

坚定看多，六大信号显示 A 股望迎复苏牛

报告摘要

核心观点：

◆ 六大信号显示 A 股望迎复苏牛：

信号 1：疫情达峰或早于预期，经济有望加速修复。12月22日，国家传染病中心主任张文宏预计上海一周内就将达到感染峰值。结合我们观察到的其他信息综合判断，本轮疫情感染达峰时间可能快于此前预期，从而缩短了疫情对经济的抑制时间，经济复苏有望更早到来。随着民众对感染的担心减弱，近期出行方面已有好转迹象。经济有望加速修复，为 A 股上行形成支撑。

信号 2：美联储加息或将放缓，北向资金有望持续涌入。随着美国通胀数据的进一步回落，以及经济衰退风险的逐步显现，美联储政策转向可能早于预期，逐步计价美联储转鸽将是明年资本市场的重要主线，外部流动性环境对风险资产将逐步从压制转向利好。同时，明年美国经济大概率继续走弱，而我国复苏确定性较高，中美经济周期错位将推动全球比价视野下人民币资产配置吸引力增强，北向资金有望持续流入支撑 A 股上行。

信号 3：近期监管部门加大对机构投资股票市场的支持力度。目前第三支柱个人养老金投资公募基金刚刚起步，预计明年将进入加速发展阶段，长期来看个人养老金对 A 股带来的增量资金规模或将达到万亿级别。此外，险资不断增大权益资产配置也有望为 A 股提供重要的长线增量资金。在监管部门对机构投资股票加大支持的背景下，机构增量资金有望对 A 股市场提供有力支撑，市场情绪或将加速修复。

信号 4：较宽松的宏观流动性环境利好股市反弹。短期来看，为维持年末流动性平稳，央行公开市场持续加大逆回购操作。当前 SHIBOR

作者

董忠云 分析师

SAC 执业证书：S0640515120001

联系电话：010-59562478

邮箱：dongzy@avicsec.com

符旸 分析师

SAC 执业证书：S0640514070001

联系电话：010-59562469

邮箱：fuyys@avicsec.com

王玉茜 研究助理

SAC 执业证书：S0640122040025

联系电话：

邮箱：wangyx@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《市场在震荡中等待经济加速修复》

中航策略周报：《加配成长，留着过年》

中航策略周报：《在新平衡中波动向上，建议关注“通电机”》

中航策略周报：《前景愈发清晰，反弹愈发明确》

中航策略点评：《国企估值有望加速修复》

市场走势：



股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

利率及 DR007 利率等货币市场利率明显低于逆回购招标利率，市场流动性较为充裕。中期来看，明年国内货币政策的外部约束或将明显降低，国内政策空间进一步打开。为支持经济复苏，预计央行将继续降准降息及使用结构性工具进行定向流动性输送，宏观流动性有望维持合理充裕甚至进一步宽松，对股市形成利好。

信号 5: 资金面有望持续改善，存量博弈僵局或被打破。根据渠道调研，最近较多基金经理感染新冠，机构投资者操盘手“阳康”后资金操作或将更加活跃。偏股型基金发行端近期已出现改善，11 月股票型+混合型公募基金新发行份额较 10 月增长 31.53%，12 月偏股型基金发行份额也有望继续增加。根据过去五年历史数据统计，公募基金仓位触底后上证指数此后多随基金加仓出现反弹。目前，配置相对较为灵活的私募基金仓位已出现回升，公募基金仓位已降至低位，后续有望反弹。综上，资金存量博弈僵局有望被打破，形成市场上行动力。

信号 6: 估值已调整到位，配置性价比已显现。横向来看当前股市相对债市吸引力较大，上证指数、沪深 300 ERP 已进入十年内极值区间，创业板指、科创 50ERP 已突破近十年正一倍标准差。纵向观察过去十年数据，主要指数及大部分行业估值已调整至历史较低区间。市场整体估值已调整至低位，配置性价比已现。无论是横向比较还是纵向比较，目前 A 股估值均具有吸引力，当前位置介入机会大于风险。

投资建议：

- ◆ 预计市场有望迎来复苏牛，我们对后市坚定看多，当前时点 A 股机会大于风险。具体到行业配置方面，可结合中央经济工作会议看未来投资机会。居民消费、新旧基建、制造业升级等将是明年政策提振内需的重要领域，相关政策利好有望不断落地。“安全”与“科技”相辅相成将是未来政策发力的重点领域，从二者结合的角度来看，利好军工、双碳、信息安全、生物技术等赛道。房地产领域集中度大概率将进一步提升，龙头房企将从中受益。“政策底”已过，市场对已互联网上市平台企业的业绩和估值预期有望进一步修复。在我国人口结构变化的过程中，育儿产品消费升级、婴幼儿托育、医疗健康、休闲娱乐等领域均有望享受政策红利。



本周市场回顾:

本周市场表现较弱，各大宽基指数继续下跌。上证指数，深证成指，创业板指，科创 50，上证 50，沪深 300，中证 500，中证 1000 分别下跌 3.85%，3.94%，3.69%，5.93%，2.69%，3.19%，5.10%，5.50%。行业风格上，本周各风格指数均出现下跌，其中周期风格跌幅最大，达 5.37%。分行业来看，31 个申万一级行业均下跌，其中美容护理，传媒，社会服务跌幅较小，分别下跌 0.20%，0.61%，0.76%；电力设备，电子，建筑装饰跌幅较大，分别下跌 6.03%，5.86%，5.84%。市场情绪方面，本周市场活跃度继续走弱，日均成交额为 6431.69 亿元，较上周减少了 1701.91 亿元。估值方面，截至 12 月 23 日，A 股整体市盈率为 16.50 倍，较上周下降 3.91%。本周北向资金连续第七周保持净流入状态，净流入金额 43.53 亿元。

正文:

我们认为 A 股“阳康”或早于预期，市场有望迎来复苏牛，理由如下:

一、 疫情达峰或早于预期，经济有望加速修复

感染达峰或早于市场预期，我国或将更快步入群体免疫状态，疫情对经济的冲击有望快速消退。12 月 7 日疫情优化防控新十条落地后，疫后复苏情况为近期市场关注的核心变量。12 月上旬，专家多预计感染峰值或于明年一月中上旬到来。12 月 22 日，国家传染病中心主任张文宏预计上海一周内就将达到感染峰值。结合我们观察到的其他信息综合判断，本轮疫情感染达峰时间可能快于此前预期，从而缩短了疫情对经济的抑制时间，经济复苏有望更早到来。

钟南山表示，现在奥密克戎株引起的病变，基本上绝大部分在上呼吸道，极少发病到肺炎。随着民众对感染的担心减弱，近期出行方面已有好转迹象。根据携程数据，12 月 7 日至 12 月 18 日，国内赴三亚机票预订量同比去年增长近一成，环比上月同期（11 月 7 日至 11 月 18 日）增长超 8 成；12 月 12 日至 12 月 18 日，北京至三亚机票预订量同比去年增长 46%，机票均价同比增长 14%。根据木鸟民宿发布的《2023 元旦假期民宿预订趋势报告》显示，预计元旦假期民宿订单有望达到 2022 年元旦的 1.5 倍左右。同时，12 月以来，预订 2023 元旦假期的民宿订单中，跨省民宿订单占比近五成，跨省游复苏迹象已现。中央财经委员会办公室副主任尹艳林 12 月 24 日表示，“我国经济已挺过了最困难时刻”。往后看经济有望加速修复，为 A 股上行形成支撑。

表 1: 疫情峰值有望提前到来

地区	疫情发展状态
山东青岛	当地正处于高峰来临前的快速传播阶段。
海南省	处于快速“爬坡”阶段，预计可能很快迎来高峰期。
江西省	第一波疫情将于 2023 年 1 月上旬达到感染高峰。
安徽省	预计大部分地区月底前达到疫情高峰。



四川成都	当前正经历一波疫情高峰。
广东广州	专家预测广州疫情将在 2023 年 1 月上旬达到高峰，广州正加强医疗资源储备，提升救治能力，全方位、多层面积极应对即将到来的疫情高峰。
浙江	据测算，浙江第一波疫情预计在明年 1 月中旬左右迎来高峰。12 月 24 日，浙江省省长王浩指出，该省疫情传播高峰预计会提前到达。
湖南	专家表示，湖南疫情高峰具体日期无法预测到哪一天，但据目前疫情发展情况来看，大约会在春节前后达到高峰。
河南郑州	根据调查预测，郑州疫情感染情况第一波阈值在 12 月 15 日，第二波阈值在 12 月 20 日，高峰时间则在 2023 年 1 月 15 日。
湖北宜昌	预计宜昌在明年 1 月上旬会迎来感染高峰，但不会出现 80%-90% 的感染率。

数据来源：券商中国、杭州日报，中航证券研究所整理

二、美联储加息或将放缓，北向资金有望持续涌入

美东时间 12 月 23 日周五，美国商务部公布的数据显示，美国 11 月 PCE 物价指数同比增长 5.5%，低于前值 6%，为连续第五个月放缓。剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数 11 月同比增长 4.7%，低于前值 5%。美国通胀数据已经见顶并进入持续下滑区间，2023 年通胀压力有望进一步缓和。

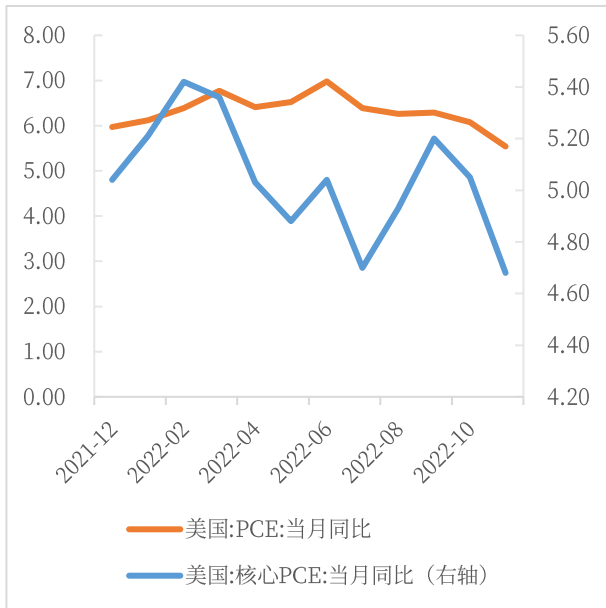
今年为抗击通胀，美联储采取了 40 年来最大力度的加息政策，全年累计加息 7 次共 425BP，利率的迅速抬升能够通过压低需求来控制通胀，代价是经济受损。目前美国消费者信心指数、制造业 PMI 等已经较高点明显回落，反映生产、消费逐步趋弱。随着美联储后续进一步抬升利率，明年美国经济下滑风险较大。国际货币基金组织（IMF）在最新经济展望中将 2023 年美国经济增速下调至 1.0%，经合组织（OECD）预测美国 2023 年增速为 0.5%。

美联储 12 月加息 50BP，加息幅度放缓，意味着美联储鹰派顶点已过，虽然美联储表示加息持续时间和终点利率水平可能高于预期，但目前市场对后续加息空间的预期并不高，5% 或将成为本轮加息的终点。我们认为明年随着美国通胀数据的进一步回落，以及经济衰退风险的逐步显现，美联储政策转向可能早于预期，逐步计价美联储转鸽将是明年资本市场的重要主线，外部流动性环境对风险资产将逐步从压制转向利好。

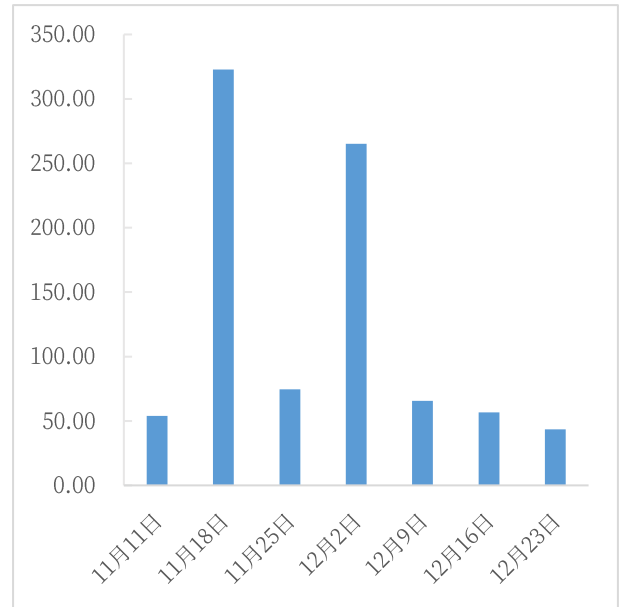
同时，明年美国经济大概率继续走弱，而我国复苏确定性较高，中美经济周期错位将推动全球比价视野下人民币资产配置吸引力增强，北向资金有望持续流入支撑 A 股上行。自 11 月起北向资金已连续 7 周保持净流入状态，本周大盘虽有明显回撤，但北向资金依然净流入，体现了外资对后市的信心。

图1 美国通胀数据拐点已现（单位：%）

图2 北向资金周度净流入金额（单位：亿元）



资料来源: Wind,中航证券研究所整理



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

三、 近期监管部门加大对机构投资股票市场的支持力度

中央经济工作会议结束后,证监会指出要加快投资端改革,引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度,推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。目前第三支柱个人养老金投资公募基金刚刚起步,预计明年将进入加速发展阶段,我们预计2023年或将为市场带来700亿资金。长期来看,个人养老金对A股带来的增量资金规模或将达到万亿级别。

此外,险资不断增大权益资产配置也有望为A股提供重要的长线增量资金。12月23日,银保监会表示,将完善分级分类差异化监管措施,鼓励偿付能力充足、资产负债管理能力较强的保险公司加大股票等二级市场权益类资产投资。积极创造条件,探索保险资金长期稳定投资股票模式,充分发挥机构投资者作用,加大优质上市公司股票投资。银保监会数据显示,截至2022年9月末,保险资金投资于股票和证券投资基金的规模为2.97万亿元,仅占保险公司总资产26.71万亿元的11.12%,距离监管规定的保险资金投资股票的上限20%仍有较大距离,未来险资增配股市的空间充足。

总体而言,在监管部门对机构投资股票加大支持的背景下,机构增量资金有望对A股市场提供有力支撑,市场情绪或将加速修复

四、 较宽松的宏观流动性环境利好股市反弹

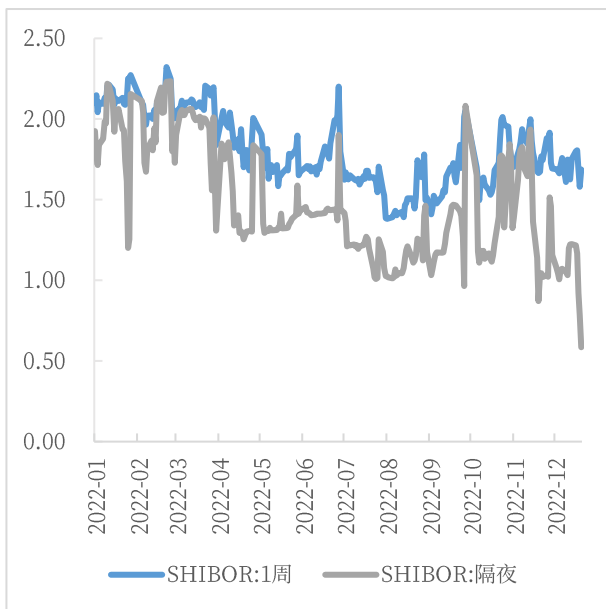
今年美债收益率随着美联储快速加息而大幅攀升,中美利差走向深度倒挂并驱动人民币之前大幅贬值,这对国内货币宽松形成了外部约束。明年美债收益率有望随着通胀和经济弱化而回落,而我国国债收益率有望随着信用扩张和经济进一步复苏而抬升,中美利差倒挂的状态有

望持续收窄，人民币贬值压力有望明显缓解，这意味着明年国内货币政策的外部约束将明显降低，国内政策空间进一步打开。

人民银行副行长刘国强 12 月 17 日在“2022-2023 中国经济年会”上表示，就中央经济工作会议提出的货币政策要求而言，可概括为“总量要够、结构要准”，而总量要够，就是明年货币政策的力度不能小于今年。因此，为支持经济复苏，预计明年央行将继续降准降息及使用结构性工具进行定向流动性输送，宏观流动性有望维持合理充裕甚至进一步宽松，对股市形成利好。

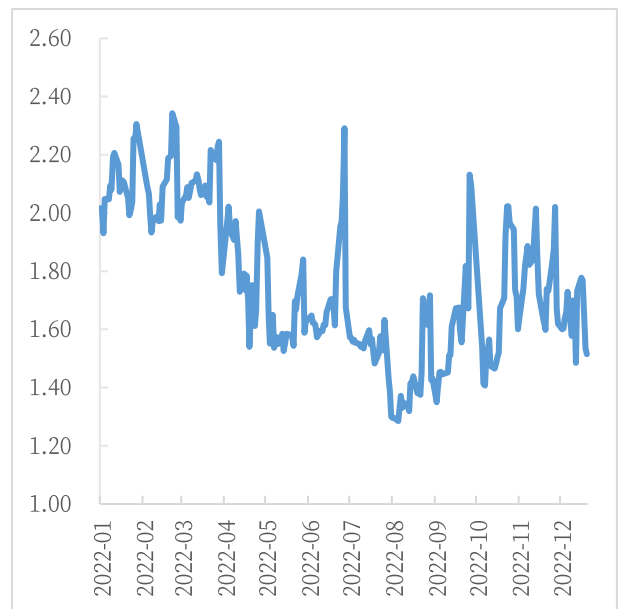
短期来看，为维持年末流动性平稳，本周央行公开市场持续加大逆回购操作。Wind 数据显示，自本周一 12 月 19 日开始，央行除每日常规 7 天逆回购投放外，大额增加 14 天逆回购投放，12 月 23 日进行 2030 亿元 14 天期逆回购操作。当前 SHIBOR 利率及 DR007 利率等货币市场利率明显低于逆回购招标利率，市场流动性较为充裕，利好股市上涨。

图3 隔夜及一周 SHIBOR 利率走势 (单位：%)



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

图4 DR007 利率走势 (单位：%)



资料来源：Wind,中航证券研究所整理

五、 资金面有望持续改善，存量博弈僵局或被打破

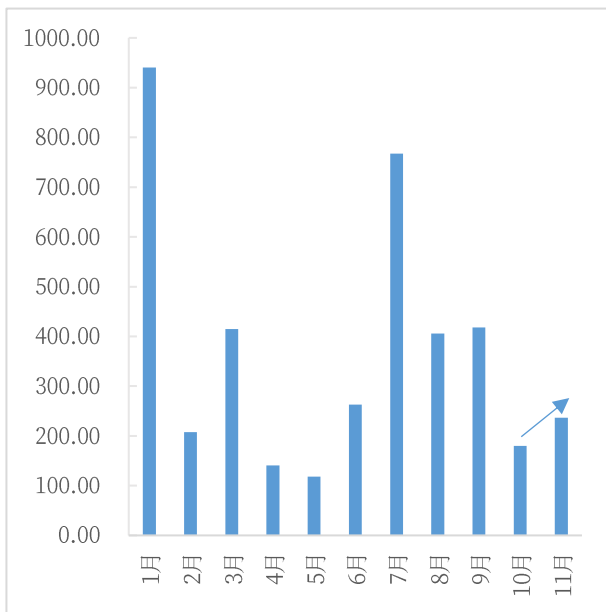
基金发行端已出现回暖，整体基金仓位也有望提升。基金发行情况体现了投资者的总体情绪，同时也是市场增量资金的重要来源，近期偏股型基金发行端已出现改善，按基金成立日计算，11 月股票型+混合型公募基金新发行 236.54 亿份，较 10 月的 179.83 亿份增长 31.53%。根据 Wind 数据估算，12 月前四周较 11 月前四周股票型+混合型公募基金新发行份额涨幅在 24.7%以上，12 月偏股型基金发行份额有望继续增加。

机构仓位方面，根据 Wind 估算，截至 12 月 22 日，公募基金中开放式基金的股票仓位已降至 62.30%，较 9 月初已下降 8.23%。根据过去五年历史数据统计，公募基金仓位触底后上证指数此后多随基金加仓出现反弹。目前，配置相对较为灵活的私募基金仓位已出现回升，

华润信托阳光私募股票多头平均仓位 11 月已明显回升，环比增加 9.64%。根据渠道调研，最近较多基金经理感染新冠，机构投资者操盘手“阳康”后资金操作或将更加活跃。

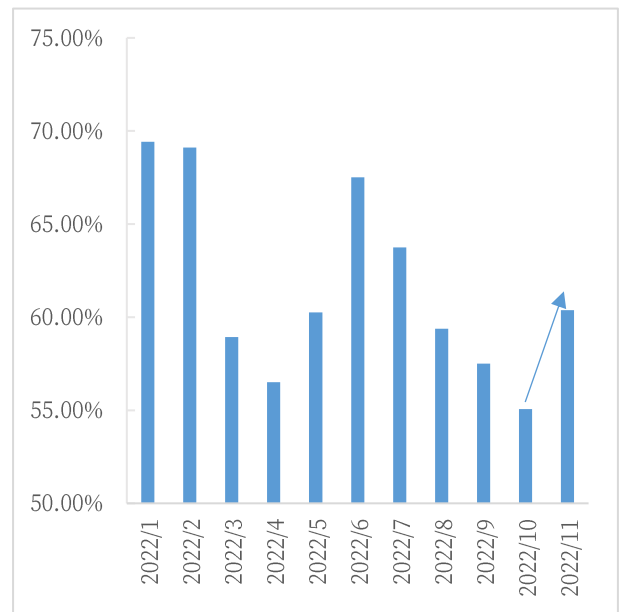
综上，后续公募基金发行和仓位均有望反弹，私募基金仓位也有望持续回升，资金存量博弈僵局有望被打破，形成市场上行动力。

图5 11月股票型+混合型公募基金新发行份额已出现回升
 (单位: 亿份)



资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图6 华润信托阳光私募股票多头平均仓位 (单位: %)



资料来源: 华润信托官网,中航证券研究所整理

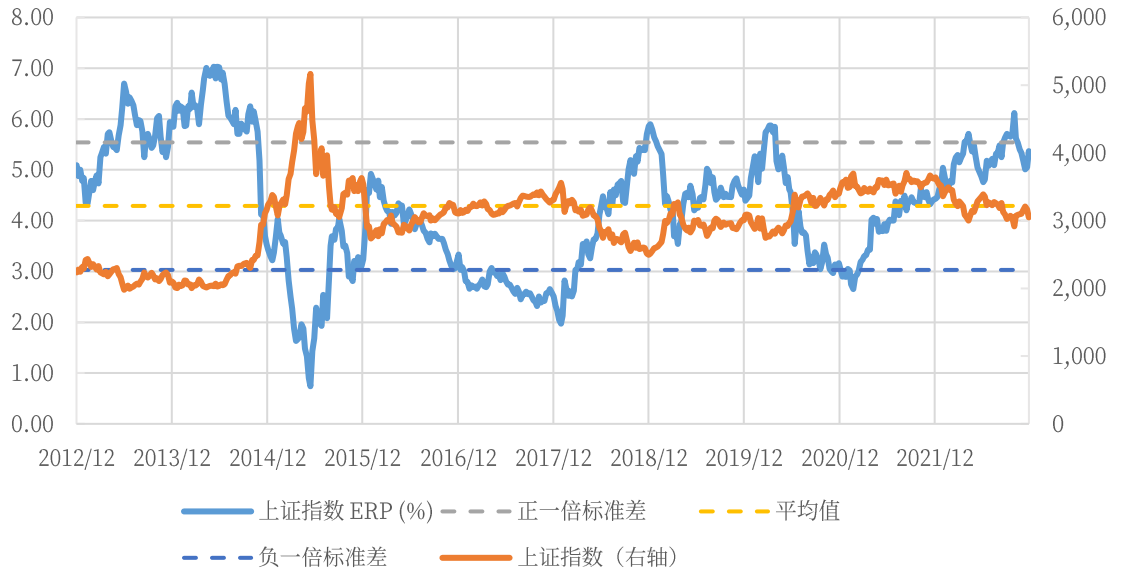
六、 估值已调整到位，配置性价比已显现

横向来看当前股市相对债市吸引力较大，主要指数风险溢价已处于极值高位。从股债比价看，当前上证指数、沪深 300 ERP 已进入十年内极值区间，创业板指、科创 50ERP 已突破近十年正一倍标准差，意味着股票相对于债券的吸引力已经显现。随盈利修复预期企稳，或有更多资金由债券转向股市。

纵向观察过去十年数据，主要指数及大部分行业估值已调整至历史较低区间。截至 12 月 23 日，创业板指、上证指数、深证成指等主要指数估值均处于近十年历史较低分位。31 个申万一级行业中，74% 以上的行业处于近十年 50% 以下估值分位区间。市场整体估值已调整至低位，配置性价比已现。

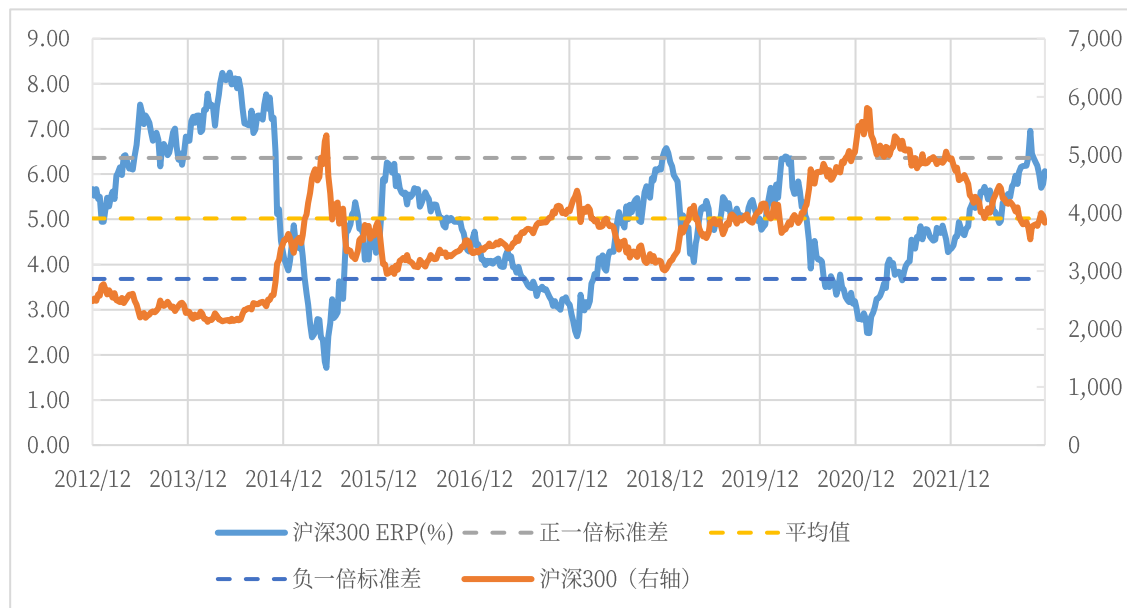
综上，无论是横向比较还是纵向比较，目前 A 股估值均具有吸引力，当前位置介入机会大于风险。

图7 上证指数 ERP



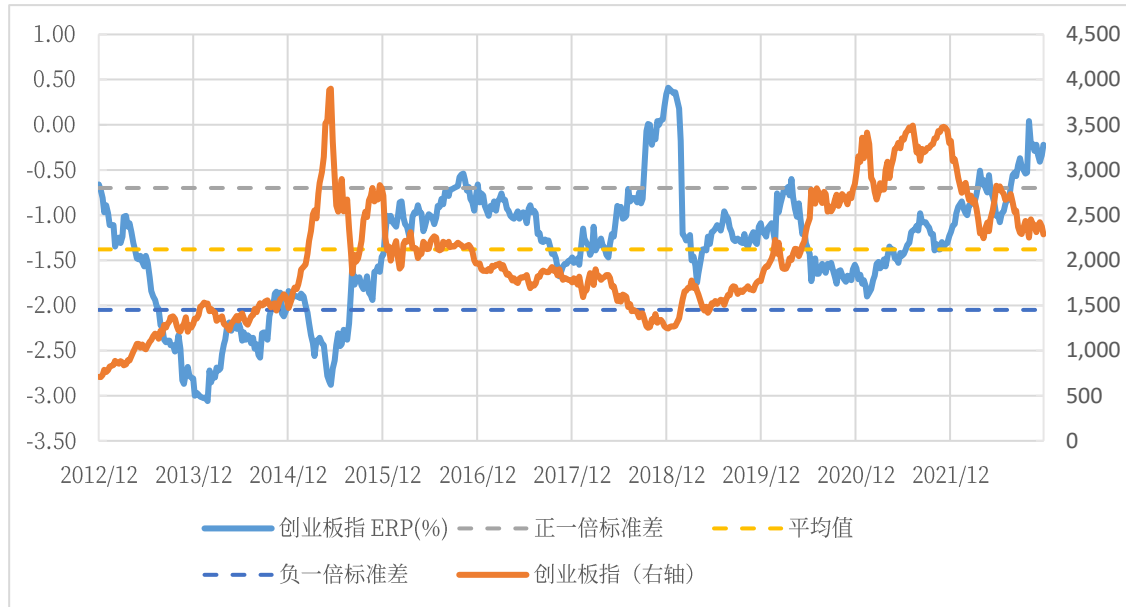
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图8 沪深300 ERP



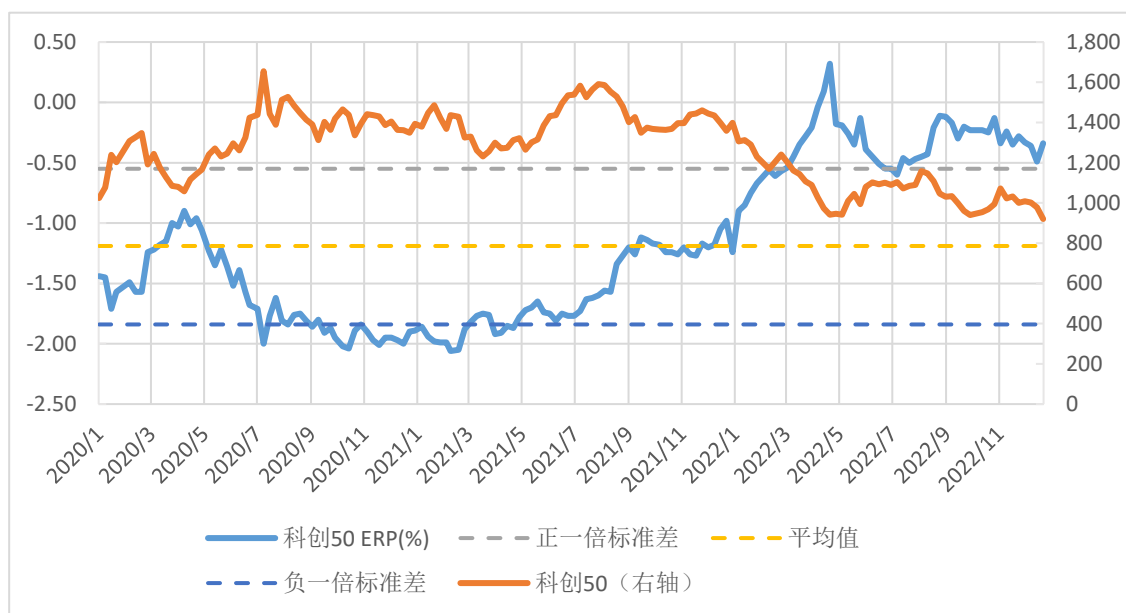
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图9 创业板指 ERP



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图10 科创 50 ERP



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

表 2: 主要指数及申万一级行业估值情况

名称	PE(TTM)(2022.12.23)	当前 PE(TTM) 所处近十年历史分位 (%)
创业板指	35.02	8.07
上证指数	10.38	26.91
深证成指	20.85	41.65
有色金属	14.03	0.00
通信	14.26	0.04



煤炭	6.23	0.04
交通运输	8.18	1.95
石油石化	7.66	1.98
医药生物	24.24	2.37
基础化工	13.80	2.65
国防军工	46.36	3.54
电力设备	25.92	5.43
建筑装饰	7.43	7.12
银行	4.47	7.12
电子	24.64	9.26
环保	17.61	14.41
家用电器	14.72	15.49
计算机	37.95	23.50
纺织服饰	17.06	25.27
传媒	20.59	25.68
非银金融	15.13	27.00
建筑材料	11.74	29.73
机械设备	25.23	43.91
钢铁	11.25	47.02
综合	30.62	49.47
轻工制造	24.62	49.55
美容护理	40.63	58.64
房地产	11.09	59.38
公用事业	18.79	64.77
食品饮料	35.09	72.26
商贸零售	30.98	82.06
汽车	26.39	87.86
农林牧渔	44.99	92.76
社会服务	60.38	93.21

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

具体到行业配置方面，可结合中央经济工作会议看未来投资机会：

一、关注“扩内需”政策主线下的投资机会：

今年疫情反复对内需，特别是对消费，形成了明显拖累，随着疫情防控政策放开，明年疫情的影响有望明显淡化，消费等内需恢复有望成为推动经济复苏的重要力量。

中央经济工作会议提出，“着力扩大国内需求”，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，消费方面，会议提出“支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”，投资方面，会议提出“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通”。

结合近日中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》和发改委发

布《“十四五”扩大内需战略实施方案》来看，扩内需将成为明年的宏观政策主线。

总体来看，居民消费、新旧基建、制造业升级等将是明年政策提振内需的重要领域，相关政策利好有望不断落地，对应资本市场相关板块机会值得关注。

二、关注“安全”与“科技”的结合领域：

当前国际环境复杂多变，俄乌冲突之下大国博弈加剧，“安全”对我国持续发展的重要性日益凸显，而加快科技发展既是我国经济转型升级的重要战略方向，也是我国实现“安全”需求的重要一环。

在安全方面，中央经济工作会议提出：“更好统筹发展和安全”，“产业政策要发展和安全并举”，“保证产业体系自主可控和安全可靠”等。

在科技方面，会议提出“狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大”，“推动‘科技—产业—金融’良性循环”，“科技政策要聚焦自立自强”，“布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位”，“加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广”等。

总体而言，以“科技”塑造“安全”，以“安全”推动“科技”，“安全”与“科技”相辅相成将是未来政策发力的重点领域，从二者结合的角度来看，军工、双碳、信息安全、生物技术等都是未来值得关注的重要赛道。

三、关注房地产化解风险下的估值修复：

近几年房地产领域在严格的政策调控下迎来长期拐点，今年房地产投资与消费持续低迷，对经济形成拖累。但不可否认的是，房地产上下游相关行业众多，房地产依然是中国经济的支柱产业，稳经济离不开稳地产。当前地产调控基调已经从“以压为主”转向“以保为主”，房地产供给端已迎来“三箭齐发”。中央经济工作会议提出：“要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设”，“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。

政策面对房地产“托而不举”已经十分清晰，房地产行业整体，特别是头部房企的风险已经显著缓解，市场预期和估值有进一步修复的空间。同时，未来房地产领域洗牌不可避免，房企结构分化或进一步加剧，房地产领域集中度大概率进一步提升，龙头房企将从中受益。

四、关注互联网平台经济的估值修复：

中央经济工作会议提出“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引



领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。”

这里对平台企业的功能定位给予了十分积极的表述，再次确认了平台企业“政策底”已过，监管态度有望从“亮红灯”为主转向“开绿灯”为主，市场对已互联网上市平台企业的业绩和估值预期有望进一步修复。

五、关注老龄化、少子化下的政策红利：

中央经济工作会议强调，“完善生育支持政策体系，适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策，积极应对人口老龄化少子化。”

近年来我国生育政策不断放宽，但每年出生人口不断下降，少子化形势日益严峻。同时，老龄化趋势也正在快速且不可逆地到来，未来较长时间内，我国将面临较严峻的人口结构变化形势。在这种情况下，改善少子化并为老龄化做好充分准备是我国人口政策的重要课题。在鼓励生育方面，预计我国有望在生育补贴、托育服务、教育平等减负、女性就业权益保障等方面进一步出台强化政策。老龄化方面，政策面有望进一步鼓励加快养老护理、医疗养护、老年休闲娱乐、养老理财等领域的发展，

变化总是危中有机，我国人口结构变化虽然是我国经济社会发展要面临的一大问题，但过程中出台的各项政策一定会对部分行业产生红利，育儿产品消费升级、婴幼儿托育、医疗健康、休闲娱乐等领域均有望形成投资机会。

投资建议：

综合前文所述六大信号，预计市场有望迎来复苏牛，我们对后市坚定看多，当前时点 A 股机会大于风险。

具体到行业配置方面，可结合中央经济工作会议看未来投资机会。居民消费、新旧基建、制造业升级等将是明年政策提振内需的重要领域，相关政策利好有望不断落地。“安全”与“科技”相辅相成将是未来政策发力的重点领域，从二者结合的角度来看，利好军工、双碳、信息安全、生物技术等赛道。房地产领域集中度大概率将进一步提升，龙头房企将从中受益。“政策底”已过，市场对已互联网上市平台企业的业绩和估值预期有望进一步修复。在我国人口结构变化的过程中，育儿产品消费升级、婴幼儿托育、医疗健康、休闲娱乐等领域均有望享受政策红利。

风险提示：国内政策推行不及预期；海外流动性收紧超预期。

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:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

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风险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、内容或其复印本给予任何其他人。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