

箱体震荡难改变 兼顾配置与交易

——2011 年 12 月 A 股投资策略报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2011 年 12 月 05 日

联系人

谢晓冬

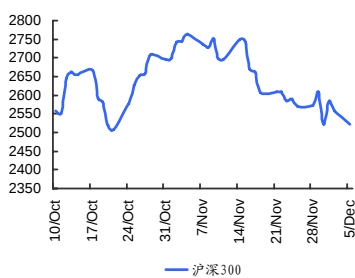
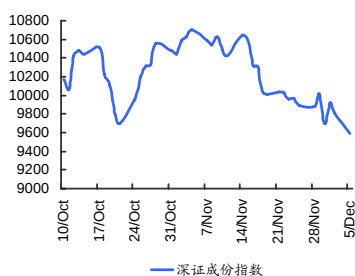
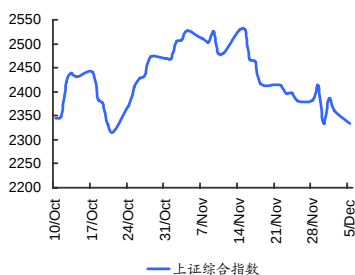
SAC NO: S1150110080003

022-28451949

actionfish@live.cn

投资要点：

- 一方面外围需求减弱对国内经济增长的压制，另一方面则是经济结构调整下终端需求的青黄不接，国内经济景气低迷且 GDP 增速重心下行的态势依旧没有改变。与此同时，CPI 增速水平的回落尽管为管理层的货币调控提供了更为宽松的腾挪空间，但是通胀回落对于利润增速的压制同样不容忽视，于是终端需求不足和通胀回落共同导致了工业企业的盈利压力，进而令投资者始终难以摆脱对上市公司业绩增速下滑的担忧。
- 考虑到经济增速和通胀水平的双双回落为货币政策微调提供了实施的基础，加之应对热钱流出对国内流动性环境可能产生的冲击，“预调微调”显然是十分必要的。我们承认，2012 年货币政策的调控思路将由“中性偏紧”过渡到“实质中性”，货币信贷过于严苛的管制将得到逐步改善，但是同时需要继续提请投资者注意的是，政策微调的实施将是一个审时度势的渐进过程，恰如央行所言“物价稳定的基础还不牢固”，“全球极度宽松的货币条件”、“经济内在扩张的压力”以及“劳动力成本、服务业及非贸易品价格等持续和刚性的上升”等均令物价走势存在不确定性，于是期许货币政策大幅放松，并主导流动性出现类似 2008 年底那种泛滥式的转变是不现实的，2012 年流动性的改善过程将是一个温和且缓慢的过程。
- 综合而言，12 月份经济增速回落的趋势不会改变，并继续成为压制市场的重要因素；另一方面，法定存款准备金率下调虽然印证并强化了货币政策微调的总体方向，但是流动性由“预期改善”到“实质改善”无疑尚需时日，而且发行在即的大盘股无疑也强化了年底资金面的紧张。因此考虑到投资环境的改善不会一蹴而就，短期内政策春水尚难以融化市场坚冰，我们认为震荡整固仍将是 12 月份 A 股市场的主要态势，期间中央经济工作会议等事件能否进一步强化政策微调预期，将成为市场能否再度出现阶段性反弹的关键。
- 考虑到 A 市场整体运行环境尚未出现实质性改善，目前尚非大举进攻之时，控制仓位对于多数投资者而言依然至关重要，对于投资品种的推荐，我们一方面坚持 2012 年 A 股市场投资策略年报中的相关观点，以终端需求为出发点选择因政策扶持和社会变革而受益的行业主题；另一方面，考虑到年底将至，我们建议投资者兼顾年末季节性特征，重点关注受益十二五规划或一号文件的相关产业，以及渐次拉开序幕的高送转行情，此外考虑基金排名压力下各基金公司抱团取暖的投资方式，基金重仓股同样存在阶段性交易机会。



相关研究报告

《二力博弈定起伏

需求为媒选行业》

——2012 年 A 股投资策略

《谋定后动仍需等

防守反击最当先》

——2011 年 4 季度 A 股投资策略

《市场将反复探底

业绩成选股核心》

——2011 年 9 月份 A 股投资策略

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 15

临近年末，各家结构纷纷发布 2012 年 A 股投资策略报告以对未来年的市场走势和机会把握提出预判，但无论结论如何，分析的核心因素均聚焦于两个方面：其一，经济增速主导下的上市公司业绩前景；其二，政策微调预期下的流动性改善趋势。对于 12 月份而言，我们认为，这两个问题依然是主导市场走势的核心，但对于结构性机会的把握，除我们在年报中提及的以终端需求为出发点外，季节或事件性所主导的主题性机会在 12 月份或将更为异彩纷呈。

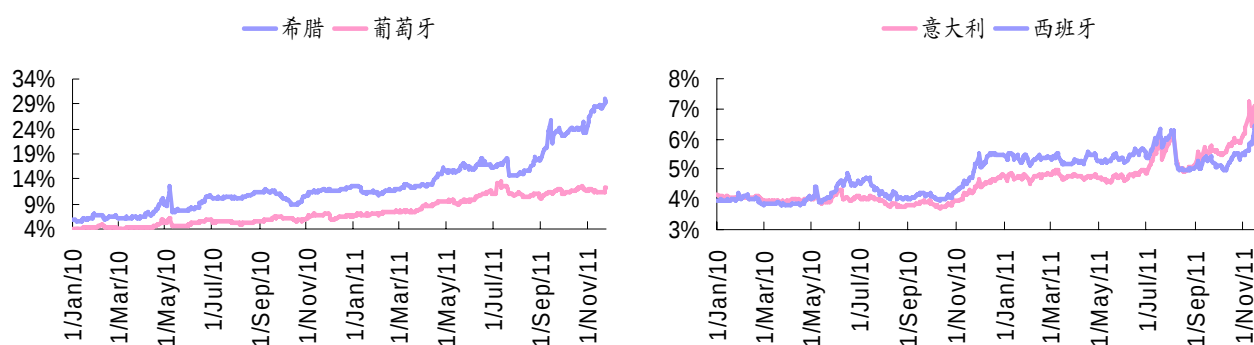
1. 欧债危机蔓延不断 国内景气低迷不改

一方面是外围需求减弱对国内经济增长的压制，另一方面则是经济结构调整下终端需求的青黄不接，国内经济景气低迷且 GDP 增速重心下行的态势依旧没有改变。与此同时，CPI 增速水平的回落尽管为管理层的货币调控提供了更为宽裕的腾挪空间，但是通胀回落对于利润增速的压制同样不容忽视，于是终端需求不足和通胀回落共同导致了工业企业的盈利压力，进而令投资者始终难以摆脱对上市公司业绩增速下滑的担忧。

1.1 欧债之殇远未止 美国前景仍坎坷

目前来看，欧美经济的疲弱不振显然难以在短期内得以改善，若能止住颓势就已足够令管理者和投资者感到宽慰。进入 11 月下旬，欧债危机的主角逐步由之前的希腊演变为意大利、西班牙，甚至连身为欧元区经济主导国的法国亦出现了信任危机，随后欧债危机的连锁反应继续蔓延，葡萄牙、匈牙利和比利时等多个国家的信用评级先后遭到评级机构下调，而且惠誉也指出欧洲危机的蔓延将威胁美国银行的评级展望。

图 1：欧债危机渐成蔓延之势

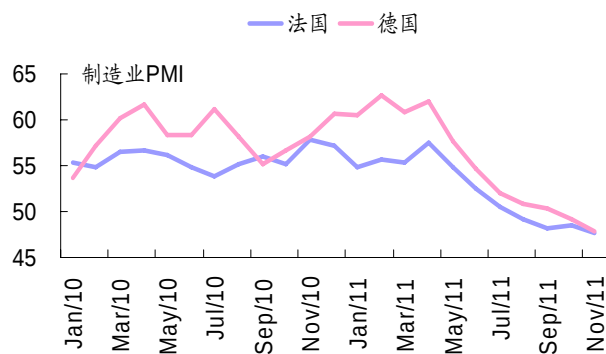
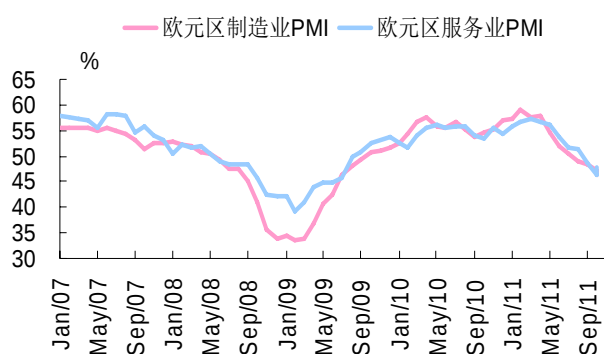


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

在欧洲主权信用危机不断蔓延的同时，以欧元区 PMI 为表征的景气指标则持续回落，加之通胀水平的震荡上扬，欧元区目前进退维谷的不堪境遇无疑与中国 2010 年后期的态势颇为相似。尽管 11 月初的降息行为已然表明，遏制经济颓势成为欧元区的核心任务，但是考虑到宽松政策效应边际递减及不可忽视的通胀水平，我们认为欧债之殇远未终止，其经济增速下行趋势的扭转尚待时日，而且每当欧猪五国面临大量主权债务到期时，投资者的担忧都将因其而陡然攀升。

图 2：欧元区经济景气继续下行

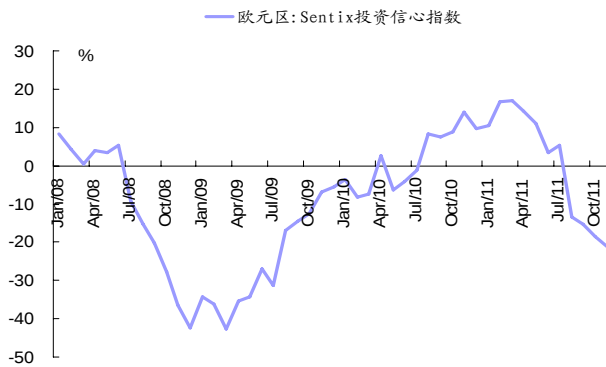
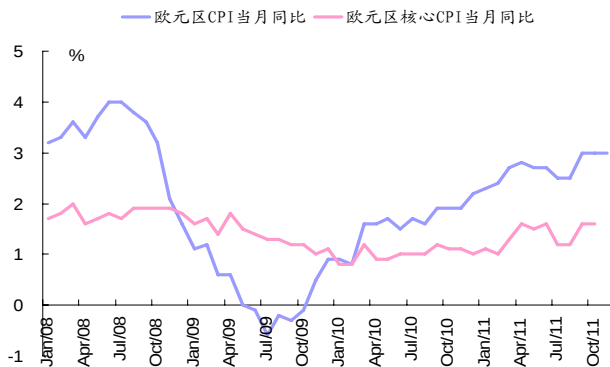
图 3：德法两国景气震荡回落



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 4：欧元区通胀水平继续震荡抬升

图 5：欧元区投资信心持续回落



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

尽管相比欧洲，美国的主权信用问题要小得多（即使三大评级机构均将美国经济前景下调至负面），但是近期数据显示，其三季度 GDP 增速修正值较之前的初值下调了 0.5 个百分点至 2.0%，明显低于市场此前预期。而且，与就业市场低迷不振相对应，美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值向下修正，并低于 64.5 的市场预期；另外与消费市场一样，主导美国经济前景的房地产市场也同样没有出现明显改善。由此，我们认为虽然财政一体化令美国在主权债务问题的解决方面较欧元区有诸多优势，但是两党就减赤议案争论的此起彼伏至少说明美国债务危机的化解也并非朝夕之事，在“没有最差，只有更差”的现在，美元指数的持续

走高仅能说明美国相对于欧元区获得了相对优势，而非证明美国经济已经重返复苏之路。

图 6：美国景气指标继续回落

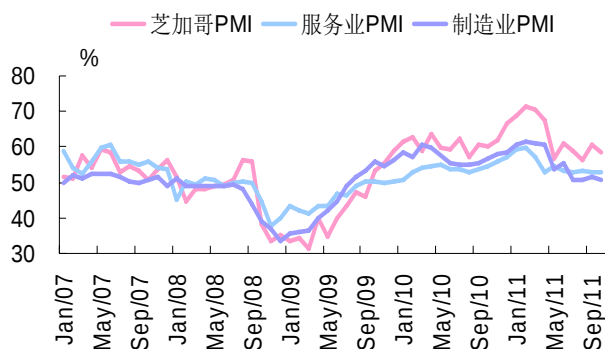
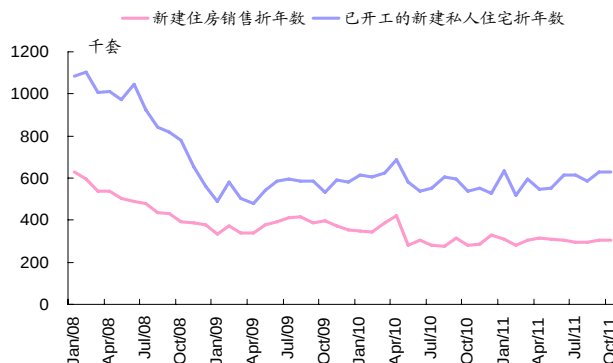


图 7：美国房地产市场依然低迷

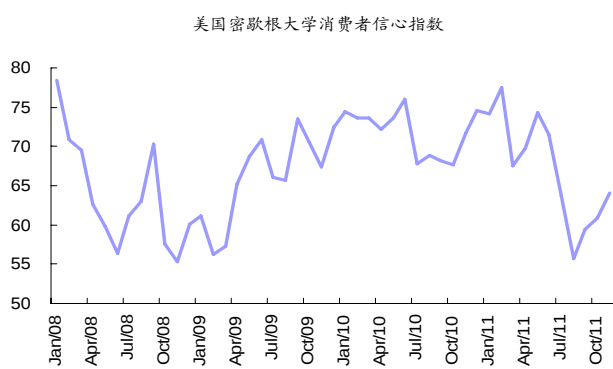


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 8：就业市场改善陷入停滞



图 9：消费者信心指数有所回升但仍居低位



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.2 PMI 指数再创新低 盈利增速大幅回落

外围经济不确定性不断强化的同时，国内经济前景也愈发不堪，11 月 48% 的汇丰中国 PMI 初值不仅较上月回落 3 个百分点，而且也创出了 2008 年 3 月以来的新低，而随后发布的中采 PMI 数据同样创出近 31 个月的新低。

就中采 PMI 分项指标而言，在原材料库存指数继续回落的同时，产成品库存指数却出现显著回升，两组数据的对比表明企业未来一段时期内将再度进入去库存阶段。而对比过往六年，我们看到，2011 年 11 月 PMI 指数的回落幅度仅小于 2008 年时的情况，而远高于其余五年；与之对应的是，代表终端需求的新订单和新出口订单指数在 11 月份双双出现了显著回落，并远高于除 2008 年外的其余五年。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 10: PMI 指数回落预示经济前景不佳

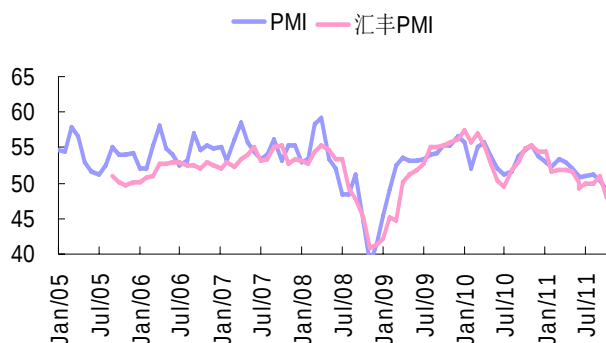
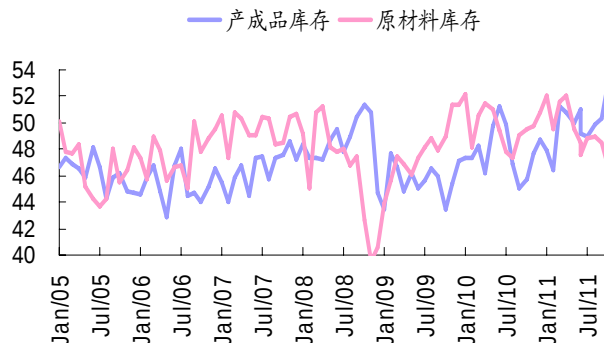


图 11: 产成品库存陡升增加去库存压力



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 12: 11 月 PMI 回落程度反季节性回落

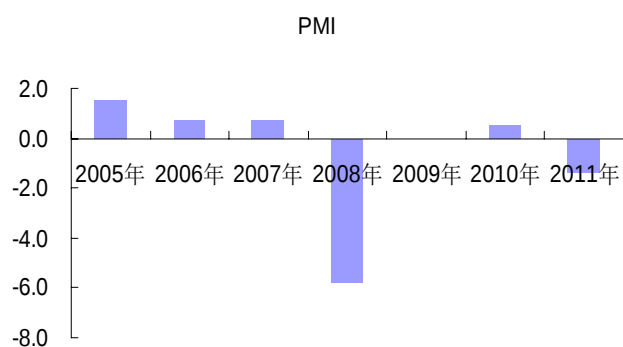
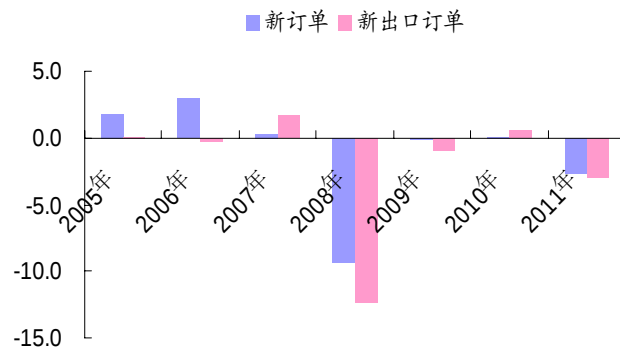


图 13: 11 月订单指数回落程度普遍高于历史同期



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 14: CPI 同比增速仅需快速回落期

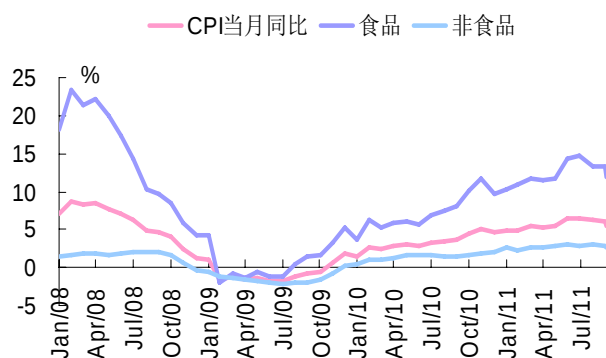
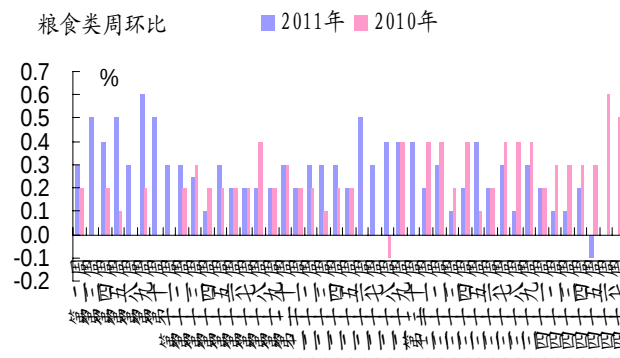


图 15: 食用农产品价格周环比整体回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

一方面, 景气程度下降预示着终端需求的持续萎缩; 另一方面, 食用农产品价格回落及翘尾因素减弱都将推动 CPI 同比增速的持续下降, 在两方面因素的合力压制下, 规模以上企业了利润增速短期内仍难见拐点。统计局数据显示, 1-10 月份, 规模以上工业企业利润同比增长 25.3%, 较 1-9 月份回落 1.7 个百分点, 跌幅有

所扩大，而同期主营业务收入同比增速较小的回落幅度则再度表明企业盈利能力减弱的态势仍未改善。

图 16: 工业企业利润增速显著回落

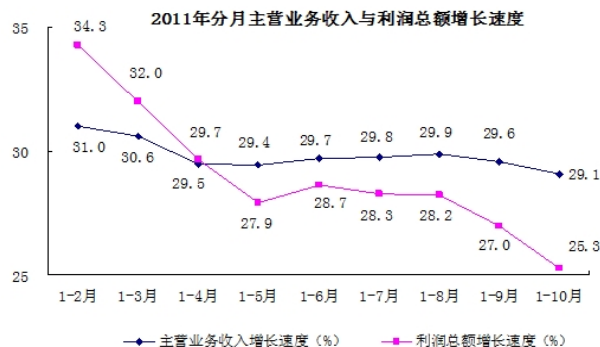
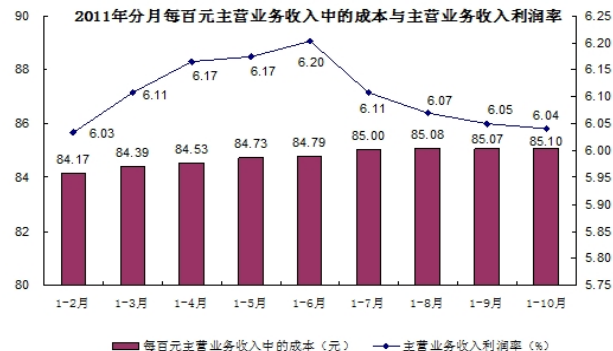


图 17: 成本压力再度提升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

分行业来看，尽管相对于中下游企业行业而言，上游资源类行业继续保持较高的利润增速，但是其增速水平逐步回落的态势已然十分清晰，其中“有色金属冶炼及压延业”和“化学原料及化学制品制造业”1-10月份的利润同比增速较1-9月份回落了5.7和6.8个百分点，降幅十分明显。在终端需求不足且通胀水平回落的双重压之下，盈利能力衰减正在由中下游行业向上游行业蔓延。

表 1: 十大重点行业规模以上工业企业利润增速变动情况

	Jun/11	Jul/11	Aug/11	Sep/11	Oct/11	较上月变动
黑色金属矿采选业	61.70%	58.70%	54.50%	55.20%	57.40%	2.20%
交通运输设备制造业	13.10%	13.20%	11.50%	11.40%	12.10%	0.70%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	3.60%	-1.50%	2.10%	-2.50%	-2.30%	0.20%
石油和天然气开采业	37.70%	37.20%	36.30%	40.40%	38.50%	-1.90%
电力、热力的生产和供应业	7.30%	6.90%	5.40%	0.70%	-3.50%	-4.20%
黑色金属冶炼及压延加工业	6.90%	17.10%	22.80%	21.30%	16.70%	-4.60%
有色金属冶炼及压延加工业	48.50%	56.50%	64.60%	61.90%	56.20%	-5.70%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-66.00%	-77.00%	-85.30%	-83.90%	-89.80%	-5.90%
化学原料及化学制品制造业	57.10%	56.60%	55.60%	51.20%	44.40%	-6.80%
化学纤维制造业	49.80%	41.10%	39.50%	29.70%	17.20%	-12.50%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 政策微调断续进行 全面改善尚需时日

对于政策微调的预期首先在央行三季度货币政策执行报告中得以验证，随后法定存款准备金率的下调则再度强化了这一预期。然而我们认为以下两点值得说明：其一，政策微调是间断实施的，不会是类似于 2008 年底的那种突击型放松；其二，政策微调的实施并不会立刻促使偏紧的流动性环境出现扭转，从流动性的预期改善到流动性的实质性改善需要时间。

10 月底四大行新增贷款的大幅增加，令市场对于货币信贷政策微调的预期开始加强，并由此推动市场出现了持续两周的反弹。11 月中旬，央行在其发布的《2011 年第三季度中国货币政策执行报告》中指出，“巩固经济平稳较快发展的良好势头，保持物价总水平基本稳定”，相比其在《2011 年第二季度中国货币政策执行报告》中“坚持调控的基本取向不变，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，出现了明显的变化，“适时适度进行预调微调”的思想得到初步印证。就央行政策方针呈现微调趋势的原因，我们认为从最近两期的货币政策执行报告中有关表述可以清楚的看到：其一，对于通胀的判断，由“物价形势仍不乐观”转变为“物价过快上涨的势头得到初步遏制”；其二，对于国内经济前景的判断逐步转向谨慎，并强调“加强系统性风险防范”。

表 2：未来货币政策调控思路有所转变

	二季度	三季度
总括	坚持调控的基本取向不变， 继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务 ……处理好保持经济平稳较快增长、调整经济结构和管理通胀预期之间的关系	根据经济形势变化， 适时适度进行与预调微调 ，巩固经济平稳较快发展的良好势头，保持物价总体水平基本稳定
货币工具及总量调控	保持合理的融资规模…… 加强流动性管理 ……保持银行体系流动性合理适度， 促进货币信贷适度增长	保持货币信贷总量和社会融资规模的合理 适度增长 。继续优化流动性管理……保持银行体系流动性处于适当水平， 合理引导货币市场

信贷结构调整、金融服务水平提升

在保持必要总量调控力度的同时，引导更多的资金投向“三农”和中小企业，做好就业、助学、扶贫等金融服务。……改进和完善对战略性新兴产业、节能环保产业、现代服务业、科技自主创新以及农田水利建设等地金融支持，严格控制高耗能、高排放、产能过剩行业的贷款，支持低碳经济。发展消费信贷，支持扩大内需。继续做好促进区域经济协调发展的金融支持。进一步落实好差别化住房贷款政策，对符合条件的保障性住房建设项目及时发放贷款，促进房地产健康平稳发展。

加强信贷政策与产业政策的协调配合，引导金融机构把握好贷款投放进度和节奏，切实做到有保有压，保证在建、续建项目的资金需要，重点支持符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程，严格控制高耗能、高排放、产能过剩行业的贷款。……进一步加大对中小企业特别是小微企业和“三农”的有效信贷投入，力争银行对小微企业贷款的增速不低于全部贷款平均增速，增量高于上年同期水平，对达到要求的小金融机构继续执行较低的存款准备金率，同时加强有利于为小微企业及“三农”服务的金融组织体系建设，促进小金融机构改革与发展。……加强对民间借贷的监测分析……

利率市场化改革、人民币汇率形成机制改革

add: 推进在银行间外汇市场挂牌人民币对新兴市场货币交易，更好地为跨境贸易人民币结算业务服务。

金融市场发展、金融企业改革

……推进已改制大型商业银行完善现代金融企业制度……继续研究深化农村信用社改革……

大力发展金融市场，优化融资结构，继续鼓励金融创新，拓宽小微企业融资渠道，加强金融市场基础性制度建设，完善市场法律法规……继续研究论证中国进出口银行改革方案。尽快推动落实中国出口信用保险公司改革实施总体方案……。抓紧研究和论证中国农业发展银行全面改革的方案……

资料来源：人民银行网站，渤海证券研究所

我们认为，货币政策微调是市场流动性现状所提出的内在要求。一方面，近期数据显示，在美元指数持续反弹的同时，人民币升值预期逐步回落，一年期美元/人民币 NDF 已然回升至美元/人民币的即期报价之上，表明人民币未来存在贬值预期，加之 10 月数据显示资金出现明显外流，为了对冲基础货币的减少，央行有对货币政策进行微调的必要性；另一方面，包括 2012 年 12 月在内的未来三个月到期央票较少令央行通过公开市场调控流动性水平的工具明显匮乏，而政策微调则有利于央行有序开展公开市场操作。11 月 30 日晚间央行宣布于 12 月 5 日下调法定存款准备金率的行为，就是为了对冲资金外流和应对未来央票到期较少而对流动性产生的不利冲击。

图 18: 美元指数

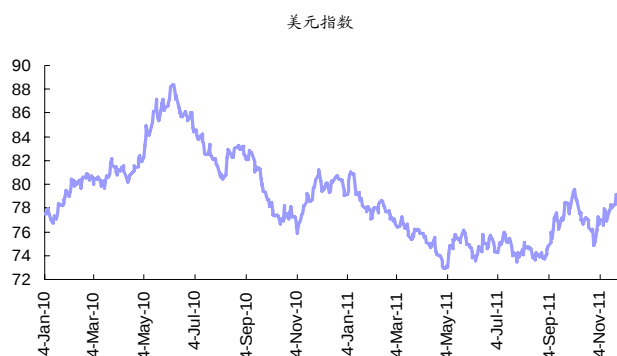
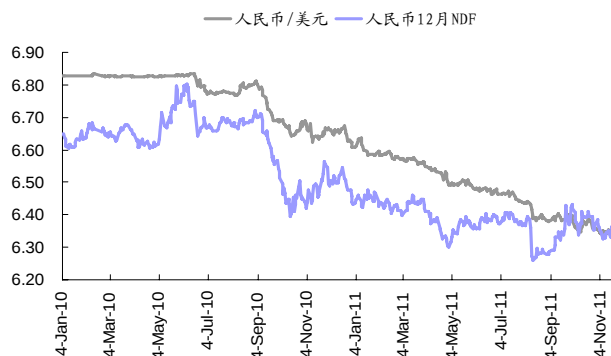


图 19: 人民币升值预期



资料来源: 彭博, 渤海证券研究所

图 20: 热钱外流导致外汇占款显著减少

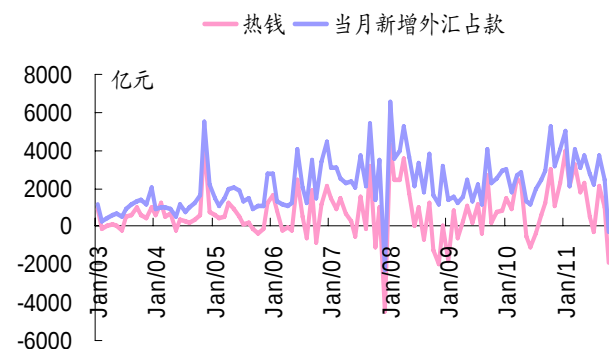
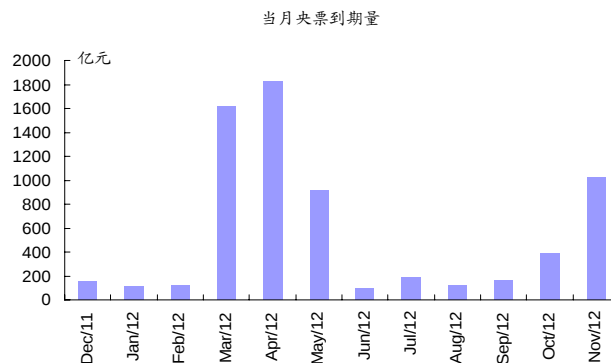


图 21: 未来三个月央票到期十分有限



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

对于未来货币政策演进方式, 我们延续 2012 年年度策略观点, 认为一方面经济增速和通胀水平的双双回落为货币政策微调提供了实施的基础, 另一方面为了应对热钱流出对国内流动性环境可能产生的冲击, “预调微调”显然是十分必要的。综合而言, 2012 年货币政策的调控思路将由“中性偏紧”过渡到“实质中性”, 货币信贷过于严苛的管制将得到逐步改善, 但是我们继续提请投资者注意的是, 政策微调的实施将是一个审时度势的渐进过程, 恰如央行所言“物价稳定的基础还不牢固”, “全球极度宽松的货币条件”、“经济内在扩张的压力”以及“劳动力成本、服务业及非贸易品价格等持续和刚性的上升”等均令物价走势存在不确定性, 于是期许货币政策大幅放松, 并主导流动性出现类似 2008 年底那种泛滥式的转变是不现实的, 2012 年流动性的改善过程将是一个温和且缓慢的过程。

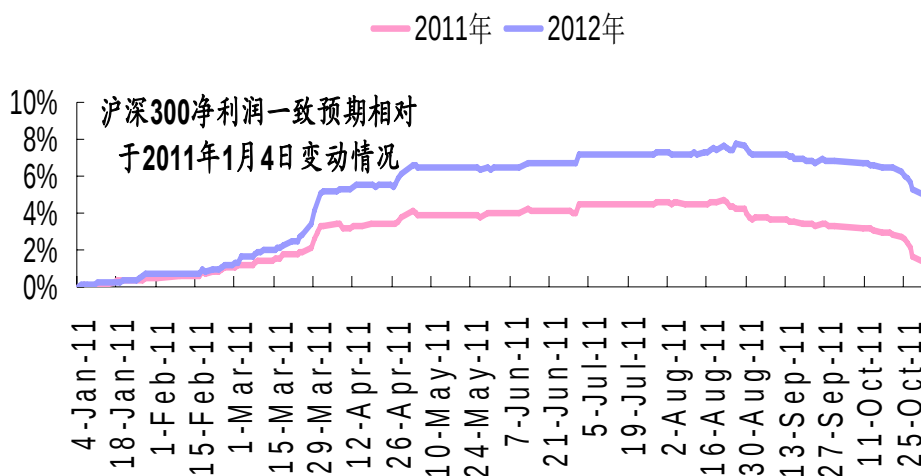
3. 箱体震荡难改变 兼顾配置与交易

3.1 纠结因素互有攻守 震荡整固依然为主

在之前发布的 2012 年年度策略报告中，我们以经济形势主导下的业绩增长前景和政策微调主导下的估值波动前景为核心，对 A 股市场未来一年的趋势做出了相应预判。利用这一分析框架，我们同样可以对未来一个月 A 股市场的收官之作加以探讨，两者的区别主要在于，我们将立足于近一个月内可能发生的重要事件，综合分析 A 股市场在这些因素合力影响下的可能走势。

首先，12 月份国内外统计数据的发布将再度修正投资对于国内外经济前景的预期。对此我们认为，一方面国内外需求的趋势性萎缩尚未结束，终端需求减少对企业收入增长的压制不会改变，另一方面中采 PMI 数据表明，产成品库存大幅提升，这将令企业进入新一轮的去库存阶段，加之已成定局的 CPI 回落趋势，企业盈利能力将继续受到压制。综合而言，在收入增速下滑与净利率水平回落的共同压制下，上市公司业绩增速将进一步下滑，但数据的确认将要等到 2012 年 3、4 月份财务报表的发布。

图 22：财报发布促使沪深 300 成分股业绩一致预期出现显著回调

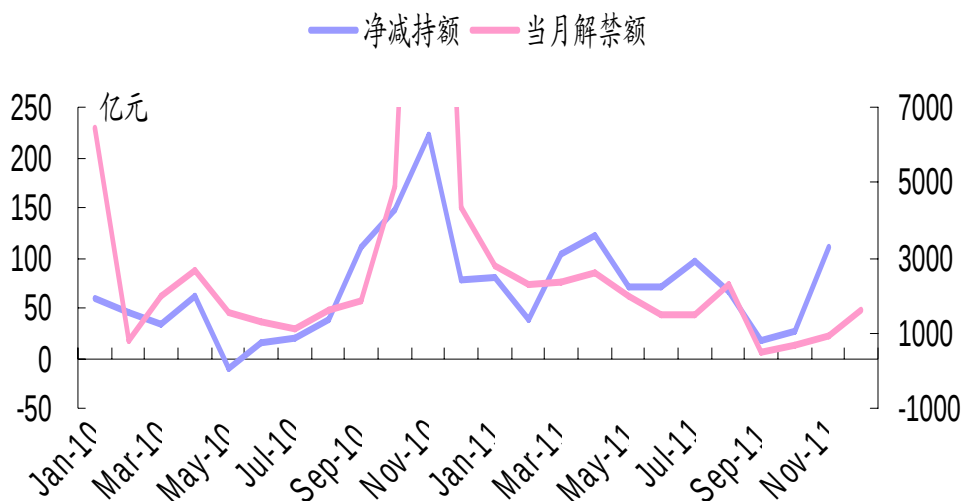


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

其次，就主导估值波动的流动性而言，政策微调演进、年底资金运作和外汇占款变动将成为左右宏观流动性的核心，而 IPO、再融资和各类大小非的减持行为则将成为主导 A 股市场资金需求的关键。在宏观层面，我们始终强调政策微调的推进将是渐进的，贸易顺差额度降低不仅减弱经常项目下的资金流入，而且因此减

弱的人民币升值预期还可能导致资本项目下资金的持续流出，加之年底结账期和12月份到期央票较少等因素制约，宏观层面流动性难以出现明显的实质性改善。就A股市场本身而言，一方面以新华人寿为代表的大盘股回归将在12月份继续对市场存量资金产生分流；另一方面，12月份大小非解禁市值再度提升，而且历史数据显示，重要股东二级市场净减持额与当月解禁额间存在同向性，于是12月份的减持额度或将超过11月份110亿元的水平；此外，定向增发等行为的推进也将加剧市场的资金外流。因此，我们认为12月份A股市场仍面临较大的资金需求，相对于较为匮乏的资金供给，A股市场估值的提升动力显然不足。

图 23：重要股东二级市场减持额与大小非解禁市值同向波动



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

最后，12月份往往迎来政策的密集出台，除一年一度的中央经济工作会议引人关注外，有关产业政策及来年一号文件的传闻与猜测也将对A股市场产生显著影响。相对于中央经济工作会议动向更多地是对A股市场整体趋势产生影响不同，产业政策及来年一号文件的消息和传闻则更多地成为投资者标的选择（至少是短期交易性机会选择）的指挥棒。

综上所述，12月份经济增速回落的趋势不会改变，并继续成为压制市场的重要因素；另一方面，法定存款准备金率下调虽然印证并强化了货币政策微调的总体方向，但是流动性由“预期改善”到“实质改善”无疑尚需时日，而且发行在即的大盘股无疑也强化了年底资金面的紧张。因此考虑到投资环境的改善不会一蹴而就，短期内政策春水尚难以融化市场坚冰，我们认为震荡整固仍将是12月份A股市场的主要态势，期间中央经济工作会议等事件能否能进一步强化政策微调预期，将成为市场能否再度出现阶段性反弹的关键。

3.2 终端需求仍关键 季节特征可兼顾

考虑到 A 市场整体运行环境尚未出现实质性改善，目前尚非大举进攻之时，控制仓位对于多数投资者而言依然至关重要，对于投资品种的推荐，我们一方面坚持 2012 年 A 股市场投资策略年报中的相关观点，以终端需求为出发点选择因政策扶持和社会变革而受益的行业主题；另一方面，考虑到年底将至，我们建议投资者兼顾年末季节性特征，重点关注受益十二五规划或一号文件的相关产业，以及渐次拉开序幕的高送转行情，此外考虑基金排名压力下各基金公司抱团取暖的投资方式，基金重仓股同样存在阶段性交易机会。

5. 股票池

鉴于 12 月份 A 股市场仍将维持震荡整固的总体判断，我们继续通过仓位控制规避波动风险，并基于 12 月份的策略选择，将有终端需求保障的主题行业作为首先标的，并适时配置主题类，在仓位维持在四成的情况下平均分配于从中遴选出的 6 只个股。

表 3：2011 年 12 月份投资组合

组合收益与沪深 300 指数对比情况						
组合起始日期		09-02-04	对比指数		沪深 300	
起始资金（元）		1000000	起始日期点位		2166.41	
最新总市值（元）		1646120	最新点位		2521.39	
最新收益率		64.61%	最新涨幅		16.39%	
当前持仓品种概览				（单位：元，股）		
股票 代码	股票 简称	持仓 成本	持有 股数	最新 PE	当前 市值	占组合 比重
600267	海正药业	36.64	2900	39.79	106256	6.45%
600276	恒瑞医药	31.22	3500	40.32	109270	6.64%
300253	卫宁软件	40.20	2700	36.56	108540	6.59%
600125	铁龙物流	10.43	10500	23.72	109515	6.65%
300079	数码视讯	25.88	4200	27.10	108696	6.60%
002291	星期六	9.52	11500	32.09	109480	6.65%
合计股票市值					651757	
资金余额					994363	
组合总市值					1646120	

注：其中价格数据为 2011 年 12 月 05 日收盘价；PE 为以 TTM 为计算基准

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君	吴慧	刘啸
渤海证券研究所机构销售部经理 华南区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华东区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华北区销售经理
座机: 86-22-28451995	座机: 86-10-68784269	座机: 86-10-68784275
手机: 13502040941	手机: 13811199719	手机: 13810427284
邮箱: zhuyanjuan@bhzq.com	邮箱: wuhuihui09@gmail.com	邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

 渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn