国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

资产定价报告2020

—— 兼论另类资产在大类资产配置当中的意义

分析师：郭荆璞
分析师SAC职业编号：S1130519100005

DATE： August 14, 2020

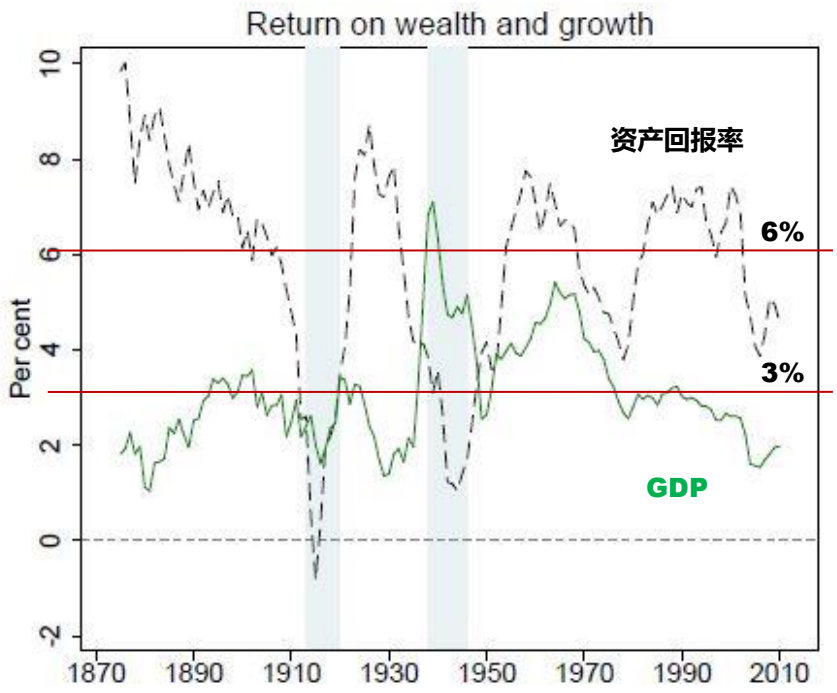
目录

- 从资产收益率角度出发看全球政治经济困局
- 2015年发生了什么？房地产为什么不行了？
- 全天候投资的知识图谱构建
- 风险提示 —— 如何看待黄金的上涨

大类资产配置的长期目标
应当是财富增值的速度超过全社会平均的经济增长

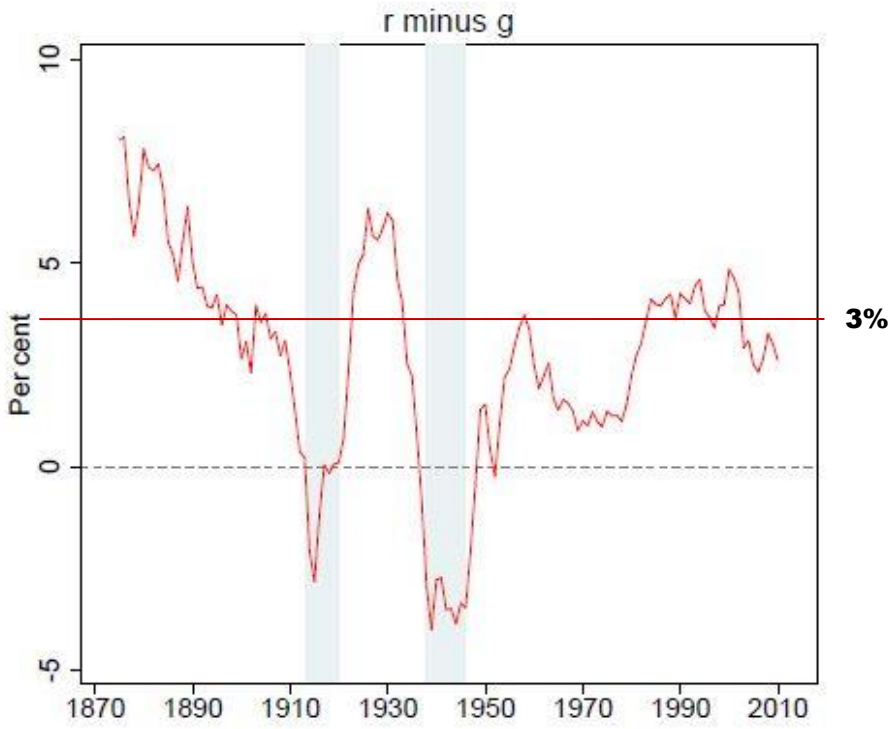
国金证券 SINOLINK SECURITIES

主要资本主义国家资产回报率与GDP



资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

主要资本主义国家资产回报率与GDP之差



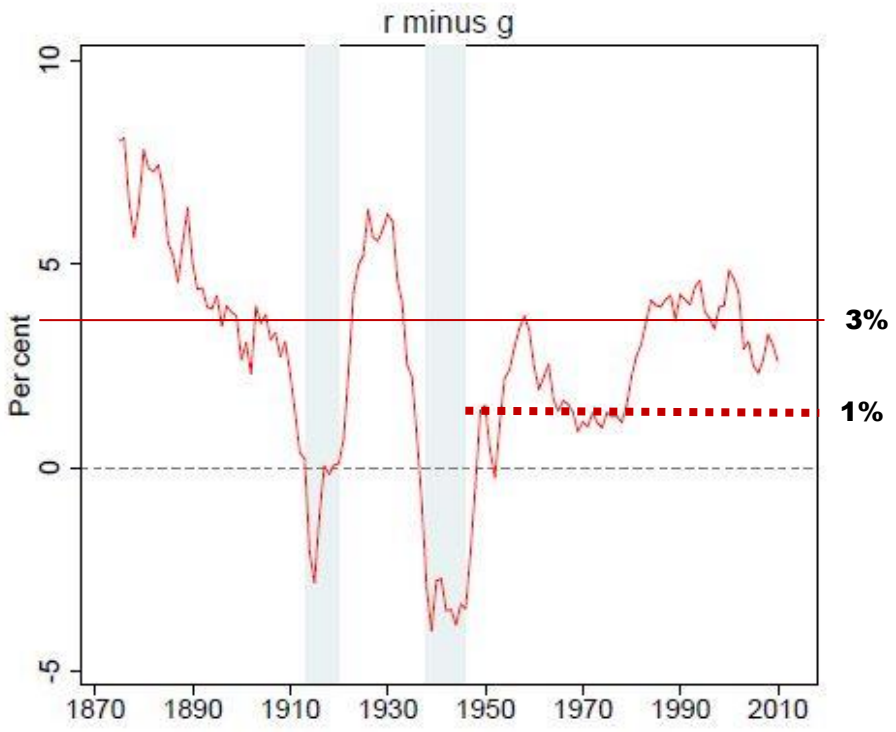
资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

财富增值的速度超过全社会平均的经济增长

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 过去150年，16个资本主义国家，按照价值加权的资产回报率(r)减去GDP(g)的平均值为3%，也就是说富人坐在家里，财富增长的速度超过社会平均增长3%
- 目前正在从2%向1%滑落

主要资本主义国家资产回报率与GDP之差



资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

我们离世界大战还有100bp

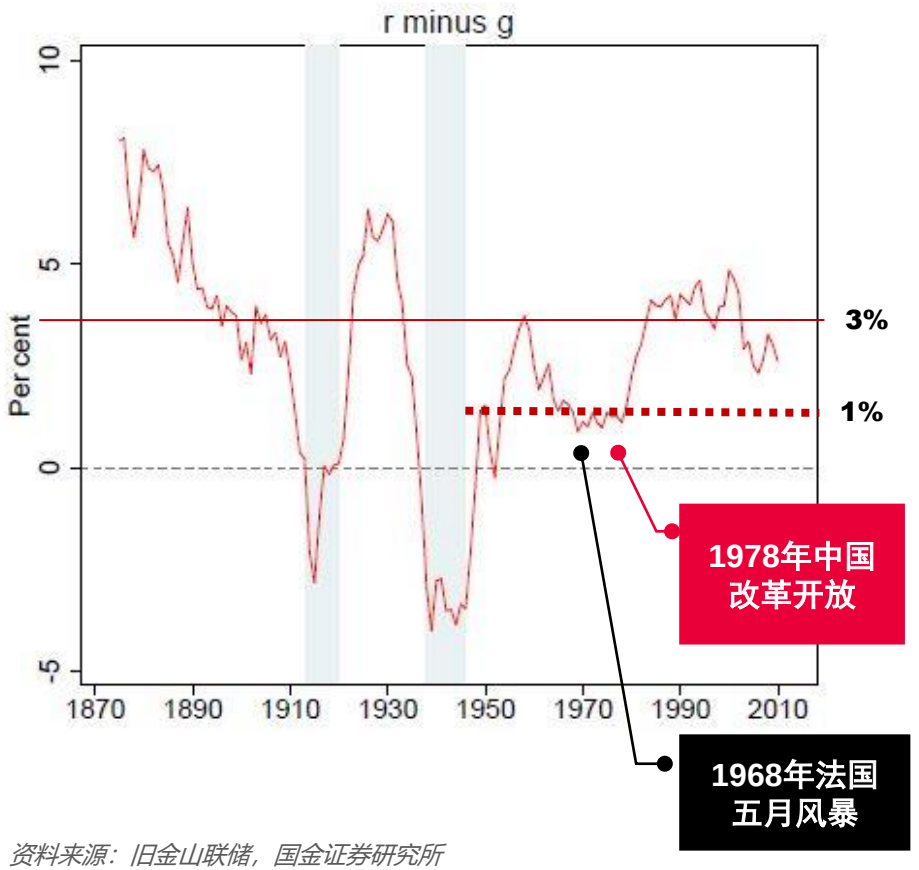
- 历史上只有两个时间段，r-g低于0，正是第一次世界大战和第二次世界大战（图中阴影时间段）

  1968~1978年，r-g低至1%左右，核武器保证了当时不会出现热战

  现在我们又回到了1968年的状况，年轻人的不满积聚

- 资产回报率低迷会导致向年轻人分配财富的道路阻塞，而资产回报率低迷的真正原因是资本变得不那么稀缺了，这是中国在过去的40年间太过成功的结果。

主要资本主义国家资产回报率与GDP之差

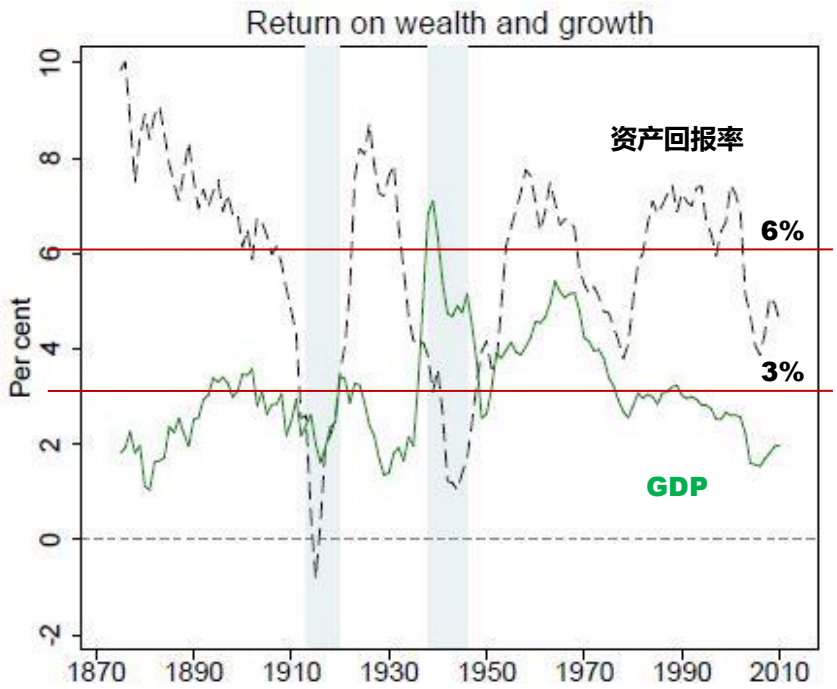


资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

资产真实回报率高峰对应社会生产力高涨的时期

国金证券 SINOLINK SECURITIES

主要资本主义国家资产回报率与GDP



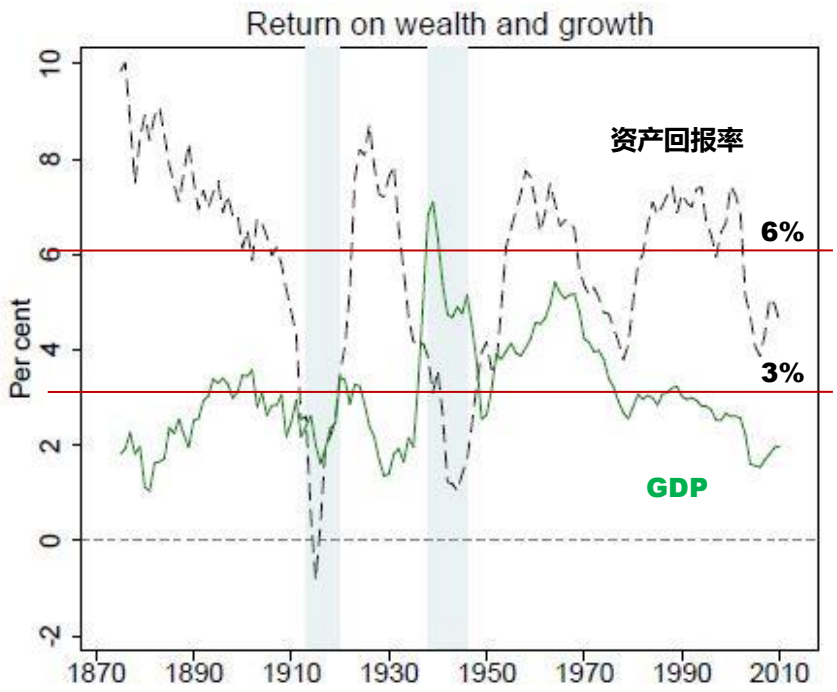
资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

- 第一次高峰：1860~1890
  第二次工业革命，资产真实回报率7~10%
- 第二次高峰：1920~1930
  第一次世界大战之后，资产真实回报率7~9%
- 第三次高峰：1950~1960
  第二次世界大战之后，资产真实回报率7~8%
- 第四次高峰：1980~2007
  中国改革开放，资产真实回报率6~8%
- 2008年之后降到不足5%

资产真实回报率高峰对应的也是资本稀缺的时期

国金证券 SINOLINK SECURITIES

主要资本主义国家资产回报率与GDP



资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

- 第一次高峰：1860~1890
  第二次工业革命，资产真实回报率7~10%
  （2000万富人，2亿劳动力）
- 第二次高峰：1920~1930
  第一次世界大战之后，资产真实回报率7~9%
  （战后资本大量消灭）
- 第三次高峰：1950~1960
  第二次世界大战之后，资产真实回报率7~8%
  （战后资本大量消灭）
- 第四次高峰：1980~2007
  中国改革开放，资产真实回报率6~8%
  （8亿富人，12亿劳动力）
- **现在呢？20亿富人，4亿劳动力**

登陆火星拯救资本市场

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 增加分子不可能依靠人口，那就要靠科技
- 站在1980年，向后看20年你会看到哪些科技进步？个人电脑、互联网、智能手机的雏形等等等等，今天激动人心的科技发展明显不足。
- 未来10~20年，激动人心的科技发展是什么？

  人工智能在下棋
  生命科学在鼓捣长生不老药

  看起来登陆火星还算靠谱一点。。。

站在2015年向后看30年，三类资产可以配置

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **2015年发生的巨大转变，意味着全球资产的远期真实回报降到了异常低的水平上，几乎为0。**

- **第一类资产是名义回报高增长的，可以通过推高当期估值来使其真实回报降到0**：

✓ 中国“核心资产”：消费增长的确定性
✓ 美国科技股

- **黄金的真实回报是0**

- **第三类资产是名义回报增长不多，但是名义回报率很高的资产**，比如水电

✓ 发达国家的水电、水务、燃气资产
✓ 中国的城市基础设施，包括城市燃气、水务、发电资产（既包括水电也包括火电）

资产配置的框架下面如何看科技股?

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **很显然，中国的科技股并不属于前述的三类资产。**
- **科技股的长期观点是算力的竞争**：

✓ 算力是未来世界的一般等价物和通用商品，控制算力意味着控制货币发行

✓ 面板、存储、人工智能的区别

✓ 视频会议与自动驾驶

- 科技股的核心因素是收入增长

科技股与周期股的比较

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **股票的回报率来自于股息率、增长率和投机回报，也可以概括为收入扩张、利润率扩张和PE增长。**

$$\text{股票市值} = \text{公司收入} \times \text{净利润率} \times PE$$

$$\text{股票收益率} = \text{收入增长} + \text{利润率扩张} + PE\text{扩张} - \text{股本扩张}$$

- 科技股看收入扩张
  周期股看利润率扩张

5%与10%的回报率，中国资产的稀缺性

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 对于全球配置的资本而言，在承受平均风险的前提下，5%以上回报率的资产就是“**好的资产**”。
- 考虑到中国GDP增速运行区间，**中国市场的组合配置经理的目标收益率应为9~10%。**
- 然而，当前中国的组合投资经理和基金经理们面临的问题是，自己的目标收益率是9%，来了一群预期6%收益率的饿狼。

主要资本主义国家资产回报率与GDP之差

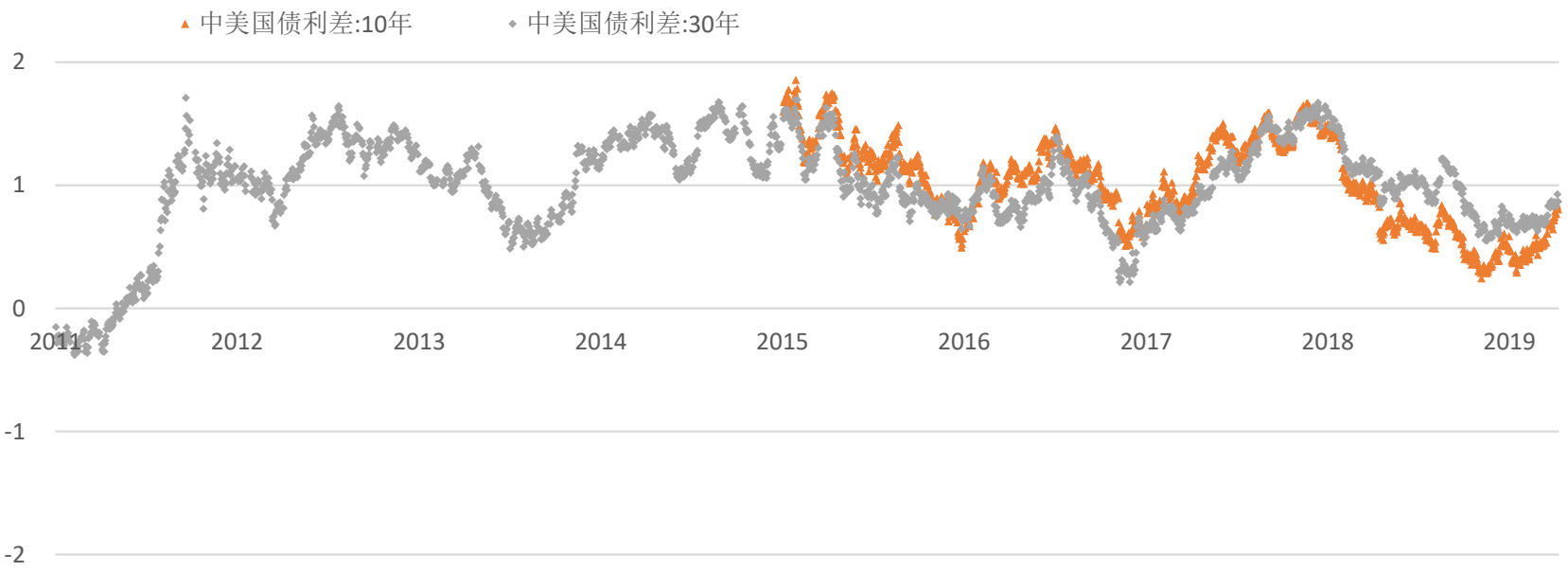


资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

中美长期国债利差在1%左右

国金证券 SINOLINK SECURITIES

中美10年期和30年期国债利差



资料来源：Wind，国金证券研究所

天然气管道资产回报率模拟

国金证券 SINOLINK SECURITIES

不同折旧和利率水平下的天然气跨省长输管道资产回报率

20年折旧		IRR
利率	3%	12.6%
	4%	10.7%
	5%	9.0%

20年折旧		IRR
股本	20%	10.7%
	50%	8.8%
	100%	11.8%

30年折旧		IRR
利率	3%	13.1%
	4%	10.8%
	5%	8.7%

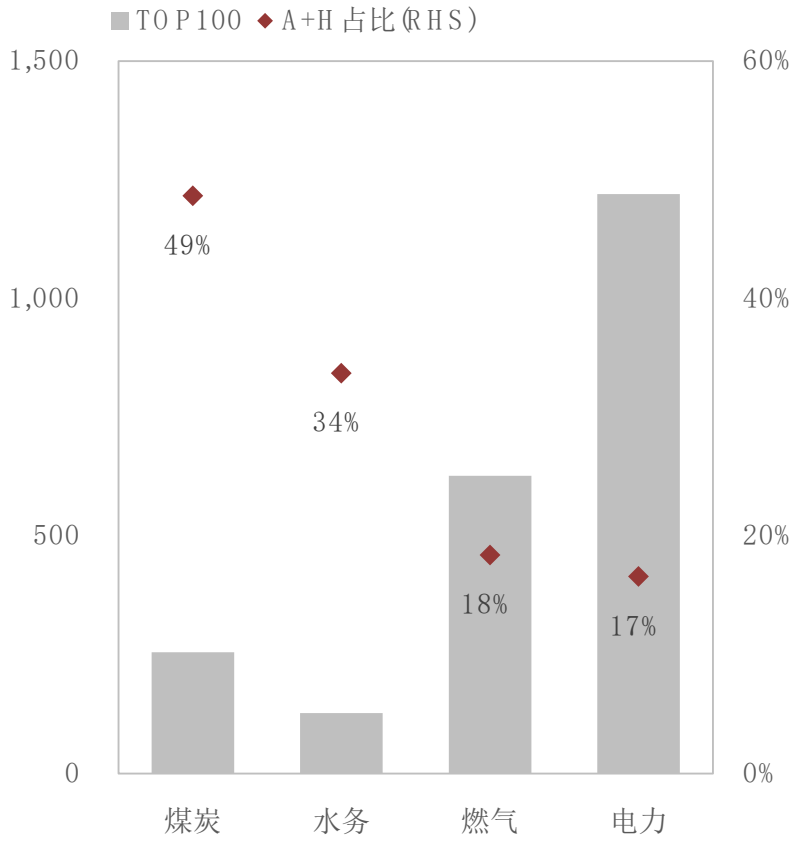
30年折旧		IRR
股本	20%	10.8%
	50%	11.9%
	100%	12.2%

资料来源：国金证券研究所

中国A+H市场在特定资产类别的占比

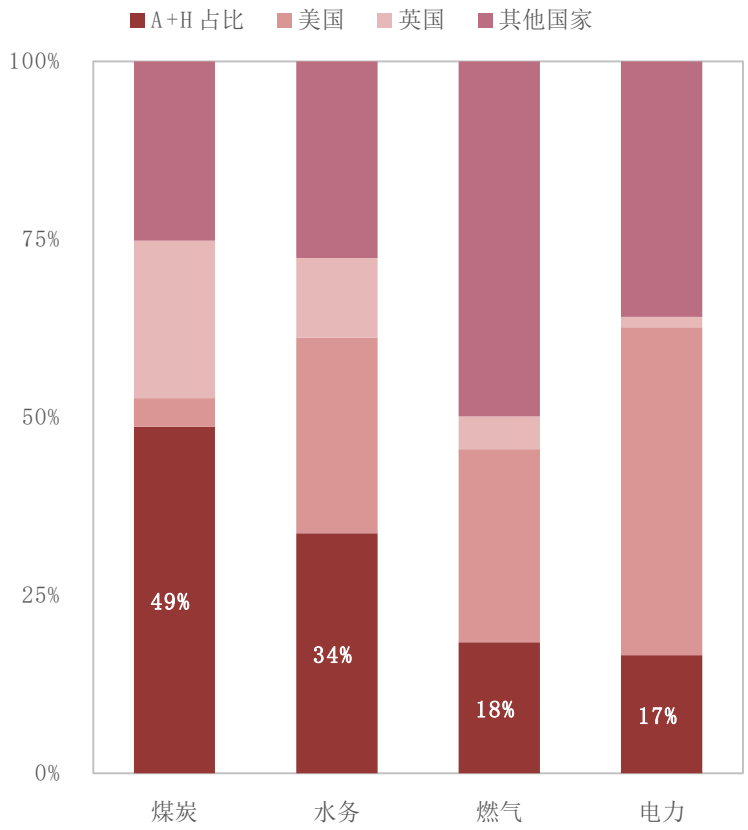
国金证券 SINOLINK SECURITIES

全球市值TOP100基础设施运营商的中国占比



资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

全球市值TOP100基础设施运营商的分布



资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

目录

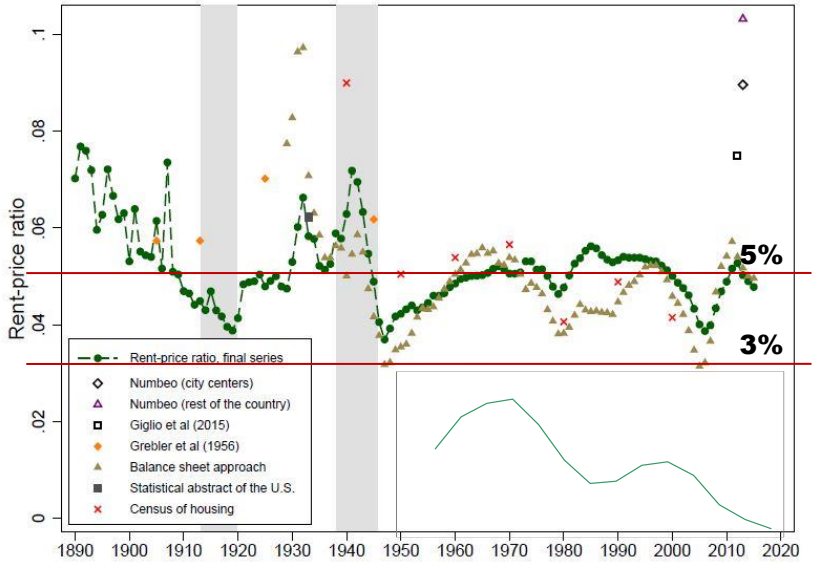
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 从资产收益率角度出发看全球政治经济困局
- 2015年发生了什么？房地产为什么不行了？
- 全天候投资的知识图谱构建
- 风险提示 —— 如何看待黄金的上涨

人口变化趋势与租金回报率

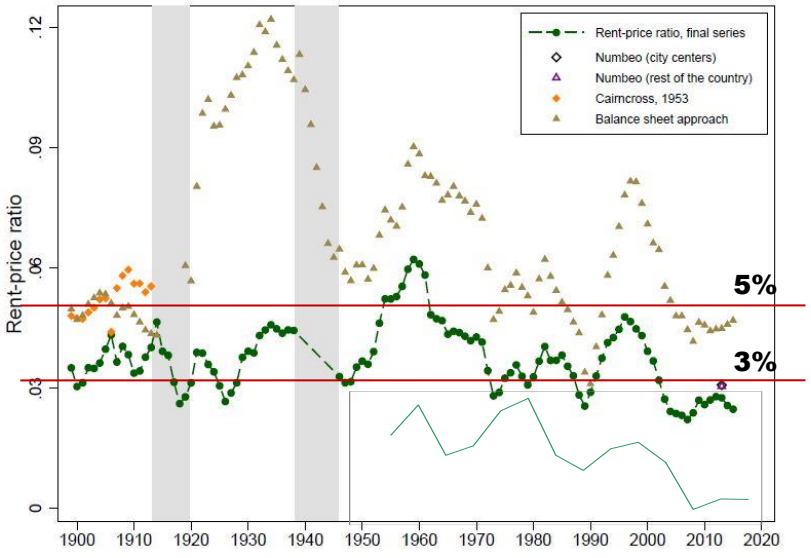
国金证券 SINOLINK SECURITIES

美国房地产租金回报率



资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

英国房地产租金回报率

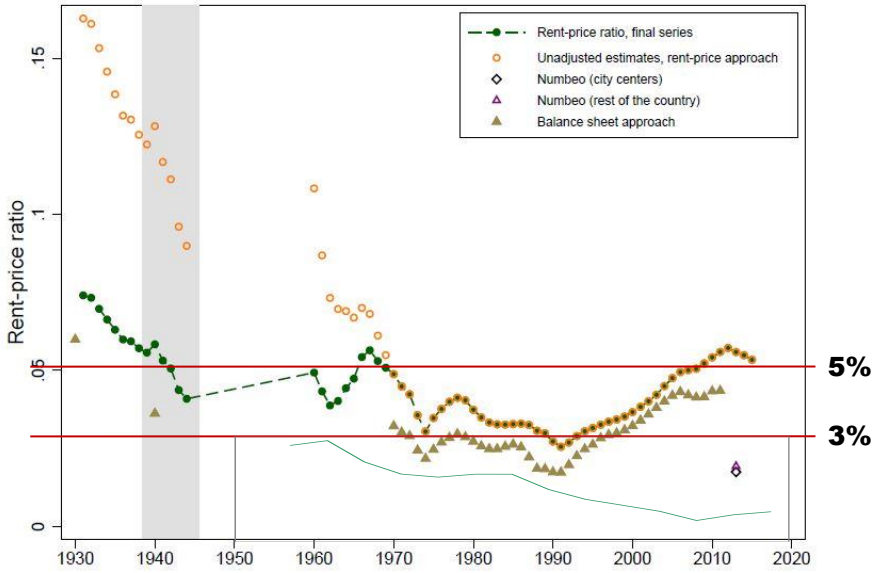


资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

人口变化趋势与租金回报率 —— 日本的经验

国金证券 SINOLINK SECURITIES

日本房地产租金回报率



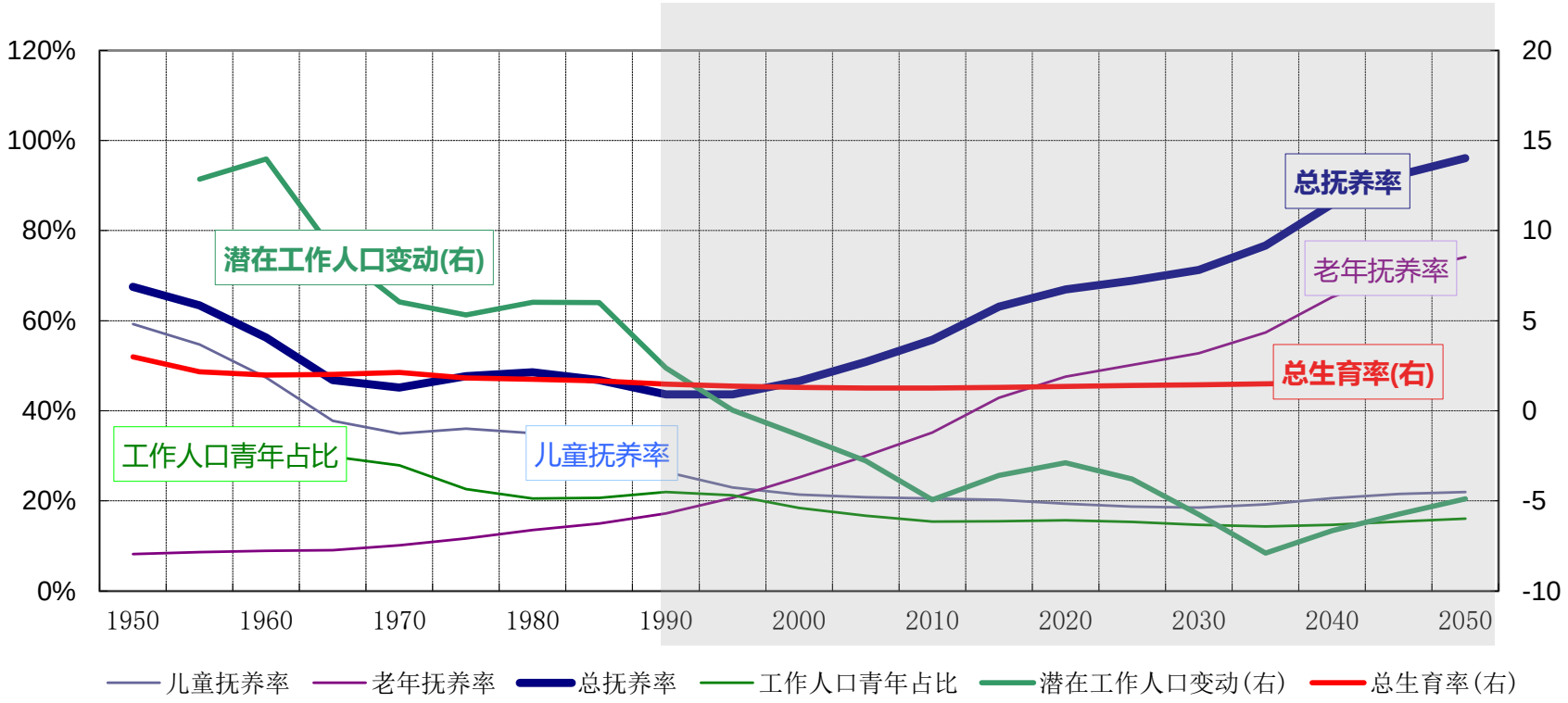
- 我们再来看近邻日本。
- 日本在1990年之后，租金回报率呈现趋势性上升，在2012年达到顶点（安倍晋三胜选）。
- 日本房地产市场租金回报率的20年上升，是以房地产价格的下跌实现的

资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

日本人口变化趋势

国金证券 SINOLINK SECURITIES

1950年~2050年日本人口主要指标

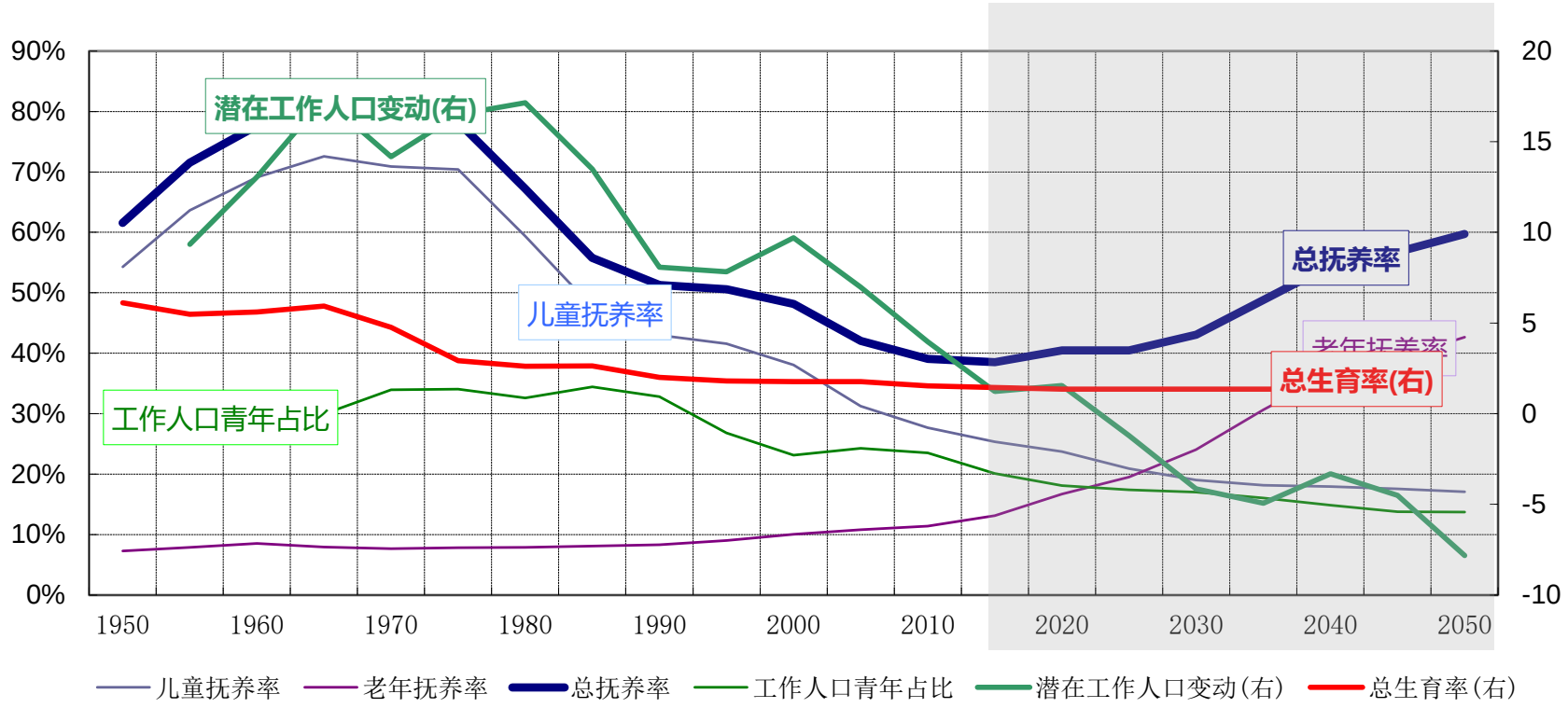


资料来源：联合国，国金证券研究所

中国人口变化趋势

国金证券 SINOLINK SECURITIES

1950年~2050年中国人口主要指标

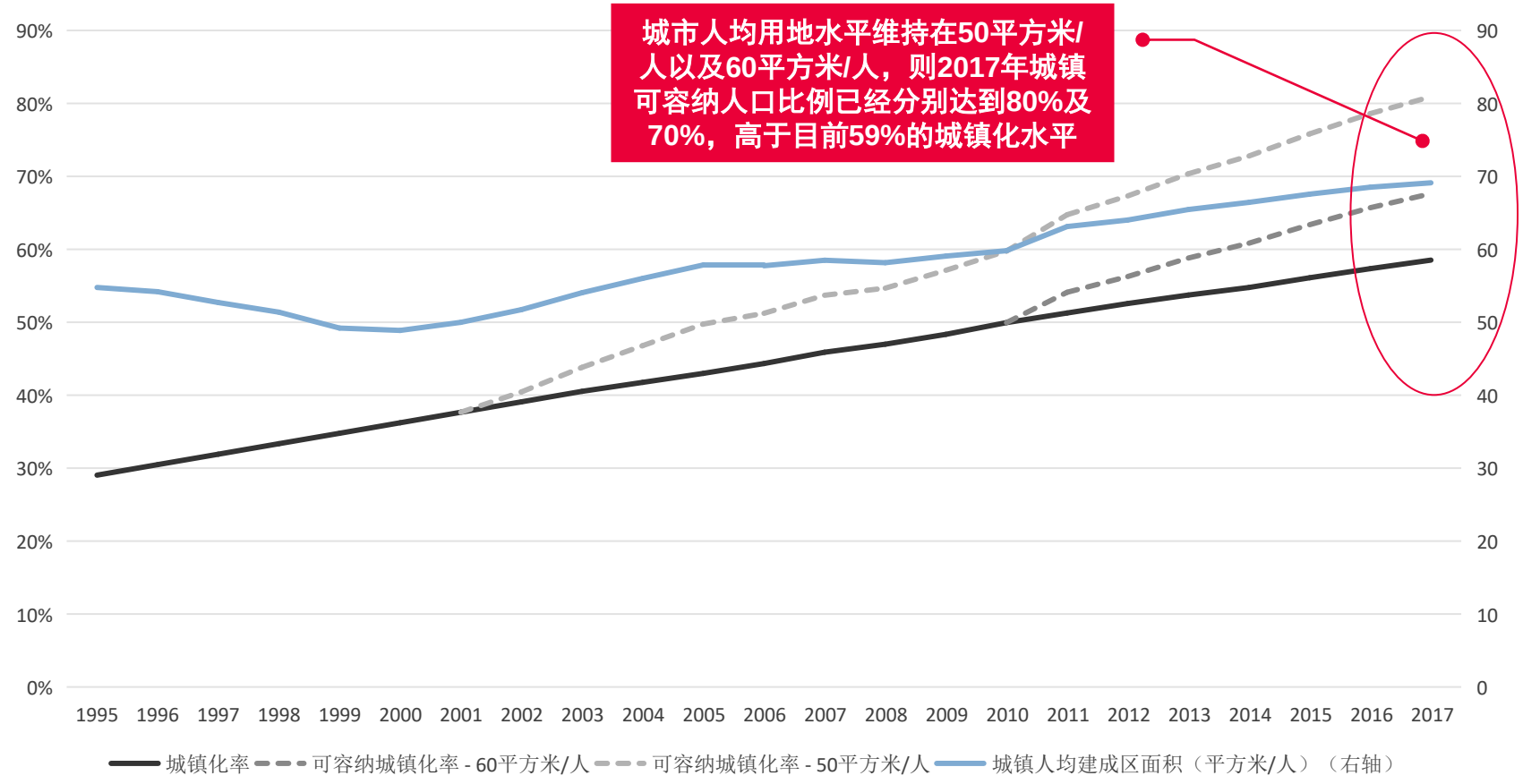


资料来源：联合国，国金证券研究所

城市建设超前，未来城镇化拉动房地产增速有限转向由基础设施建设接棒潜力巨大

国金证券 SINOLINK SECURITIES

城镇人口人均建成区面积与城镇化率

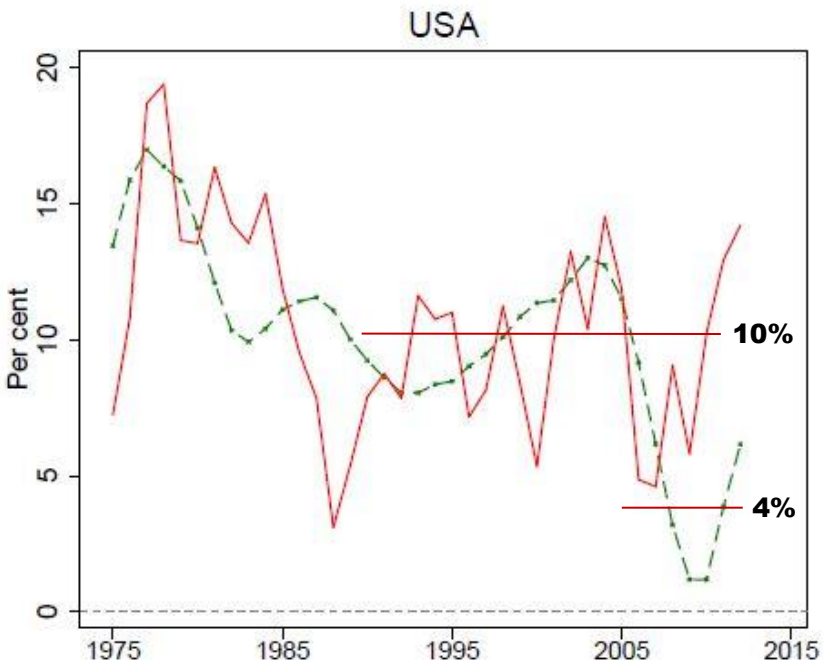


资料来源：Wind，国金证券研究所

中国房地产投资需要REITS

国金证券 SINOLINK SECURITIES

美国房地产总回报率与REITS投资回报率



资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

- 对比美国市场上的房地产总回报率与投资于REITS获得的回报率可以看到，在房地产市场回报较好的时间段中，REITS的回报率同样极佳；在美国2000~2015年房地产市场出现巨大波动的时间段中，REITS相对于房地产市场本身有显著的超额收益，将投资者的回报率水平维持在10%上下。
- REITS会受到股权估值水平的影响，波动率比直接投资于房地产更大，也更加需要进行主动管理。
- 从投资回报水平上也可以看出，REITS更偏向于股权型的资本工具，而不是债权。
- REITS在中国的落地需要两个大环境方面的条件：

✓ 房地产走向存量博弈
✓ 政策支持房地产以外的资产纳入REITS基础资产

目录

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 从资产收益率角度出发看全球政治经济困局
- 2015年发生了什么？房地产为什么不行了？
- 全天候投资的知识图谱构建
- 风险提示 —— 如何看待黄金的上涨

构建应用大类资产配置的投资组合
—— 股权类/债权类资产比例大致遵从60:40

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2019Q3大类资产配置示例

	现金	固定收益	国内股票	国际股票	大宗商品	房地产	私募股权
2019	0%	42.9%	5.0%	8.8%	13.4%	9.8%	20.1%
		↑	↓	↓	↑	↓	↓
		债权类	股权类				
		40%	60%				
			传统资产		另类资产		
			55%		45%		

资料来源：国金证券研究所

大类资产配置的基本原则

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **大类资产配置的核心目标，是平衡当期和远期支出。**大类资产配置的具体目标，就是委托投资者的支出时间序列。

- 长期而言委托投资者的目标是战胜通胀，因此大类资产配置的目标包含三方面：

✓ 战胜预期内通货膨胀
✓ 出现预期外的通货紧缩时保护组合
✓ 出现预期外的通货膨胀时保护组合
✓ 不增加波动性的条件下尽可能提高回报率

- 由此我们也可以归纳出不同的大类资产的作用：

✓ 配置股票市场以战胜预期内通货膨胀
✓ 配置固定收益产品，在出现预期外的通货紧缩时保护组合
✓ 配置实物资产，在出现预期外的通货膨胀时保护组合
✓ 配置事件驱动型投资、对冲基金、私募股权等，在不增加波动性的条件下尽可能提高回报率

机构投资者为什么要配置另类资产?

国金证券 SINOLINK SECURITIES

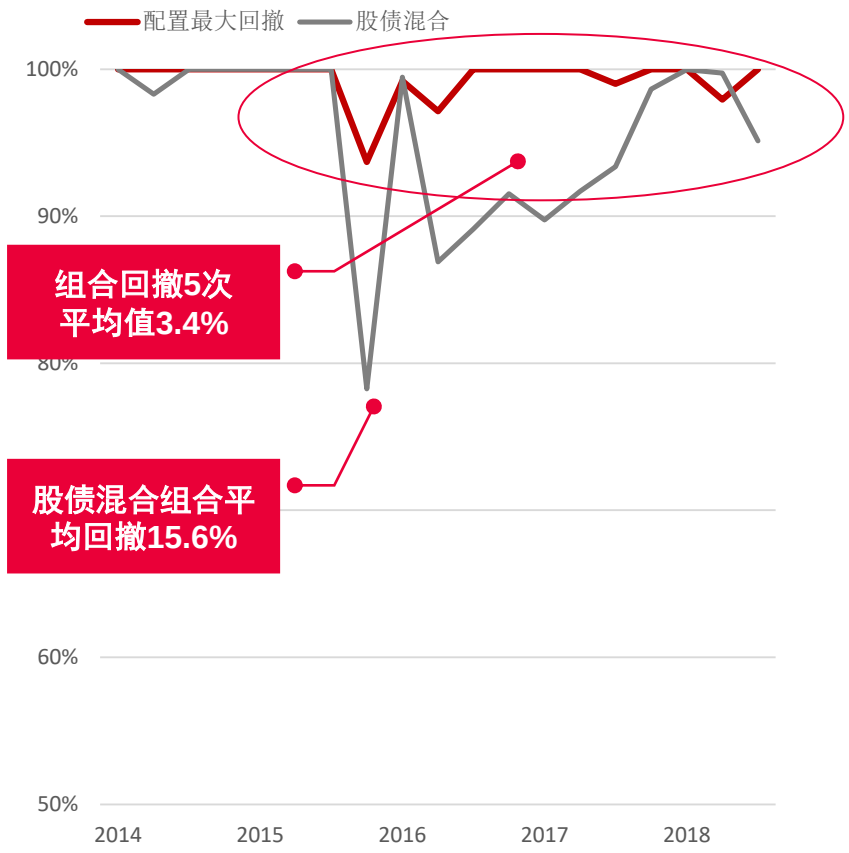
显而易见的原因是
房地产和非标不行了

结论1：单纯加入固定收益产品，不足以抵消股票对股债混合组合的波动性影响

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 股债混合组合（股票:债券 = 60:40），其主要的收益来源于风险溢价，主要的波动也由股票持仓部分贡献。
- 在资本市场出现较大幅度的调整时，恐慌情绪会导致不同类型的资产之间的相关性异乎寻常的加强。
- 单纯加入公开市场交易的固定收益产品，比如债券型基金，不足以平衡股票持仓对股债混合组合的波动性影响。
- 另类资产的加入，能够分散组合的风险来源，降低大类资产之间的相关性，也能够更有效的对抗超预期的通货膨胀，从而降低组合的波动性。

应用大类资产配置的组合与股债混合配置最大回撤对比

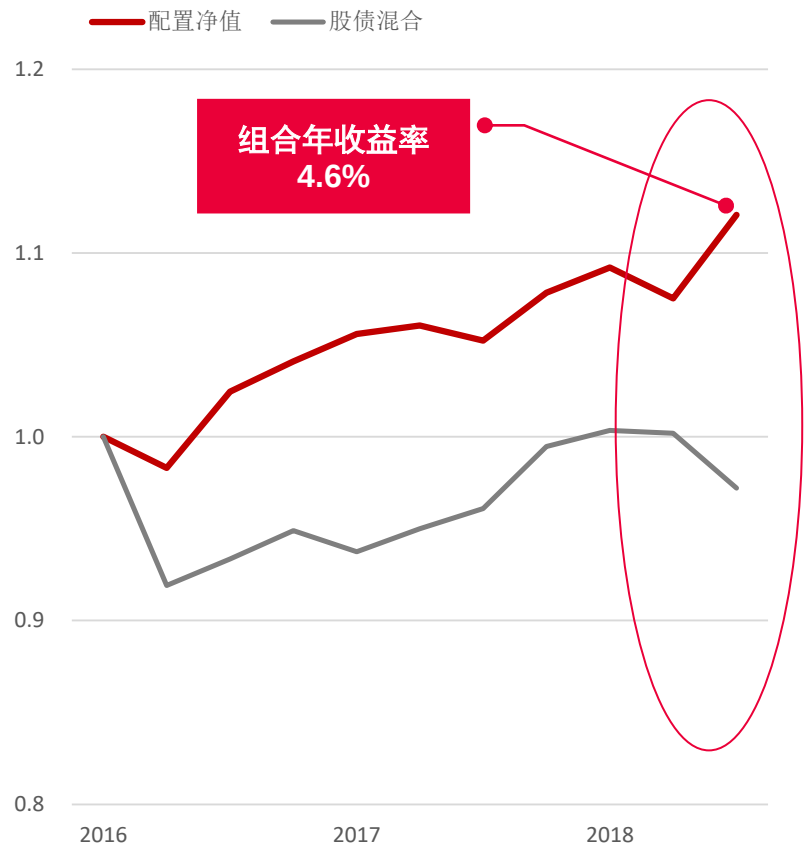


资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

结论2：另类资产能够提高组合的预期收益

国金证券 SINOLINK SECURITIES

应用大类资产配置的组合与股债混合配置净值对比



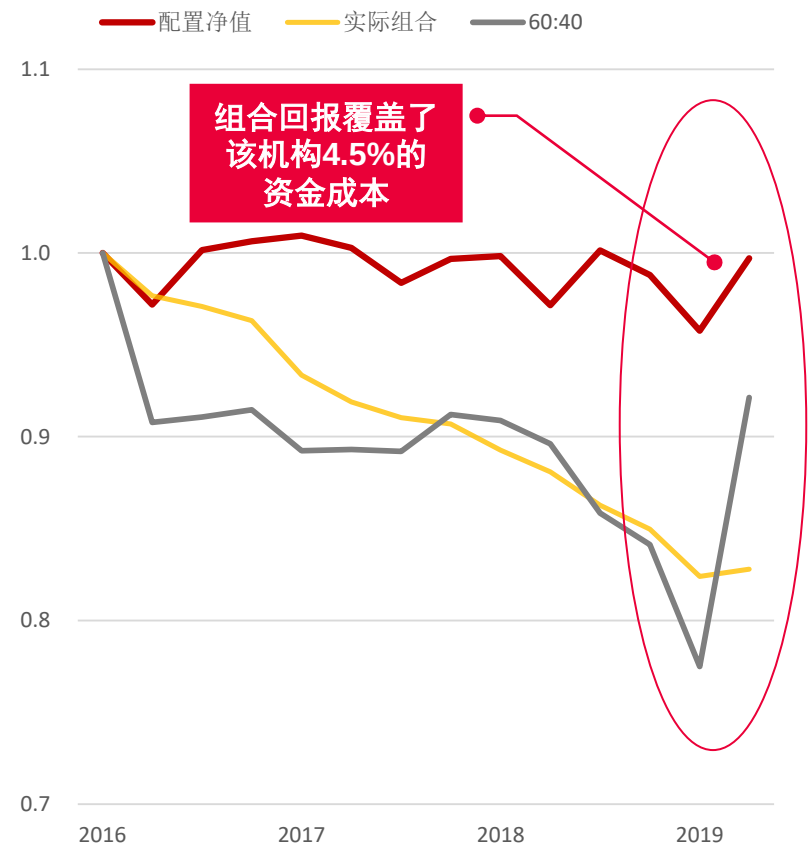
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 股债混合组合（股票:债券 = 60:40），其主要的收益来源于风险溢价。
- 另类资产的加入，特别是绝对收益投资（事件驱动型投资、市场中性策略投资等）、私募股权基金的加入，能够有效的提高组合的预期收益率。

大类资产配置对金控公司投资组合改造实例 —— 资金成本的影响

国金证券 SINOLINK SECURITIES

应用大类资产配置的组合与股债混合配置净值对比



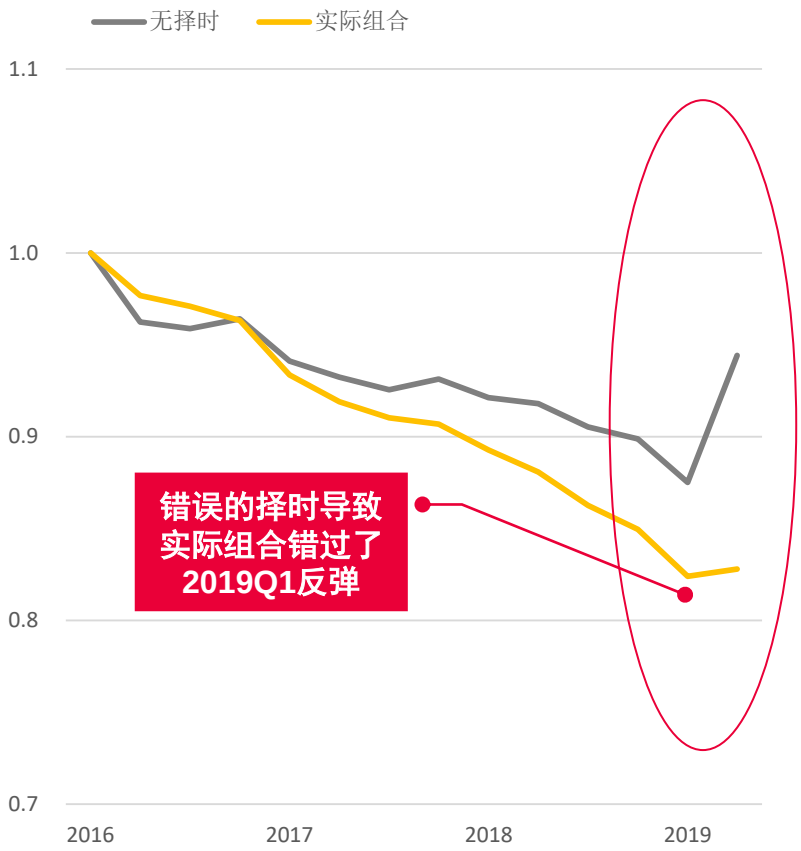
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 我们进行改造的组合，其机构的平均资金成本为4.5%。在此资金成本的制约下，传统的股债60:40组合仍然产生了永久损失。
- 相对于股债混合组合（灰线），该机构实际组合（黄线）的风险降低主要来自于降低了股权类资产的投资比例，因此在股票市场大幅反弹时明显跑输。
- 实际组合的损失主要来自于组合收益率低于现金收益率，原因是不正确的择时抹去了组合的风险溢价。

大类资产配置对金控公司投资组合改造实例 —— 择时的风险

国金证券 SINOLINK SECURITIES

组合实际净值与无择时净值对比



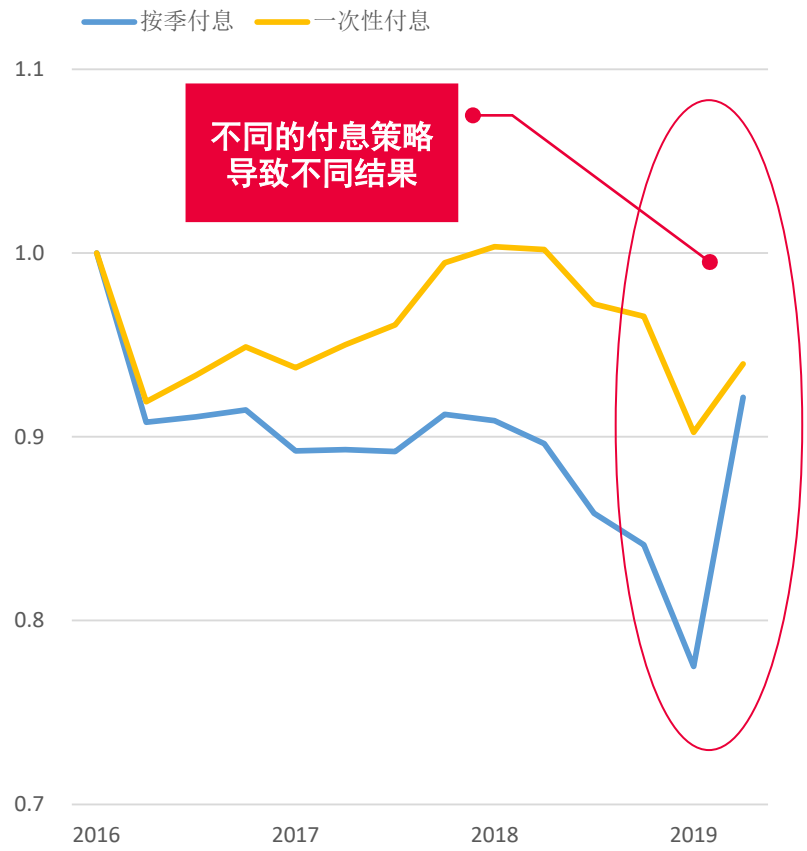
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 大类资产配置不应当是主动择时的另一个称谓。
- 错误择时的代价是巨大的。
- 我们对比了该机构实际组合与波动率近似的股债混合组合（股权类资产比例在10% ~ 25%之间波动，根据投资经理的判断做择时调整。主动择时导致为了减小波动率，人为降低股权类配置比例，最终错过了2019Q1权益类资产的反弹，造成了组合的永久损失。

大类资产配置是什么？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

应用大类资产配置的组合与股债混合配置净值对比



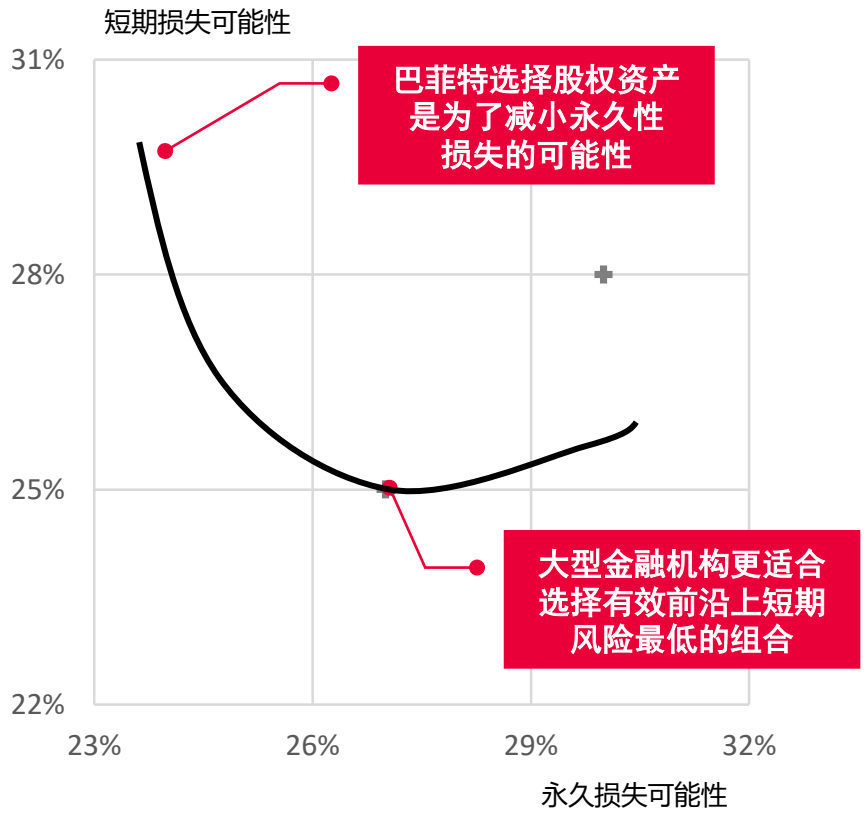
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 如果组合经理可以选择向投资者支付现金的时机，那么组合净值和回报率会有极大的不同。
- **大类资产配置的核心目标，是平衡当期和远期支出。**
- 大类资产配置的具体目标，就是委托投资者的支出时间序列。

大类资产配置是什么?

国金证券 SINOLINK SECURITIES

组合产生短期和永久性损失可能性

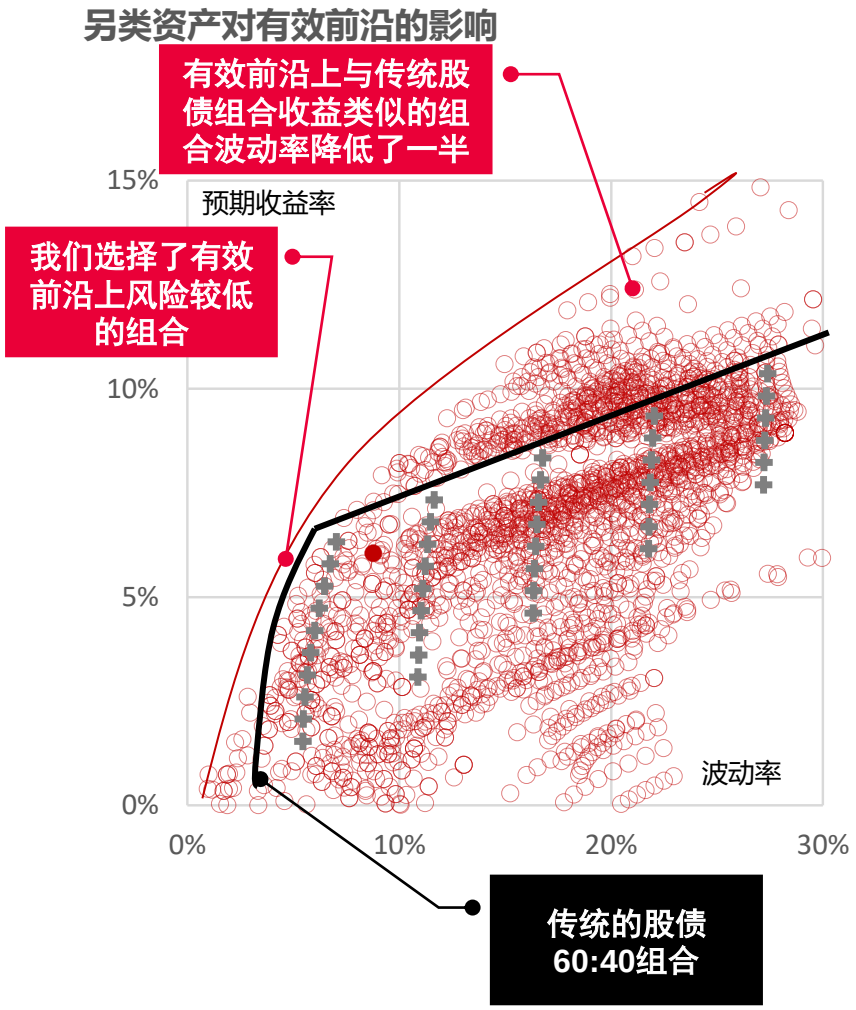


- **大类资产配置的核心目标，是平衡当期和远期支出。**
- 巴菲特选择股权资产是为了尽可能减小组合永久性损失的可能性，即使该组合（股权+现金）可能面临很大的短期损失可能性。
- 对于大型金融机构而言，资金成本和短期现金流出的压力更大，因此更应当考虑在有效前沿上，短期损失可能性更小的组合，虽然这样的组合在长期受到损失的可能性有所增加。

资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

另类资产对有效前沿有明显影响

- 我们对加入另类产品的全市场有效前沿进行测算，可以看到另类资产的加入，显著提升了有效前沿上可以获得的收益率。
- 我们同时对处于有效前沿上的部分组合做了模拟，选择了其中短期（4~12个季度）支出下降风险最小的组合，作为推荐给银行理财和大型保险机构投资者的组合。
- 另类资产的加入，能够分散组合的风险来源，降低大类资产之间的相关性；也能够更有效的对抗超预期的通货膨胀，从而降低组合的波动性；特定类型的另类资产，还可以在不改变组合波动性的条件下，提高组合的收益率。

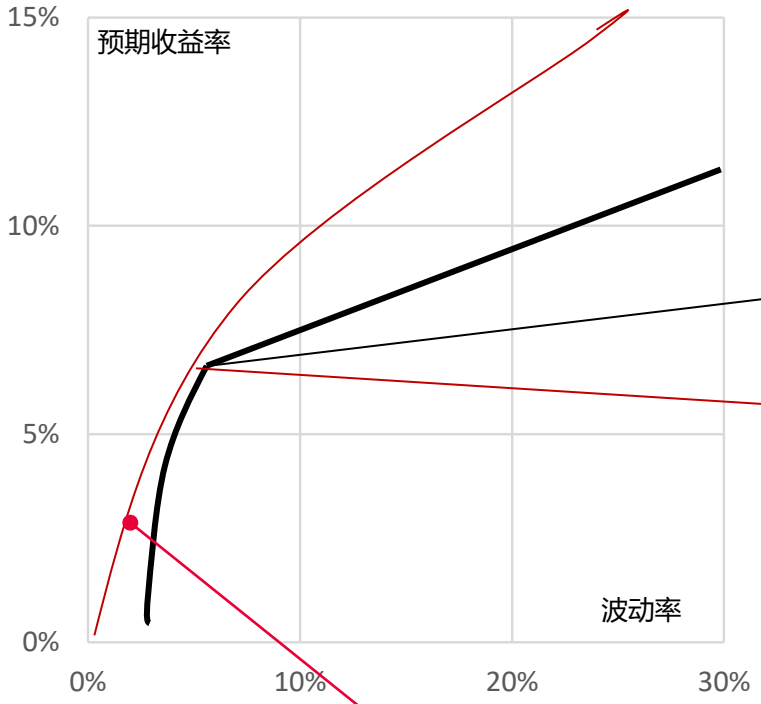


资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

另类资产同样对降低组合产生短期和永久损失的可能性有较大影响

国金证券 SINOLINK SECURITIES

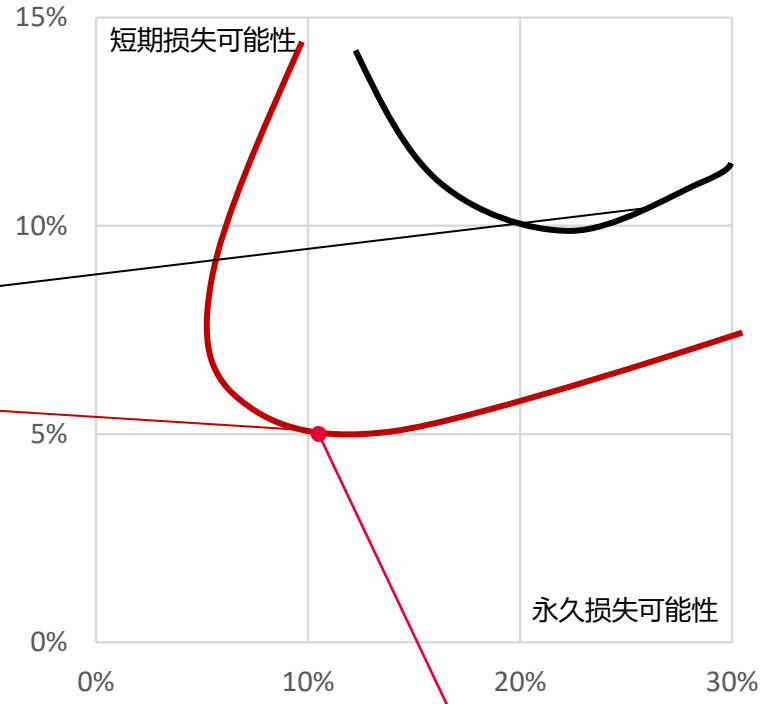
另类资产对有效前沿的影响



选取前沿上的20~40个组合计算损失的可能性

资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

另类资产对组合产生短期和永久性损失可能性的影响



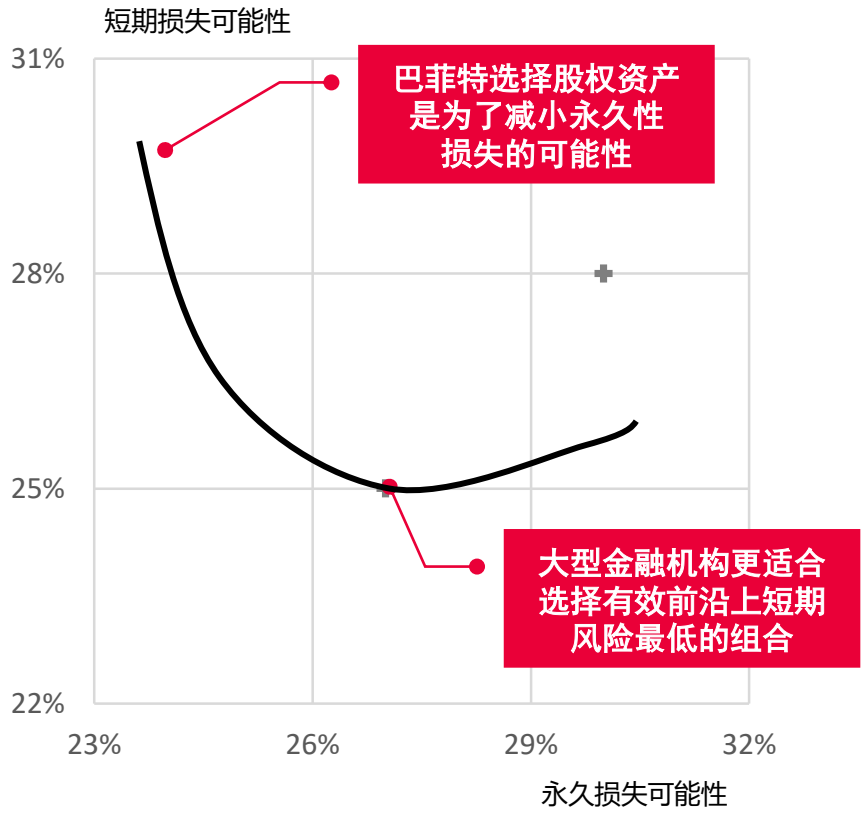
加入另类资产的组合产生短期损失的可能性降低

资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

结论3：另类资产的加入有助于降低短期和永久损失资本的可能性

国金证券 SINOLINK SECURITIES

组合产生短期和永久性损失可能性



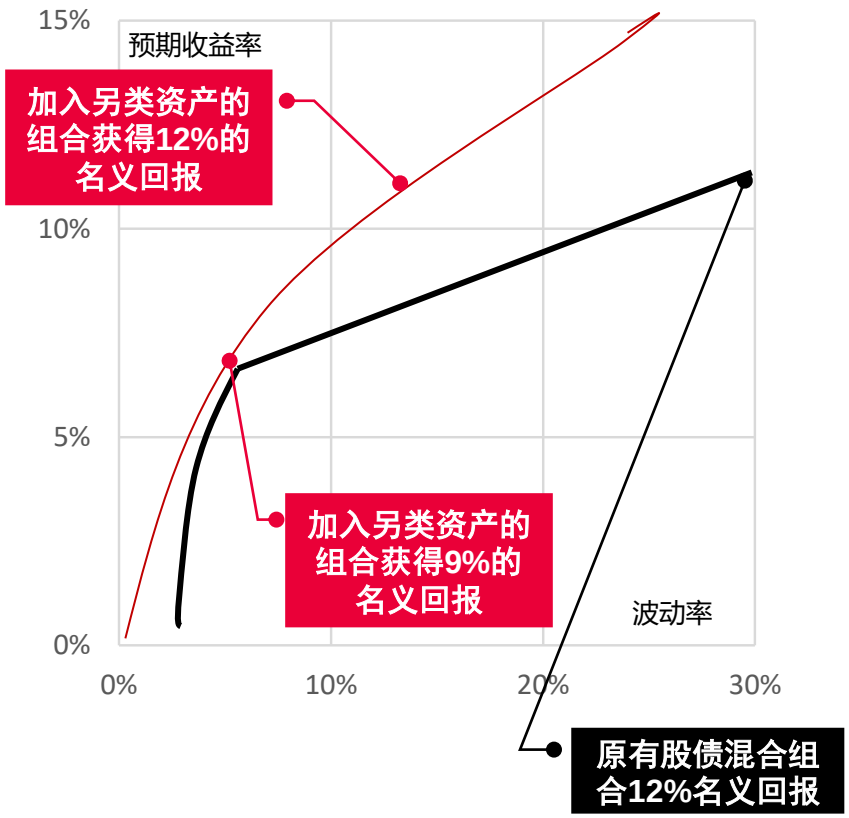
- **大类资产配置的核心目标，是平衡当期和远期支出。**
- 巴菲特选择股权资产是为了尽可能减小组合永久性损失的可能性，即使该组合（股权+现金）可能面临很大的短期损失可能性。
- 对于大型金融机构而言，资金成本和短期现金流出的压力更大，因此更应当考虑在有效前沿上，短期损失可能性更小的组合，虽然这样的组合在长期受到损失的可能性有所增加。

资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

结论4：组合获得9%预期收益率的构成

国金证券 SINOLINK SECURITIES

有效前沿示意图



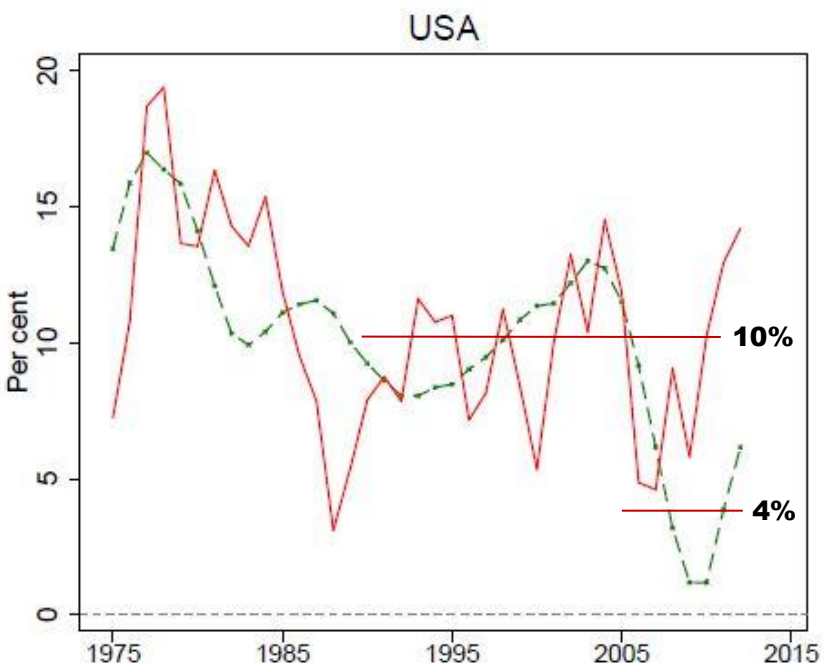
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 我们对组合收益率的归因分析，大致揭示了组合获得9%的预期收益率的原因。
  - ✓ 组合收益率中，大约有3.5%来自于60%的股权比例代来的风险补偿，3.2%来自于另类资产降低资产相关性和提高收益率的作用。
  - ✓ 约有1.3%的再平衡收益。
  - ✓ 对另类资产的主动管理，包括实物资产、绝对收益投资和私募股权，能够贡献1%的额外收益率。
- 9%的名义回报对应的波动率水平约为5.8%，在有效前沿上希望获得12%的名义回报，需要承受12.2%的波动率。原有股债混合组合在不考虑再平衡和主动管理收益的情况下，12%的名义回报需要承受超过35%的波动率。

中国房地产投资需要REITS

国金证券 SINOLINK SECURITIES

美国房地产总回报率与REITS投资回报率



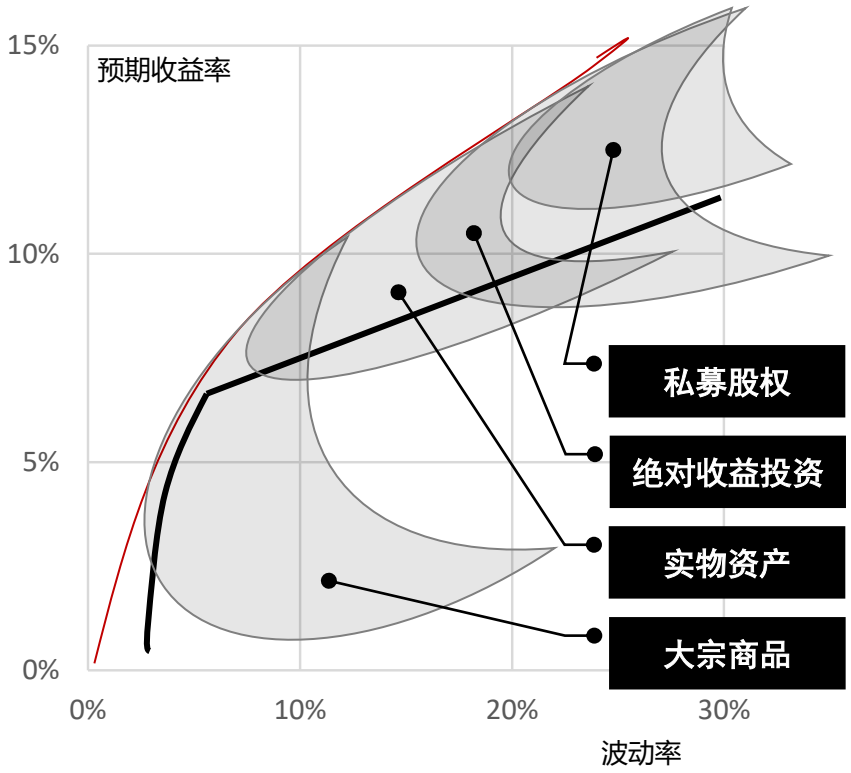
资料来源：旧金山联储，国金证券研究所

- 对比美国市场上的房地产总回报率与投资于REITS获得的回报率可以看到，在房地产市场回报较好的时间段中，REITS的回报率同样极佳；在美国2000~2015年房地产市场出现巨大波动的时间段中，REITS相对于房地产市场本身有显著的超额收益，将投资者的回报率水平维持在10%上下。
- REITS会受到股权估值水平的影响，波动率比直接投资于房地产更大，也更加需要进行主动管理。
- 从投资回报水平上也可以看出，REITS更偏向于股权型的资本工具，而不是债权。
- REITS的主动管理收益符合经验值。

另类资产对组合的影响

国金证券 SINOLINK SECURITIES

各另类资产与有效前沿示意图



- 简而言之，另类资产的加入，能够分散组合的风险来源，降低大类资产之间的相关性，也能够更有效的对抗超预期的通货膨胀，从而降低组合的波动性；

另类资产中的绝对收益投资（事件驱动型投资、市场中性策略投资等）、私募股权基金的加入，能够有效的提高组合的预期收益率。

资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

另类资产运用结论

国金证券 SINOLINK SECURITIES

结论1



单纯加入固定收益产品，不足以抵消股票对股债混合组合的波动性影响

另类资产的加入，能够分散组合的风险来源，降低大类资产之间的相关性，也能够更有效的对抗超预期的通货膨胀，从而降低组合的波动性

结论2



另类资产能够提高组合的预期收益

另类资产的加入，特别是绝对收益投资（事件驱动型投资、市场中性策略投资等）、私募股权基金的加入，能够有效的提高组合的预期收益率

结论3



另类资产的加入有助于降低短期和永久损失资本的可能性

另类资产的加入，有助于分散组合风险的来源，提高风险调整后的真实收益，从而在两方面降低组合短期和永久损失资本的可能性。

结论4



组合收益中大约有1/3来自于较高股权比例的风险补偿；1/3来自于另类资产降低资产相关性和提高收益率的作用；1/6来自于再平衡收益；对另类资产的主动管理能够贡献1/6的额外收益。

择时贡献为负

目录

- 从资产收益率角度出发看全球政治经济困局
- 2015年发生了什么？房地产为什么不行了？
- 全天候投资的知识图谱构建
- 风险提示 —— 如何看待黄金的上涨

如何看待黄金的上涨

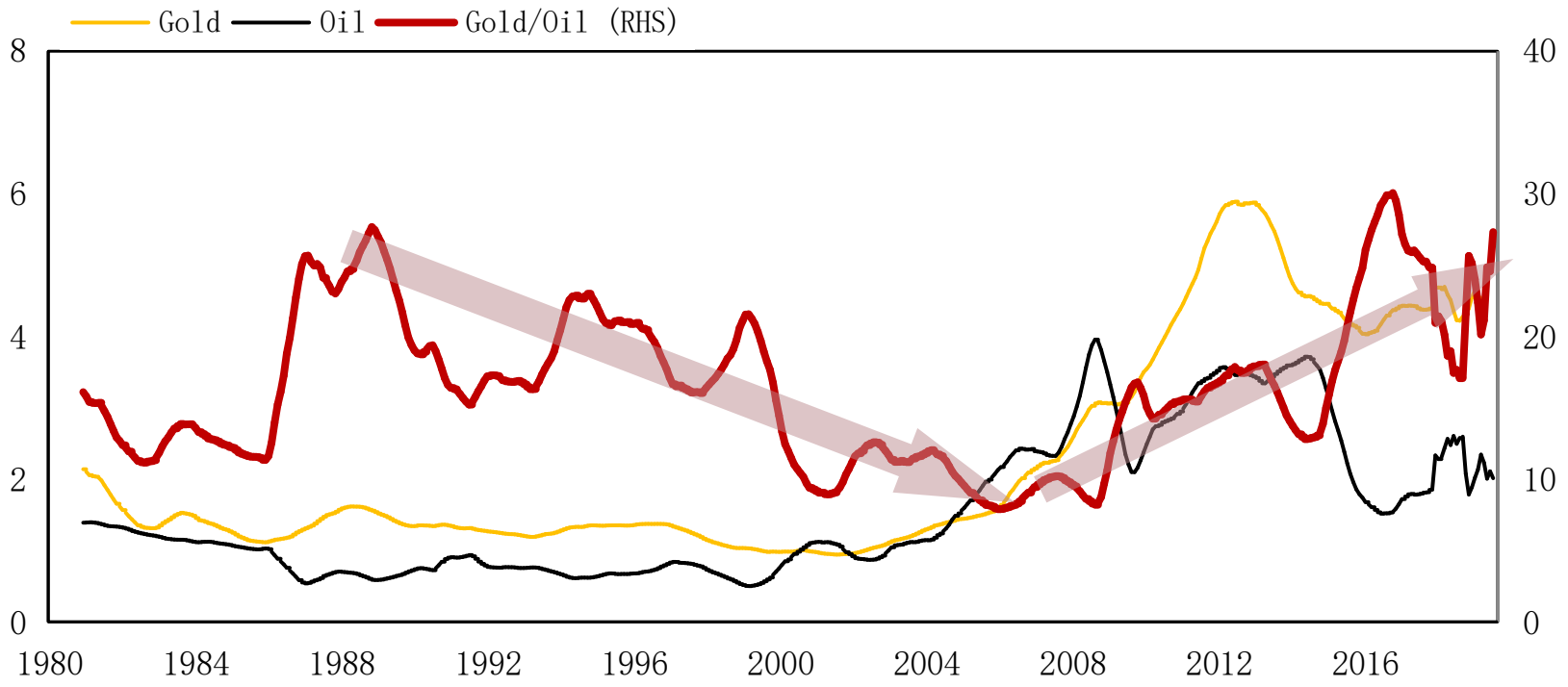
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 黄金的三重属性：
  - ✓ 抗通胀
  - ✓ 美元空头
  - ✓ 危机期权
- 黄金价格自2019年二季度至今上涨了60%，不同阶段体现了不同的原因。

金油比（黄金/原油的价格比）是美国全球竞争力的度量

国金证券 SINOLINK SECURITIES

1980~2019年金油比

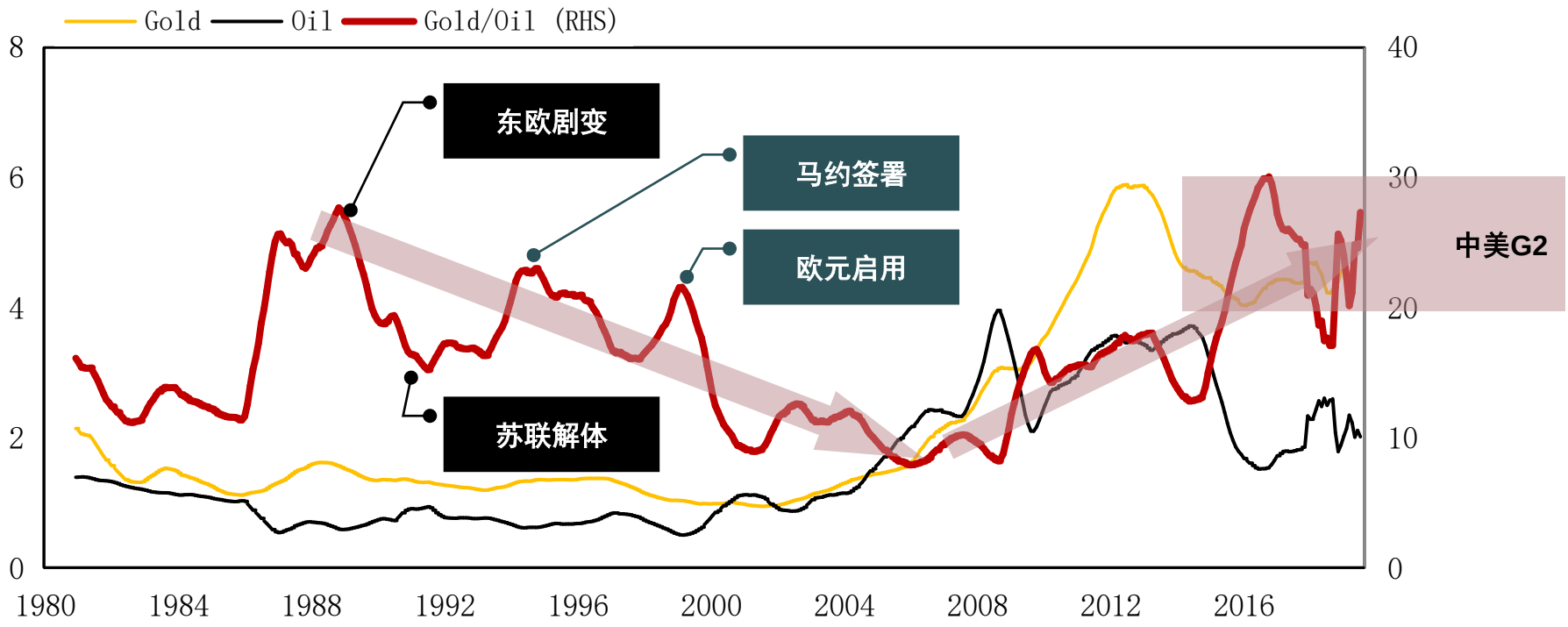


资料来源：IMF，国金证券研究所

金油比（黄金/原油的价格比）是美国全球竞争力的度量

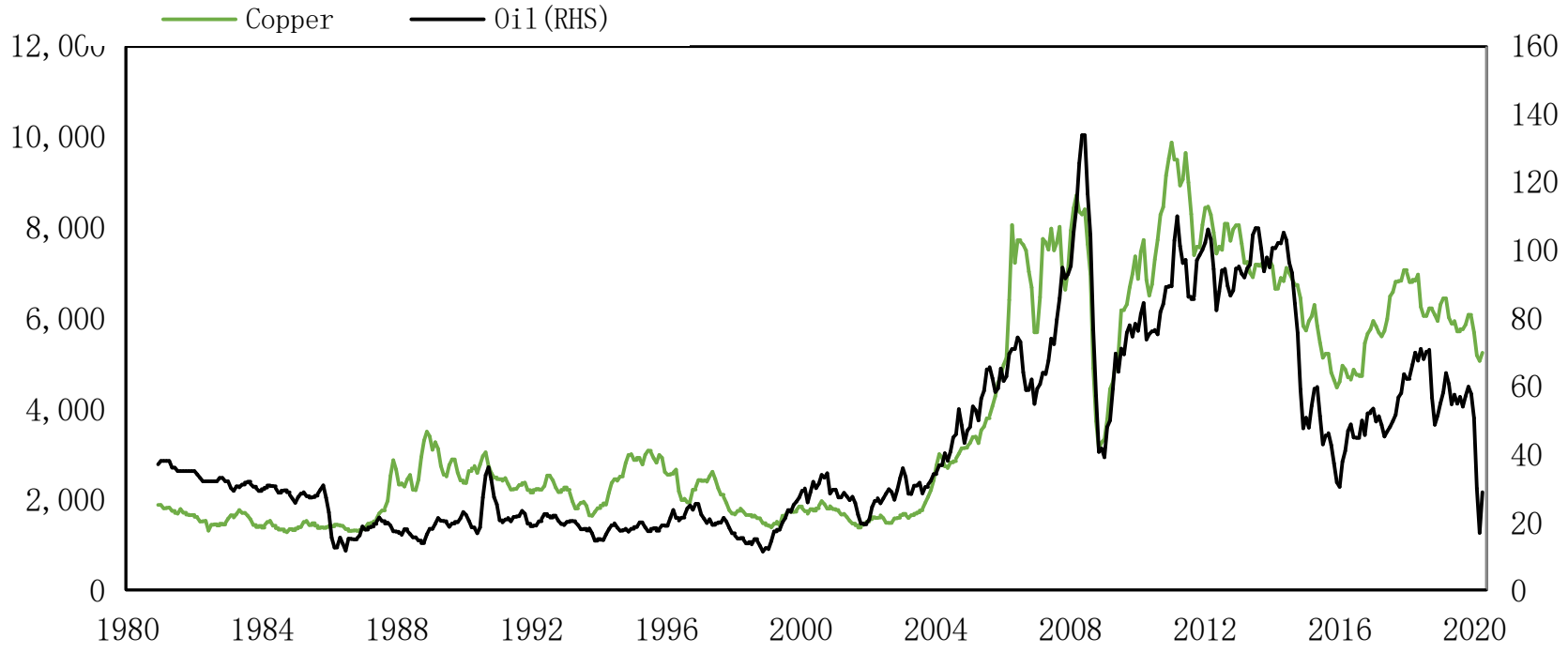
国金证券 SINOLINK SECURITIES

1980~2019年金油比



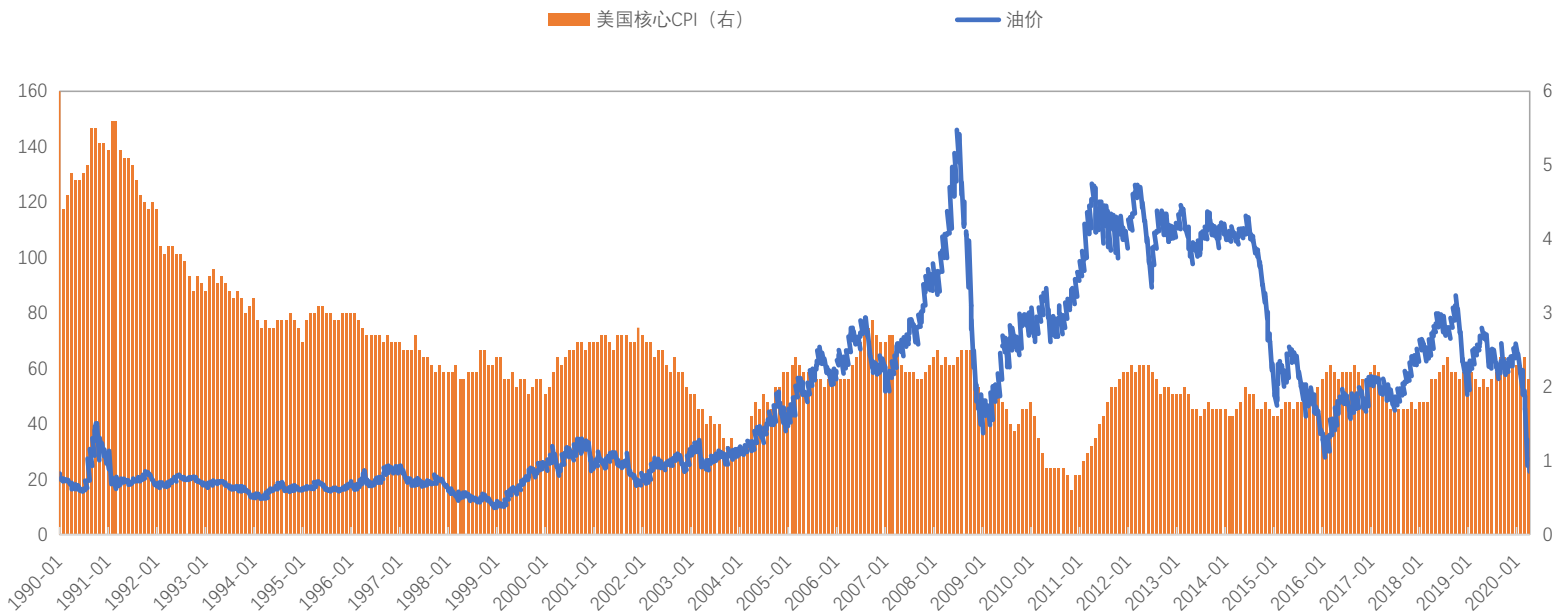
资料来源：IMF，国金证券研究所

油VS铜：
年初以来油价跌幅最高达65%，铜价跌幅25%



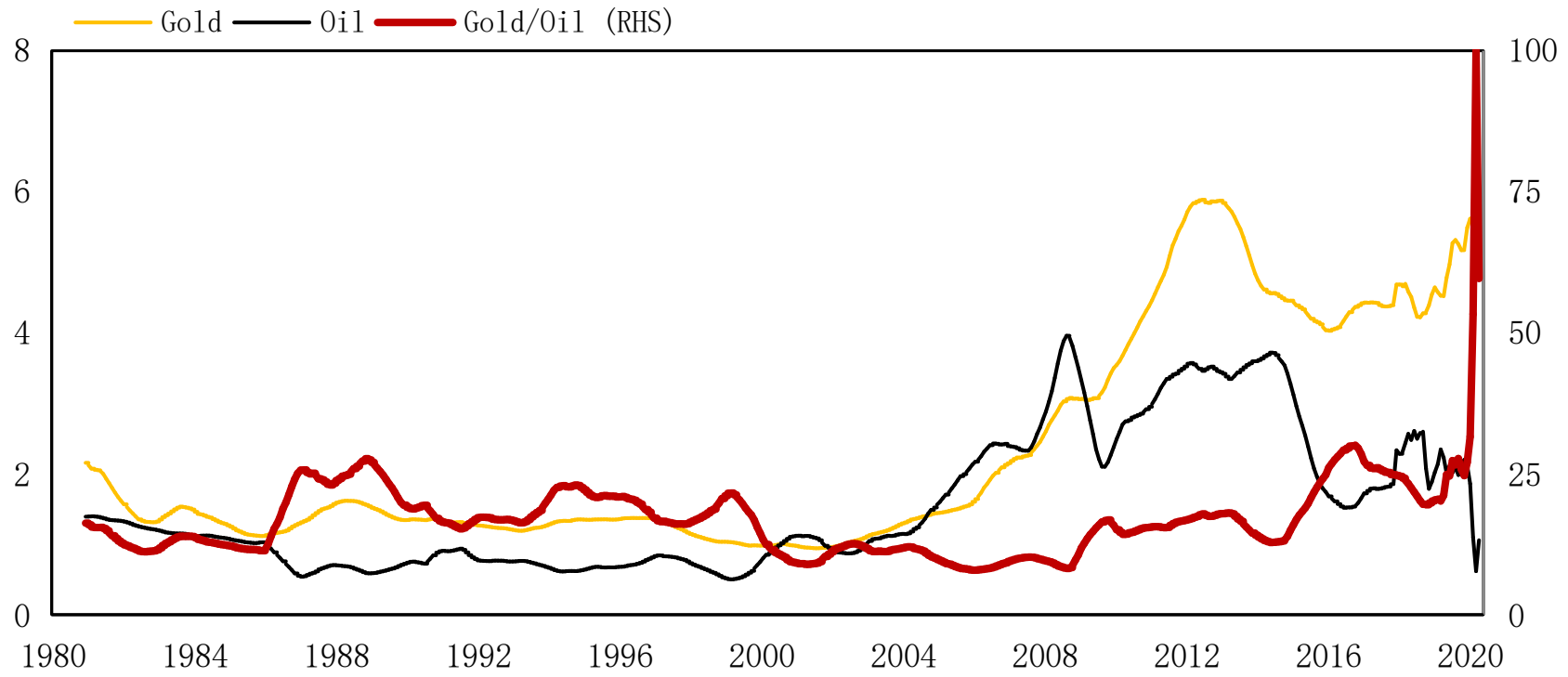
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

通胀率：油价下跌导致美国通胀率连续回落



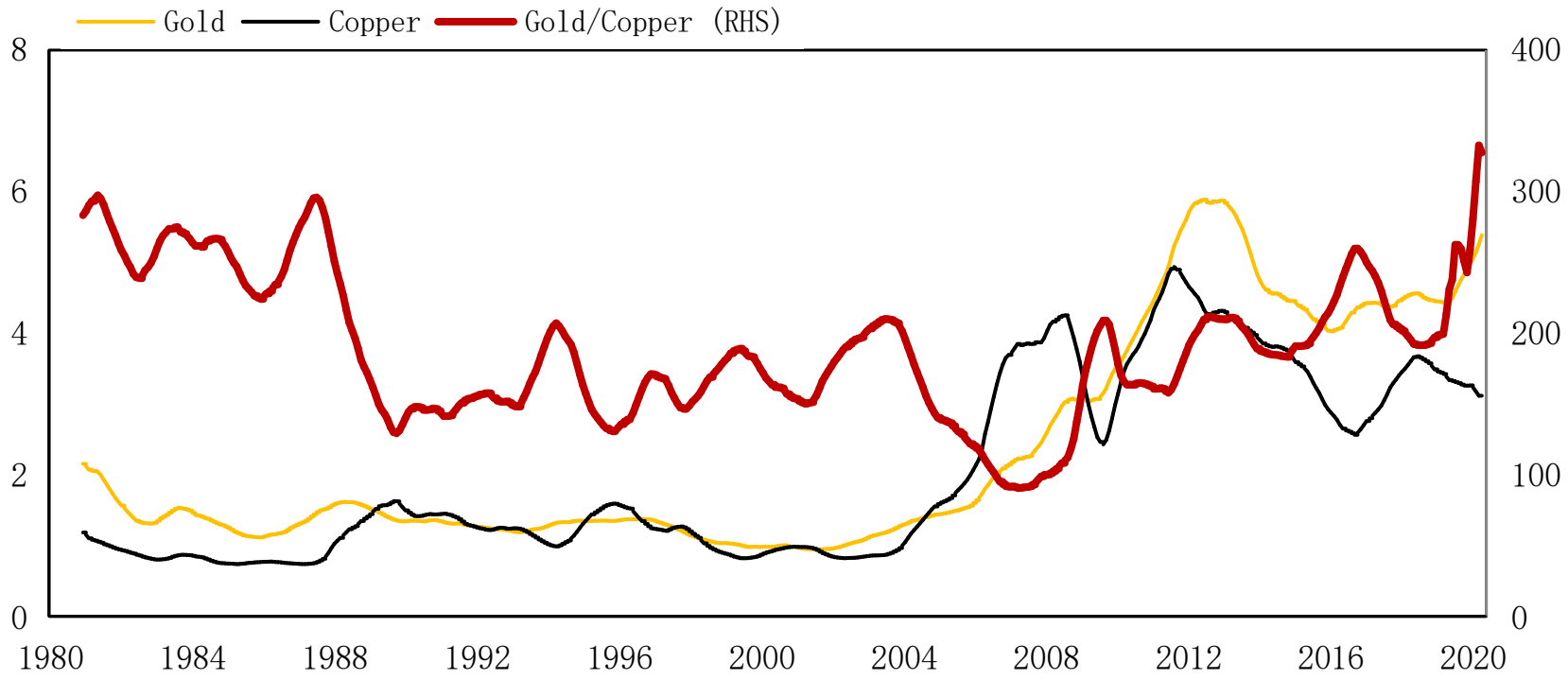
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

金油比：比值攀升 伴随美国经济下滑



资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

金铜比：比值攀升 伴随美国经济下滑



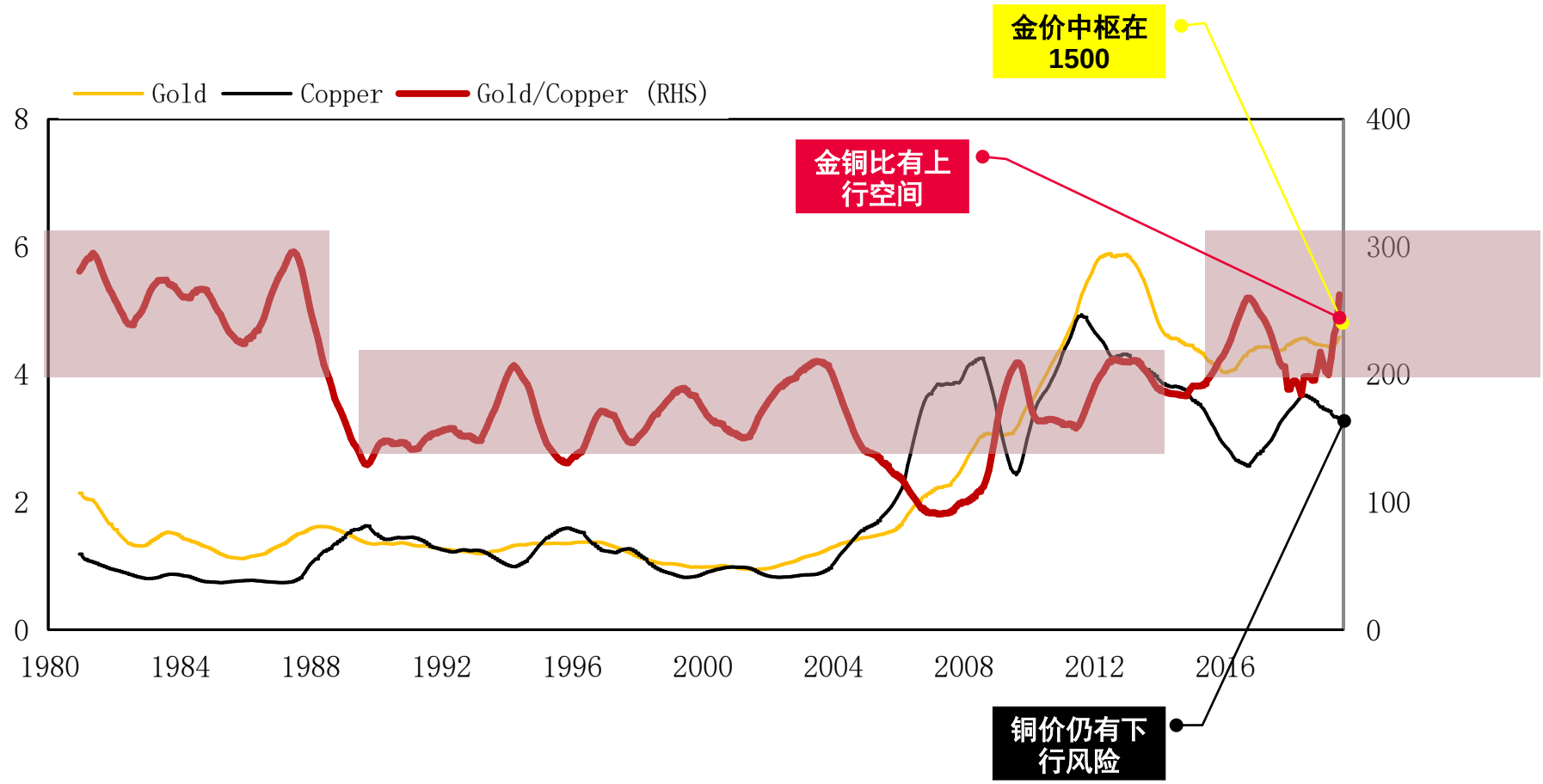
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

2020年全世界人民不幸福

金铜比是市场对资产回报率风险的度量
目前260左右的水平偏离历史均值1倍标准差以上

国金证券 SINOLINK SECURITIES

1980~2019年金铜比

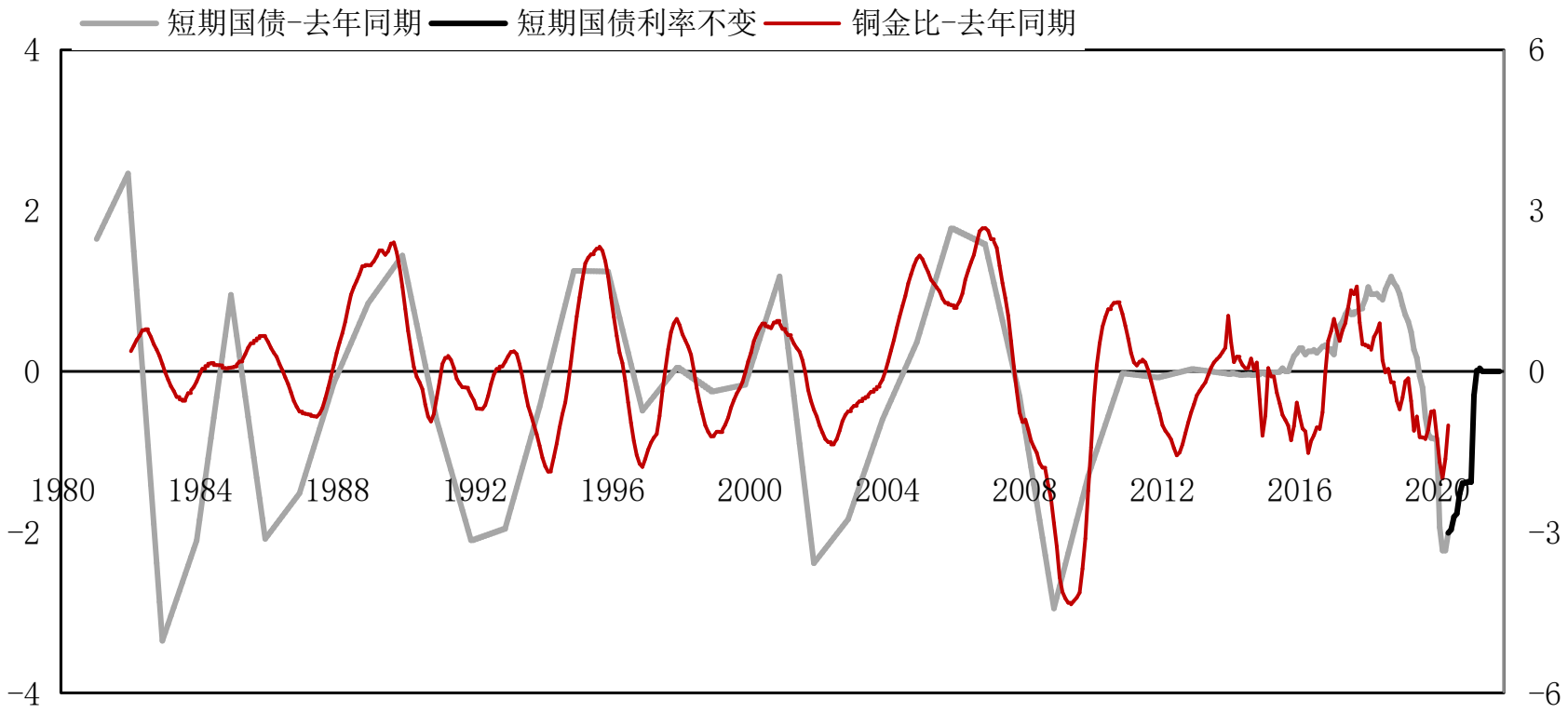


资料来源：IMF，国金证券研究所

铜金比短期向上

国金证券 SINOLINK SECURITIES

短期国债与铜金比有一定的相关性



资料来源：IMF，国金证券研究所

疫情对资本回报率的影响
—— 危机之后是复苏吗？

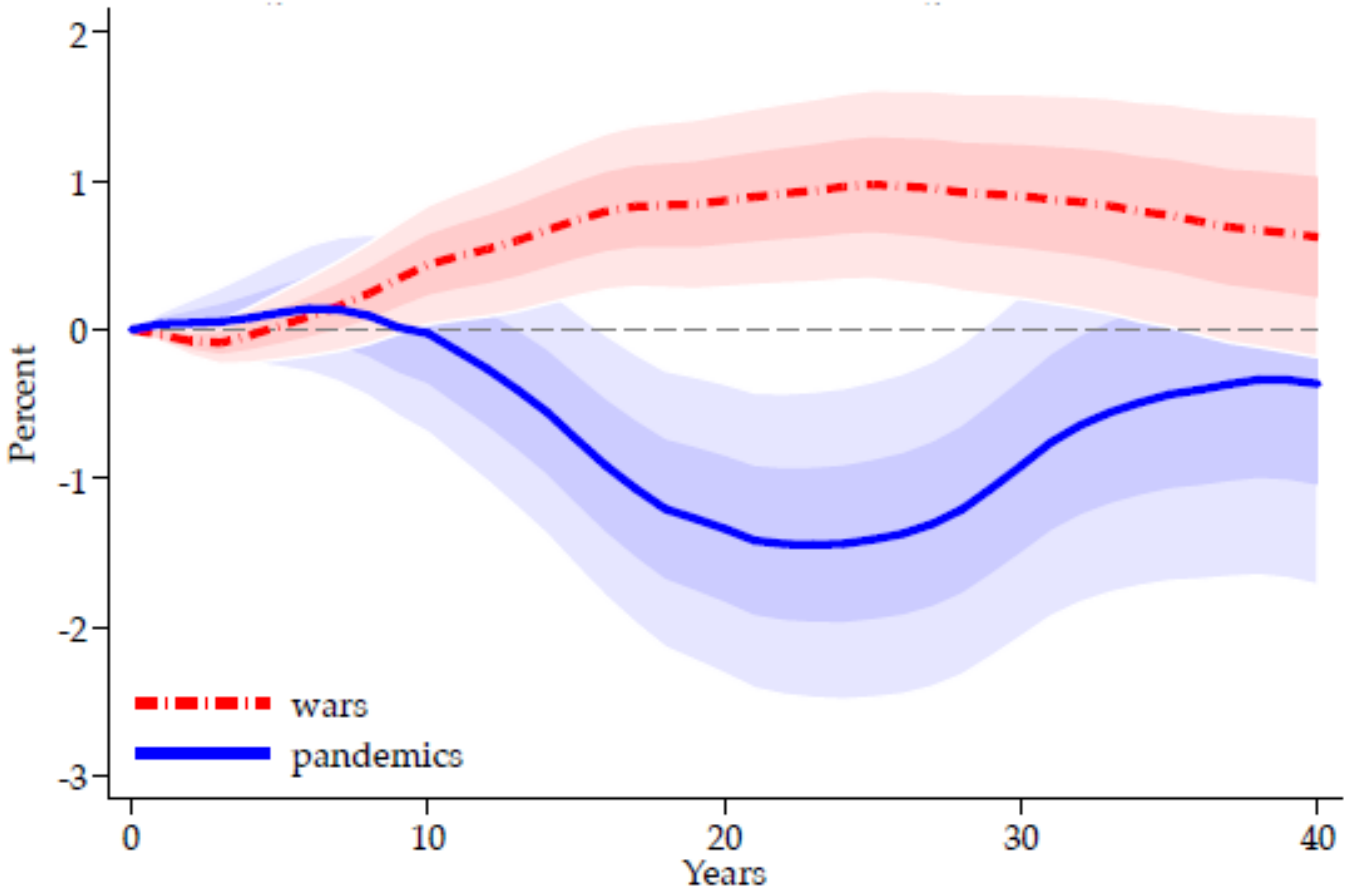
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 黄金价格的变化仍然没有体现出危机期权的因素。
- 2019年至2020年初，黄金明显上涨，体现了我们前述的全球资本回报率低迷背景下，真实回报为0的无风险资产的价值。
- 2020年一季度，黄金与原油、股权等风险资产同跌，之后的低迷都是通缩预期的影响，相应的后期与原油同时同步上涨体现了抗通胀的特性。
- 二季度至今的黄金大幅上涨，美元走弱，体现了黄金作为美元空头的作用。

疫情对资本回报率的影响
—— 危机之后是复苏吗？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

过去700年中欧洲经济对疫情和战争的不同反映



资料来源：NBER，国金证券研究所

资金抱团 —— 漂亮50在70年代

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 我们在前面对比了当下与1968年，那么什么资产是1970年代涨的最多的呢？是黄金。1980年的金价上涨到了1970年的19倍之多。
- 那么60年代最辉煌的股票们——漂亮50呢？1970年代漂亮50跌了大约9%，相比标普500指数跑输约0.5%。
- 然而70年代美国的通货膨胀率，平均高达年化7.8%。股票市场的真实回报率很低。

风险提示

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 金油比的出发点是中美国力对比，如果中国与美国之间的竞争格局发生较大变化，应当重新考虑金油比的运行区间。
- 大宗商品交易定价的过程中，投资者杠杆较高，因此存在商品价格短时间偏离中枢大幅波动的风险。
- 中国房地产市场需求增速下降是较长期的趋势，银行和其他金融机构如果大幅降低对房地产的信贷支持，可能会导致房地产租金回报和其他资产的回报率对比发生较大变化，从而影响其他大类资产的配置价值。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。
本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。
本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。
在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。
本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。
根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。
此报告仅限于中国大陆使用。

THANKS

2020/8/14

国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn