太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-21

投资策略报告

结构胜于大势，保持定力

证券分析师：周雨
电话：010-88321580
E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com
执业资格证书编码： S1190210090002

证券分析师：金达莱
电话：010-88695265
E-MAIL： jindl@tpyzq.com
执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《分化持续，以守为攻》——2020/6/14
《破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会》——2020/6/7
《以逸待劳，静待转机》——2020/5/31
《休整期，等待更好的买点》——2020/5/24
《政策窗口临近，反弹后半程》——2020/5/17
《外围风险可控，护航A股反弹》——2020/5/10
《5月“新老基建”双驱动》——2020/5/6
《业绩迎大考，市场波折前行》——2020/4/26
《复苏预期加持，反弹可持续》——2020/4/19
《政策红利空间充足，机会在内需》——2020/4/12
《反弹途中，保持耐心》——2020/4/5
《4月暖春，配置内需》——2020/3/29

核心结论：结构胜于大势，保持定力。海外对美联储对冲政策反映乐观，但巨幅扩表下，短期持续超预期的政策空间已相对有限，后续疫情二次风险和结构上的极端分化将压制美股持续上涨，资金面驱动的分化行情将持续。国内整体流动性偏紧与结构上的外资流入，将强化A股的分化，后续市场关注点将重回受益于国内经济需求改善的业绩受益品种，短期结构分化行情下，坚守业绩主导的核心资产，以守为攻。中长期来看，在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，A股总体有惊无险。我们曾多次强调，货币泛滥下，核心资产估值应高看一线。

美联储政策持续超预期的空间有限。6月15日，受美联储直接购买企业债政策刺激，缓解了疫情对企业流动性风险的冲击，当日美股有所反弹。整体来看，美联储目前已出台的所有货币政策工具，已能够向股票投资者以外的其他所有市场主体直接进行精准的融资支持，货币政策的传导效率也有明显提升，各类市场的流动性紧缺问题有望得到缓解。但当下，风险最高的股票ETF和低等级的高收益企业债（评级为BB-/Ba3以下）并不包含在美联储“救市”范围内，资产之间的风险传染可能导致部分融资机制的效果不及预期，这也是美联储货币政策工具可能进一步超预期的领域。

中概股加速回归背后的中美博弈。6月18日，京东在香港联交所主板正式上市，近期呈现出中概股加速回归中国市场的迹象。其原因除了中国自身内部资本市场一系列改革之外，更多也来自美国近期针对在美上市中企的“信任”问题。截止2020年6月19日，在美上市的中企累计市值约1.75万亿美元。目前中概股多采取“在港二次上市”的方式回归。但部分中概股并不满足港交所上市要求，由此随着科创板和创业板注册制的完善，A股亦可能被视为中概股回归的重要备选。短期来看，“信任”问题或对A股情绪形成压制；但从中长期来看，中概股的“锚”将带动A股估值水位的提升。

宽信用基调不变，政策保持定力。6月17日国常会的亮点主要在于：一方面，运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，显示降准概率大于降息。历次国常会提及降准的内容，央行政策落地通常为1-2周左右，但从此次表述并没有运用以往“及时运用”和“抓紧运用”等急切措辞。另一方面，明确金融系统让利1.5万亿，其来源主要包括3块：一是，通过降低利率让利；二是，直达货币政策工具推动让利；三是，银行减少收费让利。整体来看，近期央行采取“量升价平”组合来维持流动性和市场利率稳定，“宽货币转向宽信用”的方向将持续。

外资抢跑布局入富扩容，后续流入有赖中美关系。受益6月22日A股入富权重提升，存在“抢跑资金”持续流入，6月19日单日陆股通净流入高达182.33亿元。A股入富扩容生效后，后续短期流入节奏将更有赖于中美关系。近期美方对中国实质性第一阶段协议的执行表示肯定，以及6月16日美国商务部允许美国公司与华为合作制定5G网络标准等迹象，显示短期中美紧张关系有边际缓和，将利于外资流入。

配置建议：内需复苏赛道中寻找确定性：1）“新基建”：5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产龙头。

风险提示：全球经济复工进程较慢；货币政策收紧

目 录

核心结论：结构胜于大势，保持定力 4
1、美联储还有哪些超预期的空间 4
2、中概股加速回归背后的中美博弈 5
3、宽信用基调不变，政策保持定力 7
4、外资抢跑布局入富扩容，后续流入有赖中美关系 8
5、结构胜于大势，保持定力 9

图表目录

图表 1：目前美联储资产负债表规模已达到 7.14 万亿美元 5
图表 2：本轮美联储“救市”与 2008 年次贷危机时措施的对比 5
图表 3：中概股主要来自消费和科技领域 6
图表 4：港交所的制度改革利于中概股回归 6
图表 5：目前 A 股估值水平普遍高于在美和在港中资股 6
图表 6：逆回购缩量投放 8
图表 7：短端利率大幅回升 8
图表 8：2019 年以来的历史经验显示，外资集中流入的时段主要与 A 股纳入国际指数节奏和中美谈判进展有关 8
图表 9：医药带动创业板创新高（截止 2020 年 6 月 19 日） 9
图表 10：创业板指与上证 50 持续分化（截止 2020 年 6 月 19 日） 10
图表 11：消费和成长板块估值持续提升（截止 2020 年 6 月 19 日） 10

核心结论：结构胜于大势，保持定力

海外对美联储对冲政策反映乐观，但巨幅扩表下，短期持续超预期的政策空间已相对有限，后续疫情二次风险和结构上的极端分化将压制美股持续上涨，资金面驱动的分化行情将持续。国内整体流动性偏紧与结构上的外资流入，将强化 A 股的分化，后续市场关注点将重回受益于国内经济需求改善的业绩受益品种，短期结构分化行情下，坚守业绩主导的核心资产，以守为攻。中长期来看，在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，A 股总体有惊无险。我们曾多次强调，货币泛滥下，核心资产估值应高看一线。

配置建议：内需复苏赛道中寻找确定性：1）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产龙头。

1、美联储还有哪些超预期的空间

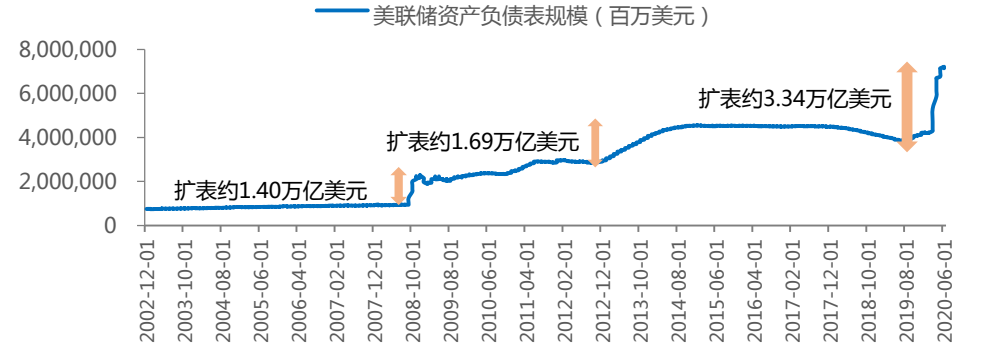
6 月 15 日，受美联储直接购买企业债（此前美联储是购买企业债 ETF）政策刺激，缓解了疫情对企业流动性风险的冲击，当日美股反弹明显。3 月以来，为应对疫情对美国经济和金融市场的冲击，美联储启用了货币政策工具箱中几乎所有应对危机的工具，更史无前例地直接进入信用市场购买企业债。相应的，美联储资产负债表规模连创新高，截止 6 月 17 日，美联储资产负债表规模已达到 7.14 万亿美元，美联储干预程度和速度明显超过 2008 年次贷危机。

对比 2008 年次贷危机时美联储的货币工具来看，整体与 2008 年类似，以降息、QE 等全面宽松，以及货币互换、流动性支持工具、向最需救助的主体发放贷款等货币工具，为特定市场注入流动性；除 TAF（定期标售工具，2007 年 12 月创设）和 TSLF（定期证券出借工具，2008 年 3 月创设）、TOP（定期证券借贷期权计划，2008 年 7 月创设）以外，次贷危机爆发后的货币政策工具已经全部启用。在美联储已启动无限量 QE 且资产负债表快速膨胀的情况下，TAF、TSLF 和 TOP 的作用并不大，此外存款类金融机构和非银金融机构短期的流动性风险相对较小，结合目前疫情相对可控的情况，短期重启这三个工具的可能性相对较小。

整体来看，美联储目前已出台的所有货币政策工具，已能够向股票投资者以外的其他所有市场主体直接进行精准的融资支持，货币政策的传导效率也有明显提升，各类市场的流动性紧缺问题有望得到缓解。但当下，风险最高的股票 ETF 和低等级的高收益企业债（评级为 BB-/Ba3 以下）并不包含在美联储“救市”范围内，资产之间的风险传染

可能导致部分融资机制的效果不及预期，这也是美联储货币政策工具可能进一步超预期的领域。但同时也值得注意，次贷危机后，美联储货币正常化就远未完成，当前如此庞大的信贷规模将导致未来美联储货币正常化遥遥无期。

图表 1：目前美联储资产负债表规模已达到 7.14 万亿美元



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 2：本轮美联储“救市”与 2008 年次贷危机时措施的对比

工具	发布时间	主要内容	2008 年次贷危机时政策	对比	影响
降息	2020/3/3	紧急降息 50BP 至 1%-1.25%	2007 年-2008 年 10 次降息 500BP 至 0%-0.25%	本轮降息更迅速，但幅度不及 08 年	降低市场融资成本，增加市场流动性
	2020/3/15	紧急降息 100BP 至 0%-0.25%			
量化宽松	2020/3/15	宣布 7000 亿美元资产购买计划	2008 年-2012 年三轮 QE 共购买资产超 4 万亿美元	本轮降息更迅速，额度不设限	
	2020/3/23	开启无限量化宽松			
准备金	2020/3/3	下调准备金利率 50BP 至 1.10%	2008 年 12 月降至 0.25%	本轮准备金利率低于 08 年	为金融机构提供流动性
	2020/3/15	下调准备金利率 100BP 至 0.10%			
	2020/3/15	下调准备金率至 0			
贴现窗口	2020/3/3	下调贴现率 50BP 至 1.75%	2007 年 8 月-2008 年 12 月多次下调贴现率至 0.5%	本轮贴现率低于 08 年	
	2020/3/15	下调贴现率 150BP 至 0.25%			
货币互换	2020/3/13	对 5 国降低互换利率 25BP	与 14 国签署 7550 亿美元货币互换协议	本轮降利息，加频率，扩规模	为离岸美元提供流动性
	2020/3/19	与 9 国签署 4500 亿美元互换			
流动性支持工具	2020/3/17	重启 PDCF（一级交易商信贷工具）	2008 年 3 月创设 PDCF，隔夜贷款	本轮贷款期限 90 天，期限更长	为回购市场提供流动性
		重启 CPFF（商业票据融资工具）	2008 年 10 月创设 CPFF，利率 OIS+100BP	本轮利率 OIS+110BP，高于 08 年	
	2020/3/18	重启 MMLF（货币市场基金流动性工具）	2008 年 9 月、10 月分别创设，为货币市场基金提供流动性支持市政企业消费者融资	本轮抵押资产范围更广	
		重启 AMLF（商业票据货币基金流动性工具）			
向最需救助的主体发放贷款	2020/3/23	重启 TALF（定期资产支持证券贷款工具）	2008 年 11 月创设	本次规模小，期限短	支持信贷流向消费者和企业
		新设 PMCCF（一级市场公司信贷工具）	无		支持大企业融资
		新设 SMCCF（二级市场公司信贷工具）			
		拟建立“大众企业贷款计划”	求助贝尔斯登、AIG 等金融机构	本轮更关注中小企业	支持中小企业融资
	2020/4/4	拟建立 PPP（薪资保护计划）			

资料来源：Wind，太平洋证券整理

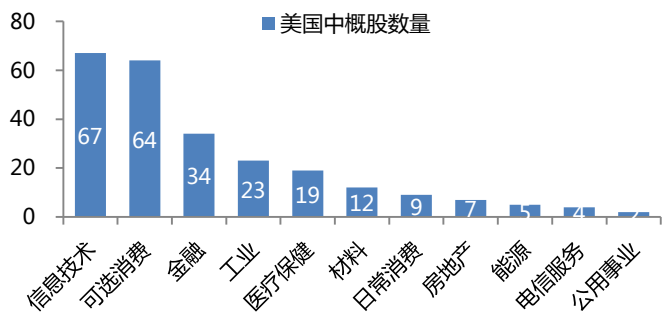
2、中概股加速回归背后的中美博弈

6 月 18 日，京东在香港联交所主板正式上市，此前阿里巴巴、网易已实现在港二次上市，百度也曾表示上市选择并不会局限于美国，呈现出中概股加速回归中国市场的迹象。其原因，除了港交所等自身内部资本市场一系列改革之外，美国近期针对在美上市中企的“信任”问题加速了这一趋势。4 月瑞幸咖啡身陷财务造假丑闻、股价剧烈下跌后，监管方面的隐忧也让美国对华鹰派人士得到更多口实。

此前，6 月 4 日美国白宫曾颁布《保护美国投资者免受中国公司重大风险影响的备忘录》（后简称《备忘录》），直接针对中概股，指明在 60 天内，要求总统金融市场工作组（PWG）就行政部门、SEC、PCAOB 等任何其他联邦机构或部门应采取的额外措施提出建议，内容涉及设置新的上市规则、治理保障、审计强制执行措施等。5 月 20 日美国参议院曾全票通过了《外国公司问责法案》，主要内容包括：一是，若外国发行人连续 3 年未能遵守美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）的审计要求，将被禁止在美国交易所上市；二是，外国发行人须披露是否为外国政府所有或控制。面对政策的不确定性和因此产生的风险加大，由此进一步刺激了中概股的回归。

截止 2020 年 6 月 19 日，在美上市的中企 246 家，合计市值约 1.75 万亿美元。目前中概股多采取“在港二次上市”的方式回归中国资本市场。但根据港交所对中概股回归提出的 4 项上市条件，拼多多、腾讯音乐等部分企业短期并不满足港交所上市要求，由此随着科创板和创业板注册制的完善，上交所和深交所亦可能被视为中概股回归的重要备选。短期来看，若市场对《备忘录》后续实施事件解读为中美摩擦升级，或对 A 股情绪形成压制；但从中长期来看，目前 A 股估值水平普遍高于在美和在港中资股，中概股的“锚”将带动 A 股估值水位的提升。

图表 3：中概股主要来自消费和科技领域



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：港交所的制度改革利于中概股回归

	港交所新修二次上市规则（2018 年）
1	在纽交所等英美股上市，并保持至少 2 年良好合规经营记录；
2	属于新经济消费、科技、医药等创新产业领域；
3	市值在 400 亿港币以上；
4	或，市值在 100 亿港币以上，且最近一年收益在 10 亿港币以上。

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：目前 A 股估值水平普遍高于在美和在港中资股

细分行业	估值水平对比	美国中概股			香港中资股			A 股		
		公司	2019 年净利润（亿元）	估值	公司	2019 年净利润（亿元）	估值	公司	2019 年净利润（亿元）	估值
零售业	A>港=美	阿里巴巴	1494.3	28.10	阿里巴巴-SW	1494.3	27.85	苏宁易购	93.2	9.20
		京东	121.8	108.12	中升控股	45.0	18.01	美凯龙	46.9	10.97
		携程网	70.1	-36.97	红星美凯龙	44.8	4.70	广汇汽车	33.2	19.55
软件与服务	A>港>美	网易	212.4	17.92	腾讯控股	933.1	42.31	三六零	59.5	22.18
		58 同城	84.5	6.88	网易-S	212.4	18.01	世纪华通	27.4	29.45
		微博	34.5	19.93	中国民航信息网络	25.4	15.21	三七互娱	24.2	36.41
电信服务Ⅱ	A>美=港	中国移动	1066.4	9.37	中国移动	1066.4	9.33	中国联通	112.6	32.12
		中国电信	205.2	8.19	中国电信	205.2	8.14	中国卫通	6.9	167.45
		中国联通	113.3	11.36	中国联通	113.3	11.27	二六三	1.8	55.67
能源Ⅱ	A>美=港	中海油	610.5	5.80	中国海洋石油	610.5	5.85	中国石化	721.2	21.07
		中石化	574.7	16.52	中国石油化工股份	574.7	16.60	中国石油	670.1	41.01
		中石油	456.8	23.64	中国石油股份	456.8	24.30	中国神华	515.4	7.35
消费者服务Ⅱ	A>美=港	百胜中国	49.7	34.93	中国东方教育	8.5	34.51	华侨城 A	143.4	4.18
		新濠博亚娱乐	26.0	-71.00	锦江资本	6.8	11.21	中国国旅	54.1	115.93
		华住	17.7	43.78	复星旅游文化	6.1	13.18	中公教育	18.0	98.59
保险Ⅱ	A>美=港	中国人寿	582.9	8.39	中国平安	1494.1	10.17	中国平安	1643.7	10.33
		泛华金控	1.9	107.38	中国人寿	582.9	8.46	中国人寿	590.1	16.14
		慧择	0.1	-56.66	中国太保	277.4	5.81	中国人保	317.0	11.99
运输	A>美>港	中通快递	56.7	39.98	东方海外国际	94.1	1.88	大秦铁路	151.7	8.66
		东方航空	31.9	-16.03	招商局港口	74.9	3.95	京沪高铁	119.4	31.57
		ATLAS	30.6	13.82	中远海控	66.9	4.18	中远海控	103.5	6.87
制药、生物科技与生命科学	A>美>港	泰邦生物	9.7	27.51	石药集团	37.1	23.79	恒瑞医药	53.3	90.52
		科兴生物	3.1	16.08	复星医药	33.2	20.28	云南白药	41.7	25.50
		安派科	-1.0	-5.74	白云山	31.9	10.72	复星医药	37.4	27.06
媒体Ⅱ	A>美=港	腾讯音乐	39.8	41.58	新华文轩	11.4	5.46	东方明珠	22.3	19.23
		优点互动	-6.8	-2.84	非凡中国	7.5	108.96	分众传媒	18.6	48.44
		万达体育	-21.5	-0.94	猫眼娱乐	4.6	26.74	中文传媒	17.3	10.06

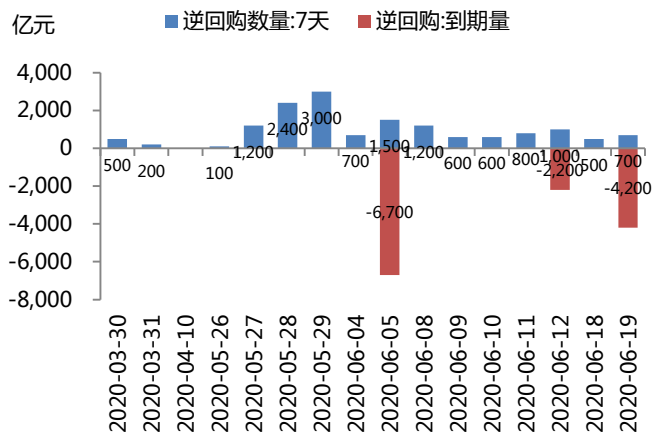
资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、宽信用基调不变，政策保持定力

6 月 17 日国常会的亮点主要在于：一方面，运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，显示降准概率大于降息。6 月 15 日 MLF 也显示未降息而续作。历次国常会提及降准的内容，央行政策落地通常为 1-2 周左右，但从此次表述来看，并没有运用以往“及时运用”和“抓紧运用”等急切措辞，由此短期对央降准不宜过于乐观。另一方面，明确金融系统让利 1.5 万亿，其来

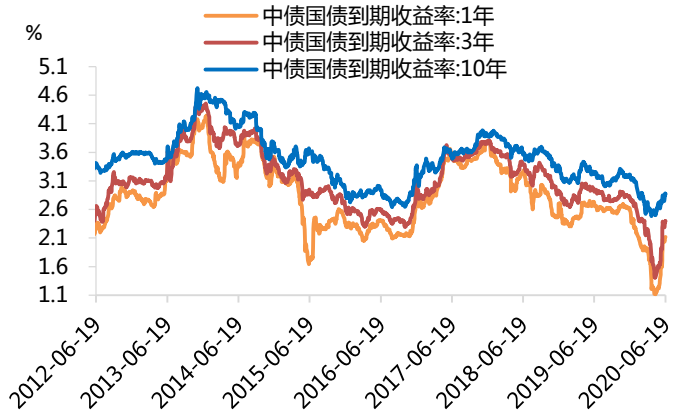
源，易纲在 6 月 18 日陆家嘴论坛中指出，主要包括 3 块：一是，通过降低利率让利；二是，直达货币政策工具推动让利；三是，银行减少收费让利。整体来看，近期央行采取“量升价平”组合来维持流动性和市场利率稳定，“宽货币转向宽信用”的方向将持续。

图表 6：逆回购缩量投放



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：短端利率大幅回升



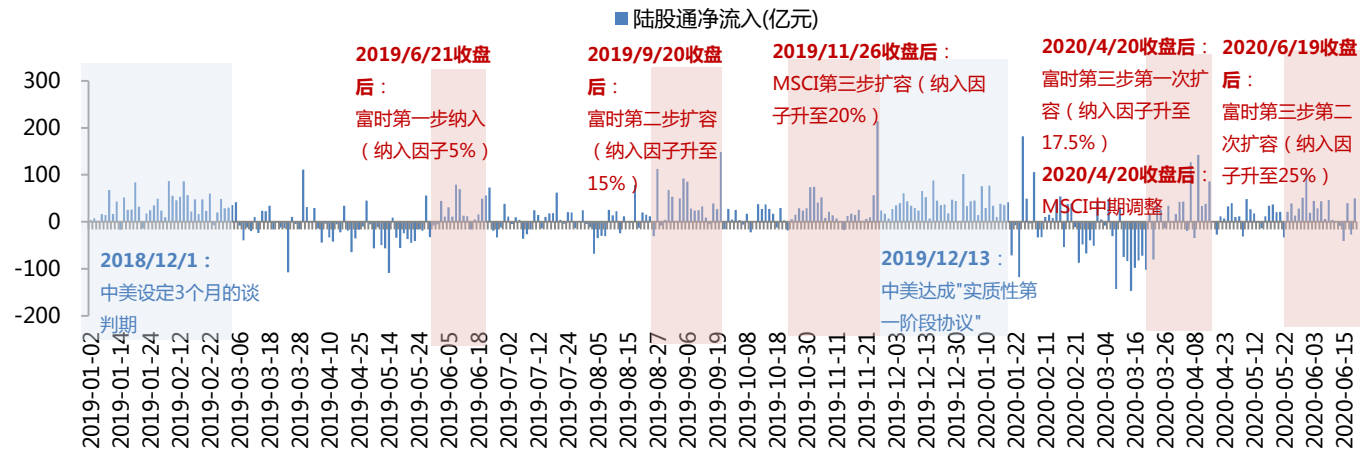
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、外资抢跑布局入富扩容，后续流入有赖中美关系

6 月 22 日，富时罗素将 A 股纳入因子由 17.5%提升至 25%，届时富时罗素对于 A 股的第一阶段纳入因子提升将全部完成。根据富时罗素官方数据，跟踪富时罗素全球股票指数体系的资金约为 1.7 万亿美元，按照被动与主动资金八二资产规模格局，此次纳入因子调整，保守估计将至少带来 373 亿元增量资金，纳入前期存在“抢跑资金”持续流入，6 月 19 日纳入前单日，陆股通净流入高达 182.33 亿元。

2019 年以来的历史经验显示，外资集中流入的时段主要与 A 股纳入国际指数节奏和中美谈判进展有关。6 月 22 日 A 股入富扩容生效后，后续短期流入节奏将更有赖于中美关系。近期美方对中国实质性第一阶段协议的执行情况表示肯定，以及 6 月 16 日美国商务部允许美国公司与华为合作制定 5G 网络标准等迹象，显示短期中美紧张关系有边际缓和，将利于外资流入。但中美中长期竞争的关系仍不会改变，在中美对抗的节奏和力度上仍存在较大不确定性。

图表 8：2019 年以来的历史经验显示，外资集中流入的时段主要与 A 股纳入国际指数节奏和中美谈判进展有关



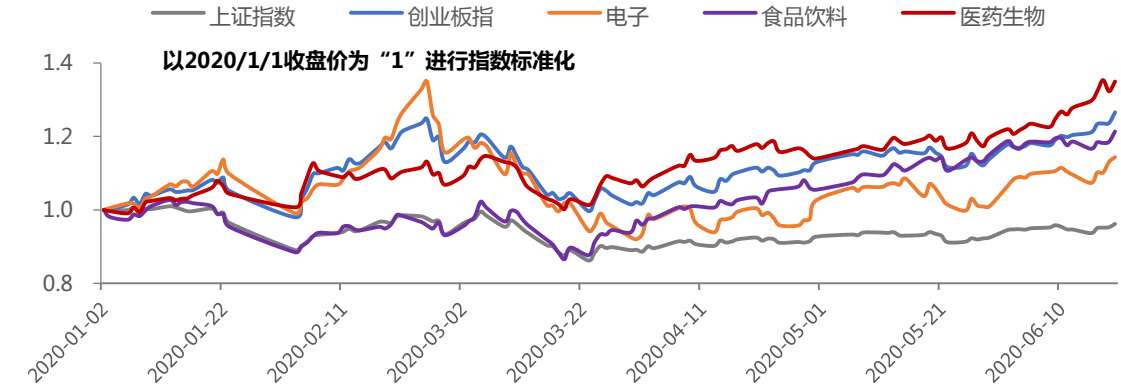
资料来源：Wind，太平洋证券整理

5、结构胜于大势，保持定力

海外对美联储对冲政策反映乐观，但在巨幅扩表情况下，短期持续超预期的政策空间已相对有限，后续疫情二次风险和结构上的极端分化将压制美股持续上涨，资金面驱动的分化行情将持续。国内整体流动性偏紧与结构上的外资流入，也将强化 A 股的分化，后续市场关注点将重回受益于国内经济需求改善的业绩受益品种，短期结构分化行情下，坚守业绩主导的核心资产，以守为攻。中长期来看，在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，A 股总体有惊无险。我们曾多次强调，货币泛滥下，A 股核心资产估值应高看一线。

配置建议：内需复苏赛道中寻找确定性：1）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产龙头。

图表 9：医药带动创业板创新高（截止 2020 年 6 月 19 日）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：创业板指与上证 50 持续分化（截止 2020 年 6 月 19 日）

	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
重要指数	沪深 300	1.41	16.47%	12.57	39.46%	0.05	2.39	16.10
	上证 50	1.14	7.02%	10.12	35.22%	-4.48	1.45	14.31
	中小板指	4.00	46.98%	33.55	60.19%	16.27	4.14	22.39
	创业板指	7.32	92.18%	64.04	84.78%	28.99	5.11	26.95
	中证 500	1.93	14.17%	27.86	26.90%	9.86	3.50	15.77
	创业板 50	8.31	87.99%	83.51	93.11%	35.45	5.63	32.33

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：消费和成长板块估值持续提升（截止 2020 年 6 月 19 日）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
周期	采掘	0.94	0.7%	12.74	10.9%	-16.74	1.91	2.84
	化工	1.94	13.5%	24.48	32.2%	2.61	2.55	14.09
	钢铁	0.88	8.5%	12.37	26.2%	-5.72	5.98	7.74
	有色金属	2.09	14.9%	37.44	40.6%	-4.39	2.87	13.72
	建筑材料	2.01	28.2%	14.40	10.4%	8.91	0.09	9.89
	建筑装饰	0.89	0.3%	9.84	5.0%	-5.64	1.66	1.05
	电气设备	2.52	22.8%	33.73	28.0%	14.57	2.16	15.54
	机械设备	2.18	25.4%	28.64	38.8%	4.12	1.52	12.65
	公用事业	1.32	1.2%	20.40	23.0%	-5.86	1.84	3.32
	交通运输	1.36	11.5%	21.13	41.8%	-8.41	0.09	11.41
消费	汽车	1.58	13.3%	25.61	65.0%	1.21	1.14	15.51
	家用电器	3.14	62.7%	20.01	46.0%	-0.80	0.88	22.76
	纺织服装	1.78	16.3%	31.16	48.0%	-4.15	0.64	4.21
	轻工制造	1.79	21.6%	24.07	21.4%	2.26	2.30	13.88
	商业贸易	1.66	10.1%	25.31	34.7%	16.28	3.51	25.03
	农林牧渔	3.68	54.8%	19.21	0.5%	13.45	5.81	10.72
	食品饮料	7.17	87.7%	38.83	68.4%	19.76	2.34	38.45
	休闲服务	4.57	69.8%	77.47	84.8%	19.39	3.21	41.38
	医药生物	4.46	65.1%	50.13	81.0%	35.33	5.54	33.21
金融	房地产	1.18	0.8%	8.96	2.2%	-10.07	1.36	9.07
	银行	0.65	0.0%	5.96	10.6%	-13.53	-0.77	5.33
	非银金融	1.60	3.4%	15.56	11.9%	-11.93	2.22	7.06
成长	国防军工	2.57	30.4%	55.32	35.1%	4.22	0.29	8.98

	电子	3.95	70.8%	51.28	52.8%	18.34	4.43	21.22
	计算机	4.56	61.1%	74.16	89.9%	16.26	2.68	8.33
	传媒	2.97	16.3%	51.68	41.1%	13.72	3.67	19.46
	通信	2.96	61.8%	45.83	67.0%	7.90	4.41	-1.71

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

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
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	13222028950@163.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	congxc@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
深圳地区销售	张静雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

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。