

## 海外“滞涨”担忧下，A股或存在波动

### 报告摘要

#### 核心观点：

- ◆ 本周全球资本市场依旧聚焦中东冲突，且未来冲突或依旧较难在短期内结束。在此背景下，油价持续高位，市场对美联储年内降息预期下降，甚至出现小概率加息预期，全球“滞涨”交易共识逐渐强化，全球主要股市多数共振下跌。
- ◆ 回顾2022年俄乌冲突，油价同样因供给受限问题，在冲突开始后出现大幅上涨，显著推升通胀。冲突爆发后，油价短期内快速上涨，布油一度升至120美元/桶以上，能源价格的快速上涨显著推升通胀水平，全球权益市场也出现较大波动。A股经历了先下跌、后反弹的过程。下跌过程中，所有行业均走弱，能源、高股息与内需方向更为抗跌，符合外部能源危机推升滞涨预期下的防御选择方向，煤炭、房地产、银行表现排名前三。此后市场止跌回暖阶段，新能源板块大幅领涨，电力设备、汽车、有色金属领涨市场，符合新能源领域实现新突破后，恰逢传统能源危机，市场布局能源转型超长期大趋势的思路。
- ◆ 同时，近期HALO概念受到市场广泛关注。所谓HALO（Heavy Assets, Low Obsolescence），指的是以大型实物资产为基础、同时具备较低技术淘汰风险的商业模式。这种模式常依托较大规模的实物资本投入，进入壁垒较高，在建设周期、资金成本、监管约束等方面具有明显限制，因此难以被快速复制。同时，其经济价值具有穿越技术周期的稳定性，不易因技术迭代而被取代。
- ◆ HALO概念受到市场关注，本质是在市场相对高位下，面对AI产业新阶段的不确定性叠加地缘政经不缺定下，资金风险偏好收敛，给予确定性溢价的结果。

### 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

刘庆东 分析师  
SAC执业证书：S0640520030001  
联系电话：010-59219572  
邮箱：liuqd@avicsec.com

王警仪 分析师  
SAC执业证书：S0640525100001  
联系电话：  
邮箱：wangjybj@avicsec.com

庞晨 研究助理  
SAC执业证书：S0640124040009  
联系电话：  
邮箱：pangc@avicsec.com

杨子萌 研究助理  
SAC执业证书：S0640124060008  
联系电话：  
邮箱：yangzm@avicsec.com

### 相关研究报告

中航策略周报：《中东局势依旧是全球资金关注的焦点，关注能源方向投资机会》  
中航策略周报：《局部冲突下，A股节奏与结构如何表现》  
中航策略周报：《关注春季行情下半场机会》  
中航策略周报：《春季行情下半场或将启动》  
中航策略周报：《全球大类资产波动剧烈，A股有望率先恢复上行》  
中航策略深度：《2026年A股年度策略：AI兴，再通胀，驭慢牛》

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

- ◆ 中期看，建议关注高景气度和受益于 AI 产业扩张的 HALO 行业。筛选 HALO 属性前 30 的申万二级行业，其中截至 3 月 20 日，预期 2026 年净利润增速排名靠前的 10 个行业分别为：光伏设备、焦炭 II、电池、造纸、元件、能源金属、玻璃玻纤、航运港口、化学原料、风电设备。AI 扩张需求的高技术壁垒行业如，电力、光学光电子、通信服务、非金属材料 II、半导体。
- ◆ 中航证券军工组认为，本周市场呈现“事件催化失效、估值消化延续”的特征，核心源于前期地缘冲突预期已部分兑现，叠加年报季业绩分化担忧，资金配置趋于谨慎。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，二是年报、一季度军工企业业绩预告表现。

市场走势：



## 投资建议：

- ◆ 往后看，短期内，中东冲突或较难在结束，油价或仍将在高位持续，美伊对霍尔木兹海峡控制权的争夺或将提升，海外“滞涨”担忧或持续，A 股或存在波动。结构上，短期建议关注红利、稳定风格。中期建议关注新能源板块，以及高景气度和受益于 AI 产业扩张的 HALO 行业的布局机会。



本周市场回顾:

根据同花顺数据,本周市场表现分化,上证指数(-3.38%)、深证成指(-2.90%)、沪深300(-2.19%)、科创50(-4.03%)、中证500(-5.82%)、中证1000(-5.25%),均表现较弱;创业板指(1.26%),表现较强。行业风格上,周期风格表现较弱,下跌7.68%。分行业来看,申万一级行业中通信、银行表现较强,分别上涨2.10%、0.36%;有色金属、基础化工、钢铁表现较弱,分别下跌11.82%、10.53%、10.29%。市场情绪方面,本周市场活跃度有所下降,日均成交金额为22111.17亿元,较上周减少2875.90亿元。估值方面,A股整体市盈率为22.68倍,较上周下降3.13%。

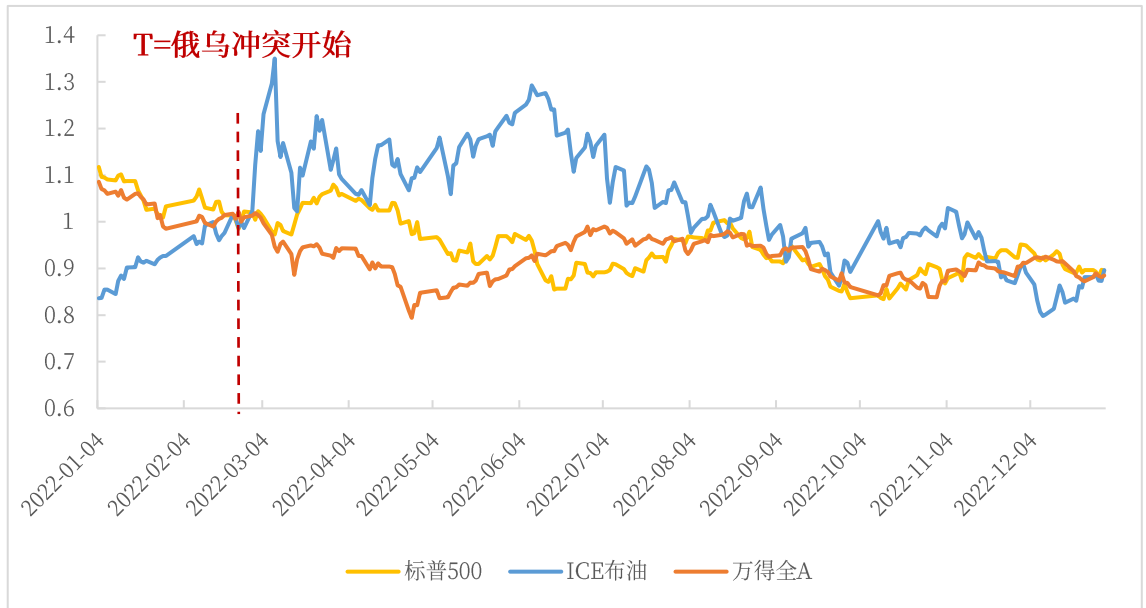
正文:

本周全球资本市场依旧聚焦中东冲突,且未来冲突或依旧较难在短期内结束。在此背景下,油价持续高位,市场对美联储年内降息预期下降,全球“滞涨”交易共识逐渐强化,全球主要股市多数共振下跌。据CME美联储观察数据显示,截至3月20日,市场已由一个月前预期年内降息两次,转向不降息,甚至出现小概率加息的预期。

回顾2022年俄乌冲突,油价同样因供给受限问题,在冲突开始后出现大幅上涨,显著推升通胀,进而推动美联储开启加息。虽然当前与2022年所处宏观环境有所不同,但两轮冲击在中短期“供给扰动驱动油价上行—推升通胀预期”的传导机制上具有较强可比性。因此我们通过复盘2022年俄乌冲突前后市场表现,来寻找对当下可能的指引。从结果来看,2022年俄乌冲突后的市场表现也符合理论上的逻辑推导,确实具有参考意义。

2022年冲突爆发后,油价短期内快速上涨,布油一度升至120美元/桶以上,能源价格的快速上涨显著推升通胀水平,美国CPI在2022年中一度升至9%的阶段高位,全球权益市场也出现较大波动。

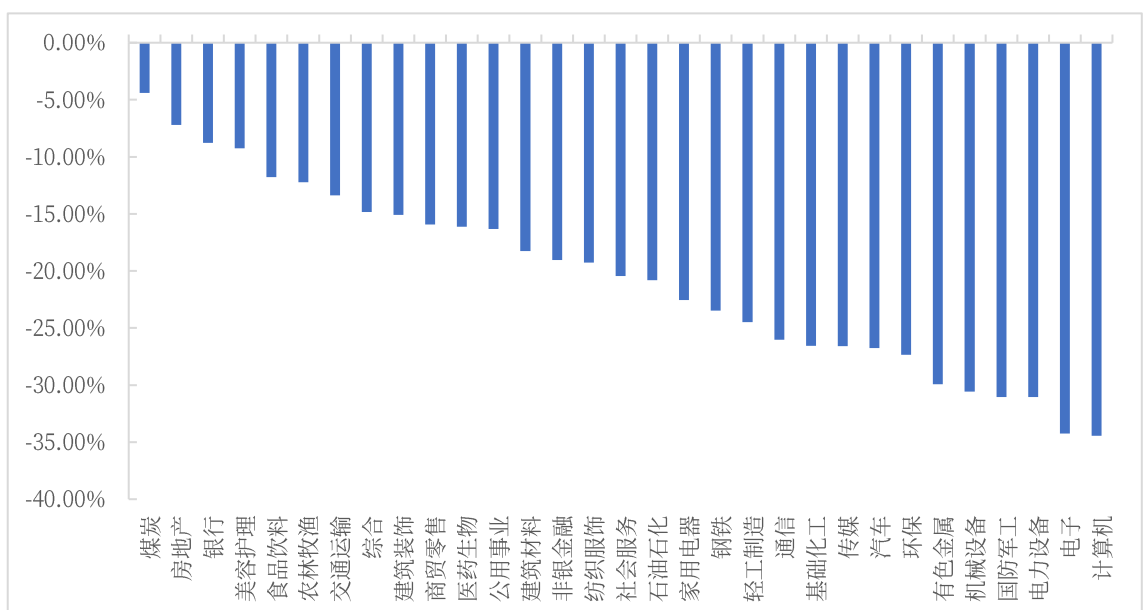
图1 俄乌冲突爆发后油价飙升，美股、A股走弱



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（以T日为1，对相关指标收盘价进行标准化处理）

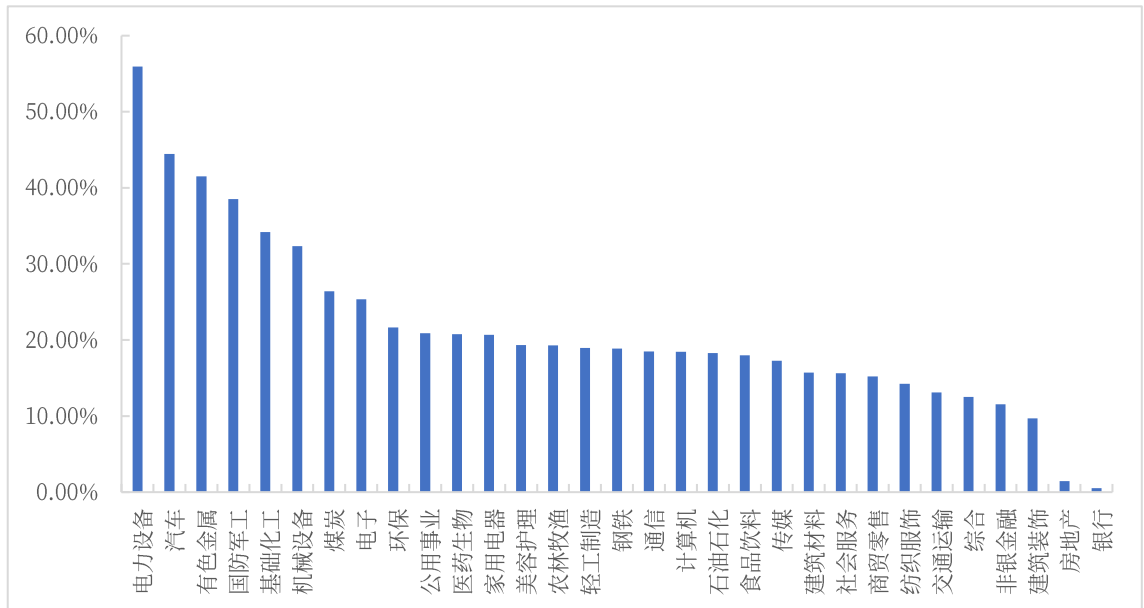
2022年俄乌冲突开始后A股经历了先下跌、后反弹的过程，我们回顾观察战争发生后市场下跌区间和之后反弹区间的行业表现。结果显示，冲突发生后短期市场下跌过程中，所有行业均走弱，能源、高股息与内需方向更为抗跌，符合外部能源危机推升滞涨预期下的防御选择方向，煤炭、房地产、银行表现排名前三，区间跌幅均在9%以内。此后市场止跌回暖阶段，新能源板块大幅领涨，电力设备、汽车、有色金属领涨市场，其中电力设备反弹区间涨幅超55%，符合新能源领域实现新突破后，恰逢传统能源危机，市场布局能源转型超长期大趋势的思路。

图2 2022 俄乌冲突爆发后 A 股下跌区间申万一级行业表现



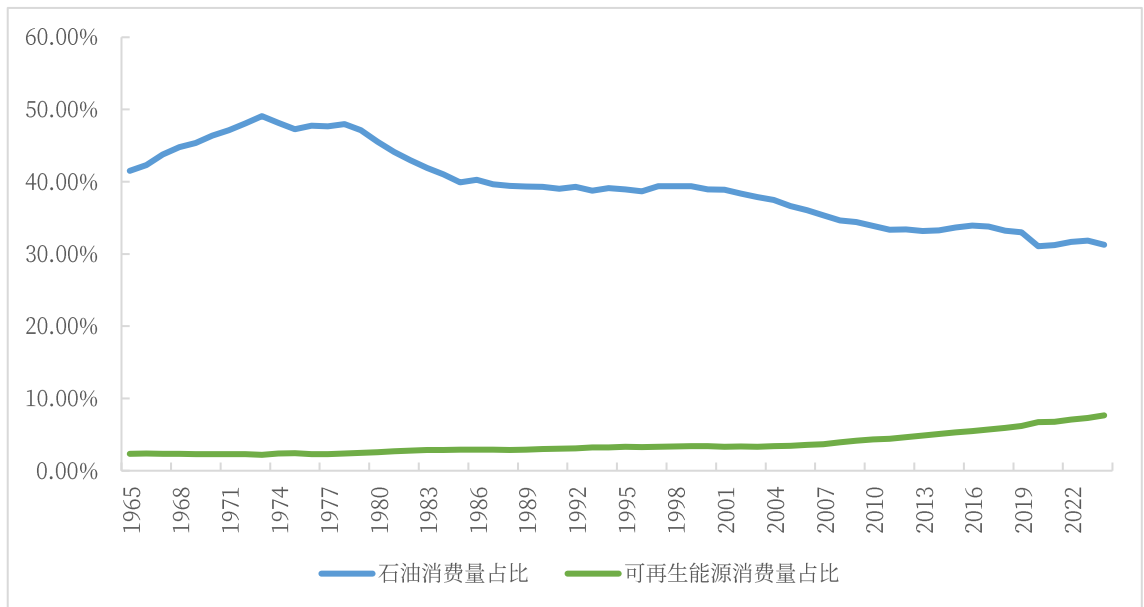
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2022年2月24日至2022年4月26日）

图3 2022 俄乌冲突爆发后 A 股止跌回暖区间申万一级行业表现



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2022年4月27日至2022年7月5日）

图4 全球能源转型超长期大趋势正在加速



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（指标为石油、可再生能源占一次能源消费量比例）

近期 HALO 概念受到市场广泛关注。所谓 HALO (Heavy Assets, Low Obsolescence), 指的是以大型实物资产为基础、同时具备较低技术淘汰风险的商业模式。这种模式常依托较大规模的实物资本投入，进入壁垒较高，在建设周期、资金成本、监管约束等方面具有明显

限制，因此难以被快速复制。同时，其经济价值具有穿越技术周期的稳定性，不易因技术迭代而被取代。

HALO 概念受到市场关注，本质是在市场相对高位下，面对 AI 产业新阶段的不确定性叠加地缘政经不缺定下，资金风险偏好收敛，给予确定性溢价的结果。产业周期方面，AI 产业发展到新阶段，一是，AI 产业持续大规模投资，但至今依旧未能形成较成熟的商业模式，而股价不断走高，2025 年 11 月市场已开始对 AI 泡沫形成担忧；二是，2026 年 2 月，AI 已经一定程度上对软件、服务等轻资产行业的现有商业模式形成冲击，引发了市场担忧，并对各行业的重新审视；三是，AI 扩张过程中对算力、电力及资源等重资产行业的需求提升。地缘政经方面，中东冲突升温，地缘政治扰动引发能源价格高企，推升了市场对于未来的通胀和利率中枢预期，加大了对远端现金流的折价，压制成长股估值。而部分具有高壁垒的重资产行业不仅相对较难被 AI 颠覆，反而受益于 AI 产业发展带来的需求，同时受高利率冲击也相对更弱，盈利稳定性更强，因此在风险偏好收敛阶段更易获得资金青睐。

通过六个维度综合衡量 A 股行业，以筛选出重资产、低淘汰率的 HALO 行业。六个维度分别为有形资产密集度、固定资产密集度、固定资产比例、资本-劳动力比、资本开支密集度、资本开支负担。HALO 交易热度高的申万一级行业如公用事业、基础化工、通信、煤炭、建筑材料，等。HALO 交易热度高的申万二级行业如电力、半导体、电子化学品 II、电视广播 II、航运港口、能源金属、多元金融、冶钢原料、造纸、通信服务，等。

表1: 申万一级行业 HALO 属性排名

| 排序 | 申万一级行业 | 有形资产密集度 | 固定资产密集度 | 固定资产比例 | 资本-劳动力比 | 资本开支密集度 | 资本开支负担 | 各项平均分<br>↓ |
|----|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|------------|
| 1  | 公用事业   | 175.14% | 419.20% | 55.06% | 3.13%   | 24.87%  | 75.66% | 29.50      |
| 2  | 基础化工   | 140.76% | 128.77% | 37.81% | 1.46%   | 9.05%   | 57.75% | 24.67      |
| 3  | 通信     | 165.45% | 116.45% | 33.25% | 1.63%   | 11.75%  | 43.70% | 24.00      |
| 4  | 煤炭     | 126.58% | 162.62% | 32.52% | 0.94%   | 14.74%  | 59.40% | 23.17      |
| 5  | 建筑材料   | 165.68% | 180.87% | 34.42% | 1.11%   | 6.59%   | 42.08% | 22.50      |
| 6  | 轻工制造   | 133.47% | 120.22% | 36.34% | 0.72%   | 8.89%   | 74.14% | 22.17      |
| 7  | 电力设备   | 122.58% | 91.77%  | 22.31% | 1.21%   | 8.68%   | 76.16% | 21.50      |
| 8  | 钢铁     | 84.57%  | 117.23% | 46.98% | 1.61%   | 4.62%   | 56.96% | 21.33      |
| 9  | 电子     | 122.06% | 90.76%  | 30.71% | 0.89%   | 10.23%  | 76.01% | 21.33      |
| 10 | 国防军工   | 241.05% | 83.26%  | 13.88% | 1.72%   | 5.71%   | 49.33% | 20.83      |
| 11 | 石油石化   | 86.18%  | 52.18%  | 24.70% | 3.01%   | 7.12%   | 50.54% | 18.83      |
| 12 | 美容护理   | 178.07% | 63.85%  | 19.48% | 1.03%   | 6.33%   | 37.63% | 18.17      |
| 13 | 汽车     | 82.56%  | 53.89%  | 19.84% | 0.58%   | 8.05%   | 80.74% | 16.50      |
| 14 | 机械设备   | 160.69% | 61.82%  | 15.32% | 1.14%   | 4.75%   | 38.12% | 16.50      |
| 15 | 交通运输   | 75.96%  | 81.57%  | 27.03% | 1.32%   | 4.51%   | 37.83% | 16.17      |
| 16 | 环保     | 66.92%  | 121.45% | 15.18% | 0.21%   | 14.01%  | 53.84% | 15.50      |
| 17 | 食品饮料   | 171.95% | 53.55%  | 18.94% | 1.54%   | 3.79%   | 11.44% | 14.67      |

|    |      |         |        |        |       |       |        |       |
|----|------|---------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|
| 18 | 农林牧渔 | 78.10%  | 65.32% | 30.36% | 0.70% | 4.31% | 42.37% | 14.33 |
| 19 | 传媒   | 198.91% | 50.56% | 12.50% | 1.64% | 3.59% | 23.52% | 14.17 |
| 20 | 医药生物 | 154.04% | 53.47% | 16.10% | 1.03% | 4.50% | 33.06% | 14.00 |
| 21 | 计算机  | 139.89% | 26.21% | 8.06%  | 0.71% | 4.41% | 83.92% | 13.33 |
| 22 | 社会服务 | 107.19% | 69.54% | 19.98% | 0.36% | 5.19% | 29.95% | 13.00 |
| 23 | 有色金属 | 53.94%  | 49.73% | 26.54% | 1.35% | 3.94% | 35.34% | 12.33 |
| 24 | 房地产  | 162.90% | 30.81% | 2.39%  | 1.69% | 2.16% | 31.59% | 11.83 |
| 25 | 综合   | 71.54%  | 59.09% | 14.74% | 0.63% | 4.27% | 56.16% | 11.67 |
| 26 | 纺织服饰 | 141.55% | 46.85% | 18.75% | 0.52% | 3.41% | 26.34% | 9.67  |
| 27 | 非银金融 | 28.89%  | 21.60% | 0.80%  | 0.47% | 2.00% | 92.98% | 7.00  |
| 28 | 商贸零售 | 74.23%  | 30.66% | 12.15% | 0.81% | 1.96% | 27.44% | 6.50  |
| 29 | 建筑装饰 | 32.17%  | 16.85% | 4.06%  | 0.61% | 3.17% | 51.67% | 6.33  |
| 30 | 银行   | 0.00%   | 46.27% | 0.42%  | 0.00% | 4.66% | -      | 5.20  |
| 31 | 家用电器 | 71.10%  | 23.89% | 9.65%  | 0.64% | 2.30% | 20.67% | 5.00  |

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 数据基于 2025 年中报, 分别从六个维度给各行业打分, 排名越靠前得分越高, 各项平均分取有数值各项的平均分; 有形资产密集度=有形资产/营业收入; 固定资产密集度=固定资产净额/营业收入; 固定资产比例=固定资产净额/总资产; 资本-劳动力比=有形资产/员工数量; 资本开支密集度=资本开支/营业收入; 资本开支负担=资本开支/息税折旧摊销前利润)

**表2: 申万二级行业 HALO 属性排名 (前 30)**

| 排序 | 申万二级行业  | 有形资产密集度 | 固定资产密集度 | 固定资产比例 | 资本-劳动力比 | 资本开支密集度 | 资本开支负担  | 各项平均分<br>↓ |
|----|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|------------|
| 1  | 电力      | 195.53% | 473.31% | 55.54% | 3.58%   | 28.06%  | 77.19%  | 121.50     |
| 2  | 半导体     | 261.11% | 134.64% | 24.51% | 2.41%   | 23.82%  | 116.95% | 114.50     |
| 3  | 电子化学品II | 271.19% | 131.43% | 27.70% | 1.81%   | 16.06%  | 76.90%  | 112.33     |
| 4  | 电视广播II  | 509.02% | 351.09% | 33.97% | 1.49%   | 11.38%  | 53.05%  | 111.33     |
| 5  | 航运港口    | 302.04% | 247.30% | 36.57% | 3.95%   | 12.20%  | 37.68%  | 110.50     |
| 6  | 能源金属    | 183.74% | 143.21% | 25.33% | 2.10%   | 16.74%  | 95.09%  | 109.67     |
| 7  | 多元金融    | 563.63% | 442.69% | 10.18% | 9.19%   | 31.56%  | 68.17%  | 109.67     |
| 8  | 冶钢原料    | 306.94% | 209.69% | 38.86% | 1.30%   | 13.38%  | 41.83%  | 106.00     |
| 9  | 造纸      | 128.85% | 223.58% | 56.90% | 1.14%   | 12.67%  | 144.03% | 105.83     |
| 10 | 通信服务    | 176.96% | 136.65% | 37.48% | 1.77%   | 13.66%  | 44.70%  | 104.50     |
| 11 | 化学制品    | 154.41% | 128.33% | 34.21% | 1.60%   | 11.60%  | 68.60%  | 103.50     |
| 12 | 生物制品    | 481.82% | 115.83% | 14.93% | 2.61%   | 11.37%  | 61.18%  | 102.50     |
| 13 | 玻璃玻纤    | 210.96% | 281.32% | 56.03% | 0.98%   | 10.64%  | 46.65%  | 101.67     |
| 14 | 航天装备II  | 479.45% | 182.14% | 17.72% | 2.21%   | 8.03%   | 46.14%  | 101.17     |
| 15 | 焦炭II    | 146.72% | 210.87% | 40.88% | 1.06%   | 7.57%   | 647.70% | 100.50     |
| 16 | 铁路公路    | 219.69% | 310.10% | 30.61% | 1.42%   | 13.88%  | 34.88%  | 100.33     |
| 17 | 风电设备    | 146.09% | 117.34% | 20.78% | 1.95%   | 11.74%  | 106.65% | 99.67      |
| 18 | 非金属材料II | 202.48% | 127.95% | 31.22% | 1.85%   | 8.21%   | 42.68%  | 98.67      |
| 19 | 化学原料    | 153.09% | 178.95% | 49.61% | 1.50%   | 7.72%   | 42.13%  | 96.50      |
| 20 | 化学纤维    | 112.25% | 99.73%  | 35.65% | 1.30%   | 9.75%   | 103.83% | 95.67      |
| 21 | 光学光电子   | 138.36% | 216.37% | 52.79% | 0.89%   | 11.88%  | 50.17%  | 94.67      |

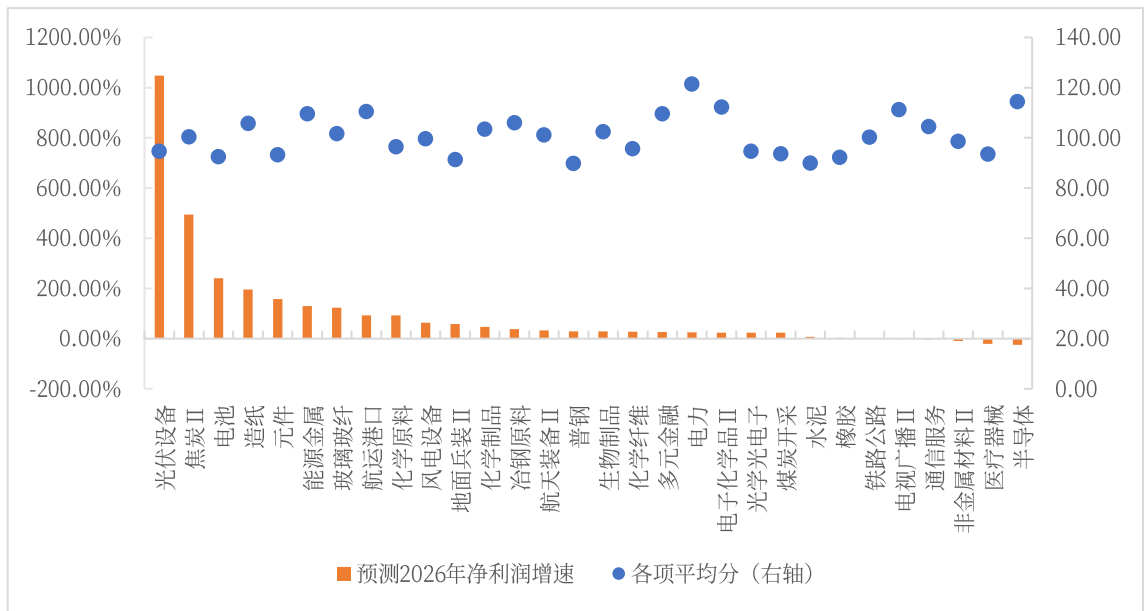


|    |        |         |         |        |       |        |         |       |
|----|--------|---------|---------|--------|-------|--------|---------|-------|
| 22 | 光伏设备   | 116.76% | 129.42% | 30.65% | 1.16% | 8.79%  | 124.55% | 94.67 |
| 23 | 煤炭开采   | 125.78% | 160.68% | 32.18% | 0.93% | 15.03% | 58.33%  | 93.67 |
| 24 | 医疗器械   | 327.26% | 96.59%  | 17.19% | 1.40% | 10.39% | 46.23%  | 93.50 |
| 25 | 元件     | 158.08% | 102.47% | 32.76% | 0.80% | 12.63% | 70.54%  | 93.33 |
| 26 | 电池     | 132.36% | 100.09% | 23.43% | 1.22% | 11.89% | 77.36%  | 92.50 |
| 27 | 橡胶     | 150.69% | 99.57%  | 30.36% | 1.21% | 8.35%  | 74.59%  | 92.33 |
| 28 | 地面兵装II | 290.53% | 89.88%  | 16.71% | 1.36% | 6.06%  | 77.75%  | 91.33 |
| 29 | 水泥     | 159.06% | 191.34% | 31.38% | 1.26% | 6.48%  | 42.19%  | 90.00 |
| 30 | 普钢     | 79.80%  | 121.68% | 48.50% | 1.72% | 4.90%  | 67.33%  | 89.83 |

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 数据基于 2025 年中报, 分别从六个维度给各行业打分, 排名越靠前得分越高, 各项平均分取有数值各项的平均分; 有形资产密集度=有形资产/营业收入; 固定资产密集度=固定资产净额/营业收入; 固定资产比例=固定资产净额/总资产; 资本-劳动力比=有形资产/员工数量; 资本开支密集度=资本开支/营业收入; 资本开支负担=资本开支/息税折旧摊销前利润)

中期看, 建议关注高景气度和受益于 AI 产业扩张的 HALO 行业。筛选 HALO 属性前 30 的申万二级行业, 其中截至 3 月 20 日, 预期 2026 年净利润增速排名靠前的 10 个行业分别为: 光伏设备、焦炭 II、电池、造纸、元件、能源金属、玻璃玻纤、航运港口、化学原料、风电设备。AI 扩张需求的高技术壁垒行业如, 电力、光学光电子、通信服务、非金属材料 II、半导体。

图5 HALO 属性行业景气度排名



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: Wind 一致预期跟新至 3 月 20 日)

本周军工行业呈现事件催化边际减弱的特征, 板块静待业绩与政策双重支撑。自美伊冲突升级以来, 国防军工 (申万) 已连续三周下跌, 本周跌幅达 6.26%, 周成交额亦呈现逐周萎缩趋势, 资金避险情绪下板块流动性出现一定承压。市场呈现 “事件催化失效、估值消化延续”

的特征，核心源于前期地缘冲突预期已部分兑现，叠加年报季业绩分化担忧，资金配置趋于谨慎。

值得关注的是，重点军事事件对板块的刺激效应显著减弱。3月19日伊朗公开宣称成功打击美军 F-35 战机，若被最终证实，则将创下该机型服役以来首次实战战损记录，对防空、雷达反隐领域或存在一定催化。但3月20日防空领域核心标的航天南湖仅上涨 2.99%，远不及此前印巴冲突期间航空领域个股批量上涨的行情强度。这一现象反映出市场对事件性催化的敏感度下降，单纯依靠地缘冲突难以驱动板块持续上涨。

当前板块估值仍处于历史中枢偏上区间，截至3月20日国防军工 PE 为 84.66 倍，仍处于 2014 年以来 69.25%分位，业绩真空期缺乏基本面支撑的估值消化尚未完成。同时，年报与一季报披露窗口期临近，市场对业绩兑现度与结构分化仍存分歧，资金倾向于观望等待基本面验证信号明朗。后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况，二是年报、一季度军工企业业绩预告表现。

#### 投资建议：

往后看，短期内，中东冲突或较难在结束，油价或仍将在高位持续，美伊对霍尔木兹海峡控制权的争夺或将提升，海外“滞涨”担忧或持续，A 股或存在波动。结构上，短期建议关注红利、稳定风格。中期建议关注新能源板块，以及高景气度和受益于 AI 产业扩张的 HALO 行业的布局机会。

#### 风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

## 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。  
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003  
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

## 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。本报告仅供中航证券客户使用，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或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

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