

# 疫情防控优化加速推进，我国经济预期改善

## 2022年11月27日-12月3日周报

### ◆ 市场继续明确美联储加息节奏放缓预期

12月1日公布的美国PCE价格指数数据显示，美国通胀正在企稳。美国10月PCE物价指数环比升0.3%，预期升0.4%，前值升0.3%；同比升6.0%，预期升6.0%，前值升6.2%。而美联储更为关注的核心PCE指数方面：美国10月核心PCE物价指数环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.5%；同比升5.0%，预期升5.0%，前值升5.1%。

在通胀缓和的同时，最新数据显示美国就业仍然强劲。美国劳工部12月2日公布的数据显示，美国11月季调后非农就业人口增26.3万人，预期增20万人，前值自增26.1万人修正至增28.4万人；失业率为3.7%，预期3.7%，前值3.7%。

虽然美国11月就业相对强劲，但11月30日公布的美国11月ISM制造业PMI为49，创2020年5月以来新低，预期为49.8，前值为50.2。此外，截止12月2日，美国10年期和2年期国债收益率仍然倒挂77BP，倒挂程度已较10月底加深36BP，显示市场对美国经济衰退的预期仍然较强。

虽然本周公布的美国11月就业数据相对强劲，但放缓的通胀数据、较弱的PMI数据、倒挂程度较10月底明显加深的美国10年期和2年期国债收益率以及鲍威尔相对鸽派的讲话之下，总体上市场近期关于美联储加息节奏将在12月放缓的预期再次得到了确认。截止12月2日的CME数据显示，市场预期美联储12月议息会议加息50BP的概率为78.2%，加息75BP的概率仅为21.8%。在这种预期下，美股反应积极，道指、纳指和标普500本周均上行。我们认为，在中长期视角上，逐步计价美联储政策转鸽仍将是未来国际资本市场的重要主线。

### ◆ 疫情冲击下，11月制造业和服务业景气度继续下滑

2022年11月官方制造业PMI录得48.0%，较上月-1.2PCTS，且继上月之后，再次位于荣枯线之下。季节性上看，今年11月制造业PMI录得历史倒数第二低，仅高于2008年11月。11月，在外需走弱的同时，国内疫情的再次爆发对制造业负面影响或更大。统计局表示，部分生产活动有所放缓，产品订货量减少。疫情冲击和外需走弱下，11月制造业需求走弱，制造业企业采购意愿下滑，生产经营活动预期下降明显，原材料库存去化，产成品库存累积。

2022年11月，非制造业商务活动指数46.7%，较上月-2.0PCTS，其中，建筑业PMI为55.4%，较上月-2.0PCTS，但继续位于相对高景气区间，服务业PMI为45.1%，较上月-1.9PCTS，为连续第5个月下滑。

9月、10月和11月服务业PMI连续3个月位于荣枯线之下，且持续下行，主要系疫情影响下，居民出行持续受限，消费场景不足。城市轨道交通协会数据显示，全国51个城市9月、10月地铁客运量同比分别为-11.2%和-17%。我们统计的17个大中城市地铁客流量加总值显示，进入11月后，居民出行受限程度持续加深。从行业情况看，据统计局披露，在调查的21个行业中，有15个位于收缩区间。

### 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

刘倩 研究助理  
SAC执业证书: S0640122090025  
联系电话: 010-59562515  
邮箱: liuqian@avicsec.com

### 相关研究报告

疫情冲击下，11月制造业和服务业景气度继续下滑 —2022-11-30  
金融市场分析周报 —2022-11-29  
疫情继续压制消费，债市进入再平衡阶段 —2022-11-27

11月建筑业PMI录得55.2%，较上月下降，但仍然位于相对高景气区间。媒体披露2023年地方债“提前批”额度已下达，且比上年下达的时间更早，有望持续支撑年内基建投资。在基建的支撑下，12月建筑业仍有望维持较高景气度。

总体来看，与10月相似，建筑业景气度继续处在相对高位是11月官方PMI数据中的亮点，但外部经济放缓和国内疫情再次爆发之下，制造业和服务业景气度下滑程度均有所加深，我国经济复苏不充分、不牢固的问题进一步显现。

#### ◆ 疫情防控优化加速推进，我国经济预期改善

我国疫情在10月下旬开始明显加重，单日新增本土确诊+无症状病例数量在9月末为754例，10月末升至2829例，11月10日突破1万例，11月15日突破2万例，11月23日突破3万例，11月27日达到40273例的阶段高点，创出国内单日感染病例数的高新（此前高点为今年4月份的29390例）。

本轮疫情呈现明显的无症状占比高、重症率极低的特点。截止12月2日，国内现有本土无症状和现有本土确诊合计为43.3万例，其中本土无症状占比91.1%，重症占比仅为万分之2.5，这为疫情防控措施优化创造了条件。11月11日，国务院联防联控机制发布了关于进一步优化新冠肺炎疫情防控的20条措施，进一步提升防控的科学性和精准性。11月28日召开的中央政法委员会全体会议强调，要坚持以人民为中心，及时疏导化解矛盾纠纷，帮助解决人民群众实际困难坚决维护国家安全和社会稳定。11月29日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，会上强调，要精准判定风险区域，封控管理要快封快解、应解尽解，减少因疫情给群众带来的不便，要持续整治层层加码，对群众的合理诉求及时回应和解决等。自此，防控措施优化进入实质性落地阶段。

截止12月2日，全国多地已对封控管理、核酸检测等方面的要求进行了精准优化，如：11月30日，广州多区陆续发布通告，宣布解除临时管控区域的管控措施；12月2日，重庆宣布除精准到楼栋单元的高风险区外，其它区域开始解封；成都从12月2日起，仅对风险岗位、重点人员开展核酸检测，乘坐地铁不再查验核酸检测报告；北京近日不断优化核酸检测要求，目前规定无社会面活动的人员，如果无外出需求，可以不参加社区核酸筛查，各级各类医疗卫生机构不得拒绝无48小时核酸阴性证明的患者进入，公交、地铁运营企业不得拒绝无48小时核酸阴性证明的乘客乘车等。

虽然11月我国经济数据预期仍表现较弱，但国内疫情防控措施优化将推动经济活动恢复，有助于释放内需，消费有望成为支撑经济加速复苏的重要力量。同时，房地产方面，在支持房企融资的利好政策不断积累下，房地产供给端的风险和抑制因素已经明显缓解，需求端虽然居民加杠杆空间有限，但未来地产销售环比改善概率较高，房地产对经济的拖累效应有望逐步降低，从而带动经济改善。因此，向后看，国内经济复苏有望提速。

#### ◆ 资金利率向政策利率靠拢，月末市场波动加大

本周（11月28日-12月2日），逆回购方面，央行延续灵活操作模式，累计投放7D逆回购3170亿元，利率维持2.0%，另有230亿元逆回购到期，净投放2940亿元。货币市场方面，本周资金利率受跨月影响，周中快速上行至政策利率后转而下行，走出倒V字。截止12月2日，跨月结束后资金面重回宽松，DR007和SHIBOR1W分别报收1.62%和1.69%，DR007较上周五下行9bp，SHIBOR1W较上周五下行5bp。

今年 4 月以来，由于经济内生需求不足导致资金淤积在金融系统，DR007 出现利率塌陷，月均值显著低于政策利率，分别为 1.82%、1.63%、1.72%、1.56%、1.42%、1.60%、1.65%和 1.78%。三季度以来，伴随经济筑底并向上修复，实体部门融资需求有所改善，叠加央行持续引导宽货币向宽信用转变，市场利率触底反弹，向政策利率靠拢趋势明显。往后看，货币政策将持续发力“宽信用”，结构性货币政策工具有望继续发挥重要作用。因此央行对总量层面的操作或将持续谨慎，今年年中资金面超常宽松的状态难以延续，年底叠加春节现金需求回升，流动性缺口增大，资金面也将持续波动。

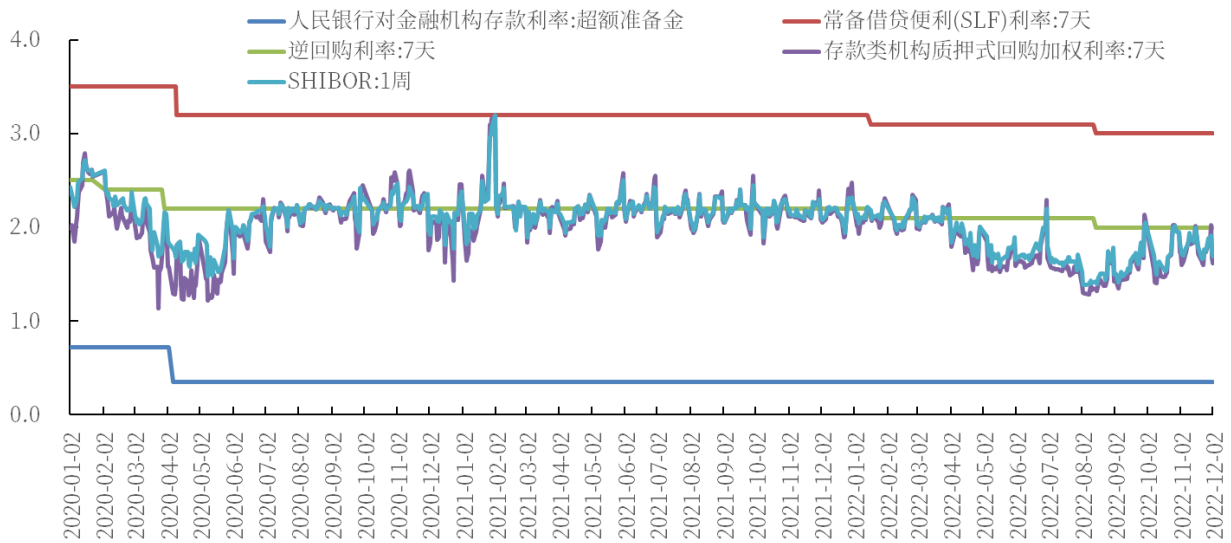
截至 12 月 2 日，本周我国 10 年期国债收益率报收 2.87%，较上周五上行 4bp。美国 10 年期国债收益率持续下行，周五录得 3.51%，较上周五下行 17bp，中美利差从高位回落，带动美元兑人民币汇率下行至接近 7.0。目前汇率基调仍是弹性加大，以我为主。另一方面，美国通胀预期放缓叠加美国经济走弱预期逐渐显现之下，美联储加息步伐放缓，外部流动性收紧的压力缓和。央行宽货币窗口依然倚赖于海外加息行为，一旦美联储紧缩见顶，有望打开央行进一步降息空间。

#### ◆ 债市调整余波仍在，尚待形成一致预期

本周债市调整余波仍在。11 月 29 日，10 年期国债收益率收盘价报 2.89%，创 2021 年 11 月以来的最高点。截至 12 月 2 日，10 年期国债收益率收于 2.87%，同业存单 AAA 级一年期到期收益率收于 2.50%，较上周五上行 11 bp。与此同时，国债期货价格波动加大，自上周五连续下跌后小幅收涨。上周随着债市企稳回调，部分理财产品净值止跌回升，但本周以来又出现微跌。

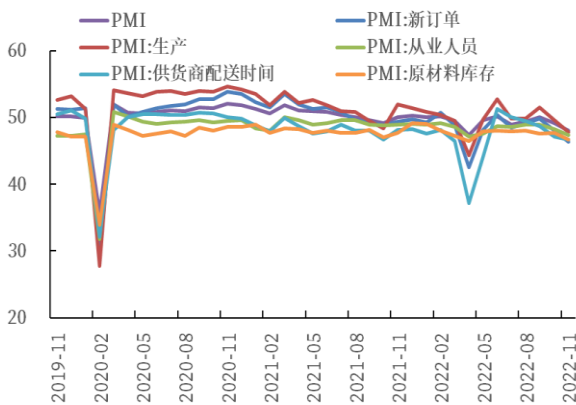
当前债券市场处于再平衡阶段，市场受到多方因素扰动，尚未形成一致预期。首先，短期内，由于一系列利好经济的政策出台，权益市场正逐步回暖，资金从债券市场流入股票市场，股市估值修复，对债市造成一定压力。其二，货币市场资金利率向政策利率靠拢，叠加实体经济融资需求修复，流动性超常宽松的阶段可能已经过去。其三，疫情防控的重大转向使得疫情对消费和生产的压制逐步解除，可能使得经济基本面得到一定程度的修复。今年以来债市走牛一致性预期被打破，新预期的形成过程中市场波动率将上升，可能带来结构性交易性机会。

图1 货币市场利率向政策利率靠拢 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 制造业指数及其五大构成指数走势 (%)



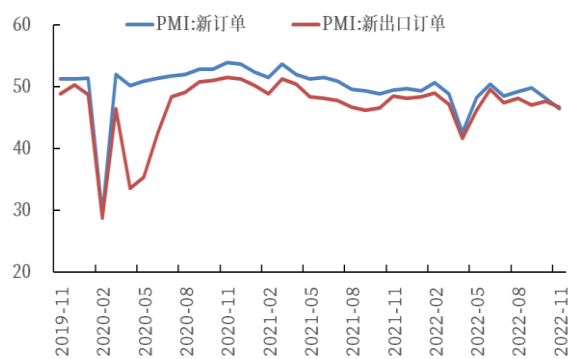
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 服务业 PMI 指数走势 (%)



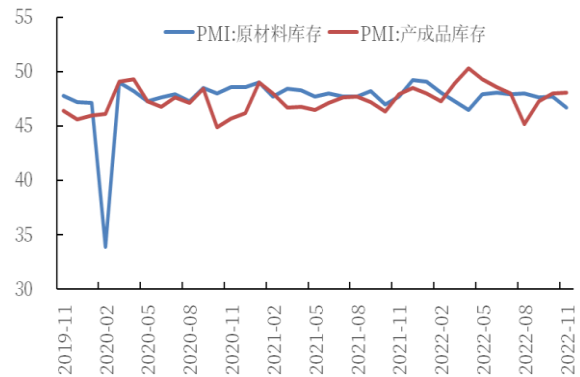
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 11月制造业内外需走弱 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 11月制造业原材料库存去化, 产成品库存累积 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 月度经济数据情况

	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零(当月同比)	-0.5	2.5	5.1	2.7	3.1	6.7	11.1	-1.5
社零:商品零售(当月同比)	0.5	3.0	5.1	3.2	3.0	-0.0	9.7	-2.1
社零:餐饮(当月同比)	-8.1	-1.7	8.4	-1.5	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4
固投(累计同比)	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.8
制造业投资(累计同比)	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6
基建投资(累计同比)	11.4	11.2	10.4	9.6	9.3	8.2	8.3	10.5
房地产开发投资(累计同比)	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7
固投(当月同比)	5.0	6.5	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7
制造业投资(当月同比)	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9
基建投资(当月同比)	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.8	11.8
房地产开发投资(当月同比)	-16.1	-12.1	-13.8	-12.1	-9.6	-7.7	-10.1	-2.4
出口金额(美元,当月同比)	-0.3	5.7	7.1	17.8	17.9	16.9	3.9	14.6
进口金额(美元,当月同比)	-0.7	0.3	0.3	2.1	1.0	4.1	-0.1	0.1
工业增加值(当月同比)	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0
服务业生产指数(当月同比)	0.1	1.9	1.8	0.6	1.8	-1.1	-6.1	-0.9
制造业PMI	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40.0	46.7

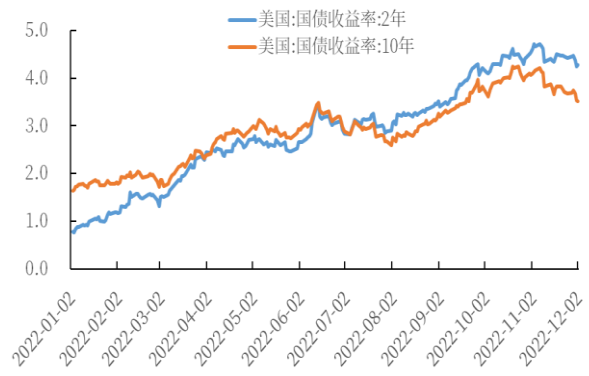
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 美国通胀预期趋缓(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 美国10年期和2年期国债收益率倒挂加深(%)



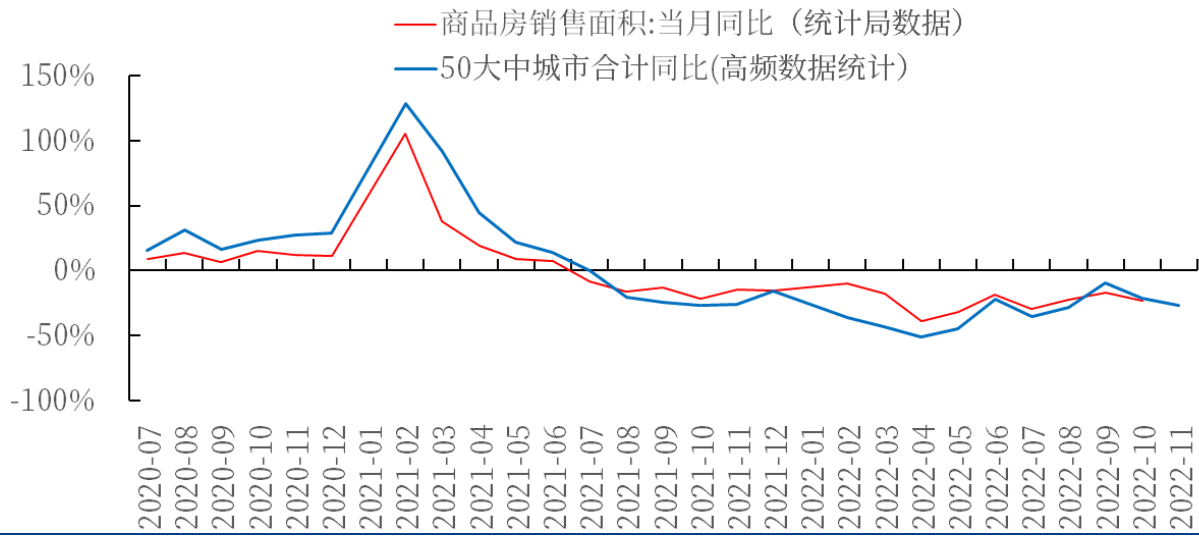
资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 居民出行再次受限

时间区间	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	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门
11月下旬	1	-44.4%	-75.9%	-6.7%	-75.7%	-22.5%	-32.4%	-80.8%	-59.2%	-3.4%	-99.5%	-12.5%	-17.0%	-48.9%	-24.2%	-43.2%	-98.3%	1.4%
11月中旬	3	-28.5%	-32.4%	-17.9%	-68.2%	30.4%	-15.4%	-29.5%	-38.4%	-11.6%	-96.1%	-8.3%	4.0%	-32.3%	-5.4%	-37.8%	-67.7%	5.2%
11月上旬	3	-17.0%	-12.5%	-11.8%	-53.3%	34.5%	-20.1%	-46.8%	-24.8%	-2.5%	-6.2%	-9.2%	20.1%	-29.2%	-12.0%	-31.9%	-55.5%	11.7%
10月下旬	3	-20.9%	-13.1%	-18.5%	-33.6%	-10.3%	-35.4%	-49.9%	-34.0%	-16.4%	-12.4%	-13.6%	27.9%	-21.3%	-35.2%	-21.4%	9.0%	13.4%
10月中旬	1	-19.3%	-24.6%	-18.7%	-13.7%	-14.0%	-13.1%	-18.4%	-41.1%	-19.1%	-28.6%	-19.5%	-6.1%	-19.3%	-13.4%	-27.3%	-19.2%	27.0%
10月上旬	3	-12.9%	-10.1%	-11.0%	-6.5%	-21.3%	4.0%	-20.6%	-29.4%	-5.2%	-14.9%	-21.9%	-4.9%	-52.5%	-3.0%	-25.8%	-24.8%	88.7%
9月下旬	6	-5.0%	-9.9%	-5.4%	-5.1%	-15.6%	14.4%	1.2%	-10.5%	4.7%	-3.2%	-12.0%	27.2%	-27.1%	-3.6%	-15.7%	-29.1%	205.9%
9月中旬	6	-12.4%	-13.2%	-6.0%	-6.6%	-70.8%	14.1%	6.4%	-3.4%	6.6%	-6.1%	-20.7%	18.5%	-28.1%	-12.3%	-12.4%	-39.5%	80.4%
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	-90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%
7月中旬	6	-12.7%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%
7月上旬	9	-16.0%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%
6月下旬	10	-8.3%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%
6月中旬	7	-10.1%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%
6月上旬	6	-18.8%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%
5月下旬	3	-38.2%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%
5月中旬	3	-40.4%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%
5月上旬	0	-44.1%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%
4月下旬	2	-38.4%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%
4月上旬	0	-43.2%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%
3月下旬	0	-35.5%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%
3月中旬	1	-40.0%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%
3月上旬	8	-8.0%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%
11月	3	-30.1%	-40.4%	-12.3%	-65.8%	11.3%	-22.6%	-52.4%	-41.7%	-6.0%	-71.0%	-10.0%	1.4%	-36.9%	-13.9%	-37.7%	-77.0%	6.1%
10月	2	-18.1%	-16.9%	-19.1%	-14.7%	-17.1%	-30.5%	-35.0%	-13.8%	-18.5%	-17.9%	4.4%	-31.7%	-17.8%	-24.7%	-13.3%	-13.3%	32.9%
9月	5	-12.8%	-11.8%	-7.9%	-7.5%	-58.6%	18.1%	-3.2%	-6.0%	8.1%	-12.0%	-29.0%	27.7%	-21.7%	-7.8%	-10.7%	-44.9%	62.8%
8月	7	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%
7月	10	-13.0%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%
6月	8	-12.4%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	8.9%	-11.4%	25.5%
5月	1	-40.8%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%
4月	1	-41.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	
3月	3	-28.3%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 11月房屋销售面积大概率同比下滑幅度加深



资料来源: wind, 中航证券研究所



### 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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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致。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