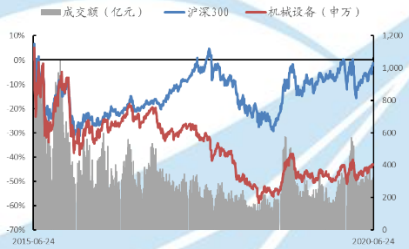
中航证券金融研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：刘庆东
证券执业证书号：S0640520030001
邮箱：liuqd@avicsec.com

机械行业周报：《2020 年能源工作指导意见》印发，我国加大油气上游开发力度决心不变

行业分类：机械　　2020 年 6 月 27 日

行业投资评级	中性
基础数据（2020.06.26）	
申万机械指数	1217.47
周涨跌幅	-0.28%
申万机械行业 PE	28.44
申万机械行业 PB	2.17

近五年机械行业指数走势



资料来源：wind，中航证券金融研究所

近五年机械行业 PE-band



资料来源：wind，中航证券金融研究所

➢ 本周行情：

本周机械指数(-0.28%)，行业排名(16/28)；上证综指(+0.40%)、深证成指(+1.25%)、创业板指(+2.72%)、中小板指(+1.98%)。

本周涨幅前五：至纯科技（+24.88%）、蓝英装备（+22.32%）、天业通联（+17.02%）、华伍股份（+14.92%）、玉龙股份（+14.74%）；

本周跌幅前五：中亚股份（-11.72%）、*ST 沈机（-10.47%）、银都股份（-9.27%）、融捷股份（-7.61%）、豫金刚石（-7.43%）。

重大事件：

2020 年 6 月 22 日，国家能源局印发《2020 年能源工作指导意见》，其中，供应保障方面目标为：石油产量约 1.93 亿吨，天然气产量约 1810 亿立方米，非化石能源发电装机达到 9 亿千瓦左右。

国铁集团 6 月 22 日发布数据，前 5 个月铁路固定资产投资完成 2214.42 亿元，同比增速下降幅度收窄至-1.33%。

2020 年 6 月 23 日，交通运输部新闻发言人孙文剑在例行新闻发布会上表示，今年前 5 个月，交通固定资产投资完成 10223 亿元，同比增长 0.9%。

2020 年 6 月 23 日，交通运输部公布《2020 年交通运输固定资产投资计划（第二批）》，将有关项目和资金安排情况进行公开。其中投资计划（第二批）项目有 183 项，合计 265.6738 亿元；“农村公路路网改善工程分省资金规模”（四好农村路示范县奖励资金）合计 8.3 亿元。

重点关注子行业：

- **工程机械：5 月挖掘机销量继续同比大增，预计 6 月挖掘机销量继续同比增长，全年挖掘机销量有望较 19 年增长 10%以上。逆周期调节托底+排放标准升级+工程领域机器替代人工+海外市场拓展+龙头企业份额提升+疫情影响工期被动压缩预期下，对头部企业业绩不应悲观。**
- 观点：

疫情之下，工程机械整个一季度销量受到了一定影响，1 月和 2 月分别同比较去年下降 15.4%和 50.50%，但 3 月开始因疫情影响的逐渐消退，挖掘及销售开始反弹，挖掘机销量同比增 11.59%，4 月和 5 月挖机

股市有风险　入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

销量更是连续两个月较去年同比增 50%以上，表明了行业已经彻底走出疫情阴影，迎来了受疫情影响较正常时间有所推后的销售旺季，预计 6 月工程机械销售大概率继续同比大增。我们预计，2020 年挖掘机全年销量仍有望较 19 年增长 10%以上。总体上，在以下六个因素的作用下，2020 年工程机械行业的总体业绩无需悲观：1，逆周期调节托底行业需求，尤其今年一季度经济受疫情影响表现不佳，政府有充足的意愿在今年剩余时间内加大基建投资力度。2，国四排放标准开始执行后，将有利于老机型汰换，从而为工程机械提供额外需求。以挖掘机为例，目前市场保有挖机 150 万台，其中国二及以下设备超 50 万台，随着环保要求下排放标准提高，换机需求有望为工程机械企业新机销售注入额外拉动力。3，随着我国老龄化加剧、劳动力成本不断上升，出于成本考虑，农村、市政等基建以机器替代人工的趋势将持续，从而促进挖掘机、尤其是小型挖机的销售。4，头部工程机械企业“出海”参与全球竞争，对海外市场的拓展将为其销量增长提供额外的支撑。5、疫情耽误了工期，使得同样的工程目标工期被动压缩，对工程机械的需求或有增加。6，随着国内市场竞争加剧，头部挖掘机企业有望凭借品牌、渠道和产品性能优势持续提高市场份额，业绩有望超越行业整体表现。我们推荐关注头部工程机械企业，如三一重工、徐工机械，重点推荐三一重工。

动态数据解读：

宏观方面：

虽然“财政赤字货币化”并未出现，但政府工作报告指出，今年积极的财政政策要更加积极有为，赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。相关的资金支持仍然利好今年包括工程机械在内的基建相关行业。总体来说，当前房地产调控仍然严格，制造业的周期相对较长，消费回暖仍需时间，相比之下，基建仍然是维持我国经济稳定的重要抓手。

今年前 5 个月，全国固定资产投资（不含农户）199194 亿元，同比下降 6.3%，降幅比 1—4 月份收窄 4.0 个百分点。基建投资方面：基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）前 5 个月同比下降 6.3%，降幅比 1—4 月份收窄 5.5 个百分点。房地产投资方面：房地产投资前 5 个月同比-1.8%，降幅较前 4 个月的-4.5%继续收窄。另外，在统计局数据之外，根据交通运输部公布数据，今年前 5 个月，交通固定资产投资完成 10223 亿元，同比增长 0.9%。根据国铁集团公布数据，今年前 5 个月铁路固定资产投资完成 2214.42 亿元，同比增速下降幅度收窄至-1.33%。总体来说，进入 3 月份后，基建及房地产投资增速持续环比改善，预计全年来看，新冠疫情对工程机械行业的影响有望被后续月份的高需求熨平。

从小松开工小时数来看，2020 年 5 月份中国小松挖掘机开工小时数达 147 小时，同比增长 3%，继 4 月同比增长 3.7%之后，继续实现正增长，达到了自 2018 年 10 月份以来的最高值。小松的开工小时数数据可以从另一方面表明我国目前基建的活跃度仍然较高、目前工程机械较高的销量存在着健康的需求支撑。同时我们也应注意到，除中国外，5 月日本小松挖掘机开工小时数为 47.7 小时，同比下降 1.9%；欧洲 5 月小松挖机开工小时数为 72.9 小时，同比下降 10.9%；北美 5 月小松挖机开工小时数为 63.6 小时，同比下降 15.1%，这与近几个月我国挖掘机出口量增速逐渐趋缓的趋势相一致，预计我国工程机械海外需求仍将持续受到疫情影响，但凭借国内市场，工程机械今年全年的高销量仍然有保障。

行业方面：

根据协会数据，5 月份挖掘机总销量达 31744 台，同比增长 68%，其中国内 29521 台，同比增长 76.3%；出口 2223 台，同比增长 3.3%。其中，小挖、中挖、大挖的销量分别为 17815、7559 和 4147 台，同比增长 83.7%、70.2%和 59.3%。今年前 5 月，挖掘机累计销量 145800 台，同比增长 19.4%。其中国内 134169 台，同比增长 19.3%；出口 9640 台，同比增长 20.7%。其中，小挖、中挖、大挖的销量分别为 84087、33478 和 16604 台，同比增长 23.7%、14.5%、9.1%。从 5 月挖机销售机构来看，小挖的销量同比增速高于中挖和大挖，表明市政和新农村建设领域的基建活跃程度高于房地产及矿山领域，预计小挖在 6 月挖机销售份额中继续提升。

从国内市场和出口市场两方面，总体看今年前五个月的挖机销售情况：1 月、2 月国内因疫情影响，挖掘机销量分别较去年同期下滑 23.5%和 60%，而向国外出口的挖掘机量因前两个月国外疫情尚未大规模爆发，分别同比增 35.3%和 62.5%，最终，因为出口挖机量占我国挖机销量的比例相对较小，前两个月挖机销

量出口的大增并未阻止我国挖机整体销量的下滑。3 月，国内挖机销量因疫情逐步得到控制，较去年同比增 11.24%，而挖机出口量因国外疫情的扩散开始受到影响，同比增 17.7%，低于 2 月。最终，国内国外共同作用下，3 月开始我国挖机总销量出现明显回暖，同比增 11.59%，一举超过去年挖机销量最多的 3 月。进入 4 月和 5 月，挖机出口量因国外疫情的持续扩散，分别仅同比增 1%和 3%，但国内因疫情基本得到控制和工期压缩等因素，挖机销量分别强劲增长 64.5%和 76.32%，最终，4 月和 5 月，在国内强劲销量的带动下，虽然出口销量不及预期，但 4 月、5 月我国挖机销量分别实现 59.9%和 68%的高增速。预计 6 月，即使挖机出口因国外疫情的影响出现同比下滑，也不会影响我国挖机在国内强劲需求带动下整体的高速增长。

此外，6 月 4 日，腾讯自选股邀请恒立液压管理层与投资人交流经营情况。恒立液压相关负责人表示，5 月各产品线排产创历史新高。6 月排产延续同比实现高双位数增长。恒立液压当前产能利用率仍处于饱和状态。以挖掘机油缸为例，为保障国内主机厂供应需求，恒立液压实施两班倒，每班 12 小时的生产方式。预计 6 月份公司各产品排产仍将延续 5 月份水平，挖机油缸需求或将超出市场预期。工程机械上游元器件厂商的高产能利用率也从另一方面证明工程机械行业目前良好的销售情况。

- **油服：多种因素导致的国际油价持续低迷下，全球石油企业削减开支，预计将对油服行业海外收入产生不利影响，但国内油气上游投资加大将长期持续：国家能源局最新印发的《2020 年能源工作指导意见》中，今年目标是石油产量同比增 1%、天然气产量同比增 2.7%。行业股价年初以来下跌较多，部分企业已经具有较好的安全边际**

观点：

全球经济下行、新冠疫情爆发及产油国之间的分歧几个因素的作用下，今年全球油价剧烈波动。4 月份纽约原油出现了“负油价”，5 月份则单月涨幅高达 85%。虽然油价目前或仍然处于短期上升同通道中，但随着产油国减产的效果边际减弱，在全球原油需求不振的基本面因素下，全年油价低迷仍然是大概率事件。低迷的油价下，今年全球石油勘探支出较大幅度下滑已经基本是确定性事件，预计将对全球油服行业今年的收入产生较大不利影响。其中，预计对美国页岩油冲击最大，其对油服的需求将大幅降低，影响国内相关油服企业业务。国内方面，受油价低迷影响，三桶油均计划减少资本开支。但长期来看，支撑我国国内石油服务持续需求的因素仍然存在：国际贸易摩擦加剧之下，我国油气过度依赖国际贸易的局面亟待改善，由此催生的油气上游勘探开发及管网建设需求具有较强刚性。国家能源局 6 月 22 日印发的《2020 年能源工作指导意见》中，今年供应保障方面目标为：石油产量约 1.93 亿吨，同比增 1%，天然气产量约 1810 亿立方米，同比增 2.7%。低迷油价下，三桶油长期上在勘探开放领域加大投入的趋势是不变的，国内油气服务的长期需求增长具有较强刚性。

结合国内油气勘探开支预期以及公司自身质地，我们重点推荐杰瑞股份和中海油服。杰瑞股份方面：公司 19 年实现营业收入 69.25 亿元，同比增 50.66%，实现归母净利 13.61 亿元，同比增 121.16%。20Q1，公司实现营业收入 13.54 亿元，同比增 33.84%，归母净利 2.23 亿元，同比增 102.32%。虽然全球油价持续低迷导致市场对公司预期出现悲观情绪，但是我们认为：1，公司海外收入中，以俄罗斯、中亚及中东地区为主，目前沙特和罗斯均表示增产，对公司业务无负面影响。美国页岩油投资的大幅下滑，虽然可能影响公司北美地区设备销售，但主要是拖慢了公司市场开拓进度，即使在悲观预期下北美收入大幅下滑，由于占公司总收入比例较小，负面影响也比较有限。2，公司具有技术优势，在国内油气勘探维持较大强度的情况下，国内业绩预计保持稳定增长。目前，公司推出回购计划，彰显了信心。年初至今公司股价已经下跌较多，安全边际显现，具备了一定的配置价值。中海油服方面：2019 年，公司实现营收 311.35 亿元，同比增 41.87%，归母净利润 25.02 亿元，同比增 3434.12%。20Q1，公司实现营收 81.68 亿元，同比增 38.27%，归母净利润 11.39 亿元，同比增 3581.30%。公司是我国海洋石油服务的领先企业，市场占有率极高，竞争力也在 14 年油价下滑以来经受住了考验。虽然在油价低迷下可能会损失部分海外收入，但考虑到 17 年以来公司海外收入占比一直低于 30%，且毛利一直为负，并非为公司贡献利润的主要地区，因此公司在部分削减海外业务，同时提升国内业务盈利能力的情况下，收益仍有基本保障，业绩不应过分悲观。

动态数据解读：

继上周止跌回升后，本周国际油价整体微跌。布兰特原油本周下跌 1%。美国原油(WTI)本周下跌 1.6%。其中，供给方面并没有巨大的基本面变化。在需求上，虽然全球经济出现的一些好转迹象，但美国加利福尼亚州、德克萨斯州和佛罗里达州新增病例数均急剧上升，同时德克萨斯州州长宣布该州经济重启计划暂停，使得市场担心原油需求不及预期，从而对原油价格产生扰动。展望未来几个月，只要石油生产国能坚持统一的减产计划，同时全球经济继续稳步复苏，国际油价虽然大概率仍然全年低迷，但跌到前期低点的可能性较小。

对全球石油服务行业来说：据路透社 6 月 3 日报道，目前全球待售油气资产可采储量中，液体燃料储量超过 50 亿桶和天然气储量超过 75 亿桶，很多项目是石油巨头们在需求骤降造成油价暴跌之后决定出售的，不包括自去年四季度以来宣布的非常规资产和美国境内资产。这表明在当前低油价态势下，石油巨头纷纷削减勘探开发成本，相关成本的削减对全球油服行业的收入预计将产生较大冲击；IEA 在 5 月 27 日发布的能源投资报告中称，在世界大部分地区的经济陷入停滞后，预计石油和天然气行业的投资将减少 32%，即近 2500 亿美元。全球油服行业今年面临着考验；近日咨询公司 Rystad 能源表示，今年由于油田服务需求将下降 25%，油服领域的支出预计为 4810 亿美元，虽将在 2021 年迈出复苏的第一步，预计复苏速度仅为 2%左右。从 2021 年开始，油服领域业务的复苏并不会在所有细分市场都可以见到。如果将油服领域细分为 6 个板块——运营和维护、采油工程和物资供应、钻井承包、水下生产系统、工程总包（EPCI）与地震勘探——2021 年只有前 3 个领域能够实现增长。后 3 个领域必须准备好迎接又一年的收入下降，才能期待业绩改善。油井服务和压力泵市场将首先出现提振，而其他市场会在进一步低迷后才能复苏。

对国内油服需求来说：国家能源局 6 月 22 日印发的《2020 年能源工作指导意见》中，今年供应保障方面目标为：石油产量约 1.93 亿吨，同比增 1%，天然气产量约 1810 亿立方米，同比增 2.7%。《意见》再次表示要加大油气勘探开发力度，大力提升油气勘探开发力度保障能源安全，狠抓主要目标任务落地，进一步巩固增储上产良好态势。这表明我国在较长的时间内，持续推动国内油气上游勘探开发力度的决心是不变的。此前，面对低迷的油价，“三桶油”均调整了 2020 年的资本支出计划。中石油较原本预算的 2950 亿元人民币下调 30%至 2000 亿元；中石化宣布资本支出计划较 2019 年的实际资本支出额 1470 亿元下调 20%-25%；中海油调整后的资本支出计划较原本预算的 850-950 亿元下降 11%，至 750-850 亿元。综合此前“三桶油”关于持续推进“七年行动计划”的表态与此次的《2020 年能源工作指导意见》，预计今年削减的资本开支与下降的石油产量将主要来自国外项目，国内上游勘探开发支出将仍然有基本保障，国内油服市场需求或不会出现其他国家那样的短期大幅下滑局面。

- **轨交：疫情影响下，轨交建设工期或推后，进而导致轨交设备采购延后，但轨交设备需求计划性较强，预计确定性的交通规划兜底+逆周期调节下中央和地方政府大概率加大轨交投入下，行业的业绩有基本保障，综合考虑推荐轨交后周期板块**

观点：

我们认为疫情或导致轨交项目建设工期延后，但考虑到目前疫情高峰已过，全国全面正常开工持续，预计全年整体影响有限。轨交作为典型逆周期行业，其投资取决于中央和地方政府的规划和意志。4 月 13 日，国铁集团全路工作会议透露，上半年铁路基建投资完成要超过 2019 年同期。6 月 22 日国铁集团最新数据表明，今年前 5 个月，全国铁路固定资产投资同比增速下降幅度收窄至-1.33%，对比 2020 年一季度受疫情影响同比下降 21.01%的幅度，显示出当前铁路固定资产投资增速恢复迅速。参考历史经验，我们认为，在经济下行，国家需要基建支撑经济的时刻，全年铁路投资存在超预期的可能。城轨方面，19 年我国新增城轨运营线路共计 968.77 公里，再创历史新高，使得我国目前 40 个开通城轨交通运营线路的城市运营里程合计达到 6730.27 公里。相比国铁，城轨领域的投资增长更加迅速。今年以来，城轨项目审批明显提速，相比 2019 年全年 4 座城市的批复，2020 年一季度即批复了 3 座城市建设规划。

综合考虑，我们推荐关注轨交后周期板块。重点推荐受益于铁路存量增大以及城轨存量增大的轨交运营维保平台型公司神州高铁。公司是目前中国唯一一家车辆、线路、信号、供电、站场五大专业运营维保

装备全产业链平台布局企业，占据轨交后市场优势赛道，且公司是国投集团旗下企业，股东背景优势突出。2019 年，公司实现营业收入 32.20 亿元，同比增长 25.55%；实现归母净利 4.34 亿元，同比增 33.63%，扣非后 3.42 亿元，同比增 4.53%。其中，原谱系化设备实现收入 25.30 亿元，占比 78.58%；新智能化装备实现收入 3.11 亿元，占比 9.67%；维保服务业务，实现收入 2.85 元，占比 8.84%；教育培训、租赁等其他业务实现收入 0.94 亿元，占比 2.91%。20Q1，公司实现营收 1.19 亿元，归母净利-1.08 亿元，同比下跌 1021.70%，扣非后为-1.10 亿元，同比下跌 1152.81%，主要系新冠肺炎疫情在全球暴发，国内外大量轨道交通项目受到严重影响。随着我国铁路和城轨运营里程加大，轨道交通存量基础设施规模的不断增大，轨交运营维保规模将持续扩大，公司业绩成长空间较大。公司持续回购股份，2020 年 1 月 10 日届满。回购期间，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 64,417,663 股，占公司总股本的比例为 2.32%，最高成交价为 4.33 元/股，最低成交价为 3.32 元/股，成交总金额为 234,980,695 元（不含交易费用）。公司制定了以 18 年业绩为基础，20 年、21 年和 22 年营收增速不低于 40%、65%和 100%，净利润增速不低于 80%、130%和 210%的股权激励行权条件，彰显公司信心。公司的估值目前处在历史中低位。

动态数据解读：

两会的政府工作报告表示，2020 年将增加国家铁路建设资本金 1000 亿元，预算报告披露了相关细节。5 月 22 日提交全国人大审计的 2020 年预算报告显示，中央财政向中国国家铁路集团注资 500 亿元，支持发行 500 亿元铁路建设债券用作资本金，加大沿海干线高铁、城际铁路和沿江高铁项目建设力度。这一举措表明，在经济下行压力加大时，铁路投资仍然是基建投资发挥逆周期调节作用的重要着力点。今年轨交行业业绩有望得到进一步支撑。

铁路方面：受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度全国铁路固定资产投资同比下降 21%，固定资产投资额仅完成 799 亿元，降至 6 年来最低。但从 4 月开始，铁路投资降幅收窄，今年前 4 个月全国铁路固定资产投资完成 1477 亿元，同比下降 9%，其中，4 月单月全国铁路固定资产投资完成 678 亿元，同比增 10.90%，首次呈现单月增长态势。根据国铁集团 6 月 22 日最新数据，今年前 5 个全国铁路固定资产投资完成 2214.42 亿元，同比增速下降幅度进一步收窄至-1.33%，其中，5 月单月完成 736.94 亿元，同比增长 18.59%，继 4 月之后又一次实现单月增长。预计上半年铁路基建投资完成额，大概率实现 4 月 13 日国铁集团全路工作会议确定的超 2019 年同期的目标。

城轨方面：截止 2020 年 6 月 10 日，国家发改委上半年共批复 4 个城市轨道交通重大项目，包含深圳、合肥、徐州及厦门城市轨道交通建设规划，共计 20 条轨交线路，新批复项目里程达 280.49 公里，投资总额达 2306.17 亿元。据 RT 轨道交通统计，截止 2020 年 6 月 12 日，2020 年上半年中国城市轨道交通施工总承包招中投标项目数达到 15 个，涉及 5 座城市，12 条城市轨道交通线路，总投资超过 1037.45 亿元，其中总承包中标项目总投资超 514.92 亿元，招标项目总投资超 522.53 亿元。在今年经济下行的背景下，城轨建设有望成为各地方政府一系列“撑经济”举措的重要组成部分，对轨交装备将形成一定带动作用。

- **建议关注：**

三一重工（挖掘机、混凝土机械头部企业，实力强劲）；杰瑞股份（国内油服设备头部企业，充分受益七年行动计划，公司推出回购计划，彰显信心）；中海油服（我国海洋石油服务的领先企业，市场占有率极高，七年行动计划下长期受益明显）；神州高铁（轨交后市场平台型公司，有望成长为轨道交通“第三级”，前景广阔；公司持续回购股份、制定较高幅度增长的股权激励业绩考核目标，彰显公司信心；估值处于历史中低位）。

- **风险提示：**

疫情防控出现反弹，全球疫情扩散，基建开支不及预期，油气勘探进度不及预期，铁路建设不及预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

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。

我们设定的行业投资评级如下：

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。

分析师简介

张超（证券执业证书号：S0640519070001），清华大学硕士，中航证券首席分析师。
刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），美国东北大学经济学硕士，中航证券分析师。

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，在此申明，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。

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。