

制造业 PMI 走弱，经济复苏基础仍然不牢固

2022年7月官方PMI点评

报告摘要

(1) 制造业 PMI 回到荣枯线之下

2022年7月官方制造业 PMI 录得 49.0%，较上月-1.2PCTS，由荣枯线之上回到荣枯线之下。7月 PMI 新订单指数和生产指数分别带动官方制造业 PMI 下行 0.6 个百分点左右和 0.8 个百分点左右，是本月官方制造业 PMI 下行的主要拖累项。大、中和小型企业本月 PMI 均受新订单和生产指数拖累，较上月下行并位于荣枯线之下。

(2) 内外需走弱之下，制造业企业降低原材料采购、主动去库存

历史同期数据看：今年7月 PMI 新订单指数和生产指数均为历年7月倒数第2，较上月下行程度为历年7月第3和第5（PMI 新订单指数和生产指数分别较上月-1.9PCTS 和-3.0PCTS），体现了传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素的综合影响。7月新出口订单指数录得 47.4%，较上月-2.1PCTS，结束了5月和6月连续两个月的反弹，显示出口链条景气度下滑对 PMI 新订单指数的下滑有一定拖累作用。7月，PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别较上月-0.6PCTS 和-0.2PCTS，同时，PMI 采购量指数较上月-2.2PCTS，PMI 生产经营活动预期指数较上月-3.2PCTS。制造业企业观望情绪加重的情况下，采购意愿减弱，PMI 采购量和原材料库存指数下降。

(3) PMI 出厂价格指数和主要原材料价格指数下行，预计7月PPI同比继续下行

7月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 40.1% 和 40.4%，分别较上月-6.2PCTS 和-11.6PCTS，均为连续第4个月下行。7月，原油价格同比涨幅较6月回落，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤、二级冶金焦等煤种价格同比涨幅较上月降低，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比降幅较上月加大，结合翘尾因素，预计7月PPI同比+5.0%之下。

(4) 服务业景气度扩张程度下降但仍然位于景气区间，建筑业景气度扩张继续走强

2022年7月，非制造业商务活动指数 53.8%，较上月-0.9PCTS，较上月走弱但继续位于荣枯线之上，其中，建筑业 PMI 59.2%，较上月+2.6PCTS，服务业 PMI 52.8%，较上月-1.5PCTS。

7月服务业 PMI 扩张程度下降，但服务业 PMI 指数仍然位于荣枯线之上。7月以来，随着全国范围内疫情形势继续好转，居民出行继续恢复。从18大城市客流量合计值来看，7月上旬、中旬和下旬（截止7月27日）地铁客流量同比分别为-16.5%、-13.1%和-7.2%。居民出行的持续恢复为服务业的持续复苏提供支撑。

7月建筑业 PMI 录得 59.2%，扩张程度连续两个月增大。7月29日政治局会议强调要“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，这预示着年初以来通过大量发行专项债刺激地方政府加速基建投资、进而稳定全国经济基本

主要数据

上证指数	3253.2382
沪深300	4170.1019
深证成指	12266.9201

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

7月或为美联储全年鹰派高点，国内下半年流动性无需担忧 —2022-07-31
金融市场分析周报：—2022-07-26
欧美央行货币政策陷入通胀与经济的两难 —2022-07-24

7月PMI数据

2022年7月31日统计局发布7月官方PMI数据：官方制造业 PMI 录得 49.0%，较上月-1.2PCTS；非制造业 PMI 53.8%，较上月-0.9PCTS，其中建筑 PMI 59.2%，较上月+2.6PCTS，服务业 PMI 52.8%，较上月-1.5PCTS；综合 PMI 产出指数为 52.5%，比上月-1.6PCTS。

盘的基本政策方针并未改变。2022 上半年已发行新增专项债 3.4 万亿元，基本完成全年发行目标。大量的资金支持下，建筑业有望继续维持景气。

(5) 制造业走弱说明经济复苏基础仍不牢固，稳增长仍需政策持续发力

7 月制造业 PMI 的走弱，既有外部需求走弱，也有国内市场需求释放不充分、高耗能行业景气度走低等影响，总体来看综合反映了我国经济复苏基础仍不牢固。

在国际流动性持续紧缩和国内 CPI 三季度存在着同比超 3% 可能的情况下，市场对下半年我国稳健宽松货币政策能否持续出现了一定疑虑，但我们认为对于下半年流动性无需忧虑，主要系：**1，下半年稳增长仍然是货币政策的**核心目标。我国经济虽然 5 月、6 月连续两个月复苏，但复苏基础仍不牢固。从经济数据上看，虽然供给端恢复良好，需求端的外需韧性较强，但代表内需的消费和房地产投资仍是经济的拖累项。7 月 29 日政治局会议在货币政策方面，强调“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，相比 4 月 29 日政治局会议的“用好各类货币政策工具”更加具体，表明下半年货币政策的核心目标仍然是为稳增长保驾护航。**2，美联储全年鹰派最高点或已过去，外部流动性紧缩对我国货币宽松的制约下半年有望持续减轻。**2022Q2 美国 GDP 不变价环比折年率录得-0.9%，连续两个季度 GDP 环比折年率为负的情况下，美国经济走弱的趋势进一步显化。总体上看，在美国经济疲软、近期油价有所下行、美国通胀持续超预期可能性变小的情况下，美联储维持鹰派立场的基础正在动摇，7 月或为美联储全年鹰派的顶点。**3，国内通胀压力有望在四季度减轻。**7 月猪肉价格整体上行，至 7 月 29 日已达 29.27 元/公斤，7 月猪肉价格将抬高 CPI 整体同比，考虑到去年 7 月到 10 月初猪肉价格下降，若猪肉价格维持目前水平或继续上行，三季度 CPI 存在着突破 3% 的可能。但另一方面，10 月上旬之后，去年猪肉价格基数抬升，叠加 CPI 翘尾因素减弱，CPI 上行风险将显著降低，对货币政策的制约将减弱。

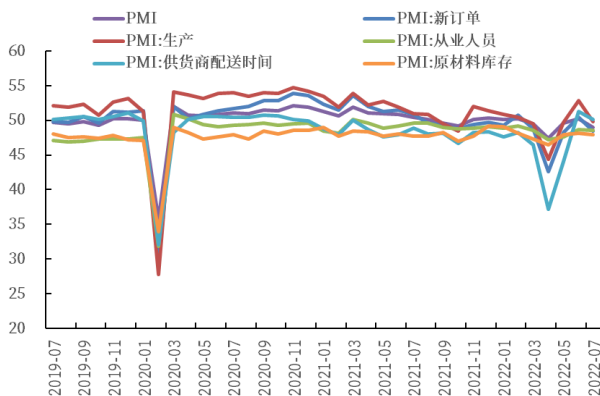
(1) 制造业 PMI 回到荣枯线之下

2022年7月官方制造业 PMI 录得 49.0%，较上月-1.2PCTS，由荣枯线之上回到荣枯线之下。季节性上看，今年7月制造业 PMI 在有记录以来的18年间（2005年-2022年）排在倒数第2，与历史同期相比不算强，同时，较5月下行幅度为历史同期第3位，总体上表明今年7月制造业景气度与历史同期相比偏弱，同时较上月走弱程度与历史同期相比较较大。

结构上看，7月 PMI 新订单指数 48.5%（较上月-1.9PCTS，下同）、PMI 生产指数 49.8%（-3.0PCTS）、PMI 从业人员指数 48.6%（-0.1PCTS）、PMI 供应商配送时间指数 50.1%（-1.2PCTS）、PMI 原材料库存指数 47.9%（-0.2PCTS）。7月 PMI 新订单指数和生产指数分别带动官方制造业 PMI 下行 0.6 个百分点左右和 0.8 个百分点左右，是本月官方制造业 PMI 下行的主要拖累项。

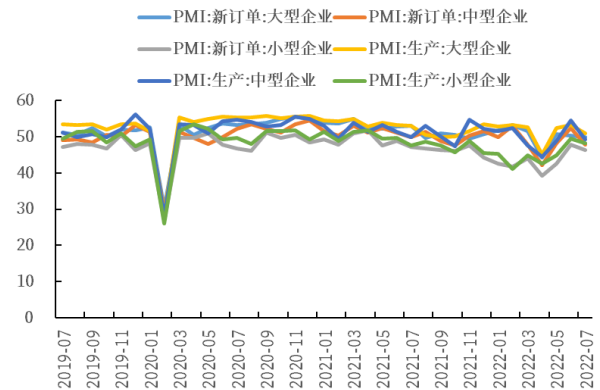
分大中小企业看，本月大型企业 PMI 录得 49.8%，较上月下行 0.4PCTS，中型企业 PMI 录得 48.5%，较上月下行 2.8PCTS，小型企业 PMI 录得 47.9%，较上月下行 0.7PCTS。大、中和小型企业本月 PMI 均受新订单和生产指数拖累，较上月下行并位于荣枯线之下。

图表 1：PMI 指数及其五大构成指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 2：不同规模企业新订单和生产指数走势（%）



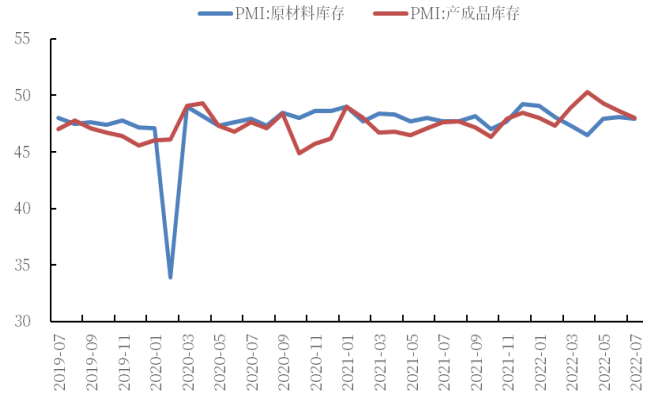
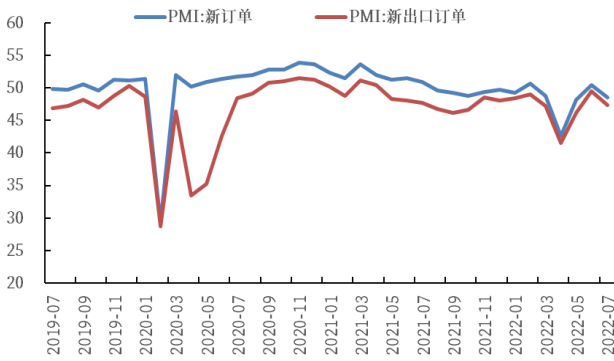
资料来源：wind，中航证券研究所

(2) 内外需走弱之下，制造业企业降低原材料采购、主动去库存

6月随着疫情影响的进一步消退，PMI 新订单指数和生产指数均上行，实现了今年3月以来首次回到荣枯线之上。7月，PMI 新订单指数和生产指数均走弱，分别录得 48.5%和 49.8%，较上月-1.9PCTS和-3.0PCTS。历史同期数据看：今年7月 PMI 新订单指数和生产指数均为历年7月倒数第2，较上月下行程度为历年7月第3和第5（PMI 新订单指数和生产指数分别较上月-1.9PCTS和-3.0PCTS），体现了传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素的综合影响。

7月新出口订单指数录得 47.4%，较上月-2.1PCTS，结束了5月和6月连续两个月的反弹，显示出口链条景气度下滑对 PMI 新订单指数的下滑有一定拖累作用。7月，PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别为 48.0%和 47.9%，分别较上月-

0.6PCTS和-0.2PCTS，同时，PMI采购量指数录得48.9%，较上月-2.2PCTS。PMI生产经营活动预期指数录得52.0%，较上月-3.2PCTS。受市场需求释放不足、需求走弱影响，制造业企业未来预期走弱。制造业企业观望情绪加重的情况下，采购意愿减弱，PMI采购量和原材料库存指数下降。

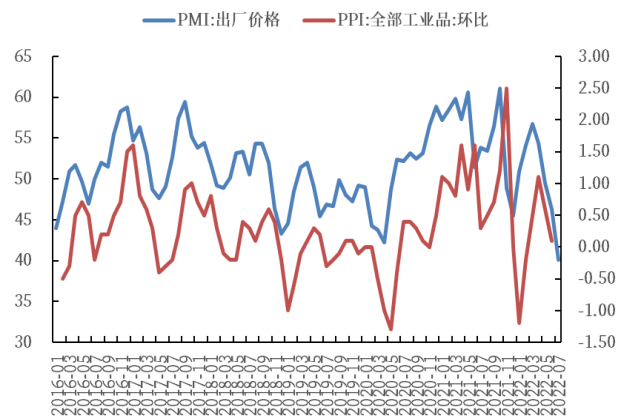
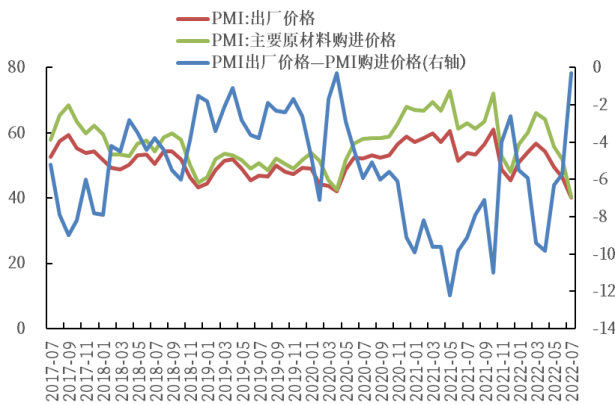
图表 3：制造业需求走弱（%）
图表 4：PMI 原材料库存和产成品库存走势（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

资料来源：wind，中航证券研究所

(3) PMI 出厂价格指数和主要原材料价格指数下行，预计 7 月 PPI 同比继续下行

7 月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 40.1%和 40.4%，分别较上月-6.2PCTS 和-11.6PCTS，均为连续第 4 个月下行。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数由上月的-5.7PCTS 缩窄到-0.3PCTS，中下游制造业企业成本端压力进一步缓解。7 月，原油价格同比涨幅较 6 月回落，无烟煤、普通混煤、1/3 焦煤、二级冶金焦等煤种价格同比涨幅较上月降低，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比降幅较上月加大，结合翘尾因素，预计 7 月 PPI 同比+5.0%之下。

图表 5：PMI 出厂价格与购进价格之差缩窄（%）
图表 6：PMI 出厂价格与 PPI 环比走势（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

资料来源：wind，中航证券研究所

(4) 服务业景气度扩张程度下降但仍然位于景气区间，建筑业景气度扩张继续走强

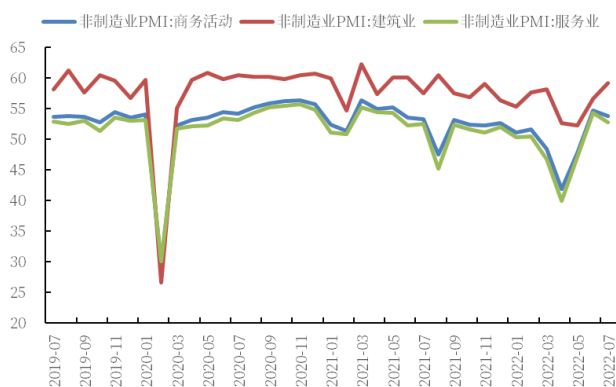
2022年7月，非制造业商务活动指数53.8%，较上月-0.9PCTS，较上月走弱但继续位于荣枯线之上，其中，建筑业PMI59.2%，较上月+2.6PCTS，服务业PMI52.8%，较上月-1.5PCTS。

7月服务业PMI扩张程度下降，但服务业PMI指数仍然位于荣枯线之上。从行业情况看，调查的21个行业中，有16个行业商务活动指数位于扩张区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业高于60.0%，前期受抑制的消费需求持续释放，相关行业业务量继续较快恢复。同时，保险、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数均有所回落，且位于收缩区间，行业市场活跃度偏弱。从市场预期看，业务活动预期指数为58.8%，继续位于较高景气区间，调查的全部行业业务活动预期指数均连续两个月位于临界点以上，服务业企业信心普遍回升。

7月以来，随着全国范围内疫情形势继续好转，居民出行继续恢复，7月上旬、中旬和下旬（截止7月27日），18大城市中，地铁客流量较去年同比上升的城市数量分别为9个、6个和8个，从18大城市客流量合计值来看，7月上旬、中旬和下旬（截止7月27日）地铁客流量同比分别为-16.5%、-13.1%和-7.2%，同样呈持续好转态势，居民出行的持续恢复为服务业的持续复苏提供支撑。

7月建筑业PMI录得59.2%，扩张程度连续两个月增大。从行业情况看，土木工程建筑业商务活动指数、新订单指数和从业人员指数分别为58.1%、51.8%和51.9%，比上月上升0.2、1.6和1.0个百分点。表明基础设施项目建设加快推进，市场需求有所回升，企业用工继续增加，行业有望保持平稳增长。7月29日政治局会议特别强调要“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，这预示着年初以来通过大量发行专项债刺激地方政府加速基建投资、进而稳定全国经济基本盘的基本政策方针并未改变。2022上半年已发行新增专项债3.4万亿元，基本完成全年发行目标。大量的资金支持下，建筑业有望继续维持景气。

图表 7：非制造业景气度恢复 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8：18 大城市地铁客流量同比

	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
7月下旬	8	-7.2%	-20.6%	-10.5%	-2.5%	-34.3%	81.8%	2.9%	-11.8%	13.2%	-	-2.0%	-20.8%	9.0%	22.5%	-6.8%	-4.7%	8.6%	9.0%	22.0%
7月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.5%	-86.9%	-99.8%	-2.5%	-8.9%	-23.5%	-6.9%	-17.5%	-26.5%	-50.2%	-11.2%	-5.0%	-13.8%	-23.8%	1.1%	-18.7%	-18.4%	30.5%	7.6%
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-38.1%	-16.5%	-83.8%	-25.1%	-2.3%	-69.2%	-13.7%	-33.8%	-50.3%	-40.4%	-19.4%	-47.6%	-61.1%	-40.0%	-25.1%	-54.8%	-11.1%	-11.7%	-23.9%
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
7月	9	-13.0%	-24.1%	-31.6%	1.8%	-15.5%	-2.8%	2.4%	-23.0%	-10.8%	-8.8%	-2.2%	-11.9%	7.6%	14.4%	3.0%	3.0%	2.7%	5.9%	10.6%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-3.4%	12.0%	-42.0%
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源：wind，中航证券研究所

(5) 制造业走弱说明经济复苏基础仍不牢固，稳增长仍需政策持续发力，下半年国内流动性无需担忧

7月制造业 PMI 的走弱，既有外部需求走弱，也有国内市场需求释放不充分、高耗能行业景气度走低等影响，总体来看综合反映了我国经济复苏基础仍不牢固。

在国际流动性持续紧缩和国内 CPI 三季度存在着同比超 3%可能的情况下，市场对下半年我国稳健宽松货币政策能否持续出现了一定疑虑，但我们认为对于下半年流动性无需忧虑，主要系：1，下半年稳增长仍然是货币政策的核心目标。我国经济虽然 5 月、6 月连续两个月复苏，但复苏基础仍不牢固。从经济数据上看，虽然供给端恢复良好，需求端的外需韧性较强，但代表内需的消费和房地产投资仍是经济的拖累项。7 月制造业 PMI 走弱进一步表明我国经济复苏基础仍不牢固。7 月 29 日政治局会议表示“要在扩大需求上积极作为”、“财政货币政策要有效弥补社会需求的不足”，体现了中央层面对目前我国经济运行薄弱环节的精准判断，下半年稳增长仍然是宏观政策的核心诉求。在货币政策方面，本次会议强调“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，相比 4 月 29 日政治局会议的“用好各类货币政策工具”更加具体，表明下半年货币政策的核心目标仍然是为稳增长保驾护航。

2，美联储全年鹰派最高点或已过去，外部流动性紧缩对我国货币宽松的制约下半年有望持续减轻。2022 年 7 月 27 日议息会议上，美联储加息 75BP，符合市场预期。特别值得注意的是，与 6 月 15 日议息会上“经济在一季度边际下滑后似乎开始回升”的表述不同，本次 FOMC 声明中美联储承认美国经济已经出现疲软迹象，表示“最近的支出和生产指标已经疲软”。2022Q2 美国 GDP 不变价环比折年率录得-0.9%，连续两个季度 GDP 环比折年率为负的情况下，美国经济走弱的趋势进一步显化。事实上，市场此前对美国经济疲软已有预期，自 7 月 21 日至 7 月 27 日，美国 2 年期和 10 年期国债收益率已经持续倒挂。总体上看，在美国经济疲软、近期油价有所下行、美国通胀持续超预期可能性变小的情况下，美联储维持鹰派立场的基础正在动摇，7 月或为美联储全年鹰派的顶点。从当前市场预期看，CME 数据显示 9 月、11 月和 12 月分别加息 50BP、25BP 和 25BP 是主流。

3，国内通胀压力有望在四季度减轻。截止 7 月底数据显示，粮食、油料、蔬菜、肉类鸡蛋和水果价格同比上行，鱼类和生鲜乳价格同比下行，结合翘尾因素和非食品价格走势，预计 7 月 CPI 同比较 6 月上行，录得+2.8%左右。值得注意的是，猪肉价格 7 月整体上行，至 7 月 29 日已达 29.27 元/公斤，7 月猪肉价格将抬高 CPI 整体同比，考虑到去年 7 月到 10 月初猪肉价格下降，若猪肉价格维持目前水平或继续上行，三季度 CPI 存在着突破 3%的可能。但另一方面，10 月上旬之后，去年猪肉价格基数抬升，叠加 CPI 翘尾因素减弱，CPI 上行风险将显著降低，对货币政策的制约将减弱。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637