太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-01

宏观研究报告

经济复苏等于工业用大宗商品价格持续上行？

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email：yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

核心观点：

商品价格的波动归根结底是供需两端的衡量。2020 年全球经济受疫情影响大幅下行，而工业用大宗商品价格反而开启了一波快速上涨，这离不开中国房地产与基建基本不受疫情影响且有更好表现的支撑。与 2006 年的经济过热、2009-2011 年的中国经济刺激计划以及 2016 年的中国房地产去库存或多或少都有相同之处。2021 年工业用大宗商品会如何表现？我们认为，供需的逻辑不能用一句“全球经济复苏”简单的概括，从工业用大宗商品的使用领域：房地产、基建、汽车、电气电子产品制造业等观察，2020 年中、美的需求并不算差，尤其是中国的部分需求甚至优于疫情前。因此，2021 年需求端还有多大的增量，值得商榷。从生产恢复与产成品库存观察供给端，商品生产确实受疫情影响，但分化也比较明显，并不是所有的产品都有强烈的补库存需求。另外，2021 年全球央行继续“放水”助攻的可能性在下降。美元指数的反转概率也大于继续下行。综合考虑，我们认为对工业用大宗商品的价格不能抱有不切实际的幻想。

风险提示：宏观经济政策的超预期退出。信用风险向政府隐性债务扩散。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

一、工业大宗商品的需求不稳，生产受抑 3
（一）房地产需求 4
（二）基建的需求 5
（三）工业生产需求 9
二、工业大宗商品库存分化 11
三、美元会不会助攻 14
四、大宗商品的资金支持 15

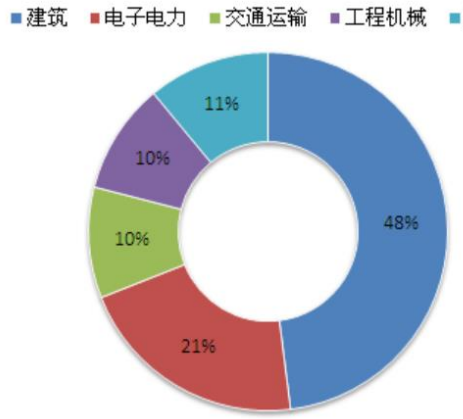
图 1：国外精铜的消费结构 3
图 2：国内精铜的消费结构 3
图 3：铝的消费结构 3
图 4：钢铁的消费结构 3
图 5：OECD 美国家庭净储蓄率预测 4
图 6：美住房抵押贷款利率 4
图 7：美新屋销售及新开工同比 4
图 8：美新屋待售套数 4
图 9：美新屋待售套数 5
图 10：美住房自由率与住宅建造支出 5
图 11：美国公路建设资金来源 9
图 12：美批发商销售额电气和电子产品（同比） 10
图 13：美工业生产指数：电气设备及部件（同比） 10
图 14：没批发商销售额汽车及汽车零件（同比） 10
图 15：美工业生产指数：汽车和零部件（同比） 10
图 16：美批发商销售额电脑及电脑外围设备（同比） 10
图 17：美工业生产指数：计算机和电子产品（同比） 10
图 18：中国通讯器材类限额以上消费（同比） 11
图 19：中国工业增加值：计算机通信电子（同比） 11
图 20：中国机械及器材产成品库存（同比） 12
图 21：中国计算机、通信设备等产成品库存（同比） 12
图 22：美计算机及相关产品存货量（同比） 12
图 23：美信息技术产品存货量（同比） 12
图 24：国内铁矿石港口库存 12
图 25：全球主要矿厂铁矿石产量 12
图 26：LME 铝期货总库存 13
图 27：国内电解铝库存 13
图 28：LME 铜期货总库存 13
图 29：国内铜库存合计 13
图 30：美联储月度资产负债表同比增速 15
图 31：美财政部一般账户余额与美联储扩表趋缓 15
图 32：ICE 美元非商业净多仓与美元指数 15
图 34：全球六大央行 M2 与 CRB 工业原料、金属指数 16
图 35：LME 投资基金净多仓与 LME 铜期货价格 16
图 36：LME 投资基金净多仓与 LME 铝期货价格 16

商品价格的波动归根结底是供需两端的衡量。2020 年全球经济受疫情影响大幅下行，而工业用大宗商品价格反而开启了一波快速上涨，这离不开中国房地产与基建基本不受疫情影响且有更好表现的支撑。与 2006 年的经济过热、2009-2011 年的中国经济刺激计划以及 2016 年的中国房地产去库存或多或少都有相同之处。2021 年工业用大宗商品会如何表现？供需的逻辑不能用一句“全球经济复苏”简单的概括，要明确相比于 2020 年哪些需求还会额外扩张，哪些需求可能出现收缩，哪些领域又有补库存的要求。另外，全球央行还会不会“放水”助攻，大宗商品的计价货币美元又该如何演绎？我们一一进行探讨。

一、工业大宗商品的需求不稳，生产受抑

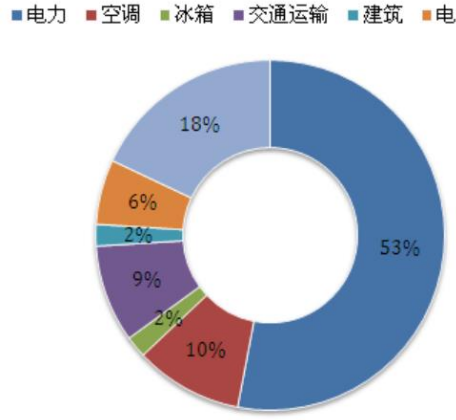
2021 年，更为具体的从钢铁、铜、铝等大宗商品看，三者的消费结构更偏向建筑、电子电力、家电以及交通运输行业。因此对其偏多的预期可能在经济的复苏——中国、美国的房地产、基建，全球的工业生产回升以及美元的继续贬值等三个方面。

图 1：国外精铜的消费结构



资料来源：亚洲金属网，太平洋研究院整理

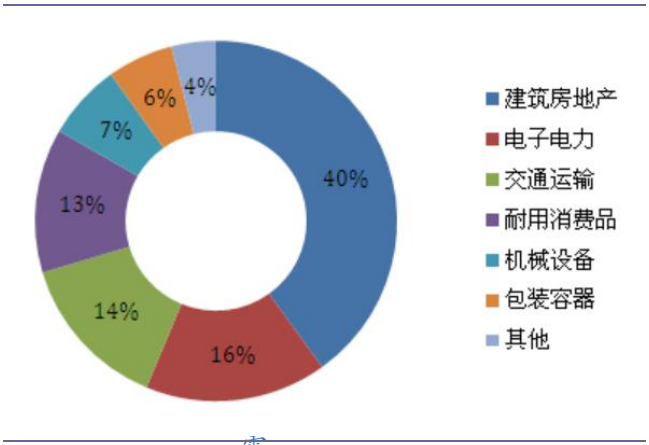
图 2：国内精铜的消费结构



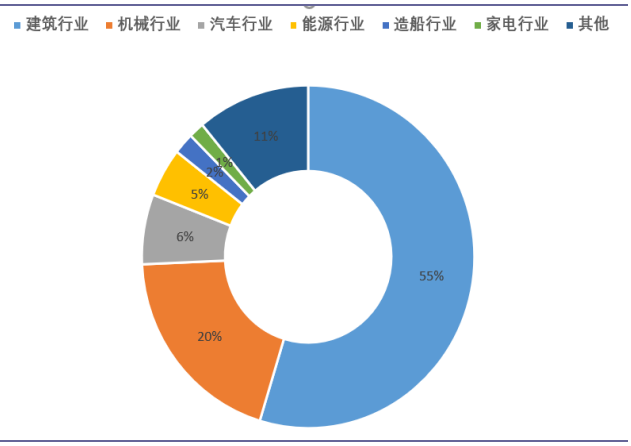
资料来源：亚洲金属网，太平洋研究院整理

图 3：铝的消费结构

图 4：钢铁的消费结构



资料来源：亚洲金属网，太平洋研究院整理



资料来源：国家统计局，太平洋研究院整理

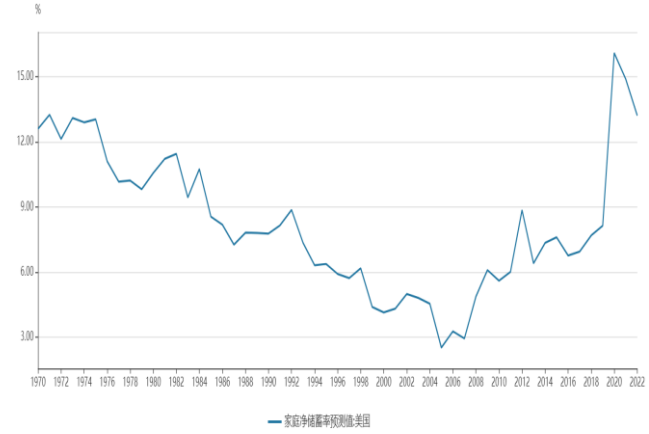
需求

（一）房地产的需求

中国的房地产投资需求 2020 年表现并不差，全年预期将低于 2019 年的年度增速 2-2.5 个百分点。在目前房地产调控趋严的环境下，2021 年房地产投资除去基数效应，要想较 2020 年再有可观的边际上行比较难。

2020 年美国的新建住房销售季调后的环比折年数已创下了 2007 年以来的新高。已开工的新建住宅同样如此。究其原因来看，首先是货币宽松下的贫富差距扩大以及居民储蓄的增长。其次是疫情导致的居家需求。第三则是美联储宽松货币下的利率走低。

图 5：OECD 美国家庭净储蓄率预测



资料来源：wind，太平洋研究院整理

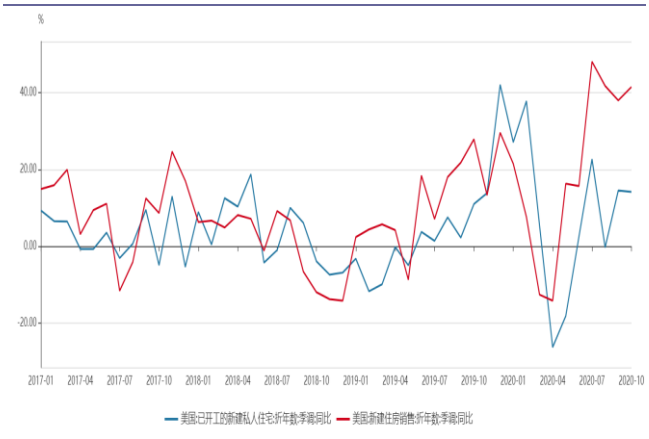
图 6：美住房抵押贷款利率



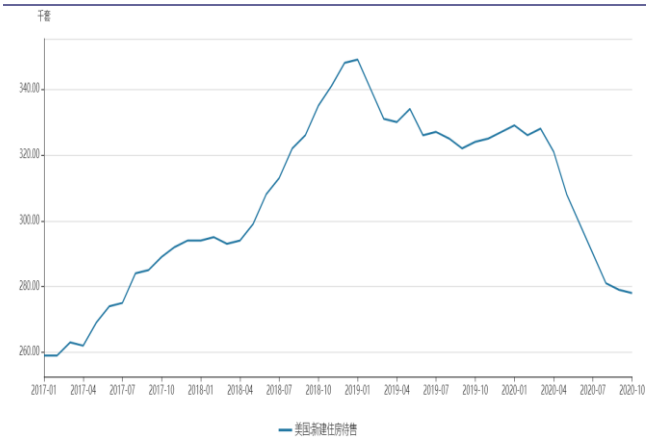
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 7：美新屋销售及新开工同比

图 8：美新屋待售套数



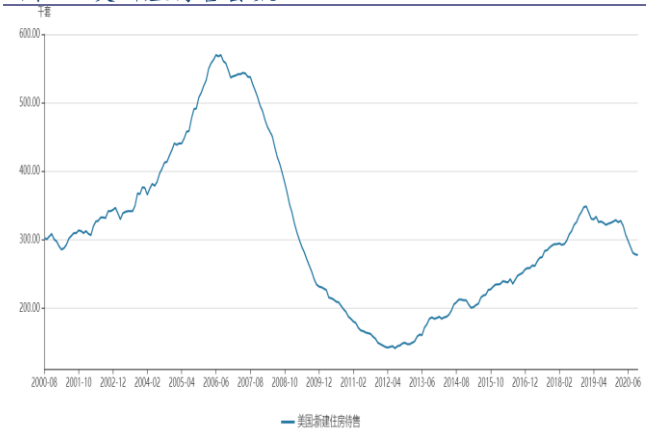
资料来源：wind，太平洋研究院整理



资料来源：wind，太平洋研究院整理

上述三个原因中，利率大概率将在 2021 年边际上行，导致新屋销售持续提升的概率降低。但对于新屋建设，则有正反两方面的因素考量。一方面是新屋库存偏低，可能引发补库的需求。另一方面住房自有率达 2009 年以来的新高，又可能抑制住房建造支出。由此，我们只能得出美国 2021 年新屋建造不会快速下行的结论。

图 9：美新屋待售套数



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 10：美住房自由率与住宅建造支出



资料来源：wind，太平洋研究院整理

（二）基建的需求

2020 年中国的基建实际增速，再一次印证我们对基建偏悲观的观点。中国 2021 年的基建在政府债务收缩的影响下预期将低于 2020 年的增速，投资总量能持平于 2020 年就很好（具体可参考我们过往的报告）。2021 年基建的边际增量争议还在美国，即对拜登基建计划的期待。为此我们查阅了美国基建建设的相关法律。下面以美国公路为例探

讨。

1.对美国公路项目的权属划分

美国公路项目的建设和管理中涉及三项基本权属：公路资产所有权、公路项目行政管理权和公路建设财政事权（支出责任）。

其中，所有权依土地归属而定，分为联邦、州、地方政府所有的公路；行政管理权依从于所有权而定。

较为特殊的是财政事权。财政事权与所有权及行政管理权并非统一于“谁出资、谁建设、谁管理”这一理念。原因在于，美国联邦长期资助州和地方的公路建设。因此，出现由美国联邦承担财政事权（支出责任）的公路项目，即联邦资助公路项目（FAHP）。进而，美国联邦资助项目（FAHP）的公路建设及管理形成了联邦对其承担财政事权（支出责任）项目的管理，联邦与州共管、联邦委托州和地方具体管理的模式。

这类资助项目的范围和联邦出资情况，随着时代变迁和公路发展的不同阶段，均在不断变化。例如，1956 年以后，联邦主要资助的对象转移到州际公路建设上。到 20 世纪 90 年代后，随着州际公路建设的基本完成，联邦资助又转向了州际公路、国家公路系统以及多式联运项目的建设、改善和提升等领域。

为探讨联邦与州和地方在公路基建项目中的关系，本文将联邦资助公路项目（FAHP）作为主要讨论对象。从立项授权、融资结构、项目审批等几方面进行说明。

2.联邦资助公路项目立项授权流程

在美国联邦公路的投融资和预算管理中，首要的和最为关键的一步是立法授权。联邦公路项目的预算周期，始于国会制定和颁布的这种授权法案。在规定的期限内，授权法案不仅设立了项目，也设置了资金额度。公路授权立法的职责，由国会特别授权委员会及相应的小组委员会承担。

立法授权步骤：

（1）预算编制

通常情况下，美国联邦交通运输部编制预算提案，涉及公路的业务部门为联邦公路局。经由总统行政管理与预算办公室审核后，联邦政府将包括公路项目在内的综合交通预算提案提交美国国会。

（2）国会预算审批（即进行公路授权立法）

国会开展授权立法的第一步是听证。举行听证会的目的，是听取相关机构组织、公民、国会议员和行政部门对未来联邦公路项目发展的意见。

听证结束后，各小组委员会开始筹备公路授权立法的起草工作，将听证获取的信息、

本届国会会议期间提交的建议等进行充分考虑。

参众两院独立通过各自议案后，双方议案间的分歧通过国会共同委员会调节，最终达成一个双方都能接受的议案。共同议案经参众两院表决通过后，递交总统签署生效。

（3）资金授权

情况一：拨款法案（为授权资金的使用和分配进行二次立法）

针对使用“预算资金投资”的项目。在第一阶段授权法案通过后，仅设置了项目的资金上限，不允许项目启动。需进行拨款法案立法。拨款法案是对支出承诺和资金偿付的前置条件。在拨款法案中，国会确定可用于项目的实际金额，有可能会低于授权法案中的水平。资金来源，可以是一般财政预算资金、也可以是公路信托基金。

情况二：合约授权（通过授权法案即可授权可使用金额）

针对符合美国法典第23卷第1章有关合约授权的规定和要求且资金来源必须来自公路信托基金的项目。此种情况下公路项目无需经过二次立法，根据授权法案即可获取资金使用额度（大部分联邦公路项目不需要通过“情况一”进行）

3.授权资金拨付与分配

（1）资金拨付

联邦公路项目的资金拨付实行偿付制（报销制），而不是预付制。即使授权额度已经分配给了各州，但此时各州并没有获得实际的资金分配。只是获得了联邦资金使用的承诺额度。

当实际的工程费用发生后，联邦政府对符合规定的部分予以报销偿付，偿付的额度只是联邦政府应承担的份额。

（2）资金分配

对于大多数联邦公路项目，联邦公路局基于法定公式分配资金。基于法定公式的资金分配，通常是在联邦财年的第1天（10月1日）进行。根据联邦批准的项目，相应的资金承诺分配给各州。各州根据联邦批准的项目申请资金。此时分配的不是实际资金，而是资金额度。在资金分配时，每一个符合条件的州都可获得一定的资金份额。资金一旦分配，就不能收回，除非国会另有规定。

对大部分联邦公路项目资金使用年限，法律规定的可用时间为4年。但也有一些项目的资金，可以到用完为止，并被称为“无期限”资金。在规定时间内，联邦承诺的资金额度尚未用完，剩余额度将被终止使用。

注：州政府一旦选择参加联邦的交通资助方案，则必须满足联邦政府提出的指南和标准。大额联邦资助资金对州政府具有较大吸引力，因此，联邦政府通过联邦财政资助，

制定指南、标准和相关的政策从总体上来强化联邦政府对公路交通系统的控制。

4.资金结构

总体来看，对于联邦承担支出责任的项目，其资金结构有以下特征。一是联邦负责出资，州和地方负责执行；二是联邦并不全部出资，需要州和地方配套资金；三是联邦资金全部用于建设支出，州和地方负责管理机构运行支出和项目日常维护支出。

其中一、二点体现了联邦对于不同项目有出资量比例不同的现象。针对第一种情况，即联邦承担100%投资的项目，通常为急救助项目、生命安全项目和一些安全工程项目。

第二种情况则略微复杂。首先，对绝大多数公路项目，联邦承担比例为 80%。较少数例外情况，如修建州际公路，联邦承担比例则为 90%。此时，即便联邦承担大部分投资份额，仍然需要州政府和地方政府提供配套资金。

由此首先介绍联邦政府投资资金来源，后关注州政府配套资金来源。

联邦政府投资资金来源

联邦公路信托基金

美国公路资金的来源主要是以燃油税和车辆使用税为主的联邦公路信托基金。

联邦公路信托基金的建立是由 1956 年《联邦政府资助公路法案及公路税收法案》提出的，此法案规定了联邦公路信托基金的来源是“公路使用者税收”。

此后出台的法案，如冰茶法案、续茶法案和ＳＡＦＥＴＥＡ－ＬＵ法案等，依然规定美国公路资金的来源是联邦公路信托基金。2014 年的《美国成长法案》规定，在公路信托基金的基础上，建立一个新的公路运输信托基金。下面将联邦公路信托基金融资的变化。

《冰茶法案》起大致模式：公路信托基金主要是依靠征收 18.4%的汽油税和 24.4%柴油税实现融资；当全国的燃油税不足以支持基金时，政府会从全年的财政税收中拨款用于公路的管理和建设。

《美国成长法案》（由于资金缺乏导致资金来源调整）：成长法案中公路资金主要来源于公路运输信托基金，该基金将保持公路信托基金和大众运输基金账户，资金将主要依赖于天然气税收入和 1500 亿的企业税储蓄。

其他税收项目

过路费、普通税收拨款、财产税、其他专门税收、杂项、债券（杂项收入中包括信托基金利息收入；债券收入中不包括短期借款及扩大发行债券）。

州政府配套资金来源

州和地方政府财政资金私人捐款；通过私人捐赠的资产或土地抵押融资；收费收入

质押融资；其他联邦机构的资金，如联邦土地管理机构的资金；联邦土地公路项目的资金等。

图 11：美国公路建设资金来源



资料来源：wind，太平洋研究院整理

从以上的分析中不难看出，对于大型基建项目，联邦承担部分支出责任，然而，随之而来的是要求地方政府建设项目接受联邦监管并满足联邦标准。换言之，拨款具备多项附带建设要求与条件，降低了地方政府的积极性。对于中小型基建项目，目前则主要由地方政府发型债券进行融资。而地方政府又面临融资难、负债多的困境。

这也是特朗普当年竞选时的基建承诺难以成行的原因。美国的基建资金来源主要部分是使用者税费收入。在特朗普主导的减税政策下，联邦政府作为主要出资人很难拿出足够的资金支持基建。因而特朗普政府寄希望以仅 2000 亿联邦资金撬动 1 万亿地方及私人融资，即通过 PPP 筹集建设资金。

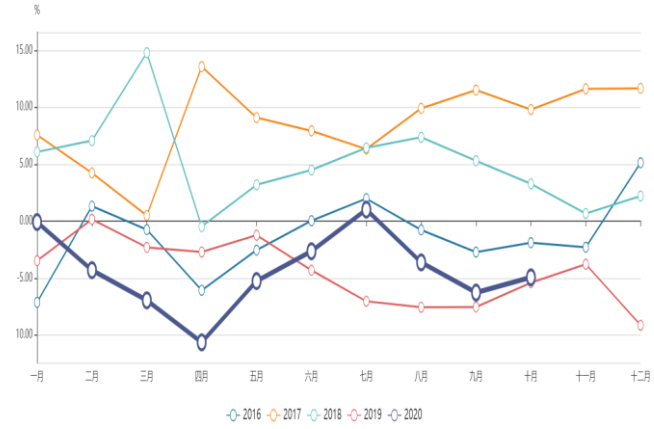
再看拜登政府。拜登及其竞选团队公布的基建计划旨在改造美国的基础设施和能源行业，意在遏制气候变化并刺激经济增长。资金来源上则是依靠增加税收。拜登在 2020 年 7 月公布的基建与就业计划中，提出要在四年内花费 2 万亿美元用于基础设施建设与能源产业。该计划提及取消特朗普政府颁布的减税政策，并增加对大企业以及富人的税收。虽然目前民主党掌控参众两院，但疫情在美国仍未结束的情况下，能否筹措足够的税收仍是个需要面对的实际问题。假设 2021 年疫情在美国逐步结束，2022 年就要迎来中期选举，共和党在众议院仅落后 11 个席位，在参议院与民主党打成平手的情况下，国会的控制权中期选举时会不会易手？拜登的工作还要抓紧，时间似乎并不充裕。

（三）工业生产需求

工业生产需求，我们重点关注电子电力行业的生产。理论上，疫情影响下，全球的

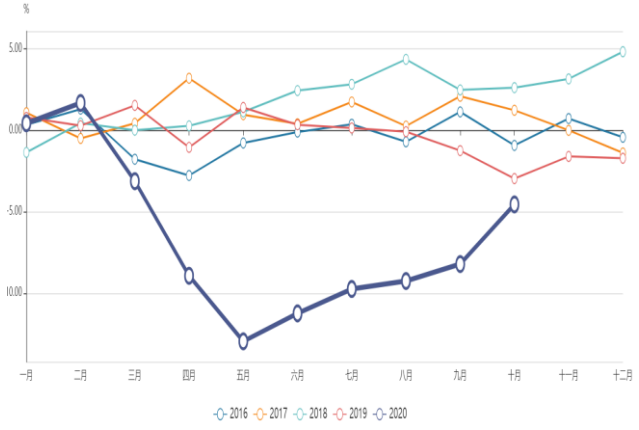
失业现象高企，居民收入受抑制，消费将集中于抗疫物资及必选消费。对于诸如家电、电子产品等耐用品的可选消费则会延后至疫情得到控制，经济整体回升、就业回升之时。实际的情况来看，结果与理论逻辑略有偏差。电气及电子设备、汽车等的消费情况目前并不差于 2019 年，但从生产情况来看，汽车的生产好于 2019 年，电气及电子设备则明显弱于 2019 年。这也表明美国对电气及电子设备的消费部分由进口补充。欧洲 27 国的情况与美国类似。

图 12：美批发商销售额电气和电子产品（同比）



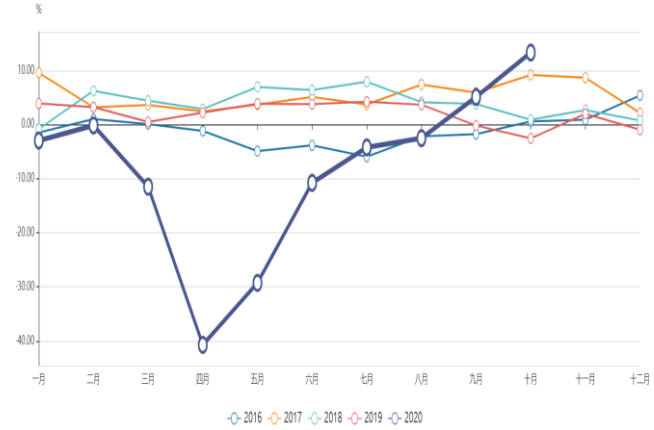
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 13：美工业生产指数：电气设备及部件（同比）



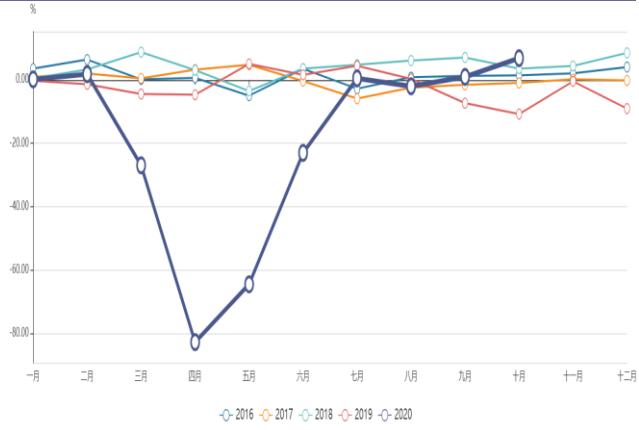
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 14：没批发商销售额汽车及汽车零件（同比）



资料来源：wind，太平洋研究院整理

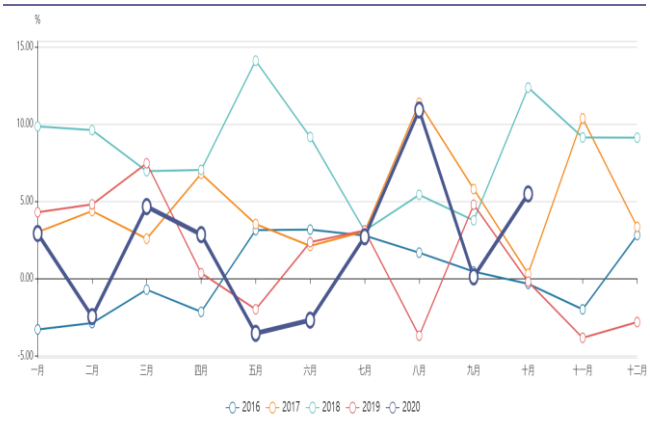
图 15：美工业生产指数：汽车和零部件（同比）



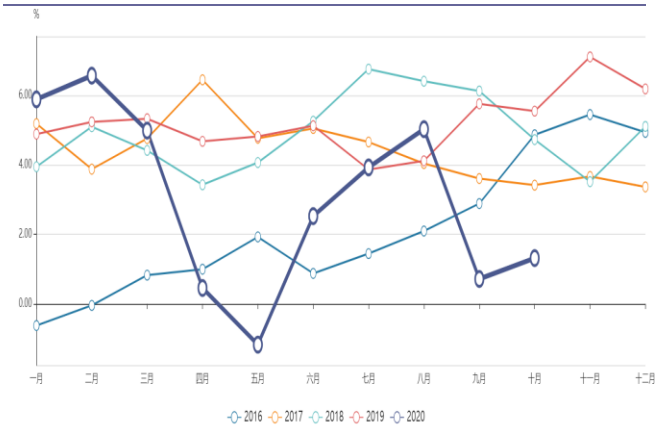
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 16：美批发商销售额电脑及电脑外围设备（同比）

图 17：美工业生产指数：计算机和电子产品（同比）



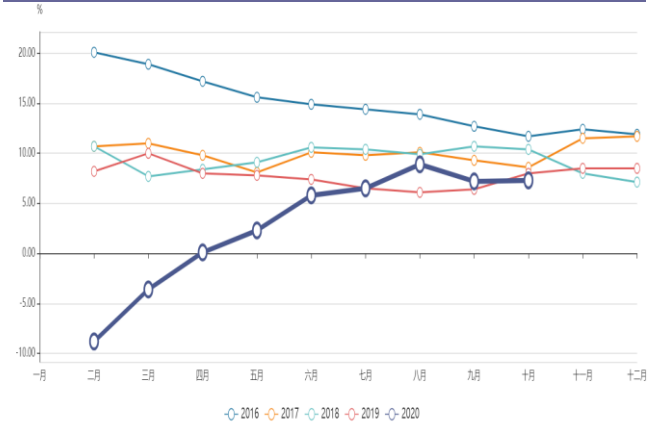
资料来源：wind，太平洋研究院整理



资料来源：wind，太平洋研究院整理

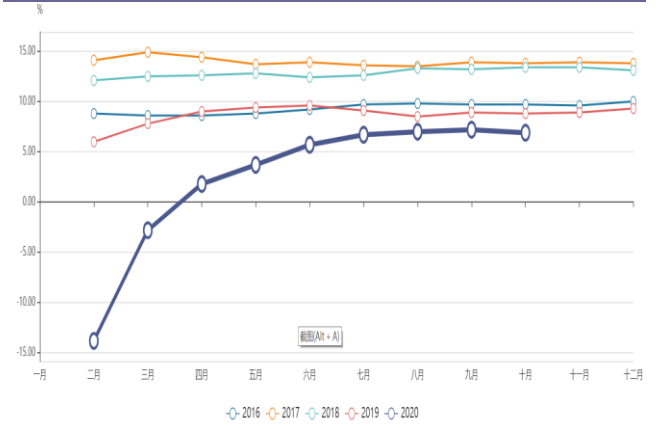
中国的情况则基本符合理论逻辑。

图 18：中国通讯器材类限额以上消费（同比）



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 19：中国工业增加值：计算机通信电子（同比）



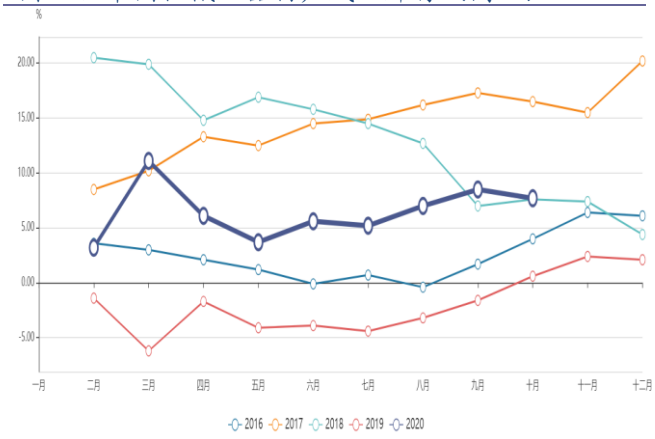
资料来源：wind，太平洋研究院整理

综上来看，全球对于电气电子以及汽车的消费受疫情的影响有限，疫情对生产的影响相对更为明显。接下来我们观察的库存的变化。

二、工业大宗商品库存分化

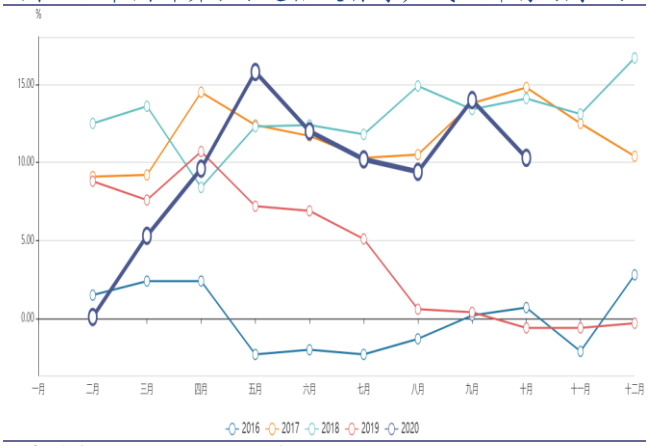
综上分析来看，边际的增量需求并不在传统的房地产与基建。那么关键可能还在制造业生产的恢复。2020 年电气电子消费下半年回升较快，生产却相对迟缓，一方面可能受产成品库存影响，供给侧仍未坚定补库的信心，仍处于去库阶段。另一方面可能也在观察消费增长的可持续性，以及边际增幅扩大的可能性。从产成品库存观察，中国的产成品库存的确要高于 2019 年同期水平，美国则相反，产成品存库明显低于 2019 年同期。那么仅从补库存的角度，美补库存的确定性更高。

图 20：中国机械及器材产成品库存（同比）



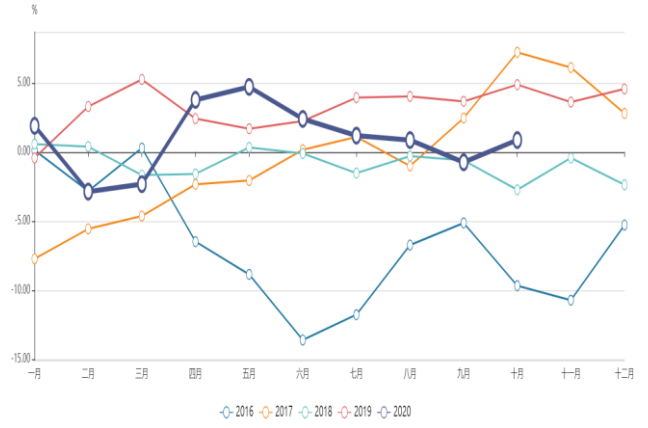
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 21：中国计算机、通信设备等产成品库存（同比）



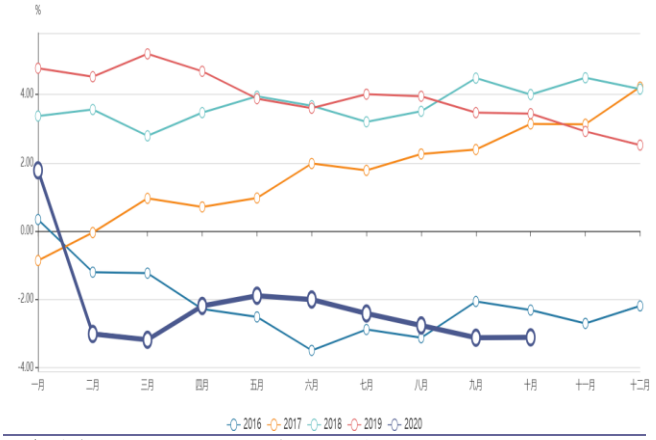
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 22：美计算机及相关产品存货量（同比）



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 23：美信息技术产品存货量（同比）



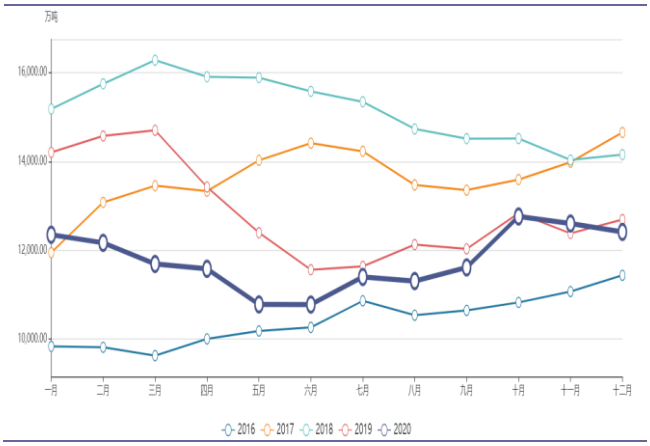
资料来源：wind，太平洋研究院整理

假设美国生产扩张的逻辑正确，2021 年工业大宗商品需求端最可期待的边际增量是电子类制造业的扩张，而非房地产与基建。总体需求来看，2021 年在考虑低基数的情况下，需求增长恐怕也就是往年正常增幅的平均水平。供给端观察，从国内历年库存同期水平比较，2020 年铁矿石、铝、铜均基本能达到 2019 年同期的水平。而全球生产库存水平 2020 年相比于 2019 年，铁矿石四大矿厂生产情况明显向好，铝库存基本持平，只有铜库存稍有差距。结论：供需两端有失衡现象，但失衡情况并不严重。

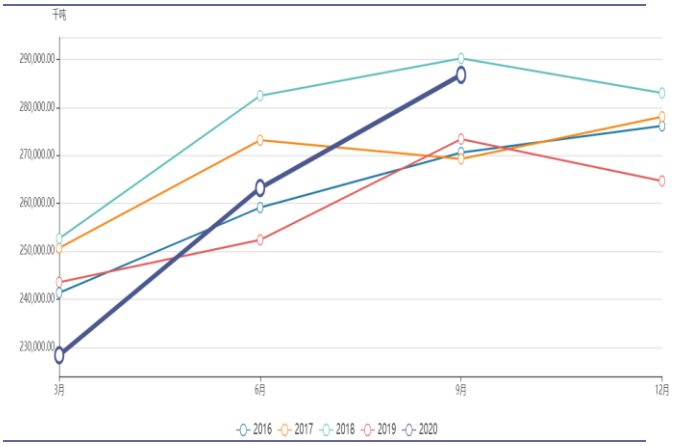
图 24：国内铁矿石港口库存

图 25：全球主要矿厂铁矿石产量

请务必阅读正文之后的免责条款部分

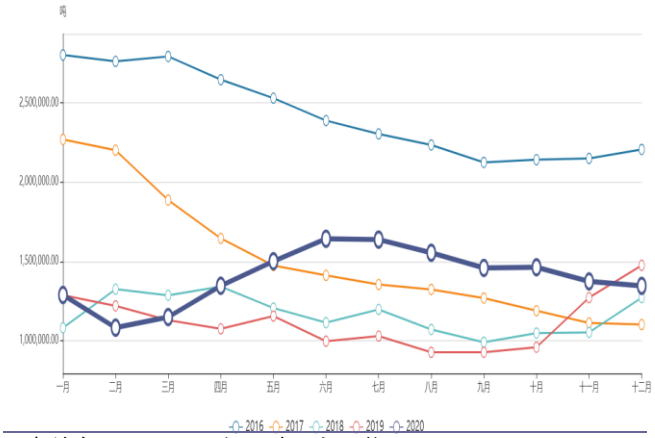


资料来源：wind，太平洋研究院整理



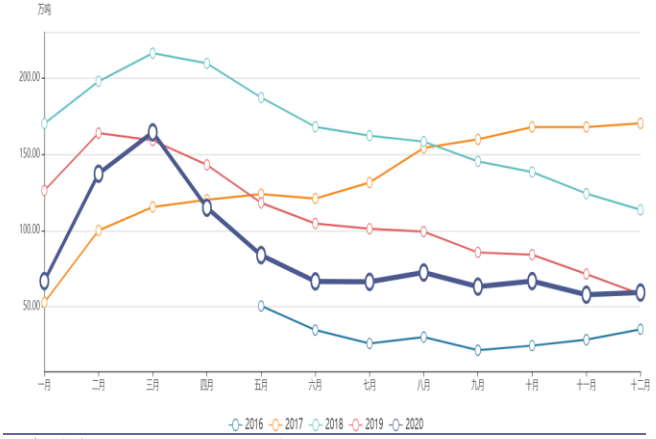
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 26：LME 铝期货总库存



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 27：国内电解铝库存



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 28：LME 铜期货总库存

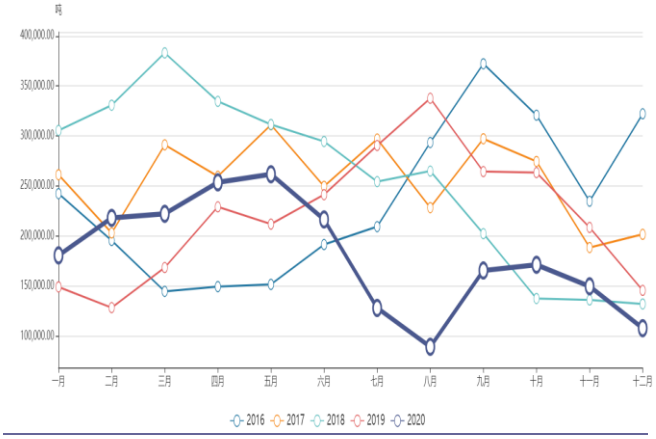
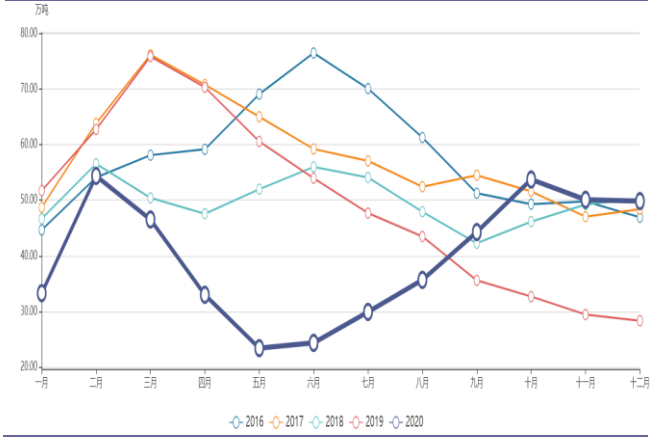


图 29：国内铜库存合计



请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：wind，太平洋研究院整理

资料来源：wind，太平洋研究院整理

三、美元会不会助攻

对大宗商品价格上行的判断离不开对美元继续贬值的预期。美国新一轮刺激措施带动的美联储扩表，美国疫情加重导致的美国经济回暖再次放缓，甚至 2021 年的恢复不及全球其他主要经济体的预期，促成了对美元疲软的预判。

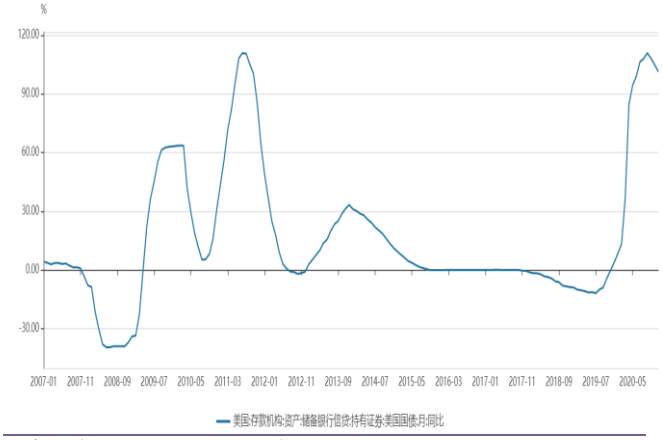
美国 9000 亿刺激计划已出，规模中规中矩，市场表现平淡，美元主要受英国顺利脱欧导致的英镑汇率上行影响，出现小幅贬值。佐治亚州最后两个参议院席位花落民主党，民主党可谓大获全胜。市场最大的预期应该是新一轮刺激措施，正如拜登在参议院竞选的最后几天在佐治亚州说道：如果获胜，那张 2000 美元的经济刺激支票将立即送出去，以帮助那些真正有困难的人。按照拜登竞选期间的政策主张，蓝潮席卷国会后最大的两个预期是加税与更大规模的刺激。这两项政策主张对市场的影响相对矛盾，更大规模的刺激意味着美联储的继续扩表，加税又意味着对经济的结构性打击。因此，在佐治亚州结果出来之前，美股鉴于对加税的担忧先行下跌。当下，民主党已拿下参议院，特朗普又准备顺利过渡政权，市场的表现却是美国 10 年国债收益率上行，稳定在 1%以上。美股上涨，黄金下跌。这似乎并不符合市场对美联储扩表的预期，通胀的预期，对加税的预期。怎么理解？

拜登在民主党掌握参议院后，宣布了要公布数万亿美元的刺激方案，按照之前佩罗西主张的 2.3 万亿刺激方案，剩余刺激方案规模估计在 1.4 万亿左右。高盛预计拜登新一轮刺激计划的规模 7500 亿左右，也就是说新一轮能通过的刺激规模可能更小，对比 9000 亿刺激计划出台时的市场平淡表现，新一轮刺激计划非市场主流影响。美国财政部 TGA 还有 1.6 万亿美元的存量，除应付接下来的 9000 亿+7500 亿支出外，保留日常 3500 亿左右的余额，确需扩大部分发债规模，但规模环比扩张幅度应该不大，完全不同于美联储 4 月开始的急速扩表。且从美联储 12 月会议纪要来看，美联储已经开始考虑缩减 QE，只是会效仿 2013-2014 年平缓递减（2013 年美联储资产购买仍在增加，2014 年 1 月美联储资产购买增速开始下降，同年 10 月宣布宣布停止新增购买金融资产，仅以到期本金进行再投资，2017 年 10 月才开始削减资产规模）。因此，刺激计划导致的美联储扩表预期也应该被淡化。通胀预期实际源于美债交易预期，实际按照美联储对 2021 年的预期，PCE 物价指数同比仅为 1.8%，因此通胀预期同样非主要矛盾。而加税预期在没有进一步的官方信息之前，其预期只在民主党对国会的掌控确认之前的短期内有效，后续预期再起要等待拜登政府的跟进表态。

那么什么才是主流因素？美国经济复苏！黄金价格在拜登被国会认定为新一届美国总统后下跌，很好的诠释了此刻市场交易遵循的是“金发姑娘原则”。即美国经济复苏，同时通胀还不高，美联储也没有进一步松紧的意外动作，近乎理想的经济增长状态。

另外，从美元目前的投资仓位情况看，非商业净多头持仓创下了 2008 年以来的极低水平。历史上唯一一次突破下行是在金融危机之时。全球疫情逐步进入控制阶段，目所能及的最危急时段正在过去，净多头持仓转而增加的概率更大。

图 30：美联储月度资产负债表同比增速



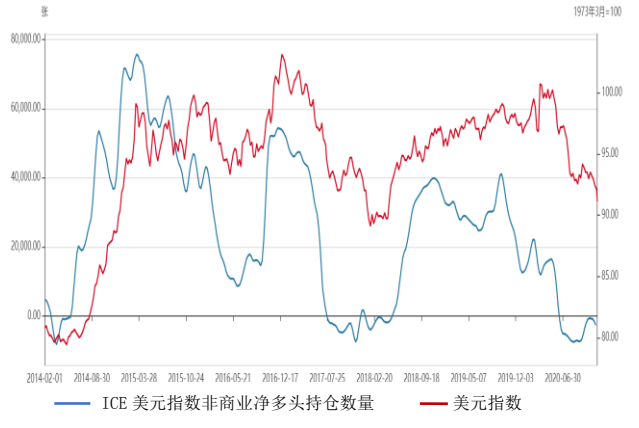
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 31：美财政部一般账户余额与美联储扩表趋缓



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 32：ICE 美元非商业净多仓与美元指数



资料来源：wind，太平洋研究院整理

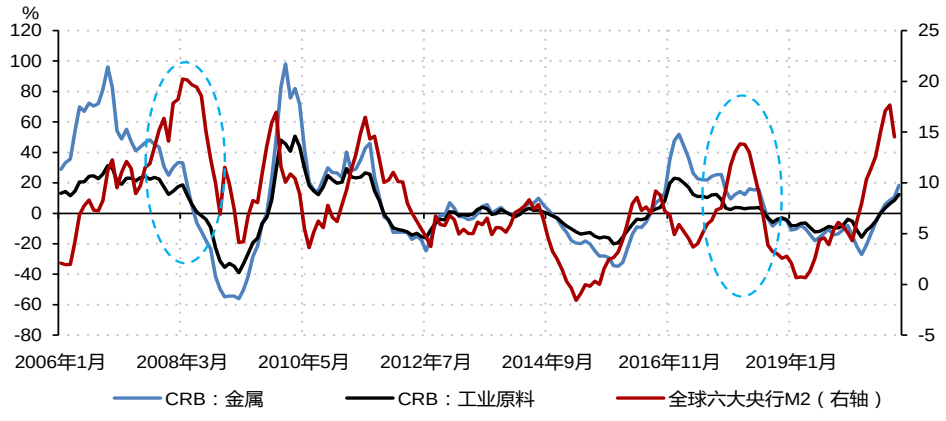
四、大宗商品的资金支持

2020 年从工业大宗商品供需矛盾角度，工业大宗商品价格上行有支撑。但 2021 年

缺口预期太强并不合理。从货币宽松的助攻角度，投机仓宽松资金的炒作 2021 年大概率也将有所收敛。实际上，从全球六大央行的货币供给扩张与工业原料、金属价格的走势可以看出，货币扩张不一定都能带来价格的上涨，反而货币不扩张，价格在 2006 年与 2016-2017 年的表现也不差，归根结底还是供需平衡的支撑。同时，我们也可以清晰的看到，货币供给的扩张对价格并没有滞后效应，那么如果 2021 年的货币供给扩张的绝对量放慢甚至停滞，货币供给同比增速受基数影响都将下行，这并不利于工业大宗商品价格的继续上行。

诚然，对于铜，国际市场还有一种供需预期，即随着全球向绿色能源切换，尤其是电动车对铜的需求是燃油车的四倍，太阳能电池板和风力农产对铜的需求是煤、石油和天然气等化石燃料发电的五倍。高盛预计到 2030 年供需缺口将达到 560 万吨。新能源革命会如何进行我们不好说，但就像 2005 年，实际缺口发生时，铜价才实现了两年的上涨。以 2030 年的缺口支撑当下的价格，预期确实超前了。

图 34：全球六大央行 M2 与 CRB 工业原料、金属指数

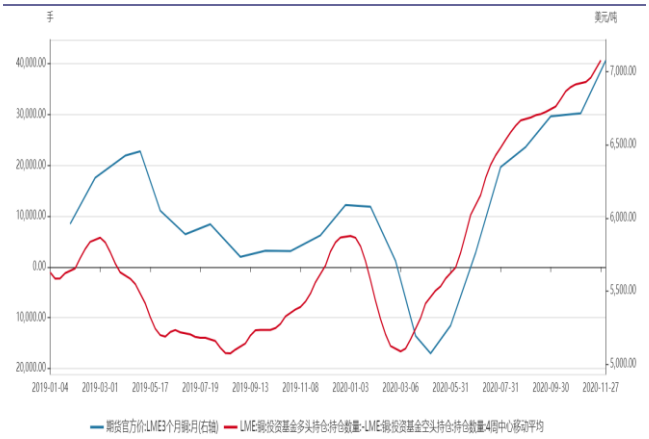


资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 35：LME 投资基金净多仓与 LME 铜期货价格

图 36：LME 投资基金净多仓与 LME 铝期货价格

请务必阅读正文之后的免责条款部分



资料来源：wind，太平洋研究院整理



资料来源：wind，太平洋研究院整理

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	Guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com

华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。