

2020 年 05 月 10 日

十论“复苏牛”之一：高质量复苏

■投资要点：

自我们提出“复苏牛”以来，引起市场各界高度关注与广泛讨论，因此我们将针对不同视角的问题，分期汇报我们的思考，每期讨论一个小问题。例如，近期一个非常有代表性的问题是，投资者和我们讨论“复苏牛”下，如何看待新经济与旧经济板块关系。我们将在本期周报中予以汇报我们的观点。另外，近期和投资者交流，部分投资者倾向用“红五月”或者“两会预期”来定义当前行情，我们认为未来几个月，A股的核心不是精准把握小波动，而是要确保把握住“复苏牛”的大趋势。我们认为“两会”结束并不会是“复苏牛”的结束。

我们认为当前的这一轮复苏是新经济产业引领的复苏，我们将其定义为“高质量复苏”。由于当前中国经济结构的转型，以及国内政策导向的调整，使得这一轮与 2009 年的经济复苏不同，从“铁公基”到新基建，从“以房地产为支柱”到“房住不炒”，从“家电下乡”到发放消费券，从“四万亿”到“六稳六保”当前的复苏不是追求量的快速增长，而更在于质的有效提升。因此，我们认为“复苏牛”的机会不是结构性的，而是全局性的，但是也要看到，这一轮复苏，新经济产业整体供需格局更优，复苏速度更快。

我们预计 A 股仍将受益于流动性、盈利与风险偏好的持续边际改善，呈现震荡向上趋势，节后市场如因外部扰动出现回调，积极关注布局机会。未来的经济回升将使得各行业都呈现景气上行，结构机会将从必需消费扩散至科技、周期、可选消费与金融，结合回升弹性与中期产业空间，我们依然倾向将科技作为弹性进攻主线。近期行业重点关注：新能源汽车、电子、云计算、互联网、军工、通信、建材、建筑、券商等，主题重点关注自主可控、卫星互联网、湖北区域振兴等。

■风险提示：

1.海外疫情超预期，2.全球经济低预期，3.政策推进低预期等。

投资策略定期报告

证券研究报告

陈果

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517010001
chenguo@essence.com.cn
021-35082010

易斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100005
yibin@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 2020 vs 2009，更高质量的复苏.....	3
2. 复苏跟踪：海外复工尚未出现疫情扩散.....	8

图表目录

图 1：2009 年对外贸易依存度处于高位.....	4
图 2：2009 年信贷增速快速上升.....	4
图 3：2009 年实体部门杠杆率（12 个月滚动，%）快速上升.....	4
图 4：中国经济由投资驱动转向消费驱动（%）.....	4
图 5：2008 与 2018 年就业结构变化（万人）.....	6
图 6：当前高校毕业生就业压力更大（万人）.....	6
图 7：新经济行业工业增加值 3 月同比较 1-2 月明显改善（%）.....	7
图 8：GDP 主要分项当季同比增速（%）.....	7
图 9：中国与韩国出口增速近年来出现背离（%）.....	7
图 10：中美经贸关系是转型而非脱钩（%）.....	7
图 11：主要出口商品 2020 年 3 月和 4 月出口同比增速（%）.....	8
图 12：6 大发电集团日均耗煤量周度同比（%）.....	8
图 13：北上广深交通拥堵指数.....	8
图 14：社会钢材库存（万吨）.....	9
图 15：乘用车销量同比（%）.....	9
图 16：30 大中城市房地产销售面积同比.....	9
图 17：40 大中城市住宅用地成交面积（万平米）.....	9
图 18：各国工作指数变化（七天移动平均，%）.....	10
图 19：率先复工州新增新冠病例并未显著高于其他州（千人）.....	10
图 20：美国当周初次申请失业金人数（万人）.....	10
图 21：美国 ECRI 领先指标.....	10
图 22：美国 ICSC-高盛连锁店销售周同比（%）.....	11
图 23：美国抵押银行家协会市场综合指数.....	11
图 24：美国原油库存量（亿桶）.....	11
图 25：美国炼油厂开工率（%）.....	11
表 1：2008 年与当前政策比较.....	5
表 2：安信研究·月度金股组合.....	11

本周国内复苏势头延续，中美贸易关系趋于缓和提升风险偏好，成长板块引领 A 股“复苏牛”。上证综指，中小板指，创业板指涨跌幅分别为 1.23%，2.04%，2.70%。从行业指数来看，本周食品饮料（3.98%），通信（3.83%），计算机（3.82%），家用电器（3.67%），电子（3.60%）等行业表现较好，非银金融（0.04%），休闲服务（-0.09%），房地产（-0.20%），银行（-0.59%），交通运输（-1.01%）等行业表现靠后。

五一期间，很多投资者对节后市场走势表示忐忑，我们在 5 月 5 日报告《无惧扰动，把握“复苏牛”中期趋势》中明确提出，未来一个阶段，基本面趋势的核心关键词是“复苏”。伴随着全球经济停摆的结束，在史无前例的货币和财政政策支持下，我们预计全球经济将走向复苏，A 股有望迎来“复苏牛”。我们认为“复苏牛”的根基来自于三个超预期：全球政策协同超预期，经济修复超预期，国内改革超预期。

自我们提出“复苏牛”以来，引起市场各界高度关注与广泛讨论，因此我们将针对不同视角的问题，分期汇报我们的思考，每期讨论一个小问题。例如，近期一个非常有代表性的问题是，投资者和我们讨论“复苏牛”下，如何看待新经济与旧经济板块关系。我们将在本期周报中予以汇报我们的观点。另外，近期和投资者交流，部分投资者倾向用“红五月”或者“两会预期”来定义当前行情，我们认为未来几个月，A 股的核心不是精准把握小波动，而是要确保把握住“复苏牛”的大趋势。我们认为“两会”结束并不会是“复苏牛”的结束。

我们认为当前的这一轮复苏是新经济产业引领的复苏，我们将其定义为“高质量复苏”。由于当前中国经济结构的转型，以及国内政策导向的调整，使得这一轮与 2009 年的经济复苏不同，从“铁公基”到新基建，从“以房地产为支柱”到“房住不炒”，从“家电下乡”到发放消费券，从“四万亿”到“六稳六保”，当前的复苏不是追求量的快速增长，而更在于质的有效提升。因此，我们认为“复苏牛”的机会不是结构性的，而是全局性的，但是也要看到，这一轮复苏，新经济产业整体供需格局更优，复苏速度更快。

我们预计 A 股仍将受益于流动性、盈利与风险偏好的持续边际改善，呈现震荡向上趋势，节后市场如因外部扰动出现回调，积极关注布局机会。未来的经济回升将使得各行业都呈现景气上行，结构机会将从必需消费扩散至科技、周期、可选消费与金融，结合回升弹性与中期产业空间，我们依然倾向将科技作为弹性进攻主线。近期行业重点关注：新能源汽车、电子、云计算、互联网、军工、通信、建材、建筑、券商等，主题重点关注自主可控、卫星互联网、湖北区域振兴等。

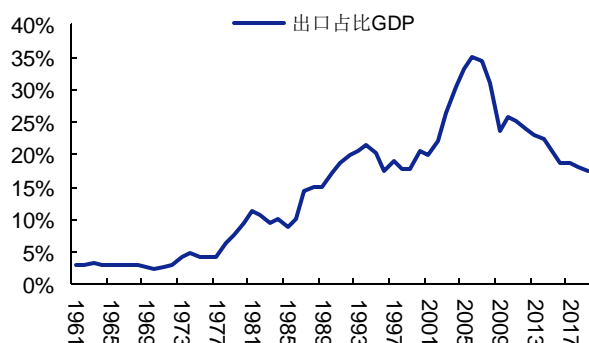
1. 2020 vs 2009，更高质量的复苏

2008 年，中国对于外需的依赖度较高，产业结构及对应就业结构中传统产业占比较高，在全球经济陷入衰退的背景下，必须依靠对传统产业较强的需求刺激才能实现经济的高速增长和充分就业。在这样的背景下，2008 年 10 月以来，中国政策力度空前，连续多次降息降准，国务院发布“四万亿”刺激计划，同时辅以房地产刺激和家电补贴等产业刺激政策，全面刺激经济。在这样的政策组合之下，经济短期得以快速恢复，但是带来的长期影响则是负债率快速上升，传统产业活力下降，经济内生动能衰退。

2020 年，中国经济的产业结构、就业结构以及政策导向都发生了巨大变化。由于当前中国经济结构的转型，以及国内政策导向的调整，使得这一轮与 2009 年的经济复苏不同，当前的复苏不是追求简单量的增长，而是在于经济质的提升。从“铁公基”到新基建，从“以房地产为支柱”到“房住不炒”，从“家电补贴”到消费券，从“四万亿”到“六稳六保”，产业结构、趋势及政策和 09 年发生了显著变化，新经济产业整体供需格局更优，复苏速度

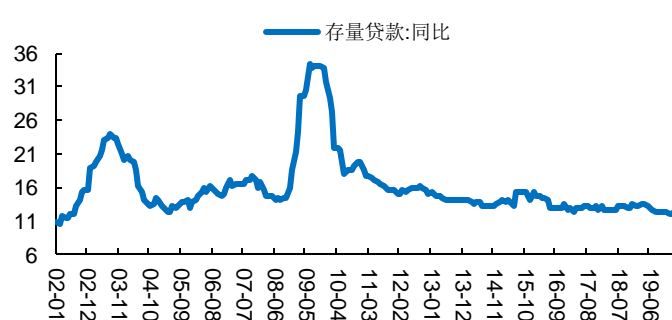
更快。

图 1：2009 年对外贸易依存度处于高位



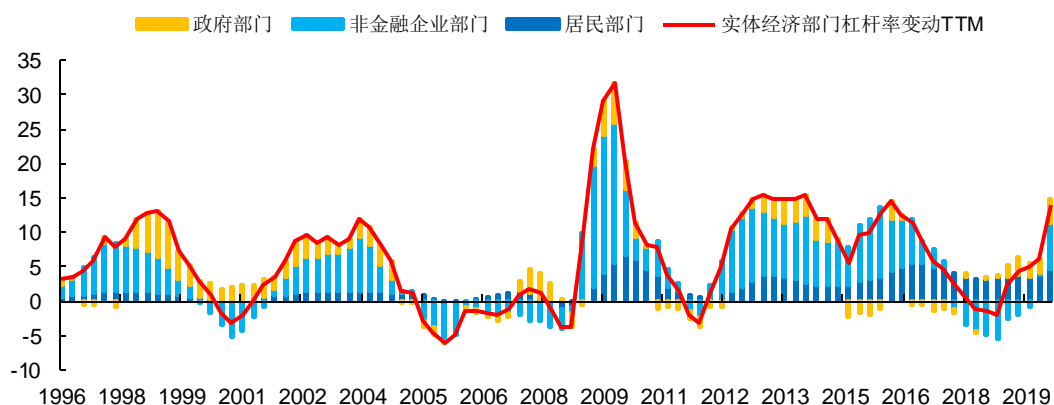
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2009 年信贷增速快速上升



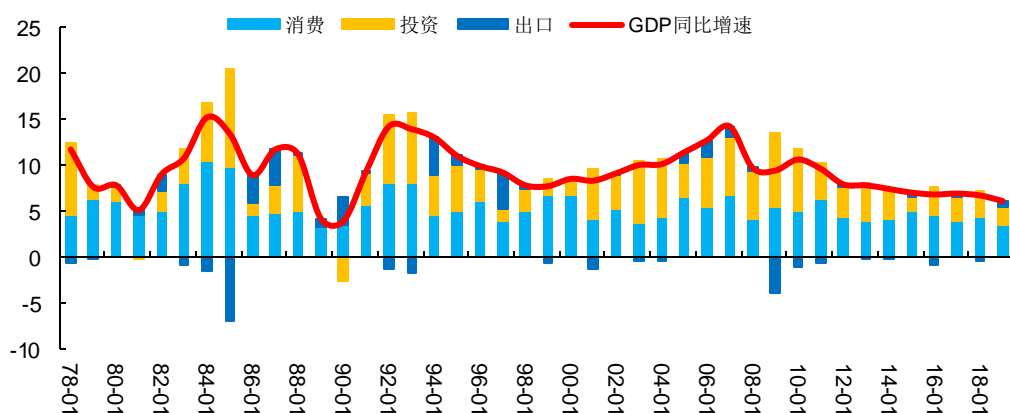
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2009 年实体部门杠杆率（12 个月滚动，%）快速上升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：中国经济由投资驱动转向消费驱动（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：2008 年与当前政策比较

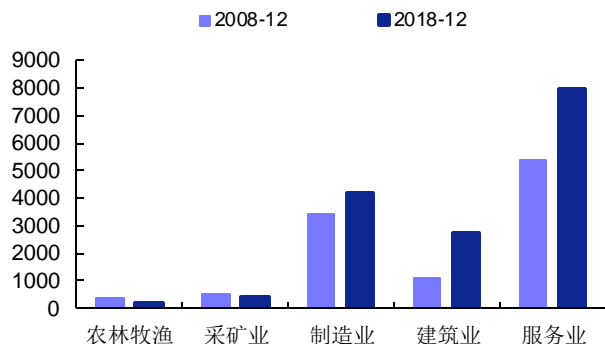
	2008 年	2020 年
货币 政策	<p>2008 年 9 月 15 日，中国人民银行宣布，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调 1 个百分点，汶川地震重灾区地方金融机构存款准备金率下调 2 个百分点。</p>	<p>2020 年 4 月 3 日，中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。</p> <p>2020 年 4 月 20 日，一年期 LPR 为 3.85%，较上一期下降 20 个基点；五年期以上 LPR 为 4.65%，较上一期下降 10 个基点。</p>
	<p>降息</p> <p>2008 年 10 月 8 日，中国人民银行宣布，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；从 2008 年 10 月 9 日起下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点。</p>	
	<p>2008 年 11 月 26 日，中国人民银行宣布，下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点。</p> <p>2008 年 12 月 22 日，中国人民银行宣布，下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点。</p> <p>2008 年 9 月 15 日，中国人民银行宣布下调一年期人民币贷款基准利率 0.27 个百分点</p>	
财政 政策	<p>降准</p> <p>2008 年 11 月 26 日，中国人民银行宣布，从 2008 年 12 月 5 日起，下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点。</p> <p>2008 年 12 月 22 日，中国人民银行宣布，从 2008 年 12 月 25 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。</p>	<p>2020 年 4 月 3 日，中国人民银行宣布对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点</p>
	<p>2009 年 3 月 5 日，政府工作报告宣布 2009 年全国财政赤字拟安排合计为 9500 亿元，占国内生产总值比重 3% 以内，为当时最高赤字规模。</p>	<p>2020 年 3 月 27 日，中央政治局会议明确，将适当提高财政赤字率，发行特别国债。</p>
产业 政策	<p>基建</p> <p>中国政府于 2008 年 11 月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施。实施这十大措施，到 2010 年底约需投资 4 万亿元。4 万亿元投资的重点投向和资金测算：廉租住房、棚户区改造等保障性住房约 4000 亿元；农村水电路气房等民生工程和基础设施约 3700 亿元；铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造约 15000 亿元；医疗卫生、教育、文化等社会事业发展约 1500 亿元；节能减排和生态工程约 2100 亿元；自主创新和结构调整约 3700 亿元；灾后恢复重建约 10000 亿元。</p>	<p>今年以来，中央对于新基建的部署逐步深入，对新基建的重视程度显著提升，形成了中央号召、地方政府跟进的格局。此次新基建包含 7 大领域：特高压；新能源汽车充电桩；5G 基站建设；大数据中心；人工智能；工业互联网；城际高速铁路和城际轨道交通。短短 4 个月，“新基建”已超十次被会议或相关政策提及。</p>
	<p>房地产</p> <p>2008 年 10 月 22 日，经国务院同意，财政部、国家税务总局 22 日宣布，决定对个人住房交易环节的税收政策作出调整，降低住房交易税费。</p>	<p>2020 年 4 月 17 日中共中央政治局召开会议，此次会议再次提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。</p>
	<p>消费</p> <p>2008 年 10 月党的十七届三中全会通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，强调要巩固和完善“强农惠农”政策，拉动农村消费需求，促进经济科学发展。有关部门采取财政补贴政策，加大对农村市场扶持，推广“家电下乡”以及“汽车下乡”、“农机补贴”等一系列惠农强农政策，是拉动农村消费需求、推动农村消费升级、改善农民生活环境的重要举措，将加快推进“新农村”建设，对未来农村发展形成长远影响。为加快落实中央惠农政策，2008 年 11 月 28 日，财政部、商务部、工业和信息化部印发了《关于全国推广家电下乡工作的通知》。通知明确提出从 2009 年 2 月 1 日起，家电下乡在原来 14 个试点省市的基础上，开始向全国推广。</p>	<p>截至 5 月 8 日，商务部据初步统计，在疫情发生以来，有 28 个省市、170 多个地市统筹地方政府和社会资金，累计发放消费券达到 190 多亿元。一是拉动消费增长，二是保障和改善民生。三是帮扶了疫情影响严重的行业发展。</p>
民生 政策	<p>五缓四减三补贴。允许困难企业在一定期限内缓缴养老、失业、医疗、工伤、生育保险五项社会保险费；阶段性降低城镇职工基本医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险等四项社会保险费率；使用失业保险基金向困难企业支付社会保险补贴或岗位补贴，使用就业专项资金支持困难企业开展职工在岗培训。为保持积极就业政策的连续性和稳定性，这些政策的执行期均延长到 2010 年底。</p>	<p>2018 年中共中央政治局 7 月 31 日召开会议，分析研究经济形势，部署下半年经济工作。会议要求要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期的“六稳”工作。2020 年 4 月 17 日，中共中央政治局召开会议，在重申“六稳”的同时，政治局首次提出“六保”——保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。</p>

资料来源：人民网，人行网站，安信证券研究中心

另外一方面，从劳动力市场的供需结构变化来看，也要求未来经济走高质量发展之路。一方面，当前我国已经完成农业人口向工业化转移的过程，伴随着制造业和建筑业等传统行业的劳动力吸纳能力趋弱，未来由工业化向服务业转型是我国就业结构升级的必经之路。另

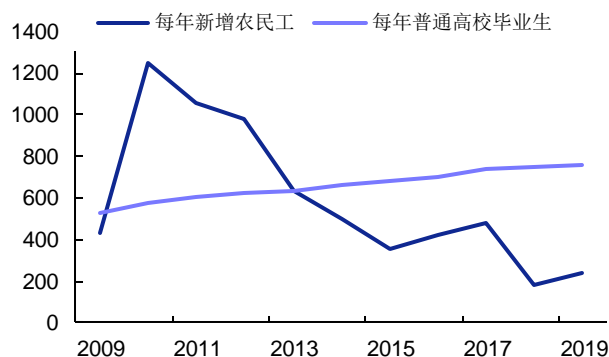
外一方面，当前劳动力供给结构也与十年前发生了巨大的变化，更多高质量人才进入劳动力市场，也需要促进以第三产业为代表的新经济发展，才能更有效缓解当前的社会就业压力。

图 5：2008 与 2018 年就业结构变化（万人）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：当前高校毕业生就业压力更大（万人）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

一系列数据显示中国新经济产业复苏速度更快，这也显示其产业整体供需格局更优。

从内需数据看，中国高新技术产业生产活动较快恢复。据统计局数据，3 月份高技术产业增加值增长 8.9%，比 1-2 月份大幅回升了 20 多个百分点；3D 打印设备、单晶硅、多晶硅和智能手表等，继续保持较快增长。一季度，信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增长 13.2%，实物商品网上零售额同比增长 5.9%。

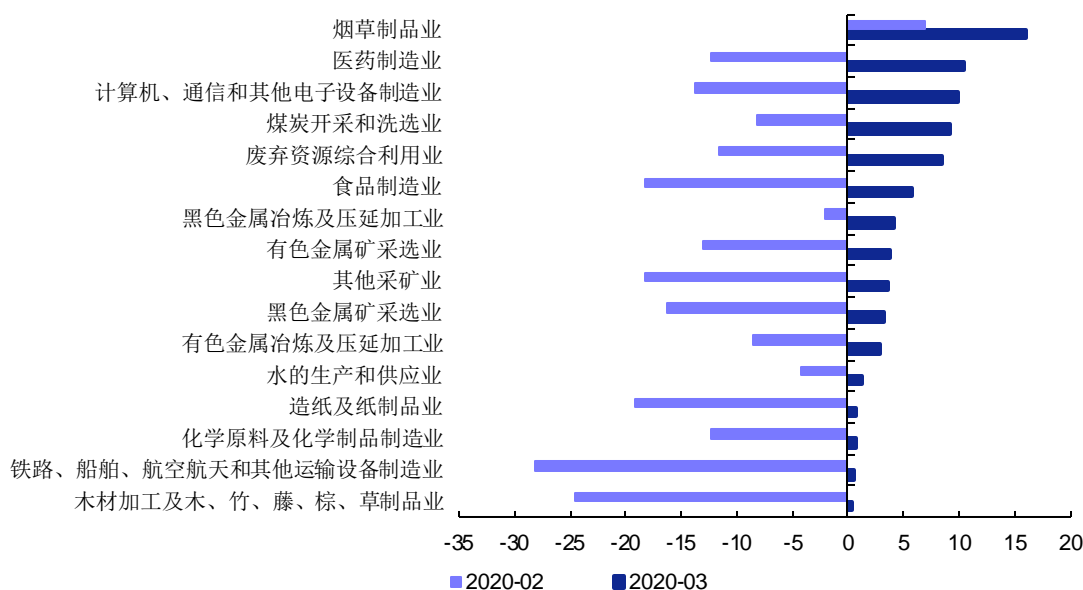
从出口数据超预期，也显示中国率先复工优势和产业竞争力的进步。4 月出口数据超市市场预期，和流行认知不同的是，我们认为，这并非是仅仅来自订单积压赶制，也体现了中国复工进程较快，部分受影响较小的行业生产恢复更快。而从结构上，需要注意到 4 月出口超预期不仅仅是源自防疫相关物资出口，计算机硬件、集成电路等出口也体现强劲增长。

从中韩出口增速比较来看，可以看到自 2019 年以来两者开始由以往的同步转向此消彼长，我们认为这显示中韩之间在电子等产业链已经逐步由上下游关系转向竞争关系。

另外一方面，对于中美之间贸易超额的缩窄，我们认有相当一部分因素是中美经贸关系的转型而非脱钩。中美贸易差额的缩窄确实一方面来自于对美出口的减少，但是另外一方面也要看到中国自美进口自 2019 年以来逐步回升。中美之间的贸易联系依然紧密，只不过由原来的生产-消费的单向联系转型为了更加平衡的双向贸易关系。

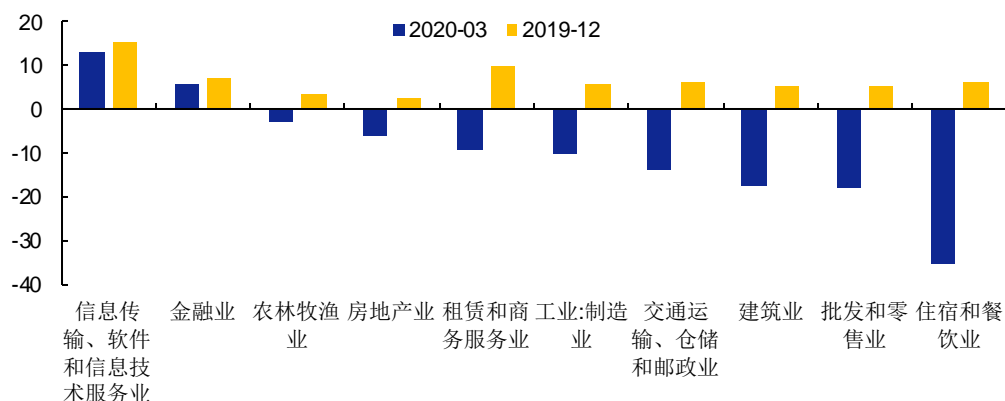
而在政策更加重视高质量发展，政策支持方向更倾向支持中期投资回报率及发展空间更优的新经济板块的背景下，我们认为当前的这一轮复苏是新经济产业引领的复苏，我们将其定义为“高质量复苏”，这也是我们今年在投资 A 股市场时需要明确的重点特征。

图 7：新经济行业工业增加值 3 月同比较 1-2 月明显改善（%）



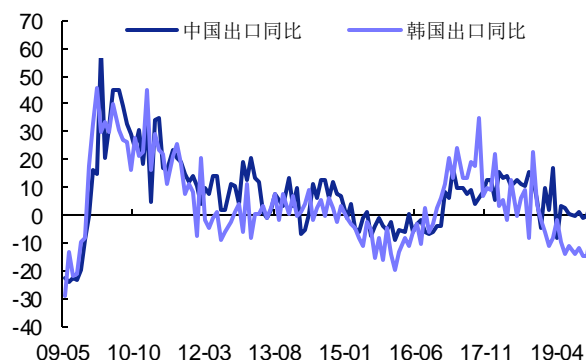
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：GDP 主要分项当季同比增速（%）



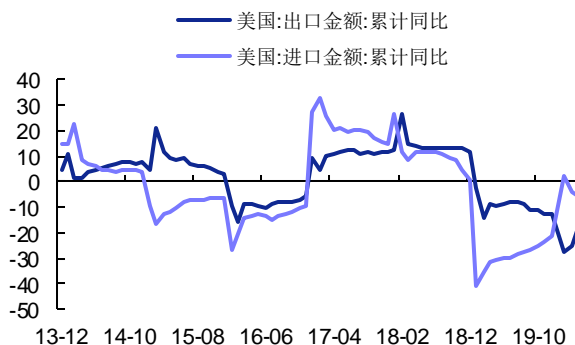
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：中国与韩国出口增速近年来出现背离（%）



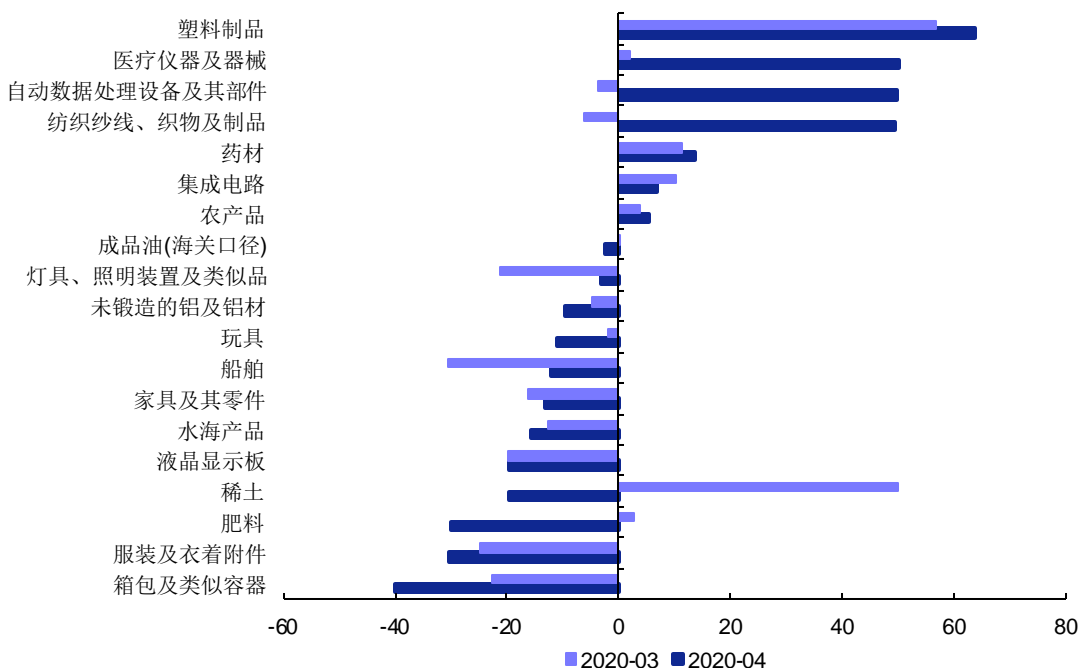
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：中美经贸关系是转型而非脱钩（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：主要出口商品 2020 年 3 月和 4 月出口同比增速 (%)

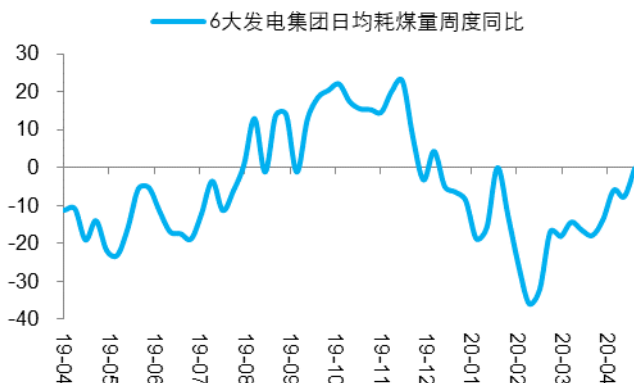


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 复苏跟踪：海外复工尚未出现疫情扩散

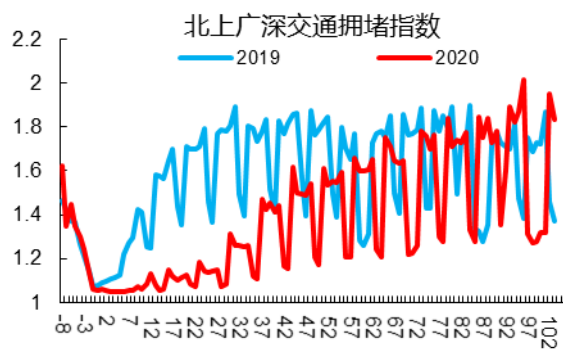
中国经济数据显示复苏处于进行时。五一长假期间，终端需求恢复加快，房地产销售同比降幅缩窄，乘用车销售同比由负转正，一线城市经济活动情况超过去年同期，各项刺激消费政策效力逐步显现。生产端稳步恢复，六大电厂耗煤量已接近去年同期水平，社会钢材库存去化速度快于去年同期，但地产拿地数据持续下滑，反映未来地产链经济活动趋弱。另外值得关注的是，4 月全国企业注册数首破 80 万户，创历史记录。据证券时报报道，2 月至 4 月，全国单月新注册企业数量分别为 13.9 万户、67.86 万户和 83.03 万户。企业注册数量也从“寒冬”踏进“盛夏”。今年 2 月新增的 13.9 万户刷新了 2014 年 2 月以来的新低，今年 4 月则是历史首次单月突破 80 万户大关。

图 12：6 大发电集团日均耗煤量周度同比 (%)



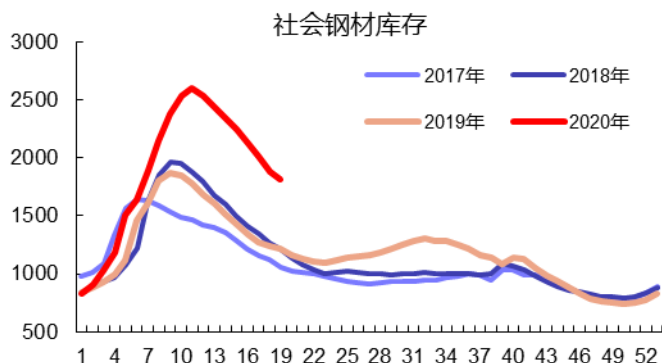
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：北上广深交通拥堵指数



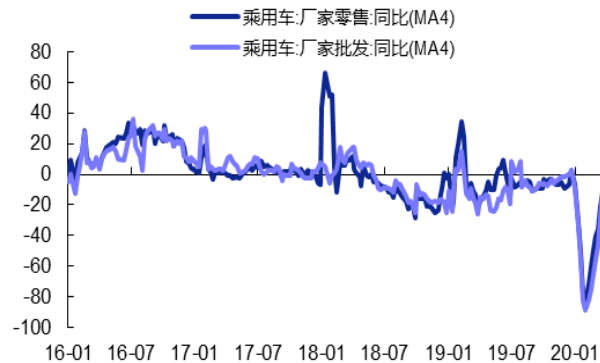
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14: 社会钢材库存 (万吨)



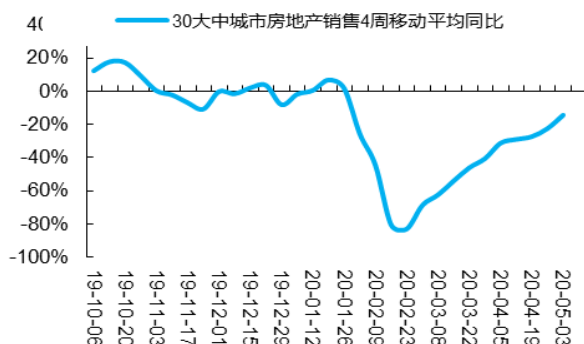
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 乘用车销量同比 (%)



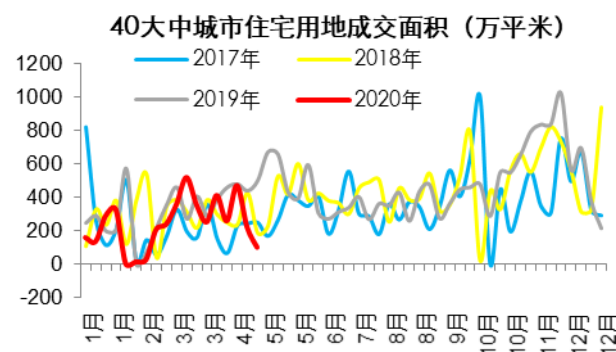
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 30 大中城市房地产销售面积同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 40 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米)



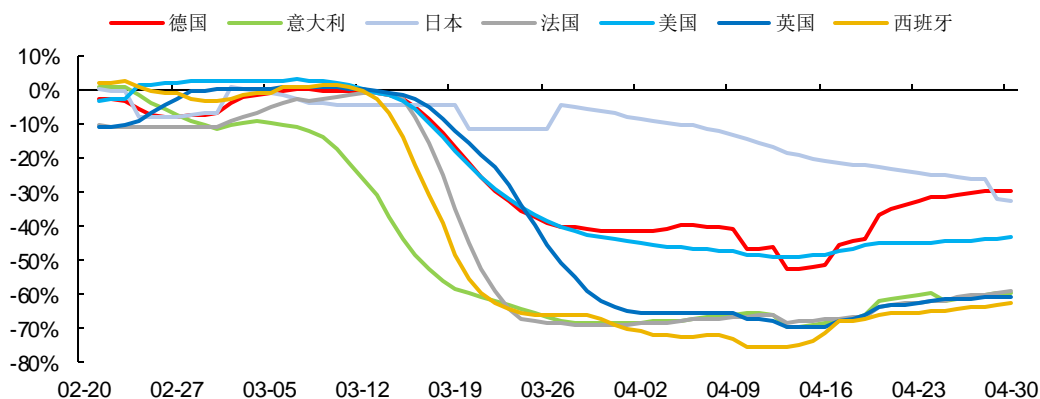
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

海外复工尚未出现疫情扩散。德国、法国、意大利、美国和西班牙复工进度稳步推进，而从美国复工情况来看，率先复工州的疫情保持平稳，在这样的环境下未来美国复工节奏有望进一步加快。

美国高频数据持续改善。具有前瞻性的美国经济周期研究所 ECRI 领先指标为 118.08，较前周上升 3.3 个百分点，显示美国经济预期改善。从劳动力市场来看，首次申领失业金人数连续五周回落，当前已降至 317 万人。从消费需求来看，ICSC-高盛连锁店销售同比增速 -19.4%，较前周降幅缩窄 1.0 个百分点。从房地产市场来看，本周美国 MBA 市场综合指数 744.2，与前周的 743.4 基本持平，反映美国房地产抵押活动趋稳。从能源需求看，本周美国原油库存变动 459 万桶，前值增加 899.1 万桶，较前周增幅缩窄。从能源生产来看，本周美国炼油厂开工率 70.5%，较前周的 69.6% 小幅上升 0.9 个百分点。

美国非农数据好于市场预期。美国 4 月非农就业人数减少 2050 万，预期减少 2200 万，前值减少 87 万；失业率 14.7%，预期 16%，前值 4.4%。虽然 4 月新增非农就业创下历史最大跌幅，但其跌幅好于市场预期。而从周度首次申领失业金人数数据来看，失业数据已经见顶。

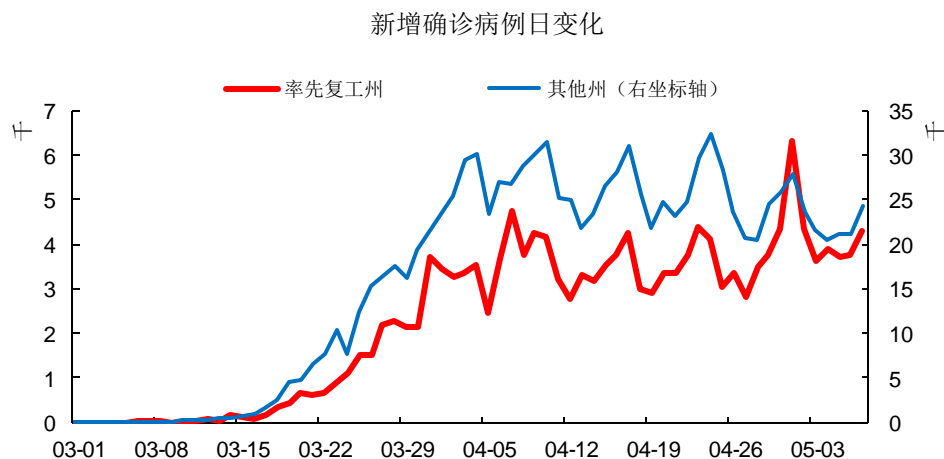
图 18: 各国工作指数变化 (七天移动平均, %)



资料来源: Google, 安信证券研究中心

注: 工作指数变化指各国/地区向工作地点移动频率的强度变化, 与正常时期相比较。

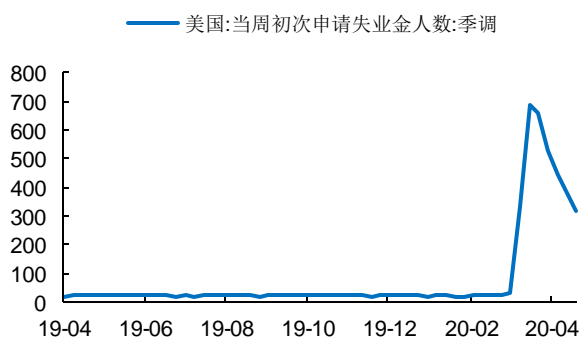
图 19: 率先复工州新增新冠病例并未显著高于其他州 (千人)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

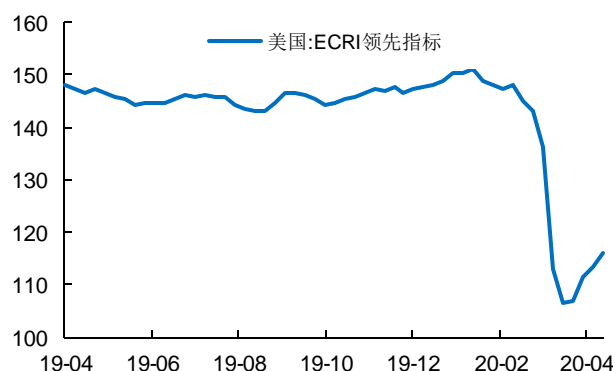
注: 复工时间基于餐厅重新营业时间; 率先复工州包括佛罗里达州、佐治亚州、堪萨斯州、肯塔基州、内布拉斯加州、俄克拉荷马州、南卡罗来纳州、田纳西州、德克萨斯州、犹他州。

图 20: 美国当周初次申请失业金人数 (万人)



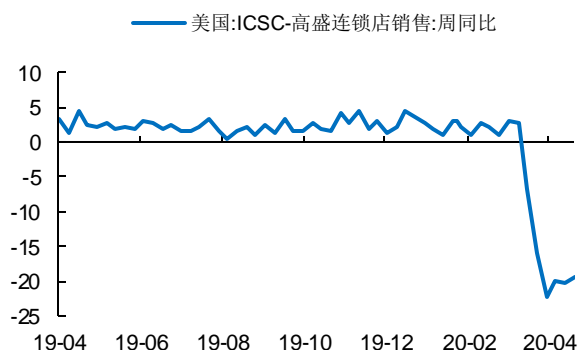
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 美国 ECRI 领先指标



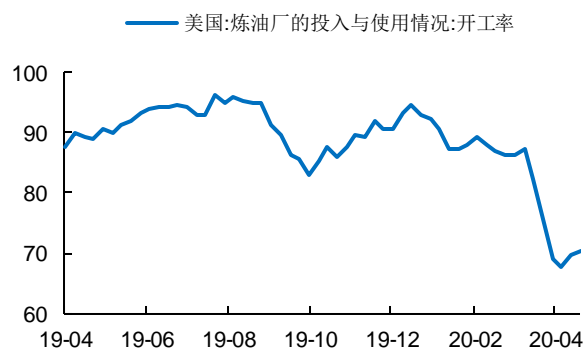
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 美国 ICSC-高盛连锁店销售周同比 (%)



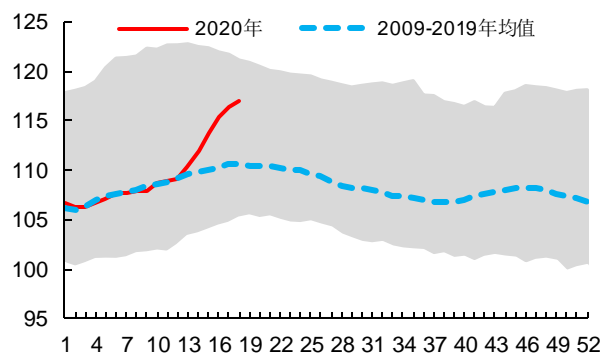
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 美国抵押银行家协会市场综合指数



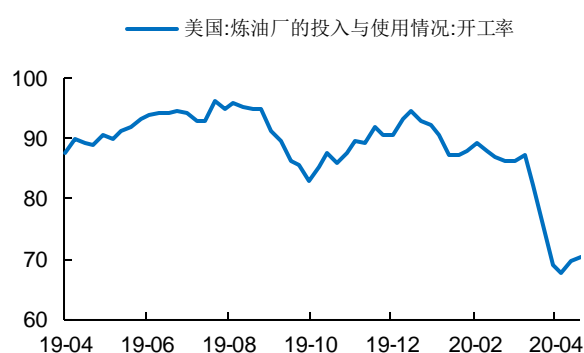
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 美国原油库存量 (亿桶)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 美国炼油厂开工率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 安信研究·月度金股组合

行业	公司	代码	2019EPS	盈利预测			收盘价	PE(TTM)	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
				2020EPS	2021EPS	2022EPS				
计算机	创业慧康	300451.SZ	0.42	0.53	0.69	0.86	15.61	55.9	173	130
军工	航天发展	000547.SZ	0.42	0.58	0.73	0.87	15.36	35.5	247	185
通信	星网锐捷	002396.SZ	1.05	1.29	1.63	1.97	37.47	38.8	219	210
电子	生益科技	600183.SH	0.64	0.76	1.01	1.23	32.46	48.0	739	739
电新	通威股份	600438.SH	0.61	0.69	0.89	1.20	15.11	26.0	648	648
机械	中微公司	688012.SH	0.35	0.53	0.75	1.02	168.06	447.3	899	86
建材	华新水泥	600801.SH	3.02	3.16	3.32	3.57	26.55	9.8	451	362
食品饮料	青岛啤酒	600600.SH	1.37	1.39	1.92	2.28	52.75	45.1	649	367
家电	海容冷链	603187.SH	1.38	1.59	1.99	2.49	27.34	19.9	43	32
社服	宋城演艺	300144.SZ	0.92	0.45	1.14	1.33	29.83	42.5	433	355

资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 数据日期: 4 月 30 日

风险提示: 1.海外疫情超预期, 2.全球经济低预期, 3.政策推进低预期等。

■ 分析师声明

陈果、易斌声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034