



## 未有证伪信号,继续押注成长

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

研究助理: 万科麟

电话: 010-88695238

E-MAIL: wankl@tpyzq.com

职业资格证书编码: S1190117100013

相关研究报告:

《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

《多空交织,震荡继续》——2019/03/24

《宽幅震荡,结构为王》——2019/03/17

《社融数据如期改善,市场反弹仍将延续》——2019/02/17

《政策工具持续出台利好春季反弹延续》——2019/01/27

《全面降准助力春季反弹》——2019/01/04

《政策底出现,“春天”不遥远》——2018/10/21

**核心结论:进入泡沫阶段的成长风格仍将走强,即使震荡也轻易勿言下车。**以创业板为代表的成长风格强于市场的主要逻辑为:1,弱宏观带来贴现率(广谱利率)下降预期,分母端继续抬高成长估值;2,持续“房住不炒”强化了价值风格(PPI难以反转)业绩不会进入上升通道的预期;3,信用利差继续下降意味着“紧信用”难题已逐步化解,而LPR报价的阶梯式下滑有助于继续强化成长行业政策层面的强势;4,从机构仓位来看,科技股的上升周期当前仍然分歧巨大,我们认为这是行情仍未结束的标志。**短期的新变量在于赚钱效应开始强化及增量资金预期。**除上述逻辑外,短期还出现了新变量,即成长风格赚钱效应开始强化,创业板指今年以来的持续跑赢引爆了新增基金发行,并强化了主动型外资对A股的配置(在富时罗素环球指数提升对A股纳入比例后被动型外资也将增配A股),反身性中的正反馈链条正在逐步建立。换言之,“上涨是上涨的理由”。

**ZZJ会议解读:“积极财政更为积极”暗含托底预期,货币投放拐点或出现在复工大面积恢复时。**我们认为,会议上对于财政政策的表态重点在于“积极有为”的定调及后半句的“发挥政策性金融”的作用,这意味着PSL等基建/地产工具将被更广泛积极采用,为顺周期行业提供了业绩上的支撑,而货币政策“更加灵活适度”暗含着随着复工进程修复后信贷支持力度可以适当前瞻放缓,但这只能边际削弱成长风格的上涨支撑。

**成长还能走多久?看经济和流动性。**如我们上周所言,只有可持续的“强经济”会带来成长风格的中期拐点,量化地看,即PPI存在两个季度以上的回升以及CPI持续掣肘货币政策会带来成长风格中期拐点;而业绩、估值、流动性等因素会带来成长风格的短期回调。即,只有业绩的证实或证伪(无法匹配估值)、货币政策及监管政策由松转紧或是市场存量博弈到达瓶颈(流动性退潮)会带来成长风格的短期回调,当前并没有出现这种信号,疫情在海外爆发更可能强化成长股跑赢的逻辑。

**配置建议:在海外疫情失控预期及经济下修预期(体现在美国长端利率向下突破)带来的潜在回调下继续买入,成长牛市暂不言顶。**我们建议,择机配置竣工链/新能源产业链/半导体等受疫情影响较小行业,增配5G基础建设等受益新基建板块,关注半导体材料/面板上游等细分领域受益疫情海外扩散,关注种植/禽类养殖供需秩序修复后机会,配置黄金持续对冲。

**风险提示:疫情全球蔓延超预期,财政政策不及预期。**

## 目录

核心结论: 进入泡沫阶段的成长风格仍将走强, 即使震荡也轻易勿言下车 .....	4
1. 短期的新变量在于赚钱效应开始强化及增量资金预期 .....	6
2. ZZJ 会议解读: “积极财政更为积极” 暗含托底预期, 货币投放拐点或出现在复工大面 积恢复时 .....	9
3. 成长还能走多久? 看经济和流动性 .....	10
4. 配置建议: 在海外疫情失控预期及经济下修预期(体现在美国长端利率向下突破) 带来 的潜在回调下继续买入, 成长牛市暂不言顶 .....	13

## 图表目录

图表 1: 价值风格与 PPI 近乎同向 .....	5
图表 2: 成长持仓上升仅为初期 .....	5
图表 3: 成长风格跑赢价值风格历史上平均持续至少 1 年 .....	5
图表 4: LPR 的阶梯式下降有助拉长成长行业久期及降低贴现率 .....	5
图表 5: 富时罗素新纳入个股及对应新增资金 .....	6
图表 6: 股票基金平均份额大幅上升 .....	9
图表 7: 央行货币政策执行报告对比 .....	11
图表 8: 国产工业机器人产量增速反转 .....	13
图表 9: 豆粕现货价格已位于底部 .....	14

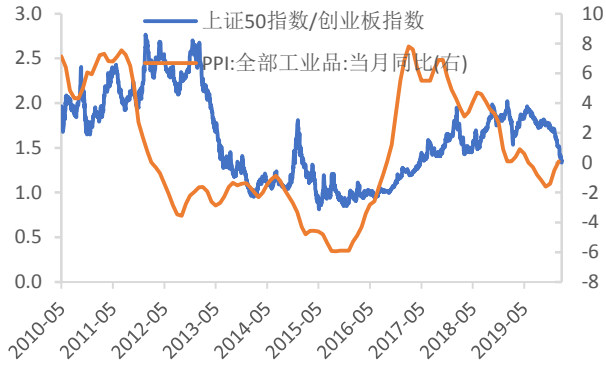
## 核心结论：进入泡沫阶段的成长风格仍将走强，即使震荡也轻易勿言下车

以创业板为代表的成长风格强于市场的主要逻辑为：1, 弱宏观带来贴现率(广谱利率)下降预期, 分母端继续拔高成长估值; 2, 持续“房住不炒”强化了价值风格(PPI 难以反转)业绩不会进入上升通道的预期; 3, 信用利差继续下降意味着“紧信用”难题已逐步化解, 而 LPR 报价的阶梯式下滑有助于继续强化成长行业政策层面的强势; 4, 从机构仓位来看, 科技股的上升周期当前仍然分歧巨大, 我们认为这是行情仍未结束的标志。

从 DCF 模型来看, 决定股票估值的分子端为自由现金流, 分母端为  $(r-g)$  即贴现率及增长率, 而成长风格与价值风格的最大不同在于成长股的现金流回收期在远期(以债权的视角看则可以说成长股“长久期”), 那么贴现率下降(对应着无风险收益率+股权风险溢价)决定了, 成长股对于分母端的边际变化更为敏感。在分子端短期难以证伪的情形下, 上述逻辑中的 1 强化了成长股分母端的上涨逻辑, 2 弱化了价值风格的分子逻辑(使得价值风格相对于成长风格的性价比下降), 3 强化了成长股的增长及久期(可近似看作  $t$ )。

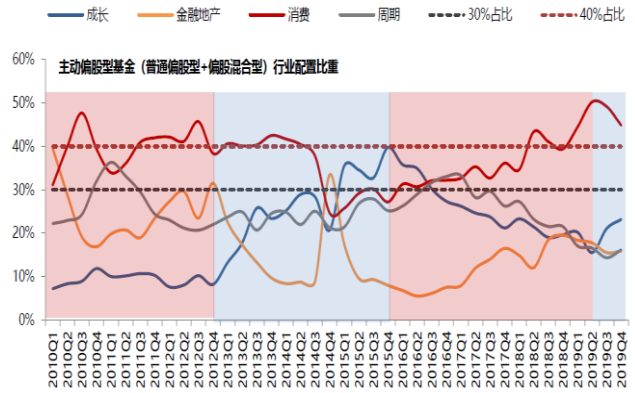
第四条逻辑体现在机构的四季度持仓情况上, 可以看到, 成长行业在 2019 年二季度迎来持仓低点后连续两个季度仓位占比上升, 这宣告了成长行业正式进入中长周期的风格拐点, 与我们去年七月以来所提示的一致。中长周期的人心拐点在历史上出现后至少仍将强化 1 年以上, 如 2013-2015 年创业板跑赢蓝筹股, 又如 2007 年-2010 年中小板跑赢蓝筹股, 2013 年 2 月-2014 年 10 月中小板跑赢蓝筹股。当前成长风格的风险只在于短期上升斜率过快, 但底部多长阳。

图表 1: 价值风格与 PPI 近乎同向



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 2: 成长持仓上升仅为初期



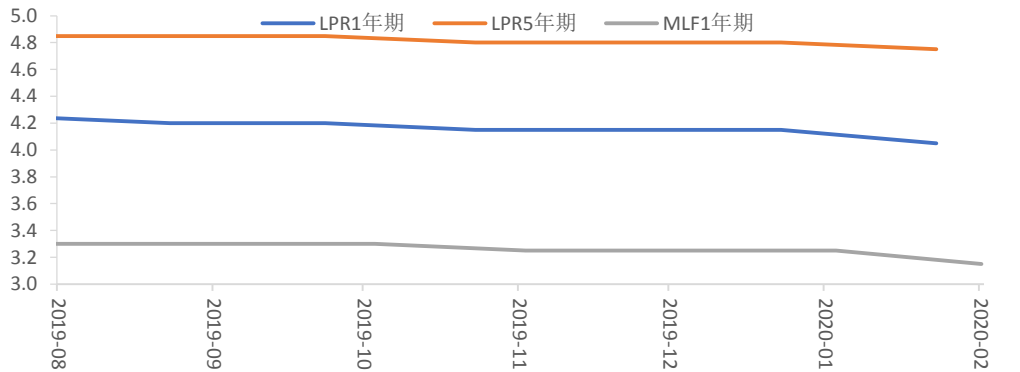
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 3: 成长风格跑赢价值风格历史上平均持续至少 1 年



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 4: LPR 的阶梯式下降有助拉长成长行业久期及降低贴现率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## 1. 短期的新变量在于赚钱效应开始强化及增量资金预期

除上述逻辑外,短期还出现了新变量,即成长风格赚钱效应开始强化,创业板指今年以来的持续跑赢引爆了新增基金发行,并强化了主动型外资对 A 股的配置(在富时罗素环球指数提升对 A 股纳入比例后被动型外资也将增配 A 股),反身性中的正反馈链条正在逐步建立。换言之,“上涨是上涨的理由”。

股票型基金规模扩大,居民储蓄持续搬家,正反馈开始形成。从今年前两月数据看,股票型基金平均发行份额达到 83.33 亿份,剔除月内发行基金较少的影响,今年 2 月的发行份额也高于去年每月的平均(2 月发行 333 亿份,2019 年全年平均每月 204 亿份,仅 2019 年 8 月高于本月)。从两融余额看,两融余额已达到 10897 亿,已创下 2016 年 2 月以来新高。增量预期逐步强化。

富时罗素指数新增约带来 40 亿美元新增被动资金。富时罗素公布了其旗舰指数(富时环球指数,约 1.7 万亿美金跟踪此指数)2020 年 2 月的季度调整结果。本次季度调整如期将中国 A 股的纳入因子由 15%提升至 25%。按照当前纳入富时罗素的 A 股流通市值占富时环球指数之比\*25%计算,3 月 23 日开盘前,A 股将迎来约 280 亿元增量配置。从陆股通今年以来的净流入看,前两月已流入近 800 亿,按照此速度,全年主动型外资因 A 股的赚钱效应流入的规模将大大超过去年。

图表 5: 富时罗素新纳入个股及对应新增资金

新纳入个股	流通市值(亿)	对应增量资金(亿元)
西安银行 600928	29.70	0.04
闻泰科技 600745	506.69	0.73
雅戈尔 600177	210.16	0.30
中国船舶 600150	132.71	0.19
康龙化成 300759	94.26	0.14
中国广核 003816	68.98	0.10
青农商行 002958	32.25	0.05
万达电影 002739	120.85	0.17
上海莱士 002252	150.43	0.22

中信特钢 000708	46.40	0.07
市北高新 600604	45.43	0.07
华创阳安 600155	134.89	0.19
首创股份 600008	100.90	0.15
拉卡拉 300773	36.86	0.05
圣邦股份 300661	188.05	0.27
登海种业 002041	36.68	0.05
联创电子 002036	110.67	0.16
三棵树 603737	59.95	0.09
钢研高纳 300034	38.16	0.06
珀莱雅 603605	72.97	0.11
新疆交建 002941	26.43	0.04
伯特利 603596	56.61	0.08
久远银海 002777	44.45	0.06
苏垦农发 601952	30.73	0.04
仙坛股份 002746	31.01	0.04
中国出版 601949	25.06	0.04
雄韬股份 002733	50.93	0.07
常熟银行 601128	191.83	0.28
煌上煌 002695	27.09	0.04
广誉远 600771	55.42	0.08
雪人股份 002639	45.60	0.07
山西焦化 600740	40.55	0.06
千红制药 002550	34.52	0.05
苏州高新 600736	35.84	0.05
双塔食品 002481	79.00	0.11
北汽蓝谷 600733	100.20	0.14
二六三 002467	89.46	0.13
昊华科技 600378	25.98	0.04
中粮资本 002423	15.69	0.02
五洲交通 600368	23.37	0.03
章源钨业 002378	16.63	0.02
厦门象屿 600057	38.25	0.06
康力电梯 002367	33.74	0.05
新媒股份 300770	56.96	0.08
民和股份 002234	52.06	0.08
立华股份 300761	45.72	0.07
三全食品 002216	43.66	0.06
光弘科技 300735	57.67	0.08



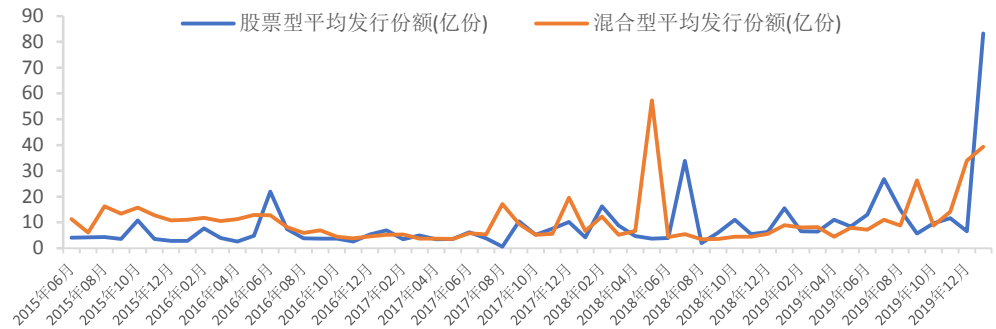
武汉凡谷 002194	34.74	0.05
天宇股份 300702	31.54	0.05
沃尔核材 002130	48.60	0.07
艾德生物 300685	59.34	0.09
沙钢股份 002075	97.10	0.14
宇信科技 300674	80.90	0.12
中工国际 002051	39.33	0.06
飞荣达 300602	50.54	0.07
招商积余 001914	84.66	0.12
开润股份 300577	25.38	0.04
盈峰环境 000967	57.13	0.08
新易盛 300502	101.28	0.15
东方能源 000958	36.62	0.05
天孚通信 300394	34.48	0.05
中关村 000931	51.30	0.07
东方通 300379	119.24	0.17
三湘印象 000863	23.66	0.03
中颖电子 300327	68.59	0.10
太钢不锈 000825	76.54	0.11
旋极信息 300324	96.06	0.14
美利云 000815	24.76	0.04
硕贝德 300322	62.15	0.09
英洛华 000795	32.94	0.05
吴通控股 300292	48.98	0.07
上峰水泥 000672	56.24	0.08
上海新阳 300236	111.32	0.16
中钨高新 000657	22.33	0.03
正海磁材 300224	32.48	0.05
盛达资源 000603	48.17	0.07
北京君正 300223	134.59	0.19
平潭发展 000592	37.28	0.05
福安药业 300194	52.65	0.08
中原环保 000544	19.25	0.03
潜能恒信 300191	27.03	0.04
中天金融 000540	152.15	0.22
星辉娱乐 300043	35.69	0.05
亚翔集成 603929	11.69	0.02
苏州龙杰 603332	7.57	0.01
荣晟环保 603165	7.47	0.01



浙江世宝 002703	9.82	0.01
-------------	------	------

资料来源: Wind, FTSE, 太平洋研究院整理

图表 6: 股票基金平均份额大幅上升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## 2. ZZJ 会议解读：“积极财政更为积极”暗含托底预期，货币投放拐点或出现在复工大面积恢复时

我们认为，会议上对于财政政策的表态重点在于“积极有为”的定调及后半句的“发挥政策性金融”的作用，这意味着 PSL 等基建/地产工具将被更广泛积极采用，为顺周期行业提供了业绩上的支撑，而货币政策“更加灵活适度”暗含着随着复工进程修复后信贷支持力度可以适当前瞻放缓，但这只能边际削弱成长风格的上涨支撑而非全面证伪，只有持续的通胀上行带来的货币及信用同时紧缩，抑或是监管态度的全面转向，才会中期证伪成长风格的上涨。换句话说，疫情不止，利好不断。

ZZJ 关于疫情的工作会议有如下经济工作重点：

①对经济目标不妥协（“会议指出，新冠肺炎疫情虽然给经济运行带来明显影响，但我国经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变，应努力实现全面建成小康社会和十三五规划目标。”），即全年经济增速目标仍在 5.7% 以上已确认；

②金融松绑（“打好防范化解重大金融风险攻坚战，坚决守住不发生系统性金融风险的底线”，继续弱化“结构性去杠杆”）；

③定向扶持继续，出口企业、消费、新动能优先级别仍然最高（“支持出口重点企业尽快复工复产，发挥好出口信用保险作用”、“加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等加快发展”、“加大对重点行业和中小企业帮扶力度，救助政策要精准落地”、“帮扶住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等受疫情影响严重的行业”），我们认为，后续价值风格里，消费的政策力度仍将强于金融、周期；

④逆周期调节“灵活适度”（通过“积极有为”的财政政策及稳健的货币政策积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度）

### 3. 成长还能走多久？看经济和流动性

只有可持续的“强经济”会带来成长风格的中期拐点，定量地看，即PPI存在两个季度以上的回升以及CPI持续掣肘货币政策会带来成长风格中期拐点；而业绩、估值、流动性等因素会带来成长风格的短期回调。即，只有业绩的证实或证伪（无法匹配估值）、货币政策及监管政策由松转紧或是市场存量博弈到达瓶颈（流动性退潮）会带来成长风格的短期回调。故而，经济刺激举措的力度决定了风格转换的可能（刺激力度大则可能切换至价值风格，否则成长风格持续获得超额收益），而流动性、监管政策及业绩是成长短期继续上涨的驱动。

宏观流动性最好的阶段正在过去。从央行的四季度货币政策报告的前瞻目标来看，相比2019年三季度的报告，“以适度的货币增长支持高质量发展，有效支持经济运行在合理区间”，叠加1月超预期的社融（全口径仍接近10.7%），在复工后央行并没有进一步加码逆周期调节的动机。尽管多出一个章节专门布置对疫情下金融机构的支持工作，但主要利用的仍然是创新工具以及差异化贷款，总量性的货币政策预期不宜过高。我们认为，在复工陆续展开后央行将有进一步的

抽水动作。届时价值风格及顺周期股票存在阶段性跑赢机会。

图表 7: 央行货币政策执行报告对比

2019Q3	2019Q4
<p>.....坚持稳中求进工作总基调,坚持新发展理念,扎实做好“六稳”工作。保持定力,继续实施好稳健的货币政策,创新和完善金融宏观调控,加强逆周期调节.....同时坚决不搞“大水漫灌”。注重预期引导,防止通胀预期发散。加强宏观政策协调配合,协调好本外币政策.....促进国民经济整体良性循环。</p> <p>一是实施好稳健货币政策,加强逆周期调节,保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。货币政策保持定力,主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位,增强调控前瞻性、针对性和有效性,根据经济增长和价格形势变化及时预调微调,精准把握好调控的度,加强预期引导,警惕通胀预期发散.....推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本.....改进完善宏观审慎评估(MPA)相关工作,引导金融机构加大对民营企业、小微企业等的支持力度。</p> <p>二是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用,更好地服务实体经济.....进一步完善“三档两优”存款准备金政策框架.....运用好LPR,促进民营、小微信贷量增价降.....按照“因城施策”的基本原则,落实房地产长效机制,不将房地产作为短期刺激经济的手段。</p>	<p>坚持稳中求进工作总基调,坚持新发展理念,全面做好“六稳”工作.....同时坚决不搞“大水漫灌”.....用改革的办法疏通货币政策传导.....保持物价水平基本稳定。将疫情防控作为当前最重要的工作来抓,加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。守住风险底线,坚持在推动高质量发展中防范化解风险.....促进国民经济整体良性循环。</p> <p>一是实施好稳健货币政策,科学稳健把握逆周期调节力度,保持流动性合理充裕,促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。灵活运用多种货币政策工具,以适度的货币增长支持高质量发展,有效支持经济运行在合理区间。增强调控前瞻性、精准性、主动性和有效性.....精准把握好调控的度,加强预期引导,维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。健全可持续的资本补充体制机制,推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本.....重点支持中小银行补充资本.....</p> <p>二是把疫情防控作为当前最重要的工作来抓,加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。要求主要全国性银行和10个重点省(市)地方法人银行充分用好专项再贷款,快速精准地将资金用于直接参与防疫的重点企业.....对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业,以及有发展前景但暂遇困难的小微企业,不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的,可予以展期或续贷。在做好防控工作的前提下,全力支持各类生产企业复工复产。通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式.....提供差异化优惠的金融服务。</p>

三是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革,提高金融资源配置效率。改革完善商业银行LPR形成机制,通过MPA考核等方式推动银行更多运用LPR.....以市场化改革办法促进实际利率水平明显降低.....

四是完善金融市场体系,切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用.....

五是深化金融供给侧结构性改革,健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系.....深化中小银行改革,健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系,从根源上解决中小银行发展的体制机制问题.....支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。

六是打好防范化解重大金融风险攻坚战.....坚持在推动高质量发展中防范化解风险。

三是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用,更好地服务实体经济。进一步完善“三档两优”存款准备金框架,建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制.....促进金融要素流向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域,促进产业和消费双升级.....坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,按照“因城施策”的基本原则,加快建立房地产金融长效管理机制,不将房地产作为短期刺激经济的手段。

四是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革,提高金融资源配置效率。健全基准利率和市场化利率体系,完善LPR传导机制,推进存量浮动利率贷款定价基准转换.....引导企业树立“风险中性”的财务理念,以锁定外汇成本、降低生产经营不确定性为目的,通过外汇衍生品管理汇率风险。稳步推进人民币资本项目可兑换,完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施,支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。

五是完善金融市场体系,切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用.....促进公司信用类债券信息披露标准统一,完善相关制度建设。坚持市场化、法治化原则,完善债券违约风险防范和处置机制.....积极稳妥推动债券市场制度性、系统性开放,引入更多中长期投资者。

六是深化金融供给侧结构性改革.....进一步推进金融机构改革.....

七是继续打好防范化解重大金融风险攻坚战.....继续做好重点领域高风险机构的“精准拆弹”工作.....着力推动完善防范化解金融风险长效机制建设,用改革的办法推进金融业高质量发展,牢牢守住不发生系统性风险的底线。

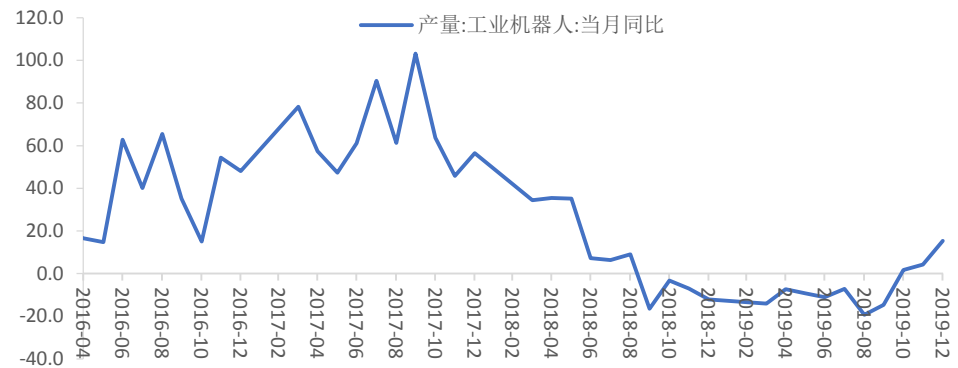
资料来源:中国人民银行,太平洋研究院整理

#### 4. 配置建议：在海外疫情失控预期及经济下修预期(体现在美国长端利率向下突破)带来的潜在回调下继续买入,成长牛市暂不言顶

我们建议,择机配置竣工链/新能源产业链/半导体等受疫情影响较小行业,增配 5G 基础建设等受益新基建板块,关注半导体材料/面板上游等细分领域受益疫情海外扩散,关注种植/禽类养殖供需秩序修复后机会,配置黄金持续对冲。

①重点推荐机器人行业,工业机器人的长期需求受本次短期冲击影响,无人化生产进程有望提速,国产工业机器人产量同比已呈底部反转迹象,其中龙头的市占率提升周期属性弱化也被市场逐渐认可。

图表 8: 国产工业机器人产量增速反转



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

②种植业及禽类养殖。种植业一方面受益于中期的补栏预期上升(猪肉价格持续维系高位,叠加猪瘟已得到有效控制,补栏势在必行)以及短期的供应偏紧(由防控疫情导致的运输不畅及饲料企业复工不畅,豆粕现货价格底部上涨),另一方面受益于从非洲袭来的蝗虫灾害,本次蝗灾可能使得东南亚等粮食主要产区供应出现缺口,种植股有望受益。同时,鸡蛋价格反应的禽类养殖供需格局也有所重建,我们认为禽类养殖存在脉冲式机会。

图表 9: 豆粕现货价格已位于底部



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

③成长行业中推荐 5G 基础设施建设以及半导体材料/面板上游等受益海外产能停滞的细分领域（当前海外的防护措施及重视程度下，韩国及日本大概率疫情失控）

④黄金股存在长期配置价值。无论通胀的路径如何，实际利率的走低不可避免（在新一轮技术革命及产业迁移带领全球走出生产困境前，名义利率只受通胀水平影响，此情境下无论通胀方向，黄金作为实际利率品均受益）

## 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
北京地区销售总监助理	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	韦洪涛	13269328776	weiht@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	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	13897960159	zhangwt@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。