

一季度经济动能较强，二季度不确定性加大，政策前置必要性提升

——2025 年 3 月及 Q1 经济数据点评

核心观点

3 月单月核心经济指标继续改善，规上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资、出口等数据当月均较前 2 月有不同程度的改善。结合今年 Q1，我国 GDP 在去年基数并不低的基础上实现了+5.4%这一超市场预期的增速，显示今年 Q1 我国经济动能总体较强，体现了增量稳增长政策的发力和市场预期改善的双重影响。

4 月初爆发的新一轮贸易争端并未影响 Q1 经济，相反，“抢出口”效应反而对一季度经济形成一定支撑。展望二季度，经济走势因外需不确定性的影响存在着下行压力，因此，进一步贯彻去年 9 月以来形成的稳增长加力的宏观政策思路，落实今年政府工作报告中提出的包含宽货币、宽财政和稳消费在内的一系列的增量稳增长政策的必要性明显加强，相关政策进一步前置的概率持续提升。

(1) 3 月消费继续改善

2025 年 3 月，社零同比录得+5.9%，高于今年前 2 月的+4.0%和去年全年的+3.5%。总体来看，今年 3 月继前 2 个月后，消费继续呈现稳中向好态势，我们认为主要的推动力量有四个：一是去年 9 月以来降存量房贷等政策增加了居民实际可支配收入；二是年初以来超长期特别国债支持消费品以旧换新等政府补贴政策对居民消费的带动作用；三是二手房成交活跃、市场不确定性加大对家居类商品和金银首饰类商品的带动作用；四是今年一季度新车型推出较多，汽车市场活跃，叠加去年的低基数，汽车销售额同比较去年同期增长较大。往后看，中美贸易战持续之下，外需的不确定性明显加大，内需的重要性进一步凸显。一方面，经济动能需要居民消费的支撑，另一方面，部分出口企业产品转内销之后或进一步抑制国内通胀，实现今年的通胀目标需要需求端进一步发力。因此，后续消费的走势，除经济内在趋势的影响外，政策因素的权重将进一步加大。若二季度出口受抑制程度或国内通胀受抑制程度超预期，增量促消费政策的出台或值得期待。

(2) 3 月固投增速继续提升

2025 年 3 月，固投同比+4.3%，高于前 2 月的+4.1%和去年全年+3.2%。其中：制造业投资+9.2%，略高于前 2 月的+9.0%，持平于去年全年的+9.2%，增速仍处在近 10 年增速中枢之上；基建投资+12.6%，高于前 2 月的+10.0%，明显高于去年全年的+9.2%；房地产投资-10.0%，降幅基本持平于前 2 月的-9.8%，较去年全年-10.6%的降幅有所缩窄。

主要数据

上证指数	3280.3412
沪深 300	3772.2221
深证成指	9759.0472

主要指数走势图



作者

符畅	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	

2025 年 3 月，制造业投资录得+9.1%的较高增速。制造业投资维持的高增速，主要仍由大规模设备更新改造和产业升级支撑。3 月设备工器具投资增速录得+19.0%，较前 2 月的+18%和去年全年的+15.7%更高，仍然明显高于近 10 年增速中枢；产业升级方面，汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业均录得较高投资增速，对制造业整体投资增速仍然起到了不小的支撑作用。贸易战背景下，外需占比较高的行业投资意愿或相对下降，但考虑到根据预算草案，今年将支持设备大规模更新改造的资金达 2000 亿元，较去年增加 500 亿元，预计全年制造业投资增速仍有望维持高位，录得+8.0%左右。

2025 年 3 月，房地产投资增速为-10.0%，基本接近前 2 月降幅，但较去年全年 10.6%的降幅缩窄了 0.6PCTS。

房屋销售方面，今年 3 月商品房销售额和销售面积同比分别为-1.6%和-0.9%，降幅较去年全年的-17.1%和-12.9%明显缩窄，主因基数的下降。值得注意的是，不同于前 2 月，今年 3 月销售金额下滑幅度大于销售面积下滑幅度，反映在全国范围内商品房再度开启以价换量的模式，与统计局公布的 70 大中城市商品房价格数据相匹配。房地产施工方面，3 月房屋施工面积同比-32.7%，其中新开工面积同比-18.1%、竣工面积同比-11.5%，新开工面积和竣工面积降幅均较前 2 月和去年全年缩窄，但降幅仍然较大，显示房企预期仍需进一步改善。

总体来看，3 月房地产市场表现相对平稳，仍延续了去年 10 月以来的温和缓慢修复态势。库存角度，根据我们的统计，截止今年 3 月，我国商品住宅去化周期为 31.6 个月，连续第 5 个月下降，但仍然处在历史中高位置。后续房地产投资的真正企稳，仍取决于二手房销售的回暖向一手房的传导之下，整个房地产价值链条的改善预期。

今年 3 月，基建投资同比+12.6%，较前 2 月的+9.9%进一步抬升，也明显高于去年全年+9.2%的增速。分三大基建类别看，Q1 电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+26.0%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+3.8%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+9.8%。进一步细分，一定程度代表地方基建投资的道路运输业和公共设施管理业今年 Q1 投资增速分别为-0.2%和+4.9%，相比去年全年均有所改善，但对基建的支撑力度仍有待进一步提升。当前时间点，考虑到贸易战背景下外需面临的不确定性明显加大，作为稳内需的重要抓手，基建的重要性进一步凸显。今年特别国债和地方专项债合计达 6.2 万亿元，明显高于去年合计值的 4.9 万亿元。在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，今年基建增速有望较去年进一步提升。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

一、2025 年 Q1 经济开局良好，稳增长政策前置必要性提升

GDP 增速方面，今年 Q1 GDP 不变价同比+5.4%，超过市场预期的+5.2%。生产法角度，Q1 第二和第三产业 GDP 分别实现+5.9%和+5.3%的同比增速，第二产业增速明显高于 GDP 同比，同时第二产业中占主体的制造业增速达到+6.8%。

去年 Q1 基数并不低，今年 Q1 GDP 同比在去年基础上实现与去年四季度相同的+5.4%的增速，整体上显示今年 Q1 经济动能较强。具体行业角度，实际增速低于 GDP 总体增速的行业有第二产业中的建筑业，第三产业中的住宿餐饮、金融业和房地产业，其中：房地产业增加值 Q1 为+1.0%，是 2025 年 Q1 以生产法计诸多行业中增速最慢的行业。

支出法角度，今年 Q1 经济呈现全面回升态势：消费方面，去年 12 月、今年前 2 月和 3 月社零同比分别为+3.7%、+4.0%和+5.9%，呈现持续回升态势；投资方面，去年 12 月、今年前 2 月和 3 月固投同比分别为+3.2%、+4.1%和+4.2%，其中，去年 12 月、今年前 2 月和 3 月制造业投资增速分别为+9.2%、+9.0%和+9.1%，持续维持高位，基建投资增速分别为+9.2%、+10.0%和+11.5%，呈现逐步走高态势，房地产开发投资分别为-10.6%、-9.8%和-9.9%，降幅边际缩窄；出口方面，去年 12 月、今年前 2 月和 3 月出口增速分别为+10.6%、+2.3%和+12.4%，增速走高一定程度上受到了关税争端预期下的“抢出口”效应影响，后续预计受到关税争端影响，难以持续维持高位。

综合来看，今年 Q1 我国经济全面回暖，动能持续提升。考虑到 4 月初爆发的新一轮贸易争端并未影响一季度经济，“抢出口”效应反而对一季度经济形成一定支撑，而二季度经济走势因外需的影响，存在着下行压力，当前进一步贯彻去年 9 月以来形成的稳增长加力的宏观政策思路，落实今年政府工作报告中提出的包含宽货币、宽财政和稳消费在内的一系列的增量稳增长政策的必要性明显加强，相关政策进一步前置的概率持续提升。

图1 2021 年 Q1 以来 GDP 生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03
GDP	5.40	5.40	4.60	4.70	5.30	5.30	5.00	6.50	4.70	3.00	4.00	0.80	4.80	4.50	5.50	8.10	18.90
第一产业	3.50	3.70	3.20	3.60	3.30	4.20	4.20	3.70	3.70	4.00	3.40	4.40	6.10	6.40	7.10	7.60	8.10
第二产业	5.90	5.20	4.60	5.60	6.00	5.10	4.30	4.90	2.90	1.90	3.40	0.20	4.00	2.50	3.90	6.70	24.90
工业	6.30	5.80	5.10	5.90	6.00	4.80	3.80	4.20	2.50	1.40	3.10	0.10	4.80	4.10	5.60	8.10	25.10
制造业	6.80	6.20	5.00	6.20	6.40	4.80	4.10	4.40	2.30	0.60	1.90	-1.10	3.80	4.00	6.00	9.00	28.40
建筑业	3.10	3.40	3.00	4.30	5.80	6.70	6.70	8.30	6.80	4.40	5.30	1.00	-1.20	-3.10	-2.70	0.80	21.80
第三产业	5.30	5.80	4.80	4.20	5.00	5.70	5.60	7.90	5.90	3.60	4.40	0.80	5.30	5.50	6.30	9.10	16.40
批发和零售业	5.80	5.70	5.00	5.30	6.00	7.60	6.10	8.60	6.60	2.90	4.20	0.80	6.50	6.80	8.40	10.40	27.50
交通运输、仓储和邮政业	7.20	7.90	6.60	6.50	7.30	9.50	8.60	8.90	5.00	-2.40	4.30	-2.00	3.70	6.80	9.00	15.60	36.30
住宿和餐饮业	5.10	6.60	5.90	5.90	7.30	16.50	14.50	19.30	15.40	-4.70	3.90	-4.10	1.00	7.60	8.60	20.40	47.60
金融业	3.80	6.50	6.20	4.30	5.20	4.40	4.90	6.10	5.40	1.90	1.50	2.00	1.00	3.20	1.70	1.80	3.00
房地产业	1.00	2.00	-1.20	-3.80	-4.30	-2.20	-2.10	-0.60	1.80	-4.90	-2.10	-4.80	0.10	-3.40	-1.90	5.80	18.80
信息传输、软件和信息技术服务业	10.30	9.60	10.00	10.20	13.70	11.60	10.80	15.20	11.80	13.60	11.60	11.20	14.60	12.10	17.20	20.20	21.80
租赁和商务服务业	10.20	11.00	10.80	8.70	10.80	11.00	11.00	17.20	8.40	8.90	8.70	0.00	8.50	13.10	13.30	13.40	15.70
其他行业	4.10	3.80	3.00	3.10	3.80	3.60	4.80	7.10	4.90	7.40	6.00	1.40	6.60	6.50	6.70	7.60	10.30

资料来源：wind，中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2025-03	2025年1-2月	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
社零（当月同比）	5.9%	4.0%	3.7%	3.0%	4.8%	3.2%	2.1%	2.7%	2.0%	3.7%	2.3%
社零：商品零售（当月同比）	5.9%	3.9%	3.9%	2.8%	5.0%	3.3%	1.9%	2.7%	1.5%	3.6%	2.0%
社零：餐饮（当月同比）	5.6%	4.3%	2.7%	4.0%	3.2%	3.1%	3.3%	3.0%	5.4%	5.0%	4.4%
固投（累计同比）	4.2%	4.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.6%	3.9%	4.2%
制造业投资（累计同比）	9.1%	9.0%	9.2%	9.3%	9.3%	9.2%	9.1%	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%
基建投资（累计同比）	11.5%	10.0%	9.2%	9.4%	9.4%	9.3%	7.9%	8.1%	7.7%	6.7%	7.8%
房地产开发投资（累计同比）	-9.9%	-9.8%	-10.6%	-10.4%	-10.3%	-10.1%	-10.2%	-10.2%	-10.1%	-10.1%	-9.8%
固投（当月同比）	4.3%	4.1%	2.2%	2.3%	3.4%	3.4%	2.0%	1.9%	3.6%	3.4%	3.5%
制造业投资（当月同比）	9.2%	9.0%	8.3%	9.3%	10.0%	9.7%	8.0%	8.3%	9.3%	9.4%	9.3%
基建投资（当月同比）	12.6%	9.9%	7.4%	9.7%	10.0%	17.5%	6.2%	10.7%	10.2%	3.8%	5.9%
房地产开发投资（当月同比）	-10.0%	-9.8%	-13.3%	-11.6%	-12.3%	-9.4%	-10.2%	-10.8%	-10.1%	-11.0%	-10.5%
出口金额（美元，当月同比）	12.4%	2.3%	10.6%	6.6%	12.7%	2.4%	8.6%	6.9%	8.5%	7.4%	1.3%
进口金额（美元，当月同比）	-4.3%	-8.4%	1.0%	-3.9%	-2.4%	0.2%	0.1%	6.7%	-2.5%	2.1%	8.3%
工业增加值（当月同比）	7.7%	5.9%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	4.5%	5.1%	5.3%	5.6%	6.7%
服务业生产指数（当月同比）	6.3%	5.6%	6.5%	6.1%	6.3%	5.1%	4.6%	4.8%	4.7%	4.8%	3.5%

资料来源：wind，中航证券研究所

二、3 月消费继续边际改善

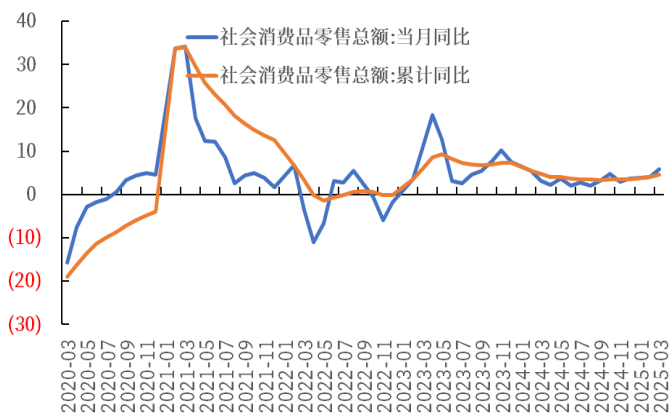
2025 年 3 月，社零同比录得+5.9%，高于今年前 2 月的+4.0%和去年全年的+3.5%。分商品零售和餐饮收入看，2025 年 3 月，商品零售同比为+5.9%，增速明显高于今年前 2 月的+3.9%和去年全年的+3.2%，餐饮收入同比为+5.6%，增速同样高于今年前 2 月的+4.3%和去年全年+5.3%。总体来看，今年 3 月商品零售增速和餐饮收入增速均呈现边际走强，其中商品零售走强态势更加明显。

从商品类别看，3 月家电音像器材、文化办公用品、通讯器材类商品销售增速明显较高，显示政府消费补贴进一步发力；金银珠宝类增速较前 2 月明显上行，主因市场不确定性加大，居民购买黄金的意愿增强；家具类销售增速同样较高，主因二手房交易活跃；汽车类销售额同比+5.5%，较前 2 月的-4.4%改善明显。

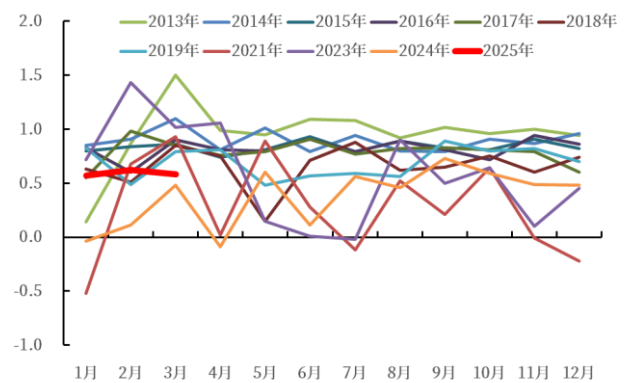
从居民收入和消费倾向看，2025 年 Q1 全国居民人均收入名义同比和实际同比分别是+5.5%和+5.6%，分别高于去年全年的+5.3%和+5.1%，显示 Q1 居民收入有所改善。

总体来看，今年 3 月继前 2 个月后，消费继续呈现稳中向好态势，我们认为主要的推动力量有四个：一是去年 9 月以来降存量房贷等政策增加了居民实际可支配收入；二是年初以来超长期特别国债支持消费品以旧换新等政府补贴政策对居民消费的带动作用；三是二手房成交活跃、市场不确定性加大对家居类商品和金银首饰类商品的带动作用；四是今年一季度新车型推出较多，汽车市场活跃，叠加去年的低基数，汽车销售额同比增长较大。

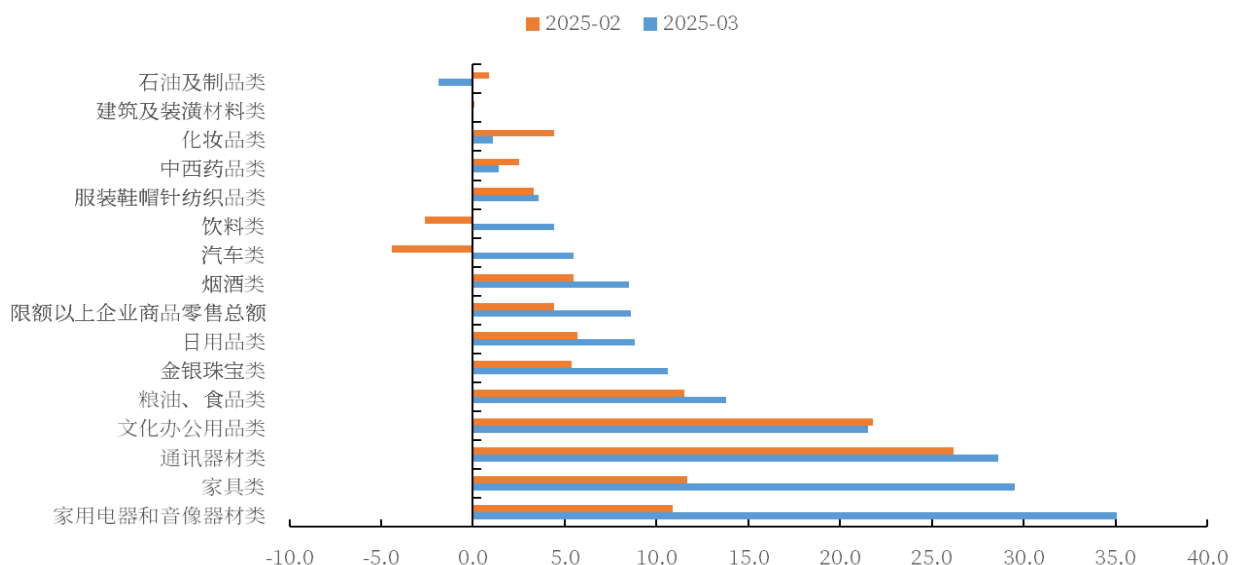
往后看，中美贸易战持续之下，外需的不确定性明显加大，内需的重要性进一步凸显。一方面，经济动能需要居民消费的支撑，另一方面，部分出口企业产品转内销之后或进一步抑制国内通胀，实现今年的通胀目标需要需求端进一步发力。因此，后续消费的走势，除经济内在趋势的影响外，政策因素的权重将进一步加大。若二季度出口受抑制程度或国内通胀受抑制程度超预期，增量促消费政策的出台或值得期待。

图3 社零同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

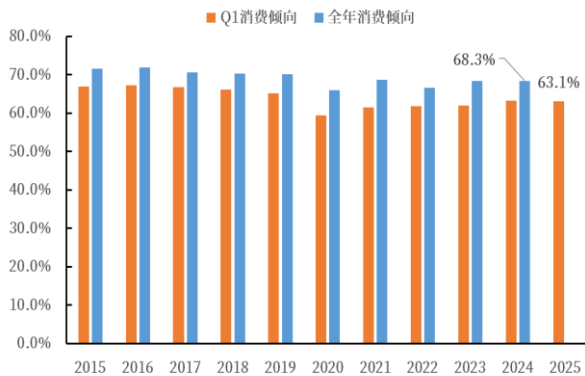
图4 历年各月社零环比 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图5 各商品类别零售额当月同比增速 (%)


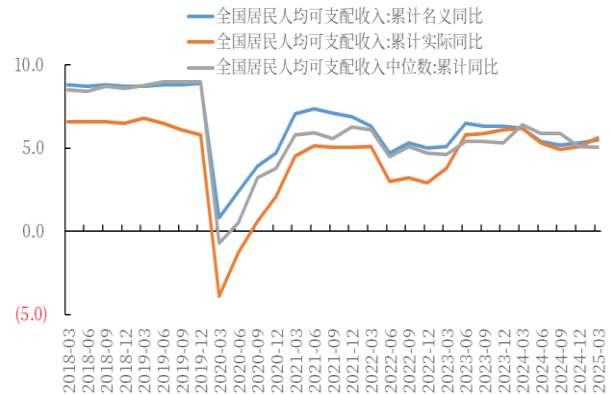
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 历年全年及 Q1 消费倾向



资料来源：wind，中航证券研究所（注：消费倾向=人均支出/人均收入）

图7 居民收入增速 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

三、3 月固投增速持续提升

2025 年 3 月，固投同比+4.3%，高于前 2 月的+4.1%和去年全年+3.2%。其中：制造业投资+9.2%，略高于前 2 月的+9.0%，持平于去年全年的+9.2%，增速仍处在近 10 年增速中枢之上；基建投资+12.6%，高于前 2 月的+10.0%，明显高于去年全年的+9.2%；房地产投资-10.0%，降幅基本持平于前 2 月的-9.8%，较去年全年-10.6%的降幅有所缩窄。

（1）3 月制造业维持高投资增速

2025 年 3 月，制造业投资录得+9.1%的较高增速。从具体的行业看，已公布投资数据的制造业子行业除电气机械及器材制造业投资外，一季度投资增速均为正，其中，铁路船舶航空航天、汽车制造和农副食品加工为今年 Q1 投资增速最快的三个子行业。

制造业投资维持的高增速，主要仍由大规模设备更新改造和产业升级支撑。3 月设备工器具投资增速录得+19.0%，较前 2 月的+18%和去年全年的+15.7%更高，仍然明显高于近 10 年增速中枢；产业升级方面，汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业均录得较高投资增速，对制造业整体投资增速仍然起到了不小的支撑作用。

贸易战背景下，外需占比较高的行业投资意愿或相对下降，但考虑到根据预算草案，今年将支持设备大规模更新改造的资金达 2000 亿元，较去年增加 500 亿元，预计全年制造业投资增速仍有望维持高位，录得+8.0%左右。

（2）3 月房地产投资仍然表现平稳

2025 年 3 月，房地产投资增速为-10.0%，基本接近前 2 月降幅，但较去年全年 10.6%的降幅缩窄了 0.6PCTS。

房屋销售方面，今年 3 月商品房销售额和销售面积同比分别为-1.6%和-0.9%，降幅较去年全年的-17.1%和-12.9%明显缩窄，主因基数的下降。值得注意的是，不同于

前 2 月，今年 3 月销售金额下滑幅度大于销售面积下滑幅度，反映在全国范围内商品房再度开启以价换量的模式，与统计局公布的 70 大中城市商品房价格数据相匹配。

房地产施工方面，3 月房屋施工面积同比-32.7%，其中新开工面积同比-18.1%、竣工面积同比-11.5%，新开工面积和竣工面积降幅均较前 2 月和去年全年缩窄，但降幅仍然较大，显示房企预期仍需进一步改善。

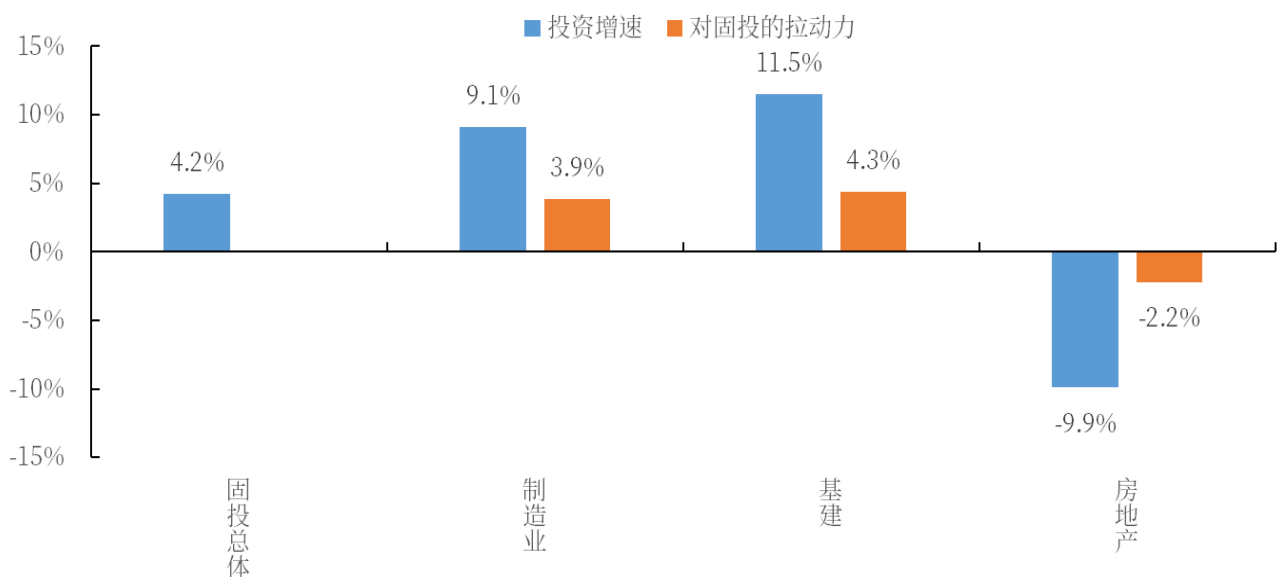
总体来看，3 月房地产市场表现相对平稳，仍延续了去年 10 月以来的温和缓慢修复态势。库存角度，根据我们的统计，截止今年 3 月，我国商品住宅去化周期为 31.6 个月，连续第 5 个月下降，但仍然处在历史中高位置。后续房地产投资的真正企稳，仍取决于二手房销售的回暖向一手房的传导之下，整个房地产价值链条的改善预期。

(3) 3 月基建投资继续发力

今年 3 月，基建投资同比+12.6%，较前 2 月的+9.9%进一步抬升，也明显高于去年全年+9.2%的增速。分三大基建类别看，Q1 电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+26.0%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+3.8%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+9.8%。进一步细分，一定程度代表地方基建投资的道路运输业和公共设施管理业今年 Q1 投资增速分别为-0.2%和+4.9%，相比去年全年均有所改善，但对基建的支撑力度仍有待进一步提升。

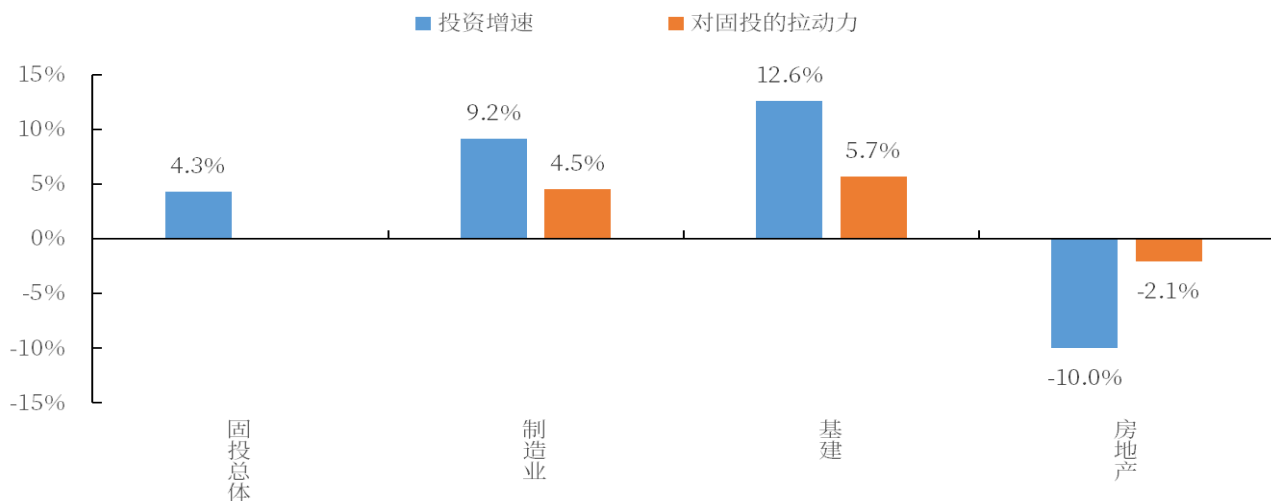
当前时间点，考虑到贸易战背景下外需面临的不确定性明显加大，作为稳内需的重要抓手，基建的重要性进一步凸显。今年特别国债和地方专项债合计达 6.2 万亿元，明显高于去年合计值的 4.9 万亿元。在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，今年基建增速有望较去年进一步提升。

图8 2025 年 Q1 固投及主要分项投资增速及拉动力



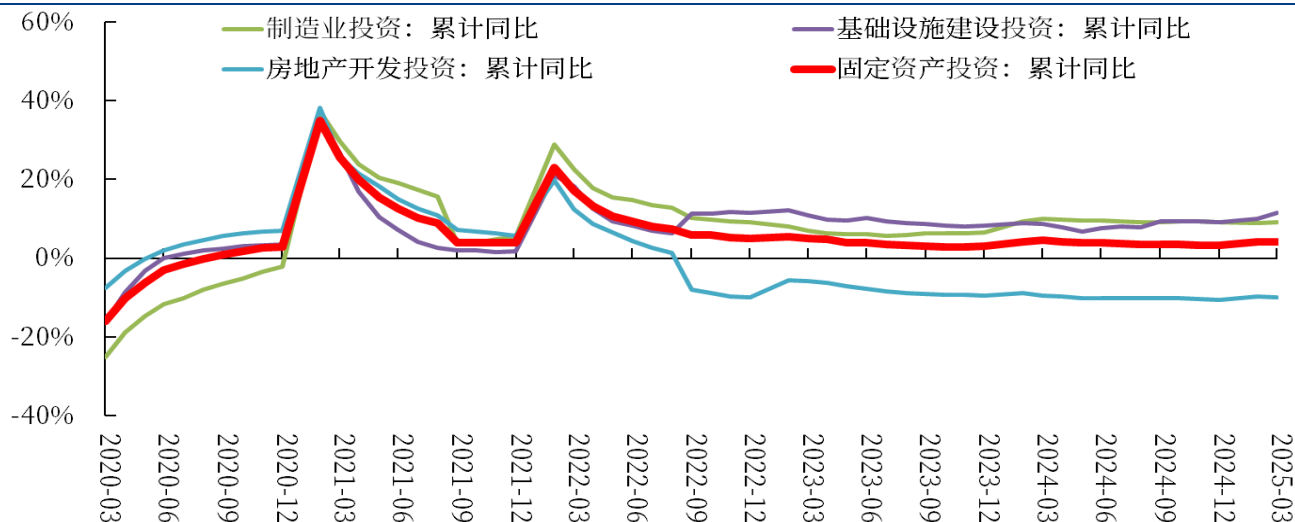
资料来源：wind，中航证券研究所

图9 2025年3月固投及主要分项投资增速及拉动力



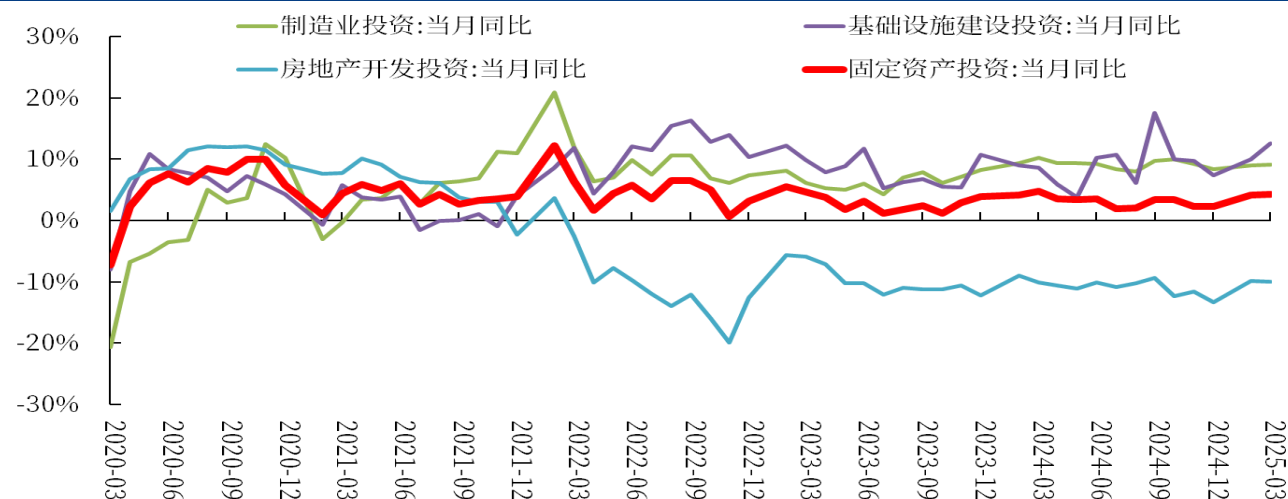
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 固投及主要分项累计同比走势



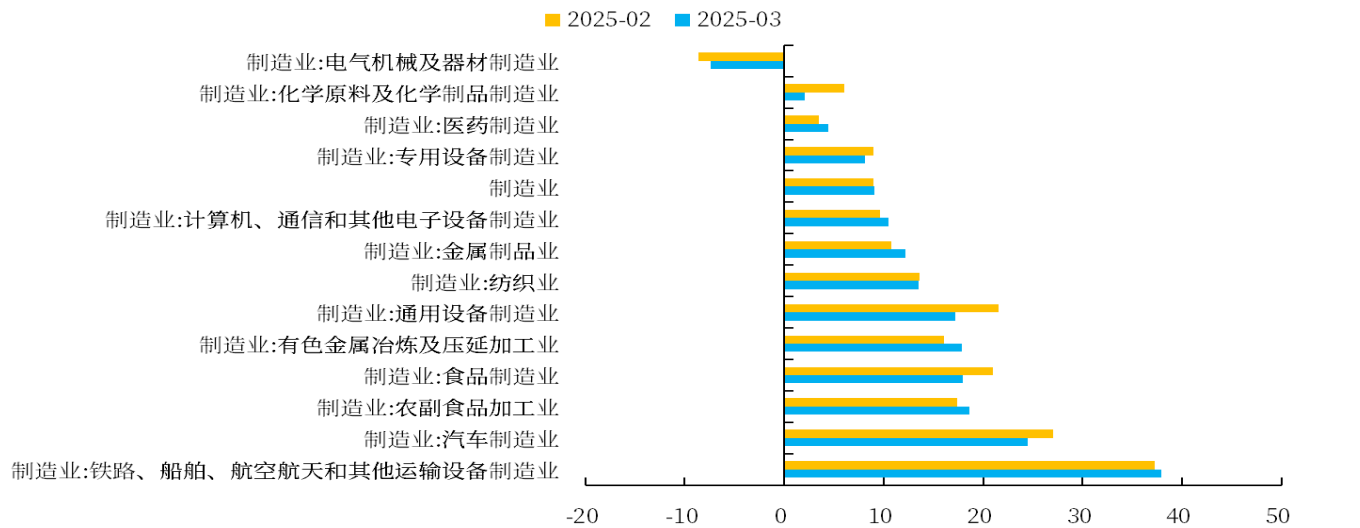
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图11 固投及主要分项当月同比走势



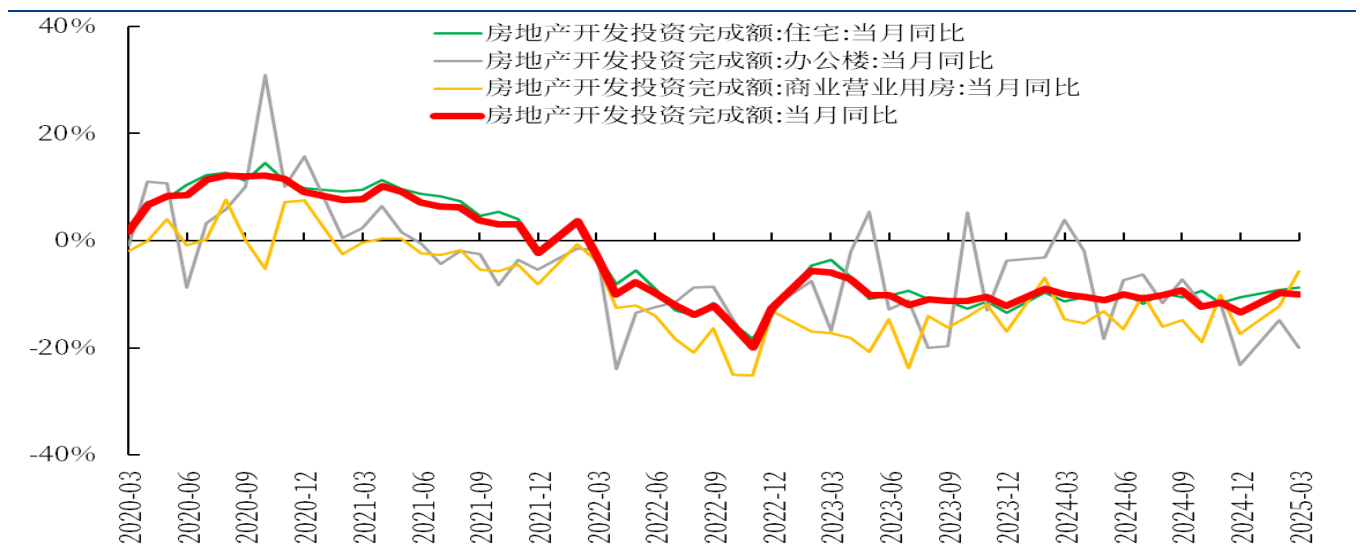
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图12 制造业分行业累计投资增速 (%)



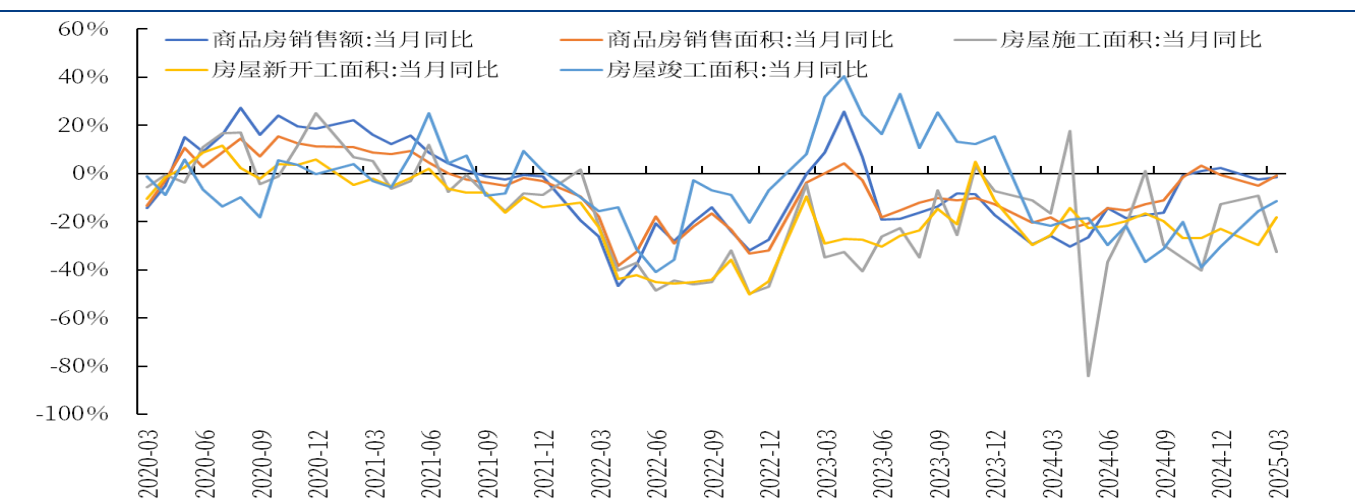
资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



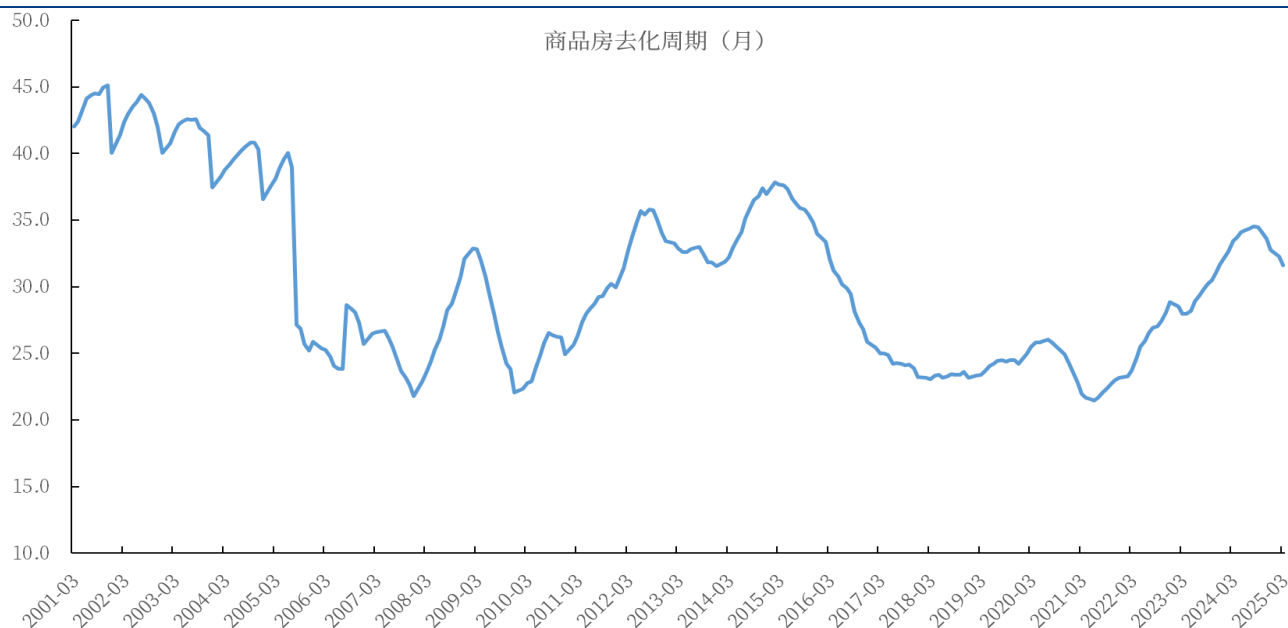
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图14 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图15 商品房去化周期走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存面积/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

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