

新一轮资产泡沫正在酝酿

2009 年二季度投资策略

报告关键点：

- 经济总量缓慢扩张的信号正逐渐变得清晰
- 企业部门存款活期化趋势将在2Q2009得到确认
- 新一轮资产泡沫正在生成

报告摘要：

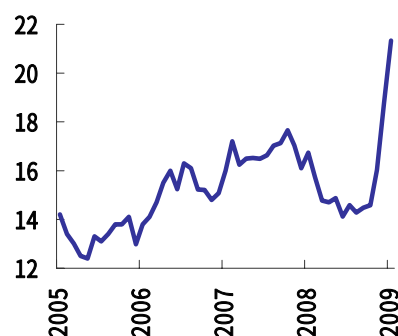
- 国内企业的去库存化开始伴随着产量的上升，显示供给方根据需求的变化主动对产品进行了调整，而不再是单纯依靠产量压缩来应对需求萎缩，经济总量缓慢扩张的信号正逐渐变得清晰。
- 我们对内需的判断是：即使没有开始扩张，也已经停止收缩。预期外部需求伴随着库存去化的持续，对国内经济的向下牵制力将逐步减弱，并最终与内需形成合力。
- 我们判断扩张性宏观刺激政策具有可持续性，中国经济将进入货币过剩、财政刺激、低物价、低利率长期共存的局面，结合产能过剩带来企业扩张意愿的下降，将为资产泡沫的滋生提供最合适的土壤。
- 根据中、美资产泡沫案例研究，资产泡沫的酝酿并不需要等到二次去库存的全面完成，其确切启动时间应该是经济总量开始扩张的确认和货币活期化趋势的形成，这也是我们需要对前期判断进行修正的地方。
- 随着库存去化的持续发展，企业所面临的现金流压力大为减轻，我们判断企业部门将紧随住户部门在2Q2009确认存款活期化趋势。虽然市场短期仍存在IPO增大供给、相对估值较高及海内外资产价差等负面因素，但已不能阻挡资产价格全面泡沫化的趋势。
- 我们预期在未来一年的时间里，中国股票市场将生成一个混合型泡沫：初期表现为估值的推升，中后期表现为估值和盈利双重推升。在此背景下，建议主要配置受益于总量扩张的低估值行业(银行、保险、地产)，以及高β的供应瓶颈行业(煤炭、有色)。
- 我们上述推论的主要风险来自于出口部门始终处于低迷的状况(很可能来自国外市场资产负债表的修复低于预期)。如果出现这种情形，预期政府将进一步加大宏观刺激力度，资本市场会出现一个脉冲式泡沫。届时，与实体经济联系密切的行业表现将相对落后，建议重点配置证券、基建及各类题材股。

报告日期 2009-04-07

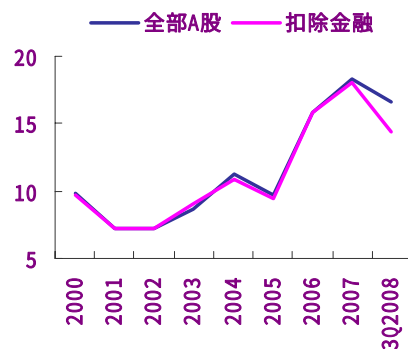
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	20.00	41.41
上证综指	16.82	32.90
上证 50	21.02	36.67
上证 180	21.35	41.15
深成指	20.13	42.54
深综指	18.88	44.78

信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

程定华 021-68766193	首席策略分析师 chengdh@essences.com.cn
张治 021-68766135	高级策略分析师 zhangzhi@essences.com.cn
诸海滨 021-68766170	策略分析师 zhuhb@essences.com.cn
范妍 021-68765053	助理策略分析师 fanyan@essences.com.cn

前期研究成果

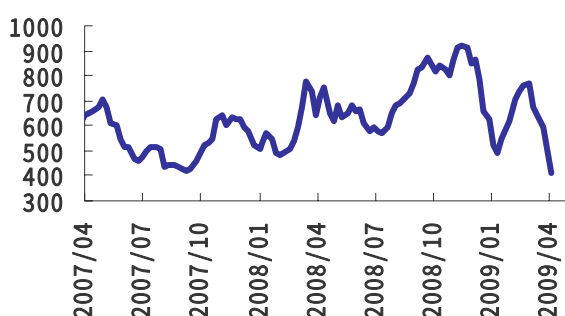
- 《二次去库存化》2009 年 3 月 9 日
- 《大胆假设小心求证》2009 年 2 月 4 日
- 《寒凝大地发春华》2008 年 12 月 8 日
- 《买入时机已经来临》2008 年 11 月 3 日

在 2009 年 3 月 9 日的策略报告《下一个支点：二次去库存化》中，我们指出，在流动性充裕的背景下，二次去库存化在一个高产量水平上完成是 A 股市场估值加速的先决条件。最新数据显示，伴随着经济总量的缓慢扩张，国内企业库存去化的进程相当顺畅，再结合近期国际市场形势的积极变化，我们判断新一轮资产泡沫正在酝酿。

1. 去库存伴随经济总量扩张

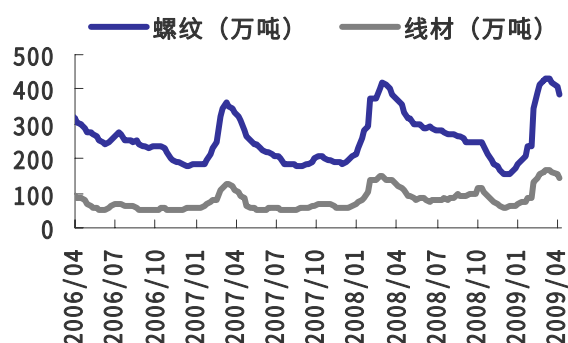
如图 1-4，支持国内经济的支柱产业，尤其是偏内需的行业，库存去化过程都比较顺畅。更重要的是，从行业分析师的反馈和经济指标的表现看，各行业的产销量开始逐渐企稳，甚至回升。

图 1 秦皇岛煤炭库存 (万吨)



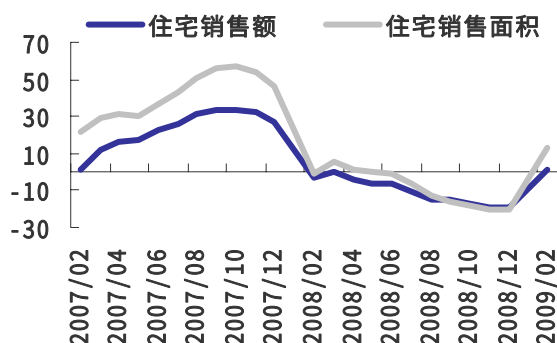
数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

图 2 全国主要市场钢材库存



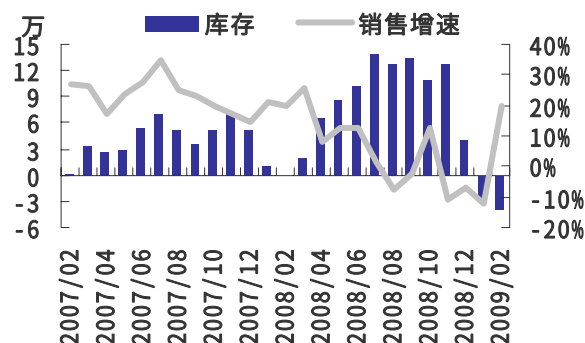
数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

图 3 全国住宅销售额及销售面积增速 (%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

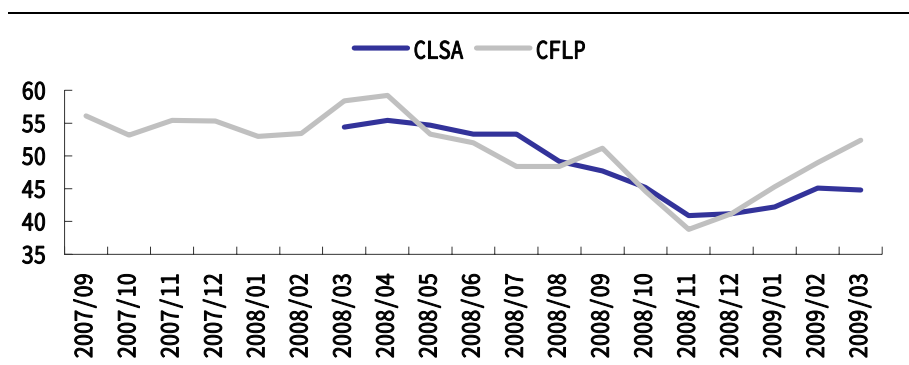
图 4 轿车库存及销售增速 (万辆, %)



数据来源：中汽联，安信证券研究中心

虽然里昂证券和采购物流协会最新发布的 3 月份 PMI 指标出现一定程度的分歧(图 5)，但应该是源自样本选取方面的差异，也充分体现了目前中国经济内需好于外需、内地优于沿海、大中型企业强于中小企业的现状和结构性差异。

图 5 中国 PMI 指数



数据来源：里昂证券，中国采购与物流协会，安信证券研究中心

而且，如果我们检查分项指标会发现(表 1、2)，加总指标的背离主要体现在与价格相关的分项指标上，而几乎所有与量相关的指标，两者在方向上均是一致的。因此，我们推测国内企业的去库存化开始伴随着产量的上升，经济总量缓慢扩张的信号正逐渐变得清晰。

表 1、CFLP 中国 PMI 分项数据

	New Order	Production	Employment	Supplier Delivery	Raw Material Inventory	New Export Order	Purchases	Finished Goods Inventory	Buy Up Price	Imports	Overstock Order
Oct-08	41.7	44.3	47.0	50.8	42.6	41.4	42.4	51.4	32.3	39.4	40.7
Nov-08	32.2	35.5	44.3	50.7	39.5	29.0	34.2	50.8	26.6	32.2	36.0
Dec-08	37.3	39.4	43.3	50.4	40.6	30.7	36.2	44.7	32.7	33.3	35.8
Jan-09	45.0	45.5	43.0	50.6	43.9	33.7	44.3	43.5	41.5	39.9	39.2
Feb-09	50.4	51.2	46.1	51.3	45.6	43.4	49.5	47.7	46.5	41.8	44.2
Mar-09	54.6	56.9	48.6	51.3	47.5	47.5	54.0	46.7	48.3	48.8	48.8

数据来源：中国采购与物流协会，安信证券研究中心

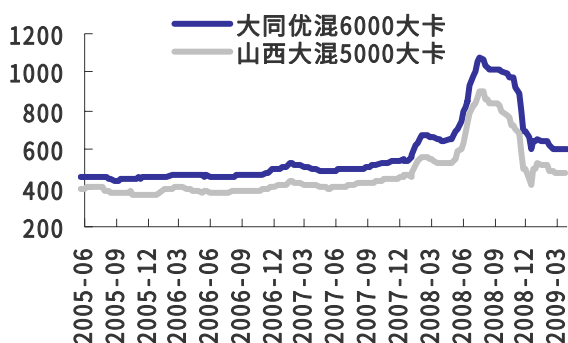
表 2、CLSA 中国 PMI 分项数据

	Output	New Orders	Export Orders	Quantity of Purchases	Input Prices	Delivery Times	Stocks of Purchases	Stocks of Finished Goods	Employ	Backlogs	Output Prices	Export Prices
Oct-08	43.4	43.8	44.3	42.8	35.9	51.2	42.8	49.3	48.2	49.4	39.9	48.0
Nov-08	39.2	36.1	28.2	37.3	17.3	53.9	42.1	50.2	46.0	44.2	32.2	37.6
Dec-08	38.6	37.0	33.6	37.1	21.2	52.0	41.6	48.5	45.2	42.7	33.3	38.7
Jan-09	39.7	39.9	36.3	36.8	31.8	51.7	40.2	44.7	45.0	46.9	42.8	42.3
Feb-09	43.9	44.2	39.5	40.3	43.7	51.6	42.8	45.3	46.6	49.5	45.6	44.6
Mar-09	44.3	43.6	41.4	43.2	36.2	53.8	43.2	47.2	47.1	49.4	41.3	42.1

数据来源：里昂证券，安信证券研究中心

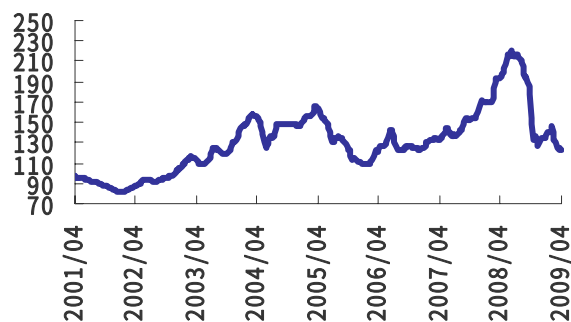
当然，我们必须看到，国内放量去库存的同时还伴随着价格的下降(图 6-9)，这一信息的负面影响是它将继续对企业盈利带来压力，但更为积极的一面是显示供给方根据需求的变化主动对产品进行了调整，而不再是单纯依靠压缩供给来应对需求的萎缩，从经济总量的角度看，供给扩张已经抵销了需求的收缩。

图 6 秦皇岛煤炭平仓价 (元/吨)



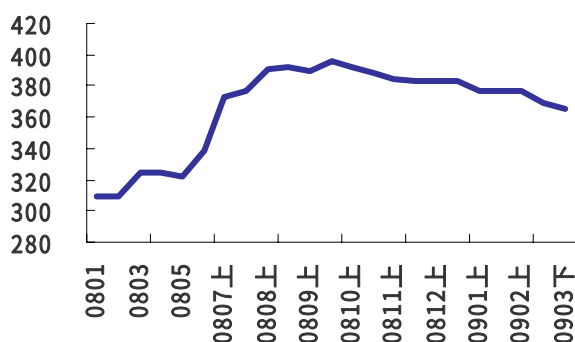
数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

图 7 MyspiC 综合钢价指数



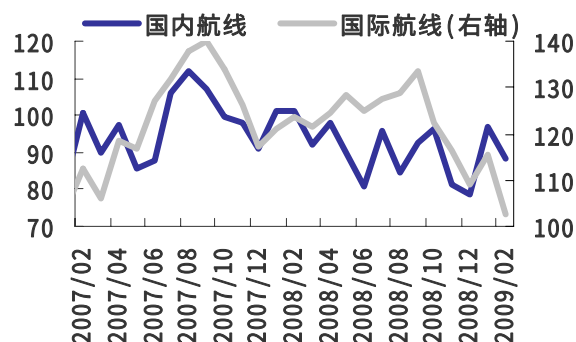
数据来源：MYSTEEL，安信证券研究中心

图 8 全国 42.5PO 水泥平均价格(元/吨)



数据来源：数字水泥，安信证券研究中心

图 9 综合航空票价指数



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

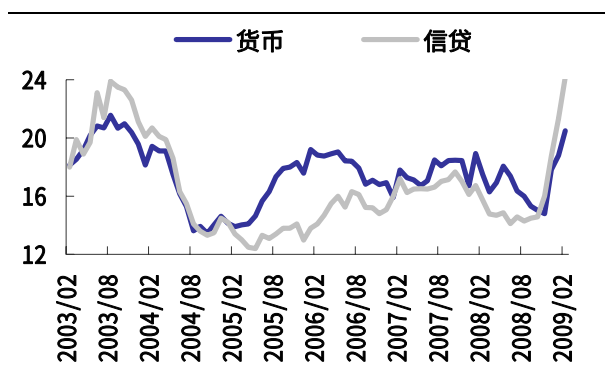
毫无疑问，需求到目前为止仍然是比较脆弱的，尤其是外部需求，不过我们对内需的判断是：即使没有开始扩张，也已经停止收缩。除了国家财政刺激的影响外，扩张性的货币政策对居民户的风险偏好和资产配置行为已经产生了相当积极的影响(参见《静待时机的成熟》，2009年3月31日)。

2. 资产负债表的修复

对于需求变化的可持续性，相信投资者仍然存在着怀疑和分歧。我们认为，扩张性宏观刺激政策能否带来需求的持续恢复，取决于经济主体资产负债表的健康状况及其修复速度。基于国内经济主体相对健康的资产负债表，以及国外经济主体资产负债表的积极修复，我们对此持乐观态度。

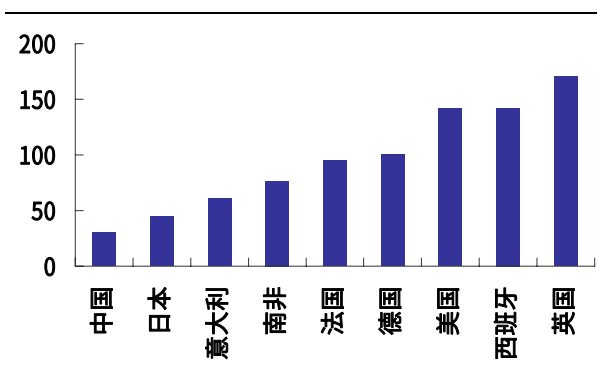
如图 10-13 所示，从金融部门、住户部门到企业部门，国内经济体的资产负债都是比较健康的，这也是为什么内需优于外需在需求方面的主要原因。

图 10 货币与信贷增速



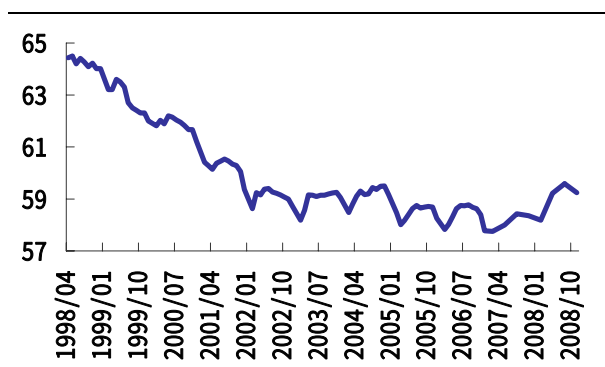
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 11 各国居民负债占可支配收入比例(%)



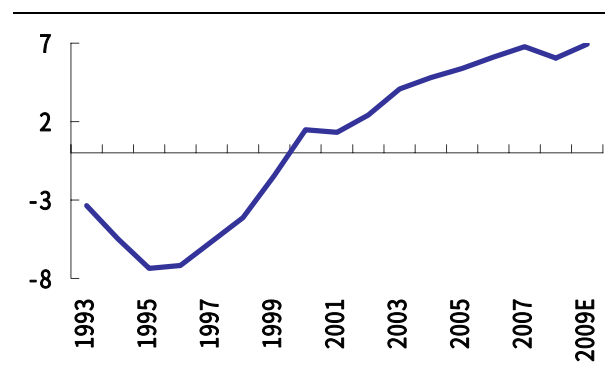
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 12 工业企业资产负债率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

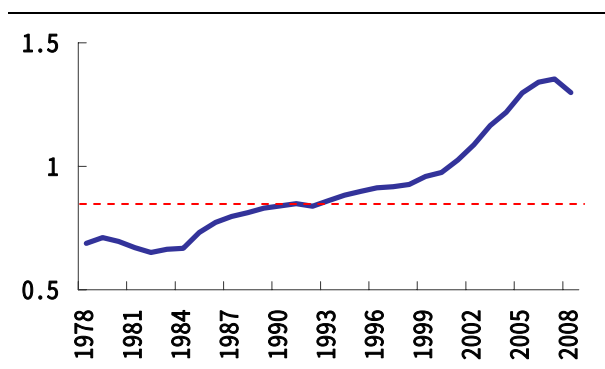
图 13 工业企业 ROE-贷款利率(%)



数据来源：CEIC，Wind，安信证券研究中心

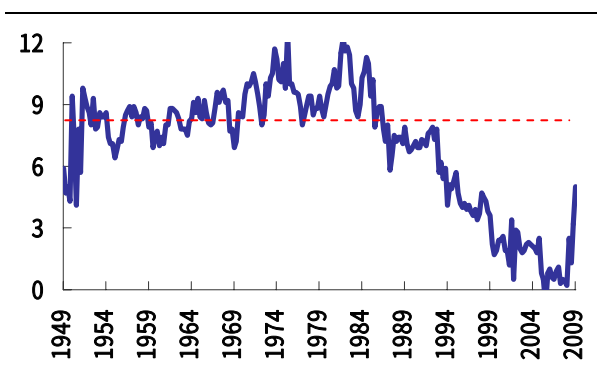
当然，需求的持续恢复以及经济最终摆脱通缩，还需要海外市场的配合。以美国为例，我们看到，无论金融部门还是非金融部门，经济体的资产负债表都严重受损(图 14-17)，并导致经济活动的逆向收缩(图 18)。

图 14 美国居民债务/可支配收入(%)



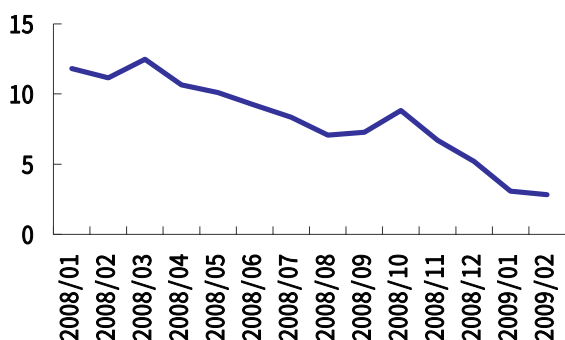
数据来源：美联储，安信证券研究中心

图 15 美国私人储蓄率(%)



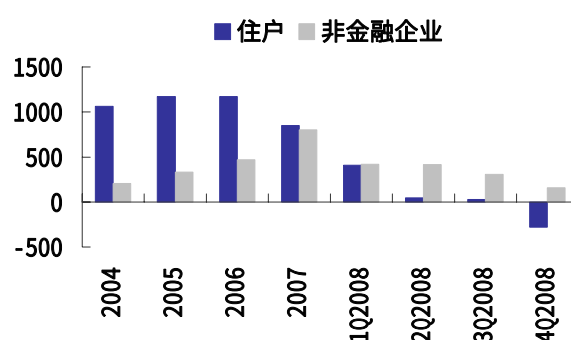
数据来源：BEA，安信证券研究中心

图 16 美国信贷同比增速(%)



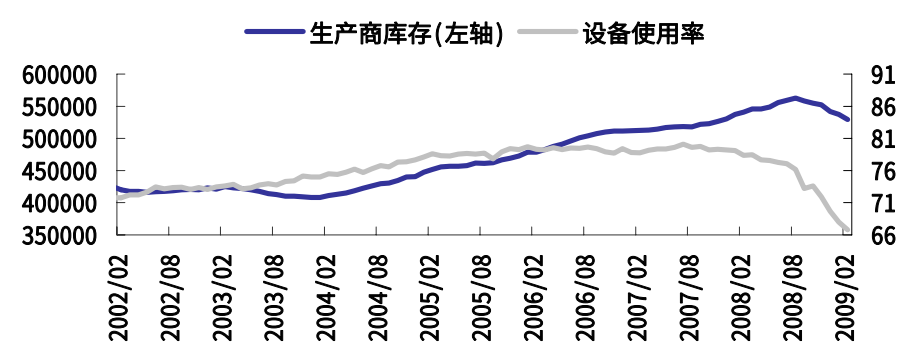
数据来源：美联储，安信证券研究中心

图 17 美国私人与非金融企业信贷净增长(十亿\$)



数据来源：美联储，安信证券研究中心

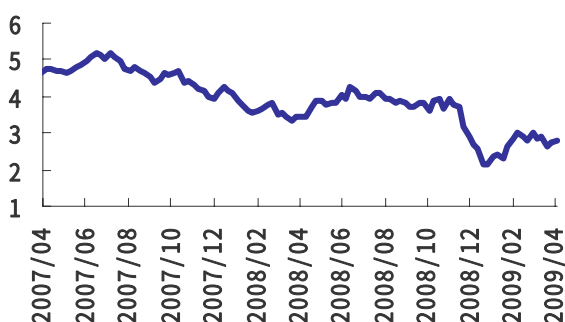
图 18 美国生产商库存与产能利用率(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

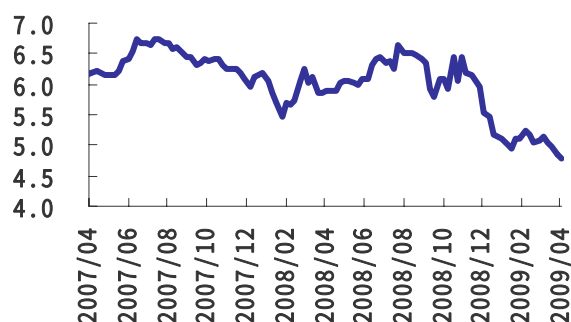
好在经济收缩与资产负债表修复是一个硬币的两面，我们判断虽然海外市场资产负债表的修复还需要时间(比如 2 个季度)，但结合极度宽松货币政策下长债收益率的稳定(图 19)和抵押贷款利率的下降(图 20)，预期随着库存去化的持续，其对国内经济的向下牵制力将逐步减弱，并最终与国内经济形成合力共振(参见《二次去库存化：合力与阻力》，2009 年 3 月 16 日)。

图 19 美国 10 年期国债收益率(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 20 美国住房抵押贷款利率(%)



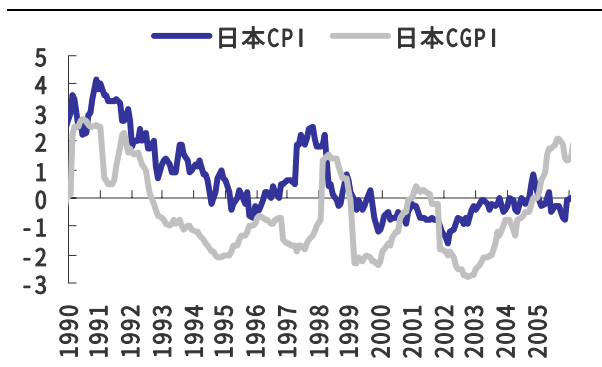
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

3. 滋生泡沫的温床

显然，随着经济总量开始扩张，盈利增速虽然还处在负增长区域，但对 A 股市场的负面牵制呈弱化趋势，而在产能过剩、价格水平低位徘徊的背景下，宽松的宏观刺激政策不会发生方向性改变。因为鉴于通缩的巨大破坏力，各国政府都将尽最大可能防止其持续蔓延。

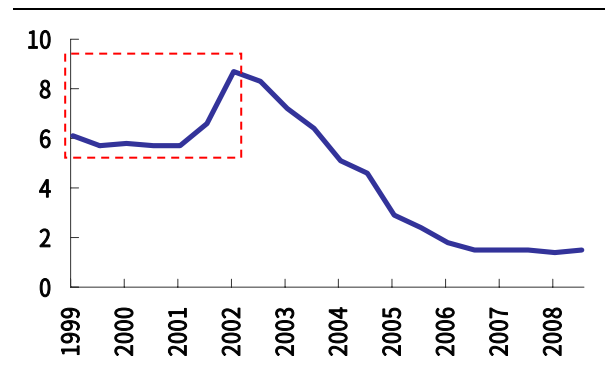
比如日本和台湾(图 21-24)，在持续通缩期间，金融机构的坏账均大幅上升，对经济金融体系造成较大的破坏，为防止通缩的蔓延，两国都采取了极为宽松的货币政策。类似的情况，我国在 1997-1998 年也经历过。因此，持续宽松的货币政策不会改变。

图 21 日本物价水平(%)



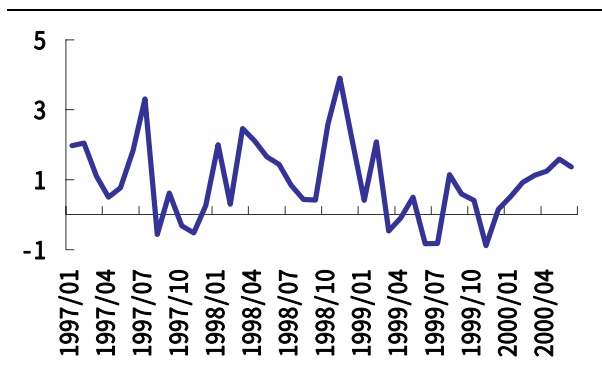
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 22 日本金融机构坏账率(%)



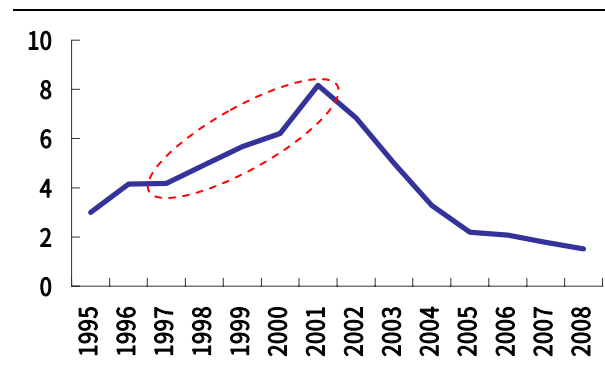
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 23 台湾物价水平(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

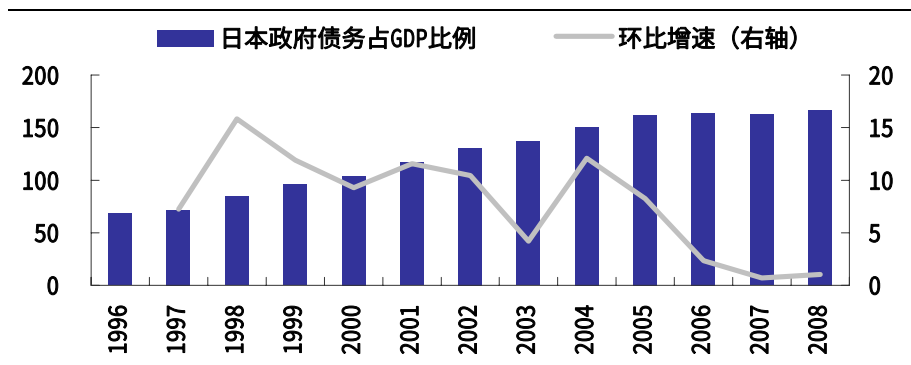
图 24 台湾金融机构坏账率(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

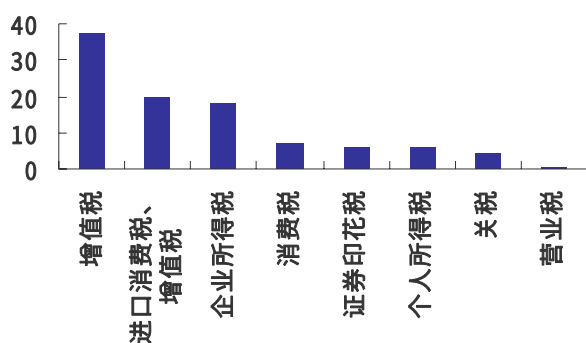
同样的，低物价的背景下，财政刺激政策也具有可持续性。比如 1998-2003 年，日本通缩带来政府支出上升与债务的急剧扩张(图 25)。考虑到中国政府税收构成以从价税为主(图 26、27)，通缩的负面影响会更大，我们判断财政政策也将持续扩张。

图 25 通缩期间日本政府债务急剧上升



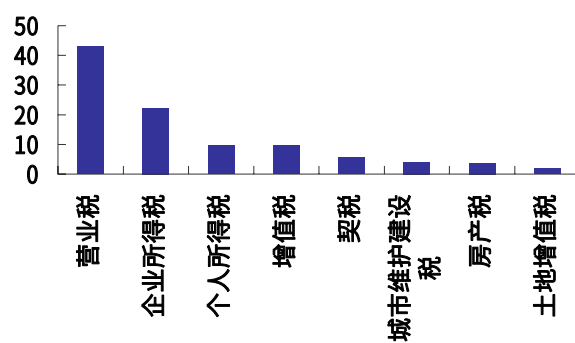
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 26 中国中央政府税收构成(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 27 中国地方政府税收构成(%)



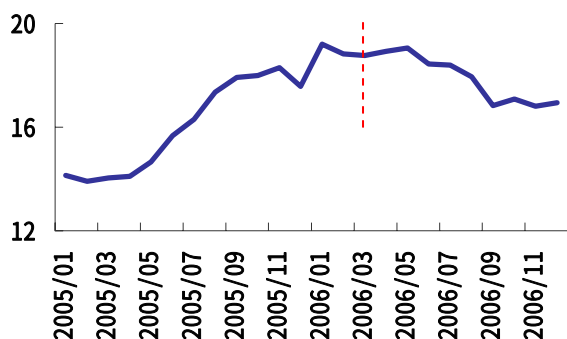
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

综上，我们判断中国经济将进入货币过剩、财政刺激、低物价、低利率长期共存的局面，再考虑到产能过剩带来企业扩张意愿的下降，将为资产泡沫的滋生提供最合适的土壤。我们看两个案例。

首先看一下中国的案例：

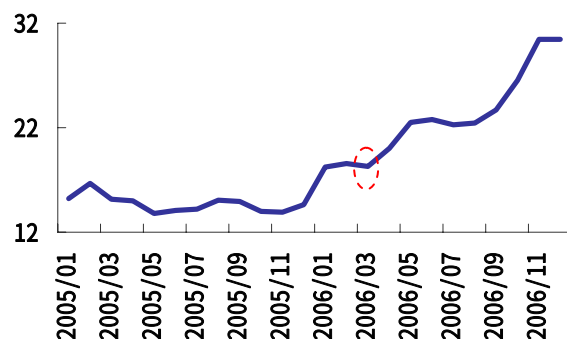
在货币过剩(图 28)、低物价的背景下，A 股估值在 2005 年中触底缓慢回升，在此期间，资产泡沫开始酝酿，并于 1Q2006 开始全面加速(图 29)，条件是去库存化和货币活期化(图 30、31)，资产泡沫由此膨胀，直至 2007 年底。1999-2000 年的资产泡沫也具有同样的属性。

图 28 中国 M2 增速(%)



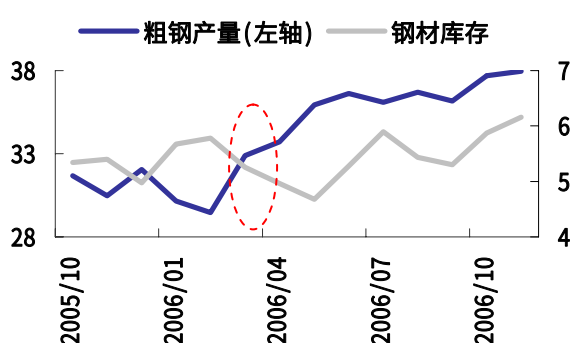
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 29 A 股 PE 走势



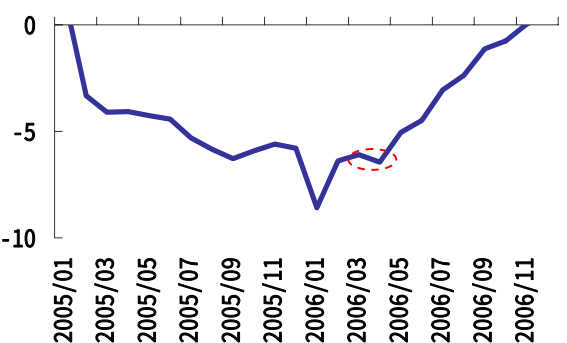
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 30 钢铁行业库存去化



数据来源：Bloomberg，Mysteel，安信证券研究中心

图 31 中国 M1 与 M2 增速差(%)

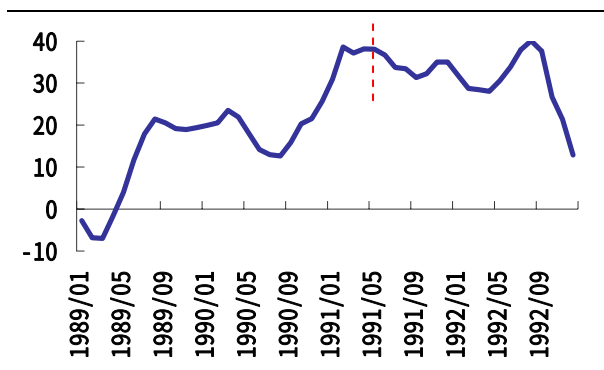


数据来源：Wind，安信证券研究中心

接下来是美国，这个案例目前市场并不常使用(具体阐述参见《案例研究：信贷收缩背景下的资产价格》，2008年11月10日)：

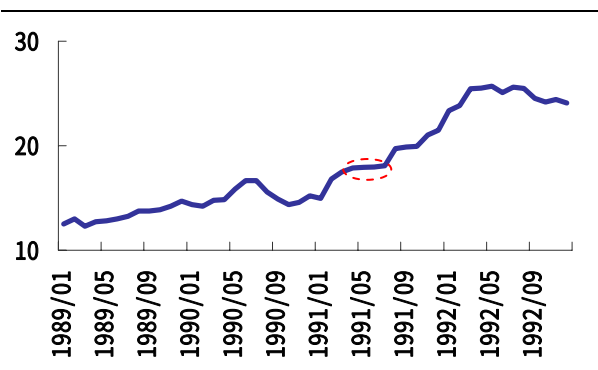
在货币扩张(图 32)、财政刺激、低物价、低利率的背景下，标普估值于 2Q1989 触底缓慢回升，资产泡沫开始酝酿(图 33)，并于 2Q1991 开始全面加速，条件依然是企业去库存化和货币活期化(图 34、35)，资产泡沫由此膨胀。

图 32 美国 M3 增速(%)



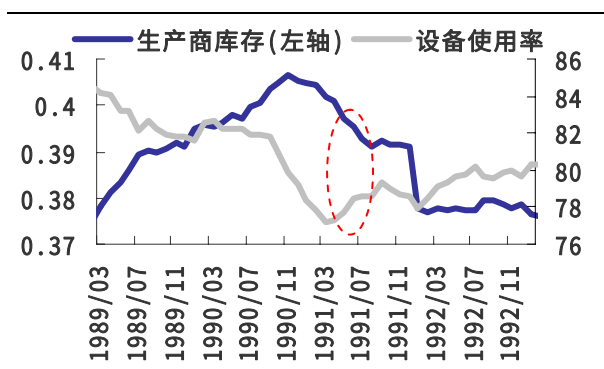
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 33 标普 PE 走势



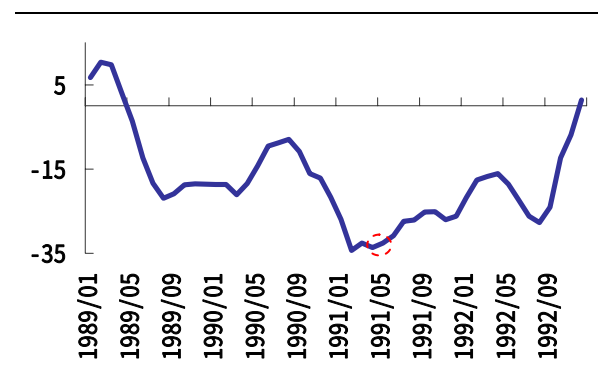
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 34 美国企业库存去化进程



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 35 美国 M1 与 M3 增速差(%)

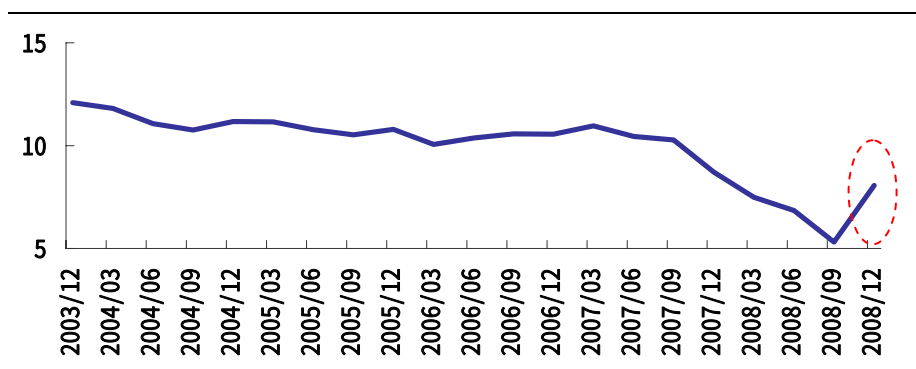


数据来源：Wind，安信证券研究中心

需要指出的是，从案例的情况看，资产泡沫的酝酿时间并不需要等到二次去库存的全面完成，其确切启动时间应该是经济总量开始扩张的确认和货币活期化趋势的形成，中、美两国的案例均充分体现了这一点，这也是我们需要对前期判断进行修正的地方。

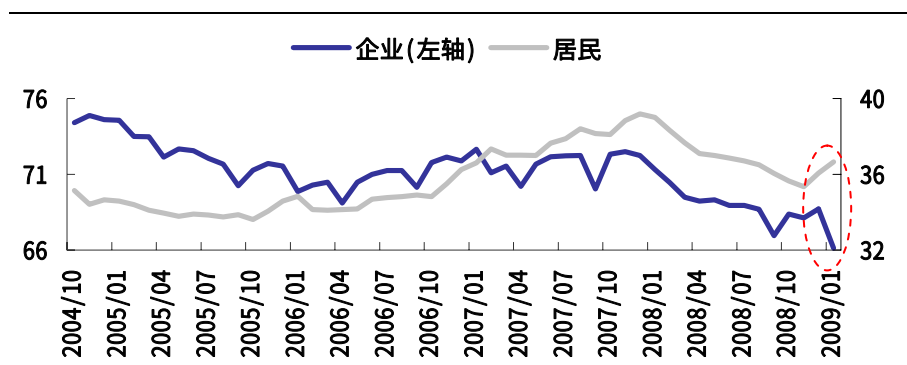
在判断经济总量扩张的前提下，我们只需要等待货币活期化趋势的形成即可确立市场估值的加速。随着库存去化的持续发展，企业所面临的现金流压力大为减轻(图 36)，我们判断企业部门将紧随住户部门在 2Q2009 确认存款活期化趋势(图 37)。

图 36 A 股上市公司经营性现金流占主营收入的比重(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心
注：2008/12 数据按截至 2009/4/3 已公布年报上市公司计算

图 37 居民及企业部门活期存款占比(%)



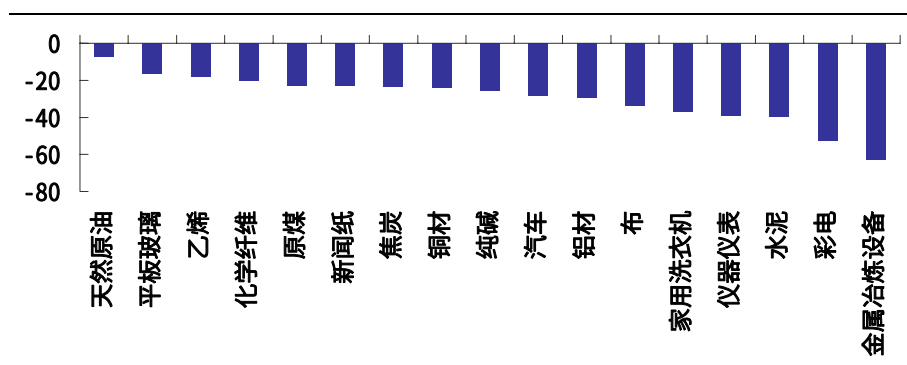
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

因此，鉴于资产泡沫的酝酿及估值加速的预期，虽然市场短期仍存在 IPO 增大供给、相对估值较高及海内外资产价差等负面因素(参见《静待时机的成熟》，2009 年 3 月 31 日)，但已不能阻挡资产价格全面泡沫化的趋势。

4. 应对与配置策略

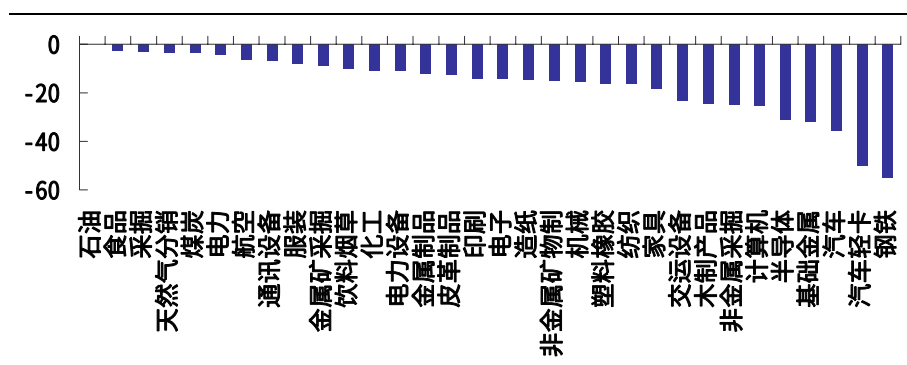
既然供给已开始扩张并导致经济总量见底，我们预期在未来一年的时间里，中国股票市场将生成一个混合型泡沫：初期表现为估值的推升，中后期表现为估值和盈利双重推升。在此背景下，建议主要配置受益于总量扩张的低估值行业(银行、保险、地产)，以及高 β 的供应瓶颈行业(煤炭、有色)。

图 38 中国主要工业品产量下降幅度(%)



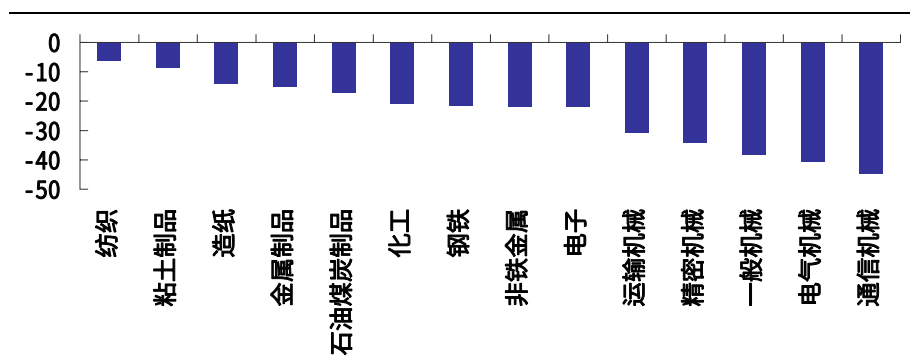
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 39 美国主要工业品产量下降幅度(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 40 日本主要工业品产量下降幅度(%)

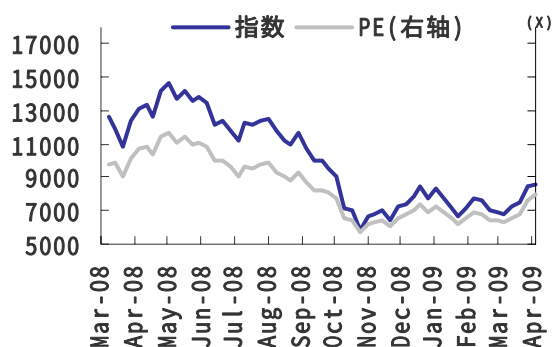


数据来源：Wind，安信证券研究中心

我们上述推论的主要风险来自于出口部门始终处于低迷的状况(很可能来自国外市场资产负债表的修复低于预期)。如果出现这种情形，预期政府将进一步加大宏观刺激力度，资本市场会出现一个脉冲式泡沫。届时，与实体经济联系密切的行业表现将相对落后，建议重点配置证券、基建及各类题材股。

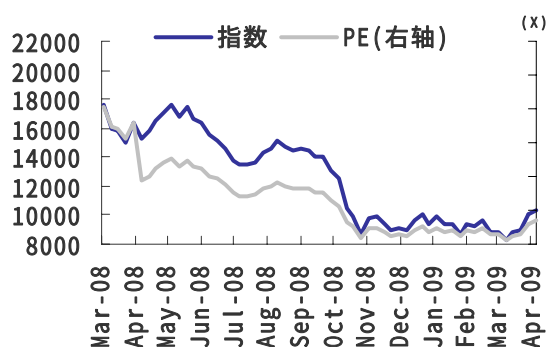
新兴市场

附图 1 香港国企指数与 PE



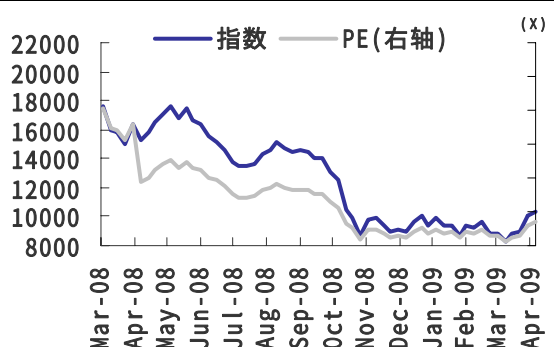
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 2 印度孟买 SENSEX 指数与 PE



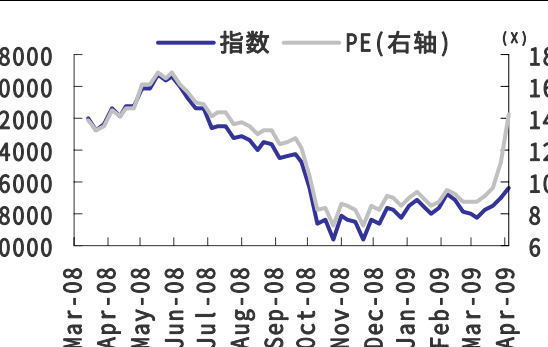
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

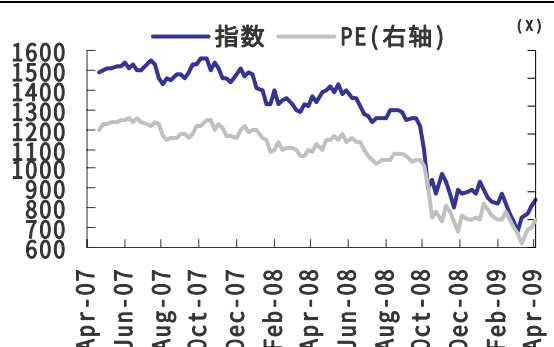
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

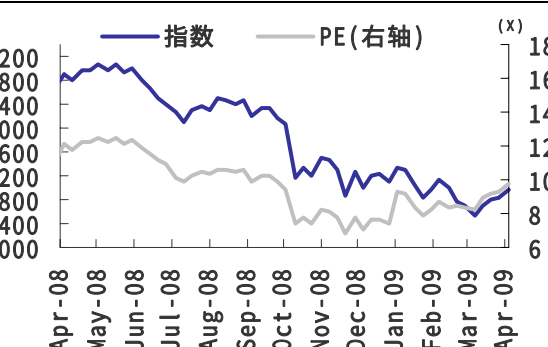
成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



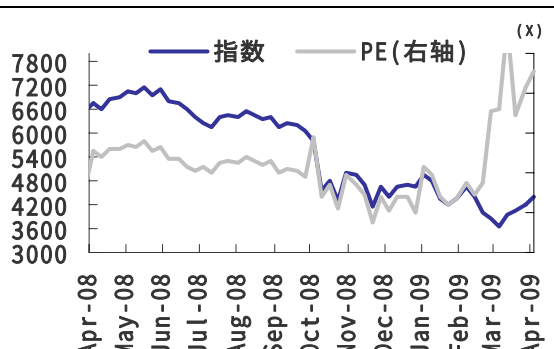
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



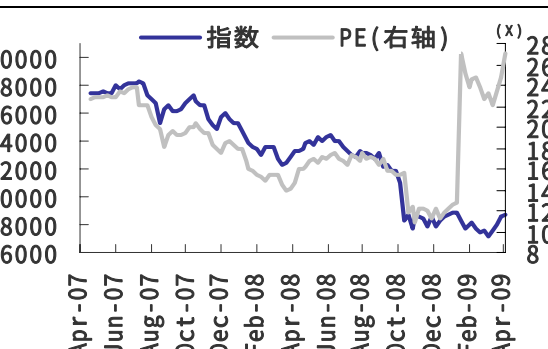
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 7 德国 DAX 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 8 日本 NKY 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

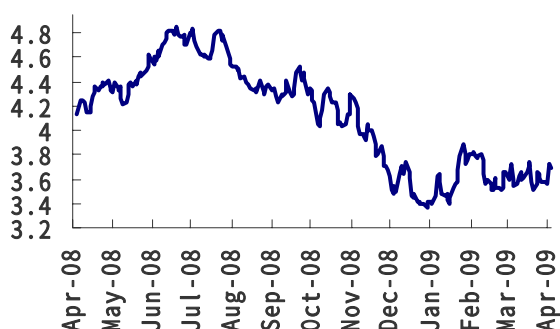
债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



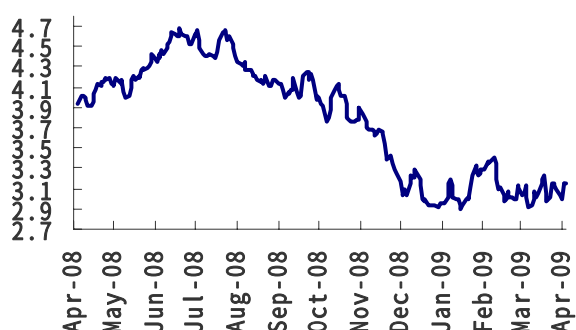
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 10 法国 10 公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 11 德国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

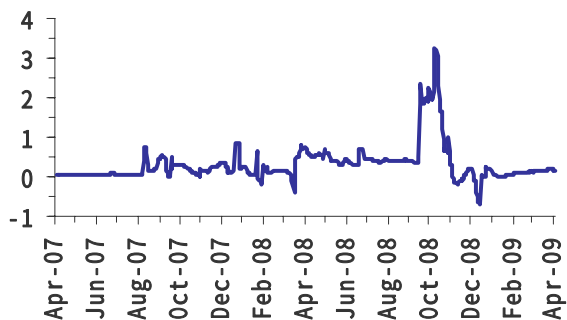
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

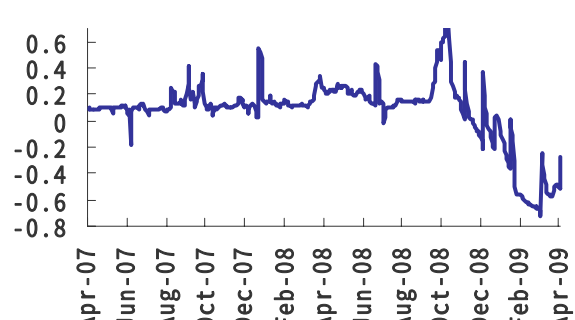
拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



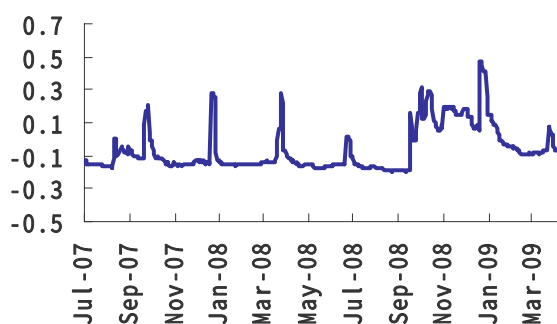
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 14 欧元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 15 日元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 16 港元月拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

国际主要市场表现及估值

市场	最新指数	5 日涨跌(%)	1 月涨跌(%)	3 月涨跌(%)	08PE	09 PE(e)	08PB	09PB(e)
美国标准普尔指数	835.48	6.09	22.26	-10.62	10.06	14.22	1.85	1.59
美国纳斯达克综指	1606.71	6.99	24.18	-2.76	13.98	20.16	2.08	1.93
日本 NKY 指数	8842.11	9.03	23.27	-4.30	14.94	20.91	1.14	1.04
法国 CAC 指数	2929.75	7.74	15.60	-13.73	9.64	9.45	1.04	0.95
德国 DAX 指数	4349.81	9.04	18.64	-13.46	12.84	11.40	1.20	1.06
英国富时 100 指数	3993.54	6.13	13.11	-13.91	8.71	10.58	1.40	1.31
孟买 SENSEX 指数	10534.87	4.84	25.01	5.79	10.76	12.33	2.36	1.70
俄罗斯 RTSI 指数	748.62	9.62	29.88	18.47	3.89	6.58	0.70	0.55
巴西圣保罗 IBOV 指数	44167.26	8.64	19.03	4.38	8.34	10.48	1.51	1.17
韩国 KOSPI 指数	1297.85	7.59	23.02	5.67	10.78	13.45	1.03	1.03
泰国 SET 指数	446.04	1.19	6.32	-5.73	7.66	8.12	0.99	0.89
台湾 TWSE 指数	5556.22	6.73	19.40	16.00	12.49	27.31	1.33	1.33
澳证 200 AS51 指数	3735.60	4.29	18.76	-1.17	9.96	12.86	1.56	1.47
新加坡海峡时报指数	1847.98	10.45	22.13	-1.73	8.32	12.52	1.10	1.08
印度尼西亚 JCI 指数	1516.64	6.87	17.87	6.70	9.03	9.02	1.67	1.40
马来西亚 KLCI 指数	923.77	6.26	7.64	-0.42	11.77	13.17	1.38	1.29
巴基斯坦 KSE100 指数	7518.93	7.18	30.81	23.77	6.41	7.96	1.46	1.18
越南综指	310.28	7.96	26.28	-1.20				
恒生指数	14998.04	11.46	25.81	0.07	12.75	13.07	1.44	1.30
上海综合指数	2419.78	1.91	10.34	24.91	18.27	17.54	2.67	2.07

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

张治，南京大学理学学士、金融学硕士，5 年证券、期货投资与研究经验，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，七年证券研究经验，2007 年 5 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

行业收益评级：

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上；
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%；
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

凌洁 李国瑞 021-68763872	上海联系人 上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazzn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
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
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034