

能源主导 PPI 冲高，上下游传导受阻仍持续

2026 年 9 月通胀数据点评

报告摘要

9 月 CPI 环比为+0.2%，比过去十年同月均值低 0.16PCTS，整体表现弱于季节性。CPI 食品项环比+0.4%，CPI 非食品项环比+0.2%，两者共同推动 CPI 环比上涨。9 月核心 CPI 环比为 0，比过去十年同月均值低 0.17PCTS，动能边际减弱，主要是受暑期后出行服务价格季节性回落及汽车、家电等耐用消费品价格下行拖累。9 月 CPI 同比+0.9%，较上月+0.1PCTS，略低于市场一致预期（+1.0%），CPI 食品项同比-1.7%，CPI 非食品项价格同比+1.5%，CPI 非食品项是同比回升的主要拉动。9 月核心 CPI 同比为+1.0%，与上月持平。

展望未来，CPI 同比或将继续窄幅波动，温和通胀格局大概率延续：一是四季度翘尾因素整体相对平稳，对同比的边际影响有限；二是生猪产能调减政策效应正在显现，叠加年末季节性消费需求，猪肉对 CPI 同比的拖累有望继续收窄，短期难以转为 CPI 的正向拉动；三是美伊冲突升级之后再度陷入僵局、也门与沙特局势升级，地缘风险溢价再度推升国际原油价格，输入性价格仍对 CPI 形成一定拉动；四是增量政策已集中落地但效果仍待观察。9 月下旬国家出台稳投资、稳地产增量政策工具，新型政策性金融工具进入加速投放阶段，政策若持续加力并传导至就业与收入端，核心 CPI 有望获得更大支撑。

9 月 PPI 同比+5.0%，较上月+1.2PCTS，高于市场预期（+4.3%），PPIRM 同比+6.9%，较上月+1.1PCTS。9 月 PPI 生产资料同比+6.5%，较上月+1.5PCTS，PPI 生活资料同比-0.1%，较上月+0.4PCTS。生产资料与生活资料分化加剧，上游涨幅扩大，且涨价的行业分布高度集中，属典型的成本推动型冲高。

9 月 PPI 环比为+1.2%，较 8 月的 0.4%上行，环比涨幅扩大主要有三方面原因：一是输入性因素——国际原油、有色金属价格上行带动国内相关行业价格上涨；二是部分能源与原材料行业供需格局偏紧；三是人工智能与算电协同需求加大。

9 月 PPI 同比与环比涨幅同时扩大，变化的主导因素是中东地缘局势反复推升国际油价上涨，结构性因素是人工智能与算电协同领域加快发展带动电气机械、计算机通信电子设备价格延续上涨。展望后续，PPI 走势需关注三个方面：一是中东局势扰动和北半球冬季取暖需求的双重支撑，油价或维持高位，输入性通胀压力延续；二是国内需求端，财政资金加速投放、新型政策性金融工具落地与“六张网”建设等有望使钢铁、建材等工业品价格跌幅继续收窄；三是供给端，煤炭产量短期恢复节奏偏慢，冬储旺季将持续至年底，煤价或保持偏强运行。预计 PPI 同比或继续上行，四季度保持高位运行，但进一步上行空间受中下游需求疲弱制约，行业间价格与利润分化预计延续。

风险提示：国际油价波动加剧；国内消费复苏不及预期。

主要数据

上证指数	3716.2842
沪深 300	4170.6131
深证成指	11802.459

主要指数走势图



作者

郭鑫	分析师
SAC 执业证书: S0640522090002	
联系电话: 010-59562534	
邮箱: guoxjr@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

中航证券 REITS 跟踪月报-2026 年 8 月 —
2026-09-20
增长动能持续巩固，进出口高增态势有望延续
——2026 年 8 月进出口数据点评 —2026-09-20
输入性因素推升通胀读数，上下游分化格局延续——2026 年 8 月通胀数据点评 —2026-09-20

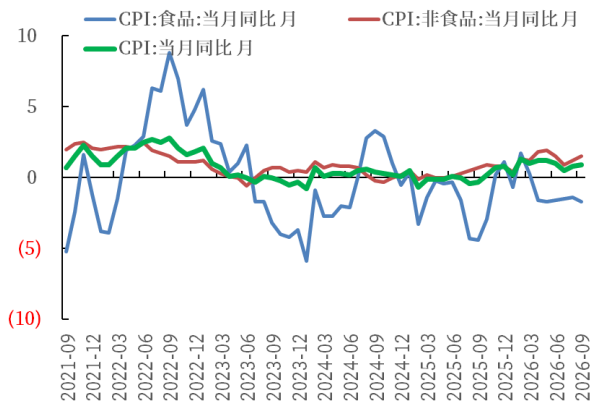
一、能源支撑同比回升

9 月 CPI 环比为+0.2%，比过去十年同月均值低 0.16PCTS，整体表现弱于季节性。CPI 食品项环比+0.4%，CPI 非食品项环比+0.2%，两者共同推动 CPI 环比上涨。食品项中，蛋类价格环比+2.0%；猪肉价格环比+1.2%，连续三个月上涨；鲜果价格环比+0.6%；水产品价格环比-0.8%，连续两个月下跌。食品价格温和上涨，主要受中秋、国庆双节备货带动，叠加部分鲜菜、鲜果处于换茬期、供给阶段性偏紧，前期极端天气扰动趋缓则在一定程度上限制了涨幅。非食品项中，交通和通信、衣着、医疗保健价格环比分别为+1.0%、+0.6%和+0.2%；居住价格持平；其他用品及服务、教育文化和娱乐、生活用品及服务价格环比分别为-0.8%、-0.3%和-0.1%。9 月核心 CPI 环比为 0，比过去十年同月均值低 0.17PCTS，动能边际减弱，主要是受暑期后出行服务价格季节性回落及汽车、家电等耐用消费品价格下行拖累。

9 月 CPI 同比+0.9%，较上月+0.1PCTS，略低于市场一致预期（+1.0%），CPI 食品项同比-1.7%，CPI 非食品项价格同比+1.5%，CPI 非食品项是同比回升的主要拉动。CPI 食品项同比-1.7%，较上月-0.3PCTS，其中变化相对大的有：鲜菜价格同比-8.1%，较上月-5.3PCTS，是食品项同比读数走弱的最大边际拖累项，主因去年同期高基数叠加今年秋季供应充足；猪肉价格同比-10.0%，较上月+1.8PCTS；鲜果价格同比-1.5%，较上月-1.0PCTS。CPI 非食品项价格同比+1.5%，较上月+0.3PCTS，9 月美伊冲突延续、也门与沙特局势升级，地缘风险溢价再度推升国际原油价格，国内汽油价格同比+16.6%，较上月+7.3PCTS，影响 CPI 同比约+0.47 个百分点。具体来看，9 月 CPI 非食品项中同比变化相对大的有：CPI 交通和通信项同比+4.3%，较上月+1.8PCTS；其他用品和服务价格同比+5.9%，较上月-1.4PCTS。9 月核心 CPI 同比为+1.0%，与上月持平，一方面，算力需求增长持续向消费电子传导，9 月数据存储设备、平板电脑、计算机、移动电话机价格同比分别上涨 46.7%、23.6%、21.8%和 14.9%，涨幅进一步扩大，通信工具 CPI 同比升至+14.3%；另一方面，国际金价高位回落，其他用品及服务价格同比较上月-1.4PCTS，前期金价对核心 CPI 的支撑明显退坡，AI 涨价与金价回落相互对冲，是同比读数持平的主要原因。

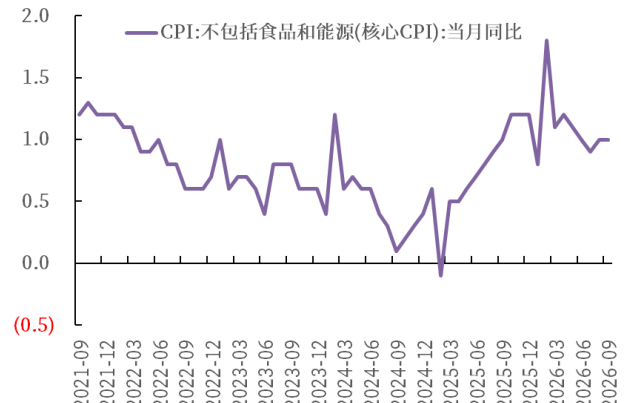
展望未来，CPI 同比或将继续窄幅波动，温和通胀格局大概率延续：一是四季度翘尾因素整体相对平稳，对同比的边际影响有限；二是生猪产能调减政策效应正在显现，叠加年末季节性消费需求，猪肉对 CPI 同比的拖累有望继续收窄，短期难以转为 CPI 的正向拉动；三是美伊冲突升级之后再度陷入僵局、也门与沙特局势升级，地缘风险溢价再度推升国际原油价格，输入性价格仍对 CPI 形成一定拉动；四是增量政策已集中落地但效果仍待观察。9 月下旬国家出台稳投资、稳地产增量政策工具，新型政策性金融工具进入加速投放阶段，政策若持续加力并传导至就业与收入端，核心 CPI 有望获得更大支撑。

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 (%)

	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
CPI: 当月同比	0.90	0.80	0.50	1.00	1.20	1.20	1.00	1.30	0.20	0.80	0.70	0.20	-0.30
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-0.90	-0.70	-0.80	-0.80	-0.90	-0.80	0.40	1.40	-0.20	0.80	0.30	-1.60	-2.60
CPI: 衣着: 当月同比	1.20	1.30	1.40	1.40	1.40	1.50	1.60	1.90	1.90	1.70	1.90	1.70	1.70
CPI: 居住: 当月同比	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.20	0.00	0.10	0.10
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.20	0.70	0.80	1.30	1.80	1.40	1.50	2.80	2.60	2.20	2.10	1.90	2.20
CPI: 交通和通信: 当月同比	4.30	2.50	0.40	4.10	5.40	4.60	0.90	-0.70	-3.40	-2.60	-2.30	-1.50	-2.00
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.40	1.40	1.30	1.40	1.30	1.30	1.10	2.00	0.00	0.90	0.80	0.90	0.80
CPI: 医疗保健: 当月同比	2.70	2.70	2.90	2.30	2.10	2.20	1.90	1.90	1.70	1.80	1.60	1.40	1.10
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	5.90	7.30	5.80	6.60	9.90	11.00	13.50	15.40	13.20	17.40	14.20	12.80	9.90
CPI: 环比	0.20	0.40	-0.10	-0.30	-0.10	0.30	-0.70	1.00	0.20	0.20	-0.10	0.20	0.10
CPI: 食品烟酒: 环比	0.00	0.10	0.30	-0.10	-0.10	0.20	-0.70	0.70	0.30	0.20	-0.10	0.20	0.00
CPI: 衣着: 环比	0.60	-0.10	-0.40	-0.10	0.60	-0.30	0.40	-0.10	-0.20	0.00	0.70	0.00	0.70
CPI: 居住: 环比	-0.10	0.00	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.10	0.00
CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.20	-0.10	0.20	-0.00	-0.30	0.20	0.00	-0.10	0.70	1.40	-0.00	-0.70	0.60
CPI: 交通和通信: 环比	-0.30	-0.20	-0.20	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	0.10	0.30	0.10	-0.10	-0.10	-0.10
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.00	0.50
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.10	-0.10
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 CPI 分项目环比情况 (%)

	除今年 外的均 值	2026-09	2025-09	2024-09	2023-09	2022-09	2021-09	2020-09	2019-09	2018-09	2017-09	2016-09
中国: CPI: 环比	0.36	0.20	0.10	0.00	0.20	0.30	0.00	0.20	0.90	0.70	0.54	0.67
中国: CPI: 不包括食品和能源(核心CPI): 环比	0.17	0.00	0.00	-0.10	0.10	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20	0.50	0.40
中国: CPI: 食品烟酒: 环比	0.81	0.20	0.50	0.50	0.20	1.30	-0.40	0.31	2.60	1.50	0.37	1.17
中国: CPI: 衣着: 环比	0.80	0.60	0.70	0.80	0.80	0.80	0.80	0.85	0.80	0.70	0.88	0.84
中国: CPI: 居住: 环比	0.11	0.00	0.00	-0.10	0.00	-0.10	0.20	0.04	0.10	0.40	0.34	0.27
中国: CPI: 生活用品及服务: 环比	0.04	-0.10	0.30	0.00	0.10	0.00	-0.10	-0.04	0.00	0.10	0.07	-0.04
中国: CPI: 交通和通信: 环比	-0.26	1.00	-0.90	-1.30	0.10	-0.60	-0.20	-0.07	-0.40	0.30	0.13	0.32
中国: CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.44	-0.30	-0.40	-0.30	0.40	0.40	0.70	0.83	0.10	0.50	0.95	1.19
中国: CPI: 医疗保健: 环比	0.27	0.20	0.20	0.00	0.10	0.00	0.00	0.03	0.10	0.20	1.79	0.23
中国: CPI: 其他用品和服务: 环比	0.14	-0.80	1.30	0.00	-0.10	-0.30	0.30	-0.90	0.90	-0.20	0.22	0.18

资料来源: Wind, 中航证券研究所

二、PPI 同比环比同时上涨

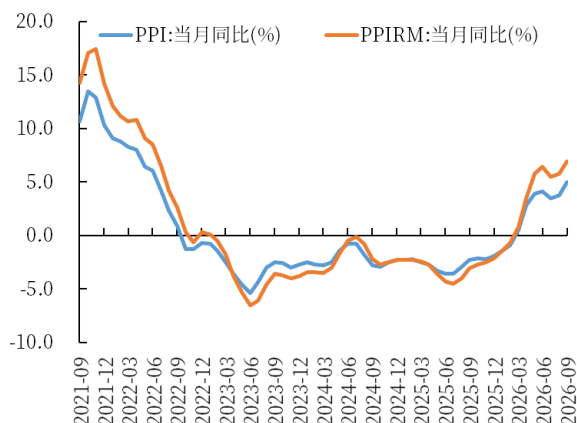
9 月 PPI 同比+5.0%，较上月+1.2PCTS，高于市场预期（+4.3%），PIRM 同比+6.9%，较上月+1.1PCTS。9 月 PPI 生产资料同比+6.5%，较上月+1.5PCTS，PPI 生活资料同比-0.1%，较上月+0.4PCTS。生产资料与生活资料分化加剧，上游涨幅扩大，且涨价的行业分布高度集中，属典型的成本推动型冲高。涨跌幅较上月变化较大的行业主要有：石油和天然气开采业同比+24.5%，较上月+14.0PCTS；石油、煤炭及其他燃料加工业同比+21.6%，较上月+10.5PCTS；煤炭开采和洗选业同比+35.3%，较上月+8.7PCTS。

9 月 PPI 环比为+1.2%，较 8 月的 0.4%上行，环比涨幅扩大主要有三方面原因：一是输入性因素——国际原油、有色金属价格上行带动国内相关行业价格上涨；二是部分能源与原材料行业供需格局偏紧；三是人工智能与算电协同需求加大。9 月 PPI 生产资料环比+1.4%，PPI 生活资料环比+0.1%。其中涨跌幅变化较大的行业主要有：石油和天然气开采业环比+10.4%，煤炭开采和洗选业环比+9.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比+8.4%。

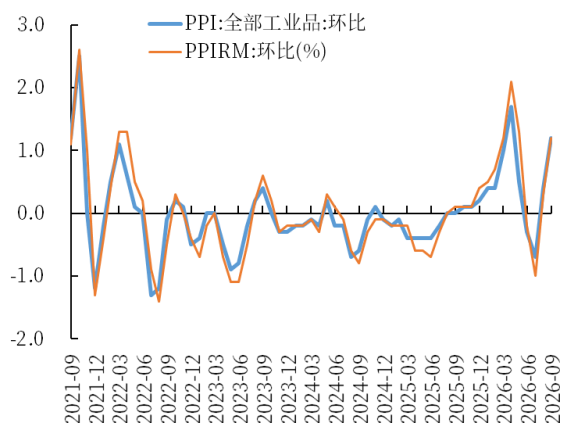
分产业链线索来看，9 月 PPI 的结构性分化特征更为明显。一是石油化工产业链：输入性涨价沿链条自上而下传导，上游石油和天然气开采业同比+24.5%、环比+10.4%，中游石油、煤炭及其他燃料加工业同比+21.6%、环比+8.4%，下游化学原料及化学制品制造业同比+12.1%、环比+2.4%，化学纤维制造业同比+12.3%、环比+2.1%，链条各环节集体转涨，但传导强度沿链条递减。主要驱动来自国际油价等输入性因素而非内需，且涨价幅度沿链条递减，利润改善高度集中于油气开采与炼化环节，化工中下游的毛利空间被成本被动抬升所挤压。二是煤炭产业链：供给端约束叠加冬储需求构成主要支撑，上游煤炭开采和洗选业同比+35.3%、环比+9.5%，环比自 5 月以来连续为正；下游电力、热力生产和供应业同比-3.9%、环比-0.2%，同比读数进一步回落。传导受阻，煤炭链条利润仍集中在采选环节，发电环节承担成本挤压。三是有色金属与高端制造产业链：AI 算力基建与产业周期形成结构性支撑，上游有色金属矿采选业同比+21.4%、环比+1.6%，中游有色金属冶炼和压延加工业同比+21.4%、环比+1.5%，下游电气机械和器材制造业同比+6.2%、环比+0.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比+5.8%、环比+0.4%。这是本轮 PPI 回升中传导最为顺畅、也最具持续性的一条链条——向下游整机/终端产品价格传导，形成“国际定价+产业景气”的双重支撑。四是消费品产业链：内需平淡导致下游价格持续低迷，农副食品加工业同比-0.9%，食品制造业同比-1.1%，汽车制造业同比-2.0%，仅纺织业同比+2.2%维持正增长，上游涨价难以向终端消费品传导，与 PPI 生活资料同比-0.1%相互印证。五是地产基建产业链：需求端疲弱仍是主要约束，政策驱动下出现局部止跌，上游黑色金属矿采选业同比-3.4%、环比-1.3%，中游黑色金属冶炼和压延加工业同比-0.2%、环比+0.2%，下游非金属矿物制品业同比-2.5%、环比+0.3%。环比多数环节止跌企稳、降幅收窄是

本月积极的边际信号,其驱动来自9月增量政策集中发力、新型政策性金融工具投放、政府债发行边际提速与“六张网”建设等项目投资进度加快,叠加入秋施工旺季,但同比端仍全线为负,房地产新开工面积下滑的制约尚未解除,传统地产链建材需求依然承压,价格全面回暖的基础尚不牢固,链条利润仍处于被挤压状态。整体来看,9月PPI涨价集中在上游资源品油气、煤炭、有色及AI相关制造链条,消费品链与地产基建链同比仍处负区间,“上游强、下游弱”的成本推动型分化格局仍在持续。

9月PPI同比与环比涨幅同时扩大,变化的主导因素是中东地缘局势反复推升国际油价上涨,结构性因素是人工智能与算电协同领域加快发展带动电气机械、计算机通信电子设备价格延续上涨。展望后续,PPI走势需关注三个方面:一是中东局势扰动和北半球冬季取暖需求的双重支撑,油价或维持高位,输入性通胀压力延续;二是国内需求端,财政资金加速投放、新型政策性金融工具落地与“六张网”建设等有望使钢铁、建材等工业品价格跌幅继续收窄,但终端能否承接上游涨价,将决定后续价格修复的质量与可持续性;三是供给端,煤炭产量短期恢复节奏偏慢,冬储旺季将持续至年底,煤价或保持偏强运行。预计PPI同比或继续上行,四季度保持高位运行,但进一步上行空间受中下游需求疲弱制约,行业间价格与利润分化预计延续。

图5 PPI和PPIRM同比走势(%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 PPI和PPIRM环比走势(%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图7 PPI 分行业环比情况 (%)

	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
煤炭开采和洗选业	+9.5	+2.8	+4.2	+5.6	+3.2	+1.9	+0.1	-0.5	3.2	+1.3	+4.1	+1.6	+2.5
石油和天然气开采业	+10.4	+6.1	+9.2	+1.8	-0.1	+18.5	+15.8	+5.1	2.2	+1.3	+2.4	+2.3	+2.0
黑色金属矿采选业	+1.3	+1.4	+1.9	-0.3	+0.9	+0.4	-0.9	-0.8	+0.4	0.0	+0.6	+0.9	+2.6
有色金属矿采选业	+1.6	+0.9	+2.1	+7.3	+1.4	+3.0	+5.4	+7.1	+5.7	+3.7	+2.6	+5.3	+2.5
非金属矿采选业	+0.1	-0.1	-0.3	-0.5	+0.4	+0.1	+0.4	-0.6	-0.1	-0.3	-0.3	+0.1	-0.3
石油、煤炭及其他燃料加工业	+8.4	+3.5	+6.0	+1.9	0.0	+16.4	+5.8	+0.4	2.5	+0.6	+1.3	-0.5	-0.8
黑色金属冶炼及压延加工业	+0.2	+0.9	+0.8	+0.4	+1.2	+0.6	+0.3	+0.1	+0.2	-0.1	+0.5	+0.7	+0.2
有色金属冶炼及压延加工业	+1.5	+0.8	+1.7	-0.1	+1.1	+0.2	+1.0	+4.6	+5.2	+2.8	+2.1	+2.4	+1.2
化学原料及化学制品制造业	+2.4	-0.1	+2.6	+2.0	+2.0	+8.3	+3.6	+1.3	+0.6	0.0	+0.6	+0.6	-0.4
化学纤维制造业	+2.1	+0.4	+0.3	+0.8	+1.5	+5.6	+3.4	+0.6	+0.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.2
橡胶和塑料制品业	+0.2	-0.3	-0.4	+0.5	+1.5	+1.7	+0.6	-0.3	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4
金属制品业	+0.1	-0.1	-0.2	+0.4	+0.1	0.0	+0.3	+0.3	+0.3	+0.2	0.0	0.0	0.0
非金属矿物制品业	+0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	+0.1	0.0	+0.1	-0.4
通用设备制造业	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.0	0.0	+0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0
汽车制造业	-0.2	-0.1	-0.4	0.0	0.2	+0.1	-0.5	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.5
计算机、通信和其他电子设备制造业	+0.4	+0.6	+0.6	+0.7	+0.6	+0.6	+0.7	+0.6	+0.5	-0.1	+0.1	+0.1	-0.2
医药制造业	0.0	-0.2	0.0	-0.1	-0.4	-0.4	-0.1	-0.6	-0.9	-0.2	-0.4	-0.2	-0.4
农副食品加工业	+0.5	+0.1	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1	+0.2	+0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1
食品制造业	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	+0.2	+0.4	+0.2	-0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.3
酒、饮料和精制茶制造业	-0.1	-0.2	-0.1	+3.5	+1.0	-0.7	0.0	0.0	+1.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
烟草制品业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.1	0.0	+0.1	0.0	0.0
纺织业	+0.2	+0.1	-0.1	+0.2	+0.7	+0.7	+0.5	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.2
纺织服装、服饰业	+0.1	+0.2	-0.3	0.0	+0.2	-0.1	-0.2	-0.6	-0.5	+0.2	0.0	-0.1	0.0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	+0.1	-0.1	-0.2	-0.3	+0.5	-0.1
造纸及纸制品业	-0.4	-0.2	+0.9	+0.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.9	+1.7	+0.4	+1.4	+1.0	+0.5
印刷业和记录媒介的复制	0.0	+0.1	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0
电力、热力的生产和供应业	-0.2	+0.3	-0.5	-0.9	+0.3	-0.7	+1.4	+3.9	+0.1	+1.0	-0.2	-0.2	0.0
燃气生产和供应业	+0.9	-0.1	-0.2	+0.6	+2.2	+0.8	0.0	0.0	0.0	+1.2	+0.7	-0.5	-0.4
水的生产和供应业	0.0	+0.1	0.0	-0.6	+0.2	0.0	+0.2	-0.1	+0.1	0.0	+0.1	+0.1	0.0

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。

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：

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。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权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