进一步扩展到消费、地产链等内需方向。从基本面数据看，今年以来经济的季度走势与 24 年最为类似，即 Q1 高增，Q2 回落，Q3 有待进一步观察。7 月制造业 PMI 录得 49.2，落入收缩区间，且相较近年同期呈现超季

下载日志已记录，仅供内部参考



节性回落。而从政策视角来看，今年与 24 年也存在类似之处。7 月份政治局会议意识到了经济的困难情况，强调加快已有政策落实，24/7 政治局会议提出“国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛”，同时强调“加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”，本轮政治局会议同样提到“要高度重视经济运行中的困难挑战，坚定信心，迎难而上”，同时提出“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。随后 24/8 加快已有政策落实，包括新增专项债发行明显提速；3000 亿“两新”资金 8 月底前全部下达，以旧换新拉动 9 月相关消费转正。直至 9/24 增量政策集中出台，货币财政迎来双宽，包括降准 0.5pct、政策利率降 20bp、存量房贷利率平均降约 0.5pct，首创互换便利首期 5000 亿、股票回购增持再贷款首期 3000 亿。今年来看，8 月应重点关注财政支出节奏的加快，同时配合经济数据的高频观察。若 9、10 月份出现增量政策释放，我们认为无论是基本面 K 型分化的收敛，还是盈利增长的可持续性均有望增强，届时指数突破前高则具备可能性。

**图表 23　7 月制造业 PMI 为 49.2，进入收缩区间**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 24　24 年 7 月到 24 年 9/24 期间的政策梳理**

| 时间线 | 政策/会议 | 政策方向 | 核心内容 |
|---|---|---|---|
| 2024/7/30 | 中央政治局会议 | 基调转暖，增量政策处于“储备”阶段 | 形势判断更严峻；“持续用力、更加给力”；“加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”；以提振消费为重点扩内需；加快专项债发行使用 |
| 2024年8月-9月中旬 | 财政加快存量使用 | 存量政策加速落地 | 新增专项债发行明显提速；3000亿“两新”资金8月底前全部下达，以旧换新拉动9月相关消费转正 |
| 2024/9/24 | 国新办“一行一局一会”发布会 | 增量货币政策+资本市场支持工具 | **货币政策：** 降准50bp（释放约1万亿流动性）；7天逆回购利率下调20bp；年内可能再降准25-50bp。**地产政策：** 存量房贷利率下调约50bp；二套首付统一降至15%；保障性住房再贷款央行出资比从60%提至100%；延长“金融16条”等至2026年底。**资本市场：** 首创互换便利工具（5000亿）；股票回购增持再贷款（3000亿）；“正在研究”平准基金 |
| 2024/9/26 | 中央政治局会议（非常规时点讨论经济） | 增量政策正式确认，政策拐点确立 | ①加大财政货币政策逆周期调节力度；②实施有力度的降息；③促进房地产市场止跌回稳（首次使用此表述）；④努力提振资本市场；⑤加力推出增量政策；⑥调整住房限购政策 |

*资料来源：发改委，澎湃新闻，中国政府网，华创证券*

下载日志已记录，仅供内部参考



**风险提示：**

1、宏观经济复苏不及预期；

2、关税政策超预期，可能对相关产业链及国内出口造成影响；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 策略组团队介绍

**组长、首席分析师：姚佩**

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

**研究员：丁炎晨**

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023 年 4 月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

**研究员：蔡雨阳**

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创研究所。

**助理研究员：朱冬墨**

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：周名未**

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-63214682 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 张婷 | 北京机构销售副总监 | | zhangting3@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 公募机构销售总监 | 010-63214682 | liuyi@hcyjs.com |
| | 顾翎蓝 | 资深销售经理 | 010-63214682 | gulinglan@hcyjs.com |
| | 刘颖 | 资深销售经理 | 010-66500821 | liuying5@hcyjs.com |
| | 阎星宇 | 销售经理 | | yanxingyu@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| | 张羽驰 | 销售经理 | | zhangyuchi@hcyjs.com |
| | 骆振琳 | 高级销售经理 | | luozhenlin@hcyjs.com |
| | 刘亚东 | 销售经理 | | liuyadong@hcyjs.com |
| | 白嘉琪 | 销售助理 | | baijiaqi@hcyjs.com |
| | 吴昱颖 | 销售经理 | | wuyuying@hcyjs.com |
| | 龚佳宁 | 机构销售 | | gongjianing@hcyjs.com |
| | 周怡圆 | 资深销售经理 | | zhouyiyuan@hcyjs.com |
| | 刘泽群 | 销售经理 | | liuzequn@hcyjs.com |
| 深圳机构销售部 | 张娟 | 副总经理、深圳机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 张嘉慧 | 资深销售经理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| | 王春丽 | 资深销售经理 | 0755-82871425 | wangchunli@hcyjs.com |
| | 王越 | 高级销售经理 | | wangyue5@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 温雅迪 | 销售经理 | | wenyadi@hcyjs.com |
| | 胡丁琳 | 销售经理 | | hudinglin@hcyjs.com |
| | 付雅琦 | 销售经理 | | fuyaqi@hcyjs.com |
| | 王艺嘉 | 销售助理 | | wangyijia1@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 祁继春 | 上海机构销售副总监 | | qijichun@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 保险机构销售总监 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 资深销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 资深销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 郭静怡 | 高级销售经理 | | guojingyi@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 高级销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 吴菲阳 | 资深销售经理 | | wufeiyang@hcyjs.com |
| | 朱涨雨 | 高级销售经理 | 021-20572573 | zhuzhangyu@hcyjs.com |
| | 许馨匀 | 销售助理 | | xuxinyun@hcyjs.com |
| | 李凯月 | 高级销售经理 | | likaiyue@hcyjs.com |
| | 张豫蜀 | 销售经理 | 15301633144 | zhangyushu@hcyjs.com |
| | 刘雯 | 销售经理 | | liuwen@hcyjs.com |
| | 金可依 | 销售经理 | | jinkeyi@hcyjs.com |
| | 武君书 | 销售经理 | | wujunshu@hcyjs.com |
| | 姜茜 | 销售助理 | | jiangxi@hcyjs.com |
| | 罗兰丹波 | 资深销售经理 | | luolandanbo@hcyjs.com |
| | 谢玮颖 | 资深销售经理 | | xieweiying@hcyjs.com |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 王世韬 | 高级销售经理 | | wangshitao1@hcyjs.com |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 古舞 | 销售助理 | | guwu@hcyjs.com |
| | 曹雅博 | 高级销售经理 | | caoyabo@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 机构服务部总经理助理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 副总监 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 江赛专 | 副总监 | 0755-82756805 | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
| | 汪戈 | 副总监 | 021-20572559 | wangge@hcyjs.com |
| | 宋丹玙 | 高级销售经理 | 021-25072549 | songdanyu@hcyjs.com |
| | 赵毅 | 销售经理 | | zhaoyi@hcyjs.com |
| | 陈孟昕 | 销售经理 | | chenmengxin@hcyjs.com |
| | 文焱艺 | 销售经理 | | wenyanyi@hcyjs.com |
| | 王秋晓 | 销售经理 | | wangqiuxiao@hcyjs.com |
| | 谭雯欣 | 销售经理 | | tanwenxin@hcyjs.com |
| | 陈蕾 | 销售助理 | | chenlei1@hcyjs.com |
| | 赵方圆 | 销售经理 | | zhaofangyuan@hcyjs.com |

下载日志已记录，仅供内部参考



# 华创行业公司投资评级体系

**基准指数说明：**

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

**公司投资评级说明：**

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

**行业投资评级说明：**

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

# 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

# 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

# 华创证券研究所



| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
| --- | --- | --- |
| 地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层 |
| 邮编：100033 | 邮编：518034 | 邮编：200120 |
| 传真：010-66500801 | 传真：0755-82027731 | 传真：021-20572500 |
| 会议室：010-66500900 | 会议室：0755-82828562 | 会议室：021-20572522 |