



半夏宏观对冲基金-2026年5月

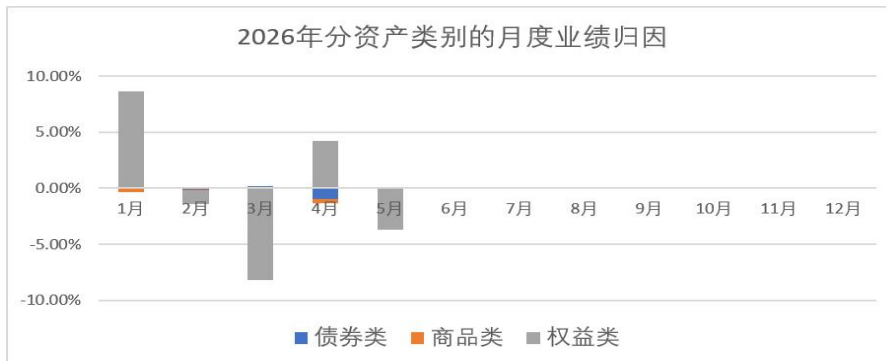
业绩表现和风险指标（半夏低波动主基金数据）

半夏宏观对冲基金历史月度表现% (201801-202605)															年初以来	沪深300	相对收益
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月					
2018	0.3	-1.00	25.18	-1.85	2.62	-0.88	-1.69	-3.03	-1.69	-2.06	3.16	0.26	17.80	-25.31	43.11		
2019	-5.06	0.09	1.80	0.44	7.03	-3.69	0.17	4.26	2.20	-2.32	7.44	-2.36	9.38	36.02	-26.64		
2020	4.99	14.33	0.52	-0.06	2.84	0.13	11.86	-0.17	3.82	0.97	1.93	10.21	63.29	27.21	36.08		
2021	0.19	-3.24	-0.15	0.89	5.62	6.94	6.36	19.00	6.63	-0.90	4.69	3.71	60.19	-5.20	65.39		
2022	-3.22	0.55	-4.65	-1.41	6.68	-1.01	4.38	-2.07	-1.81	-1.26	8.15	-2.13	1.34	-21.63	22.97		
2023	5.82	-1.92	-2.61	3.66	-9.82	0.19	1.68	-3.60	-2.63	-3.29	-0.71	-1.69	-14.70	-11.38	-3.32		
2024	-7.76	2.58	-0.98	2.35	1.87	-0.42	-2.30	-0.65	10.41	-4.40	-1.28	3.05	1.38	14.68	-13.30		
2025	-0.24	2.59	-2.66	-1.77	-2.02	5.64	6.81	7.35	2.87	-1.05	0.17	-0.78	17.51	17.66	-0.15		
2026	8.33	-1.39	-7.99	2.88	-3.55								-2.46	5.66	-8.12		

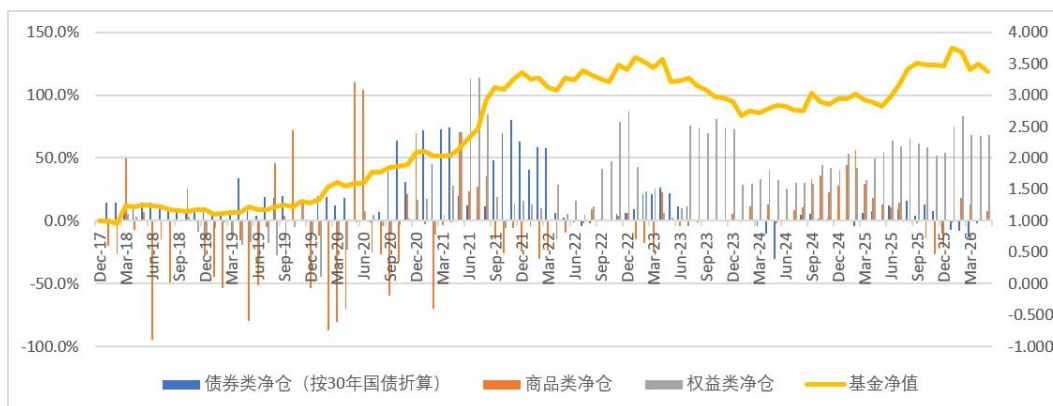


历史统计数据	
累计收益	237.10%
波动率	16.75%
年化收益	15.99%
Sharpe 比例	0.85
Calmar 比例 (月)	0.62
Sortino 比例	1.74
最大回撤 (月)	25.65%

归因分析（以半夏低波动主基金为基准示例）



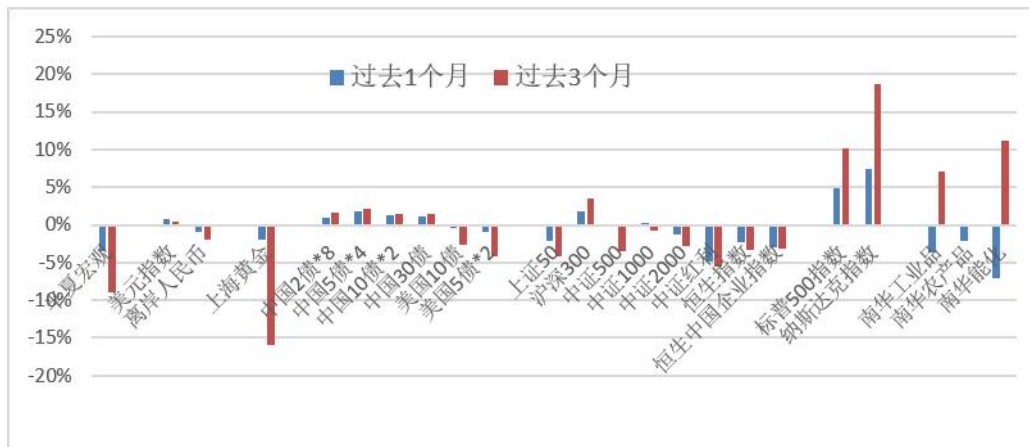
半夏宏观对冲资产分布（图中展示的是半夏低波动主基金数据，以持仓的名义本金计算净仓，即不同品种正负轧差后的绝对值）



免责声明：本报告由上海半夏投资管理中心（有限合伙）撰写，本报告不能作为投资决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下，均不可被复制或转发，亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。



经济和市场回顾:



经济和市场回顾:

5月上半月，基本上，一边是国内地产消费的触底回升，一边是科技的景气继续，加之国内利率走低流动性宽松，市场呈现普涨的局面。

5月中统计局发布4月中国经济数据，构成资产价格的重大分水岭。

4月统计局公布的内需超预期全面转差：基建，零售，制造业投资全部显著下滑。市场上大部分人因此认为中国经济过去一个季度的改善只是昙花一现的波动，后续将重归通缩。而AI方面，海外擅长编程的大模型Anthropic年化收入借着agent的渗透加速上升，甚至反超open AI，提高了投资人对更远期AI投资持续性的预期，国内华为发布韬定律，又提振了国产半导体代工和设备的情绪。

这一变化成为资产价格的核心驱动：利率下行，商品下跌，股票市场显著K形分化。内需相关股票包括消费，地产，建材，工程机械大跌；AI，包括海外算力链条和国产半导体大幅上涨。港股弱于A股。

我们的持仓都在内需方向，港股占比比较高，所以5月前2周有一定的涨幅，5月中以后回调明显。全月小幅下跌，弱于沪深300指数。

经济和市场展望:

对4月的经济数据，我们做了深入的分析，认为内需相关的数据一致走弱并非趋势性不可逆的，部分是短期因素导致，部分是政府主动调控。4月的数据波动不会改变内需处于大周期的底部的大格局，二次探底后依然会继续回升。二次探底后回升的时间点，我们的判断是在7月份前后。

1, 制造业投资放缓，新订单放缓

1季度，2大因素引发了全社会广泛的囤货行为。一个是美伊战争引发的油价及相关的化工品和运输价格上涨预期，第二个是内存为代表的电子产品涨价引发的消费电子产品涨价预期。4月无论油价还是存储价

免责声明：本报告由上海半夏投资管理中心（有限合伙）撰写，本报告不能作为投资决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下，均不可被复制或转发，亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。



格都进入高位震荡，不再继续上涨，企业开始去库存，由此引发新订单的放缓和投资的放缓。2-3 个月后，随着库存的消化，制造业投资和新订单都会回升到终端需求对应的正常水平。

- 2, 零售数据走弱。零售商品的购买和地产的购买是居民的两大支出。从当前居民的心态来看，绝大部分人并不认为房价能够进入上升周期，大部分购房者都是基于自住需求。所以现在的居民买房绝大部分不含投资属性，基本上都是一种消费行为。现在居民的信心还没有完全恢复，依然不愿意加杠杆的背景之下，在房屋上的消费多了，在其他商品上的消费就会少一些，如果我们把零售和地产销售含二手房进行加总，就会发现居民部门创造的内需并没有走弱，而是持续了温和复苏的态势。
- 3, 基建投资走弱。与之对应的，包括政策性银行融资显著放缓，地方城投贷款明显下降，建筑央企订单明显下滑。基建投资一向是政府调控经济的手段，1 季度经济超预期且增速超出全年目标之后，政府主动调控回收。4-5 月经济数据显著下滑，2 季度经济数据低于合意水平后，7 月大概率政策会重新进行节奏和力度的调整，基建会从极低水平环比重新回升。

综上，居民信心的恢复是温和甚至有所波动的，不会在未来几个月加速向上，私人企业部门的投资需要再消化 1-2 个月库存，政府投资的环比变化大概率需要等到 7 月之后。虽然我们依然认为，内需处于大周期底部的格局是清晰的，今年 2 季度二次探底后，大概率会面临若干年的上行周期。如果只看 1, 2 个月，内需的确看不到明显回升的可能。

那为什么我们明知内需 1, 2 个月内没有向上的驱动，却不选择在 4 月的经济数据出炉后，减仓内需（含地产和消费），跟随市场抱团 AI，等待内需数据好转之后再转向内需呢？

因为：

- 1, 我们持有的内需相关股票估值都非常低，并且经营情况好于行业，都有自己的 alpha，显著低估。买卖的过程总是有价格冲击的，当前水平卖掉了之后，我没有把握能以更低的价格买回来。即便内需维持低位震荡始终起不来，持有 2 年，这些公司因为各自有自己的 alpha，依然会有不错的绝对收益。我认为更大概率的可能，是内需二次探底后，7 月之后重新回升，后续这些公司 alpha 叠加 beta，都会有很好的回报。
- 2, 对于市场焦点的 AI，我不想光说别人是泡沫。这并没有太大的意义，只会显得吃不到葡萄说葡萄酸。我的确做了不少深入研究，思考了 AI 各环节发展的逻辑和驱动，以及拐点的触发条件。基于这些研究，我此刻的结论是：AI 泡沫破灭的触发已经出现，拐点很可能正在到来。

对 AI 的讨论

AI 的热潮，以小龙虾为代表的 agent 流行为分界，分为前后 2 个阶段。

第一个阶段

2023 年 ChatGPT 流行到 2026 年初，对话框 AI 是绝对主导。

免责声明：本报告由上海半夏投资管理中心（有限合伙）撰写，本报告不能作为投资决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下，均不可被复制或转发，亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。



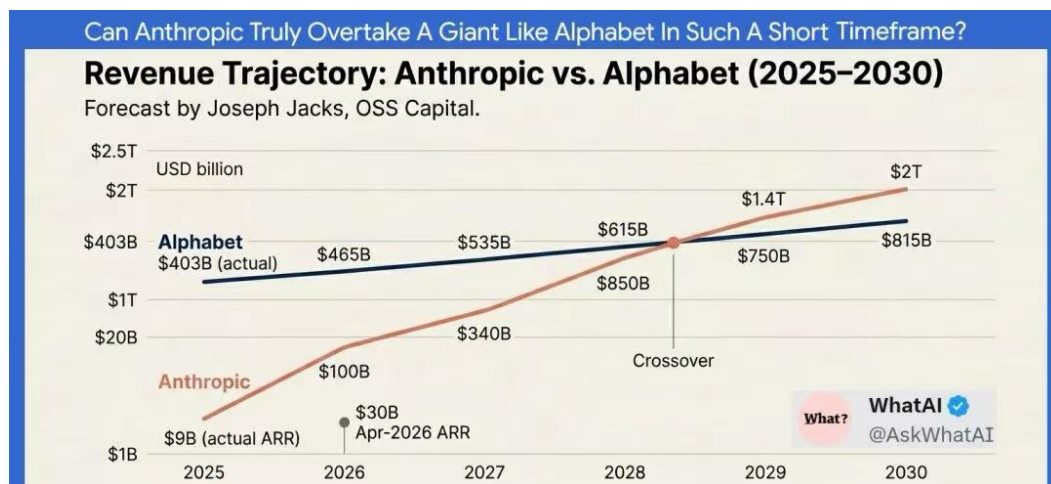
用户渗透率在飞速上升，算力消耗在飞快的上升，但是最下游应用产生的收入非常有限，并且收入的增速也不高。主要的互联网大厂害怕自己在新的一轮技术革命中掉队，成倍增加资本开支，国外四大云厂商的资本开支在 2025 年达到了经营性现金流的 3/4 左右。

在这一阶段资本市场是相对理性和克制的，因为没有看到所谓的最终的业务模式跑通，没有看到最终端的收入变现加速，所以大家也会担心云厂商的资本开支的持续性，虽然上游产业链的利润在快速增长，但是市场担心 2027 年见顶，所以用 PE 衡量，估值倍数是压缩的。

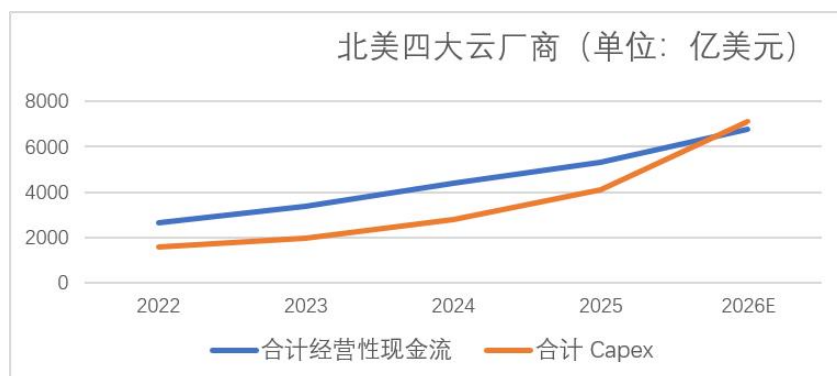
第二个阶段

今年年初以小龙虾为代表的 agent 普及以后。

擅长编程的大模型厂商 Anthropic 的收入，因为 agent 的渗透率提升，出现了指数级的增长。从去年年底的 100 亿美元连续四个月，每个月增长 50% 以上在五月初达到了 440 亿美元。这一变化引发了市场的狂潮，市场认为这种收入的指数级上升建立在下游真实的市场需求上，线性外推认为到年底这一数字便可以达到 1000 亿美元，2028 年可以达到 8000 亿美元。2029 年反超谷歌的收入。



从而，全行业的年化收入就能从现在的几百亿美元级别，两年后就能够超过万亿美元。从而，2025 年仅 4000 多亿美元的资本开支就显得不是过多而是过少，云厂商纷纷上调 2026 年的资本开支计划到 7000 亿美元附近，并且认为后续 2 年可以继续较快增长，2028 年之后也不会见顶，会维持在高位。



免责声明：本报告由上海半夏投资管理中心（有限合伙）撰写，本报告不能作为投资决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下，均不可被复制或转发，亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。



因此，AI 上游的零部件和设备公司，经历了一轮非常迅猛的戴维斯双击，首先是基于 2027 和 2028 年资本开支继续增长 50% 和 30% 的水平，来预期 2028 年的利润水平。然后假定 2028 年的资本开支和利润是可持续的，在此基础上给出 20 倍左右 PE 的估值定价。

别的大模型厂商，也看到了希望，纷纷跟进训练编程大模型，估值水平也对标 Anthropic 翻了 10 倍。去年一度冷却暂停的大模型融资，重新火热起来。大模型公司们可以重新大规模投入新一代模型的训练，训练本身消耗了当前全世界一半的算力，算力因此变得更加紧张，算力租赁价格上升，使得市场相信此刻云厂商的资本开支是合理的经济的。

综上，Anthropic 的 ARR，是今年以来 AI 产业链投资最核心的驱动。这一驱动带来的迅猛的戴维斯双击，使得今年以来 AI 相关公司上涨的速度，显著地高于过去 2 年，呈现指数级态势，赚钱效应吸引了跟风资金散户投机资金的进一步涌入，投资者从其他的资产类（包括金属，虚拟货币，价值类股票）提取资金投入 AI 相关资产，在资本市场呈现了显著的 K 型分化。

然而，从最近报出的很多案例来看，过去几个月飞速增长的算力消耗，**并非是基于真实的需求**，很大一部分只是来自**另外一种焦虑情绪之下的行为艺术**。

不少科技公司，尤其是大型科技公司，因为害怕错过 AI 浪潮，不计成本地鼓励员工多使用 AI，公司对算力消耗不设限，有一些公司甚至将算力消耗的大小作为评估考核员工的标准，消耗越多的算力，在考核中得分越多。

聊天框 AI 的时代，即便你想要消耗或者浪费很多的算力，也并不容易。但有了 agent 之后，消耗/浪费算力变得非常的高效，即便在国内，也出现了大厂员工用几个 agent 一晚上刷掉价值百万人民币算力的案例。

Agent 的普及，在鼓励算力消耗的文化下，转化为 Anthropic 的年化收入指数上升。

如果我们去看 Anthropic 最新的收入结构，会发现科技行业自身用于编程的部分，占了约一半。这其中，不小的比例，是被浪费掉的。

如上面的讨论，Anthropic 的 ARR，是今年以来 AI 产业链投资最核心的驱动，但最近的若干变化，让我有信心认为，这一数字很可能正在显著放缓。到年底，大概率会显著低于市场预期的 1000 亿美元以上的水平。

第一个变化：若干大型科技公司开始惊讶于自己的算力账单，并且反思这些算力的消耗与带来价值相比，是远远不成比例的，越来越多的公司开始限算力的消耗，对自己的预算进行控制。

第二个变化是竞争加剧。Anthropic 的 ARR 之所以可以在行业内一骑绝尘，指数级增长，是因为它之前选择专注于市场上之前领先的玩家，比如 open AI 和 Google 并不重视的编程细分市场，在 agent 爆发后，率先独占了市场的红利。而当前它的突出表现，使得竞争对手认知到编程市场的有利可图性，并已经快速跟进。open AI 和 Google 推出了类似的擅长编程的模型，以可比的性能和显著更低的价格，在快速地抢占市场份额。国内的几家大模型公司，以 DeepSeek 为代表，也推出了性能略弱，但价值只有 1/10 以内的模型。

从我们自己了解的若干算力重度用户的案例来看，几乎都从只用 Anthropic 的模型，现在已经转为同时使用
免责声明：本报告由上海半夏投资管理中心（有限合伙）撰写，本报告不能作为投资决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下，均不可被复制或转发，亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。



Anthropic, open AI, DeepSeek 的模型, 在同等甚至更多的工作量下, 算力账单普遍大幅下降。

我们有理由推测, Anthropic 的 ARR 将会显著放缓。

就在上周 5 月 28 号, Anthropic 官网发布的公告中, 有这样一句话“our run-rate revenue crossed \$47 billion earlier this month”。5 月 1 号, Anthropic 的 ARR 是 440 亿美元。作为一家正在 IPO 的公司, 它的动机上, 一定是向公众展示最大的数字, 如果在 5 月 27 号这个数字是更大, 他没有理由不公布更大的最新数字。所以, 即便月底这个数字依然是 470 亿, 月环比增长只有 30 亿, 不到 10%, 的确是显著放缓的。

另外, 我们可以理性地分析, 公司非要公布一个本月早些天的数据, 而不是最新的数据。非常有可能是因为, 470 是月中某个时点, 比如 5 月 20 号曾经达到的最大的数字, 而到了 5 月 28 号, 这个数字不仅没有上升, 反而出现了一定的下滑。所以公司宁肯公布一个所谓本月早些天的数据。

基于以上, 我们有理由认为, Anthropic 的 ARR 正在显著放缓, 6 月很可能还会进一步放缓。行业内的其它公司, 因为单价远低于 Anthropic, 即便抢走了不少份额, 带来的收入增量却会相当有限。

因此, 大模型卖算力, 整个行业的 ARR 增速, 很可能正在显著放缓, 6 月很可能还会进一步放缓。

当市场看到这一变化, 对未来 2 年乃至更长期的预期都会发生变化。AI 的泡沫会就此破灭。

一个类比:

如果我们做一个类比, 过去几年的 AI 投资热潮, 就好比曾经中国地方政府的基建热潮。

中国的地方政府基建浪潮, 也可以用 2015 年棚户区改造为分界, 分为两个阶段:

第一阶段是 2015 年之前, 地方政府通过负债的形式超前进行基础设施投资, 投资水平与其带来的财政收入 (含卖地收入) 是远不能匹配的, 站在 2015 年, 市场曾经认为地方政府的投资大概率已经见顶。然而地方政府通过棚户区改造开启了新的阶段。

第二阶段是 2015 年以后, 地方政府开启了棚户区改造, 并给予居民货币化安置。棚户区改造的资金来源也是地方政府的负债, 但货币化安置的资金流入了居民的口袋, 从而直接带动了居民对于房地产的需求, 房地产市场量价齐升再创新高, 同时带动了若干高杠杆地产商股价和市值的 10 倍级别增长。地产商们积极负债, 激进扩张囤积土地, 地方政府的卖地收入大幅上升, 使得地方政府的综合财政状况阶段性反而出现了改善, 形成了一个向上的循环。

直到 2021 年, 政府开始意识到这种规模的财政支出是不可持续的, 居民也开始负担不起高昂的房价。财政开始收缩, 地产销售开始放缓, 房价开始松动, 拐点就此出现。后续地产市场量价齐跌, 地产商破产, 土地市场暴跌, 财政收入下滑, 向下的循环开启。

大型互联网公司就好比当年中国的地方政府, 大模型公司好比房地产公司, 大型科技公司的雇员就好比棚户区改造时拿到拆迁款的居民。曾经 GDP 至上的地方政府考核机制, 就好比科技企业算力消耗最大的考核机制。Anthropic 的 ARR 如果在今年 6 月放缓, 就好比地产销售在 2021 年年中放缓。

免责声明: 本报告由上海半夏投资管理中心 (有限合伙) 撰写, 本报告不能作为投资决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下, 均不可被复制或转发, 亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告, 即被视为同意此条款。



从长期投资价值的角度，AI 股票还有 3 个硬伤：

1, AI 下游应用的商业模式并不好。大模型卖算力并不是一个好生意。互联网平台具有接近零的边际成本，因为网络效应还具备平台垄断性，超出对手后差距会持续扩大，达到赢家通吃实现超高资本回报。但是大模型并没有。算力的边际成本等于推理所对应的设备折旧和能源成本，并不会随着用户的增加而下降。用户可以在若干大模型之间自由切换，或者综合使用多种大模型，这种切换的成本几乎为零。大模型之间可以互相借鉴，甚至抄袭，很难保持相对于竞争对手的技术优势。未来即便从本轮泡沫破灭后的低点算起，如果出现显著更优的商业模式，AI 大模型公司不太可能出现类似当年互联网或移动互联网行业的长线牛股大公司。更大概率是一波消耗资本为全人类增进福利的大浪潮。

2, AI 上游设备的竞争格局在恶化。早期 GPU 只有英伟达一家，现在海外大厂几乎都在推出自己的芯片，国内除了大厂的芯片，更是出现了一批独立的芯片设施公司，成规模的玩家已经有两位数。其它的领域因为高利润都出现了类似的变化，无论光模块还是光芯片，都出现了新的玩家。在需求飞速上升的环境下，竞争格局的恶化不会有明显的影响，一旦需求放缓，竞争的残酷和激烈就会凸显。

3, 过去 2 年 AI 链条企业互相并购投资，资产负债表上都有大量的商誉。在股价上涨的过程，带来投资收益。股价下跌的过程，会带来大量的商誉减值。

资产价格展望：

利率：在内需重新回升之前，利率没有向上的驱动。在央行不计划进一步降息的背景下，也没有大的下行空间，估计维持震荡格局。

商品：之前工业商品供需两弱，价格和利润都处于低位，看不到明显趋势。近期的变化是山西的矿难和由此引发的全国范围的减产，使得煤炭从紧平衡状态进入短缺状态。焦煤因为蒙古出口大幅上升和需求下滑，中期有一定的不确定性。电煤下游火电发电量同比上升，进口量同比下降，中期价格上涨更加确定。中期看，煤炭价格会推动若干商品的成本抬升，从而推动工业品价格中枢上行。

权益：

经济数据的再次显著走弱，使得指数加速向上不再成立。

权益内部当前 K 形分化，很可能近期面临逆转，有 3 个潜在的触发因素：

1, 6 月起的若干大型 IPO，会起到流动性分流的效果，带来市场波动的加大，即便趋势没有逆转，杠杆类资金也会因为波动的放大而遭受损失，市场的动量会被抑制。

2, Anthropic 的 ARR 进一步放缓，影响会是长期深远的，可能标志着 AI 浪潮的大顶，后续进入若干季度的向下循环调整期。

免责声明：本报告由上海半夏投资管理中心（有限合伙）撰写，本报告不能作为投资决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下，均不可复制或转发，亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。



3, 7 月后中国政策的发力, 内需相关数据的回升, 可能会推动中国内需相关的顺周期股票进入上升趋势。从而进一步分流之前抱困在 AI 的资金。

投资计划:

利率类:

基本没有持仓。

工业商品类:

分散持有 3 种商品的多仓。总仓位 10% 以内。

权益类: 净仓 60% 多

指数持仓: 15% 名义本金的看跌期权。期权费成本 0.6%。

上个月我们持有一些股指期货多仓, 因为判断指数加速上升不再成立, 持有虚值看涨期权只会随着时间损耗期权费, 所以这部分仓位我们止损了。

个股方面我们增加了一些煤炭持仓, 小幅增加了地产的持仓, 个股仓位超过了 70%, 因为判断指数短期不会趋势上涨, 不排除阶段性调整, 所以用看跌期权进行适度保护, 降低权益总敞口。

长线战略持仓: 70% 多长期看好的个股多头持仓, 港股为主。

能源 10% 多: 除了一直持有 6% 低成本石油龙头。矿难后增加了几支高弹性煤炭股票的持仓。

消费品 20%: 包括乳业龙头, 运动服饰龙头, 快递龙头, 旅游服务龙头, 食品龙头等。这些公司的共同特征是, 估值位于历史最低水平附近, 仅 10 多倍 PE, 市场关注度很低, 机构持仓低, 但收入利润都是正增长, 经营情况好于行业平均。

地产龙头近 30%: 所持有的几家主要公司均已经充分计提资产减值, 市场份额持续扩张, 2025 年新推盘盈利能力突出。均有望在 2027 年实现报表利润较当前水平的大幅跃升, 当前市值对应 2027 年市盈率均小于 6 倍。

建材龙头近 10%: 此类的主要企业, 平均 10 倍 PE, 都受益于外需的增长, 2026 年 1 季度的经营情况都好于 2025 年同期, 2026 年均有望实现收入利润的同比增长。

综上, 除能源以外, 我们的大部分持仓都属于内需驱动的顺周期龙头。

2026 年 6 月 7 日



免责声明及风险提示

- 1、本资料是半夏自发为投资人撰写的月度/季度工作报告，不是法定要求，是半夏增值服务的一部分。本资料只供半夏的投资人和合作机构阅读。
- 2、投资者需符合私募基金合格投资者条件并在本公司完成风险等级评估，选择与自身风险承受能力相匹配的产品。若您尚未在本公司完成风险等级评估，请先与本公司联系，进行合格投资者确认和投资者风险等级评估。感谢您的理解与配合！【根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第十二条规定：私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：(1) 净资产不低于 1000 万元的单位；(2) 金融资产（包括银行存款，股票，债券，基金份额，资产管理计划，银行理财产品，信托计划，保险产品，期货权益等）不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人】
- 3、本资料所载的各种信息与数据仅供参考，不应视为本公司招揽任何人对材料所述产品做出投资或要约；宣传材料并非本公司与投资者之间达成的协议，对双方不具有法律效力。
- 4、本资料所表述的观点，仅代表作者写作时的想法及投资过程中的个人记录。作者保留根据市场环境、新信息、新政策等适度修正观点的权利。基金管理是一个动态的过程，需要根据政策、价格、基本面等的变化不断做出适当修正。投资有风险，作者对市场、行业、投资标的、基金等的看法或展望，仅供读者参考，不作为任何投资建议、承诺、暗示或者诱导。文中若涉及到对一些国家或地区、社会、经济、行业、公司等的评价，仅仅是学术讨论，勿断章取义。
- 5、未经本公司事先书面许可，本报告在任何情况下，均不可被复制或转发，本报告内容亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。文中的一切文字版权归本公司所有，所有媒体未经本公司允许不能转载全文或引用部分语句，本公司保留对违规行为依法追诉的权利。

免责声明：本报告由上海半夏投资管理中心（有限合伙）撰写，本报告不能作为投资决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告在未经授权下，均不可被复制或转发，亦不可向任何第三方公开披露。一旦阅读本报告，即被视为同意此条款。