

# 上游与中游之争？

报告日期 2009-07-21

## 报告关键点：

- 经济微观层面的改善，将继续支持美股向历史均值回归
- 虽然短期配置中游可能获得超额收益，但长期配置上游行业无疑仍是首选

## 报告摘要：

- 受微观层面二季度企业盈利数据改善及住宅市场、居民信用方面转好的证据出现，美国市场开始重新活跃，甚至创下反弹新高。预计未来随着更多向好数据的出现，将支持美国市场继续向五年历史均值回归。
- 近期投资者在配置上对于中游和上游产生了巨大的分歧。我们认为隐含在背后的逻辑是对未来一年内经济增长模式产生了分歧，即“高增长高通胀”还是“高增长低通胀”模式之间的分歧。如果未来一年内出现了“高增长低通胀”模式，中游行业的盈利改善空间毫无疑问是最大的；反之，如果出现的是“高增长高通胀”模式，上游行业将在目前较高的盈利水平上出现更高的盈利水平。
- 我们认为，总需求的变化速度决定未来一年内通胀水平。从政府投资、私人投资、国内自主消费和出口这四个总需求组成部分来看，政府投资和国内自主消费均处于历史高位，加上近期民间投资正接过政府投资的“接力棒”及房屋新开工面积回升所带动国内需求加速上升，再考虑到外部需求可能在四季度前后逐步恢复，预计未来总需求规模将在明年一季度恢复至历史最高水平，并使供给层面的短板行业出现显著缺口，从而推动价格水平上升。
- 因此，我们判断未来高增长高通胀的出现应该是大概率事件。虽然短期内配置中游行业可能取得超额收益，因为其正处在业绩改善的蜜月期。但是从长期来看，上游行业无疑仍是首选，我们继续推荐资产+资源的行业配置，同时建议参与复苏显著的中游行业。

## 指数表现(%)

| 指数      | 本周表现 | 本月表现  |
|---------|------|-------|
| 深证综数    | 3.99 | 12.69 |
| 沪深 300  | 3.58 | 11.16 |
| 上证 180  | 3.52 | 10.33 |
| 上证 50 指 | 3.39 | 9.39  |
| 深证成指    | 3.35 | 13.53 |
| 上证综指    | 2.43 | 7.78  |

## 行业表现前 5 名(%)

| 指数 | 本周表现 | 前周表现  |
|----|------|-------|
| 有色 | 8.86 | -0.89 |
| 采掘 | 7.46 | -0.84 |
| 钢铁 | 7.00 | 7.15  |
| 旅游 | 5.13 | 4.27  |
| 电子 | 5.02 | 5.51  |

## 行业表现后 5 名(%)

| 指数  | 本周表现 | 前周表现  |
|-----|------|-------|
| 金融  | 1.89 | -3.16 |
| 化工  | 1.81 | 6.24  |
| 医药  | 1.51 | 5.39  |
| 房地产 | 1.32 | -1.44 |
| 家电  | 0.65 | 10.52 |

## 风格指数表现(%)

| 指数   | 本周表现 | 前周表现  |
|------|------|-------|
| 微利股指 | 6.68 | 3.76  |
| 高市盈率 | 5.45 | 2.88  |
| 小盘指数 | 4.37 | 6.71  |
| 低市净率 | 1.84 | 0.70  |
| 高市净率 | 1.38 | 3.41  |
| 低价股指 | 1.31 | -0.44 |

## 安信策略研究组

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

## 前期研究成果

- 《上升趋势仍将延续》2009 年 7 月 8 日
- 《从“绿芽”到“森林”之路》2009 年 6 月 12 日
- 《蓄势待发》2009 年 5 月 4 日
- 《新一轮资产泡沫正在酝酿》2009 年 4 月 8 日
- 《二次去库存化》2009 年 3 月 9 日

## 1. 安信上周聚焦

### 1.1. 二季度 GDP 增幅出现两年来首度反弹

国家统计局 7 月 16 日公布,上半年 GDP 同比增长 7.1%,比一季度加快 1.0 个百分点。分季度看,一季度增长 6.1%,二季度增长 7.9%。2009 年二季度 GDP 累计同比增幅和单季同比增幅均为 2007 年二季度以来首度反弹。上半年,规模以上工业增加值同比增长 7.0% (6 月份增长 10.7%),增速比上年同期回落 9.3 个百分点。其中,一季度增长 5.1%,二季度增长 9.1%。

### 1.2. 摩根大通第二财季净利润增长 36%远超预期

摩根大通 7 月 16 日公布了 2009 财年第二季度财报。报告显示,由于投资银行服务费上触历史高点,摩根大通净利润自 2007 年以来首次增长,超出分析师此前最乐观的预期。该行第二季度净利润 27 亿美元,较去年同期增长 36%,合每股收益 28 美分;当季收入增长 41%至 277.1 亿美元。同时公司第二财季一级资本充足率为 9.7%,高于上年同期的 9.2%。

### 1.3. 谷歌 IBM 第二财季利润超预期增长

谷歌公司第二财季的净利润增至 14.8 亿美元,合每股 4.66 美元,超过上年同期净盈利 12.5 亿美元合每股 3.92 美元的水平。在截至六月底的财季中,谷歌的净营收增至 40.7 亿美元,超过一年前的 39 亿美元。若不计特殊项目,谷歌的每股利润将达 5.36 美元。超过市场早前预期。与此同时,IBM,第二财季的利润总计 31 亿美元,合每股 2.32 美元,营收为 233 亿美元。高于早前市场预期。上年同期 IBM 的营收为 268 亿美元,利润总计 28 亿美元,合每股 1.97 美元,刚过去财季的每股利润较此高出近 18%。IBM 还宣布,调升对全财年每股利润的预期,新预期为每股至少盈利 9.70 美元。原预期为每股盈利 9.20 美元。

### 1.4. 美首次申请失业救济人数连续两周大幅下滑

美国劳工部 7 月 16 日在每周报告中称,截至 7 月 11 日当周的首次申请失业救济人数减少 47000 人,至 522000 人,首次申请失业救济人数连续第 2 周大幅下滑,但降幅低于接受调查的经济学家预计的 52000 人。首次申请失业救济人数的四周平均值减少 22500 人,至 584500 人,是 1 月 31 日以来最低水平。截至 7 月 4 日当周持续申请失业救济的人数下滑 642000 人,至 6273000 人,是 4 月 11 日以来最低水平。这一周降幅较 1983 年前历史最高降幅几乎高出一倍。上

### 1.5. 美国 6 月份新屋开工数意外上升

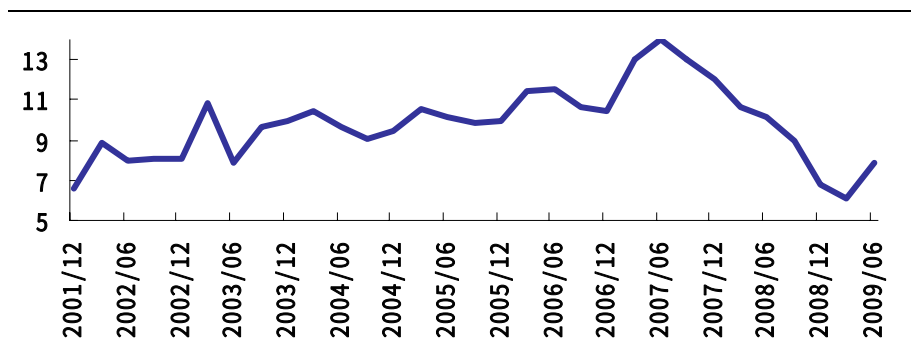
据周五公布的数据显示,美国 6 月份新屋开工数意外上升,建筑许可数大幅增加,其中单户型住宅开工数量创下四年来的最大升幅经季节性因素调整后,6 月份新屋开工数较前月上升 3.6%,折合成年率为 582,000 套。5 月份新屋开工数经修正后为上升 17.3%,折合成年率为 562,000 套;初步数据为上升 17.2%,折合成年率为 532,000 套。

6 月份单户型住宅新屋开工数较前月增长 14.4%,至 470,000 套,为连续第四个月上升,增幅创 2004 年 12 月份增长 17.6%以来的最高水平。5 月份增幅为 5.9%。

## 2. 复苏行情向纵深演绎

上周发布的 2 季度经济数据显示，中国经济已经处于 V 型右侧的快速恢复过程中（图 1），从各项数据看，经济复苏主要源自投资回升、居民消费热情恢复及工业生产的企稳（图 2）。

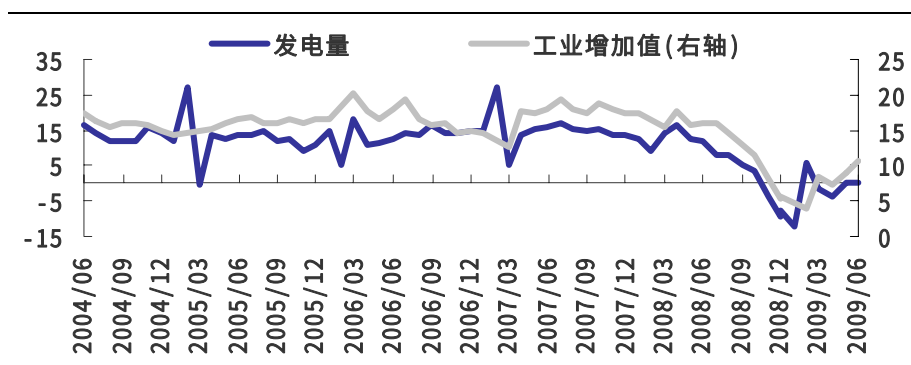
图 1 中国实际 GDP 同比增速%



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

考虑到下半年房地产投资的全面回升和出口逐步恢复增长，我们判断未来几个季度中国经济反弹势头将得到延续，基于此我们继续看好 A 股市场下半年行情。

图 2 工业增加值与发电量同比增速%



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

海外市场方面，受 2 季度业绩持续超预期及部分向好经济数据的提振作用，上周美国市场重新表现抢眼。美股连续 5 个交易日上涨，标准普尔 500 指数累计涨幅达到 7.3%，纳指甚至创下本轮反弹的新高。

微观层面越来越多超出预期的企业盈利，正成为推动美国市场主要动力。金融行业盈利恢复最为明显，特别是随着资产状况好转，加上营收改善，盈利整体优于预期，高盛、摩根大通、美国银行是典型代表（表 1）。当然盈利改善不仅仅局限在金融行业，我们发现包括基础材料（美铝）、制造业（通用电气）、IT（IBM、谷歌）及消费（美泰）等在内的各行各业均较一季度有好转迹象（表 1）。

表 1、美国上市公司 2 季报

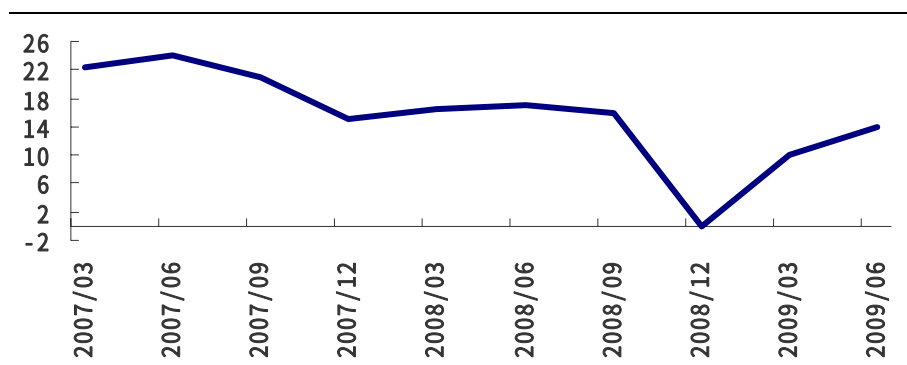
| 行业         | 公司名称                      | 实际值  | 预测值  | 超预期幅度  |
|------------|---------------------------|------|------|--------|
| Financials | Bank of the Ozarks Inc    | 0.61 | 0.06 | 883.9% |
| Financials | 摩根大通                      | 0.28 | 0.05 | 508.7% |
| Financials | Intervest Bancshares Corp | 0.18 | 0.03 | 500.0% |
| Financials | 美国银行                      | 0.33 | 0.18 | 80.3%  |
| Financials | AllianceFinancial Corp/NY | 0.37 | 0.24 | 57.4%  |
| Financials | Brookline Bancorp Inc     | 0.09 | 0.06 | 55.2%  |

|             |                    |       |       |        |
|-------------|--------------------|-------|-------|--------|
| Financials  | 骏利资产管理集团           | 0.10  | 0.07  | 35.1%  |
| Financials  | 高盛                 | 4.93  | 3.65  | 35.0%  |
| Financials  | MSCI Inc           | 0.27  | 0.24  | 13.4%  |
| Financials  | 嘉信理财               | 0.18  | 0.18  | -0.6%  |
| Materials   | 美铝                 | -0.26 | -0.38 | 31.2%  |
| Materials   | PPG 工业             | 0.91  | 0.74  | 22.5%  |
| Materials   | Crown Holdings Inc | 0.65  | 0.63  | 2.5%   |
| IT          | 英特尔                | 0.18  | 0.08  | 114.3% |
| IT          | 国际商业机器             | 2.32  | 2.02  | 15.0%  |
| IT          | 谷歌公司               | 5.36  | 5.08  | 5.6%   |
| Industrials | AO Smith Corp      | 0.79  | 0.48  | 63.6%  |
| Industrials | AMR Corp           | -1.14 | -1.30 | 12.1%  |
| Industrials | 通用电气               | 0.26  | 0.24  | 10.2%  |
| Health Care | 生物基因               | 0.75  | 0.68  | 10.1%  |
| Health Care | 强生                 | 1.15  | 1.12  | 3.0%   |
| Health Care | 百特                 | 0.96  | 0.94  | 1.8%   |
| Health Care | 雅培制药               | 0.89  | 0.89  | 0.3%   |
| Consumer    | 美泰                 | 0.06  | 0.01  | 757.1% |
| Consumer    | 哈雷摩托车              | 0.40  | 0.25  | 58.7%  |
| Consumer    | 甘乃特                | 0.46  | 0.38  | 21.7%  |
| Consumer    | 百胜全球餐饮             | 0.50  | 0.43  | 15.2%  |

数据来源：BLOOMBERG，安信证券研究中心

二季度盈利的超预期，也成为美国企业盈利反转趋势得到进一步确认的标志。根据标准普尔公司公布的最新数据：预计标普 500 指数成分股公司，2 季度单季每股盈利为 14.6 美元，环比增幅为 40%。

图 3 标普 500 成分股单季每股盈利（整体法）

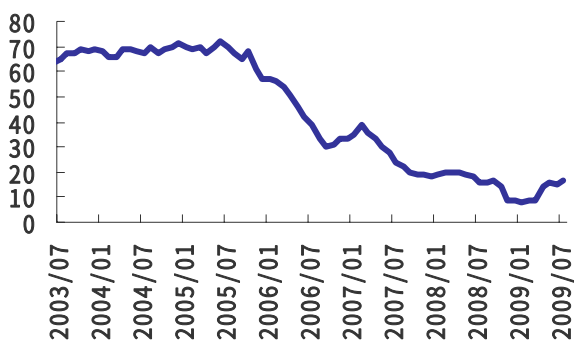


数据来源：Standard & Poor's，安信证券研究中心

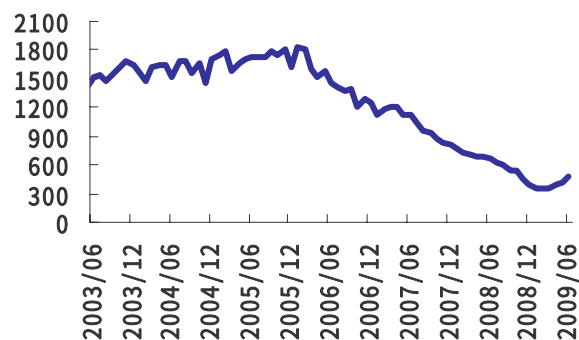
除此之外，美国部分经济数据的向好也是支持市场信心恢复因素。例如地产市场上，美国住房建筑商协会 7 月份住房市场信心指数由 6 月份 15 升至 17，已连续第 4 个月上涨（图 4）；6 月份新屋开工中“单户型”住宅开工数量创下四年来的最大升幅（图 5），这为美国住房市场已开始好转提供了更多证据。

图 4 全美建筑商协会（NAHB）信心指数

图 5 美国新建单户住宅开工总数-季调年率（千套）



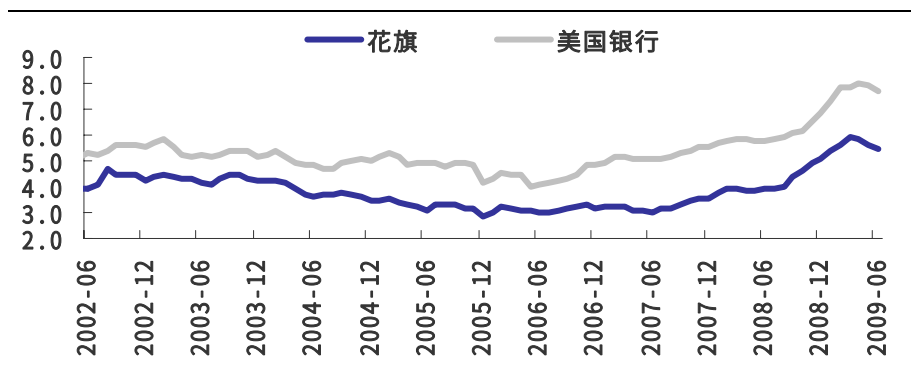
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

另外在居民信用情况方面，经历了拖欠率持续上升后，6 月信用卡拖欠率（逾期欠款 30 天以上）显著下降（图 6）。综合上述情况，我们预计在越来越多微观数据持续好转的支持下，美国股票市场将延续向五年历史均值回归的进程（参见前期报告《从“绿芽”到“森林”之路》）。

图 6 信用卡拖欠率（%）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

### 3. “上游”还是“中游”？

回到 A 股，我们注意到近两周以来，投资者在选择中游还是上游方面产生了疑惑。实际上，在前期的报告中，我们就曾明确地提示到“中游”行业存在交易性的投资机会，并重点推荐了 ROE 回升速度较快的钢铁和机械等（参见报告《资源价格：不仅仅是流动性的问题》09-06-30）。

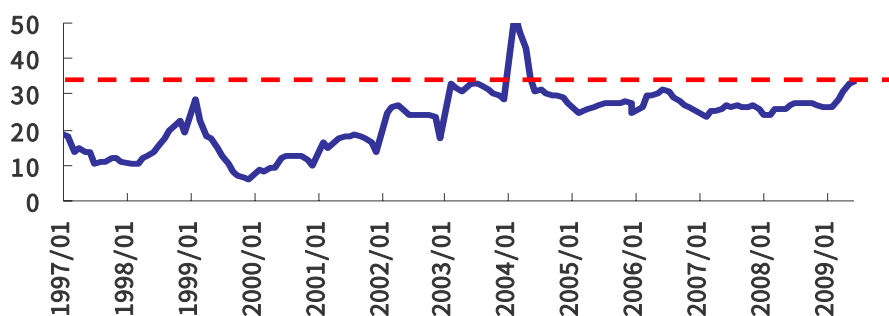
我们认为投资者当前的疑惑，隐含在其背后逻辑是对未来一年内经济增长模式的分歧。即如果未来出现“高增长低通胀”模式，中游行业热点持续的时间就会较长；反之，上游行业将取得持续超额收益。

要判断未来出现哪一种情况，我们借助最基本的经济总量供需分析模型。具体又可以将总需求划分为投资、消费、外需等三部分进行分别考察。

**1、投资需求方面：**6 月份固定资产投资增速达到 33.6%，回顾历史，这样的增速已经成为除了 2004 年外，过去十几年的最高水平（图 7）。

图 7 固定资产投资累计增长率（%）

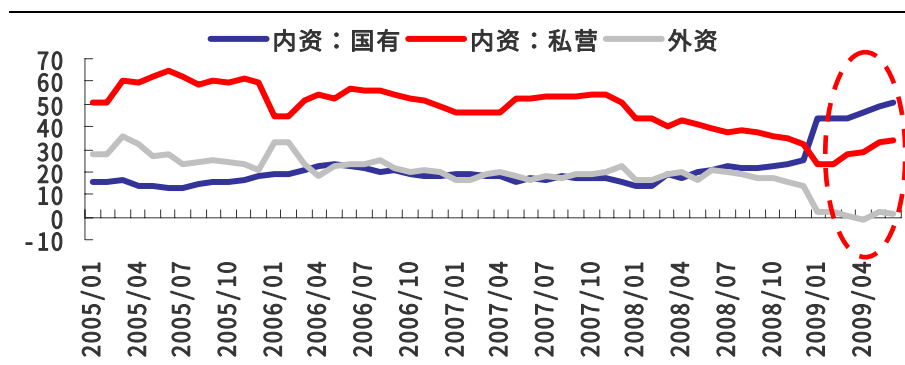




数据来源：CEIC，安信证券研究中心

同时从细分情况看，不仅仅是行政引导下的国有投资增长迅速（图 8）。事实上，民间投资正接过政府投资的“接力棒”（图 8），未来一旦外资开始增长恢复，将进一步推高投资上的需求。

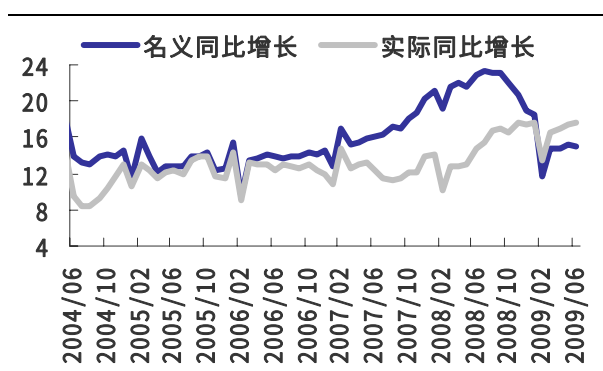
图 8 固定资产投资增速 (%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

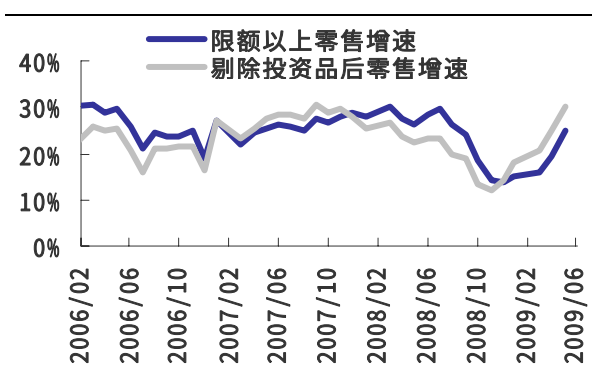
2、消费需求方面：与投资情况类似，当前消费品零售增速也处在历史高位（图 9-图 10）。同时消费零售实际增速已连续 4 个月回升，消费加速迹象较为明显。

图 9 消费品零售%



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

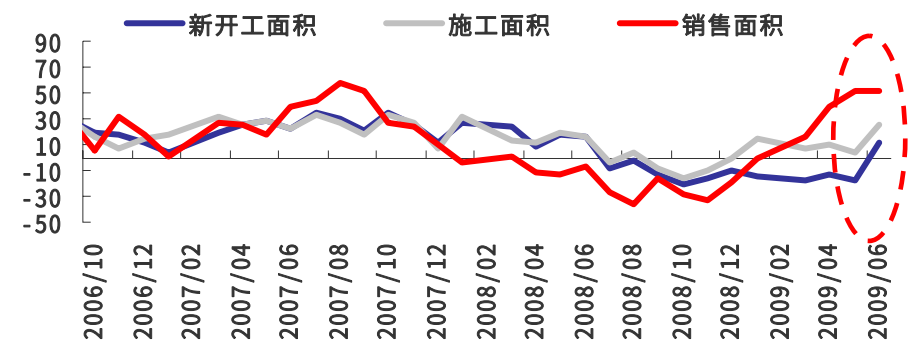
图 10 按类别：消费品零售%



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

另外占据居民自主性消费重要地位的房地产市场，6 月以来复苏步伐进一步加快，除了销售增速继续保持高位外，商品房新开工面积更是 12 个月以来的首次正增长（图 11），这除了暗含着楼市的全面回暖，更预示将带动国内需求加速上升。

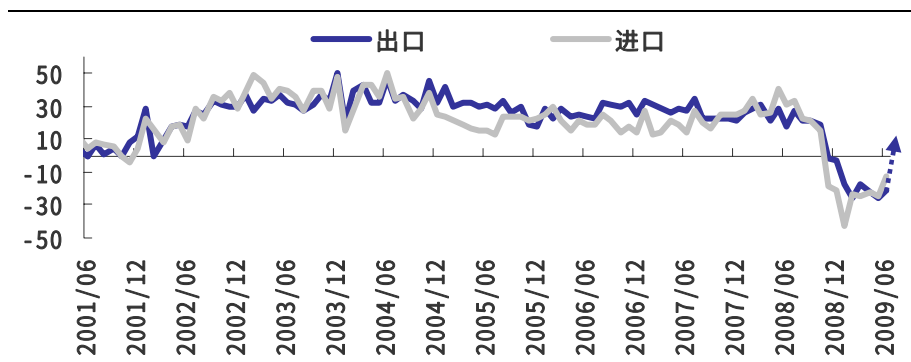
图 11 商品房投资增速 (%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3、外需：目前唯一还处于相对低位的是外部需求，不过随着近期欧美经济复苏进程加快，出口情况已开始明显改善（图 12），如果在今年年底出口正增长的目标可以实现，并结合当前投资、消费均处于历史高点情况，即使扣除价格因素，我们判断未来总需求的规模都将显著超过 2007 年。

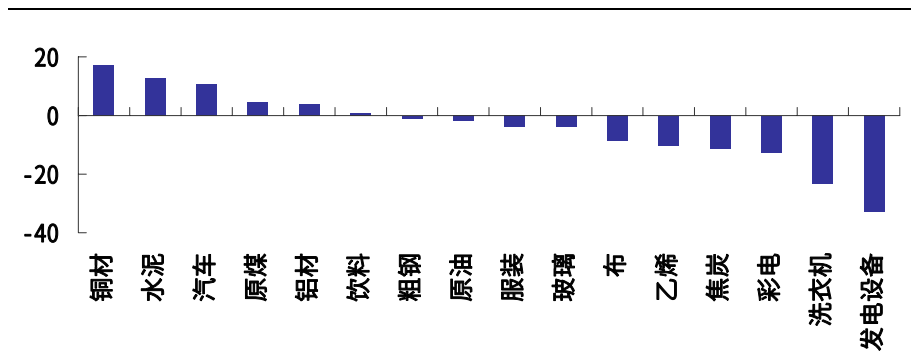
图 12 外需情况有所改观（%）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

再考虑到上游行业供给瓶颈的存在（图 13），预计未来“高增长高通胀”的经济前景的出现应该是大概率事件。即便退一步来看，未来 CPI 价格即使不涨（结构性因素），但由于欧美央行实行的量化宽松政策，信贷扩张的恢复，经济复苏+通胀预期也仍可能导致商品价格的上涨。

图 13 主要工业产品产量与历史最高产量比较(%)

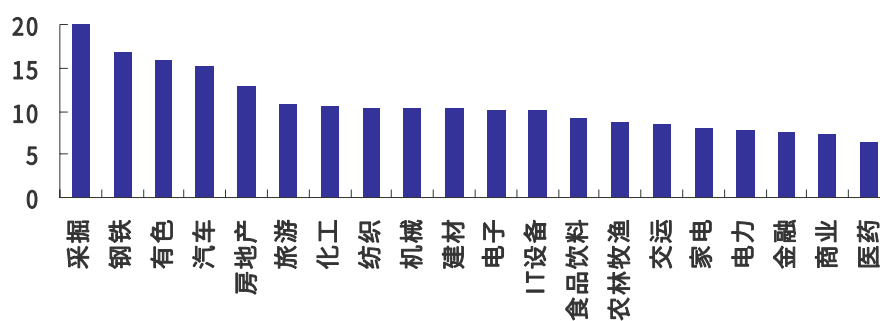


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：与历史最高产量比较=(最新月产量-2008 年最高月产量)/2008 年最高月产量\*100

除此之外，我们倾向上游的原因还有：其一，我们认为未来“上游”行业表现并不比“中游”差。事实上尽管近期中游行业表现活跃，但 7 月以来上游涨幅仍显著超越中游（图 14）；

图 14 7 月份 A 股市场行业表现%



数据来源：WIND，安信证券研究中心

其二，在配置策略方面，投资者应选择供需最紧张的行业，因为供需越紧张弹性就越大，目前上游行业无疑是首选。

## 4. 结论

综合上述分析，虽然我们认为短期内配置中游行业可能会取得一些超额收益，因为中游行业正处在业绩改善的蜜月期。但是从长期的配置方向上我们仍倾向于上游行业，同时在权重上也建议维持上游行业高配置比重，继续推荐资产+资源的行业配置。

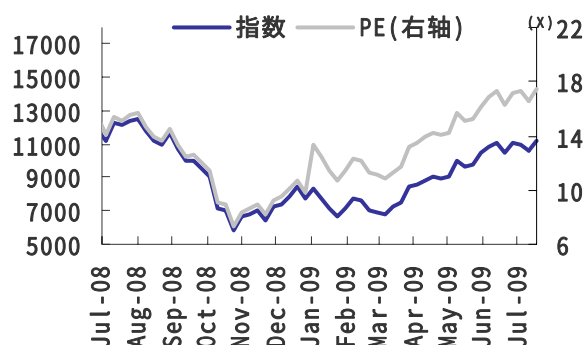
## 5. 国际资产价格跟踪

主要国际市场指数变化及估值，请见下页附表。



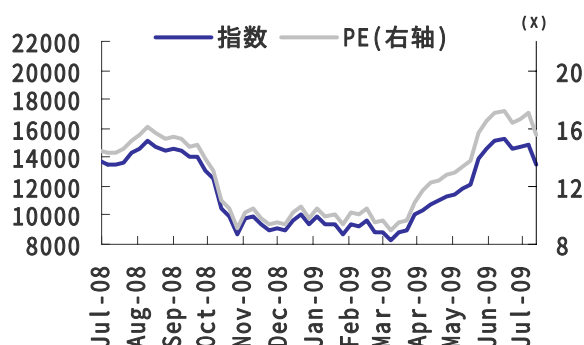
## 新兴市场

附图 1 香港国企指数与 PE



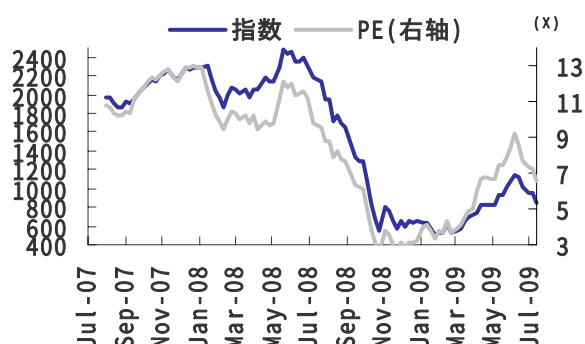
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 2 印度孟买 SENSEX 指数与 PE



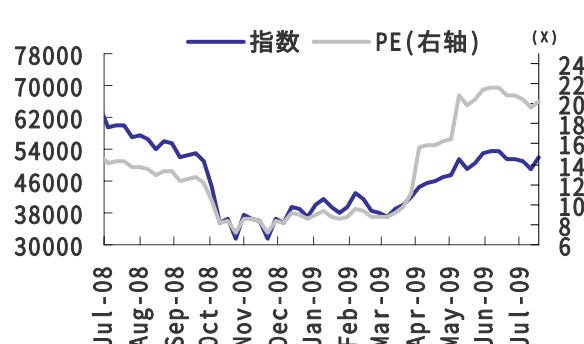
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

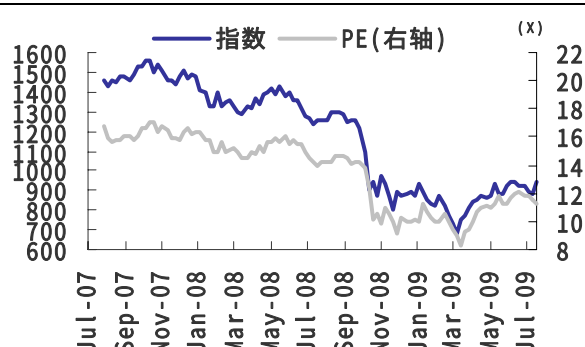
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

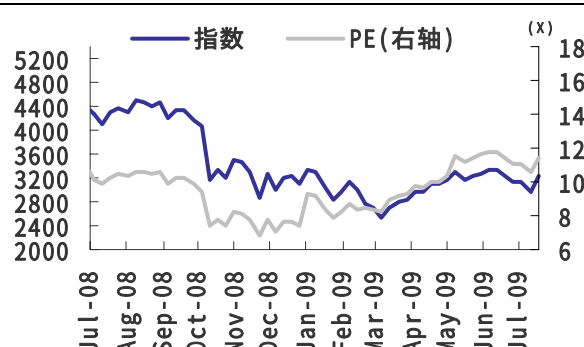
## 成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



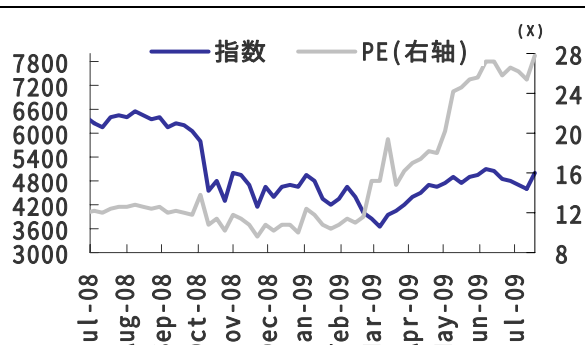
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



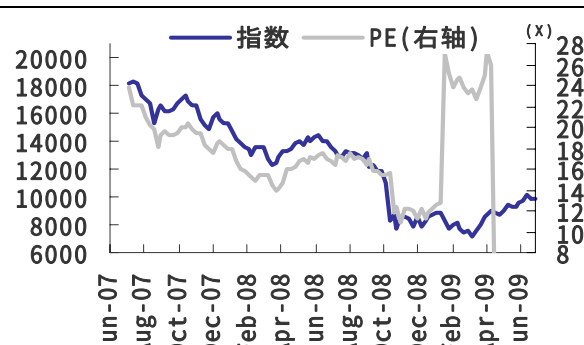
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

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

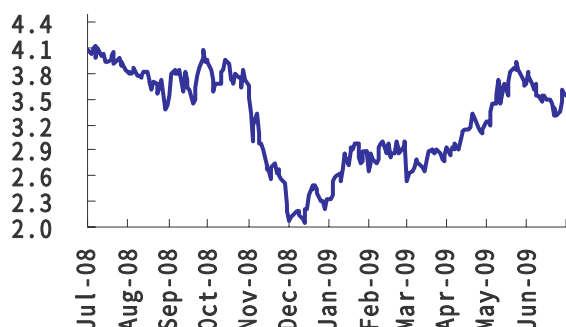
附图 8 日本 NKY 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

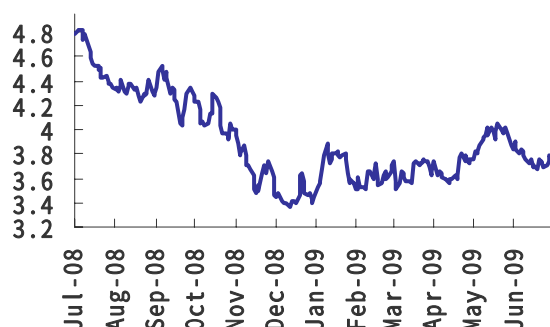
## 债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



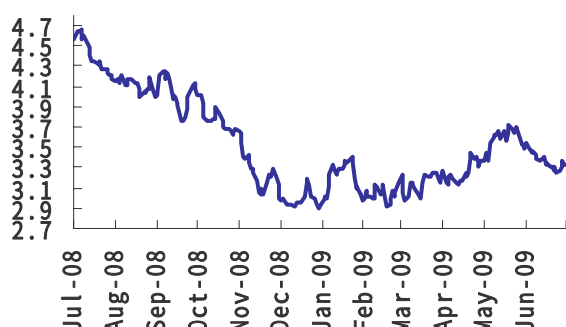
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 10 法国 10 年公债收益率



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

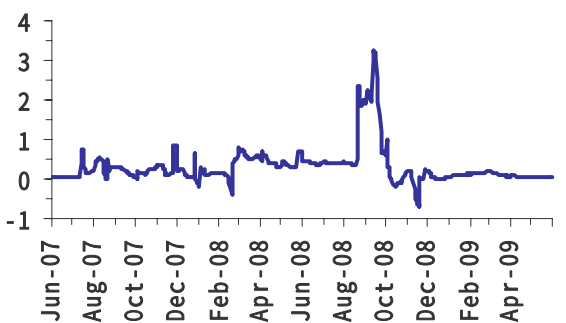
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

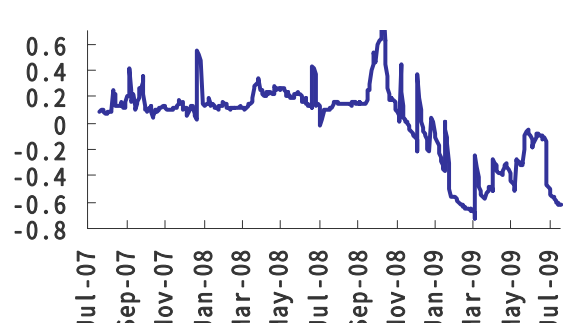
## 拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



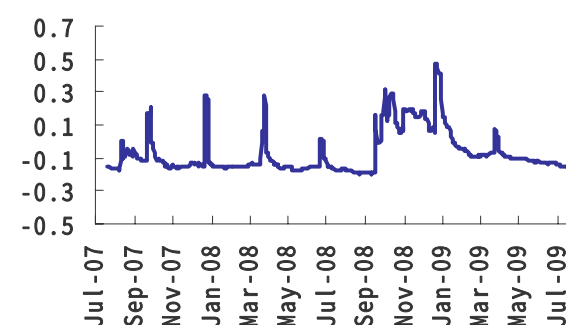
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 14 欧元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



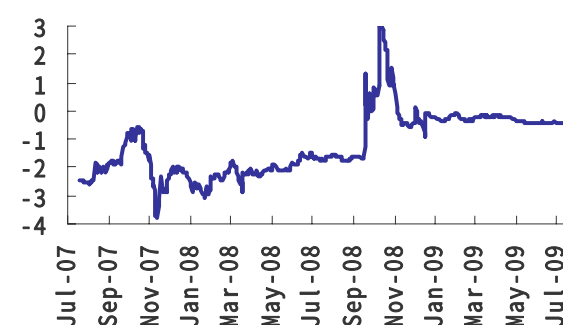
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

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<br>跌(%) | 1 月涨<br>跌(%) | 3 月涨<br>跌(%) | 09PE  | 10 PE(e) | 09PB | 10PB(e) |
|----------------|----------|--------------|--------------|--------------|-------|----------|------|---------|
| 美国标准普尔指数       | 940.74   | 6.58         | 3.30         | 8.18         | 12.04 | 15.82    | 2.03 | 1.78    |
| 美国纳斯达克综指       | 1885.03  | 7.56         | 4.26         | 12.67        | 17.23 | 23.20    | 2.42 | 2.20    |
| 日本 NKY 指数      | 9395.32  | 1.16         | -4.53        | 5.48         | 20.54 | 42.65    | 1.28 | 1.18    |
| 法国 CAC 指数      | 3222.09  | 8.01         | 1.93         | 4.21         | 11.39 | 11.43    | 1.17 | 1.08    |
| 德国 DAX 指数      | 4999.98  | 9.26         | 4.17         | 6.91         | 14.98 | 14.71    | 1.32 | 1.23    |
| 英国富时 100 指数    | 4382.94  | 6.20         | 2.44         | 7.09         | 11.49 | 12.74    | 1.60 | 1.50    |
| 孟买 SENSEX 指数   | 14719.08 | 9.00         | 1.35         | 33.53        | 16.90 | 17.61    | 3.19 | 2.42    |
| 俄罗斯 RTSI 指数    | 910.93   | 9.06         | -12.28       | 9.15         | 5.89  | 7.70     | 0.81 | 0.70    |
| 巴西圣保罗 IBOV 指数  | 51918.20 | 5.57         | 1.71         | 13.41        | 9.76  | 13.82    | 1.69 | 1.51    |
| 韩国 KOSPI 指数    | 1440.10  | 0.80         | 3.52         | 8.36         | 13.35 | 14.18    | 1.15 | 1.13    |
| 泰国 SET 指数      | 592.68   | 4.71         | 1.12         | 29.75        | 11.11 | 11.21    | 1.30 | 1.21    |
| 台湾 TWSE 指数     | 6850.99  | 1.20         | 10.57        | 19.04        | 19.07 | 25.97    | 1.66 | 1.66    |
| 澳证 200 AS51 指数 | 4000.80  | 5.45         | 2.48         | 5.93         | 11.13 | 14.66    | 1.63 | 1.56    |
| 新加坡海峡时报指数      | 2418.56  | 4.79         | 6.48         | 27.52        | 11.05 | 16.36    | 1.48 | 1.41    |
| 印度尼西亚 JCI 指数   | 2105.36  | 2.05         | 3.97         | 28.78        | 13.79 | 13.39    | 2.37 | 2.01    |
| 马来西亚 KLCI 指数   | 1116.45  | 4.56         | 4.25         | 15.67        | 17.67 | 16.56    | 1.94 | 1.73    |
| 巴基斯坦 KSE100 指数 | 7790.76  | 3.84         | 10.10        | -0.05        | 6.61  | 7.47     | 1.42 | 1.19    |
| 越南综指           | 428.67   | -2.32        | -9.27        | 28.29        | 15.28 | 14.91    | 2.13 |         |
| 恒生指数           | 18805.66 | 6.20         | 3.99         | 20.54        | 16.23 | 16.54    | 1.84 | 1.67    |
| 上海综合指数         | 3189.74  | 2.43         | 13.51        | 27.39        | 26.26 | 24.16    | 3.49 | 2.84    |

数据来源：Bloomberg，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所撰写,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所将随时补充、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。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有,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所,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所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:

- 优于大势 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;  
同步大势 — 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%;  
落后大势 — 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            | 上海联系人                    | 凌洁            | 上海联系人                  |
| 021-67865293  | zhuxian@essence.com.cn   | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn |
| 梁涛            | 上海联系人                    | 李国瑞           | 上海联系人                  |
| 021-68766067  | liangtao@essences.com.cn | 021-68763872  | ligr@essence.com.cn    |
| 张勤            | 上海联系人                    | 南方            | 上海联系人                  |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn  | 021-68765206  | nanfang@essence.com.cn |
| 周蓉            | 北京联系人                    | 马正南           | 北京联系人                  |
| 010-66581676  | zhourong@essence.com.cn  | 010-66581668  | mazn@essence.com.cn    |
| 李昕            | 北京联系人                    | 潘琳            | 深圳联系人                  |
| 010-66581689  | lixin@essence.com.cn     | 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn  |
| 张茜萍           | 深圳联系人                    | 王远洋           | 深圳联系人                  |
| 0755-82558089 | zhangqp@essence.com.cn   | 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn |

## 安信证券研究中心

深圳  
深圳市福田区深南大道 2028 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