

## 相关研究

《实体经济观察 2019 年第 5 期：节前的萎靡》2019.01.31

《为什么市场底会先于经济底？——兼论本轮股市反弹的原因》2019.01.27

《实体经济观察 2019 年第 4 期：期待万亿规模减税》2019.01.24

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:ljl11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

## 便宜就是硬道理！ ——再论为何我们看好股市、看淡房市？

### 投资要点：

- **经济继续下行、现金并不为王。**进入 19 年以来，中国经济依然在继续下行，1 月地产汽车需求和工业生产双弱。与此同时，1 月以来信用违约事件不停，而上市公司的商誉地雷不断爆发。基于经济下行、风险频发的预期，18 年末的主流观点是未来应该把资金安全放在首位，首选现金、黄金、国债等安全资产。但今年以来持有国债指数的回报大约是 1%，持有现金和人民币黄金的回报率大约是 0.3%，而 A 股的主要指数涨幅基本都在 5% 以上，也就是说到目前为止安全资产的表现远远比不上股票类资产，现金并不为王。
- **债市备受青睐，奈何利率太低。**为何安全资产今年的表现没有预期中的那么好？原因其实在于购买的价格，目前的安全资产卖的并不便宜。以余额宝代表的现金类资产为例，目前其收益率约为 2.6%，处于历史最低位附近。这意味着目前的余额宝其实卖的很贵，所以导致我们根本赚不到什么利息了！而今年以来的经济、通胀下行，风险事件爆发等都对国债有利，但国债就是涨不动，国债利率的降幅相当有限，原因在于目前的国债利率已经接近历史低点，相当于国债是以历史上的相对高价在出售，卖的太贵了，想赚大钱当然不容易了。
- **估值历史低位，A 股足够便宜。**为什么今年的股市出现逆势上涨，一个重要的原因在于目前的 A 股卖的非常便宜。如何定义股价的高低？不是看点位，而是看估值。比如很多人眼中美股年年疯涨，是个巨大的泡沫，但其实标普 500 的市盈率是 20 倍，仅略高于过去 150 年的 16 倍平均估值，泡沫并不大。同样用市盈率来看 A 股，目前上证指数的 PE 为 11 倍，低于 05 年最低的 17 倍和 08 年最低的 13 倍，当前的 A 股比过去两次大熊市的最低点还要便宜很多。
- **租售比创新低，房价其实很贵。**虽然很多人对 19 年的楼市报以很高的期待，认为政策会重走刺激地产的老路，但至少到目前为止，中原房价指数等多项企业和行业协会层面的数据显示，全国二手房价已经持续下跌了 4 个月，一线城市房价在过去半年都在下跌。我们认为当前的房市缺乏投资价值，因为房子的估值太贵了。根据中原地产的数据，一线城市的租售比在过去 10 年从 3.5% 降至 1.6%，倒过来算相当于估值从 29 倍升至 62 倍，处于历史高位附近。
- **过去房市领涨，未来股市更好！**过去十年，中国房市是资产配置的最大赢家，而股市则是最大输家，这与美国 1960/70 年代极其类似，根源原因其实在于货币超增，高通胀预期下房市估值提升，而高利率则是压缩股市估值。而在 1980 年代以后，美国的股市大涨，而房市涨幅跑输了现金资产，原因在于货币从超增变成低增，通胀预期和租金回落对房市不利，而利率下降提升股市估值。当前中国的政策也转向收货币，利率下行将支撑股市估值不再下降，而过去十年中国上市公司的利润增速与 GDP 名义增速相当，未来只要中国经济能保持 4-5% 的中速增长，企业盈利增速保持在 7% 左右，那么十年后的中国股市具备翻番的潜力，股市应是当前中国大类资产配置中最有价值的资产。

## 目 录

---

1. 每周交流与思考 .....	3
2. 经济: PMI 线下微升 .....	10
3. 物价: 通胀仍趋下行 .....	10
4. 流动性: 宏观审慎管理 .....	10
5. 政策: 全面建成小康社会 .....	11
6. 海外: 特朗普发表国情咨文, 欧元区经济增速放缓 .....	11

## 1. 每周交流与思考

### 一、经济继续下行，风险事件不断。

进入 19 年以来，中国经济的风险依然在不断释放：

#### 经济继续下行，需求生产双弱。

1 月份中采制造业 PMI 虽然微幅回升至 49.5%，但仍处于 50% 的荣枯分界线之下，指向制造业还在继续收缩。

从中观数据观察，1 月经济呈现供需双弱。需求端的地产销售大幅下滑，其中碧桂园、万科、恒大三巨头的销售面积降幅均在 30% 左右或以上，前十大地产商的房地产销售面积同比下降 26%，这也是 17 年以来的首次负增长，说明地产市场的形势急转直下，连龙头公司也无法避免销售的下滑。而 1 月份的乘用车零售降幅虽然大幅收窄，但乘用车批发降幅依旧超过 20%。

从生产端来看，6 大电厂 1 月发电耗煤增速同比下降 7%，比去年 12 月降幅明显扩大。但由于今年的春节早于去年，因此 1 月份的下滑其实是在节前赶工的情况下取得的，剔除春节效应之后，春节前两周发电耗煤同比降幅高达 26%。从钢铁行业来看，1 月中旬全国粗钢产量同比增长 5.7%，也低于去年 12 月的 7.1%。

此外，1 月重卡销售同比下降 12%，也是在两个月短期转正之后再度出现负增长。

#### 信用风险不停，商誉地雷不断。

进入 19 年以来，信用事件仍在不停发酵。

到目前为止，已经有 18 康得新 SCP001 等 15 只债券违约，涉及金额 106 亿元。而康得新在 18 年 3 季报公布的货币资金高达 150.14 亿元，却还不起 15 亿元的两期超短融，引发市场对民企财务报表的信任危机。

随后在二级市场上，康美药业、庞大汽贸集团、中国民生投资等公司的多只债券均遭到市场大幅降价抛售，而这三家公司的总债务超过 1000 亿元。

而在 1 月的最后几天，数百家上市公司密集发布 2018 年预盈利转为预亏损的业绩爆雷公告，亏损总额预计在 3000 亿元左右，其中天神娱乐的市值不到 40 亿元，而预亏金额高达 73-78 亿元，其中商誉减值 49 亿元。

从 2015 年开始，上市公司掀起并购的狂潮，产生了超万亿元的商誉，而按照 3-4 年的业绩承诺期，2019 年是上市公司并购业绩承诺的集中到期节点，而由于回报普遍不达预期，从而产生了巨额的商誉减值压力。

### 二、都说安全至上、现金并不为王。

在 18 年末，基于经济继续下行、信用风险频发的预期，主流的观点是未来应该把资金安全放在首位，首选现金、黄金、国债等安全资产。

但是到目前为止，从大类资产的表现来看，安全资产的表现其实并不出色。以余额宝为例，今年以来的年化收益率约为 2.6%，到 2 月上旬实现的绝对收益约为 0.3%。1 月份伦敦黄金价格涨幅为 3.05%，但由于今年 1 月份人民币兑美元升值了 2.3%，因此 1 月份人民币黄金价格涨幅仅为 0.3%。而在去年未被广泛看好的国债，到目前为止中证国债指数今年的绝对涨幅大约是 1%。

也就是说，今年以来在国内如果是持有国债指数，大约能获得 1% 的回报；如果持

有现金和人民币黄金，回报率大约是 0.3%。

但是如果持有了股票资产，到目前为止 A 股的主要股票指数涨幅基本都在 5% 以上，其中上证指数涨幅为 5%、沪深 300 指数涨幅为 7.9%。

也就是说，到目前为止安全资产的表现远远比不上股票类资产，现金并不为王。

### 三、债市备受青睐，奈何利率太低。

为何安全资产今年的表现没有预期中的那么好？

原因其实在于购买的价格，目前的安全资产卖的并不便宜。

比如说现金类资产，在投资的时候我们所说的现金并非放在钱包中的纸币，而泛指货币基金这一类可以随时提现的生息资产。

还是以余额宝为例，其成立于 2013 年，除了成立初期以及 2016 年的部分时间以外，其年化收益率基本都在 2.5% 以上，最高在 2013 年达到过 7%、而在 17 年下半年和 18 年初也达到过 4% 以上，但目前其收益率仅为 2.6%，位于历史最低点附近。

因此，如果在 13 年购买 100 元余额宝，持有 1 年可以得到 6 元以上的利息。即便是在 18 年初购买 100 元余额宝，持有 1 年的利息收入也在 4 元左右。但如果现在去买 100 元余额宝，持有 1 年的利息收入只有 2.6 元左右，这意味着目前的余额宝其实卖的很贵，所以导致我们根本赚不到什么利息了！

### 再来看债市，为什么 19 年的国债回报率很可能远低于 18 年？

18 年的债券大牛市当中，中证国债指数的涨幅高达 8.64%，远好于上证指数 24.6% 的跌幅。为什么 18 年国债指数的涨幅这么大，主要有两个来源：一块是利息收入，另一块是涨价收入，也就是资本利得收入。

中证国债指数的久期大约在 5 年左右，因此可以把它看做一个期限 5 年的国债。2018 年初中国 5 年期国债利率为 3.84%，因此持有 1 年的利息收入就是 3.84%。而在 2018 年末 5 年期国债利率降至 2.96%，1 年内利率下降了 88bp。债券的价格和利率的走势相反，利率下行代表债券价格上涨，而期限越长就涨得越多，5 年期相当于 5 倍的涨幅，因此 0.88% 的利率降幅乘以 5 倍，相当于 5 年期国债价格上涨了 4.4%，利息收入加上资本利得之后的 18 年国债回报率就超过了 8%。

但是，经过过去 1 年的利率大幅下降之后，目前 3% 左右的 5 年期国债利率已经处于历史最低位附近。在过去 10 年当中，除了 08、09 年金融危机的短期时间以外，5 年期国债利率极少低于 2%，绝大部分时间都位于 2.5% 以上。

因此即便假定今年 5 年期国债利率降至 2.5% 的历史相对低点，那么其利率下行幅度也只有 46bp，对应价格涨幅为 2.3%，再加上 2.96% 的票息，持有 1 年的预期回报率只有 5% 左右，远低于 18 年。

为何 19 年持有国债的预期收益率大幅下降？原因就在于目前的债券利率已经接近历史低点，相当于国债是以历史上的相对高价在出售，卖的太贵了，想赚大钱当然不容易了。

因此，虽然今年以来的所有经济、通胀下行，风险事件爆发等都对国债有利，但国债就是涨不动，国债利率的降幅相当有限，到目前为止的 10 年期国债利率降幅仅为 13bp，10 年期国债期货主力合约在 1 月 8 日触及高点后就开始持续回调，原因无他，就因为目前的国债利率太低了，已经充分反映了市场的悲观预期。

### 四、估值历史低位，A 股足够便宜。



19年以来，无论是经济通胀的下行，还是风险事件的频发，其实都对股市不利，尤其是在爆发巨额商誉减记的恶劣事件之后，引发了市场对上市公司业绩大幅下行的恐慌。

但今年以来A股的表现相当强劲，目前的收益率远超债市，就连债市当中表现最好的资产也是与股市相关的可转债，今年以来的中证可转债指数涨幅为6.3%，远超国债的涨幅。

为什么股市不跌反涨？一个重要的原因在于目前的A股卖的非常便宜。

**如何定义股价的高低？不是看点位，而是看估值。**

通常大家看A股表现好坏，习惯性地以上证指数来衡量。目前的上证指数大约在2600点，和历史最高的6124点相比下降了超过一半。但有人说，08年的上证指数也跌到过1664点，05年甚至一度跌至1000点以下，因此目前上证指数的2600点算不上特别便宜，未来可能还会下跌。

但如果我们只是以股票指数的点位来衡量股价的高低，那么美股是看不懂的。因为美国的股票指数几乎每年都在创新高，现在的标普500指数高达2700点，10年以前最低曾跌至666点，而在40年以前只有100点，如果只看股票指数，那么美国股市看上去就像是一个疯狂的泡沫。

但事实上，目前全球股票基金50%的资金都长期配置在美国市场，股神巴菲特也是长期持有美股，这些聪明人已经用行动告诉我们，他们眼中的美股是有长期投资价值的，这说明美股的泡沫没有单纯看股票指数的点位那么可怕。

原因在于，真正衡量股价高低的并不简单是我们付出的价格，还在于股市能提供的回报。而对于上市公司而言，我们购买股票以后，上市公司会通过日常经营形成税收收益，这其实是我们的投资回报。因此，真正衡量股价高低的是股价与每股收益的比值，也就是市盈率（PE）。

因此，虽然美国的标普500指数目前高达2700点，但是其PE估值大约在20倍，而在过去的150年标普500指数的平均估值为16倍，这意味着虽然美国股市经历了多年上涨，但其实泡沫化程度相当有限。

**用市盈率来看A股，目前比过去两轮大熊市还便宜。**

如果看上证指数，05年的998点和08年的1664点都比现在的2600点要低很多。但如果看市盈率，05年上证指数PE为17倍，而08年的市盈率最低到过13倍，其实都高于当前11倍的估值。这意味着从市盈率角度来看，当前的A股比过去两次大熊市的最低点还要便宜很多。

**高估值很难赚钱，低估值才能赚钱。**

事实上，中国A股诞生近30年以来，上证指数的平均市盈率高达43倍，其中在90年代成立初期的市盈率超过100倍，在2000年代初期的市盈率超过60倍，由于初始定价偏贵，A股在不长的历史当中一直处于消化估值的过程，这就使得A股的投资回报看上去乏善可陈。

但是如果把握住A股市盈率在每一个年代波动的中枢，并选择在低位时买入，其实是可以赚钱的。

比如说1990年代上证指数的平均市盈率为80倍，其中最便宜的时期是1995年的24倍，而如果在95年买A股，到99年可以翻3倍。

2000年代上证指数的平均市盈率为37倍，其中最便宜有两次，一次是05年10月份的17倍，另一次是08年10月的13倍，在这两个时点买A股，到2009年末分别涨了3倍和两倍。

而在 2010 年代上证指数的平均市盈率为 14 倍，其中最便宜的有两次，一次是 14 年 4 月的 9 倍，当月上证指数跌到过 2000 点以下，当时买上证指数到现在依然赚了 30%。另一次就是 18 年 12 月的 11 倍，而 19 年以来的 A 股上涨看似没有任何经济数据的支撑，其实有一个理由很充分，那就是估值足够便宜。

## 五、租售比创新低，房价其实很贵。

说到投资机会，就不能不提房地产，而我们的观点还是一如既往，也就是当前的房市缺乏投资价值。为什么这么说呢？原因其实很简单，因为房子的估值太贵了。

如何衡量房价的高低？

**类似于股价的市盈率，衡量房价高低的重要参照是租金回报率。**

我自己来上海是 2005 年，最开始一直租房子住，记得 07 年租在浦东世纪大道的竹园小区，当时小区房价大约 1.5 万元/平米，我们租的房子大约 60 平米，月租金 2600 元，折合租金回报率大约 3.5%。而现在这个小区的房价大约在 8 万元/平米，60 平米房子的月租金约 6000 元，租金回报率大约在 1.5%。

而根据中原地产的数据，北上广深四大一线城市在 08 年初的租金回报率均值为 3.5%，到 18 年末降至 1.6%，这一降幅和我们的观察结果差不多。

如果将租金回报率倒过来看，房价租金比可以看做是房市的估值，因此 08 年中国一线城市的房市估值为大约是 29 倍，而到 18 年末已经升至 62 倍，而这一水平处于过去 10 年的最高点附近。

## 二手房价格由涨转跌。

在中国研究房地产，有一个很大的困惑是找不到可靠的房价数据。

统计局每个月会公布 70 个城市的新房和二手房价涨幅，根据其公布的数据，在 18 年下半年以后全国新房和二手房的房价环比涨幅扩大，房价同比涨幅明显回升。但去年下半年以后我去过全国许多城市，包括北京、广州、成都、珠海、贵阳等，所了解的信息是各地的二手房价都在下跌，而且跌幅还不小。

鉴于去年 4 季度的全国商品房销售面积出现了负增长，而且 19 年 1 月份降幅还在扩大，房子都卖不掉了怎么可能涨价，统计局的房价数据很难让人信服。

除了统计局以外，还有很多企业和行业协会也发布房价的统计数据，例如中原地产的房价指数显示北上广深以及天津、成都等 6 大城市二手房价在去年下半年出现了明显下跌，平均跌幅为 5%。此外，北京国信达数据公司、中国房地产估价师与房地产经纪学会、清华大学恒隆房地产研究所共同发布的数据显示，全国 376 个城市二手房挂牌价格在过去 4 个月跌了 3%，其中 19 年 1 月份的跌幅为 0.2%。这些企业层面的数据或许更加接近真实情况。

因此，虽然很多人对 19 年的楼市报以很高的期待，认为政策会重走刺激地产的老路，但至少到目前为止，今年持有房产应该是亏钱的。

## 六、过去货币超发，房市独领风骚

综合今年以来国内的大类资产表现，以股市最优、债市次之、现金及黄金再次、而以房市垫底，这与过去十年的表现截然不同。

**货币超发时代，房市最为受益。**

过去十年，中国房市是资产配置的最大赢家。根据中原地产房价指数，08 年初以来四个一线城市二手房价格平均涨幅为 3.6 倍，平均每年上涨 12%。而股市则是资产配置

的最大输家，自 07 年见顶之后股市的累计跌幅超过一半，远远跑输房市。

其实在美国也曾经发生过类似的现象。

不要看美股现在这么牛，但是从 1964 年到 1979 年，美股也曾经整整 16 年没有涨。1964 年的标普 500 指数收于 85 点，而到 1979 年末收于 108 点，这意味着 16 年间标普 500 指数的涨幅仅为 27%，平均每年涨幅不到 2%。而同期美国的房价上涨 3.3 倍，平均每年上涨 8.3%，表现远好于股市。

其实在这两个时期，虽然是在不同的国家，但有一个现象特别类似，都是货币超发。在中国过去十年的广义货币年均增长 15%，而美国的 1960/70 年代的货币长期保持两位数以上增速。

### 房市估值提升，股市估值压缩。

为什么货币超发时代房市最受益，而股市会受损？我们需要分析房价上涨和股市下跌背后的原因。

从租售比的角度，房价的变化可以分解成两部分，一部分是租售比代表的房市估值变化，另一部分是租金的变化。从市盈率的角度，股价的变化同样可以分解成两部分，一部分是市盈率代表的股市估值变化，另一部分是企业盈利的变化。

我们发现，在上述两个时期，房市的上涨同时受益于估值提升和租金上涨，而股市的下跌主要是估值下降，其实企业盈利都是在大幅上升的。

比如从 64 年到 79 年，美国的房价上涨 3.5 倍，其中房租上涨了 2.8 倍，另外一部分涨价来自房市估值提升。在此期间，美国标普 500 的企业盈利也增长了 3 倍，但是由于同期标普 500 的估值从 19 倍降至 8 倍，使得期间美股整体几乎未涨。

从 07 年到 18 年，中国一线城市房价平均上涨 3.6 倍，其中房价租金比代表的房市估值上涨了 2 倍，而其实只有 1.8 倍来自于租金的上涨。而同期中国 A 股上市公司的盈利增长了 2.8 倍，但由于上证指数的估值从 55 倍下降至 11 倍，所以导致股市依旧大幅下跌了一半。

也就是说，美国的 1960/70 年代和中国过去十年都是房市涨幅远超股市，但原因并非因为股市中上市公司的盈利增速不如房租涨得快，而是因为房市估值在提升，而股市的估值在大幅压缩。

这其实和货币超发有关，因为货币高增导致了高通胀预期，所以房市的估值不停提升。而高通胀带来了高利率，美国 70 年代的国债利率一度超过 10%，中国过去的影子银行也可以提供 10% 以上的准无风险收益率，这就使得股市的吸引力大幅下降、估值大幅压缩。

## 七、未来货币低增，股市更有希望

很多人习惯按照历史经验来推导未来：因为过去 1 年的债券大牛市，所以 19 年初债券大卖，好买网上显示过去 1 个月热销基金前十名当中有 4 只债券基金，只有一只股票型基金，其余都是指数或者混合型基金。因为过去 10 年的房地产大牛市，所以很多人对房价的上涨的看法成为一种信仰。因为过去 17 年的上证指数几乎未涨，所以很多人认为中国股市就永远不会涨。

### 过去不代表未来。

在 1979 年的美国，由于股市多年不涨，《商业周刊》写下了“股市已死 (The Death of Equities)”的著名文章，理由是年轻人正在远离股市，由于利率高企，买货币基金可以轻松击败股市，历史证明买房可以抗通胀、而买股票则会颗粒无收。这其实和中国目前的市场情绪有着惊人的类似。

但事后来看,《商业周刊》的这个判断其实是大错特错。从 1980 年初到现在,标普 500 指数涨幅高达 25 倍,年均涨幅高达 8.4%。而同期持有 10 年期国债的年均回报率大约为 6.3%,货币利率均值大约为 4.8%,而持有房产的年均回报率仅为 4.3% (新房销售中间价涨幅),这说明在过去的 40 年在美国投资股票资产是最佳选择,而房产其实是表现最差的资产、连现金都跑不赢。

### 股房估值逆转、利润胜过租金。

为什么会有这样的变化?

首先,最重要的原因来自于估值的变化。

在 80 年代以后,标普 500 的估值从 8 倍回升到了 20 倍,仅此一项就提供了 2.5 倍的股市涨幅,而同期美国的租金回报率基本未变,也就是房市估值未再提升。

其次的区别来自于收益的变化。

在 1960、70 年代,美国的房租价格年均涨幅高达 7%,和企业盈利增速基本相当。但是在 1980 年代以后,美国的房租价格年涨幅只有 4% 左右,远低于同期企业盈利 6% 的增速。因此,40 年累计下来,1980 年以后美国的房租价格涨了 5 倍,而企业盈利增加了 10 倍。

也就是说,80 年代以后之所以美国股市的涨幅高达 25 倍,远高于同期房市 5 倍的涨幅,原因之一是股市的估值修复、比房市多涨了 2.5 倍,原因之二是企业利润稳定增长,比房租多涨了 2 倍。

### 收货币降税负,利好股市表现。

而发生这个变化背后的关键因素,其实在于美国货币增速的变化,从货币高增转向了货币低增时代。

在 1980 年代以后,美国货币增速从两位数降至 6% 左右个位数增长,增速几乎腰斩了一半。货币增速的下降使得通胀预期大幅回落,并带动美国步入低利率时代。而高利率是导致美国 70 年代股市估值下降的主因,而在利率下行之后,股市估值明显修复。

随着通胀预期的回落,美国房租涨幅也明显回落。但在企业利润方面,得益于里根开始的大规模减税,创新成为美国经济增长的主要动力,而企业盈利保持了稳定增长,远胜于房租的表现。

所以,发生这一转变的关键是美国经济政策从货币超发转向货币收缩与减税,而这恰好也是当前中国政策转变的方向。

在过去的两年,我们通过金融去杠杆关闭了影子银行,大幅降低了广义货币增速。而在货币增速大幅回落之后,中国通胀预期大幅下降,同时国债利率出现了显著回落,这其实是今年以来股市估值修复的重要基础。

与此同时,去年政府下调了增值税、个人所得税,今年表态实施更大规模的减税降费政策,减税取代强刺激成为政策主力,也有助于缓释市场对企业盈利下滑的担忧。

### 巧妇难为无米炊。

最近债王比尔格罗斯宣布退休,其经历令人唏嘘。在创立 PIMCO 之后,他一度将其带领成为全球最大的债券基金,他也是唯一一个三次夺得晨星最佳固定收益基金经理的人,从他成立 PIMCO 到 2014 年离开,PIMCO 基金获得了 380% 的累计回报。但是在他离开 PIMCO 的前一年,PMICO 基金亏损了 1.9%,而在他加入名不见经传的骏利资本之后,他过去 4 年的业绩远远跑输美国国债。



为何债王的职业生涯会黯然收场？其实一个重要的原因就在于债市估值的变化。在他创办 PIMCO 的 1987 年，美国处于 30 年债券大牛市的起点时期，当时美国 10 年期国债利率仍在 10% 左右，倒算过来相当于 10 倍的估值，而此后美国的利率一直下降，在 2012 年一度降至 1.4% 左右的历史最低点，倒算过来相当于 70 倍的估值，因此在 2013 年以后，靠着债券牛市发家的债王就很难赚钱了。

很多人看到日本股市在过去 30 年不涨反跌，就得出结论说亚洲国家的股市没有投资价值，这其实是对股市的偏见。日本股市在过去 30 年下跌了一半，主要原因在于 89 年的顶峰时期日本的股市估值高达 70 倍。如果当时日本股市的估值只有 10 倍，就相当于日经指数当时只有 6000 点，那么持有日本股市到现在是可以赚钱的。但就是因为当时股市卖的太贵了，所以后面 30 年都赚不到钱。

### 便宜就是硬道理。

而我们之所以认为当前中国股市有投资价值，而房市有投资风险，其实也在于两者的估值水平不一样，前者处于历史低位，而后者处于历史高位。

上证指数目前的市盈率为 11 倍，而其历史上最高的时候到过 100 多倍，目前的估值水平处于历史最低位附近。而从全球比较来看，目前上证指数的估值低于美股、日股和欧股，也是全球相对最便宜的市场之一。

更重要的是，从国内各资产的估值比较来看，目前 10 年期国债利率仅为 3.1%、倒过来算是 32 倍估值，货币基金收益率 2.6%、倒过来算相当于 38 倍估值；而黄金的价值在于通胀保值，中国目前 CPI 约为 2%，倒过来算相当于 50 倍的估值；而一线城市房产的租金回报率为 1.6%、相当于 62 倍估值。

因此，单纯从估值水平来看，目前中国各类资产当中“股>债>现金黄金>房”，以股市最具投资价值、债市类资产次之，现金和黄金再次，而房市最没有投资价值。

也许有人会说，股市估值确实便宜，但是如果以后中国经济不好、企业盈利下滑，那岂不是估值就会越来越贵，那说明这个估值其实并不便宜啊。

我们同意，在 1 年左右的短期内不排除中国上市公司的盈利会出现负增长，但从长期来看，我们认为这种担心是完全没必要的。

首先，只要经济总量还在扩张，那么企业盈利就有希望继续增长。比如日本经济号称失去了 30 年，原因在于其经济总量在过去 30 年一共只增长了 40%。但毕竟其经济总量还是在上升的，只是上升的速度非常缓慢，在这样的背景下，日本企业过去 30 年的利润也增长了一倍以上。

同样，虽然过去十年中国股市没涨，但其实 A 股上市公司的利润翻了 2.8 倍，平均每年增长 11%，基本上和同期 GDP 名义增速相当。如果大家同意未来中国经济增长只是减速，比如说从目前的 6-7% 降至 4-5%，但绝对不至于失速出现负增长。如果再考虑 2-3% 的温和通胀，那么中国企业盈利就有希望和 GDP 名义增速一样维持在 7% 左右，虽然比不上过去十年 11%，但放眼全球还是非常不错的。

所以我们可以大胆的展望十年以后，如果中国企业盈利增速保持在年均 7%，那么企业利润十年以后就有希望翻一倍。如果中国股市的低估值不再下降，就意味着股市整体有翻倍的潜力，而如果股市估值稍微再提升一点，那么股市十年以后创新高也不是不可能。

不久前，中国男足在亚洲杯再次被淘汰，此前国足最为辉煌的成绩依然定格在 2002 年的韩日世界杯出线。随后新浪财经发布了一个调研，题目是“你认为国足先出线 还是 A 股先上 6000 点？”，结果 82% 的网友选择 A 股先上 6000 点。

未来虽然不可预测，但梦想还是要有的，万一实现了呢！

## 2. 经济：PMI 线下微升

1) **PMI 线下微升**。1 月全国制造业 PMI 微幅回升至 49.5%，仍在荣枯线下，也处于 16 年 3 月以来次低点、17 年以来同期新低，固然与 19 年春节较早有关，但也同样反映制造业景气依然偏弱。主要分项指标中，需求、生产偏弱，库存改善，价格反弹。分规模看，大型企业 PMI 线上回升，中、小型企业 PMI 线下回落。

2) **生产需求双弱**。1 月新订单指数微降至 49.6%，仍处线下，并创下 16 年 3 月以来新低、17 年以来同期新低，指向内需依然偏弱，但受益于中美贸易摩擦紧张局势的缓解，进出口有所改善，进口指数触底回升。1 月新出口订单指数线下回升至 46.9%，指向外需趋于平稳。1 月生产指数微升至 50.9%，创下 13 年以来同期新低，指向工业生产仍较低迷，印证发电耗煤增速跌幅扩大。

3) **库存状况改善**。1 月原材料库存指数回升至 48.1%，产成品库存指数小降至 47.1%。库存状况边际改善，但考虑到需求、生产均处弱势，主动去库存或仍将延续。

4) **凛冬仍有希望**！19 年经济开局偏弱，1 月制造业 PMI 仍处线下，经济下行压力仍存。而从中观行业数据来看，终端需求尚处弱势，工业生产也有明显放缓。但凛冬中仍有希望：一是 18 年 12 月社融增速下行趋势已然放缓，随着去杠杆向稳杠杆的转变，19 年上半年货币和融资增速有望见底企稳。二是更大规模减税降费有望陆续落地，有助于降低居民和企业负担，改善经济增长！

## 3. 物价：通胀仍趋下行

1) **食品涨幅趋缓**。节前一周食品价格涨幅趋缓，其中蔬菜价格环比上涨 2.9%，而猪肉价格下跌 3.6%，食品价格环比持平。

2) **CPI 保持稳定**。1 月份商务部食用农产品价格、农业部农产品批发环比涨幅分别为 1.4%、4.1%，我们预计 1 月 CPI 食品价格环涨 2%，1 月 CPI 稳定在 1.9%。

3) **PPI 继续下降**。1 月购进价格指数回升至 46.3%，出厂价格指数也升至 44.5%，印证 1 月以来国际油价、钢价反弹，煤价先涨后跌，我们预测 1 月 PPI 环降 0.4%，同比降至 0.2%。

4) **通胀仍趋下行**。节前蔬菜价格季节性上涨，但涨幅低于去年同期，1 月 CPI 有望保持稳定，但 2 月 CPI 由于春节错位效应或大幅下滑。虽然 1 月份以来商品价格明显反弹，但环比依旧在下降，而由于去年同期 PPI 环比涨幅为正，因此 1 月 PPI 同比涨幅会明显回落。综合来看，通胀短期仍趋回落。

## 4. 流动性：宏观审慎管理

1) **货币利率震荡**。上周货币利率继续震荡，其中 R007 均值上行 5bp 至 2.63%，R001 均值下行 18p 至 2.14%。DR007 上行 1bp 至 2.56%，DR001 下行 17bp 至 2.1%。

2) **央行小幅投放**。节前一周央行逆回购投放 1800 亿元，1 月份央行净回笼 6300 亿元。

3) **汇率走势分化**。节前一周美元指数回落，人民币兑美元走势分化，在岸人民币汇率升至 6.73，离岸人民币贬至 6.78。

4) **宏观审慎管理**。中国机构编制网发布央行“三定”方案，设立宏观审慎管理局，

牵头建立宏观审慎政策框架和基本制度，以及系统重要性金融机构评估、识别和处置机制。而在央行的职能方面，新增对系统性金融风险防范内容，央行牵头负责系统性金融风险防范和应急处置。可以看出，防范化解金融风险仍将是 19 年监管重点。

## 5. 政策：全面建成小康社会

**1) 全面建成小康社会。**中共中央国务院举行春节团拜会，指出要坚持推进高质量发展，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，不断提高人民群众获得感、幸福感、安全感，保持经济持续健康发展和社会大局稳定，为全面建成小康社会收官打下决定性基础，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立 70 周年。

**2) 基建仍是投资重点。**随着各地今年政府工作报告出炉，备受资本市场关注的各地 2019 年固定资产投资或重点项目投资计划也纷纷浮现。此前，已有 9 省市发布今年重点项目投资计划，涉及投资总规模接近 25 万亿元。“铁公机”、“电气水”等传统基建、重大产业项目、生态环保项目等仍是各地投资主要领域。

**3) 棚改目标下调。**从数据上看，各省市 2019 年调低全年棚改计划，如北京由上年的 2.36 万套下调至今年的 1.15 万套；四川则由上年的 25.5 万套下调至 15 万套；河南由上年的 50 万套下调至 15 万套。对整体楼市而言，未来棚改及其货币化安置对三四线城市楼市拉动作用或有所减弱。

## 6. 海外：特朗普发表国情咨文，欧元区经济增速放缓

**1) 美国总统特朗普发表国情咨文。**上周二，美国总统特朗普在国会发表主题为“选择伟大”的任内第二份国情咨文，继续力推加强边境管控等尚存争议的政策，此外他还提到了对外贸易协议、基础设施建设、降低药品价格等议题，特朗普声称要谋求跨党派合作、打破党争带来的政治僵局。

**2) 美联储前主席耶伦提到降息可能。**上周三，美联储前主席耶伦接受采访时提到，如果全球增长进一步疲软并且影响到美国，有可能会降息，但下一次行动加息和降息两种结果都有可能。上周四，鸽派的美国圣路易斯联储主席布拉德（19 年 FOMC 票委）讲话称，美联储不需要进一步提高利率来实现通胀目标。

**3) 欧元区经济增速放缓。**1 月 31 日，欧洲统计局公布欧元区 18 年四季度经济数据，18 年四季度欧元区 GDP 环比初值 0.2%，持平于前值，同比初值 1.2%，低于前值的 1.6%，为近四年新低。随后一天公布的欧元区 1 月通胀数据同样不佳，1 月欧元区调和 CPI 同比 1.4%，连续第三个月下滑，为 18 年 4 月以来的最低。

**4) 印度央行意外降息。**上周四，印度央行以 4 票赞成、2 票反对通过了下调回购利率 25 个基点至 6.25% 的决议，这是继 2018 年 8 月降息以来印度再次放松货币政策。18 年 12 月印度消费者物价指数同比 2.2%，创下 18 个月的新低，远低于印度央行 4% 的中期目标。

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
于博 宏观经济研究团队  
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
联系人  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
联系人  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com  
孔维练(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳 sy11542@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
联系人  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

### 电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com  
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
联系人  
石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

### 煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

### 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
联系人  
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 联系人  
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 联系人  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com  
 张崢青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 联系人  
 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江(010)56760091 ljy12399@htsec.com  
 联系人  
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com  
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 联系人  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 联系人  
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com  
 联系人  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 张欣劼 zxx12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

**军工行业**

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
 张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 联系人  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

**银行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 许樱之 xyz11630@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 联系人  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡钦清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 宗亮 zl11886@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 吴尹 wy11291@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com