

从 pb 视角观察，指数下行空间有限

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

相关研究报告：

《地量以后，吃饭行情将开启》——2018/8/26

《反弹仍在路上》——2018/8/13

《风险可控，笑着风云》——2018/8/5

《反弹中途有波折，周期成长齐飞》——

2018/7/29

《反弹仍在路上，静候财政发令枪》——

2018/7/15

《短期或迎反弹，优选中报景气向上行业》—

——2018/7/8

《估值底与政策底已现，市场或迎反弹》——

2018/7/1

《市场风险已经可视，但价值未被充分挖掘》

——2018/6/24

《今年为什么不会重演2011年熊市？》——

2018/6/17

《警惕宏观流动性紧缩向市场流动性蔓延》—

——2018/6/10

《淘金债务违约背景下的高偿债能力行业》

——2018/6/8

《政策信号逐渐出现，价值因子开始上升》—

——2018/6/4

《市场继续承压，等待信号明确》

——2018/5/28

核心结论：

从 pb 历史数据回顾，上证 50 和沪深 300 指数下行空间有限，但消费仍有下行压力。

大盘股指数下跌空间已十分有限。目前上证 50/沪深 300 指数 PB 估值分别为 1.24 和 1.40，历史分位分别为 7.7%和 8.9%，估值处于历史底部区域，指数下行空间有限。

上证 50 与沪深 300 的权重行业估值均已到达底部区域，杀跌动能不强。上证 50 的权重成分行业分别为：银行、非银金融、食品饮料、医药生物、房地产、采掘、钢铁，于 2017 年末的权重分别为 32.72%、29.53%、11.01%、1.34%、3.31%、1.98%、1.54%，共占 82.9%。其历史 PB 估值分位分别为 7.5%、1.3%、56.2%、20.1%、1.6%、3.1%、20.2%。

当前食品饮料行业 PE 在历史的 20.9%分位，PB 在历史 56.2%分位；家用电器当前 PE 在历史 0.7%分位，PB 在 40.4%分位；医药生物 PE 在 8.6%分位，PB 在 20.1%分位，除医药以外的两大消费行业均位于估值 PB-Band 的上沿。且从 PEG 角度观察，部分消费龙头公司估值仍有下行空间。

上证 50 和沪深 300 的 ROE 上行周期一般不超过 8 个季度，下行周期一般持续 4-6 个季度，本轮上行周期已持续 8 个季度，下行压力凸显。

中报显示，创业板的商誉减值绝对数量及利润占比上仍然远高于上证 50 及沪深 300 等蓝筹股，2018 年中报创业板商誉减值为 6.88 亿，而上证 50 商誉减值为 0.2 亿，沪深 300 商誉减值为 19 亿；从利润占比来看，创业板 2018 年中报商誉减值利润占比为 1.26%，而上证 50 商誉减值的利润占比几乎为 0，沪深 300 商誉减值的利润占比也仅 0.12%。环比来看，相比 2017 年中报，创业板商誉环比上升 8.98%，上证 50 环比上升 1.09%，沪深 300 环比上升 3.3%。从商誉/净资产占比来看，创业板商誉占净资产比例为 19.38%，同期主板商誉占中报净资产比例为 2.56%。上证 50 商誉/净资产为 1.02%，沪深 300 此比例为 1.91%。

风险提示：企业盈利增速下行超预期。

目录

核心结论：蓝筹股估值处于历史底部	4
1. 权重行业下行空间不大	4
2. 蓝筹股 ROE 存在下行压力，但韧性犹存	6
3. 蓝筹股中仅消费行业存在杀跌动力	7
3.1 行业 PB 中消费相对最不占优	7
3.2 部分消费龙头公司估值存在下行压力	9
4. 蓝筹股相比小盘股占优	9
5. 宏观数据韧性犹在，但下行压力凸显	10

图表目录

图表 1: 上证 50 权重 (2017 年最后一个交易日)	5
图表 2: 沪深 300 权重 (2017 年最后一个交易日)	5
图表 3: 上证 50 净利润占比 (2017 年末)	5
图表 4: 沪深 300 净利润占比 (2017 年报)	5
图表 5: 十大权重行业 PB 分位情况	5
图表 6: 上证 50 与沪深 300ROE 上行周期与下行周期存在明显波动规律	6
图表 7: 除医药外，消费行业较为高估	7
图表 8: 金融性行业普遍低估	8
图表 9: 周期性行业被低估	8
图表 10: 蓝筹公司中，消费行业估值优势不显著	9
图表 11: 上证 50 与沪深 300 强于创业板	10
图表 12: 蓝筹股具有业绩稳定溢价(单位，亿)	10
图表 13: 上周重要经济数据	11
图表 14: 单位定期存款增速高于活期存款增速是经济走弱信号	13
图表 15: 投资稳定，生产与消费回升	14
图表 16: 基建拖累投资，制造业激活投资	14

核心结论：蓝筹股估值处于历史底部

从指数估值水平、权重行业构成、历史 ROE 变动、消费龙头 PEG、各板块商誉占比以及 8 月宏观经济数据等多角度观测，低估值蓝筹为目前最优选择。同时，需警惕当前估值承压的消费股。

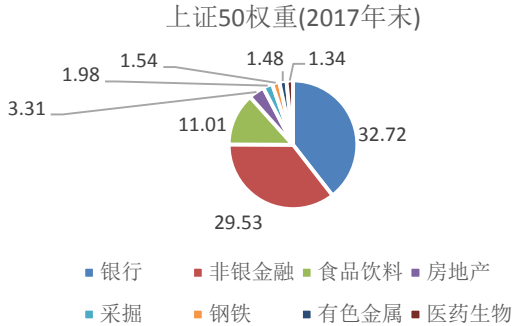
1. 权重行业下行空间不大

大盘股指数下跌空间已十分有限。目前上证 50/沪深 300 指数 PB 估值分别为 1.24 和 1.40，历史分位分别为 7.7%和 8.9%，估值处于历史底部区域，指数下行空间有限。

从行业角度看，除了食品饮料与家用电器外（上证 50 中家用电器并非权重行业），上证 50 与沪深 300 的权重行业估值均已到达底部区域，杀跌动能不强。上证 50 的权重成分行业分别为：银行、非银金融、食品饮料、医药生物、房地产、采掘、钢铁，于 2017 年末的权重分别为 32.72%、29.53%、11.01%、1.34%、3.31%、1.98%、1.54%，共占 82.9%。从 2017 年年报利润占比看，这些权重行业利润占比达到 85%，与权重比例相匹配。沪深 300 里以上行业权重分别为 16.84%、17%、7.17%、5.62%、5.23%、1.8%、1.26%，加上家用电器 4.89%、建筑材料 0.5%，共占 63.63%，2017 年净利润占比达到 78.5%。

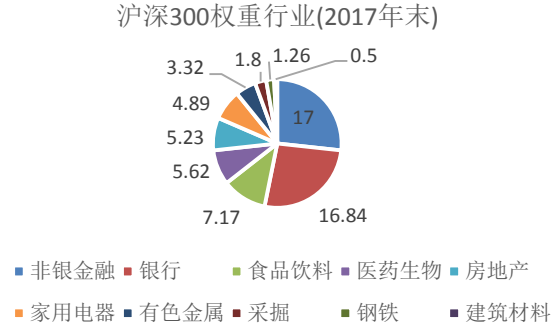
从权重行业的估值分为来看，当前食品饮料 PE 在历史的 20.9%分位，PB 在历史 56.2%分位；家用电器 PE 在历史 0.7%分位，PB 在 40.4%分位；医药生物 PE 在 8.6%分位，PB 在 20.1%分位；房地产行业 PB 位于历史 1.6%分位（绝对底部）；银行 PB 位于历史 7.5%分位；非银金融 PB 位于 1.3%分位；煤炭开采 PB 处于历史 3.1%分位，钢铁行业位于历史 20.2%分位，建筑材料位于历史 19.7%分位，有色金属位于历史 9.3%分位。这些权重行业中，除了家用电器及食品饮料以外 PB 估值几乎没有下行空间。

图表 1：上证 50 权重（2017 年最后一个交易日）



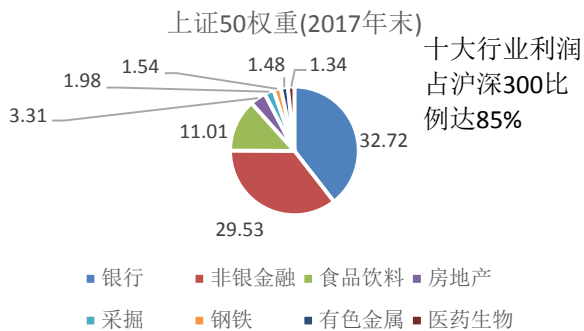
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：沪深 300 权重（2017 年最后一个交易日）



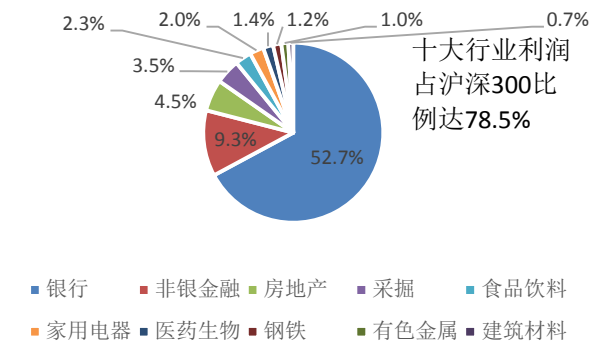
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：上证 50 净利润占比（2017 年末）



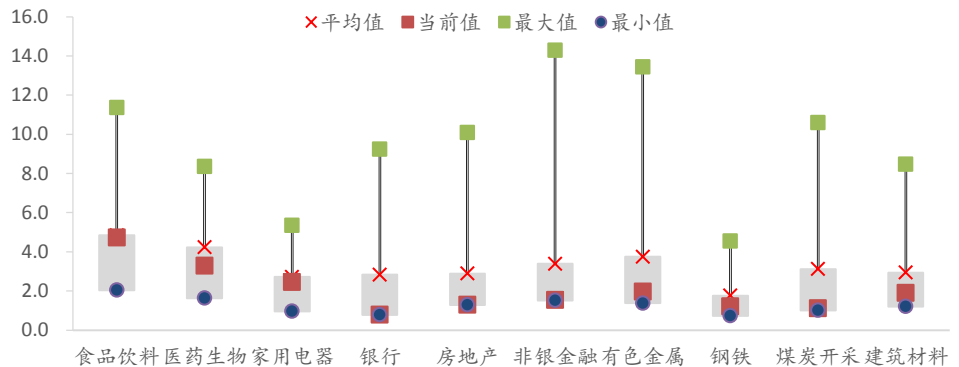
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：沪深 300 净利润占比（2017 年报）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：十大权重行业 PB 分位情况



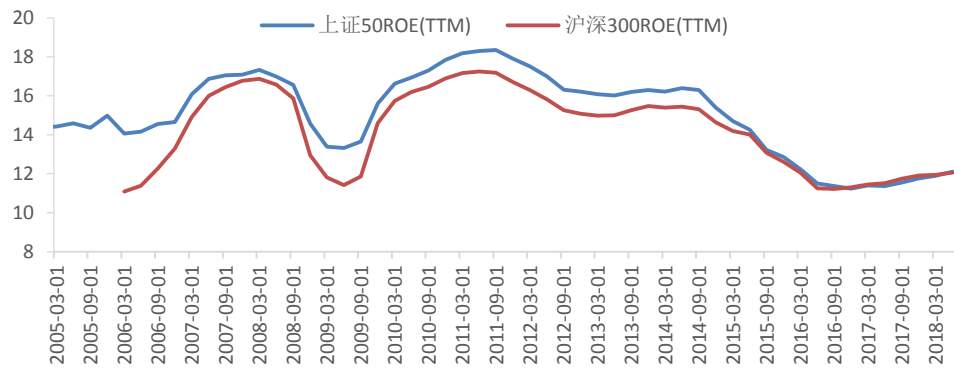
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2. 蓝筹股 ROE 存在下行压力，但韧性犹存

回顾历史，上证 50 和沪深 300 指数 ROE 上行周期一般不超过 8 个季度，下行周期一般持续 4-6 个季度，本轮上行周期已持续 7 个季度，下行压力凸显。从 ROE 看，上证 50 与沪深 300 在历史上有过三轮上行周期以及三轮下行周期，2006Q1-2008Q1 为一轮上行周期，持续 8 个季度，此期间上证 50ROE 从 14.06% 上升至 16.86%；2008Q2-2009Q3 为一轮下行周期，持续 5 个季度，此期间上证 50ROE 从 16.56% 下降至 13.31%；2009Q3-2011Q3 为一轮上行周期，持续 8 个季度，此期间上证 50ROE 从 13.31% 上升至 18.34%；2011Q4-2013Q2 为一轮下行周期，持续 6 个季度，此期间上证 50ROE 从 17.9% 下降至 16.01%；2013Q3-2014Q3 为一轮上行周期（此上行周期 ROE 提升并不明显），持续 4 个季度，上证 50ROE 从 16.01% 上升至 16.39%；2014Q3-2016Q2 为一轮下行周期，持续 7 个季度，上证 50ROE 从 16.29% 下行至 11.37%；2016Q3 至今为一轮上行周期，已持续 7 个季度，上证 50ROE 从 11.37% 上升至 12.1%。

从历史规律看，上证 50 与沪深 300 存在着上行周期 1-2 年，下行周期长达 1-1.5 年的规律，与库存周期吻合。当前，经济尚处于小周期的回落中，但目前 12.1% 的 ROE 水平已经十分接近 11.37% 的历史底部，结合当前 1.24 倍 PB 的情况来看，未来杀盈利的空间并不大。

图表 6：上证 50 与沪深 300ROE 上行周期与下行周期存在明显波动规律



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3. 蓝筹股中仅消费行业存在杀跌动力

3.1 行业 PB 中消费相对最不占优

从历史估值情况来看，当前食品饮料行业 PE 在历史的 20.9%分位，PB 在历史 56.2%分位；家用电器当前 PE 在历史 0.7%分位，PB 在 40.4%分位；医药生物 PE 在 8.6%分位，PB 在 20.1%分位，除医药以外的两大消费行业均位于估值 PB-Band 的上沿。

金融地产（大金融）均位于历史估值底部，房地产行业 PB 位于历史 1.6%分位（绝对底部）；银行 PB 位于历史 7.5%分位；非银金融 PB 位于 1.3%分位（绝对底部）。

周期性行业 PB 略有分化，其中，煤炭开采 PB 处于历史 3.1%分位，钢铁行业位于历史 20.2%分位，建筑材料位于历史 19.7%分位，有色金属位于历史 9.3%分位，但均位于历史估值中枢下方。

如前文所述，权重行业估值并没有太多下行空间，但食品饮料和家用电器除外（分别比历史最低 PB 高出 152%、136%），消费行业仍然难言便宜。

图表 7：除医药外，消费行业较为高估

	食品饮料	医药生物	家用电器
ROE 历史平均值	14.3	9.9	10.0
ROE 当前值	18.8	12.2	20.3
PE 历史平均值	36.2	42.5	26.4
PE 当前值	25.9	27.6	12.8
当前 PE 分位	20.9%	8.3%	0.7%
历史最大值	101.0	98.7	89.5
历史最小值	16.7	21.1	11.5
2006 年 1 月	24.8	22.6	20.5
2008 年 9 月	38.1	37.0	13.7
2014 年 5 月	18.0	33.9	11.6
2016 年 2 月	25.0	38.0	14.9
PB 历史平均值	4.8	4.2	2.7
PB 当前值	5.05	3.33	2.36

PB 当前分位	56.2%	20.1%	40.4%
历史最大值	11.4	8.4	5.3
历史最小值	2.0	1.6	1.0
2006 年 1 月	2.3	1.8	1.2
2008 年 9 月	5.0	3.0	1.9
2014 年 5 月	3.1	3.9	2.1
2016 年 2 月	3.5	4.2	2.7

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：金融性行业普遍低估

	银行	房地产	非银金融
ROE 历史平均值	16.5	10.5	9.3
ROE 当前值	13.0	14.9	10.4
PB 历史平均值	2.8	2.9	3.4
PB 当前值	0.92	1.4	1.5
当前 PB 百分位	7.5%	1.6%	1.3%
历史最大值	9.2	10.1	14.3
历史最小值	0.8	1.3	1.5
2006 年 1 月	2.6	1.7	2.6
2008 年 9 月	2.2	1.9	2.7
2014 年 5 月	0.9	1.5	1.6
2016 年 2 月	0.9	2.3	1.7

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：周期性行业被低估

	有色金属	钢铁	煤炭开采	建筑材料
PB 历史平均值	3.7	1.8	3.1	2.9
PB 当前值	2.11	1.13	1.14	1.91
当前 PB 百分位	9.3%	20.2%	3.1%	19.7%
历史最大值	13.4	4.5	10.6	8.5
历史最小值	1.4	0.7	1.0	1.2
2006 年 1 月	1.7	1.0	1.7	1.6
2008 年 9 月	2.1	1.3	2.8	1.7
2014 年 5 月	2.3	0.8	1.0	1.6
2016 年 2 月	2.7	1.2	1.2	2.0

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3.2 部分消费龙头公司估值存在下行压力

部分消费龙头公司估值仍有下行空间。从 PEG 角度观察，恒瑞医药、上海机场、中国国旅等公司仍有估值下行压力。

我们整理了十家具有代表性的龙头公司的历史复合增速、历史平均 ROE 以及估值状况，结合历史复合增速及估值状况计算 PEG，发现部分消费龙头公司当前 PE/长期增长率相对其他龙头公司存在高估状况，远大于 1。分别为：上海机场、恒瑞医药、中国国旅，其 PEG 分别为 2.14，2.44 以及 1.3。

图表 10：蓝筹公司中，消费行业估值优势不显著

公司	历史平均 ROE	历史平均复合增速	PEG	当前 PE	当前 PB	当前 PE 分位	当前 PB 分位
格力电器	28.64	31.06	0.32	8.66	2.85	9.80%	40.40%
海康威视	30.87	35.1	0.68	24.95	8.53	28.00%	65.20%
上海机场	12.69	12.39	2.17	25.98	4.00	73.90%	89.70%
恒瑞医药	21.64	26.04	2.44	60.25	12.54	85.20%	85.70%
华东医药	23.72	29.92	0.98	28.16	6.37	12.40%	30.00%
云南白药	23.5	25.13	1.03	23.75	4.21	5.80%	0.00%
上汽集团	15.3	27.16	0.33	9.16	1.56	27.60%	35.20%
中国国旅	21.69	30.49	1.21	38.31	8.07	66.30%	96.90%
万科 A	18.56	29.71	0.3	8.62	1.91	9.30%	24.20%
贵州茅台	31.96	29.95	0.83	25.56	8.65	49.80%	58.20%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4. 蓝筹股相比小盘股占优

从中期来看，以上证 50 与沪深 300 为代表的蓝筹股业绩溢价也强于以创业板为代表的小盘股。其中，最重要的原因在于商誉减值。2017 年创业板公司集中计提了大额商誉减值，但 2018 年中报，创业板的商誉减值绝对数量上及利润占比上仍然远高于上证 50 及沪深 300 等蓝筹股，2018 年中报创业板商誉减值为 6.88 亿，而上证 50 商誉减值为 0.2 亿，沪深 300 商誉减值为 19 亿；从利润占比来看，创业板 2018 年中报商誉减值利润占比为 1.26%，而上证 50 商誉减值的利润占比几乎为 0，沪深 300 商誉减值的利润占比也仅 0.12%。另一方面，从 2018 年中报相比 2017 年年报的环比水平来看，创业板的商誉增幅也最大：相比 2017 年中报，

创业板商誉环比上升 8.98%，上证 50 环比上升 1.09%，沪深 300 环比上升 3.3%。从商誉/净资产占比来看，创业板总体商誉为 2704 亿元，占净资产比例为 19.38%，同期主板商誉总值为 7533 亿，占 2018 年中报净资产比例为 2.56%。主板中的上证 50 商誉/净资产为 1.02%，沪深 300 此比例为 1.91%，相较于创业板的长期减值压力可以忽略不计。对于追求相对收益者来说，稳健型的蓝筹股无疑更为友好。

图表 11：上证 50 与沪深 300 强于创业板

板块	2018H1 净利增速	2018q1 净利增速(同 2018H1 口径)	变动
上证 50	13.9%	11.4%	2.5%
上证 50(剔除重大重组)	15.1%	13.4%	1.7%
沪深 300	12.9%	11.2%	1.7%
沪深 300(剔除重大重组)	16.6%	14.9%	1.7%
创业板	8.1%	30.6%	-22.5%
创业板(剔除温氏、乐视、坚瑞、宁德、光线、三聚环保、重大重组)	9.8%	20.5%	-10.7%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：蓝筹股具有业绩稳定溢价(单位，亿)

板块	2017 年商誉减值	2017 净利润	2018 中报商誉减值	2018 中报净利润	2017 商誉	2018 中报商誉	2017 商誉减值占比	2018 商誉减值占比	商誉/净资产
创业板	125	913	6.88	544	2481	2704	13.69%	1.26%	19.38%
上证 50	38	16089	0.2	9637	1458	1474	0.24%	0.00%	1.02%
沪深 300	64	26374	19	15204	4369	4514	0.24%	0.12%	1.91%
主板	135	30061	21.5	17525	7221	7533	0.45%	0.12%	2.56%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

5. 宏观数据韧性犹在，但下行压力凸显

8 月金融数据中社融结构呈现非标在边际改善，去杠杆带来的负面效应在当局左侧进行干预的情况下有所好转，但 M2 与 M1 剪刀差扩大意味着实体经济信用紧缩仍未迎来拐点；经济数据中，表征生产的工业增加值、表征社团和居民实物

消费的社零数据均有所回暖，投资以稳为主，房地产投资提供了足够的韧性，在基建企稳回升后有望带动投资增速企稳。中期角度看，信用紧缩拐点到来之际经济难言摆脱下行通道。

社融结构有所好转：8月，社融存量增速整体超出预期，达10.1%，仍然维持在两位数增速。其中，新增人民币贷款仅12800亿元，不及市场预期，显示出银行风险偏好仍在低位，7月底货币政策与财政政策的微调并没有引导金融系统的流动性大规模向实体经济流动。但社融结构同样显示出了积极的一面，即信托贷款以及未贴现银行承兑汇票下滑显著慢于7月（7月环比6月分别降1200亿与2800亿，8月环比7月仅降600亿与700亿），这意味着非标融资边际好转，去杠杆节奏有所放缓，其带来的负面效应在当局于左侧进行逆周期调节后有所好转。另外，债券融资环比增加2300亿（7月19.28万亿，8月19.51万亿），较5、6、7月大幅好转，显示出信用风险暂无扩大，是8月社融数据中的另一个亮点。

图表 13：上周重要经济数据

	今值	预期	前值
中国 8 月 CPI 同比	2.30%	2.10%	2.10%
中国 8 月 PPI 同比	4.10%	4%	4.60%
中国 8 月 M2 货币供应同比	8.20%	8.60%	8.50%
中国 8 月 M1 货币供应同比	3.90%	5.30%	5.10%
中国 8 月 M0 货币供应同比	3.30%	3.90%	3.60%
中国 8 月新增人民币贷款(亿元)	12800	14000	14500
中国 8 月社会融资规模(亿元)	15200	13000	10415
中国 8 月社会融资规模存量同比	10.10%	-	10.30%
中国 8 月实际使用外资(FDI)同比	1.90%	-	14.90%
中国 1 至 8 月城镇固定资	5.30%	5.60%	5.50%

产投资(今年迄今)同比			
中国 1 至 8 月规模以上工业增加值(今年迄今)同比	6.50%	6.50%	6.60%
中国 8 月规模以上工业增加值同比	6.10%	6.10%	6%
中国 1 至 8 月社会消费品零售总额(今年迄今)同比	9.30%	9.30%	9.30%
中国 8 月社会消费品零售总额同比	9%	8.80%	8.80%
中国 8 月城镇调查失业率	5%	-	5.10%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

M2 与 M1 剪刀差持续扩大显示信用扩张困难：8 月 M2 增速 8.2%，较 7 月回落 0.3 个百分点，不及市场预期，但 M1 增速下滑更快，仅 3.9%，较 7 月回落 1.2 个百分点，M2 与 M1 剪刀差于年内持续扩大，M1 增速-M2 增速为-4.3%，接近 2015 年水平，显示出信用扩张仍然困难。相较 M1，M2 多出对公账户的定期存款、个人账户的银行存款、证券账户的保证金三项，而其中边际贡献最大的是定期存款（8 月 M2 比 7 月多增的 12000 亿中，单位定期存款贡献了 5800 亿）。单位存款的定期化（伴随着 M1 中的单位活期存款增速从 7 月的 5.35% 下降至 3.99%）预示着企业对盈利的预期下降以及投资意愿下降，是经济下行的信号（2008 年全年、2010 年末-2015 年 7 月均出现）。从 7 月起，定期存款增速便高于活期存款增速，这意味着企业活力后续仍有下降可能。

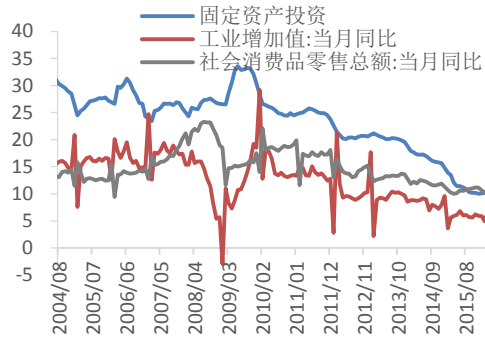
图表 14：单位定期存款增速高于活期存款增速是经济走弱信号



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

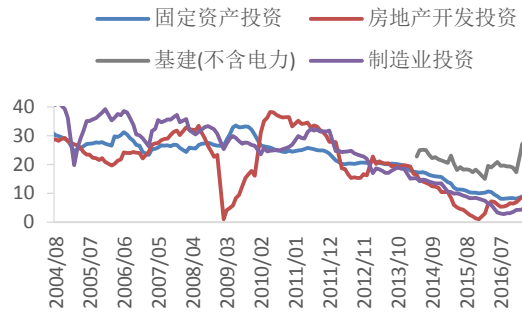
生产与消费回升，投资增速稳定，经济韧性仍在：8月经济数据中，表征企业生产的工业增加值当月同比为6.1%，较7月增速回升0.1个百分点，其中TMT行业、有色金属行业、电力行业、化学制品制造以及医药行业较7月同比增速回升最明显（7月分别为13.5%、5.6%、8.8%、3.5%、8.1%，8月为17.1%、9.5%、10%、4.5%、8.3%）；表征社团消费及居民实物消费的社会消费品零售总额同样回升，增速为9%，较7月同比增速回升0.2个百分点。生产与消费同时企稳主要体现了经济韧性犹在。另一方面，城镇固定资产投资完成额累计同比继续创下历史新低5.3%，较7月下滑0.2个百分点，主要仍然由基建拖累（不含电力的基建增速为4.2%，较7月下滑1.5个百分点），而房地产投资增速仍然稳定（10.1%，较7月下滑0.1个百分点），对投资增速起到了托底作用，另外制造业投资较7月回升（较7月上升0.2个百分点，达7.5%），经济韧性犹在。

图表 15: 投资稳定，生产与消费回升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 16: 基建拖累投资，制造业激活投资



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

风险提示: 企业盈利增速下行超预期。

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
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京区域销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京地区销售	袁进	15715268999	yanjin@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
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售总监助理	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	张梦莹	17621077676	zhangmy@tpyzq.com
上海地区销售	宋悦	13764661684	songyue@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	黄小芳	15221694319	huangxf@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	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广州地区销售总监助理	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	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳地区销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	陈婷婷	18566247668	chengtt@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。