



2018-09-24

投资策略报告

## 吃饭行情延续

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：

《从PB视角观察，指数下行空间有限》——  
2018/9/16

《做多窗口仍在》——2018/9/2

《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，笑看风云》——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：吃饭行情延续。**综合消息面上改革利好、行业估值及流动性变化情况，我们认为吃饭行情持续可期，未来继续看好大金融（银行>保险>地产），基建产业链（煤炭>钢铁>建筑）引领本轮反弹。

**大金融、周期行业估值仍然相对占优。**银行 PB 位于历史 15.8% 分位、房地产 PB 位于历史 3.3% 分位、煤炭开采 PB 位于历史 4.1% 分位、钢铁 PB 位于历史 23.3% 分位、建筑材料 PB 位于历史 24.4% 分位。**从 PB-ROE 匹配情况来看，金融-周期行业仍较多位于低估区域，**其中大金融板块中银行与地产最为低估；基建产业链中，钢铁、建筑装饰以及建筑材料最为低估。

**本轮银行等率先触底行业类似 2012 年：**回顾 2010 年至 2013 年的市场，上证综指在 2012 年 12 月 4 日触底，银行在这一次横跨 2012-2013 年的“吃饭行情”中于 2012 年 9 月 26 日先于大盘触底，并成为这轮反弹中上涨最多的品种，远跑赢同期大盘。其背后原因，主要是当时较低的估值水平（PB 为 1.04 倍，处于历史 20% 左右位置）、相对高位的 ROE（2012 年 Q1-2012 年 Q4 均维持在 20% 水平）。我们认为当前银行、煤炭、钢铁以及保险行业当下状况与当时情境类似（低 PB+环比改善的 ROE），已经足以驱动一轮吃饭行情。

**流动性易松难紧有望支撑反弹。**9 月以来，央行的公开市场净投放以及 MLF 净投放均呈现宽松特征，债券市场此前已有反应。从投资者构成来看，债市较股市形成一致预期的过程更快，随着流动性持续充裕，流动性的外溢有望支撑股市反弹。

**改革提振市场信心。**总理在国常会和达沃斯论坛上提出将主动扩大对外开放；国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》，提出“完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力”；总书记主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议并通过七项文件，为后续改革目标及道路指明了方向；官方强调改革社会保险费征收体制，将按不加重企业负担的原则进行。以上国家意志的宣告，有利于市场打消“中国改革停滞”、“陷入长期萧条”的担忧，有利于风险评价与风险偏好重估。

**风险提示：**贸易战升级超预期，流动性骤紧，滞胀出现。



目錄

核心結論：吃飯行情延續 .....	4
1. 大金融、周期行業估值仍然相對占優 .....	4
2. 流動性易松難緊有望支撐反彈 .....	11
3. 推薦大金融與基建產業鏈 .....	12
4. 改革提振市場信心 .....	12



## 图表目录

图表 1: 金融-周期大部分被低估 .....	5
图表 2: 大金融仍被低估 .....	5
图表 3: 周期性行业仍低估 .....	6
图表 4: 银行、汽车、家电等率先触底行业在反弹中涨幅靠前 .....	7
图表 5: 2012 年-2013 年 2 月反弹中行业每月涨跌幅 (红色为当月涨幅靠前行业, 绿色为靠后行业) .....	7
图表 6: 各行业当时 PB 估值情况 (红色为率先触底行业) .....	8
图表 7: 各行业当年 ROE 变动 (红色为先行触底行业) .....	9
图表 8: 率先触底行业 .....	11
图表 9: 央行连续净投放 .....	12
图表 10: MLF 连续净投放 .....	12
图表 11: 7 月以来对稳基建表述 .....	13
图表 12: 社保征收体制改革 .....	13
图表 13: 消费成为经济支柱 .....	14

## 核心结论：吃飯行情延續

综合消息层面出现的改革利好、行业估值及流动性变化情况，我们认为吃飯行情仍然可以持续，未来继续看好大金融（银行>保险>地产），基建产业链（煤炭>钢铁>建筑）引领本轮反弹。

### 1. 大金融、周期行业估值仍然相对占优

从估值角度来看，银行、地产、建材、钢铁、建筑等强周期性行业估值-业绩增长匹配程度仍然较佳，估值仍然有继续修复空间。其中，类似 2012 年，银行已经呈现出先于大盘见底的特征。

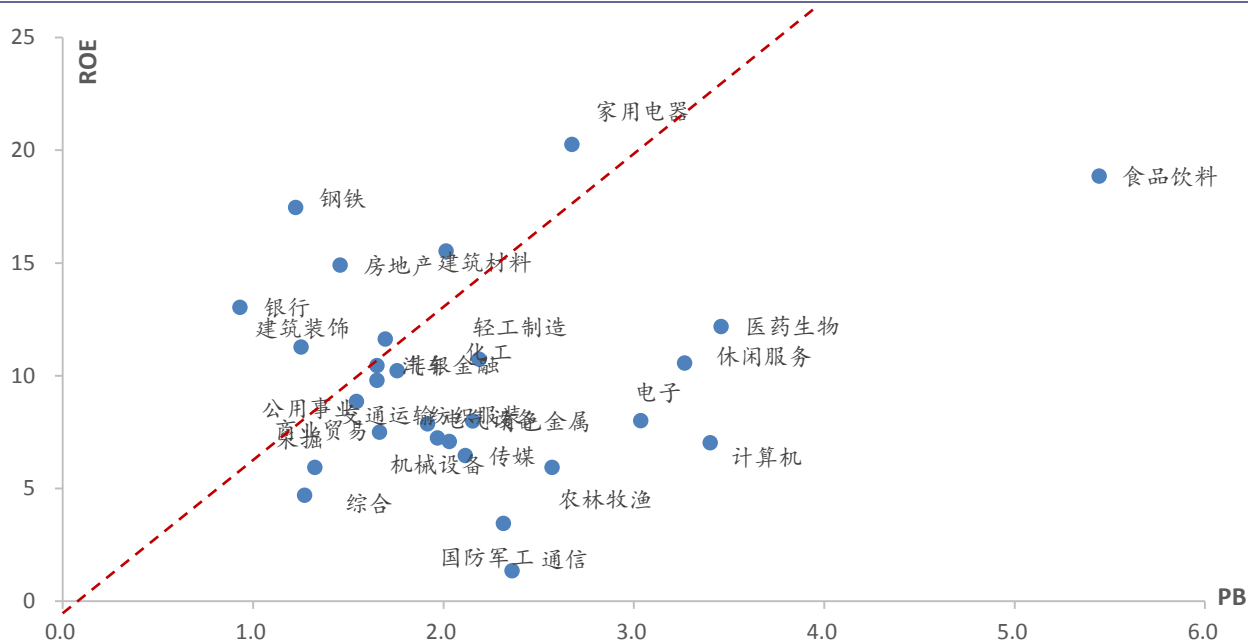
**金融-周期行业估值占优：**我们在上周发布的报告《从 PB 角度观察，指数下行空间有限》中提到，行业层面看，大金融以及周期股在估值上优于其他品种，而上周以银行、建筑为代表的板块引领反弹验证了我们的逻辑（房地产上周上涨 5.82%，银行上涨 5.69%，非银金融上涨 5.42%，建筑材料上涨 5.04%，排名上周一级行业的第 3、4、5、6 位，跑赢大盘 4.32% 的涨幅）。在上周上涨后，大金融与周期板块估值优势仍在，仍有进一步估值修复空间。

从估值来看，大金融（金融地产）仍然位于历史估值底部，房地产行业 PB 位于历史 3.3% 分位（绝对底部）；银行 PB 位于历史 15.8% 分位；非银金融 PB 位于 3.9% 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 4.1% 分位，钢铁行业位于历史 23.3% 分位，建筑材料位于历史 24.4% 分位，有色金属位于历史 10.6% 分位，但均位于历史估值中枢下方。

同时，从 PB-ROE 匹配情况来看，金融-周期行业仍较多位于左上角（低估区域），其中大金融板块中银行与地产最为低估；基建产业链中，钢铁、建筑装饰以及建筑材料最为低估。

图表 1：金融-周期大部分被低估



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：大金融仍被低估

	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	0.98	1.49	1.68
当前 PB 百分位	15.8%	3.3%	1.9%
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

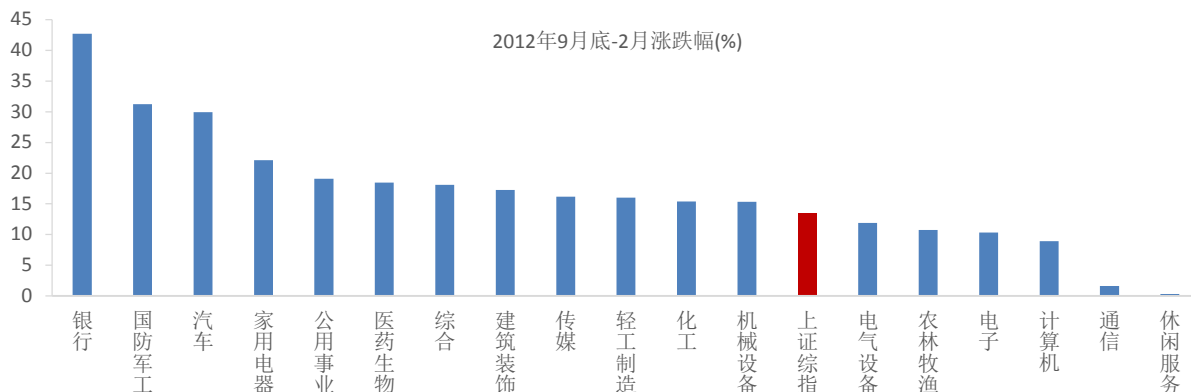
图表 3：周期性行业仍低估

	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	2.17	1.18	1.2	2.02
当前 PB 百分位	10.6%	23.3%	4.1%	24.4%
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

本轮银行等行业率先触底类似 2012 年：2010 年 11 月，随着政府以“四万亿”为代表的刺激计划带来的经济复苏走入尾声，且中国进入刘易斯拐点，依赖投资的长期经济增长模式陷入困局，市场走向慢熊，上证综指从 2010 年 11 月的 3186 点跌至 2012 年 12 月 4 日的 1949 点，期间没有一次涨幅超过 20% 的反弹，随后在 2012 年 12 月 4 日触底，反弹至 2013 年 2 月的 2444 点。银行在这一次横跨 2012-2013 年的“吃饭行情”中于 2012 年 9 月 26 日先于大盘触底，并成为这轮反弹中上涨最多的品种，上涨 46%，远远跑赢同期大盘。而其背后原因，主要源于当时所处的较低估值水平（当时 PB 为 1.04 倍，处于历史 20% 左右位置）、相对高位的 ROE（2012 年 Q1-2012 年 Q4 均维持在 20% 水平）。我们认为当前银行、煤炭、钢铁以及保险行业当下状况与当时情境类似，即宏观经济探底仍未完成，下跌逻辑并未证实（当时下跌逻辑为传统产业已无力带动经济增长，国有企业杠杆开始呈现庞式化，当前下跌逻辑为经济周期下行叠加外部风险），但经济预期有所改善、较低估值叠加高 ROE（以及环比改善的 ROE）已经足以驱动一轮反弹。

图表 4：银行、汽车、家电等率先触底行业在反弹中涨幅靠前



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：2012 年-2013 年 2 月反弹中行业每月涨跌幅（红色为当月涨幅靠前行业，绿色为靠后行业）

涨跌幅	2012/09	2012/10	2012/11	2012/12	2013/01	2013/02	9 月底-2 月 涨跌幅
上证综指	1.89	-0.83	-4.29	14.60	5.13	-0.83	13.40
银行	-2.98	1.89	1.30	23.04	15.24	-2.49	42.70
汽车	3.67	0.82	-2.23	20.35	5.96	3.36	29.92
家用电器	3.25	3.11	-2.49	10.96	9.08	0.33	22.09
建筑装饰	4.47	0.23	-3.89	19.60	-0.64	2.45	17.27
公用事业	-1.32	1.71	-5.39	12.75	5.66	3.87	19.07
机械设备	1.04	-1.02	-8.57	16.06	6.55	3.04	15.31
综合	-0.73	-1.23	-9.21	15.76	8.36	4.98	18.08
轻工制造	-0.69	0.92	-9.82	17.50	4.71	3.62	16.02
农林牧渔	0.79	-3.40	-10.12	17.17	6.55	2.18	10.75
国防军工	3.23	-4.30	-10.36	21.90	18.14	6.22	31.22
医药生物	1.67	2.42	-11.32	9.89	11.59	6.35	18.44
化工	2.52	0.18	-11.76	15.95	8.44	3.80	15.37
电气设备	1.25	-0.93	-11.84	14.64	7.54	3.92	11.89



休闲服务	1.04	-1.76	-12.85	12.71	3.70	0.28	0.34
传媒	1.26	-0.89	-13.01	13.23	8.25	9.92	16.15
通信	2.92	-7.57	-13.06	16.54	6.50	1.89	1.62
计算机	-0.06	-2.94	-13.32	16.20	5.80	5.31	8.92
电子	-0.20	-0.70	-14.10	15.20	5.36	6.59	10.35

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6: 各行业当年 PB 估值情况 (红色为率先触底行业)

PB 估值	2012-8-31	2012-9-28	2012-12-4	2012-9-28 历史百分位	2012-12-4 历史百分位
钢铁	0.92	0.85	0.85	7.3%	7.3%
银行	1.07	1.04	1.00	24.3%	20.5%
交通运输	1.27	1.25	1.18	3.7%	1.1%
通信	1.62	1.67	1.34	13.0%	0.6%
建筑装饰	1.41	1.47	1.43	16.9%	13.6%
轻工制造	1.66	1.60	1.46	11.7%	7.2%
汽车	1.56	1.62	1.59	10.2%	9.2%
纺织服装	1.92	1.88	1.59	20.2%	8.0%
公用事业	1.81	1.79	1.66	10.7%	1.9%
建筑材料	1.63	1.80	1.66	15.7%	8.8%
非银金融	1.79	1.97	1.68	23.7%	4.1%
机械设备	1.92	1.94	1.71	8.9%	2.8%
商业贸易	2.06	2.10	1.72	24.8%	4.6%
电气设备	2.06	2.08	1.75	4.6%	0.1%
房地产	1.69	1.74	1.76	14.9%	16.0%



采掘	2.02	2.15	1.77	44.2%	29.0%
家用电器	1.83	1.89	1.81	23.6%	20.3%
化工	2.08	2.14	1.84	17.2%	6.1%
国防军工	2.21	2.28	1.89	19.3%	11.7%
综合	2.33	2.25	2.06	20.0%	14.8%
电子	2.55	2.54	2.07	21.5%	12.0%
农林牧渔	2.80	2.90	2.40	33.6%	20.0%
计算机	2.94	2.93	2.40	19.5%	8.9%
休闲服务	3.39	3.19	2.50	26.9%	7.8%
传媒	3.04	3.03	2.50	12.3%	1.6%
有色金属	3.16	3.47	2.84	63.3%	34.4%
医药生物	3.65	3.71	3.22	32.2%	23.3%
食品饮料	5.27	5.48	4.07	63.9%	41.6%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：各行业当年 ROE 变动（红色为先行触底行业）

行业 ROE	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
轻工制造	4.33	4.80	4.83	6.18	5.08
公用事业	4.19	6.85	9.22	10.59	10.07
综合	4.48	5.76	5.72	9.87	9.01
化工	8.07	7.58	8.46	9.31	8.36
传媒	9.46	10.35	10.45	10.89	10.33
建筑装饰	8.65	11.00	11.35	11.37	9.75
房地产	7.59	10.12	9.65	14.42	8.59
机械设备	7.58	15.02	14.73	15.25	8.24

建筑材料	3.96	7.68	7.52	8.37	1.30
计算机	5.54	7.82	7.72	9.69	5.30
交通运输	4.69	6.02	8.18	7.40	4.74
休闲服务	7.75	9.79	11.18	10.31	7.39
电子	4.17	5.20	6.09	5.22	5.58
家用电器	13.05	15.91	16.39	15.78	13.98
通信	0.44	3.22	1.77	1.48	-7.71
商业贸易	13.00	11.53	9.58	9.63	11.70
电气设备	4.61	5.55	5.51	4.37	3.72
国防军工	6.12	7.21	6.55	5.52	4.02
纺织服装	8.28	9.23	9.01	8.25	7.85
有色金属	7.72	6.27	5.72	4.42	3.79
钢铁	-1.50	1.62	-0.69	-1.52	2.02
非银金融	9.34	9.97	7.37	7.03	12.26
汽车	2.24	-5.06	-6.09	-11.47	-4.68
农林牧渔	6.61	6.84	6.85	6.03	6.17
医药生物	12.33	12.86	12.34	12.17	12.30
采掘	16.37	14.63	13.43	12.77	12.84
银行	23.62	23.53	22.67	20.98	22.41
食品饮料	31.34	29.13	28.93	26.79	28.44

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

当前，与 2012 年底反弹不同之处在于，反弹领先的行业有所不同：银行、钢铁、煤炭、保险均呈现提前探底特征，尤其是银行与保险早已先于大盘两个月见底，类似 2012 年，除银行外的三个行业 ROE 均呈现出高位且二季度环比一季度改善特征（景气度提升）。

图表 8：率先触底行业

行业	触底时间	2018Q1ROE	2018Q2ROE	PB 估值百分位
银行	2018/7/3	13.15	13.03	15.80%
钢铁	2018/7/6	14.86	17.46	23.30%
煤炭开采	2018/7/20	11.90	11.91	4.10%
保险	2018/7/3	15.35	15.94	46%
上证综指	2018/9/18			

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 2. 流动性易松难紧有望支撑反弹

9 月以来，央行的公开市场净投放以及 MLF 净投放均呈现宽松特征，大类资产中债券市场此前已有反应，但股票市场仍然未有反应。从投资者构成来看，债市的一致预期较股市投资者形成一致预期更快，随着流动性持续充裕，流动性的外溢有望支撑股市反弹。

**公开市场净投放持续超预期，有望支撑股市反弹：**9 月至今，为应对季末及节假日带来的流动性冲击机，央行在公开市场净投放达 3900 亿，且 MLF 已连续两个月维持净投放，符合各次会议中“保持流动性合理充裕”的要求。并且，从后续城投平台的到期情况看，货币政策仍然易松难紧，流动性维持高位有望延续。宽货币持续向宽信用演变有利于经济预期的企稳，债券市场已经有所反应（国债期货年内高点出现在 7 月 20 日，显示债券市场对于经济的悲观预期在 7 月 20 日开始逆转）；而从投资者构成看，债券投资者主要为机构，较股市投资者一致预期形成往往更快。可以认为，流动性维持宽松有望支撑股市继续反弹。

图表 9：央行连续净投放

	逆回购净值	7 天利率
2018 年 6 月	1200	2.55
2018 年 7 月	-4200	2.55
2018 年 8 月	3400	2.55
2018/9/14	3300	2.55
2018/9/21	600	2.55

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：MLF 连续净投放

日期	MLF 净额	1 年利率
2018 年 6 月	2035	3.30
2018 年 7 月	0	3.30
2018 年 8 月	465	3.30
2018/9/7	0	3.30
2018/9/17	2650	3.30

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 3. 推荐大金融与基建产业链

行业层面，考虑估值与盈利匹配情况以及“长期逻辑短期化”（长期逻辑短期化指的是中国经济虽然长期经济增长率处于下降通道，但市场反应比现实更为悲观，在当下便将所有预期 Price in 并抛售）现象暂时消解，推荐大金融（主要为银行与保险，推荐顺序为银行>保险>地产）估值修复。考虑到四季度稳投资重心将为基建而非地产，推荐基建产业链的低估值行业：煤炭、钢铁、建材。

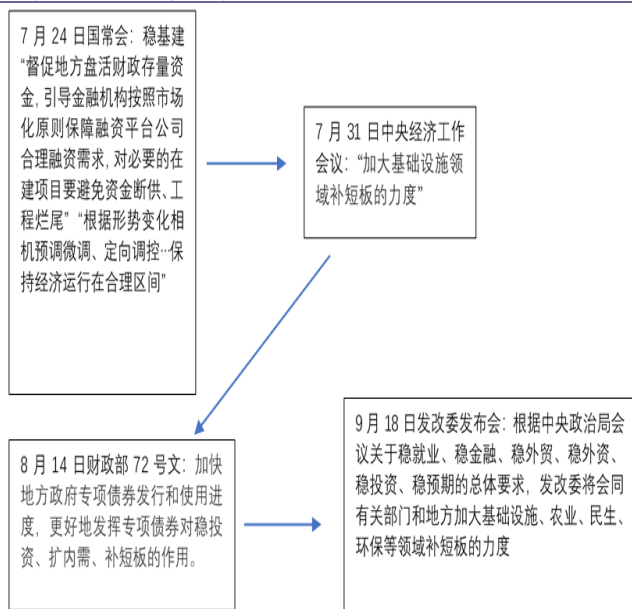
### 4. 改革提振市场信心

上周，诸多国家层面改革宣言频频发布。首先，总理在国常会和达沃斯论坛上分别宣告中国发展模式不会走过度依赖投资的路，不会走靠人民币贬值刺激出口的路，并且提出会主动扩大对外开放、依法保护知识产权。第二，中央以及国务院发布了《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》提出“完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力”。第三，总书记主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议并通过七项文件，为后续改革目标及道路指明了方向。另外，官方也多方面强调改革社会保险费征收体制将按不加重企业负担的原则进行。总体来看，以上国家意志的宣告，有利于市场打消“中国改

革停滞”、“陷入长期萧条”的担忧，有利于风险评价与风险偏好重估。

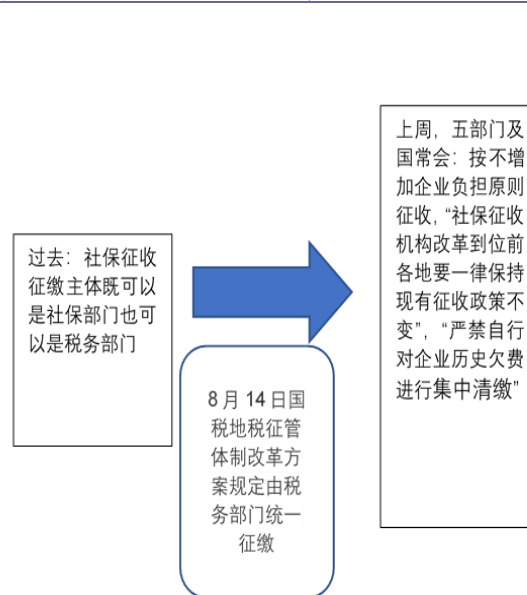
**总理在国务院常务会议上对重启基建投资释疑：**李克强总理在国务院常务会议上强调，重启基建投资，是为了对冲今年以来固定资产投资增速下滑对于产业升级、带动消费和促进就业带来的不利影响，并强调了工程建设需要有持续性，相关部门要协调配合，引导金融机构支持补短板项目建设，避免因资金断供出现工程烂尾，“不是要走过去过度经济依赖投资的老路”。此提法有利于稳定市场对于改革创新提升全要素生产率探索长期增长模式的信心，化解市场对于中国长期日本化的担忧。另一方面，总理在达沃斯论坛上还表示，中国将以更大力度扩大开放，进一步优化营商环境，对于（注册在国内的）中企外企民企国企在减税降费公正公平上一视同仁。

图表 11：7 月以来对稳基建表述



资料来源：太平洋研究院整理

图表 12：社保征收体制改革



资料来源：太平洋研究院整理

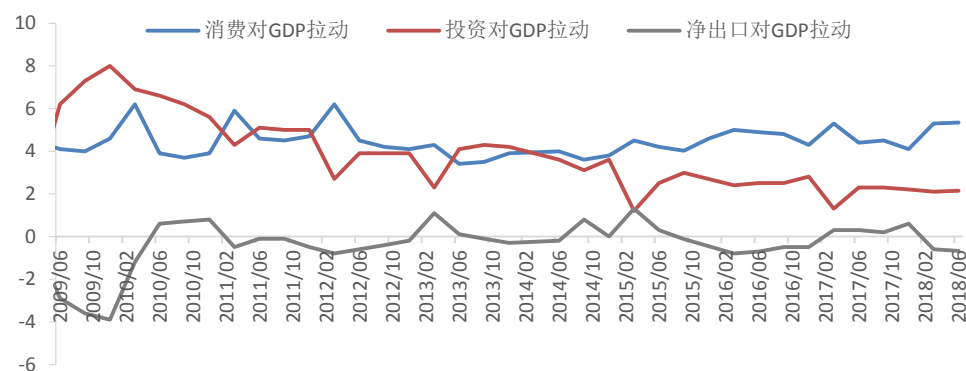
**《促进消费意见》发布，通过多种方式促进消费，刺激消费：**文件共有四大原则，分别为“坚持消费引领，倡导消费者优先”、“坚持市场主导，实现生产者平等”、“坚持审慎监管，推动新消费成长”、“坚持绿色发展，培育健康理

性消费文化”。文件中超预期提法在于“引导消费新模式加快孕育成长”以及“推动农村居民消费梯次升级”。政府的工作重心从“保证经济增长”转为“为提振消费服务”的职能转变再现。可以想见，消费在经济中的作用将更为突出，长期增长模式仍将以提振消费为第一要务，这有利于化解市场对于中国长期无法摆脱中等收入陷阱的担忧。

**七文件在中央全面深化改革委员会第四次会议通过显示国家改革决心：**上周中央全面深化改革委员会第四次会议通过七项文件，分别对“高质量发展”需要的相应指标体系及政策体系、建立更加有效的区域协调发展新机制、支持自由贸易试验区深化改革创新、完善系统重要性金融机构监管、加强疫苗研发技术升级和质量管理并解决疫苗药品违法成本低、处罚力度弱等问题、科学编制并有效实施国家发展规划、促进小农户和现代农业发展有机衔接提出要求，显示出国家改革意志及决心并未因内外部风险交织而动摇。

**改革社会保险费征收体制将按照不增加企业负担原则进行：**市场此前对于社会保险费征收体制改革（统一由税务部门征收）存在“变相加税”、“追缴企业历史社保欠账损害企业经营”等担忧。上周，国家税务总局、财政部、人力资源社会保障部、国家卫生健康委员会、国家医疗保障局以及国务院总理均指出“不得自行组织开展以前年度的欠费清查”，这使得企业利润表受损的概率大幅降低，有利于稳定市场预期。

图表 13：消费成为经济支柱



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



## 投資評級說明

### 1、行業評級

看好：我們預計未來 6 個月內，行業整體回報高於市場整體水平 5% 以上；  
中性：我們預計未來 6 個月內，行業整體回報介於市場整體水平 -5% 與 5% 之間；  
看淡：我們預計未來 6 個月內，行業整體回報低於市場整體水平 5% 以下。

### 2、公司評級

買入：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅在 15% 以上；  
增持：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅介於 5% 與 15% 之間；  
持有：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅介於 -5% 與 5% 之間；  
減持：我們預計未來 6 個月內，個股相對大盤漲幅介於 -5% 與 -15% 之間；

## 銷售團隊

職務	姓名	手機	郵箱
銷售負責人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京區域銷售總監	王均麗	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地區銷售總監助理	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地區銷售總監助理	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京地區銷售	袁進	15715268999	yanjin@tpyzq.com
北京地區銷售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地區銷售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海區域銷售副總監	陳輝彌	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地區銷售總監助理	洪綸	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海地區銷售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地區銷售	張夢瑩	17621077676	zhangmy@tpyzq.com
上海地區銷售	宋悅	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海地區銷售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地區銷售	楊海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地區銷售	黃小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
廣深地區銷售總監	張茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
廣深地區銷售副總監	楊帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
廣州地區銷售總監助理	查方龍	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地區銷售	張卓粵	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地區銷售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳地區銷售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地區銷售	陳婷婷	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。