



## 业绩迎大考，市场波折前行

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：

《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

《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：业绩迎大考，市场波折前行。**分母端，降息等持续的流动性宽松将利于A股修复，但分子端在二季度将面临明显的分化。一方面是国内经济随着复工开工进入复苏，内需主导的居民消费和政府投资将迎来修复；另一方面是海外疫情的加剧，二季度出口对我国经济的拖累将显性化，外需主导行业的盈利风险将暴露。短期，在流动性保持持续宽松背景下，盈利对市场的压制将相对明显，结构性机会仍在内需，但考虑到后续外资流入有空间、“两会”政策有窗口的情况下，市场也不必过度悲观。

**疫情对海外经济冲击将显露，谨防尾部风险。**4月20日5月交货的原油WTI期货价格暴跌至-37美元，反应了供给过剩和库存空间不足的问题，侧面亦是疫情对工业需求冲击的影响已经开始暴露。3月23日以来，美股的持续反弹主要基于恐慌情绪和流动性风险缓解的阶段性修复，参考08年金融危机时美股表现来看，美股“最后一跌”的风险来自经济衰退，近期美股的疲软或正在反应这一预期。美股回调对A股的影响，一方面将引发外围风险偏好回落和外资流出；另一方面将强化海外需求对我国部分出口型产业冲击的预期。

**LPR跟进下调，持续宽松可期。**4月20日LPR再次非对称降息，符合预期。LPR下降引导贷款利率下行，非金融企业一般贷款平均利率或降至5.2%以下，创2007年以来新低，符合4月17日政治局会议表态。后续外需冲击暴露后降息或再次启动，降准、存款基准利率下调等举措也可期。受益于宽松货币，金融市场利率下行明显。自央行4月3日宣布再度定向降准并下调超额存款准备金利率以来，资金价格持续走低，并保持在历史低位，股权风险溢价角度，大类资产配置将偏向股票。

**基金仓位下行，消费和科技逆势增配。**2020Q1普通股票型基金和偏股混合型基金仓位分别降至87.2%和82.6%。板块上，增配中小创，减配主板。风格上，消费配置占比升至46.22%，但医药、食品等受益于疫情的必需消费板块是主要增配方向，白电、白酒、旅游等可选消费被明显减配；成长配置占比也明显升至27.82%，但增配主要来自计算机、传媒，电子被明显减配。行业上，增配行业集中在医药、计算机、传媒、农业，减配行业主要是家电、非银、银行、电子。

**一季报盈利风险释放，压制市场风偏。**截止4月25日，已披露的业绩预告或一季报的上市公司达到2062家，披露率达55%，其中创业板现已全部披露，中小板和主板披露率分别为70%和30%，预计2020Q1中小板和创业板盈利增速分别为-20.2%和-26.0%，4月最后一周针对主板公司业绩的考验将相对明显。目前28个行业中13个行业披露率达到50%以上，多数行业在2020Q1将面临-50%至-30%左右的业绩下滑。其中业绩亮点主要在农业、银行、电子、食品饮料，均是一季度受国内疫情影响较小或直接受益于疫情的方向。

**配置建议：内需持“两端”（居民端+财政端），财政端看“新老基建”。**1) 居民端的食品饮料、家电、汽车等消费白马（外资流入，潜在消费刺激政策，估值修复空间）；2) “老基建”中的建筑、机械、建材龙头（低估值，信贷宽松，稳/保就业，稳投资）；3) “新基建”中的5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车。

**风险提示：海外复工进度低于预期；经济复苏较慢**

## 目 录

核心结论：业绩迎大考，市场波折前行 .....	4
1、疫情对海外经济冲击将显露，谨防尾部风险 .....	4
2、LPR 跟进下调，持续宽松可期 .....	5
3、基金仓位下行，消费和科技逆势增配 .....	7
4、一季报盈利风险释放，压制市场风偏 .....	9
5、业绩迎大考，市场波折前行 .....	10

## 图表目录

图表 1：2020 年全球石油需求量将明显萎缩 .....	4
图表 2：OPEC 富余产能（左轴，百万桶/天） .....	4
图表 3：经济衰退是美股“最后一跌”的风险所在 .....	5
图表 4：LPR 跟进降息 .....	6
图表 5：SHIBOR 跌破 1% .....	6
图表 6：10 年期国债收益率逼近 2.5% .....	6
图表 7：股权风险溢价指数高达 5.7%，历史百分位 89.8% .....	7
图表 8：2020Q1 普通股票型基金仓位下行但规模回升 .....	8
图表 9：2020Q1 偏股混合型基金仓位会到 2018Q3 水平 .....	8
图表 10：减配主板，增配中小创 .....	8
图表 11：增配方向主要为医药、计算机等疫情受益品种 .....	8
图表 12：2020Q1 消费和科技逆势增配 .....	8
图表 13：2020Q1 子行业重仓持股配置占比分布 .....	9
图表 14：目前中小创的披露情况显著好于主板 .....	9
图表 15：业绩亮点主要体现在农业、银行、电子、食品饮料 .....	10
图表 16：重要指数估值水平均有提升（截止 2020 年 4 月 24 日） .....	11
图表 17：医药估值水平达到 60%历史百分位（截止 2020 年 4 月 24 日） .....	11

## 核心结论：业绩迎大考，市场波折前行

分母端，降息等持续的流动性宽松将利于 A 股修复，但分子端在二季度将面临明显的分化。一方面是国内经济随着复工开工进入复苏，内需主导的居民消费和政府投资将迎来修复；另一方面是海外疫情的加剧，二季度出口对我国经济的拖累将显性化，外需主导行业的盈利风险将暴露。短期，在流动性保持持续宽松背景下，盈利对市场的压制将相对明显，结构性机会仍在内需，但考虑到后续外资流入有空间、“两会”政策有窗口的情况下，市场也不必过度悲观。

内需持“两端”（居民端+财政端），财政端看“新老基建”：1）居民端的食品饮料、家电、汽车等消费白马（外资流入，潜在消费刺激政策，估值修复空间）；2）“老基建”中的建筑、机械、建材龙头（低估值，信贷宽松，稳/保就业，稳投资）；3）“新基建”中的 5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车。

### 1、疫情对海外经济冲击将显露，谨防尾部风险

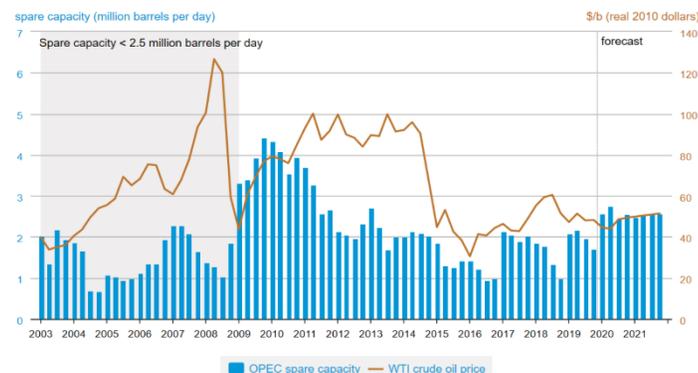
4 月 20 日 5 月交货的原油 WTI 期货价格暴跌至-37 美元，油价负数意味着将油运送到炼油厂或存储的成本已经超过了石油本身的价值，反应了供给过剩和库存空间不足的问题，侧面亦是疫情对工业需求冲击的影响已经开始暴露。虽然 2020 年 4 月 12 日 OPEC+ 最终达成逐级减产协议，但中长期，新冠疫情爆发抑制需求，4 月最新国际能源署 IEA 预计，2020 年全球石油需求同比下降 930 万桶/天，为 1995 年以来最低水平。随着全球库存增加，目前 OPEC+会议已不太可能通过足够的减产来平衡市场，2020 年石油供需缺口增大，疫情只不过加速了油价面临的下行压力。

图表 1：2020 年全球石油需求量将明显萎缩



资料来源：OPEC, 太平洋研究院整理

图表 2：OPEC 富余产能 (左轴, 百万桶/天)



资料来源：EIA, 太平洋研究院整理

3月23日以来,美股的持续反弹主要基于恐慌情绪和流动性风险缓解的阶段性修复,参考08年金融危机时美股表现来看,美股“最后一跌”的风险来自经济衰退,近期美股的疲软或正在反应这一预期。美股回调对A股的影响,一方面将引发外围风险偏好回落和外资流出;另一方面将强化海外需求对我国部分出口型产业冲击的预期。

图表 3: 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、LPR 跟进下调，持续宽松可期

4月20日, LPR再次非对称降息, 1年期报3.85%, 下降20BP, 5年期以上报4.65%, 下降10BP(释放维持房地产市场稳定的预期), 二者降幅均创去年8月LPR改革以来单次最大降幅, 基本符合LPR将跟随逆回购、MLF降息的预期。至此, LPR下降引导贷款利率下行, 非金融企业一般贷款平均利率或降至5.2%以下, 创2007年以来新低, 符合4月17日政治局会议的表态, 即“稳健的货币政策要更加灵活适度, 运用降准、降息、再贷款等手段, 保持流动性合理充裕, 引导贷款市场利率下行, 把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”, 后续外需冲击暴露后降息或再次启动, 此外降准、存款基准利率下调等举措也可以期待。

图表 4: LPR 跟进降息

央行操作	发生日期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)
MLF	2019-11-05	4,000	3.25	-5.00
逆回购 7D	2019-11-18	1,800	2.50	-5.00
LPR1Y	2019-11-20	-	4.15	-5.00
LPR5Y	2019-11-20	-	4.80	-5.00
逆回购 14D	2019-12-18	1,500	2.65	-5.00
逆回购 14D	2020-02-03	3,000	2.55	-10.00
逆回购 7D	2020-02-03	9,000	2.40	-10.00
MLF	2020-02-17	2,000	3.15	-10.00
LPR1Y	2020-02-20	-	4.05	-10.00
LPR5Y	2020-02-20	-	4.75	-5.00
逆回购 7D	2020-03-30	500	2.20	-20.00
MLF	2020-04-17	2,000	3.30	-20.00
LPR1Y	2020-04-20	-	3.85	-20.00
LPR5Y	2020-04-20	-	4.65	-10.00

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

受益于宽松货币，金融市场利率也下行明显。自央行 4 月 3 日宣布再度定向降准并下调超额存款准备金利率以来，金融市场资金价格持续走低，截止 4 月 24 日，SHIBOR 隔夜利率降至 0.9120%，10 年期国债利率降至 2.5100%，保持在历史低位，股权风险溢价角度，目前上证综指 ERP 仍保持在 5.7% 的高位，历史百分位高达 89.8%，大类资产配置将偏向股票。

图表 5: SHIBOR 跌破 1%



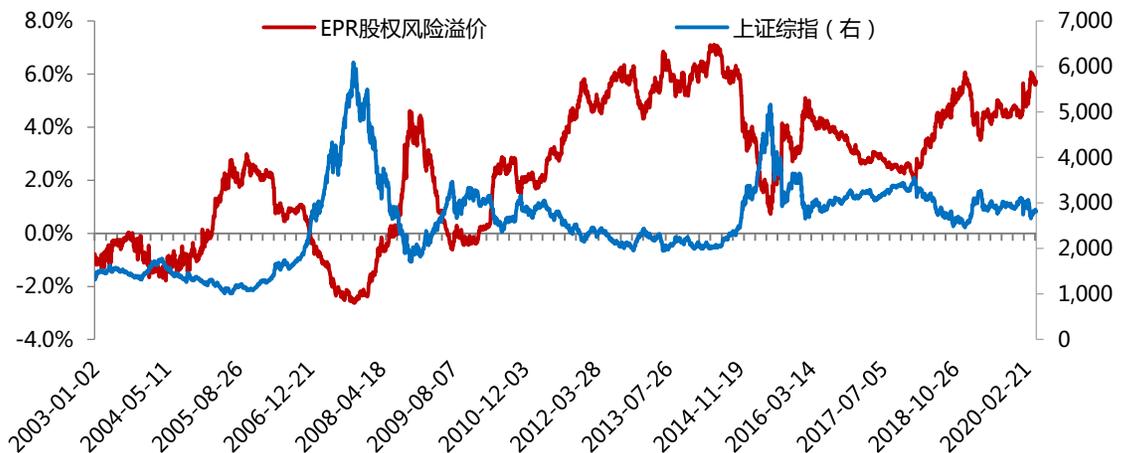
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6: 10 年期国债收益率逼近 2.5%



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 7: 股权风险溢价指数高达 5.7%，历史百分位 89.8%



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

### 3、基金仓位下行，消费和科技逆势增配

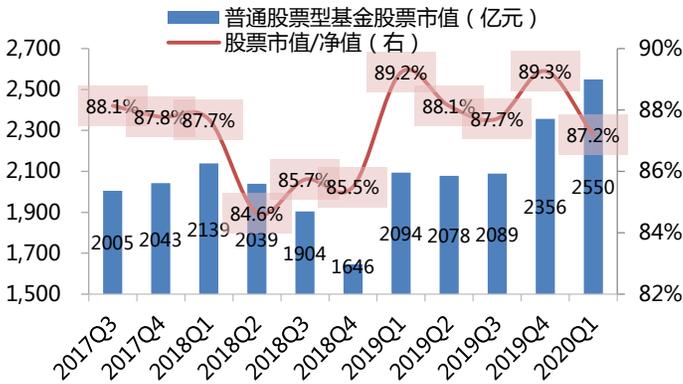
2020Q1 基金仓位有所下行，但基金规模回升。其中，普通股票型基金的股票市值 2020Q1 升至 2550 亿（2019Q4 2356 亿），环比上升 8.23%，股票仓位（持股市值/资产净值）降至 87.2%；偏股混合型基金的股票市值 2020Q1 升至 8824 亿（2019Q4 8418 亿），环比上升 4.82%，仓位降至 82.6%。

分板块来看，增配中小创，减配主板。创业板增配明显（2020Q1/2019Q4 持股市值比重 21.06%/15.95%），中小板小幅增配（21.98%/20.40%），主板配置比重下降了 3.69 个百分点（59.96%/63.65%），减配相对明显。

风格上，消费和科技逆势增配，但结构分化明显。2020Q1 消费的配置占比较 2019Q4 提升 3.38 个百分点，升至 46.22%，但医药、食品等受益于疫情的必需消费板块是主要增配方向，白电、白酒、旅游等可选消费被明显减配；成长的配置占比也明显提升 5.68 个百分点，升至 27.82%，但结构分化明显，增配主要来自计算机、传媒，电子（尤其消费电子）被明显减配；周期板块配置占比变化不大，金融地产板块明显减配 4.60 个百分点，配置占比降至 10.56%。

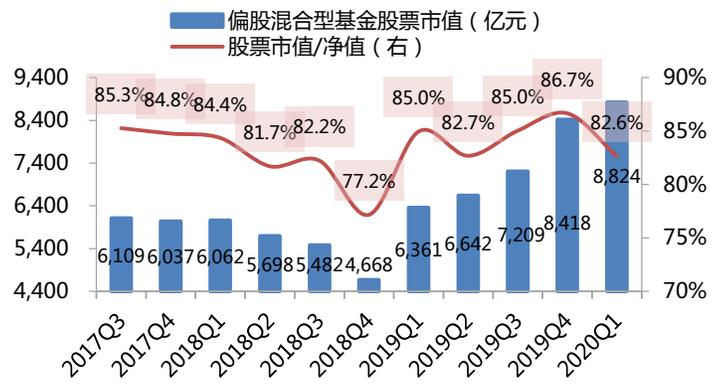
行业上，28 个行业中 15 个行业较 Q4 增配，增配行业集中在医药（持股市值占比变动 5.56%）、计算机（4.06%）、传媒（1.65%）、农业（1.31%），减配行业主要是家电（-2.30%）、非银（-2.19%）、银行（-2.14%）、电子（-1.28%）。

图表 8：2020Q1 普通股票型基金仓位下行但规模回升



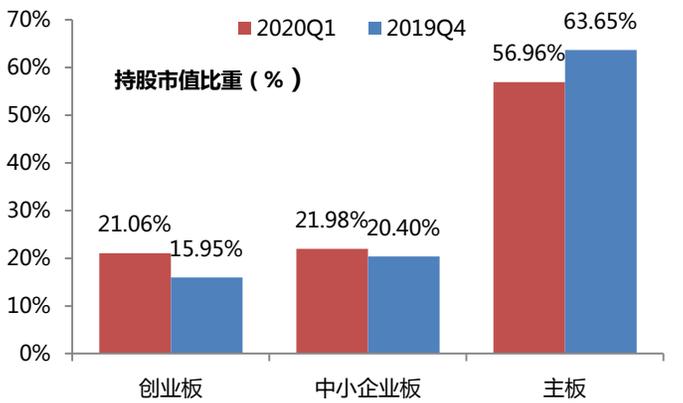
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：2020Q1 偏股混合型基金仓位会到 2018Q3 水平



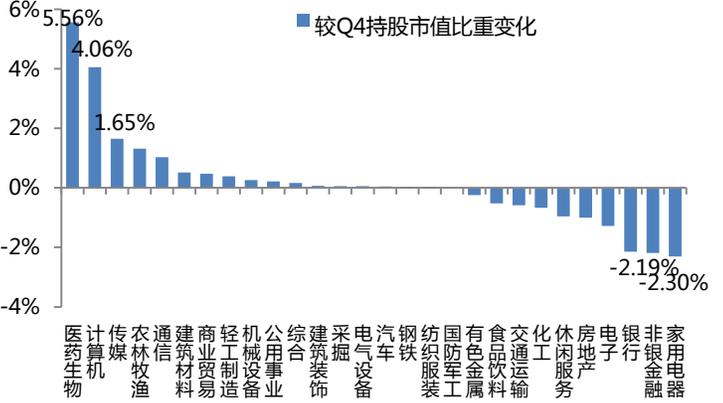
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：减配主板，增配中小创



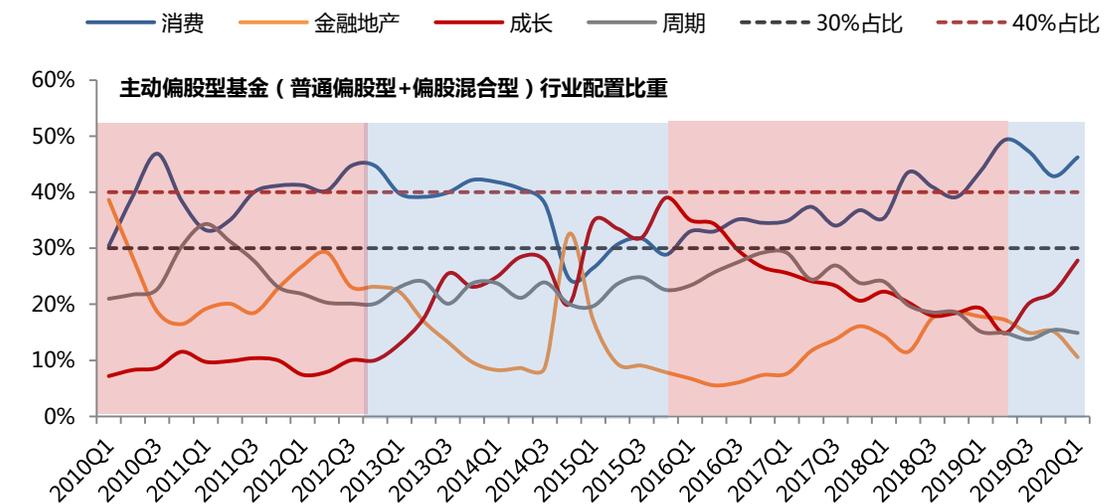
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：增配方向主要为医药、计算机等疫情受益品种



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：2020Q1 消费和科技逆势增配



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 13：2020Q1 子行业重仓持股配置占比分布

增配排名	行业	2020Q1 持 股市值比重	2019Q4 持 股市值比重	变化	减配排名	行业	2020Q1 持 股市值比重	2019Q4 持 股市值比重	变化
TOP1	计算机应用	6.73%	3.47%	3.26%	LAST1	白色家电	3.87%	6.17%	-2.30%
TOP2	医疗器械II	5.07%	2.56%	2.51%	LAST2	银行II	3.40%	5.54%	-2.14%
TOP3	化学制药	5.34%	3.55%	1.79%	LAST3	饮料制造	10.96%	12.82%	-1.85%
TOP4	生物制品II	4.55%	3.18%	1.38%	LAST4	保险II	1.35%	3.14%	-1.79%
TOP5	食品加工	3.76%	2.42%	1.34%	LAST5	电子制造	4.21%	5.79%	-1.58%
TOP6	互联网传媒	3.87%	2.64%	1.23%	LAST6	房地产开发II	4.36%	5.36%	-1.00%
TOP7	饲料II	1.65%	0.56%	1.09%	LAST7	旅游综合II	0.16%	0.76%	-0.61%
TOP8	通信设备	2.09%	1.08%	1.01%	LAST8	化学制品	1.94%	2.47%	-0.53%
TOP9	计算机设备II	1.40%	0.60%	0.80%	LAST9	证券II	0.72%	1.11%	-0.39%
TOP10	半导体	3.76%	3.14%	0.62%	LAST10	航空运输II	0.14%	0.52%	-0.37%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

#### 4、一季报盈利风险释放，压制市场风偏

按上市公司披露规则，4月底之前所有公司应结束披露其2020一季报情况。截止4月25日，已披露的业绩预告或一季报的上市公司达到2062家，披露率达55%，其中创业板公司由于业绩预告15日前强制披露，现已全部披露，中小板和主板披露率分别为70%和30%。整体来看，目前中小创的披露情况显著好于主板，对业绩指引性更强，现有数据显示，预计2020Q1中小板和创业板盈利增速分别为-20.2%和-26.0%，4月最后一周针对主板公司业绩的考验将相对明显。此外，4月27日将公布规模以上工业企业经营数据，届时市场对疫情企业盈利风险的反应也将更加充分。

目前28个行业中13个行业披露率达到50%以上，对一季报业绩指引效果相对更佳。鉴于疫情可能致使企业盈利增速分化较大，我们用行业内净利增速中位数来观察各行业盈利情况，整体来看，多数行业在2020Q1将面临-50%至-30%左右的业绩下滑。其中业绩亮点主要体现在农业（2020Q1净利增速中位数26%）、银行（9%）、电子（-9%）、食品饮料（-10%），均是一季度受国内疫情影响较小或直接受益于疫情的方向。

图表 14：目前中小创的披露情况显著好于主板

板块	2019Q1 净利 (亿元)	2020Q1 净利 (亿元)	2020Q1 增速	披露率
主板	2338.70	1628.72	-30.4%	30%
中小企业板	373.57	298.06	-20.2%	70%
创业板	257.07	190.15	-26.0%	100%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 15：业绩亮点主要体现在农业、银行、电子、食品饮料

风格	行业	披露数	披露率	2020Q1 净利增速中位数
周期	采掘	22	33%	-21%
	化工	214	62%	-33%
	钢铁	15	45%	-35%
	有色金属	54	47%	-60%
	建筑材料	38	57%	-59%
	建筑装饰	59	45%	-88%
	电气设备	124	63%	-25%
	机械设备	219	63%	-28%
	公用事业	81	49%	-23%
	交通运输	39	33%	-96%
消费	汽车	81	46%	-20%
	家用电器	33	56%	-65%
	纺织服装	37	44%	-90%
	轻工制造	63	48%	-71%
	商业贸易	33	34%	-80%
	农林牧渔	52	61%	26%
	食品饮料	42	43%	-10%
	休闲服务	22	65%	-174%
金融	医药生物	186	62%	-17%
	房地产	48	36%	-68%
	银行	11	31%	9%
成长	非银金融	26	33%	-46%
	国防军工	41	60%	-27%
	电子	166	67%	-9%
	计算机	173	82%	-60%
	传媒	103	61%	-57%
通信	72	71%	-54%	

资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 5、业绩迎大考，市场波折前行

分母端，降息等持续的流动性宽松将利于 A 股修复，但分子端在二季度将面临明显的分化。一方面是国内经济随着复工开工进入复苏，内需主导的居民消费和政府投资将迎来修复，尤其是财政端主导的老基建，已在 3 月投资数据中得到明显改善；另一方面是海外疫情的加剧，二季度出口对我国经济的拖累将显性化，外需主导行业的盈利风险

将暴露。短期，在流动性保持持续宽松背景下，盈利对市场的压制将相对明显，结构性机会仍在内需，但考虑到后续外资流入有空间、“两会”政策有窗口的情况下，市场也不必过度悲观。

内需持“两端”（居民端+财政端），财政端看“新老基建”：1）居民端的食品饮料、家电、汽车等消费白马（外资流入，潜在消费刺激政策，估值修复空间）；2）“老基建”中的建筑、机械、建材龙头（低估值，信贷宽松，稳/保就业，稳投资）；3）“新基建”中的5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车。

图表 16：重要指数估值水平均有提升（截止 2020 年 4 月 24 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	8.31%	11.31	23.31%	-7.31	-1.11	7.55
	上证 50	1.07	0.40%	8.83	11.55%	-9.38	-1.18	8.45
	中小板指	3.45	19.35%	29.35	39.12%	2.46	-1.33	7.84
	创业板指	5.99	76.53%	53.18	57.71%	11.44	-0.84	9.67
	中证 500	1.81	7.77%	26.41	20.09%	0.11	-0.84	5.49
	创业板 50	6.86	76.91%	66.49	80.76%	13.31	-1.15	10.70

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 17：医药估值水平达到 60%历史百分位（截止 2020 年 4 月 24 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	0.93	0.0%	11.28	4.7%	-17.74	-2.35	1.61
	化工	1.81	8.6%	20.54	19.5%	-4.07	-0.12	6.66
	钢铁	0.83	5.6%	9.76	21.9%	-10.45	-2.10	2.33
	有色金属	1.87	7.1%	30.70	23.7%	-11.21	-1.98	5.61
	建筑材料	2.03	29.0%	13.63	8.5%	8.22	0.75	9.18
	建筑装饰	0.94	0.5%	9.54	3.2%	-1.91	-0.36	5.05
	电气设备	2.27	15.2%	32.50	24.2%	4.44	-1.94	5.32
	机械设备	2.00	14.6%	25.38	29.0%	-2.58	-0.80	5.40
	公用事业	1.30	0.1%	18.52	9.0%	-6.47	-0.76	2.65
	交通运输	1.28	5.1%	15.95	17.4%	-13.06	0.06	5.75
消费	汽车	1.45	6.2%	19.16	45.5%	-7.08	-1.88	6.05
	家用电器	2.97	55.8%	15.21	22.1%	-11.77	0.86	9.19
	纺织服装	1.77	15.4%	24.97	29.7%	-4.45	-2.45	3.88
	轻工制造	1.63	11.7%	20.99	13.0%	-5.58	-1.11	5.15

	商业贸易	1.42	3.2%	17.24	6.4%	0.13	1.86	7.67
	农林牧渔	3.86	60.3%	24.14	1.9%	17.68	3.19	14.85
	食品饮料	6.74	84.2%	33.63	53.3%	4.25	2.86	20.52
	休闲服务	3.41	29.8%	32.57	16.5%	-6.73	3.68	10.44
	医药生物	3.89	38.9%	41.47	60.4%	16.09	-0.25	14.27
金融	房地产	1.15	0.0%	8.01	0.0%	-13.36	-1.94	5.08
	银行	0.67	0.0%	5.94	10.4%	-15.36	-1.54	3.10
	非银金融	1.58	2.0%	13.56	3.5%	-15.70	-3.02	2.47
成长	国防军工	2.53	28.1%	57.00	38.5%	2.60	1.16	7.29
	电子	3.33	47.9%	41.15	34.0%	-0.90	-3.81	1.52
	计算机	4.16	51.1%	59.31	73.8%	9.78	-0.90	2.29
	传媒	2.33	6.9%	39.16	23.0%	-3.67	-1.86	1.20
	通信	2.78	55.2%	40.53	53.0%	3.94	-1.45	-5.32

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



### 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。