

分化式复苏下，通胀数据依然偏弱

2023年4月通胀数据点评

报告摘要

4月，CPI环比依然不算强。4月CPI环比录得-0.1%，与上月的环比-0.3%相比，下滑幅度趋缓，但仅比近10年CPI同月环比均值高0.03PCTS，显示4月CPI环比基本符合季节性，并未有超出季节性的强势表现。分食品项和非食品项看，4月食品项和非食品项CPI环比分别为-1.0%和+0.1%，分别高于近10年同月均值0.04PCTS和低于近10年同月均值0.03PCTS，整体看均与近10年同月均值相近。排除食品和能源后，4月核心CPI环比录得+0.1%，在近10年同月中排在倒数第2，也低于近10年均值0.08PCTS。核心CPI的弱势，以及4月CPI消费品环比低于近10年同月均值的同时服务环比高于近10年同月均值的现状，显示在分化式复苏的趋势之下，消费者的需求目前并未完全释放，通胀相对弱势是需求不足的价格体现。

4月CPI同比+0.1%，较3月-0.6PCTS，也低于市场预期的+0.4%。分食品和非食品看，4月食品项和非食品项CPI同比分别+0.4%和+0.1%，分别较上月-2.0PCTS和-0.2PCTS，食品项和非食品项CPI同比涨幅同步走低。去除食品和能源后，4月核心CPI同比录得+0.7%，与3月持平。

往后看，预计在国内外需仍然相对不足、缺乏关键商品价格支撑以及CPI翘尾因素较低三重因素的影响下，二季度CPI同比继续维持低位，难以突破+1%：1，4月核心CPI环比依然明显低于近10年均值，核心CPI同比与上月持平，价格层面反映出内需不足问题的仍然存在。结合4月制造业PMI数据位于荣枯线之下、4月金融数据低于市场预期，预计需求不足的问题将在二季度继续拖累CPI上行动力。2，从猪肉和原油两大关键商品看，后续二者的走势将对CPI同比起到一定拖累作用。

2023年4月PPI同比-3.6%，弱于市场预期的-3.3%，较3月-1.1PCTS，环比为-0.5%。2023年4月，PPI生产资料和生活资料环比分别为-0.6%和-0.3%，同比分别为-4.7%和+0.4%。2023年4月PPIRM同比-3.8%，较3月-2.0PCTS，环比为-0.7%。

环比上，2023年4月，在以煤炭、钢材、部分化工产品为代表的生产资料价格环比下行的带动下，4月PPIRM环比下行幅度加深，叠加经济总需求较弱下工业制成品的需求不足，4月PPI环比继续为负，在30个工业子行业中，仅有6个行业PPI环比为正。同比看，受去年同期煤、钢和油的高基数走高影响，叠加内外需求疲软下4月PPI环比降幅加深，4月PPI同比继续为负值且降幅较3月加深，在30个工业子行业中，仅有10个行业PPI同比为正。

预计整个Q2，PPI同比将持续为负，随着国内需求的复苏，PPI有望在Q3转正，但正向幅度预计仍然较小：1，去年二季度，煤价、钢价和国际油价基数均处在相对高位，在后续全球经济走弱导致油价疲软、以及国内需求恢复速度较慢双重因素影响下，

主要数据

上证指数	3309.5512
沪深300	3990.6637
深证成指	11142.5252

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

出口延续同比高增，为经济复苏提供有力支撑	—2023-05-10
金融市场分析周报	—2023-05-09
流动性有望逐步由内松外紧转为内外皆松	—2023-05-08

煤、钢和油产业链或继续拖累 PPI 同比走势。2，二季度 PPI 翘尾因素进一步下行，总体低于一季度，对 PPI 同比的压制作用将更大。Q3 和 Q4，PPI 翘尾因素走高，叠加国内需求的恢复，PPI 同比有望转正。但考虑到翘尾因素仍为负值，仍将对 PPI 同比起到一定压制作用，同时国内需求复苏仍存在不确定性，不排除 Q3PPI 同比仍然为负，PPI 同比到 Q4 才出现转正的情况。

总体看，内需不足导致的分化式复苏之下，4 月 CPI 和 PPI 继续维持弱势，显示当前通胀并不对货币政策构成制约。同时，疲软的通胀也反映出内需有待进一步修复，经济的进一步企稳仍需相对宽松的货币政策和积极的财政政策支撑。

一、4月CPI同比和环比依然较弱

4月，CPI环比依然不算强。4月CPI环比录得-0.1%，与上月的环比-0.3%相比，下滑幅度趋缓，但仅比近10年CPI同月环比均值高0.03PCTS，显示4月CPI环比基本符合季节性，并未有超出季节性的强势表现。

分食品项和非食品项看，4月食品项和非食品项CPI环比分别为-1.0%和+0.1%，分别高于近10年同月均值0.04PCTS和低于近10年同月均值0.03PCTS，整体看均与近10年同月均值相近。分八大类消费类别看，4月整体呈分化态势，其中，其他用品和服务类、教育文化和娱乐类以及食品烟酒类CPI环比分别较近10年均值高0.72PCTS、0.24PCTS和0.16PCTS，而衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、医疗保健类CPI环比较近10年均值低0.06PCTS到0.43PCTS不等。

排除食品和能源后，4月核心CPI环比录得+0.1%，在近10年同月中排在倒数第2，也低于近10年均值0.08PCTS，结合4月CPI消费品环比低于近10年同月均值0.3PCTS而服务环比高于近10年同月均值0.05PCTS，显示在分化式复苏的趋势之下，消费者的需求目前并未完全释放，通胀相对弱势是需求不足的价格体现。

4月CPI同比+0.1%，较3月-0.6PCTS，也低于市场预期的+0.4%。分食品和非食品看，4月食品项和非食品项CPI同比分别+0.4%和+0.1%，分别较上月-2.0PCTS和-0.2PCTS，食品项和非食品项CPI同比涨幅同步走低。去除食品和能源后，4月核心CPI同比录得+0.7%，与3月持平。

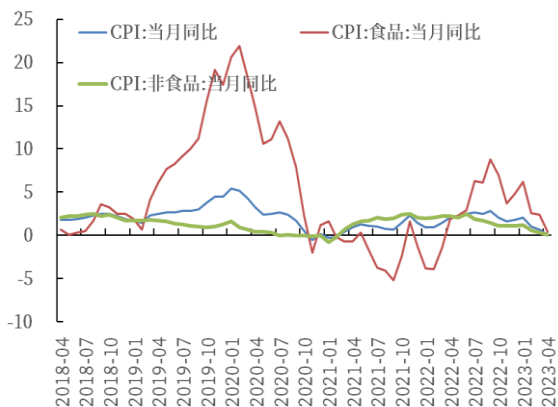
食品项方面，虽然4月食品项中仅水产、蛋类和卷烟价格较上月上行，但叠加去年低基数的影响之后，4月价格同比上行的食品类商品达到8个，占据11类（畜肉类分解为猪肉、羊肉和牛肉三类）食品项消费品的大多数。另一方面，与上月相比，8类价格同比为正的食品类消费品中有6类同比涨幅下降、2类同比涨幅持平，叠加其余3个价格同比为负的食品类消费品同比降幅均较上月扩大，4月CPI食品项同比较上月滑落1.3PCTS。具体品类看，对4月CPI食品项涨幅较3月大幅回落贡献较大的是蛋类、鲜果、鲜菜和猪肉，同比涨幅分别较3月-6.6PCTS、-6.2PCTS、-2.4PCTS和-5.6PCTS。其中猪肉价格弱势主因生猪产能充足，叠加消费淡季影响，蛋类、鲜果和鲜菜价格弱势主要系进入旺季，相关商品大量上市。

非食品项方面，衣着、居住、教育文化和娱乐以及其他用品和服务类CPI同比较3月上行，医疗保健类CPI同比与上月持平，食品烟酒、生活用品及服务、交通和通信类CPI同比较3月下行。其中，4月油价虽较3月环比上行，但在去年高基数影响下，同比下滑幅度依然接近20%，带动4月CPI交通和通信项同比依然为负。

往后看，预计在国内内需仍然相对不足、缺乏关键商品价格支撑以及CPI翘尾因素较低三重因素的影响下，二季度CPI同比预计继续维持低位，难以突破+1%：

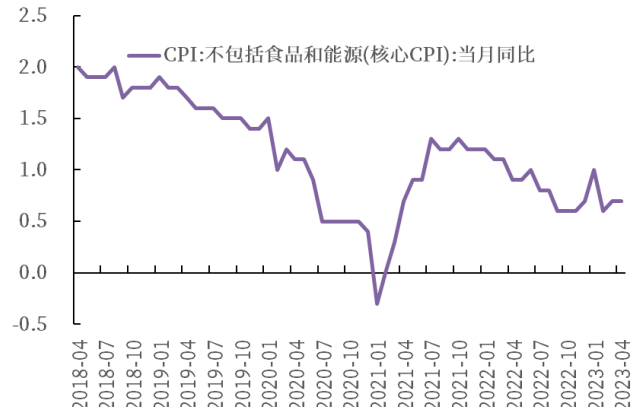
1, 虽然 4 月 CPI 环比降幅较 3 月缩窄, 同时与近 10 年同月均值基本持平, 但去除食品和能源的影响后, 4 月核心 CPI 环比依然明显低于近 10 年均值, 核心 CPI 同比与上月持平, 价格层面反映出内需不足问题的仍然存在。结合 4 月制造业 PMI 数据位于荣枯线之下、4 月金融数据低于市场预期, 预计需求不足的问题将在二季度继续拖累 CPI 上行。2, 从猪肉和原油两大关键商品看, 后续二者的走势将对 CPI 同比起到一定拖累作用。4 月 3 日至今, 猪肉价格始终维持在 20 元/公斤之下, 截止 5 月 11 日已低于去年同日水平。截止 3 月底生猪存栏已达 4.3 亿头的历史相对高位, 同时能繁母猪存栏环比变化率虽然 1 月到 3 月连续三个月为负, 但从 2022 年 5 月至 2022 年 12 月连续 7 个月为正, 预示着后续猪价大幅攀升的可能性较低。同时, 从价格基数角度, 去年 4 月到 10 月猪肉价格基数持续上行, 一路从 18.6 元/公斤上升至 33.87 元/公斤, 猪价后续的弱势走势预期叠加去年价格基数的持续攀升下, 预计年底之前猪肉价格同比都将对 CPI 同比起到拖累作用。原油方面, 3 月下旬到 4 月中旬, 因产油国的减产, 国际油价虽有小幅攀升, 但这种趋势从 4 月中旬开始已经逆转, 截止 5 月 10 日, OPEC 一揽子原油价格依然比去年同日低近 30%。考虑到全球经济走弱下油价缺乏需求侧支撑, 同时去年 11 月中旬之前原油价格始终维持 90 美金/桶以上, 预计原油价格同比将在年内对 CPI 同比持续起拖累作用。

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI分项目同比和环比情况(%)

	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
CPI:当月同比	0.10	0.70	1.00	2.10	1.80	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10
CPI:食品烟酒:当月同比	0.80	2.10	2.10	4.70	3.70	3.00	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90
CPI:衣着:当月同比	0.90	0.80	0.70	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50
CPI:居住:当月同比	-0.20	-0.30	-0.10	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20
CPI:生活用品及服务:当月同比	0.10	0.70	1.40	1.60	1.50	1.50	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20
CPI:交通和通信:当月同比	-3.30	-1.90	0.10	2.00	2.80	2.90	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.90	1.40	1.20	2.40	1.40	1.30	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00
CPI:医疗保健:当月同比	1.00	1.00	1.00	0.80	0.60	0.50	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
CPI:其他用品和服务:当月同比	3.50	2.50	2.60	3.10	2.80	2.30	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70
CPI:环比	-0.10	-0.30	-0.50	0.80	0.00	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40
CPI:食品烟酒:环比	-0.60	-0.90	-1.30	2.00	0.40	-0.50	0.20	1.30	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70
CPI:衣着:环比	-0.10	0.50	-0.10	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20
CPI:居住:环比	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10
CPI:生活用品及服务:环比	0.00	-0.50	0.00	0.00	0.30	-0.30	0.30	0.00	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60
CPI:交通和通信:环比	-1.40	-0.40	-0.50	0.20	-1.40	0.10	-0.40	-0.60	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.50	-0.10	-0.80	1.30	0.10	-0.40	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10
CPI:医疗保健:环比	0.10	0.10	0.20	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10
CPI:其他用品和服务:环比	1.00	0.80	-1.30	1.10	0.40	-0.10	0.40	-0.30	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00

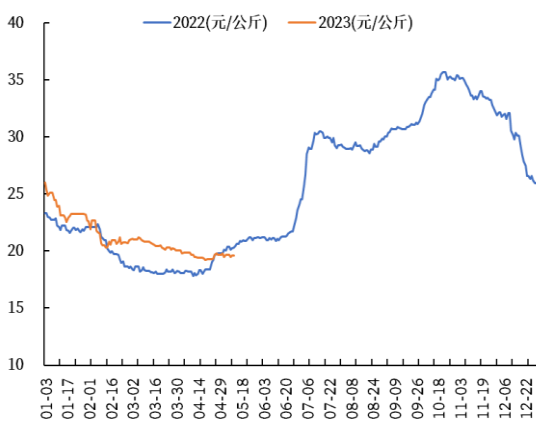
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 CPI分项目环比与近10年同月值比较(%)

	本月环比较10年均值	近10年均值	2023-04	2022-04	2021-04	2020-04	2019-04	2018-04	2017-04	2016-04	2015-04	2014-04	2013-04
CPI环比	+0.03 PCTS	-0.13	-0.10	+0.4	-0.3	-0.9	+0.1	-0.2	+0.1	-0.2	-0.2	-0.3	+0.2
CPI食品项环比	+0.04 PCTS	-1.04	-1.00	+0.9	-2.4	-3.0	-0.1	-1.9	-0.6	-1.4	-0.9	-1.3	+0.4
CPI非食品项环比	-0.03 PCTS	+0.13	+0.10	+0.2	+0.2	-0.2	+0.1	+0.2	+0.2	+0.1	+0.2	+0.2	+0.2
CPI消费品环比	-0.17 PCTS	-0.3	-0.5	+0.5	-0.7	-1.3	0.0	-0.5	-0.1	-0.4	-0.4	-0.6	+0.2
CPI服务环比	+0.05 PCTS	+0.2	+0.3	+0.1	+0.4	0.0	+0.2	+0.3	+0.4	+0.2	+0.3	+0.2	+0.3
核心CPI环比	-0.08 PCTS	+0.18	+0.10	+0.10	+0.3	0.0	+0.10	+0.2	+0.3	+0.2	+0.2	+0.2	+0.2

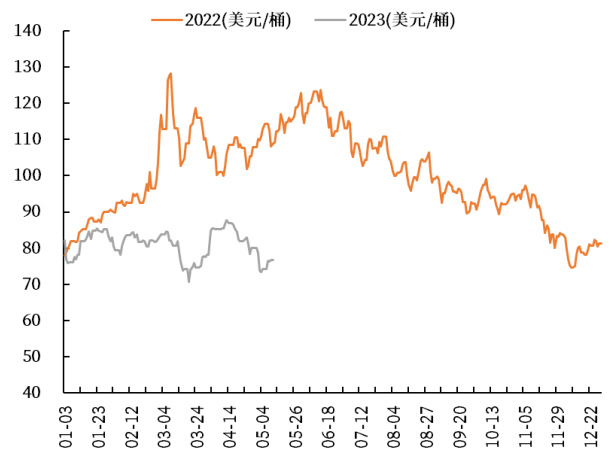
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 平均猪肉批发价走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 OPEC一揽子原油价格走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、2023 年 4 月 PPI 同比仍然为负，PPI 同比转正或需等到三季度

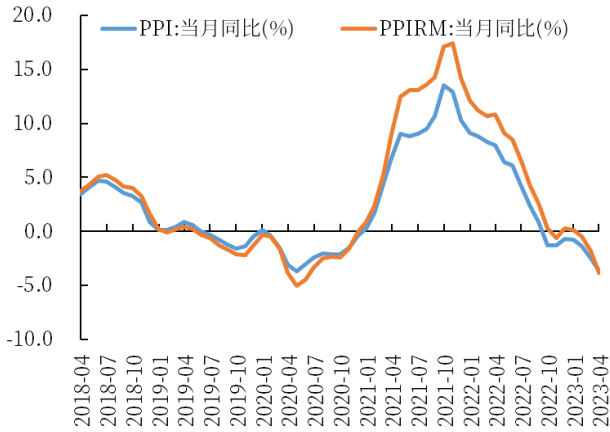
2023 年 4 月 PPI 同比-3.6%，弱于市场预期的-3.3%，较 3 月-1.1PCTS，环比为-0.5%。2023 年 4 月，PPI 生产资料和生活资料环比分别为-0.6%和-0.3%，同比分别为-4.7%和+0.4%。2023 年 4 月 PPIRM 同比-3.8%，较 3 月-2.0PCTS，环比为-0.7%。

环比上，2023 年 4 月，在以煤炭、钢材、部分化工产品为代表的生产资料价格环比下行的带动下，4 月 PPIRM 环比下行幅度加深，叠加经济总需求较弱下工业制成品的需求不足，4 月 PPI 环比继续为负，在 30 个工业子行业中，仅有 6 个行业 PPI 环比为正。具体来看：受煤炭产能释放和煤炭进口量较大影响，煤炭价格疲软，煤炭开采和洗选业出厂价格录得-4.0%；受钢材水泥供应充足同时需求不及预期影响，黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业环比均录得-0.1%；国际油价波动影响下，石油煤炭和其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业出厂价格环比分别录得-2.3%和-1.1%。

同比看，受去年同期煤、钢和油的高基数走高影响，叠加内外需求疲软下 4 月 PPI 环比降幅加深，4 月 PPI 同比继续为负值且降幅较 3 月加深，在 30 个工业子行业中，仅有 10 个行业 PPI 同比为正。

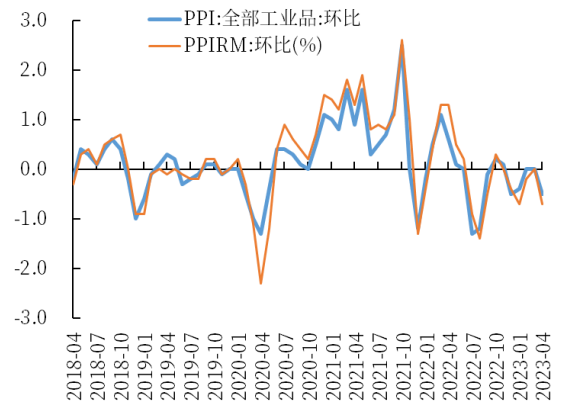
预计整个 Q2，PPI 同比将持续为负，随着国内需求的复苏，PPI 有望在 Q3 转正，但正向幅度预计仍然较小：1，去年二季度，煤价、钢价和国际油价基数均处在相对高位，在后续全球经济走弱导致油价疲软、以及国内需求恢复速度较慢双重因素影响下，煤、钢和油产业链预计将继续拖累 PPI 同比走势。2，二季度 PPI 翘尾因素进一步下行，总体低于一季度，对 PPI 同比的压制作用将更大。Q3 和 Q4，PPI 翘尾因素显著走低，叠加国内需求的恢复，PPI 同比有望转正。但考虑到翘尾因素仍为负值，仍将对 PPI 同比起到一定压制作用，同时国内需求复苏仍存在不确定性，不排除 Q3PPI 同比仍然为负，PPI 同比到 Q4 才出现转正的情况。

图7 PPI 和 PPIRM 同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 PPI 和 PPIRM 环比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 4月及过去12个月分行业PPI同比(%)

	本月同比上月	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
煤炭开采和洗选业	-6.1 PCTS	+9.3	+3.2	+0.5	+0.4	-2.7	-11.5	-16.5	+2.7	+8.6	+20.7	+31.4	+37.2	+53.4
石油和天然气开采业	-0.60 PCTS	+16.3	+15.7	+3.0	+5.3	+14.4	+16.1	+21.0	+31.1	+35.0	+43.9	+54.4	+47.8	+48.5
黑色金属矿采选业	-3.60 PCTS	+10.8	+7.2	+5.5	+4.5	+6.7	+15.7	+18.9	+25.1	+29.5	+25.6	+17.9	+11.8	-5.5
有色金属矿采选业	-3.40 PCTS	+2.7	+6.1	+6.0	+5.3	+5.2	+4.6	+4.4	+3.9	+4.6	+6.5	+9.5	+12.1	+14.2
非金属矿采选业	+0.10 PCTS	+3.0	+2.9	+3.2	+2.9	+3.3	+4.2	+4.9	+6.1	+6.3	+6.8	+6.2	+6.1	+6.4
石油、煤炭及其他燃料加工业	-5.30 PCTS	+11.4	+6.1	+1.7	+6.2	+10.1	+6.9	+8.6	+17.2	+21.3	+28.6	+34.7	+34.0	+38.7
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.60 PCTS	+13.6	+11.0	+10.9	+11.7	+14.7	+18.7	+21.1	+18.0	+15.1	+9.5	+3.7	+1.3	+5.6
有色金属冶炼及压延加工业	-0.60 PCTS	+8.6	+8.0	+5.3	+4.4	+3.6	+6.0	+7.8	+4.4	+1.5	+1.9	+8.2	+10.4	+16.8
化学原料及化学制品制造业	-2.20 PCTS	+9.9	+3.7	+6.0	+5.1	+5.1	+6.0	+4.4	+1.0	+4.5	+10.6	+13.8	+13.6	+14.9
化学纤维制造业	+0.80 PCTS	+2.9	+3.7	+2.0	+2.3	+2.3	+3.7	+1.1	+3.1	+2.2	+5.4	+8.8	+5.7	+3.8
橡胶和塑料制品业	-0.80 PCTS	+3.8	+3.0	+2.6	+2.3	+2.1	+2.2	+1.3	+0.1	+0.5	+1.6	+2.4	+2.5	+2.8
金属制品业	-0.40 PCTS	+3.9	+3.5	+3.3	+2.9	+2.9	+3.0	+2.3	+1.3	+0.2	+1.6	+2.9	+4.2	+5.8
非金属矿物制品业	+0.40 PCTS	+5.6	+6.0	+6.2	+6.5	+7.8	+8.9	+7.6	+1.8	+1.4	+2.4	+3.1	+4.7	+6.6
通用设备制造业	0.00 PCTS	+0.1	+0.1	+0.1	+0.2	0.0	+0.1	+0.1	+0.4	+0.6	+0.9	+1.2	+1.5	+1.6
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.2 PCTS	+0.5	+0.7	+0.9	+1.0	+1.5	+1.0	+1.0	+0.9	+1.2	+1.5	+1.8	+1.7	+1.8
汽车制造业	-0.1 PCTS	+1.0	+0.9	+0.8	+0.5	+0.4	+0.5	+0.3	+0.2	0.0	+0.3	+0.3	+0.6	+0.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.7 PCTS	+0.7	0.0	+0.5	+0.4	+1.3	+1.2	+0.6	+0.2	+0.4	0.0	+0.7	+0.6	+0.3
医药制造业	+0.1 PCTS	+0.1	+0.2	+0.1	+0.6	+0.2	+0.3	+0.1	+0.4	+0.4	+0.7	+0.7	+0.5	+0.6
农副食品加工业	-2.4 PCTS	+1.1	+3.5	+5.3	+5.8	+6.9	+7.9	+8.7	+7.4	+6.5	+6.8	+5.6	+3.7	+2.6
食品制造业	-0.5 PCTS	+0.4	+0.1	+0.4	+1.0	+1.5	+2.4	+3.2	+3.2	+3.7	+4.2	+4.4	+4.1	+4.2
酒、饮料和精制茶制造业	-0.4 PCTS	+1.0	+1.4	+1.7	+1.5	+1.3	+1.4	+1.5	+1.2	+1.2	+0.6	+0.9	+0.9	+1.0
烟草制造业	0.0 PCTS	+0.5	+0.5	+0.5	+0.5	+0.2	+0.4	+0.5	+0.5	+0.5	+0.5	+0.5	+0.8	+0.9
纺织业	-0.2 PCTS	+4.2	+4.0	+3.7	+3.0	+2.1	+1.8	+0.2	+1.4	+2.5	+4.5	+5.8	+5.5	+6.0
纺织服装、服饰业	+0.2 PCTS	+1.5	+1.3	+1.0	+1.0	+1.5	+1.3	+1.7	+1.8	+1.9	+1.7	+1.7	+0.9	+0.4
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	+0.4 PCTS	+0.9	+1.3	+1.2	+0.7	+0.2	+0.3	+0.3	+1.2	+1.6	+2.0	+2.6	+2.8	+2.9
造纸及纸制品业	-1.5 PCTS	+4.5	+3.0	+2.0	+1.7	+2.0	+1.7	+0.5	0.0	+0.7	+0.8	+0.5	+0.5	+0.8
印刷业和记录媒介的复制	-0.2 PCTS	+0.7	+0.5	+0.5	+0.3	+0.1	+0.3	+0.8	+0.8	+0.8	+0.9	+0.9	+0.7	+1.4
电力、热力的生产和供应业	-0.6 PCTS	+1.6	+2.2	+2.9	+2.9	+5.1	+7.7	+9.1	+10.1	+9.2	+8.4	+9.6	+9.7	+9.3
燃气生产和供应业	-3.1 PCTS	+1.4	+4.5	+9.0	+8.0	+8.4	+12.5	+15.3	+16.4	+18.6	+20.7	+21.8	+22.0	+20.7
水的生产和供应业	0.0 PCTS	+0.4	+0.4	+0.4	+0.3	+0.8	+1.0	+1.0	+1.2	+1.2	+1.1	+1.1	+1.4	+1.5

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