太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-04-12

投资策略报告

政策红利空间充足，机会在内需

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：

《反弹途中，保持耐心》——2020/4/03
《4月暖春，配置内需》——2020/3/29
《新秩序牛市渐近：波动加大，做多内需》——2020/2/28
《 12月前瞻：竣工扩大+复苏逻辑演绎，继续看好竣工链+新能源》——2019/12/01
《四季度看好金融地产，明年看好成长券商》——2019/11/3
《9月前瞻：波动增大，先消费后成长》——2019/8/31
《冷眼向洋看世界——极限施压并不可怕》——2019/08/02
《6月前瞻：买点大概率出现在下旬》——2019/06/02
《类滞涨格局下短期将呈震荡，中期仍偏积极》——2019/05/05
《短期向上，中期震荡，蓝筹占优》——2019/03/31

核心结论：政策红利空间充足，机会在内需。海外疫情短期继续抑制全球风险偏好提升，但中国相比外围市场，除政策空间较大之外，改革释放红利的空间也较充足。在当前A股估值水平较低（沪深300PE估值11.19倍，历史百分位21.75%）、股权风险溢价较高（EPR=5.9%，历史百分位92%）的背景下，逆周期政策调控发力将有望加快短期经济活动复苏，投资仍需保持定力和耐心。

海外疫情仍待观察，信用风险可控。目前美国疫情难言拐点，即使见顶，若新增确诊不能迅速回落，疫情对需求拖累或将超预期。印度、非洲等部分新兴市场疫情仍在加速升级，对我国从其进口的矿产品、化工产品以及纺织品及原料等产业的冲击也会逐步显现。3月美联储会议纪要显示，将维持零利率直至经济消化疫情打击，货币政策工具仍较充足。4月10日美联储公布将垃圾债券加入可购买资产清单，疫情引发的信用风险也将得以控制。虽然短期资本市场对持续大幅新增确诊已有所免疫，但仍需警惕海外经济衰退的疫情尾部风险。

防范通缩风险，流动性仍将保持宽松。受疫情和国际油价下跌影响，CPI和PPI双双回落，若未来政策刺激不能带来较强的环比上行脉冲，CPI将进入下行通道，PPI则保持低位。叠加即将公布的一季度经济数据大幅下行，通缩预期下，货币宽松仍将持续。2000年以来，我国经历了2轮较明显的通缩，均由需求不足触发，彼时A股行业表现中，建筑、地产、非银较好，受益于流动性对冲预期，农业、商贸零售等消费板块表现较差，主要受物价下行预期影响。

逆周期调控增强，财政货币政策双发力。3月新增信贷2.85万亿，社融5.16万亿，均创历史新高，放量背后对应逆周期调节政策发力；财政投放推升了非信贷形式的货币派生，提升M2（10.10%）增速，高于当前经济名义增速。货币政策宽松后，金融数据大幅上行，一定程度上反映资金流入实体，复工到位后，短期经济活动开始复苏。历史上，信贷放量对市场短期走势影响偏积极，尤其在估值相对低位的情况下。

改革红利打开空间，释放内需潜力。在经济下行压力之下，改革释放经济活力的诉求将愈加强烈。4月9日推进城镇化的政策举措和促进要素市场化的文件，将直接促进内需的升级释放，中长期将利好经济发展和资本市场建设。

疫情拖累创业板业绩Q1下滑。预计2020Q1创业板整体净利增速将下滑约26%，结合龙头公司业绩变动的原因来看，疫情造成物流、需求、复工复产的停滞，是导致业绩骤降的主因，创业板业绩将有望在2020Q1“挖坑”后迎来Q2修复。“绩优”公司主要集中于疫情直接受益的医药、计算机(软件服务)、传媒（游戏）行业，以及行业景气度向上且“非劳动密集型”（使得复工复产较少依赖现场工人）的电子（消费电子、半导体、MLCC）、机械（半导体等下游景气行业的设备）、电气设备（风电、光伏）、化工（化学原料）等行业。

配置建议：机会在内需。配置内需为主，避开外需冲击板块：1）食品饮料、家电、汽车等消费白马（外资回流，潜在消费刺激政策）；2）建筑、机械、地产龙头（低估值，稳就业，稳增长）；3）银行、券商（估值低，景气周期向上）；4）中期成长科技仍是2020年主线，关注内需主导的“新基建”5G基建、电气设备、新能源汽车。

风险提示：海外疫情明显冲击二季度需求；对冲政策效果不及预期

目 录

核心结论：政策红利空间充足，机会在内需 4
1、海外疫情仍待观察，信用风险可控 4
2、防范通缩风险，流动性仍将保持宽松 5
3、逆周期调控增强，财政货币政策双发力 7
4、改革红利打开空间，释放内需潜力 8
5、疫情拖累创业板业绩 Q1 下滑约 26% 9
6、政策红利空间充足，机会在内需 10

图表目录

图表 1：美国新增确诊病例与意大利和西班牙对比 5
图表 2：印度对中国出口产业分布 5
图表 3：08 年金融危机经验显示，经济衰退是美股“最后一跌”的风险所在 5
图表 4：3 月 CPI 和 PPI 双双回落 6
图表 5：CPI 受食品项中的猪肉和鲜菜环比回落影响较大 6
图表 6：历史上降息主要在通胀压力不大时 6
图表 7：2000 年以来我国历史上的通缩时期均受需求影响 6
图表 8：历史上通缩期间 A 股的行业表现 6
图表 9：3 月社融 5.16 万亿创下单月历史新高 8
图表 10：3 月社融主要来自信贷、企业债券和政府债券 8
图表 11：中长期新增人民币贷款主要来自企业部门 8
图表 12：3 月 M2 提升明显 8
图表 13：预计 2020Q1 创业板业绩下滑约 26% 9
图表 14：绩优企业多来自疫情直接受益、复工复产较快 9
图表 15：创业板龙头公司 2020Q1 业绩变化原因总结 10
图表 16：股权风险溢价指数高达 5.9%，历史百分位 92% 11
图表 17：重要指数估值水平均有提升（截止 2020 年 4 月 10 日） 11
图表 18：医药和食品饮料估值水平已接近历史中枢（截止 2020 年 4 月 10 日） 11

核心结论：政策红利空间充足，机会在内需

海外疫情短期继续抑制全球风险偏好提升，但中国相比外围市场，除政策空间较大之外，改革释放红利的空间也较充足。在当前A股估值水平较低（沪深300PE估值11.19倍，历史百分位21.75%）、股权风险溢价较高（EPR=5.9%,历史百分位92%）的背景下，逆周期调节发力将有望加快短期经济活动复苏，投资仍需保持定力和耐心。

建议配置内需为主，避开外需冲击板块，包括：1）食品饮料、家电、汽车等消费白马（外资回流，潜在消费刺激政策）；2）建筑、机械、地产龙头（低估值，稳就业，稳增长）；3）银行、券商（估值低，景气周期向上）；4）中期成长科技仍是2020年主线，关注内需主导的“新基建”5G基建、电气设备、新能源汽车。

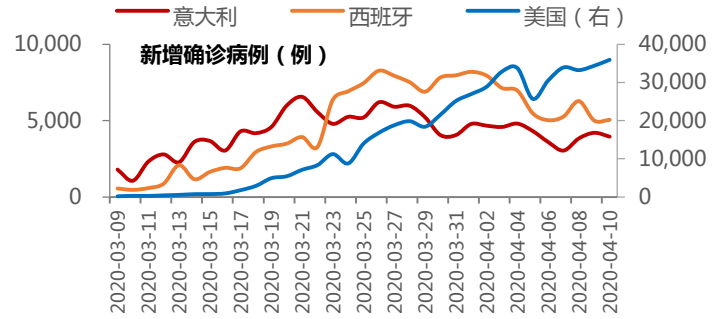
1、海外疫情仍待观察，信用风险可控

截止4月10日，美国新冠确诊居高不下，仍保持每日3万多的新增确诊，目前难言拐点。即使美国新增确诊见顶，若不能类似我国和韩国使得新增确诊迅速回落，疫情对需求的拖累将贯穿整个二季度，并且存在进一步拖累下半年的可能。此外，印度、非洲等部分新兴市场疫情仍在加速升级中，对我国从其进口的矿产品、化工产品以及纺织品及原料等产业的冲击也会逐步显现。

3月美联储会议纪要显示，将维持零利率直至经济消化疫情打击，如果需要，可以通过资产购买和前瞻指引做更多事情，体现美联储货币政策工具仍较充足。4月10日美联储公布将垃圾债券加入可购买资产清单，疫情引发的信用风险也将得以控制。

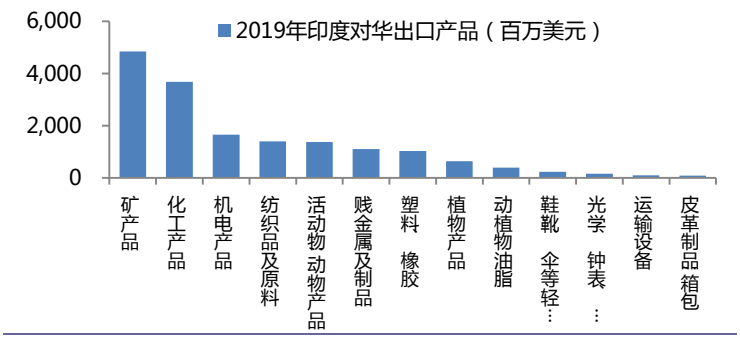
虽然资本市场对持续大幅新增确诊已有所免疫，表现为美国新增确诊快速爬坡阶段，美股未有明显回调，但仍需警惕海外经济衰退的疫情尾部风险。一方面，带来美股“最后一跌”，外围风险偏好回落和外资流出将波及A股；另一方面，海外需求和产业链的中断和断裂将对我国部分依赖出口型的产业造成明显冲击。

图表 1：美国新增确诊病例与意大利和西班牙对比



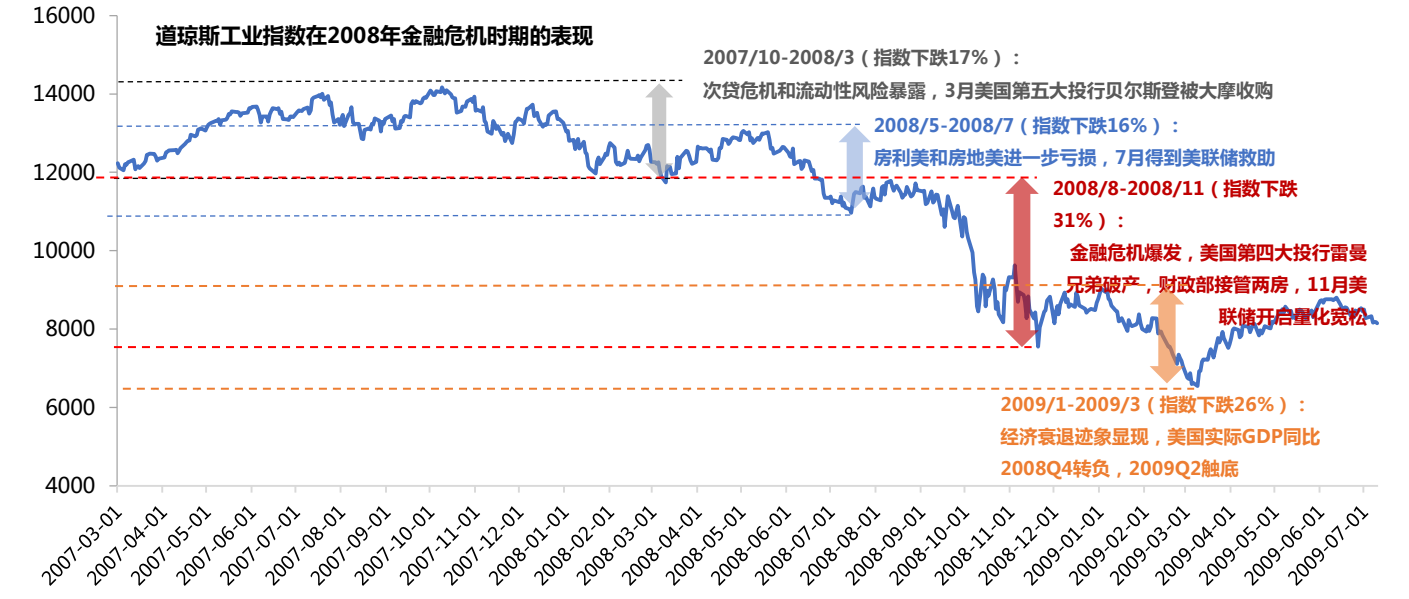
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：印度对中国出口产业分布



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：08 年金融危机经验显示，经济衰退是美股“最后一跌”的风险所在



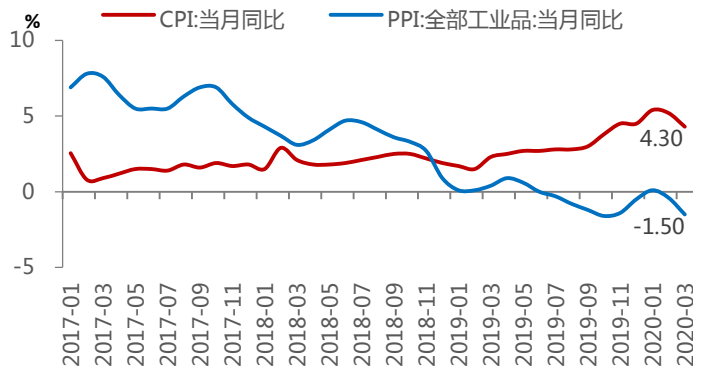
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、防范通缩风险，流动性仍将保持宽松

3 月 CPI 同比上涨 4.3%，环比下降 1.2%，PPI 同比回落 1.5%，环比下降 1%，主要受疫情和国际油价大幅下跌影响，CPI 和 PPI 双双回落。其中，CPI 食品项下滑主要由于运力提升，带来猪价和菜价有所下滑，尤其 3 月 CPI 猪肉环比下跌 6.9%,拖累效果明显；CPI 非食品项下滑主要来自疫情导致服务业复工缓慢，以及油价暴跌的拖累，除医疗保健以外，衣着、居住、生活用品及服务、教育文化和娱乐、交通和通信分项均有环比下滑；PPI 也深受油价暴跌和工业需求衰弱的影响。往后看，若未来没有出现政策刺激下太强的环比上行脉冲，CPI 将进入下行通道，PPI 则将保持低位，仍将面临通缩风险。

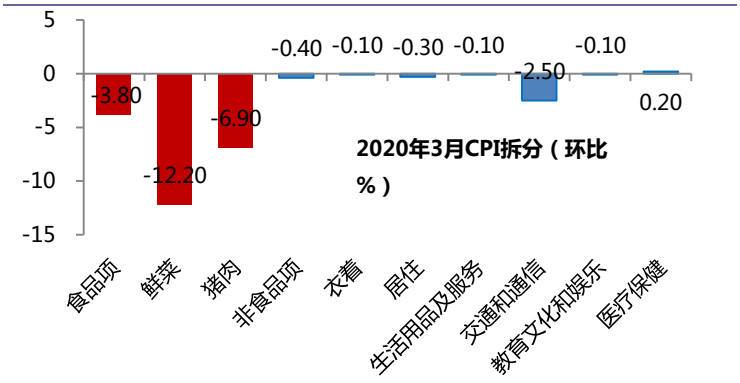
但 CPI 和 PPI 均超预期下行，叠加即将公布的一季度经济数据大幅下行，货币宽松空间将进一步打开。参考历史来看，2000 年以来我国经历了 2 轮较明显的通缩，均由需求不足触发，彼时 A 股行业表现中，建筑、地产、非银较好，受益于流动性宽松预期；而农业、商贸零售等消费板块表现较差，主要受物价下行预期影响。

图表 4：3 月 CPI 和 PPI 双双回落



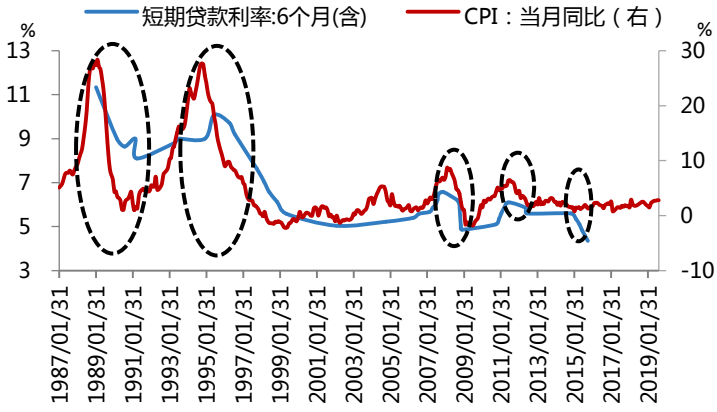
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：CPI 受食品项中的猪肉和鲜菜环比回落影响较大



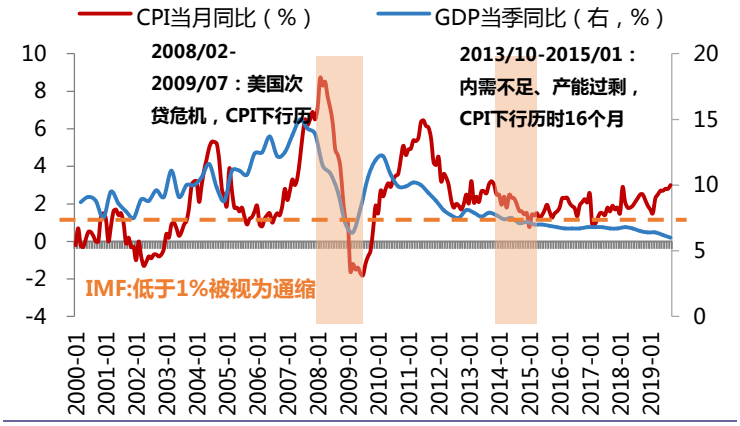
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：历史上降息主要在通胀压力不大时



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：2000 年以来我国历史上的通缩时期均受需求影响



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：历史上通缩期间 A 股的行业表现

2008/03-2009/07 累计涨跌幅			2013/12-2015/01 累计涨跌幅		
行业	绝对收益（%）	相对收益（相对沪深 300，%）	行业	绝对收益（%）	相对收益（相对沪深 300，%）
采掘	4.61	24.72	非银金融	113.33	68.64
非银金融	-3.28	16.83	国防军工	84.61	39.93
房地产	-3.97	16.14	钢铁	80.43	35.75
电气设备	-5.72	14.39	计算机	77.61	32.92

银行	-5.80	14.30	建筑装饰	70.63	25.95
医药生物	-11.03	9.07	交通运输	66.36	21.68
建筑装饰	-12.98	7.13	机械设备	59.16	14.47
通信	-14.47	5.64	房地产	57.21	12.52
汽车	-16.03	4.08	纺织服装	54.80	10.11
建筑材料	-16.67	3.44	通信	54.76	10.07
机械设备	-18.39	1.72	汽车	53.78	9.09
公用事业	-20.50	-0.39	综合	51.94	7.26
食品饮料	-21.45	-1.34	公用事业	49.54	4.86
家用电器	-21.54	-1.43	休闲服务	49.40	4.72
计算机	-21.76	-1.66	电气设备	47.79	3.11
国防军工	-23.78	-3.67	轻工制造	46.99	2.31
纺织服装	-24.86	-4.75	建筑材料	45.29	0.60
有色金属	-24.98	-4.87	家用电器	43.38	-1.31
综合	-25.07	-4.96	电子	40.30	-4.38
传媒	-25.69	-5.58	化工	39.21	-5.47
商业贸易	-26.05	-5.94	有色金属	38.52	-6.16
休闲服务	-28.83	-8.73	商业贸易	36.31	-8.38
农林牧渔	-29.37	-9.26	传媒	35.98	-8.71
化工	-29.73	-9.62	银行	35.44	-9.25
电子	-29.88	-9.77	农林牧渔	34.45	-10.23
钢铁	-33.14	-13.03	医药生物	30.79	-13.89
轻工制造	-33.77	-13.67	食品饮料	15.55	-29.13
交通运输	-34.04	-13.93	采掘	15.20	-29.48

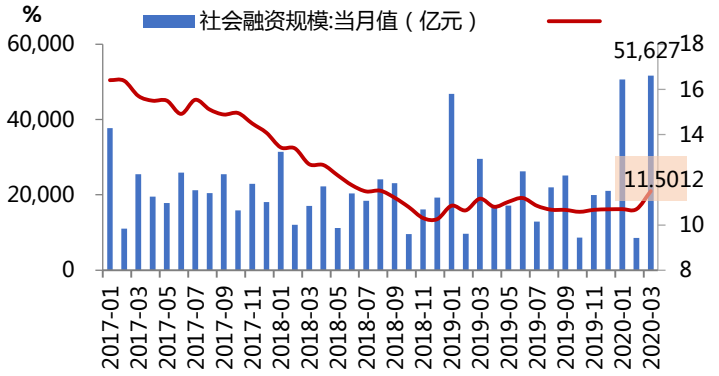
资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、逆周期调控增强，财政货币政策双发力

3 月新增信贷 2.85 万亿，2020Q1 累计新增 7.10 万亿，为历史上同期最高值；3 月社融 5.16 万亿，创下单月历史新高，社融存量同比增长 11.50%，为 2018 年首次环比提升 0.8 个百分点。放量背后对应着逆周期调节政策发力，新增中长期贷款同比增长主要来自企业，3 月企业新增中长期贷款达 9643 亿，同比多增 3070 亿；受益于企业信贷支持和政府专项债提前下发，信贷、企业债券和政府债券对 3 月社融贡献明显；财政投放推升了非信贷形式的货币派生，相应也提升了 M2 增速，3 月 M2 升至 10.10%，高于当前经济名义增速。

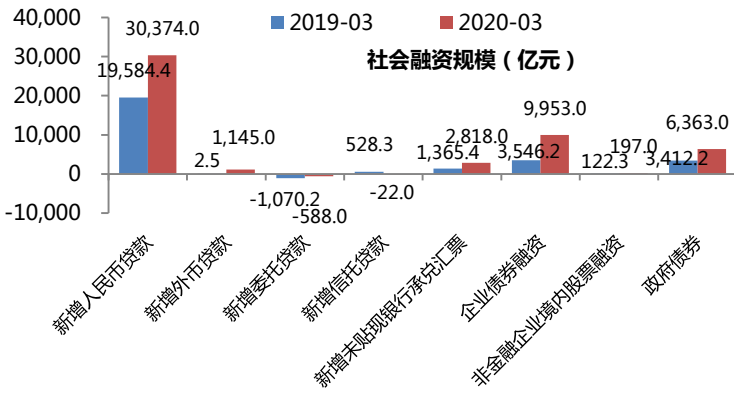
货币政策宽松后，金融数据大幅上行，这在一定程度上反映资金流入实体，复工到位后，经济短期出现复苏。但对于银行而言，放贷利率下行和信贷放量将对净息差产生压力，降低银行负债端诉求也将提升。4 月 10 日央行货币政策司司长孙国峰表示“银行贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行也会适当降低负债成本，引导存款利率下行”，在一定条件下银行存款利率下行也将得以实现。从历史上来看，信贷放量对市场短期走势影响偏积极，尤其在市场估值相对偏低的情况下。

图表 9：3 月社融 5.16 万亿创下单月历史新高



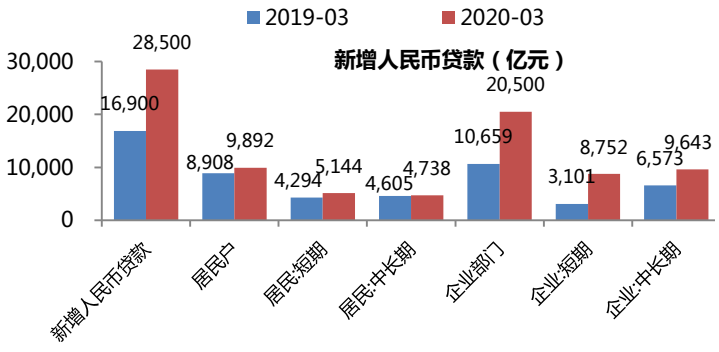
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：3 月社融主要来自信贷、企业债券和政府债券



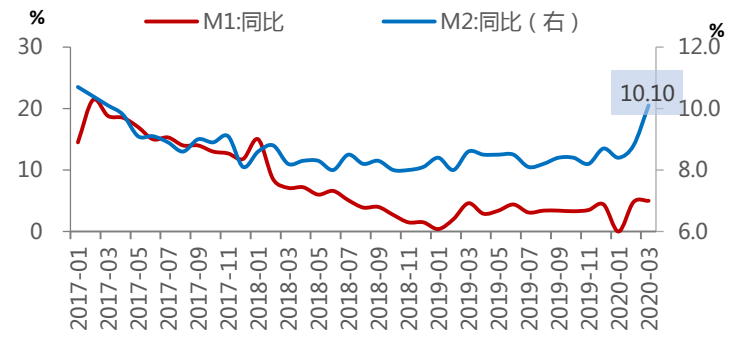
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：中长期新增人民币贷款主要来自企业部门



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：3 月 M2 提升明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、改革红利打开空间，释放内需潜力

经济下行压力之下，改革释放经济活力的诉求将愈加强烈。4 月 9 日国家发展改革委印发了《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，主要在户籍制度（推动农民工在城市落户）、土地改革（促进土地流转和交易）、城市建设（都市圈化）方面做出部署；同日，中共中央、国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机

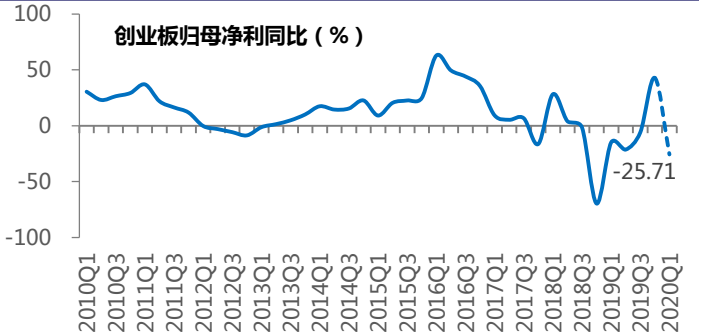
制的意见》，从生产要素和资源配置角度，提出要在土地（产业用地方式、土地计划指标管理）、劳动力（落户渠道、职称评审渠道）、资本（股市基础制度建设、债券市场统一标准建设）、技术（产权激励、中介服务）、数据（数据共享责任清单、数据标准规范、数据开发利用场景）五个要素领域进行改革。整体来看，推进城镇化的政策举措和促进要素市场化的文件，将直接促进内需的升级释放，中长期将利好经济发展和资本市场建设。

5、疫情拖累创业板业绩 Q1 下滑约 26%

根据交易所规定，4 月 10 日前所有创业板企业应完成对一季报业绩预告的披露，目前创业板所有上市公司已完成披露。由披露的各企业净利均值测算来看，预计 2020Q1 创业板整体净利增速将下滑约 26%，低于 2019Q2（净利增速-21.38%）和 2019Q3（-5.98%）增速水平，结合创业板龙头公司业绩变动的原因来看，疫情造成物流、需求、复工复产的停滞，是导致其业绩骤降的主要原因，可见随着 3 月以来物流、复工复产的修复，创业板业绩将有望在 2020Q1“挖坑”后迎来 Q2 修复。

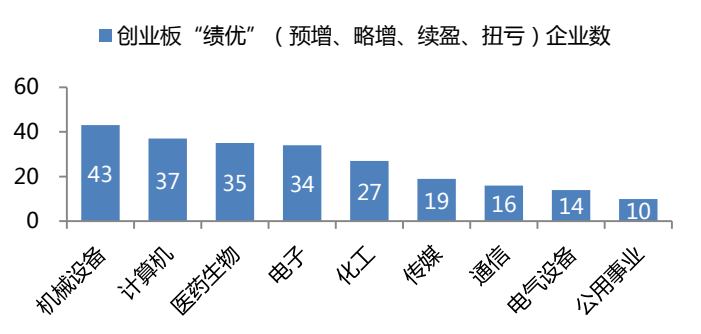
创业板一季度业绩预告中，仅有 273 家上市公司业绩“绩优”（即业绩预警类型为预增、略增、续盈、扭亏），占比 1/3。这些“绩优”公司主要集中于疫情直接受益的医药、计算机(软件服务)、传媒（游戏）行业，以及行业景气度向上且“非劳动密集型”（使得复工复产较少依赖现场工人）的电子（消费电子、半导体、MLCC）、机械（半导体等下游景气行业的设备）、电气设备（风电、光伏）、化工（化学原料）等行业。但二季度迎来全球疫情爆发窗口，依赖外需的行业景气度将受到干扰，由此不利于其业绩的持续改善，主要为电子行业；不过，若二季度全球疫情得以控制，三季度迎来需求修复，依赖外需的行业景气度将有望回归“正常化”。

图表 13：预计 2020Q1 创业板业绩下滑约 26%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：绩优企业多来自疫情直接受益、复工复产较快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：创业板龙头公司 2020Q1 业绩变化原因总结

名称	行业	2020Q1 业绩变化原因	2020Q1 预告净利润同比增长下限(%)	2020Q1 预告净利润同比增长上限(%)
温氏股份	农林牧渔	猪肉涨价，疫情前期由于市场关闭、封路、延迟复工等原因销售受阻活禽价格骤降，3 月解封销售回升	510.90	511.98
迈瑞医疗	医药生物	监护仪,呼吸机,输注泵等在疫情带动下产品销量加速增长，但常规诊疗相关仪器在疫情期间放缓	25.00	35.00
宁德时代	电气设备	下游新能源汽车由于疫情装机量减少，导致动力电池销售收入下滑	-30.00	-20.00
蓝思科技	电子	订单充足，产能扩充，复工复产积极	1,006.59	1,011.75
智飞生物	医药生物	疫情期间公司产品推广和销售惨淡	0.00	10.00
立华股份	农林牧渔	疫情引发市场关闭、物流、延迟复工等问题，活禽价格骤降	-284.74	-280.05
东方财富	传媒	受益于国内一季度交易额大幅增长	112.57	138.49
乐普医疗	医药生物	零售市场旺盛，抗击疫情相关器械产品业绩显著提升，但受新冠肺炎疫情影响，植入器械和医疗服务受医院门诊量、手术量等影响较大，显著下降	-43.00	-28.00
亿纬锂能	电子	市场需求旺盛，复工复产积极，新产品带动毛利率提升，	20.00	30.00
碧水源	公用事业	核心产品销售取得了较好的经营成果.但因部分重要参控股子公司受新型冠状病毒肺炎疫情相关影响,业绩下滑	-20.00	0.00

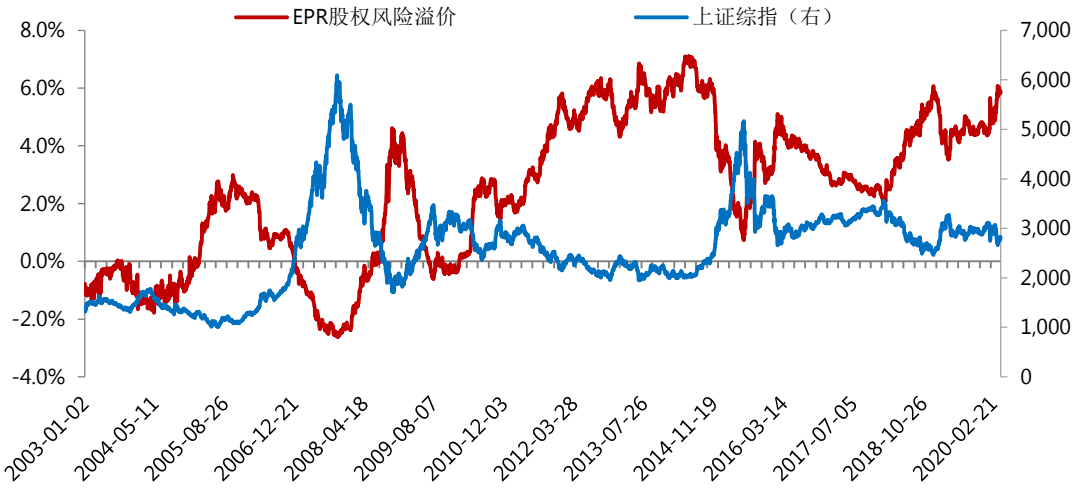
资料来源：Wind，太平洋证券整理

6、政策红利空间充足，机会在内需

虽然短期海外疫情或压制风险偏好难以大幅提升，但中国相比外围市场，除政策空间较大之外，改革释放红利的空间也较充足。在当前 A 股估值水平较低（沪深 300PE 估值 11.19 倍，历史百分位 21.75%）、股权风险溢价较高（EPR=5.9%,历史百分位 92%）的背景下，逆周期调节发力将有望带来后续短期经济复苏，投资仍需保持定力和耐心。

行业配置方面，建议配置内需为主，避开外需冲击板块，包括：1）食品饮料、家电、汽车等消费白马（外资回流，潜在消费刺激政策）；2）建筑、机械、地产龙头（低估值，稳就业，稳增长）；3）银行、券商（估值低，景气周期向上）；4）中期成长科技仍是 2020 年主线，关注内需主导的“新基建”5G 基建、电气设备、新能源汽车。

图表 16：股权风险溢价指数高达 5.9%，历史百分位 92%



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 17：重要指数估值水平均有提升（截止 2020 年 4 月 10 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	1.34	8.14%	11.19	21.75%	-7.99	1.51	6.77
	上证 50	1.06	0.33%	8.68	10.34%	-10.23	1.51	7.43
	中小板指	3.41	17.86%	28.64	36.09%	1.09	1.09	6.40
	创业板指	5.93	75.30%	53.84	60.24%	8.44	2.27	6.72
	中证 500	1.80	6.86%	25.36	15.06%	-1.12	1.99	4.19
	创业板 50	6.64	74.35%	65.00	79.35%	9.47	2.18	6.95

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 18：医药和食品饮料估值水平已接近历史中枢（截止 2020 年 4 月 10 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	0.96	0.2%	11.26	4.6%	-15.97	0.28	3.78
	化工	1.79	7.9%	20.78	20.1%	-5.88	1.67	4.65
	钢铁	0.84	6.0%	9.30	19.6%	-9.32	2.57	3.63
	有色金属	1.89	7.7%	30.94	24.2%	-10.66	1.82	6.26
	建筑材料	1.98	26.7%	13.45	8.0%	5.47	4.36	6.41
	建筑装饰	0.93	0.3%	8.93	0.4%	-3.42	0.90	3.43
	电气设备	2.18	11.9%	32.38	23.9%	0.43	0.69	1.29
	机械设备	1.98	13.0%	25.46	29.3%	-3.63	2.26	4.27
	公用事业	1.30	0.1%	18.34	7.9%	-6.62	1.15	2.49

	交通运输	1.27	4.4%	15.80	16.3%	-13.55	1.71	5.16
消费	汽车	1.48	7.9%	18.70	44.1%	-6.19	1.15	7.06
	家用电器	2.91	54.2%	14.85	19.6%	-13.64	2.20	6.87
	纺织服装	1.80	17.5%	24.91	29.5%	-2.97	-0.70	5.49
	轻工制造	1.66	13.7%	21.66	14.2%	-5.38	2.12	5.37
	商业贸易	1.39	2.0%	14.31	1.0%	-2.14	1.80	5.22
	农林牧渔	4.09	67.1%	31.57	19.8%	17.18	2.38	14.36
	食品饮料	6.56	81.0%	32.36	48.2%	-0.33	3.31	15.22
	休闲服务	3.21	23.8%	29.90	7.2%	-12.41	5.73	3.72
	医药生物	3.83	37.0%	40.48	56.4%	13.66	4.12	11.88
金融	房地产	1.21	0.3%	8.54	0.4%	-12.52	0.30	6.10
	银行	0.68	0.1%	6.01	10.8%	-14.45	0.48	4.21
	非银金融	1.62	3.4%	13.78	4.3%	-14.47	1.80	3.96

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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@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。