

经济动能继续走弱，进一步稳增长政策出台必要性提升

2023年5月官方PMI点评

报告摘要

5月制造业景气度继续下滑，连续第2个月位于荣枯线之下，建筑业和服务业景气度扩张速度也较4月有所放缓，综合影响之下，5月综合PMI已排在有数据以来近7年的第6位。5月官方PMI数据并不理想，显示自4月开始的经济动能边际走弱在5月得到延续。当前，在稳中向好的大趋势下，我国以需求不足为核心经济运行的隐忧进一步暴露，进一步的稳增长政策，特别是针对中小企业的稳增长政策出台必要性较一季度明显抬升：

(1) 内外需继续走弱，5月制造业景气度继续超季节性回落至较低水平

2023年5月官方制造业PMI录得48.8%，较上月-0.4PCTS，继上月之后继续位于荣枯线之下。季节性上看，今年5月制造业PMI值录得历年（2005年以来，下同）同月倒数第1位，5月PMI较上月变化值（-0.4PCTS）在19年中排在第11位，在最近的10年中排在倒数第2位。从5月制造业PMI值及其较上月变化看，5月制造业景气度继续以超季节性的速度下滑至历史同期较低景气水平。

继4月之后，5月制造业景气度继续下滑至较低水平。5月制造业景气度的继续回落，Q1超预期复苏的透支效应仍有一定影响，但核心原因仍在于需求不足（主要是内需）带来的生产减弱等一系列后续影响。需求不足使得制造业企业预期继续走弱，采购意愿也随之下滑，连续第三个月呈现主动去库存态势。5月PMI生产经营活动预期指数录得54.1%，较上月-0.6%，同时，5月PMI采购量指数、PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月-0.1PCTS、-0.5PCTS和-0.3PCTS。

(2) 制造业价格指数再下行，预计5月PPI同比下滑幅度继续加深

5月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为41.6%和40.8%，分别较上月-3.3PCTS和-5.6PCTS，继上月之后继续下滑。PMI出厂价格指数—PMI主要原材料购进价格指数的差由上月的-1.5PCTS变为+0.8%，去年8月以来首次转正，中下游制造业企业成本压力明显减轻。

5月，大部分工业原料价格呈环比下行态势，与PMI主要原材料价格购进价格指数和PMI出厂价格指数依然较弱互相印证。截止目前统计局公布的数据看，50种生产资料中有43种价格环比下行，从大类看，煤炭、钢材、有色、化工和石油类产品价格全面环比下行。结合5月制造业PMI价格指数和主要原材料购进价格指数变化，预计5月PPI和PPIRM均环比下行超过1.0%，结合翘尾因素，预计5月PPI同比录得-4.5%左右，下滑幅度较4月进一步加深。

(3) 服务业和建筑业景气扩张速度放缓

2023年5月，非制造业商务活动指数录得54.5%，较上月-1.9PCTS，其中，建筑业PMI为58.2%，较上月-5.7PCTS，服务业PMI为53.8%，较上月-1.3PCTS。季节性上看，建筑业PMI排在2012年以来12年间历年5月的第10位，相对靠后，服务业PMI排在2012年以来12年间历年5月的第5位，依然比较靠前。

从高频数据看，居民出行相关数据继续印证服务业的相对高景气。5月高德交通大数据显示，100个监测城市的拥堵指数中位数为1.56，依然高于去年5月的1.55和2021年5月的1.51。

5月建筑业景气度较4月下滑，从季节性上看已经位于2012年以来历年5月相对靠后的位置，一方面原因是房地产恢复速度放缓，房地产类建筑需求对建筑业的支撑相对减弱，另一方面原因是地方政府卖地收入减少、地方财政融资放缓以及专项债发行节奏减弱三重因素影响下，基建对建筑业的支撑力度也有所减弱。从预期来看，5月建筑

主要数据

上证指数	3204.5644
沪深300	3798.5434
深证成指	10793.8493

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

金融市场分析周报 —2023-05-31

经济边际走弱，期待进一步稳增长政策 —

2023-05-29

金融市场分析周报 —2023-05-23

业业务活动预期指数为 62.1%，虽较 4 月下行 2.0PCTS，但仍然位于高于 60%的高景气区间，显示建筑行业对后续业务仍保持较强信心。总体来看，预计后续建筑业仍将维持一定景气度，但对经济的支撑或较前期有所减弱。

风险提示：国内需求端恢复速度显著偏慢，稳增长政策不及预期

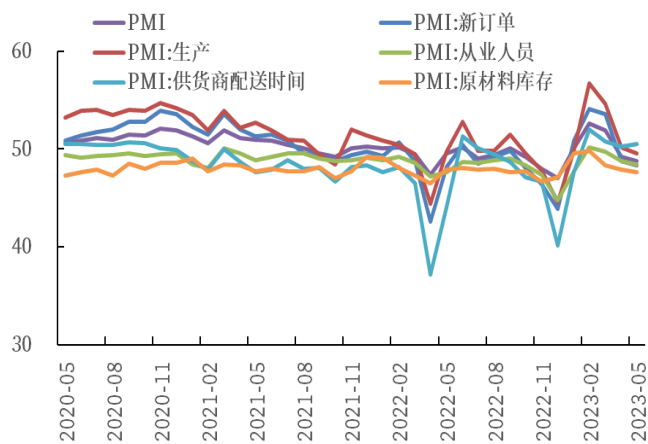
(1) 5月制造业景气度继续超季节性回落至较低水平

2023年5月官方制造业PMI录得48.8%，较上月-0.4PCTS，继上月之后继续位于荣枯线之下。季节性上看，今年5月制造业PMI值录得历年（2005年以来，下同）同月倒数第1位，5月PMI较上月变化值（-0.4PCTS）在19年中排在第11位，在最近的10年中排在倒数第2位。从5月制造业PMI值及其较上月变化看，5月制造业景气度继续以超季节性的速度下滑至历史同期较低景气水平。

结构上看，5月PMI新订单指数48.3%（较上月-0.5PCTS，下同）、PMI生产指数49.6%（-0.6PCTS）、PMI从业人员指数48.4%（-0.4PCTS）、PMI供应商配送时间指数50.5%（+0.2PCTS）、PMI原材料库存指数47.6%（-0.3PCTS）。5月五大分项指数中，除供应商配送时间指数外均较上月下行，且五大分项指数均对5月制造业PMI均起负向带动作用。5月，代表制造业需求和生产的PMI新订单指数和PMI生产指数分别带动制造业PMI下行0.15PCTS和0.15PCTS，显示继4月之后，需求和生产的全面下行仍然是5月制造业景气度下滑至低位的主因。

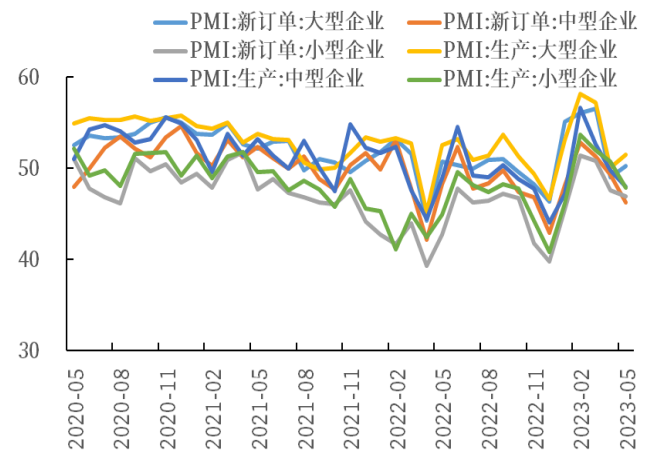
5月大中小型企业景气度出现分化。5月大型制造业企业PMI录得50.0%，较上月+0.7PCTS，中型制造业企业PMI录得47.6%，较上月-1.6PCTS，小型制造业企业PMI录得47.9%，较上月-1.1PCTS。5月大型制造业企业景气度较上月回升至荣枯线，但中、小型制造业企业景气度继续下滑，依然位于荣枯线之下。5月大、中、小型制造业企业PMI新订单指数分别较上月+1.3PCTS、-3.0PCTS和-0.7PCTS，大型企业需求由萎缩转为扩张，中小企业需求萎缩程度加深。5月大、中、小型制造业企业PMI生产指数分别较上月+1.4PCTS、-1.8PCTS和-2.8PCTS，大型企业生产扩张速度加快，中型企业生产萎缩幅度加深，小型企业生产由扩张转为萎缩。

图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（%）



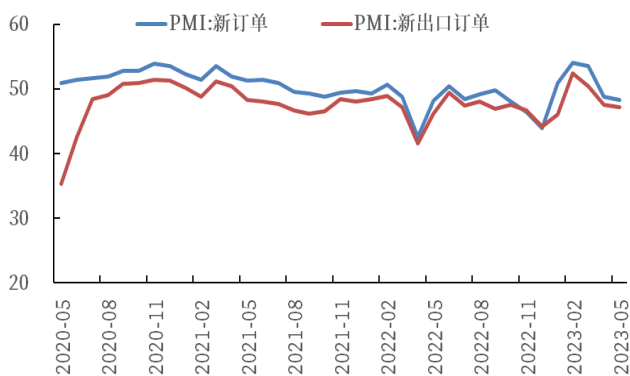
资料来源：wind，中航证券研究所

(2) 内外需继续同步走弱，生产依旧被拖累

从 PMI 需求和生产相关指数看，5 月制造业继 4 月之后，继续呈现产需双弱局面。5 月 PMI 新订单指数和生产指数分别录得 48.3%和 49.6%，分别较上月下滑 0.5PCTS 和 0.6PCTS。季节性上看，5 月 PMI 新订单指数排在历年同月倒数第 2 位，仅高于去年同期。5 月新出口订单指数录得 47.2%，较上月-0.4PCTS，下滑幅度较新订单指数略窄，显示 5 月内外需同步的走弱中，内需拖累更大。5 月 PMI 生产指数已位于荣枯线之下，且排在历年 5 月的倒数第 1。

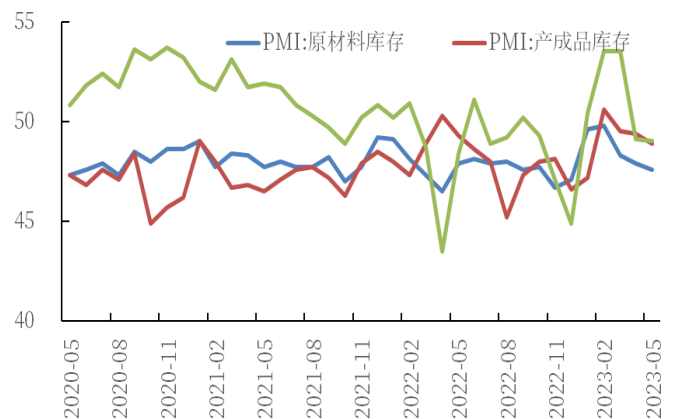
继 4 月之后，5 月制造业景气度继续下滑至较低水平。5 月制造业景气度的继续回落，Q1 超预期复苏的透支效应仍有一定影响，但核心原因仍在于需求不足（主要是内需）带来的生产减弱等一系列后续影响。需求不足使得制造业企业预期继续走弱，采购意愿也随之下滑，连续第三个月呈现主动去库存态势。5 月 PMI 生产经营活动预期指数录得 54.1%，较上月-0.6%，同时，5 月 PMI 采购量指数、PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别较上月-0.1PCTS、-0.5PCTS 和-0.3PCTS。

图3 5月制造业内外需继续走弱（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 5月制造业继续主动去库存（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

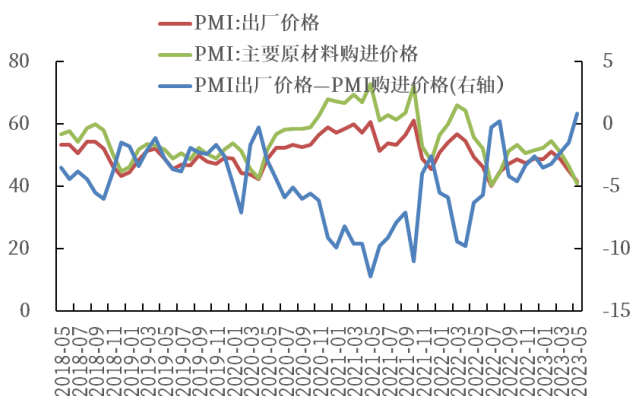
(3) 制造业价格指数再下行，预计 5 月 PPI 同比下滑幅度继续加深

5 月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 41.6% 和 40.8%，分别较上月-3.3PCTS 和-5.6PCTS，继上月之后继续下滑。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数的差由上月的-1.5PCTS 变为+0.8%，去年 8 月以来首次转正，中下游制造业企业成本压力明显减轻。

5 月，大部分工业原料价格呈环比下行态势，与 PMI 主要原材料购进价格指数和 PMI 出厂价格指数依然较弱相互印证。截止目前统计局公布的数据看，50 种生产资料中有 43 种价格环比下行。具体来看：钢材价格普遍环比下行；有色金属价格普遍环比下行；化工产品价格普遍环比下行；石油天然气类生产原料中，除石蜡外，其余价格均环比下行；煤炭类价格普遍环比下行；其余农产品类生产资料等价格涨跌不一。

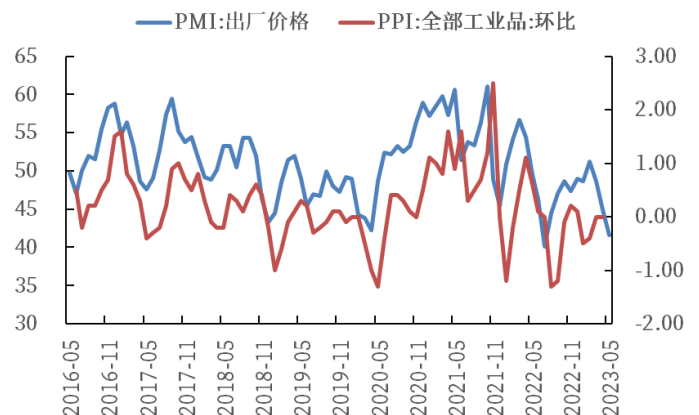
结合 5 月制造业 PMI 价格指数和主要原材料购进价格指数变化，预计 5 月 PPI 和 PPIRM 均环比下行超过 1.0%，结合翘尾因素，预计 5 月 PPI 同比录得-4.5% 左右，下滑幅度较 4 月进一步加深。

图5 PMI 价格相关指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图6 PMI 出厂价格指数与 PPI 环比走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图7 50个流通中重要生产资料各月价格环比变化

生产资料	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
螺纹钢:HRB400 Φ16-25mm	-6.1%	-6.3%	1.7%	1.2%	4.3%	3.4%	-4.1%	-0.6%	-3.3%	2.5%	-10.0%	-7.0%
线材:HPB300 Φ6.5mm	-6.2%	-6.2%	0.9%	1.1%	3.6%	2.6%	-2.4%	-0.1%	-4.7%	1.9%	-9.0%	-5.6%
普通中板:Q235 20mm	-5.6%	-2.5%	4.5%	2.5%	3.2%	4.5%	-4.9%	-1.9%	-1.8%	-1.8%	-10.8%	-5.1%
热轧普通板卷(4.75-11.5mm.Q235)	-7.5%	-4.6%	3.5%	1.4%	2.7%	6.2%	-2.9%	-1.5%	-1.4%	0.7%	-13.2%	-6.3%
无缝钢管:20# 219*6	-2.8%	-0.8%	0.3%	0.3%	1.9%	0.2%	-3.3%	-0.6%	-2.5%	-3.6%	-7.3%	-3.8%
角钢:5#	-7.1%	-5.4%	2.5%	1.4%	1.7%	4.1%	-2.7%	-0.7%	-1.4%	-0.1%	-11.1%	-6.8%
电解铜:1#	-3.7%	0.0%	0.0%	2.7%	1.1%	0.5%	3.5%	2.1%	0.2%	6.6%	-16.1%	-3.5%
铝锭:A00	-1.8%	1.8%	-1.6%	2.6%	-4.5%	1.6%	1.2%	0.0%	-0.1%	2.1%	-9.2%	-1.7%
铝锭:1#	-0.1%	0.0%	0.2%	-1.7%	-1.0%	1.4%	1.4%	1.7%	-1.0%	0.5%	-0.2%	-1.0%
铝锭:0#	-3.8%	-3.4%	-2.2%	-2.0%	-3.1%	1.0%	-3.4%	0.9%	-0.6%	8.1%	-9.3%	-1.5%
硫酸(98%)	-28.4%	-8.9%	15.3%	6.5%	-18.9%	-14.6%	13.8%	9.7%	-31.8%	-53.0%	-17.0%	0.3%
液碱(32%)	-3.7%	10.4%	-17.5%	-12.2%	-1.9%	3.2%	-14.9%	17.7%	3.4%	-8.6%	-4.3%	-3.7%
甲醇(优等品)	-4.3%	-3.8%	-0.8%	4.3%	0.3%	-8.8%	-5.7%	7.0%	8.0%	0.7%	-7.2%	-0.9%
石油苯(工业级)	-7.2%	2.7%	3.1%	1.7%	5.2%	-5.4%	-12.7%	1.5%	-1.8%	-14.7%	-4.6%	7.1%
苯乙烯(一级品)	-6.4%	1.8%	-0.4%	0.6%	3.4%	-0.2%	-8.2%	-6.9%	7.5%	-12.0%	-6.2%	6.0%
聚乙烯(LLDPE.熔融指数2薄膜料)	-2.2%	0.1%	-0.2%	0.5%	-1.6%	0.7%	-2.2%	2.9%	3.8%	-4.0%	-6.7%	-0.2%
聚丙烯(拉丝料)	-3.7%	-0.9%	-1.6%	1.0%	-1.3%	-0.4%	-3.1%	0.3%	1.0%	-2.8%	-5.4%	0.4%
聚氯乙烯(SG5)	-4.1%	-2.1%	-1.3%	-0.1%	2.0%	2.8%	-3.9%	-3.3%	-2.3%	-0.4%	-18.3%	-6.4%
顺丁橡胶(BR9000)	-0.6%	-2.9%	-1.7%	11.6%	0.6%	-7.0%	-9.7%	-3.2%	0.1%	-8.1%	-5.3%	6.6%
涤纶长丝(POY150D/48F)	-5.0%	3.6%	0.8%	2.5%	3.5%	2.6%	-12.2%	-3.7%	2.2%	-1.6%	-11.1%	8.4%
液化天然气LNG	-6.5%	-11.8%	-18.3%	-5.5%	-6.7%	23.5%	-20.3%	4.3%	0.0%	9.0%	-2.8%	-12.2%
液化气LPG	-7.0%	-5.2%	-5.8%	6.9%	0.0%	-0.9%	-2.3%	-4.2%	2.1%	-1.9%	-6.0%	-3.3%
汽油(95#) VI	-1.6%	3.8%	-1.5%	5.2%	4.5%	-6.6%	-2.5%	-4.3%	1.1%	0.5%	-4.2%	5.7%
汽油(92#) VI	-1.8%	3.4%	-1.4%	5.4%	4.7%	-6.7%	-2.5%	-4.4%	1.0%	0.3%	-4.3%	5.9%
柴油(0#) VI	-2.8%	1.5%	-1.8%	4.7%	-5.0%	-10.4%	1.4%	-0.6%	4.5%	2.5%	-5.3%	2.0%
石蜡(58#半)	2.5%	3.4%	6.7%	-2.9%	-7.4%	-2.4%	0.1%	-3.0%	-11.0%	-1.3%	0.4%	1.8%
无烟煤(2号洗中块)	-6.0%	-12.5%	-9.3%	-14.4%	5.1%	5.6%	-1.9%	0.2%	24.6%	-9.1%	-13.3%	11.2%
普通混煤(Q4500)	-2.2%	-5.8%	1.3%	-12.3%	-5.0%	-8.3%	-6.9%	11.3%	12.7%	-3.2%	-3.6%	3.8%
山西大混(Q5000)	-2.5%	-5.9%	2.1%	-12.3%	-6.9%	-9.2%	-6.6%	10.2%	18.7%	-2.8%	-3.9%	3.0%
山西优混(Q5500)	-4.4%	-8.0%	1.3%	-9.0%	-8.2%	-9.0%	-6.0%	12.0%	18.6%	-5.3%	-4.0%	3.7%
大同混煤(Q5800)	-4.4%	-8.0%	1.3%	-9.0%	-8.3%	-10.0%	-6.0%	11.8%	18.1%	-5.2%	-3.8%	3.9%
1/3焦煤	-19.4%	-15.2%	1.8%	-4.6%	2.1%	7.4%	-7.2%	8.8%	7.8%	-17.0%	-12.1%	-4.2%
焦炭(准一级冶金焦)	-16.2%	-6.1%	0.0%	-1.6%	-2.0%	9.1%	-8.5%	3.7%	2.4%	-7.8%	-12.9%	-9.4%
普通硅酸盐水泥:P.O42.5 袋装	-1.3%	2.5%	0.6%	-2.1%	-5.0%	0.2%	3.5%	0.0%	1.1%	3.8%	-7.5%	-11.9%
普通硅酸盐水泥:P.O42.5 散装	-4.3%	-1.9%	3.4%	0.2%	-4.3%	-1.8%	2.8%	4.3%	2.6%	1.5%	-8.2%	-10.8%
浮法平板玻璃:4.8/5mm	16.1%	10.4%	0.7%	4.0%	4.0%	-2.6%	-3.7%	1.4%	-1.2%	0.1%	-5.2%	-8.6%
稻米:粳稻米	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.5%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
小麦:国标三等	-5.3%	-6.7%	-3.6%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	2.5%	2.1%	0.0%	0.0%	-2.4%	-3.1%
玉米:黄玉米二等	-1.5%	-1.9%	-0.9%	-0.5%	-1.4%	1.6%	2.4%	0.7%	0.4%	-2.0%	-1.2%	0.6%
棉花:皮棉 白棉三级	5.9%	1.3%	-1.5%	2.6%	2.5%	-1.1%	-5.3%	-0.7%	-1.5%	-7.2%	-16.6%	-7.4%
生猪:外三元	-0.9%	-5.7%	2.7%	0.7%	-22.1%	-21.3%	-10.8%	13.7%	9.2%	-1.1%	30.9%	9.5%
大豆:黄豆	-2.4%	-3.9%	-1.9%	-0.9%	-3.6%	-3.0%	0.7%	-1.8%	-0.6%	0.6%	-3.8%	3.6%
豆粕:粗蛋白含量≥43%	4.1%	2.6%	-10.6%	-2.1%	-3.0%	-11.4%	0.5%	9.5%	13.7%	5.0%	-2.7%	-0.5%
花生:油料花生米	-0.3%	-2.5%	1.1%	3.1%	-1.6%	-0.2%	2.4%	9.9%	5.2%	0.8%	0.2%	1.3%
尿素(小颗粒)	-7.2%	-7.3%	0.0%	0.5%	-1.0%	5.1%	3.4%	1.7%	4.4%	-11.2%	-15.8%	0.4%
硫酸钾复合肥	-4.0%	-0.9%	0.3%	0.8%	0.0%	-1.6%	-7.6%	-0.3%	-2.0%	-9.1%	2.5%	5.8%
草甘膦(95%原药)	-14.5%	-15.0%	-12.9%	-7.9%	-2.9%	-4.3%	-9.0%	-3.4%	-4.1%	-3.7%	-2.1%	0.3%
天然橡胶:标准胶SCRWF	3.3%	-1.7%	-4.3%	-3.2%	1.2%	3.6%	-0.1%	-0.6%	-0.5%	-2.6%	-3.6%	1.4%
纸浆(进口针叶浆)	-6.6%	-11.3%	-6.9%	-3.0%	0.5%	-1.3%	-1.9%	2.0%	2.6%	1.1%	-1.3%	-1.2%
瓦楞纸(AA级120g)	1.7%	-2.9%	-8.4%	-1.5%	0.1%	-1.7%	-2.3%	-0.3%	-0.9%	-2.8%	-2.7%	-2.8%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (5月数据截止5月20日)

(4) 服务业和建筑业景气扩张速度放缓

2023年5月,非制造业商务活动指数录得54.5%,较上月-1.9PCTS,其中,建筑业PMI为58.2%,较上月-5.7PCTS,服务业PMI为53.8%,较上月-1.3PCTS。季节性上看,建筑业PMI排在2012年以来12年间历年5月的第10位,相对靠后,服务业PMI排在2012年以来12年间历年5月的第5位,依然比较靠前。

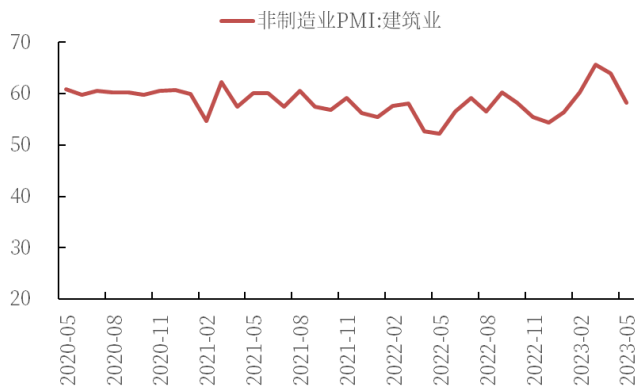
服务业方面,分项指数来看,新订单指数为49.5%,较上月-6.9PCTS,业务活动

预期指数为 60.1%，较上月-2.2PCTS，新订单指数较上月下降较多，业务活动预期指数同样较上月下行，但仍位于高景气区间。从行业角度，统计局表示，5 月旅游出行、线下消费等较为活跃，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于 55.0%以上较高景气区间；电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均位于 60.0%以上高位景气区间，持续高于服务业总体水平。从高频数据看，居民出行相关数据继续印证服务业的相对高景气。5 月高德交通大数据显示，100 个监测城市的拥堵指数中位数为 1.56，依然高于去年 5 月的 1.55 和 2021 年 5 月的 1.51。

5 月建筑业景气度较 4 月下滑，从季节性上看已经位于 2012 年以来历年 5 月相对靠后的位置，一方面原因是房地产恢复速度放缓，房地产类建筑需求对建筑业的支撑相对减弱，另一方面原因是地方政府卖地收入减少、地方财政融资放缓以及专项债发行节奏减弱三重因素影响下，基建对建筑业的支撑力度也有所减弱。4 月、5 月新发行专项债分别为 2648 亿元和 2755 亿元，较 3 月的 5000 亿元以上明显减，5 月单月新发行专项债额度也明显低于去年 5 月的 6320 亿元。从累计值看，今年前 5 月新发行专项债达到 18970 亿元，低于去年前 5 月的 20339 亿元。

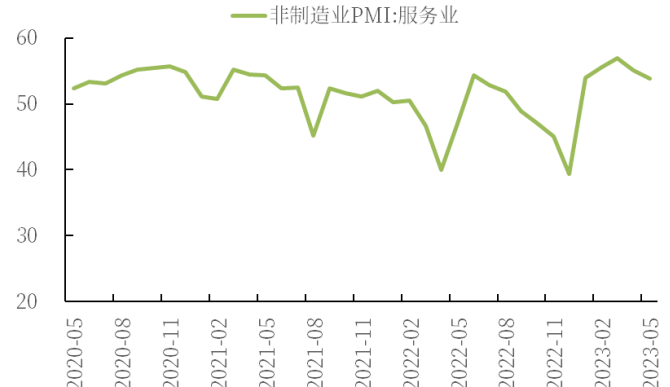
从预期来看，5 月建筑业业务活动预期指数为 62.1%，虽较 4 月下行 2.0PCTS，但仍然位于高于 60%的高景气区间，显示建筑行业对后续业务仍保持较强信心。总体来看，预计后续建筑业仍将维持一定景气度，但对经济的支撑或较前期有所减弱。

图8 建筑业景气度高位回落 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图9 服务业景气度高位回落 (%)



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发送或为任何就送发、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