

## 内外需弱势仍是制约制造业景气度回升的主要障碍

### 2023年11月官方PMI点评

#### 报告摘要

11月官方制造业PMI录得49.4%，较上月-0.1PCTS，连续第2个月位于荣枯线之下。制造业PMI弱势的背后是制造业产需两端的弱势，其中，生产端的弱势更多地是被需求端的弱势所影响。11月制造业新订单指数和新出口订单指数同步下滑，显示在内需仍需继续恢复的同时，外需仍然在走弱。统计局的调查显示，制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

11月PMI服务业指数较上月下行，时隔10个月再次录得荣枯线之下，另一方面，11月服务业新订单指数和业务活动预期指数均上行，显示服务业景气水平虽短暂回落，但服务业企业对未来的预期仍然较乐观。

11月建筑业景气度虽然相比历史数据仍不算强，但较10月有所回升，反映出特别国债发行等利好因素对四季度建筑业景气度有所支撑。11月建筑业业务活动预期指数继续上行，仍处高位，显示建筑行业对后续业务信心仍然较强。

#### (1) 内外需弱势仍是制约制造业景气度回升的主要障碍

2023年11月官方制造业PMI录得49.4%，较上月-0.1PCTS，连续第2个月位于荣枯线之下。季节性上看，今年11月制造业PMI值由高至低录得历年（2005年以来，下同）同月第16位，也是2005年以来11月制造业PMI第5次位于荣枯线之下（其余年份为2008年、2011年、2015年和2022年），显示11月制造业景气度较10月继续走弱，且弱于季节性。

11月制造业PMI弱势的背后是制造业产需两端的弱势。季节性上看，今年11月制造业PMI新订单指数和生产指数分别排在19年中同月的第15位和第17位，显示与历史同期相比，今年11月制造业需求和生产总体强度均比较一般。我们认为，在产需之间，生产端的弱势更多地是被需求端的弱势所影响。统计局的调查显示，制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

11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-0.2PCTS、-0.3PCTS和-0.2PCTS，显示在需求弱势之下，制造业企业存在一定主动去库存趋势。另一方面，11月PMI生产经营活动预期指数录得55.8%，较上月+0.2%，连续第2个月回升，显示制造业企业对未来的预期仍处在相对乐观的区间，后续内需如能企稳，制造业企业景气度有望修复。

#### (2) 11月制造业价格环比向上修复速度仍然偏慢

11月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为48.2%和50.7%，分别较上月+0.5PCTS和-1.9PCTS。

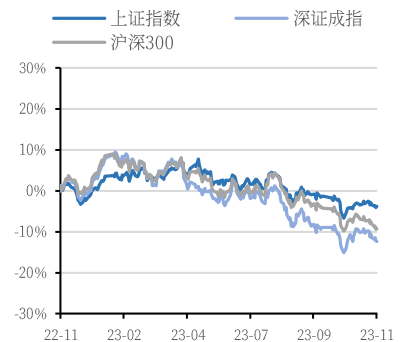
今年Q3制造业出厂价格环比修复速度较快，PMI出厂价格指数的水平明显高于Q1和Q2。进入Q4后，受需求走弱影响，制造业出厂价格环比修复速度明显变慢，10月PMI出厂价格指数录得47.7%，较9月-5.8PCTS，11月PMI出厂价格指数录得48.2%，虽然较10月有所回升，但仍明显低于Q3水平。制造业需求的弱势也影响到了更上游的工业原料价格的环比走势。截止目前统计局公布的数据看，10月和11月，50种流通中的重要生产资料中，分别有17种和14种原料价格环比为正，较7、8和9月的39、34和35种下滑明显。

结合11月制造业PMI价格指数变化，预计11月PPI同比录得-2.8%左右，下滑幅度较10月加深。

#### 主要数据

上证指数	3029.6727
沪深300	3496.2028
深证成指	9726.9153

#### 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: fuyys@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 —2023-11-29  
增量稳房地产政策的推出或有助于房地产投资企稳 —2023-11-26  
金融市场分析周报 —2023-11-21

### (3) 11月服务业景气水平回落，建筑业景气度回升

2023年11月，非制造业商务活动指数录得50.2%，较上月-0.4PCTS，其中，建筑业PMI为55.0%，较上月+1.5PCTS，服务业PMI为49.3%，较上月-0.8PCTS。季节性上看，建筑业PMI和服务业PMI分别排在2012年以来12年间历年11月的末位和倒数第二位。近60个月比较来看，建筑业PMI和服务业PMI分别排在近60个月由高到低的87%分位和85%分位，显示二者景气程度与历史数据相比并不算强。

11月PMI服务业指数较上月下行，时隔10个月再次录得荣枯线之下。分项指数来看，新订单指数为46.9%，较上月+0.7PCTS，业务活动预期指数为59.3%，较上月+1.8PCTS，新订单指数和业务活动预期指数均上行，表明服务业景气水平虽短暂回落，但服务业企业对未来的预期仍然较乐观。

11月建筑业景气度虽然相比历史数据仍不算强，但较10月有所回升，反映出特别国债发行等利好因素对四季度建筑业景气度有所支撑。从预期来看，11月建筑业业务活动预期指数为62.6%，较上月+1.2PCTS，显示建筑行业对后续业务信心仍然较强。截至目前，年内专项债剩余限额虽然已近用完，但考虑到Q3发行的专项债对应项目在Q4落地，以及年底前1万亿特别国债的发行中将有5000亿元安排在今年使用，预计11月和12月基建仍有韧性，对固投形成稳定支撑。

**风险提示：国内需求端恢复速度显著偏慢，稳增长政策效力不及预期**

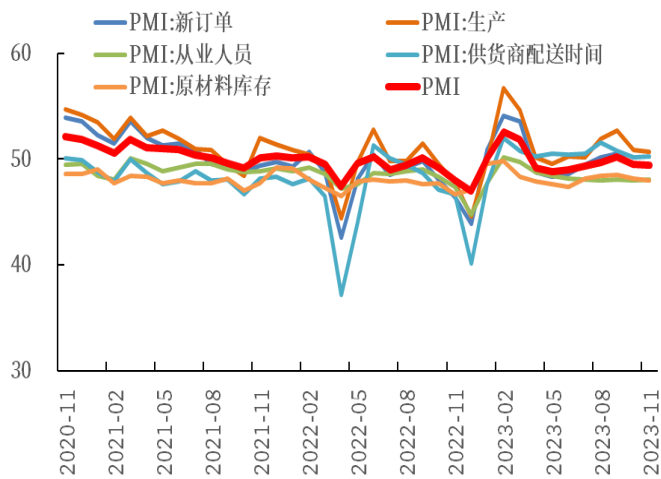
## (1) 11月制造业 PMI 继续位于荣枯线之下

2023年11月官方制造业 PMI 录得 49.4%，较上月-0.1PCTS，连续第2个月位于荣枯线之下。季节性上看，今年11月制造业 PMI 值由高至低录得历年（2005年以来，下同）同月第16位，也是2005年以来11月制造业 PMI 第5次位于荣枯线之下（其余年份为2008年、2011年、2015年和2022年），显示11月制造业景气度较10月继续走弱，且弱于季节性。

结构上看，11月 PMI 新订单指数 49.4%（较上月-0.1PCTS，下同）、PMI 生产指数 50.7%（-0.2PCTS）、PMI 从业人员指数 48.1%（+0.1PCTS）、PMI 供应商配送时间指数 50.3%（+0.1PCTS）、PMI 原材料库存指数 48.0%（-0.2PCTS）。11月五大分项指数中，除从业人员指数外，其余指数均对制造业 PMI 起负向带动作用，其中，11月代表制造业需求和生产的 PMI 新订单指数、PMI 生产指数分别带动11月制造业 PMI 下行 0.03PCTS 和 0.05PCTS，是11月制造业 PMI 略降的主因。

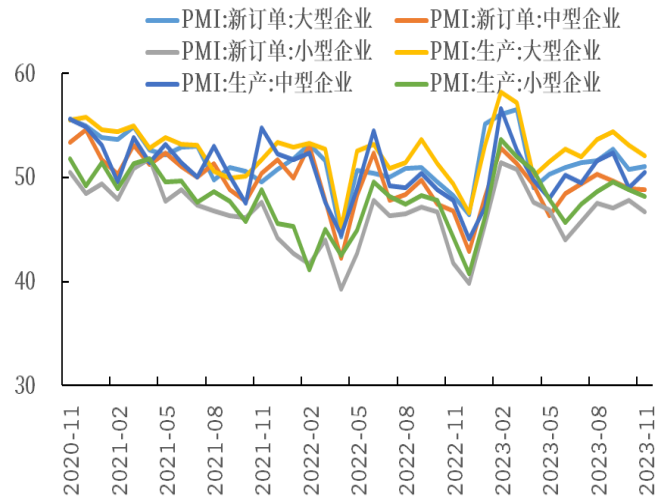
11月中型企业景气度略微回升、大型企业景气度扩张放缓、小型企业景气度下滑，大中小型企业制造业 PMI 值分别录得 50.5%、48.8%和 47.8%，分别较上月-0.2PCTS、+0.1PCTS 和-0.1PCTS。

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 (%)



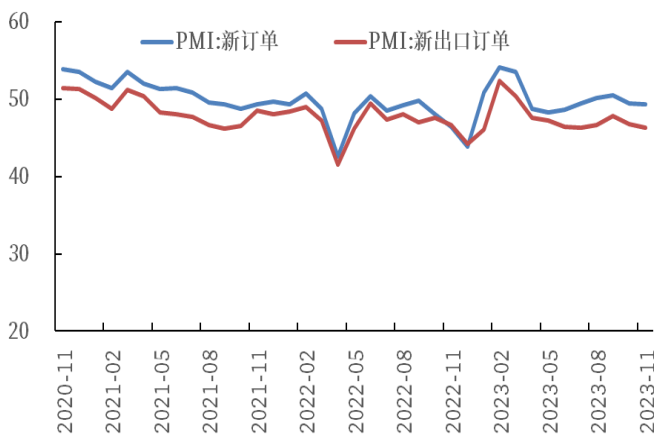
资料来源：wind，中航证券研究所

## (2) 内外需弱势仍是制约制造业景气度回升的主要障碍

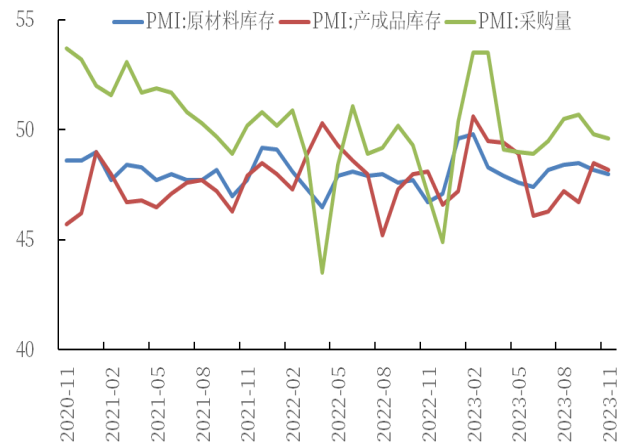
11月制造业 PMI 弱势的背后是制造业产需两端的弱势。季节性上看，今年11月制造业 PMI 新订单指数和生产指数分别排在19年中同月的第15位和第17位，显示与历史同期相比，今年11月制造业需求和生产总体强度均比较一般。我们认为，在产需之间，生产端的弱势更多地是被需求端的弱势所影响。11月制造业新订单指数较上

月-0.1PCTS 的同时，制造业新出口订单指数较上月-0.5PCTS，显示在内需仍需继续恢复的同时，外需仍然在走弱。统计局的调查显示，制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

11 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-0.2PCTS、-0.3PCTS 和-0.2PCTS，显示在需求弱势之下，制造业企业存在一定主动去库存趋势。另一方面，11 月 PMI 生产经营活动预期指数录得 55.8%，较上月+0.2%，连续第 2 个月回升，显示制造业企业对未来的预期仍处在相对乐观的区间，后续内需如能企稳，制造业企业景气度有望修复。

**图3 11月制造业需求走弱 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

**图4 11月制造业主动去库存 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

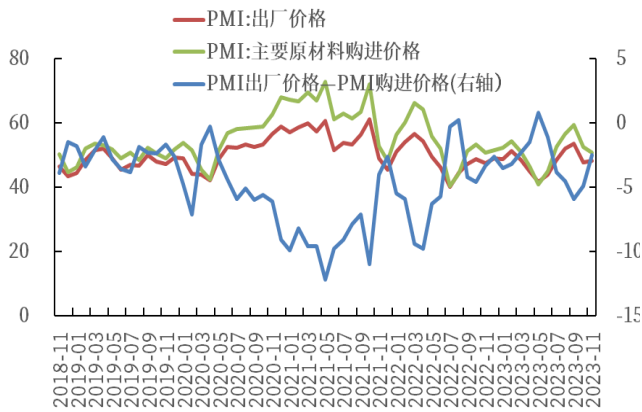
### (3) 11月制造业价格环比向上修复速度仍然偏慢

11月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 48.2%和 50.7%，分别较上月+0.5PCTS 和-1.9PCTS。

今年 Q3 制造业出厂价格环比修复速度较快，PMI 出厂价格指数的水平明显高于 Q1 和 Q2。进入 Q4 后，制造业出厂价格环比修复速度明显变慢，10 月 PMI 出厂价格指数录得 47.7%，较 9 月-5.8PCTS，11 月 PMI 出厂价格指数录得 48.2%，虽然较 10 月有所回升，但仍明显低于 Q3 水平。我们认为，Q4 制造业出厂价格环比修复速度变慢，主要是受 Q4 之后内外需同步走弱影响。从价格传导的角度，需求的弱势也影响到了更上游的工业原料价格的环比走势。10 月制造业主要原材料购进价格指数录得 52.6%，较 9 月-6.8%，11 月主要原材料购进价格指数录得 50.7%，较 10 月继续下行。截止目前统计局公布的数据看，10 月和 11 月，50 种流通中的重要生产资料中，分别有 17 种和 14 种原料价格环比为正，较 7、8 和 9 月的 39、34 和 35 种下滑明显。

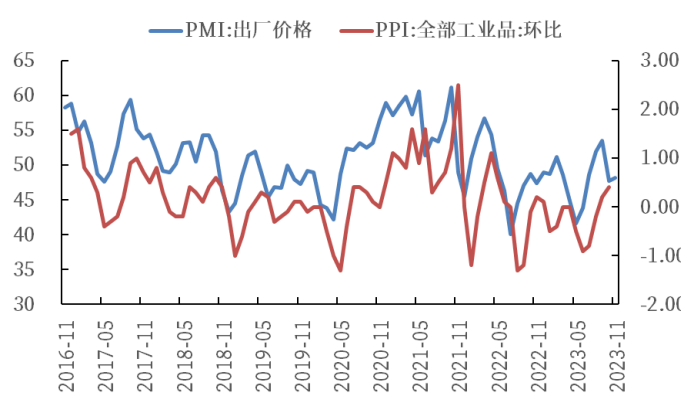
结合 11 月制造业 PMI 价格指数变化，预计 11 月 PPI 同比录得-2.8%左右，下滑幅度较 10 月加深。

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 种流通中重要生产资料各月价格环比变化

生产资料	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
螺纹钢:HRB400 Φ16-25mm	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.8%	-7.1%	-6.3%	1.7%	1.2%	4.3%	3.4%
线材:HPB300 Φ6.5mm	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	-7.1%	-6.2%	0.9%	1.1%	3.6%	2.6%
普通中板:Q235 20mm	2.6%	-3.8%	-1.5%	-0.5%	0.3%	-2.2%	-6.5%	-2.5%	4.5%	2.5%	3.2%	4.5%
热轧普通板卷(4.75-11.5mm,Q235)	2.9%	-2.8%	-0.7%	1.3%	1.6%	0.7%	-8.3%	-4.6%	3.5%	1.4%	2.7%	6.2%
无缝钢管:20# 219*6	-1.0%	-0.6%	-1.0%	-0.5%	0.3%	-2.7%	-3.7%	-0.8%	0.3%	0.3%	1.9%	0.2%
角钢:5#	3.6%	-2.3%	-0.2%	-0.5%	1.9%	1.2%	-8.2%	-5.4%	2.5%	1.4%	1.7%	4.1%
电解铜:1#	1.4%	-3.0%	-0.2%	0.5%	1.3%	3.2%	-4.4%	0.0%	0.0%	2.7%	1.1%	0.5%
铝锭:A00	-1.0%	-1.7%	5.0%	1.4%	-1.0%	1.3%	-1.9%	1.8%	-1.6%	2.6%	-4.5%	1.6%
铝锭:1#	0.7%	-0.9%	4.2%	2.5%	2.2%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.2%	-1.7%	-1.0%	1.4%
锌锭:0#	0.1%	-1.5%	5.8%	1.1%	1.7%	-3.3%	-5.8%	-3.4%	-2.2%	-2.0%	-3.1%	1.0%
硫酸(98%)	-6.5%	-7.2%	47.6%	36.5%	0.9%	-5.6%	-30.5%	-8.9%	15.3%	6.5%	-18.9%	-14.6%
液碱(32%)	-13.0%	4.2%	15.8%	4.1%	-8.6%	-3.8%	-3.6%	10.4%	-17.5%	-12.2%	-1.9%	3.2%
甲醇(优等品)	-0.1%	-2.2%	4.2%	6.5%	8.8%	-11.6%	-6.8%	-3.8%	-0.8%	4.3%	0.3%	-8.8%
石油苯(工业级)	-1.7%	-4.5%	7.1%	15.9%	7.0%	-7.4%	-8.3%	2.7%	3.1%	1.7%	5.2%	-5.4%
苯乙烯(一级品)	0.4%	-7.6%	8.3%	10.1%	4.2%	-5.2%	-7.2%	1.8%	-0.4%	0.6%	3.4%	-0.2%
聚乙烯(LLDPE,熔融指数2薄膜料)	-0.1%	-2.9%	2.2%	1.8%	2.7%	-0.8%	-3.1%	0.1%	-0.2%	0.5%	-1.6%	0.7%
聚丙烯(拉丝料)	-0.1%	-3.7%	6.0%	3.5%	2.3%	-3.0%	-4.9%	-0.9%	-1.6%	1.0%	-1.3%	-0.4%
聚氯乙烯(SGS)	-0.1%	-5.9%	2.6%	5.6%	2.9%	-2.2%	-5.1%	-2.1%	-1.3%	-0.1%	2.0%	2.8%
顺丁橡胶(BR9000)	-2.9%	-6.3%	18.3%	6.3%	5.0%	-6.2%	-2.7%	-2.9%	-1.7%	11.6%	0.6%	-7.0%
涤纶长丝(POY150D/48F)	-4.1%	-3.6%	4.2%	2.2%	1.6%	-0.1%	-5.3%	3.6%	0.8%	2.5%	3.5%	2.6%
液化天然气LNG	9.0%	10.8%	11.9%	-6.6%	1.7%	-3.5%	-8.1%	-11.8%	-18.3%	-5.5%	-6.7%	23.5%
液化气LPG	-2.0%	-2.4%	11.0%	25.4%	-0.2%	-15.4%	-10.0%	-5.2%	-5.8%	6.9%	0.0%	-0.9%
汽油(95#) VI	-4.1%	-2.7%	2.1%	4.0%	1.5%	-0.7%	-1.9%	3.8%	-1.5%	5.2%	4.5%	-6.6%
汽油(92#) VI	-4.2%	-2.8%	2.2%	3.8%	1.6%	-0.8%	-2.1%	3.4%	-1.4%	5.4%	4.7%	-6.7%
柴油(0#) VI	-3.6%	-2.5%	2.5%	8.0%	1.7%	-3.3%	-3.3%	1.5%	-1.8%	4.7%	-5.0%	-10.4%
石蜡(58#半)	0.0%	1.0%	3.8%	1.2%	0.2%	2.6%	3.0%	3.4%	6.7%	-2.9%	-7.4%	-2.4%
无烟煤(2号洗中块)	-10.8%	2.0%	4.3%	10.9%	6.0%	-15.8%	-5.7%	-12.5%	-9.3%	-14.4%	5.1%	5.6%
普通混煤(Q4500)	-5.1%	7.4%	13.0%	-5.3%	8.3%	-17.6%	-5.3%	-5.8%	1.3%	-12.3%	-5.0%	-8.3%
山西大混(Q5000)	-7.8%	9.9%	13.2%	-4.5%	8.1%	-17.1%	-5.3%	-5.9%	2.1%	-12.3%	-6.9%	-9.2%
山西优混(Q5500)	-6.2%	9.5%	11.8%	-3.7%	7.4%	-16.3%	-7.1%	-8.0%	1.3%	-9.0%	-8.2%	-9.0%
大同混煤(Q5800)	-6.2%	9.5%	11.9%	-3.7%	7.4%	-16.2%	-7.1%	-8.0%	1.3%	-9.0%	-8.3%	-10.0%
1/3焦煤	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	0.0%	-19.7%	-15.2%	1.8%	-4.6%	2.1%	7.4%
焦炭(准一级冶金焦)	-3.9%	7.1%	-0.8%	10.4%	3.8%	-8.2%	-17.9%	-6.1%	0.0%	-1.6%	-2.0%	9.1%
普通硅酸盐水泥:P.O42.5 袋装	3.1%	-0.4%	-3.9%	-1.0%	-3.3%	-6.7%	-1.7%	2.5%	0.6%	-2.1%	-5.0%	0.2%
普通硅酸盐水泥:P.O42.5 散装	4.3%	4.1%	-2.0%	-3.5%	-6.7%	-8.1%	-5.8%	-1.9%	3.4%	0.2%	-4.3%	-1.8%
浮法平板玻璃:4.8/5mm	-4.3%	1.0%	2.6%	6.8%	-4.4%	-9.7%	14.6%	10.4%	0.7%	4.0%	4.0%	-2.6%
稻米:粳稻米	0.3%	0.9%	2.0%	1.3%	0.8%	1.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%
小麦:国标三等	-1.3%	0.2%	4.9%	4.0%	0.4%	2.3%	-5.1%	-6.7%	-3.6%	-0.8%	-0.6%	-0.3%
玉米:黄玉米二等	-3.0%	-5.8%	-0.5%	1.7%	3.6%	1.4%	-1.9%	-1.9%	-0.9%	-0.5%	-1.4%	1.6%
棉花:皮棉 白棉三级	-6.5%	-2.5%	1.1%	2.0%	3.2%	6.2%	6.3%	1.3%	-1.5%	2.6%	2.5%	-1.1%
生猪:外三元	-3.4%	-7.3%	-4.5%	19.3%	1.7%	-1.2%	-0.9%	-5.7%	2.7%	0.7%	-22.1%	-21.3%
大豆:黄豆	1.5%	-6.5%	-0.7%	0.8%	4.1%	1.1%	-2.4%	-3.9%	-1.9%	-0.9%	-3.6%	-3.0%
豆粕:粗蛋白含量≥43%	-2.3%	-9.0%	0.3%	10.4%	10.7%	-8.2%	1.3%	2.6%	-10.6%	-2.1%	-3.0%	-11.4%
花生:油料花生米	-8.5%	-6.2%	1.7%	0.0%	0.0%	-1.0%	-0.5%	-2.5%	1.1%	3.1%	-1.6%	-0.2%
尿素(小颗粒)	3.9%	-3.5%	1.2%	6.2%	8.0%	-5.1%	-9.6%	-7.3%	0.0%	0.5%	-1.0%	5.1%
硫酸钾复合肥	2.4%	0.9%	4.1%	0.7%	-8.9%	-5.2%	-5.0%	-0.9%	0.3%	0.8%	0.0%	-1.6%
草甘膦(95%原药)	-4.3%	-1.9%	-14.1%	11.1%	31.2%	-10.1%	-16.1%	-15.0%	-12.9%	-7.9%	-2.9%	-4.3%
天然橡胶:标准胶SCRWF	-0.6%	2.0%	8.6%	-1.6%	2.6%	0.5%	3.2%	-1.7%	-4.3%	-3.2%	1.2%	3.6%
纸浆(进口针叶浆)	-1.7%	7.8%	5.7%	0.5%	1.1%	-1.5%	-6.9%	-11.3%	-6.9%	-3.0%	0.5%	-1.3%
瓦楞纸(AA级120g)	-3.2%	4.8%	4.4%	-0.2%	-2.2%	-3.7%	1.3%	-2.9%	-8.4%	-1.5%	0.1%	-1.7%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (11月数据截止11月20日)



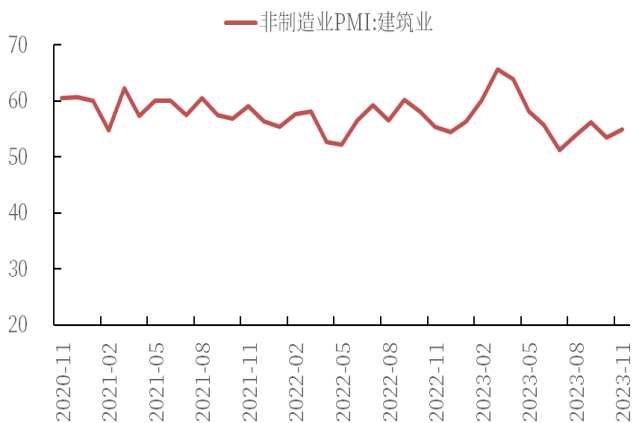
#### (4) 11月服务业景气水平回落，建筑业景气度回升

2023年11月，非制造业商务活动指数录得50.2%，较上月-0.4PCTS，其中，建筑业PMI为55.0%，较上月+1.5PCTS，服务业PMI为49.3%，较上月-0.8PCTS。季节性上看，建筑业PMI和服务业PMI分别排在2012年以来12年间历年11月的末位和倒数第二位。近60个月比较来看，建筑业PMI和服务业PMI分别排在近60个月由高到低的87%分位和85%分位，显示二者景气程度与历史数据相比并不算强。

11月PMI服务业指数较上月下行，时隔10个月再次录得荣枯线之下。分项指数来看，新订单指数为46.9%，较上月+0.7PCTS，业务活动预期指数为59.3%，较上月+1.8PCTS，新订单指数和业务活动预期指数均上行，表明服务业景气水平虽短暂回落，但服务业企业对未来的预期仍然较乐观。从行业看，据统计局披露，与居民出行和消费密切相关的服务行业上月受国庆假期带动形成较高基数，本月指数高位回调，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数回落；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间，业务总量增长较快。

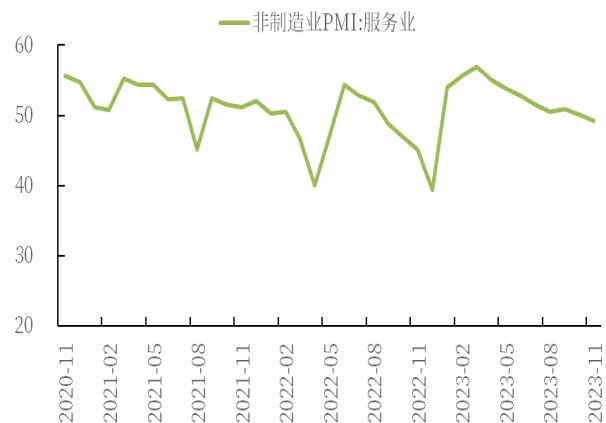
11月建筑业景气度虽然相比历史数据仍不算强，但较10月有所回升，反映出特别国债发行等利好因素对四季度建筑业景气度有所支撑。从预期来看，11月建筑业业务活动预期指数为62.6%，较上月+1.2PCTS，显示建筑行业对后续业务信心仍然较强。截至目前，年内专项债剩余限额虽然已近用完，但考虑到Q3发行的专项债对应项目在Q4落地，以及年底前1万亿特别国债的发行中将有5000亿元安排在今年使用，预计11月和12月基建仍有韧性，对固投形成稳定支撑。

图8 建筑业景气度回升 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图9 服务业景气度回落 (%)



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,

李友琳, 18665808487,

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