

2025 年 04 月 12 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势

报告摘要

核心观点：

- ◆ 复盘上一轮 2018 至 2019 年中美贸易摩擦，期间经历了反复的摩擦升级和关系缓和，或反映出两个大国之前的利益需要反复、多轮、长时间的博弈。
- ◆ 大盘指数层面，A 股和港股呈现从 2018 年反应剧烈到 2019 年反应较为钝化。具体表现为 2018 年摩擦期调整较大，缓和期反弹较大；2019 年摩擦期调整较小，甚至短期内呈现 V 行反弹，缓和期反弹较小，甚至表现出利好出尽的反应。我们认为这或由两方面导致，一是 2019 年国内经济较 2018 年实现了触底企稳，同时全球流动性放松，市场信心和风险偏好改善；二是经历了一年的贸易摩擦后，市场对贸易摩擦影响逐渐清晰，定价较充分并逐渐抢跑。
- ◆ 具体行业表现来看，中美贸易摩擦升级期贡献超额收益的行业可分为两大概念。一类为自主可控概念，贸易摩擦升级后相关政策快速落地，计算机、军工平均涨幅居前。另一类为内需消费，外部扰动下内需相对存在韧性，且 2019 年经济企稳后，国内消费升级趋势显著，内需消费成为市场主线之一，食品饮料、社会服务存在较确定的超额收益。
- ◆ 摩擦缓和期，平均表现较好的依旧是内需消费，或因为内需需求相对韧性且消费升级趋势持续，以食品饮料、美容护理和社会服务为代表；其次为出口限制同时赶上行业景气或升级周期的，如电子、家用电器。相对应的，部分自主可控和出口受限行业涨幅落后，显示基本面是行业表现的基础。
- ◆ 本轮 2025 年贸易冲突与 2018-2019 年贸易摩擦的不同点主要在于，虽然本轮关税冲突级别提升，但当前中美经济周期相对位置较

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

符旸 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyys@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：《关税“风浪”起？清风拂山岗》

中航策略周报：《四月决断》

中航策略周报：《外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续》

中航策略周报：《国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股》

中航策略周报：《中国两会遇上“美国衰退”叙事，新一轮“东升西落”交易预期正在酝酿中》

中航策略周报：《两会政策预期升温，聚焦扩内需与科技》

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

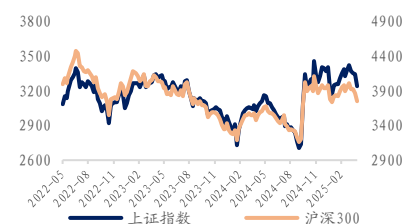
中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

上一轮已经发生较大改善。美国上一轮背景为通胀水平可控，从加息转向降息周期。本轮为美债违约风险高企，经济或将走向“滞涨”或“衰退”。相比之下，中国上一轮刚刚结束一轮广义财政扩张，2018 年出台资管新规去杠杆。而本轮在广义财政连续多年相对较低水平，地产行业平稳去泡沫后，处于经济弱复苏阶段，财政、货币、金融等政策储备充足，具备较强的战略优势。综合对比来看，预计中国在本轮贸易冲突中具备明显的博弈优势，本轮冲突结束后中国有望在全球地位再上台阶，中国资产估值有望系统性提升。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，同时参考上一轮中美贸易摩擦，内需消费板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

本周市场回顾：

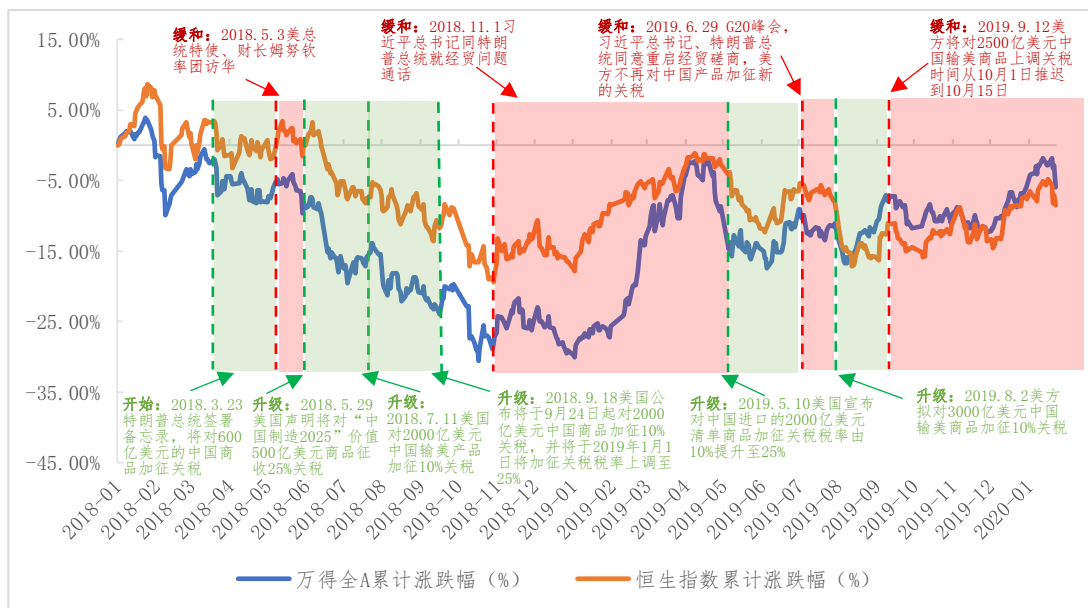
根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-3.11%）、深证成指（-5.13%）、沪深300（-2.87%）、科创50（-0.63%）、创业板指（-6.73%）、中证500（-4.52%）、中证1000（-5.50%）均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌5.40%。分行业来看，申万一级行业中农林牧渔、商贸零售、国防军工表现较强，分别上涨3.28%、2.88%、0.28%；电力设备、通信、机械设备表现较弱，分别下跌8.09%、7.67%、6.78%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为16123.82亿元，较上周增加4756.31亿元。估值方面，A股整体市盈率为17.79倍，较上周下降3.80%。

正文：

复盘上一轮2018至2019年中美贸易摩擦，期间经历了反复的摩擦升级和关系缓和，或反映出两个大国之前的利益需要反复、多轮、长时间的博弈。我们以升级事件和缓和事件作为主要划分点，将整个贸易摩擦过程拆分成4段摩擦升级期和4段摩擦缓和期，如图1。4段摩擦升级期分别为：（1）2018年3月23日至2018年5月2日，以特朗普首次签署备忘录对600亿美元中国商品加征关税开始，到双方就经贸问题交换意见前夕结束；（2）2018年5月30日至2018年9月18日，以美方明确宣布将对价值500亿美元中国商品征收25%的关税开始，中间美国宣布对额外2000亿美元商品加征10%关税措施计划导致摩擦进一步升级，之后以该计划正式落地结束；（3）2019年5月10日至2019年6月28日，以美方宣布将2000亿美元商品的关税税率提升至25%开始，至G20峰会两国元首会晤重启贸易磋商前夕结束；（4）2019年8月2日至2019年9月11日，以特朗普宣布拟对3000亿美元中国商品加征10%关税开始，到美方宣布推迟部分商品关税上调前夕结束。

4段摩擦缓和期分别为：（1）2018年5月3日至2018年5月29日，从美财长访华，中美就经贸问题交换意见开始，到美方再度宣布大规模关税措施前夕结束；（2）2018年11月2日至2019年5月9日，从中美领导人就经贸问题通话开始，到美方宣布提高2000亿美元商品关税税率前夕结束；（3）2019年6月29日至2019年8月1日，从G20峰会中美领导人重启经贸磋商达成共识开始，至特朗普再次宣布扩大关税措施前夕结束；（4）2019年9月12日至2020年1月16日，从美方宣布推迟部分商品关税措施生效开始，到中美签署第一阶段经贸协议结束。其中2018年5月29日和2018年11月1日两次事件发生在国内盘后，故取次日作为区间开始日或截止日。

图1 2018年至2019年中美贸易摩擦事件与权益市场走势

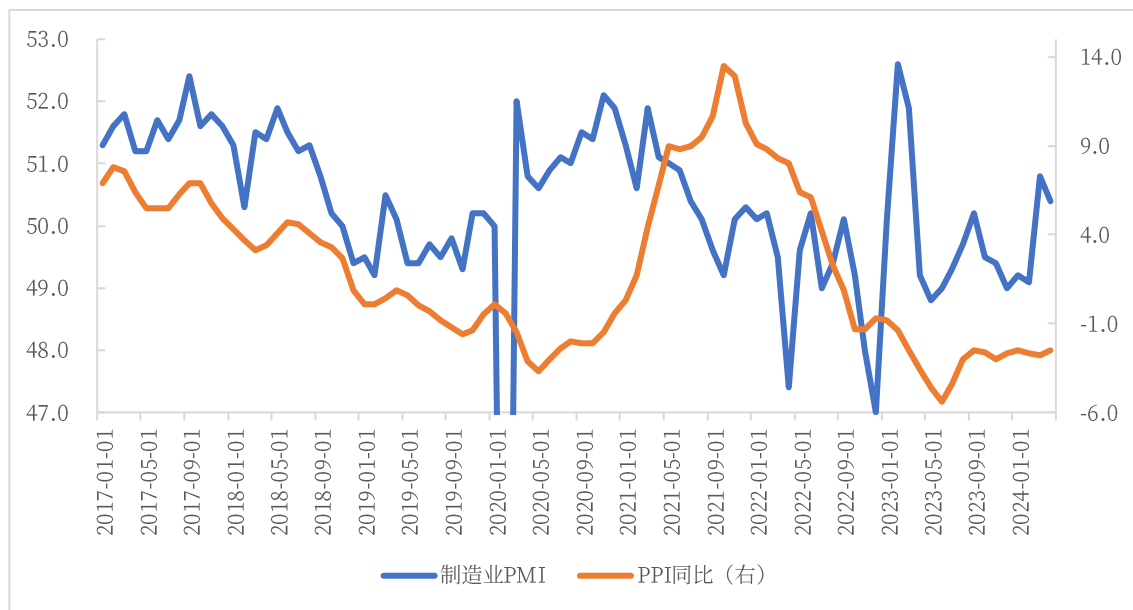


资料来源: Wind, 商务部, 财政部, 人民日报, 央广网, 环球网, 中航证券研究所 (注: 绿色阴影部分为摩擦升级期, 红色阴影部分为摩擦缓和期)

复盘结果来看, 大盘指数层面, A 股、港股 4 段摩擦升级期平均表现均为负, 4 段摩擦缓和期平均表现为正, 其中 A 股无论升级期还是缓和期平均表现均好于港股。

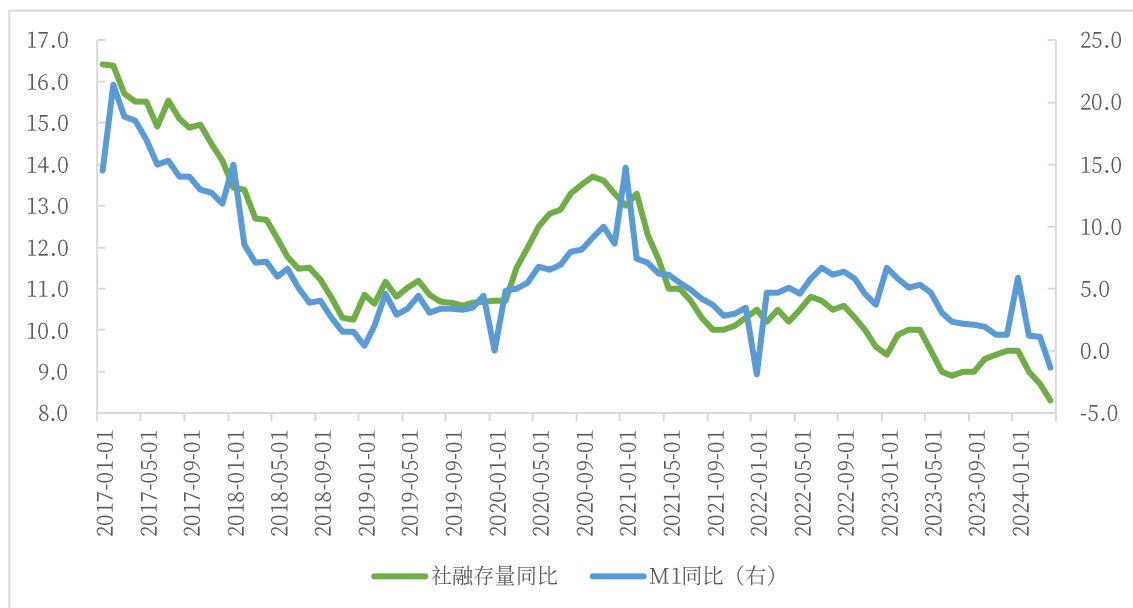
进一步看, A 股和港股呈现从2018年反应剧烈到2019年反应较为钝化。具体表现为2018年摩擦期调整较大, 缓和期反弹较大; 2019年摩擦期调整较小, 甚至短期内呈现 V 行反弹, 缓和期反弹较小, 甚至表现出利好出尽的反应。我们认为这或由两方面导致, 一是 2019 年国内经济较 2018 年实现了触底企稳, 同时全球流动性放松, 市场信心和风险偏好改善; 二是经历了一年的贸易摩擦后, 市场对贸易摩擦影响逐渐清晰, 定价较充分并逐渐抢跑。

图2 2017 年至今中国制造业 PMI 和 PPI（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图3 2017 年至今中国社融和 M1（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

具体行业表现来看，中美贸易摩擦升级期贡献超额收益的行业可分为两大概念。一类为自主可控概念，贸易摩擦升级后相关政策快速落地，计算机、军工平均涨幅居前。中美贸易摩擦开始后，党中央对自主可控的重视程度大幅提升，习总书记在多个场合公开发言或表态中强调关键核心技术、关键信息技术等方面自主可控的重要性，指出要构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制。其中表现最好的行业为计算机、军工，受到中美贸易摩擦影响较小；其次为通信、电子，因阶段性受到了一定情绪干扰。另一类为内需消费，外部扰动下

内需相对存在韧性，且 2019 年经济企稳后，国内消费升级趋势显著，内需消费成为市场主线之一，食品饮料、社会服务存在较确定的超额收益。A 股食品饮料、社会服务在 4 段摩擦升级期大多跑赢大盘，港股由于一级分类消费中包含了出口消费，若按 WIND 香港三级行业指数来看，食品与主要用品零售 III 同样排名靠前且 4 段均贡献超额收益。

摩擦缓和期，平均表现较好的依旧是内需消费，或因为内需需求相对韧性且消费升级趋势持续，以食品饮料、美容护理和社会服务为代表，农林牧渔平均表现涨幅第一或受到猪瘟干扰；其次为出口限制同时赶上行业景气或升级周期的，如电子、家用电器。相对应的，部分自主可控和出口受限行业涨幅落后，显示基本面是行业表现的基础。

表1 中美摩擦升级阶段权益市场及行业涨跌幅

指数	2018 年 03 月 23 日- 2018 年 05 月 02 日	2018 年 05 月 30 日- 2018 年 09 月 18 日	2019 年 05 月 10 日- 2019 年 06 月 28 日	2019 年 08 月 02 日- 2019 年 09 月 11 日	历次平均 涨跌幅
万得全 A	-5.08%	-16.48%	4.90%	5.05%	-2.90%
恒生指数	-1.12%	-11.15%	0.82%	-1.48%	-3.23%
计算机(申万)	3.98%	-16.64%	5.50%	15.05%	1.97%
国防军工(申万)	2.00%	-8.54%	4.40%	9.38%	1.81%
食品饮料(申万)	-4.11%	-14.98%	15.24%	5.73%	0.47%
非银金融(申万)	-9.19%	-9.26%	12.24%	4.25%	-0.49%
石油石化(申万)	-6.18%	-5.00%	1.20%	2.95%	-1.76%
社会服务(申万)	-4.14%	-14.45%	9.58%	1.58%	-1.86%
银行(申万)	-6.01%	-5.96%	4.28%	-0.93%	-2.16%
建筑材料(申万)	-6.78%	-13.28%	6.07%	3.81%	-2.55%
钢铁(申万)	-5.06%	-5.51%	-0.41%	0.35%	-2.66%
通信(申万)	-4.12%	-20.70%	5.61%	8.52%	-2.67%
医药生物(申万)	3.68%	-25.80%	1.47%	9.77%	-2.72%
有色金属(申万)	-7.36%	-24.54%	11.84%	7.53%	-3.13%
电子(申万)	-8.73%	-24.03%	3.27%	16.50%	-3.25%
美容护理(申万)	0.72%	-28.18%	6.84%	6.21%	-3.60%
公用事业(申万)	-5.04%	-16.11%	3.66%	1.28%	-4.05%
建筑装饰(申万)	-5.10%	-12.45%	0.22%	0.89%	-4.11%
环保(申万)	-2.38%	-26.06%	7.09%	2.28%	-4.77%
基础化工(申万)	-5.07%	-17.07%	-1.72%	4.53%	-4.83%
机械设备(申万)	-5.36%	-20.06%	3.32%	2.77%	-4.83%
电力设备(申万)	-5.25%	-21.68%	0.38%	5.89%	-5.16%
交通运输(申万)	-4.19%	-21.33%	4.49%	0.18%	-5.21%
煤炭(申万)	-10.05%	-13.02%	0.26%	1.55%	-5.32%
房地产(申万)	-5.75%	-17.60%	0.92%	-0.90%	-5.83%
家用电器(申万)	-8.57%	-22.24%	3.45%	3.81%	-5.89%
综合(申万)	-8.79%	-22.47%	0.58%	5.09%	-6.40%
传媒(申万)	-8.41%	-26.10%	-1.60%	9.10%	-6.75%
商贸零售(申万)	-6.29%	-23.68%	-0.05%	2.62%	-6.85%
轻工制造(申万)	-6.94%	-25.84%	-0.65%	5.16%	-7.07%
农林牧渔(申万)	-3.82%	-20.86%	-1.54%	-3.40%	-7.40%

汽车(申万)	-9.42%	-21.55%	-2.08%	3.13%	-7.48%
纺织服饰(申万)	-5.74%	-25.84%	-2.52%	3.24%	-7.72%
香港电信服务	6.66%	4.97%	0.58%	2.43%	3.66%
香港能源	5.38%	2.03%	-1.29%	0.53%	1.66%
香港公用事业	1.12%	-1.80%	3.76%	-5.27%	-0.55%
香港金融	-0.57%	-10.66%	3.04%	-0.64%	-2.20%
香港工业	0.00%	-8.89%	2.02%	-2.58%	-2.36%
香港材料	-2.58%	-14.86%	4.50%	1.48%	-2.86%
香港房地产	-1.07%	-10.95%	2.99%	-2.75%	-2.95%
香港日常消费	-3.05%	-13.33%	4.13%	-0.36%	-3.15%
香港医疗保健	-0.50%	-16.38%	-0.49%	1.50%	-3.97%
香港可选消费	-1.31%	-21.60%	2.02%	1.10%	-4.95%
香港信息技术	-10.58%	-19.72%	-5.19%	-4.34%	-9.96%

资料来源: Wind, 中航证券研究所 (注: 其中 2018 年 5 月 29 日和 2018 年 11 月 1 日两次事件发生在国内盘后, 故取次日作为区间开始/截止日)

表2 中美摩擦缓和阶段权益市场及行业涨跌幅

指数	2018 年 05 月 03 日- 2018 年 05 月 29 日	2018 年 11 月 02 日- 2019 年 05 月 09 日	2019 年 06 月 29 日- 2019 年 8 月 01 日	2019 年 09 月 12 日- 2020 年 01 月 16 日	历次平均 涨跌幅
万得全 A	0.90%	14.81%	-0.78%	5.52%	5.11%
恒生指数	-0.78%	11.39%	-3.42%	6.35%	3.38%
农林牧渔(申万)	5.52%	51.87%	9.21%	1.61%	17.05%
食品饮料(申万)	10.87%	44.45%	-3.93%	6.58%	14.49%
电子(申万)	-0.23%	16.66%	7.03%	23.19%	11.67%
家用电器(申万)	1.47%	28.92%	-0.83%	13.83%	10.85%
美容护理(申万)	7.18%	16.21%	0.49%	6.62%	7.63%
综合(申万)	-1.97%	25.53%	-3.55%	9.18%	7.30%
社会服务(申万)	7.49%	18.38%	0.31%	2.78%	7.24%
建筑材料(申万)	-3.35%	16.79%	-4.44%	17.12%	6.53%
计算机(申万)	-3.00%	20.83%	-1.65%	9.33%	6.38%
汽车(申万)	4.05%	13.93%	-1.78%	9.27%	6.37%
电力设备(申万)	-3.05%	19.06%	0.16%	7.29%	5.86%
医药生物(申万)	5.14%	11.34%	-0.87%	7.19%	5.70%
轻工制造(申万)	2.12%	15.60%	-3.62%	8.11%	5.55%
基础化工(申万)	2.97%	11.23%	-0.13%	6.35%	5.10%
通信(申万)	-0.01%	25.47%	-4.24%	-1.19%	5.01%
机械设备(申万)	-0.73%	16.87%	-0.53%	3.50%	4.78%
传媒(申万)	-1.26%	7.77%	-2.92%	15.08%	4.67%
房地产(申万)	-3.46%	16.07%	-3.02%	6.09%	3.92%
纺织服饰(申万)	2.69%	13.09%	-4.22%	2.01%	3.39%
商贸零售(申万)	4.24%	14.70%	-5.39%	-0.78%	3.19%
非银金融(申万)	-1.12%	16.74%	-2.19%	-1.53%	2.98%
交通运输(申万)	2.50%	12.82%	-2.19%	-2.83%	2.57%
银行(申万)	-1.73%	4.28%	-1.16%	4.83%	1.56%
国防军工(申万)	-7.25%	16.40%	3.58%	-6.66%	1.52%
公用事业(申万)	0.82%	8.68%	-2.54%	-3.25%	0.93%

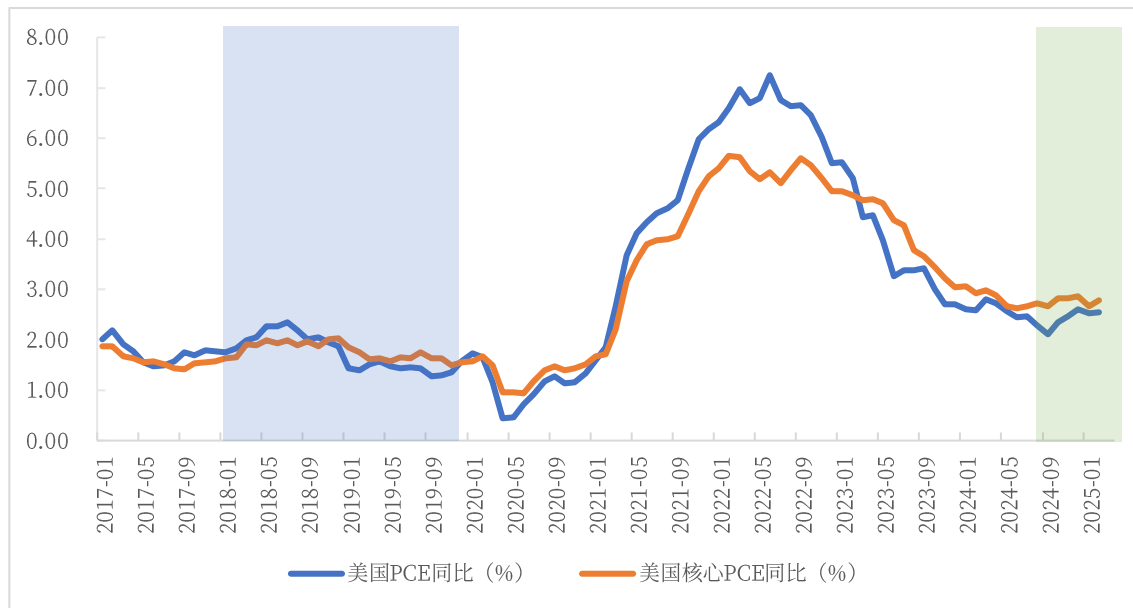
有色金属(申万)	-1.05%	2.72%	-6.53%	6.58%	0.43%
煤炭(申万)	1.30%	5.24%	-2.57%	-5.74%	-0.44%
石油石化(申万)	4.80%	-3.09%	-5.33%	1.84%	-0.44%
建筑装饰(申万)	-2.65%	3.46%	-3.29%	-1.89%	-1.09%
环保(申万)	-3.33%	8.10%	-7.71%	-2.03%	-1.24%
钢铁(申万)	-4.98%	-9.20%	-6.39%	-1.97%	-5.64%
香港信息技术	2.72%	23.51%	3.31%	17.42%	11.74%
香港可选消费	1.77%	12.03%	-1.46%	23.79%	9.03%
香港医疗保健	12.09%	-0.66%	4.47%	13.28%	7.30%
香港日常消费	6.96%	13.83%	0.33%	6.40%	6.88%
香港房地产	-0.63%	18.30%	-6.54%	14.67%	6.45%
香港公用事业	2.12%	3.32%	0.77%	3.75%	2.49%
香港材料	1.72%	2.62%	-3.54%	6.46%	1.82%
香港金融	-2.14%	6.68%	-3.07%	4.01%	1.37%
香港工业	0.61%	4.97%	-4.87%	4.17%	1.22%
香港通讯服务	-2.38%	7.23%	-6.45%	-4.63%	-1.56%
香港能源	4.30%	-10.18%	-4.01%	-1.29%	-2.80%

资料来源：Wind，中航证券研究所（注：其中 2018 年 5 月 29 日和 2018 年 11 月 1 日两次事件发生在国内盘后，故取次日作为区间开始/截止日）

本轮 2025 年贸易冲突与 2018-2019 年贸易摩擦的不同点主要在于，虽然关税冲突级别提升，但中美经济周期相对位置较此前改善，中方本轮内部对冲政策储备足、空间大，以及中国在新一轮人工智能科技产业革命浪潮中处于领先水平。综合对比来看，预计中国在本轮贸易冲突中具备明显的博弈优势，本轮冲突结束后中国有望在全球地位再上台阶，中国资产估值有望系统性提升。

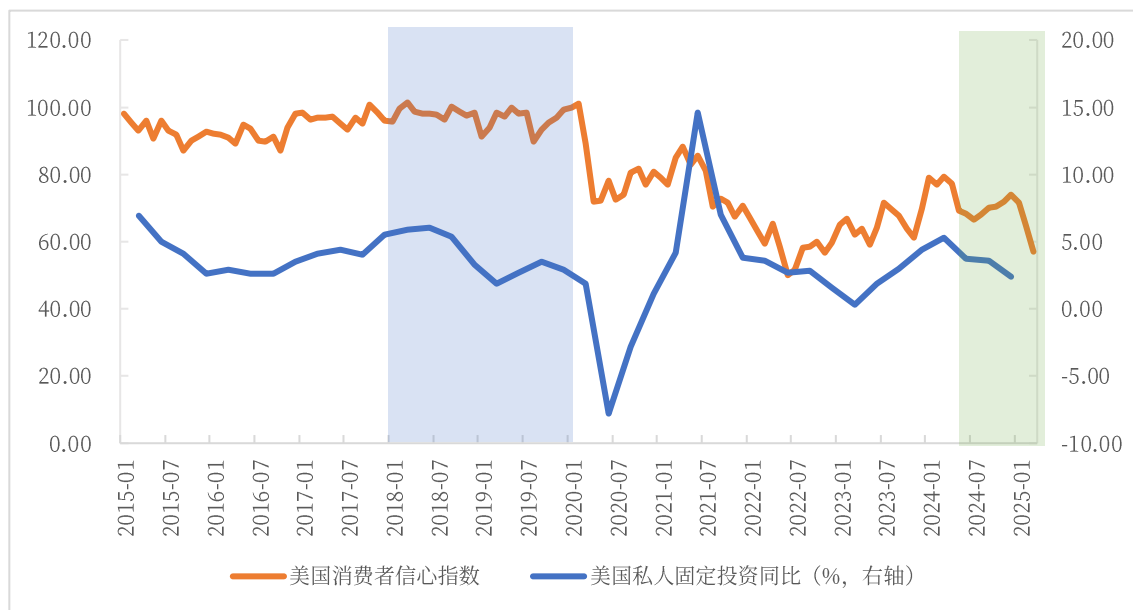
当前中美经济周期相对位置已经发生较大改善。美国上一轮背景为通胀水平可控，从加息转向降息周期。本轮为美债违约风险高企，经济或将走向“滞涨”或“衰退”。美国自 2016 年 12 月的连续加息使 2018 年全年月度核心 PCE 同比稳定在 2.04% 之下，最低值曾达 1.63%，2019 年核心 PCE 水平进一步降低至 1.84% 之下。但当前 2025 年 2 月美国核心 PCE 同比达 2.79%，距离 2% 的目标仍有较大距离。特朗普政府对全球加关税、限制移民、缩减税收的政策手段均会持续推高通胀水平。另一方面，当前私人固定投资同比增速和消费者信心指数均下行，消费者信心指数已至近十年低位，伴随关税导致的未来消费成本升高，经济下行趋势或将进一步加速，美国经济步入“衰退”及“滞涨”概率持续提升。同时美国联邦政府债务违约的不确定性推升美国联邦政府的信用风险，此时更是雪上加霜。

图4 当前美国通胀高企（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图5 当前美国面临经济下行压力（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

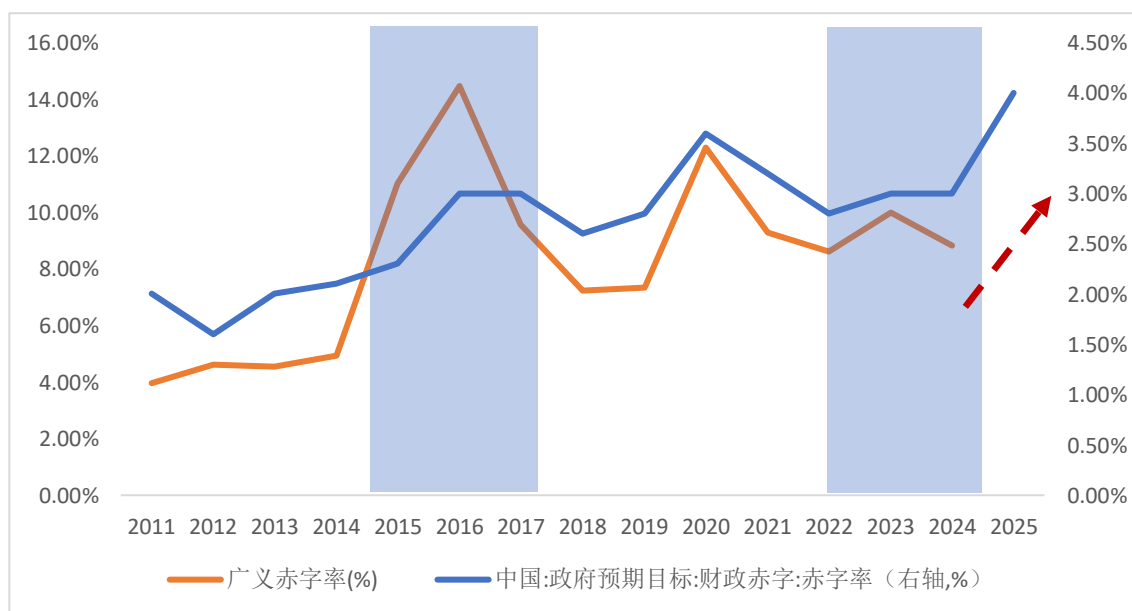
相比之下，中国上一轮刚刚结束一轮广义财政扩张，2018 年出台资管新规去杠杆。而本轮在广义财政连续多年相对较低水平，地产行业平稳去泡沫后，处于经济弱复苏阶段，财政、货币、金融等政策储备充足，具备较强的博弈优势。适度宽松的货币政策箭在弦上，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，财政政策仍有进一步扩张空间。2025 年 2 月习总书记出席民营企业座谈会，3 月政府工作报告多次提及“民营”，进一步释放支持民营经济发展的强信号。并且基于此前特朗普 1.0 的经验，丰富政策工具箱以提供充足缓冲，自 2018 年以来发展

企业出海，拓展新兴市场，共建“一带一路”构建周边命运共同体，对美出口依赖度已大幅降低，由 2018 年占中国总出口额的 19.24%逐步降低至 2023 年的 14.80%，下降 4.43pcts。

内部准备明显增加，宏观政策强调打好组合拳，将以超常规力度提振国内消费，以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场。金融层面政策频出，央行开设互换便利及股票回购增持再贷款等金融创新工具为市场提供充足流动性，中央汇金等国家队作为类平准基金在必要时救市，大力推动险资等中长期资金入市，上市央企带头回购股票坚定看多。

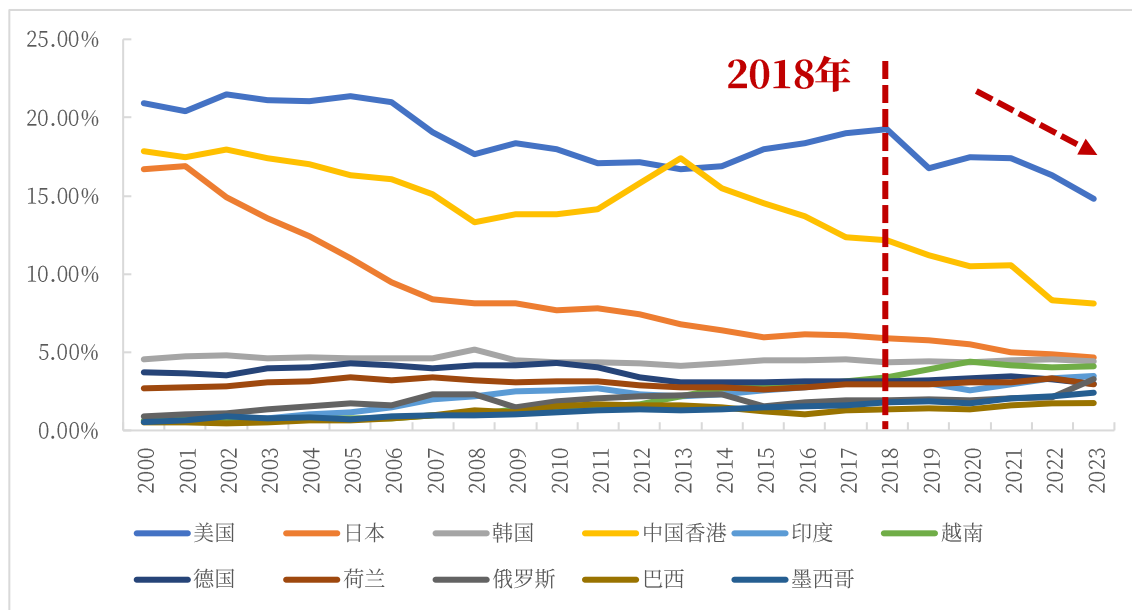
此外，此前支撑美股的科技一枝独秀叙事在本轮被 DeepSeek 打破，DeepSeek 证明中国在本轮人工智能科技产业革命浪潮中处于领先水平，有望成为驱动中国经济增长、支撑 A 股中期走牛的新动能。

图6 中国财政周期位置（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图7 对美出口依赖度已大幅降低（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

投资建议：

美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，同时参考上一轮中美贸易摩擦，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

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