

2025 年 07 月 26 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

“反内卷”行情将怎么演绎、如何配置

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周沪指继续延续上涨态势，连续第五周周 K 线上涨，并一度站上 3600 点重要整数关口，逼近本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛高点。以此趋势来看，突破或指日可待。结构上，“反内卷”政策持续推进，“反内卷”需求端重要配套工程落地，本周顺周期板块领涨。
- ◆ 我们通过复盘对比上一轮 2016 年至 2017 年的供给侧改革背景下的市场行业，尝试为本轮“反内卷”行情做推演。整体看，本轮“反内卷”政策与上一轮供给侧改革存在一定类似之处，但从政策背景和目的来看，二者又存在明显不同。上一轮供给侧结构性改革主要为解决传统制造领域存在的产能过剩问题，而本轮“反内卷”更多在打击恶性竞争降价。这导致政策涉及的产业范围和企业性质不同，本轮政策手段效果以及需求端配套政策级别或均弱于供给侧改革，预计“反内卷”行情或将演绎为弱化版的供给侧改革行情。
- ◆ 复盘上一轮供给侧改革产能去化资源品的 A 股行情，行情起点的确认经历三个阶段：预期改善、价格验证、ROE 验证。初期，产能去化政策为市场形成减产预期，商品市场率先反应，但股票市场情绪尚未被扭转。第二阶段，商品价格上升，但此时披露数据显示资源品 ROE 尚未筑底，A 股资源品走势跟随商品市场价格持续反弹而上涨，但随后或因 ROE 未能验证而震荡。第三阶段，ROE 拐点到来，商品价格、产业盈利能力同步改善，A 股对应的板块大行情随之启动。
- ◆ 或因市场学习效应，本轮“反内卷”行情直接调入第二阶段即 ROE 尚未验证，但股价和商品价格已同步上涨阶段。后续，若近一个季

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	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@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：《政策和基本面共同提振市场预期，经济转型牛主升浪或已启动》

中航策略周报：《经济转型牛持续，军工和资源品有望成为三季度市场主线》

中航策略周报：《弱美元周期进程提速，经济转型牛主升浪渐进》

中航策略周报：《经济转型牛主升浪尝试破茧》

中航策略周报：《“高低切”下，把握好市场节奏》

中航策略周报：《外部动荡或将加剧，中国资产稳定性优势凸显》

股市有风险 入市需谨慎

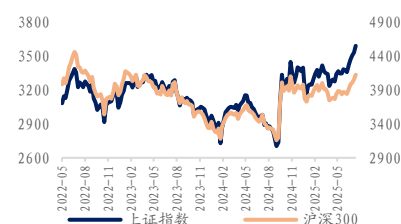
中航证券研究所发布 证券研究报告

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

度 ROE 不能及时验证或对行情有一定干扰，但一旦 ROE 验证后，相关受益板块有望迎来更大的行情。

市场走势：



- ◆ 根据“反内卷”政策目的，我们筛选产能利用率低、盈利水平低的同时却还在扩产能的行业，预计这些行业相对更受益于“反内卷”政策。结果显示，钢铁、煤炭、橡胶、玻璃等传统上游行业，设备、造纸等传统制造业，家用电器等传统消费行业，半导体、电子、军工等部分技术密集型产业的产能周期改善或将更为受益。
- ◆ 根据 2025 年基金二季报，在万得全 A 二季度上涨 3.86% 的背景下，主动偏股型基金规模有所回落，基金净值与基金份额均出现下滑，分别较一季度下行 2.39% 和 0.52%。从基金发行情况上来看，二季度主动偏股型基金的发行份额较一季度明显改善。二季度主动偏股型基金股票仓位延续小幅回升，但 A 股仓位继续回落，机构在配置上对港股的青睐或仍在上升。主动偏股型基金二季度加仓最多的申万一级行业为通信、银行、国防军工，减仓最多的行业为食品饮料、汽车、电力设备，通信、汽车、电子、国防军工持仓处于历史较高水平。超配角度看，电子再次为超配第一的行业，且超配比例依旧远多其他行业，非银金融为第一大低配行业。
- ◆ 继续强调“大军工”及新质新域领域为传统军工行业带来的市场增量及估值空间的提升。尤其是“大军工”方面，随着政策、技术、资本等众多方面的支持，低空经济、商业航天等领域在“十五五”期间内，将开始进行从“1”到“100”的快速发展。

投资建议：

- ◆ 往后看，政策面和基本面共同提振了资本市场预期，“经济转型牛”的主升浪或已启动，后续人工智能、军工、资源品、创新药等主线或将轮动式领涨，关注反内卷政策进展和 7 月政治局会议政策线索。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（1.67%）、深证成指（2.33%）、沪深 300（1.69%）、科创 50（4.63%）、创业板指（2.76%）、中证 500（3.28%）、中证 1000（2.36%），均表现较强。行业风格上，周期风格表现较强，上涨 3.51%。分行业来看，申万一级行业中建筑材料、煤炭、钢铁表现较强，分别上涨 8.20%、7.98%、7.67%；银行、通信、公用事业表现较弱，分别下跌 2.87%、0.77%、0.27%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 18486.97 亿元，较上周增加 3024.77 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 20.75 倍，较上周上涨 1.65%。

正文：

本周沪指继续延续上涨态势，连续第五周周 K 线上涨，并一度站上 3600 点重要整数关口，逼近本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛高点。以此趋势来看，突破或指日可待。

结构上，“反内卷”政策持续推进，“反内卷”需求端重要配套工程落地，本周顺周期板块领涨。7 月 19 日，李强总理宣布雅鲁藏布江下游水电工程正式开工，总投资约 1.2 万亿。7 月 24 日，国家发展改革委、市场监管总局研究起草了《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》，完善政府定价相关内容；进一步明确不正当价格行为认定标准；完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争；健全价格违法行为法律责任。同时，多个行业先后出台“反内卷”政策或组织召开座谈会，涉及行业持续增加，“反内卷”已成为市场主线。

我们通过复盘对比上一轮 2016 年至 2017 年的供给侧改革背景下的市场行业，尝试为本轮“反内卷”行情做推演。

整体看，本轮“反内卷”政策与上一轮供给侧改革存在一定类似之处，但从政策背景和目的来看，二者又存在明显不同。上一轮供给侧结构性改革主要为解决传统制造领域存在的产能过剩问题，而本轮“反内卷”更多在打击恶性竞争降价。这导致政策涉及的产业范围和企业性质不同，本轮政策手段效果以及需求端配套政策级别或均弱于供给侧改革，预计“反内卷”行情或将演绎为弱化版的供给侧改革行情。

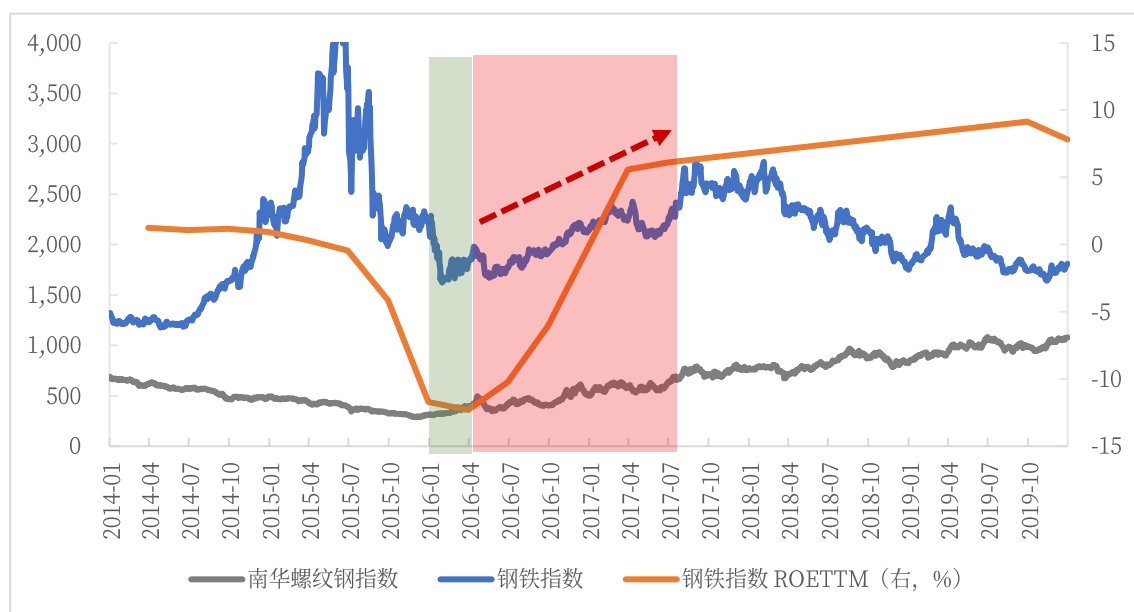
上一轮供给侧结构性改革主要为解决传统制造领域存在的产能过剩问题，因此涉及的产业主要包括钢铁、煤炭等传统上游行业。这些行业存在大量的央国企性质企业，因此直接下达行政政策，如 2016 年 2 月的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，可以有效地实现政策目的。而本轮“反内卷”更多在打击恶性竞争降价，因此涉及的产业更广，既包括传统上游行业，还包括中下游的光伏、新能源车、外卖等行业。涉及的行业中存在多个以民营企业为主的行业，因此本轮政策手段或还包括监管部门约谈、提升行业标准倒闭产能出清以及行业自律组织协商调控等，预计效果或弱于上一轮。此外，需求端配套政策，供给侧改革期间政府

大力推进棚改工作，2016~2019 年四年间全国棚改总计完成投资超 6 万亿元。相比之下，本轮雅鲁藏布江下游水电工程总投资约 1.2 万亿，且建设周期长达 10 年，预计弱于当年的棚改对需求端的拉动效果。

复盘上一轮供给侧改革产能去化资源品的 A 股行情，行情起点的确认经历三个阶段：预期改善、价格验证、ROE 验证。15 年 11 月，在中央财经领导小组第十一次会议上，习近平总书记首提供给侧改革。2016 年起，相关政策自上而下逐步落地。钢铁、煤炭、玻璃等资源品都经历如下过程：初期，产能去化政策为市场形成减产预期，未来供给过剩问题有望改善，商品市场率先反应，但股票市场情绪尚未被扭转。随后第二阶段，供给收缩预期带动商品价格上升，但此时披露数据显示资源品 ROE 尚未筑底，一方面由于 ROE 的披露频率更低，另一方面传导至盈利能力需要时间，但下行幅度已大幅放缓甚至接近水平。但 A 股资源品走势先跟随商品市场价格持续反弹而上涨，但之后或因 ROE 未能验证而震荡。第三阶段，资源品 ROE 拐点到来，产业层面盈利能力得到验证，商品价格、产业盈利能力同步改善，A 股对应的资源品大行情随之启动。

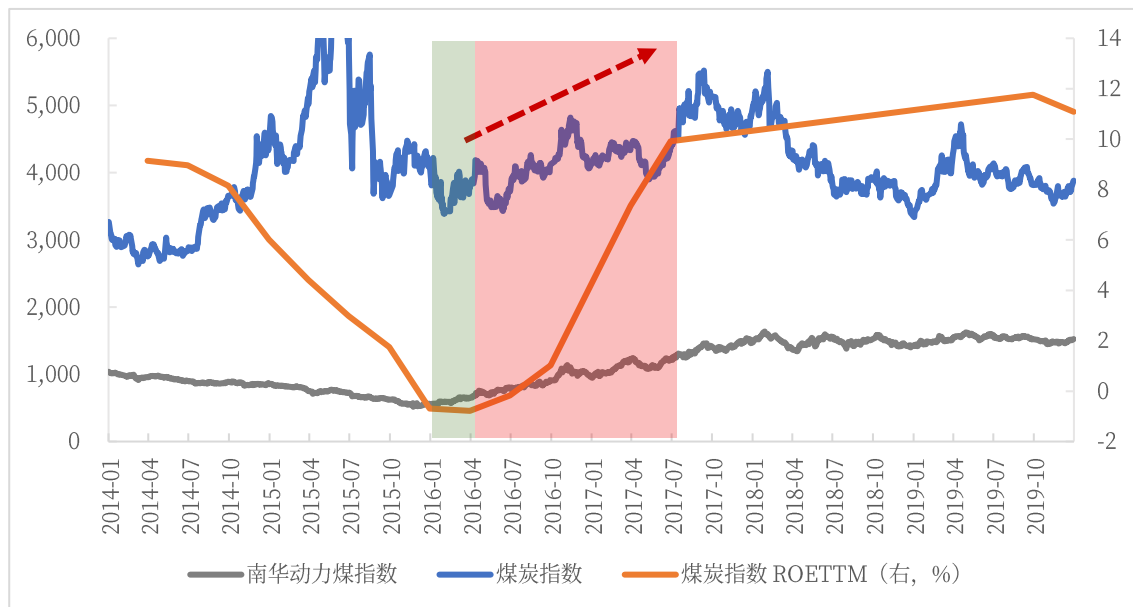
或因市场学习效应，本轮“反内卷”行情直接进入第二阶段即 ROE 尚未验证，但股价和商品价格已同步上涨阶段。后续，若近一个季度 ROE 不能及时验证或对行情有一定干扰，但一旦 ROE 验证后，相关受益板块有望迎来更大的行情。

图1 ROE 底部与螺纹钢价格指示钢铁行情起点（单位：点，%）



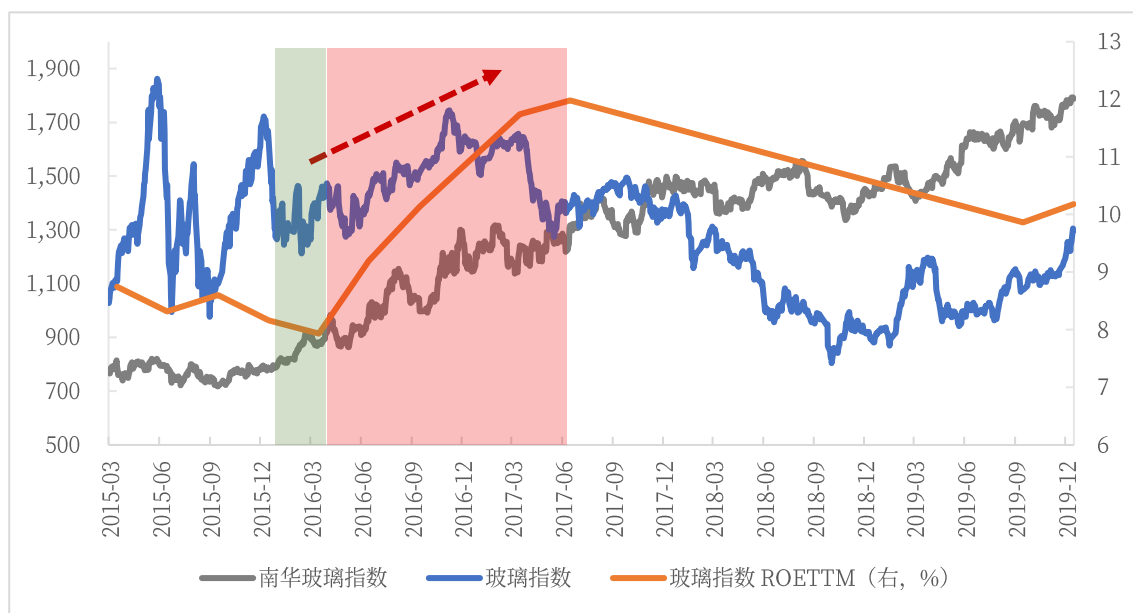
资料来源：Wind，中航证券研究所（注：万得钢铁指数；绿色阴影区间为商品市场价格上涨但 ROETTM 尚未修复，红色阴影区间为商品市场价格和 ROETTM 同步上涨）

图2 ROE 底部与动力煤价格指示煤炭行情起点 (单位: 点, %)



资料来源: Wind, 中航证券研究所 (注: 万得煤炭指数; 绿色阴影区间为商品市场价格上涨但 ROETM 尚未修复, 红色阴影区间为商品市场价格和 ROETM 同步上涨)

图3 ROE 底部与玻璃价格指数指示玻璃行情起点 (单位: 点, %)



资料来源: Wind, 中航证券研究所 (注: 万得玻璃指数; 绿色阴影区间为商品市场价格上涨但 ROETM 尚未修复, 红色阴影区间为商品市场价格和 ROETM 同步上涨)

根据“反内卷”政策目的, 我们筛选产能利用率低、盈利水平低的同时却还在扩产能的行业, 预计这些行业相对更受益于“反内卷”政策。结果显示, 钢铁、煤炭、橡胶、玻璃等传统上游行业, 设备、造纸等传统制造业, 家用电器等传统消费行业, 半导体、电子、军工等

部分技术密集型产业的产能周期改善或将更为受益。用三个指标给各申万二级行业打分，固定资产周转率十年历史百分位越低，产能利用率赋分越高；资本开支/折旧和摊销十年历史百分位越高，产能扩张赋分越高；ROE TTM 十年历史百分位越低，盈利能力赋分越高。筛选得到的申万二级行业中综合得分排名靠前的行业，包括此前供给侧改革侧重的传统上游行业如焦炭Ⅱ、冶钢原料、煤炭开采、橡胶、玻璃玻纤、装修建材、水泥、非金属材料Ⅱ等之外，还包括如环保设备Ⅱ、轨交设备Ⅱ、自动化设备、造纸等传统制造业，厨卫电器、小家电、服装家纺、饰品、饮料乳品、化妆品等传统消费行业，地面兵装Ⅱ、航天装备Ⅱ、航空装备Ⅱ、军工电子Ⅱ、半导体、光伏设备、软件开发等部分技术密集产业。

而上一轮供给侧改革聚焦的传统上游行业中，养殖业、普钢、特钢Ⅱ，综合得分位于有得分数据的 130 个申万二级行业中第 126、67、60，排名并不突出，显示其相关产业链实施产能去化已见成效，本轮反内卷对于产业利润能力的修复可期。

表1: 行业产能三维打分

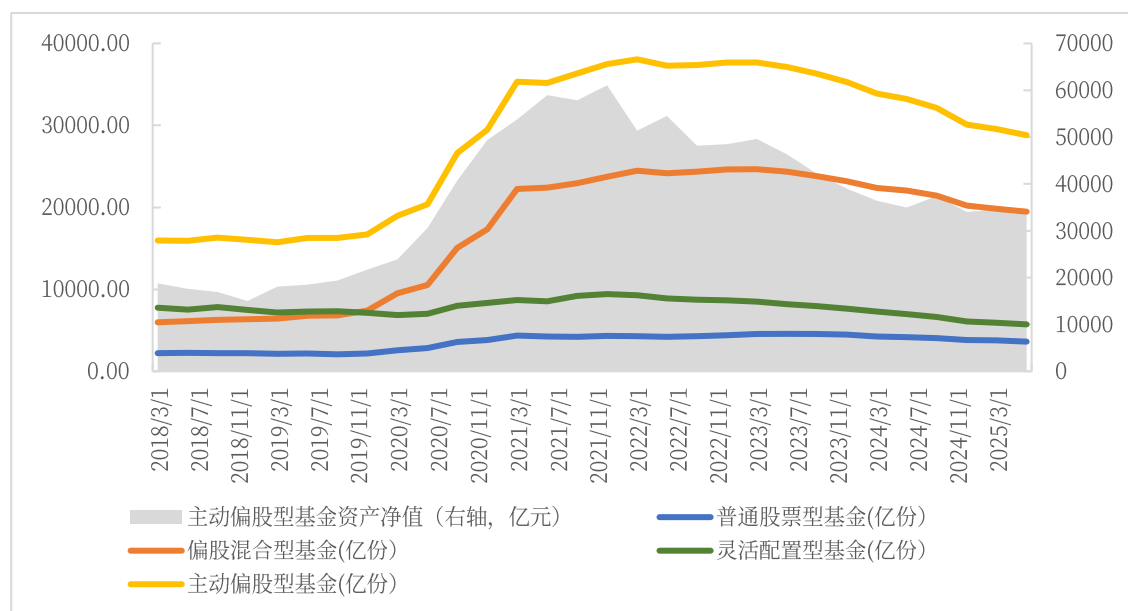
申万二级行业	产能利用率	产能扩张	盈利能力	综合得分↓
环保设备Ⅱ	107	125	108	340
厨卫电器	107	107	116	330
股份制银行Ⅱ	107	90	116	313
造纸	63	119	116	298
地面兵装Ⅱ	107	71	116	294
国有大型银行Ⅱ	84	83	116	283
渔业	73	121	89	283
焦炭Ⅱ	107	90	75	272
冶钢原料	84	121	66	271
汽车服务	107	96	66	269
林业Ⅱ	98	66	99	263
化学制品	107	71	85	263
航天装备Ⅱ	107	71	85	263
小家电	40	107	111	258
电子化学品Ⅱ	107	42	106	255
煤炭开采	84	125	44	253
航空装备Ⅱ	84	100	68	252
多元金融	73	100	75	248
轨交设备Ⅱ	73	125	49	247
半导体	98	94	54	246
服装家纺	107	49	89	245
出版	107	49	85	241
饰品	84	121	32	237
自动化设备	40	111	85	236
饮料乳品	107	17	111	235
橡胶	63	103	69	235
军工电子Ⅱ	107	36	89	232
玻璃玻纤	63	58	111	232
装修建材	98	17	116	231
化妆品	107	49	75	231
包装印刷	73	66	89	228

医疗器械	107	1	116	224
水泥	40	83	99	222
光伏设备	73	28	116	217
动物保健 II	107	1	108	216
化学原料	63	103	50	216
医药商业	98	1	116	215
非金属材料 II	98	36	81	215
食品加工	107	17	89	213
软件开发	73	28	111	212

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：申万二级行业；固定资产周转率 2015Q1-2025Q1 百分位越低，产能利用率赋分越高；资本开支/折旧和摊销 2015Q1-2024Q4 百分位越高，产能扩张赋分越高；ROE TTM 2015Q1-2025Q1 百分位越低，盈利能力赋分越高）

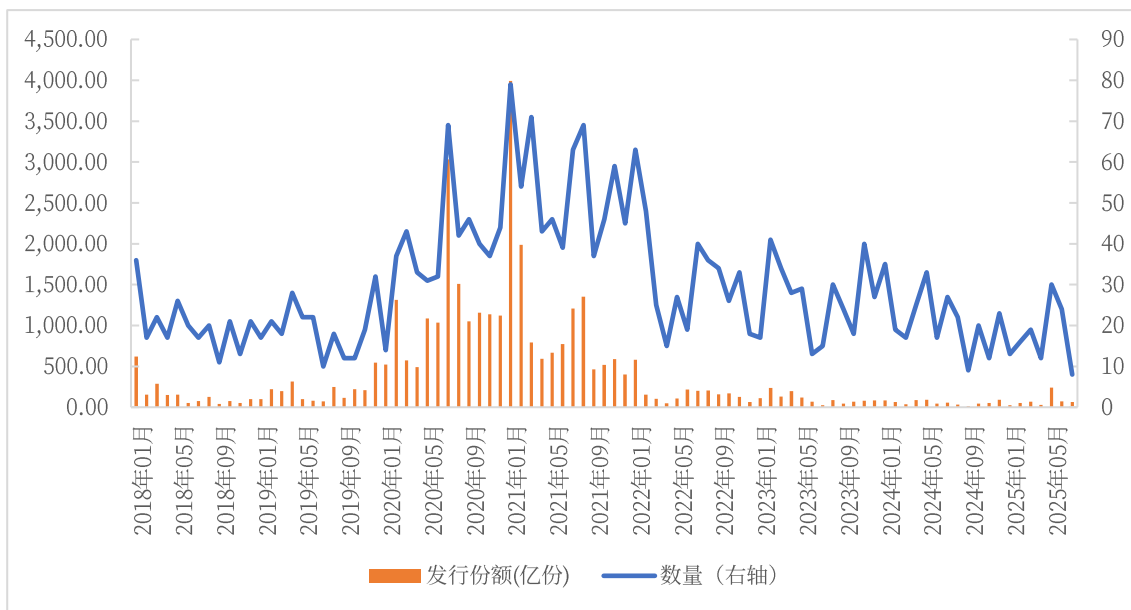
根据 2025 年基金二季度报，在万得全 A 二季度上涨 3.86% 的背景下，主动偏股型基金规模有所回落，基金净值与基金份额均出现下滑，分别较一季度下行 2.39% 和 0.52%。从基金发行情况上来看，二季度主动偏股型基金的发行份额较一季度明显改善。从二季度基金发行节奏看，或受“对等关税”升级与缓和节奏对市场情绪的影响，4 月基金发行数量、份额均表现低迷，5 月市场情绪明显升温，当月基金发行份额高达 239.1 亿份，并拉动二季度基金发行份额整体大幅改善。此后 6 月，基金发行速度虽较 5 月有所回落，但数量和份额仍远高于一季度水平，或显示市场信心已逐步回暖。最新的 7 月数据截至 7 月 24 日，或因统计时间尚不完整，因此目前 7 月数据明显回落。

图4 主动偏股型基金规模情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主动偏股型基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）

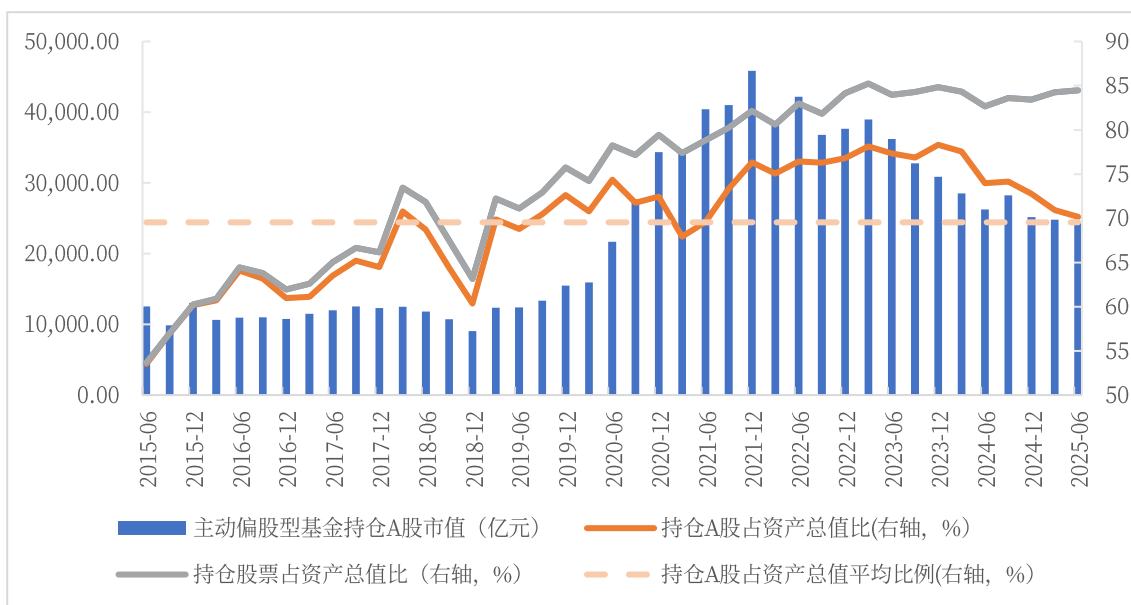
图5 主动偏股型基金发行情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：以认购起始日为统计口径，7月数据截至7月24日）

二季度主动偏股型基金股票仓位延续小幅回升，但A股仓位继续回落，机构在配置上对港股的青睐或仍在上升。截至7月24日，2025年主动偏股型基金二季度股票仓位相较2025年一季度有所上升，主动偏股型基金股票市值在资产总值中的占比达84.46%，相较于2025年一季度的84.25%有所上升，自2024年二季度以来整体呈现趋势性上行；但其中A股市值在资产总值中的占比延续小幅回落至70.18%，虽仍略高于历史十年平均水平，但已经位于2021年三季度末以来的最低值。

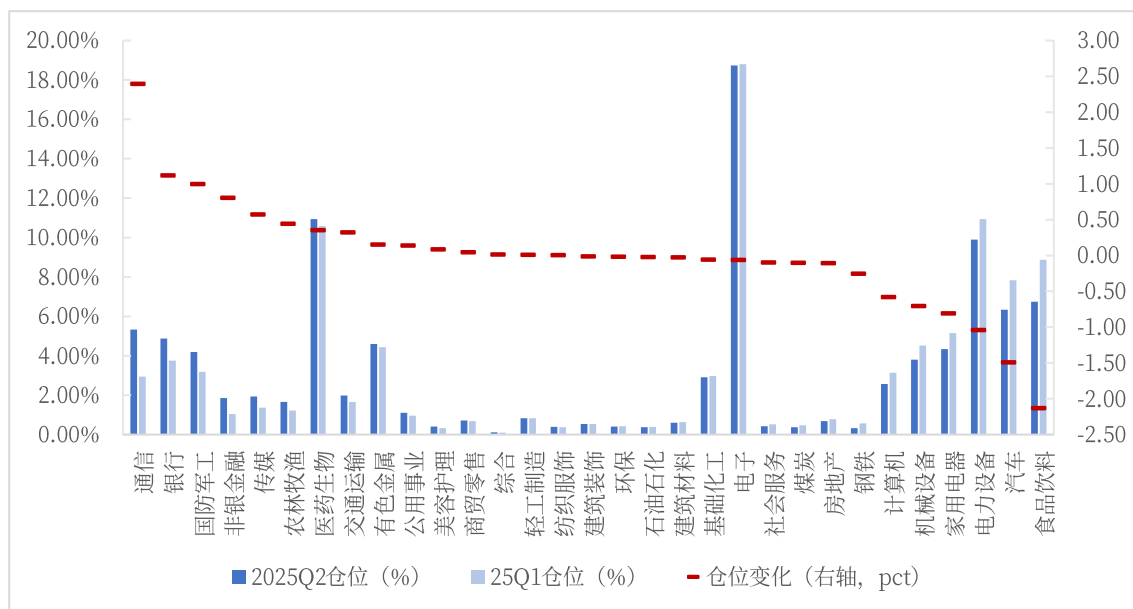
图6 2025Q2主动偏股型基金股票仓位回升但A股仓位延续小幅回落



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

根据 2025 年主动偏股型基金二季报，截至 2025 年 7 月 24 日，加仓最多的申万一级行业为通信、银行、国防军工，较 2025 年一季度分别增加 2.40pcts、1.12pcts、1.00pcts；减仓最多的行业为食品饮料、汽车、电力设备，三个行业较 25 年一季度分别减少 2.13pcts、1.49pcts、1.04pcts。从持仓比例历史分位数看，2025 二季度通信、汽车、电子、国防军工处于历史较高水平。超配角度看，电子再次为超配第一的行业，且超配比例依旧远多其他行业，非银金融为第一大低配行业；通信为第一大超配增配行业，环比增配 2.19pct，食品饮料为第一大超配减配行业，环比减配 1.61pct。而多数行业在二季度配置比例较行业自由流通市值占比处于低配状态，低配比例前三的行业为非银金融、计算机、银行。从边际变化来看，基金持仓显示前三大超配比例增加行业为，通信、非银金融、国防军工，增加比例分别为 2.19pcts、0.69pcts、0.67pcts；前三大低配比例增加行业为食品饮料、汽车、电力设备，降低比例分别为 1.61pcts、1.26pcts、0.84pcts。

图7 重仓股 2025Q2、2025Q1 主动偏股型基金行业仓位变化（单位：%、pct）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理



表2: 重仓股 2025Q2、2025Q1 主动偏股型基金行业超配情况 (单位: %, pct)

行业	主动偏股基金超低配比例		超配比例变动 ↓ (pct)	主动偏股基金配置比例		配置比例变动 (pct)	25Q2配置比例历史分位数
	2025Q1	2025Q2		2025Q1	2025Q2		
通信	-0.12%	2.07%	2.19	2.94%	5.34%	2.40	100.00%
非银金融	-5.54%	-4.85%	0.69	1.04%	1.85%	0.81	40.54%
国防军工	0.39%	1.06%	0.67	3.19%	4.19%	1.00	94.59%
银行	-3.43%	-2.94%	0.49	3.75%	4.87%	1.12	67.56%
传媒	-0.71%	-0.23%	0.48	1.36%	1.93%	0.57	48.64%
农林牧渔	-0.20%	0.14%	0.34	1.21%	1.66%	0.44	54.05%
交通运输	-1.05%	-0.72%	0.33	1.66%	1.99%	0.33	54.05%
医药生物	3.06%	3.29%	0.23	10.58%	10.94%	0.35	16.21%
公用事业	-1.92%	-1.79%	0.13	0.97%	1.11%	0.14	62.16%
电子	7.41%	7.49%	0.09	18.80%	18.74%	-0.06	97.29%
有色金属	0.47%	0.54%	0.07	4.44%	4.60%	0.15	83.78%
美容护理	-0.01%	0.06%	0.07	0.32%	0.41%	0.09	81.08%
商贸零售	-0.41%	-0.39%	0.02	0.68%	0.72%	0.05	29.72%
建筑材料	-0.17%	-0.16%	0.01	0.63%	0.60%	-0.03	16.21%
综合	-0.05%	-0.04%	0.01	0.10%	0.12%	0.02	40.54%
石油石化	-0.84%	-0.83%	0.01	0.40%	0.38%	-0.02	27.02%
纺织服饰	-0.24%	-0.25%	-0.01	0.38%	0.39%	0.01	45.94%
环保	-0.50%	-0.51%	-0.02	0.42%	0.41%	-0.01	64.86%
轻工制造	-0.09%	-0.12%	-0.03	0.82%	0.83%	0.01	35.13%
建筑装饰	-1.24%	-1.27%	-0.03	0.54%	0.53%	-0.01	32.43%
煤炭	-0.62%	-0.66%	-0.04	0.47%	0.37%	-0.10	35.13%
房地产	-0.49%	-0.53%	-0.04	0.79%	0.68%	-0.10	0.00%
社会服务	-0.13%	-0.20%	-0.07	0.51%	0.42%	-0.10	5.40%
基础化工	-1.27%	-1.37%	-0.10	2.97%	2.92%	-0.06	18.91%
钢铁	-0.28%	-0.45%	-0.17	0.57%	0.32%	-0.25	43.24%
计算机	-3.03%	-3.53%	-0.50	3.14%	2.56%	-0.58	5.40%
机械设备	-1.13%	-1.67%	-0.54	4.51%	3.81%	-0.71	59.45%
家用电器	2.43%	1.85%	-0.58	5.15%	4.35%	-0.80	54.05%
电力设备	3.24%	2.40%	-0.84	10.94%	9.90%	-1.04	56.75%
汽车	2.92%	1.67%	-1.26	7.83%	6.34%	-1.49	97.29%
食品饮料	3.53%	1.91%	-1.61	8.87%	6.74%	-2.13	13.51%

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 超配比例为主动偏股型基金行业配置比例相对 6 月 30 日申万一级行业自由流通市值占比差值)

中航证券军工组观点, 近期, 军贸、海外低空经济、军事智能化、商业航天等概念股迎来大幅上涨, 多个股票如中航沈飞, 海外企业 JOBY、PALANTIER、AST SpaceMobile、Rocket Lab 等均创下历史新高。

在此, 我们继续强调“大军工”及新质新域领域为传统军工行业带来的市场增量及估值空间的提升。尤其是“大军工”方面, 随着政策、技术、资本等众多方面的支持, 低空经济、商业航天等领域在“十五五”期间内, 将开始进行从“1”到“100”的快速发展。

军贸领域, 在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下, 叠加我国国产替代能力的提升, 军贸市场有望持续成为我国军工行业持续高增长的加速度来源。低空经济领域, 试飞商业进展积极叠加产能扩张预期, 带动国内外低空经济发展步入发展“高速路”。商业航天领域, 在政策端、资金端与产业端三个维度也已经迎来大量边际变化。行业已具有一定规模或仍在快速发展阶段。军事智能化领域, 正成为世界主要国家今后一个时期军事技术的发展趋势与重点。

投资建议：

往后看，政策面和基本面共同提振了资本市场预期，“经济转型牛”的主升浪或已启动，后续人工智能、军工、资源品、创新药等主线或将轮动式领涨，关注反内卷政策进展和 7 月政治局会议政策线索。

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, liyuqi@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。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