

# 投资策略

## “巴菲特们”的秘密——财务视角解密外资选股框架

### 投资要点:

5月4日,伯克希尔哈撒韦股东会如期举办,期间巴菲特与芒格畅谈六小时,话题涉猎甚广,但备受瞩目的依旧是“股神”的投资理念、选股偏好以及其对A股的浓烈兴趣,也更加验证了外资增配A股的大趋势。虽然我们的外资研究框架其实去年8月就已较为完备,但我们此前系列报告的出发点,更多仍是基于自上而下的视角。但从自下而上、尤其是对于外资的个股审美,仍是市场的研究空白,缺乏足够的微观论证。因此,本篇报告将从财务视角出发,力求揭开外资审美的神秘面纱。

**1、外资偏好标的与财务指标选取。**考虑到陆股通资金基本主导了外资的边际流向,本文分析主要围绕北上资金展开。我们共筛选出45只A股外资重仓股作为外资偏好标的样本;并根据财务指标上,分为成长性、价值性、周期性、经营效率、信用资质和估值匹配度等维度,全面观测外资的选股特征。

**2、不同财务视角挖掘外资选股偏好。**通过不同角度分析北上资金的选股偏好和财务特征,我们总结如下:1)外资注重成长性和稳定性的兼容,除了业绩增速、经营现金流和股息率外,还尤为重视历史盈利的稳定性;2)盈利能力强、能够稳定贡献高资产回报的公司更受青睐,且在ROE拆分中,销售净利率最受外资看重;3)信用资质方面,相对于资产负债率和流动比率,外资更看重现金流偿债率;4)外资更愿意持有中低估值标的,但估值并非核心因素,估值-业绩匹配度更受外资重视。

**3、分组验证各财务指标的有效性及其重要度排序。**为验证上述指标分析的有效性,我们对A股上市公司按照外资持股规模进行分组,通过比对各指标的在不同财务指标的均值和中位数,得到的统计结果与上述分析十分吻合。按照外资审美重视度由高到低,我们将各财务指标做以下排序:核心指标:净资产收益率(ROE)、经营现金流增速(OCF)、业绩增速波动率(10Y)、销售净利润率、经营现金流偿债率(OCF/负债);重要指标:股息率(近12个月)、净利润增速、PEG;次要指标:经营性现金流/净利润、资产周转率;不显著指标:权益乘数、流动比率、速动比率等。

**4、“外资审美”潜力组合:基于财务指标的筛选。**根据上文分析结果,我们搭建了基于财务指标的上市公司筛选模型。1、首先,根据外资重视度筛选财务指标,同时剔除掉相似/近似指标,最终模型收录10个财务指标;2、按照外资审美重视度,由高到低给不同指标赋予不同权重,所有指标权重由5至2不等。

**风险提示:**1、海外波动加剧;2、模型财务指标难以尽述外资审美的风险。

### 作者

分析师 张启尧

执业证书编号: S0680518100001

邮箱: zhangqiyao@gszq.com

分析师 张峻晓

执业证书编号: S0680518110001

邮箱: zhangjunxiao@gszq.com

### 相关研究

- 1、《投资策略: VIX 指数波动加大——资金价格周监控第 32 期》2019-05-06
- 2、《投资策略: 全球或赴震荡, 三种战术应对——A 股市场策略月报》2019-05-04
- 3、《投资策略: 创业板盈利拐点确认, 中游制造及 TMT 景气良好——2018Q4 及 2019Q1 财报分析之一》2019-05-01
- 4、《投资策略: 调整之际外资为何大幅回流? 后面怎么看?》2019-04-29
- 5、《投资策略: 近期中美利差走势如何? ——资金价格周监控第 31 期》2019-04-29



## 内容目录

一、外资偏好标的与财务指标选取 .....	3
二、不同财务视角挖掘外资选股偏好 .....	3
三、分组验证各财务指标的有效性及其重要度排序 .....	9
四、“外资审美”潜力组合：基于财务指标的筛选 .....	11
风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1: 净利润增速近三年均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	4
图表 2: 经营现金流增速近三年均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	4
图表 3: 股息率近 12 个月的均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	4
图表 4: 近 12 个月股息率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	4
图表 5: 利润增速波动率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	5
图表 6: 经营现金流增速波动率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	5
图表 7: ROE 三年均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	5
图表 8: ROE 波动率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	5
图表 9: 净利率均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	6
图表 10: 净利率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	6
图表 11: 资产周转率均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	6
图表 12: 资产周转率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	6
图表 13: 权益乘数均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	6
图表 14: 权益乘数分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	6
图表 15: 资产负债率均值和中位数：外资偏好标的 VS 其他.....	7
图表 16: 资产负债率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	7
图表 17: 流动比率：外资偏好标的 VS 其他.....	7
图表 18: 流动比率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	7
图表 19: 现金流偿债率：外资偏好标的 VS 其他.....	8
图表 20: 现金流偿债率分布统计：外资偏好标的 VS 其他.....	8
图表 21: PE_TTM：外资偏好标的 VS 其他.....	8
图表 22: PEG：外资偏好标的 VS 其他.....	8
图表 23: 分组统计结果：净资产回报率 (ROE) .....	9
图表 24: 分组统计结果：经营现金流增速 (OCF) .....	9
图表 25: 分组统计结果：业绩增速波动率 (10Y) .....	10
图表 26: 分组统计结果：销售净利润率.....	10
图表 27: 分组统计结果：经营现金流偿债率 (OCF/负债) .....	10
图表 28: 分组统计结果：股息率 (近 12 个月) .....	10
图表 29: 分组统计结果：净利润增速.....	10
图表 30: 分组统计结果：PEG.....	10
图表 31: 指标选取与权重安排.....	11

5月4日，伯克希尔哈撒韦股东会如期举办，期间巴菲特与芒格畅谈六小时，话题涉猎甚广，但备受瞩目的依旧是“股神”的投资理念、选股偏好以及其对A股的浓烈兴趣，也更加验证了外资增配A股的大趋势。去年8月起的一系列外资研究报告里，我们已就外资的流入趋势、节奏、行为模式及影响做了全面而深入分析。

虽然我们的外资研究框架其实去年8月就已较为完备，但我们此前的报告以及当前市场对外资的认知，更多仍是基于自上而下的视角。但从自下而上，尤其是对于外资的个股审美，仍是市场的研究空白，缺乏足够的微观论证。因此，本篇报告将从财务视角出发，力求揭开外资审美的神秘面纱，并进一步完善国盛策略外资研究方法论。

## 一、外资偏好标的与财务指标选取

2017年以来，北上资金贡献了绝大部分外资增量。考虑到陆股通资金已经很大程度上主导了外资的边际流向，并且当前存量规模也已远超QFII，因此接下来的分析主要围绕北上资金展开。

关于外资偏好标的，我们采用如下条件框定：**1、北上资金持股市值超过100亿人民币；2、北上持股占A股流通市值比例超过15%；3、北上持股市值位于前100名且持股占比位于前50名。**经过筛选并剔除“假外资”嫌疑较大的个股（具体分析参考2019年2月21日报告《数据说话：真假外资之辨》），共有45只标的满足上述条件，下文分析将以此名单为基础展开。

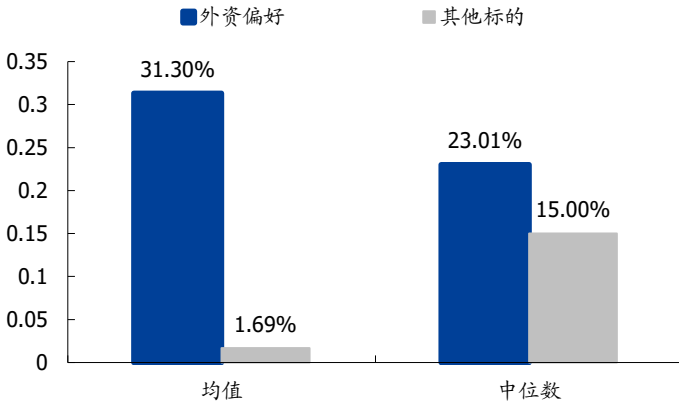
财务指标方面，我们从**成长性、价值性、周期性、经营效率、信用资质、估值匹配度**等多个维度，观测外资的选股特征。具体指标包括：**净利增速（及波动）、经营现金流增速（及波动）、股息率、ROE（及波动）、净利率、总资产周转率、杠杆率（资产负债率）、流动比率、经营性现金流/总负债、PE（TTM）及PEG**等。

本文数据主要选取2019一季度末时点数据，涉及增速的数据采用年报披露数据计算；其中业绩增速、经营性现金流净额增速及ROE采用过去3年均值，业绩波动率统计区间设定为2010年至今。

## 二、不同财务视角挖掘外资选股偏好

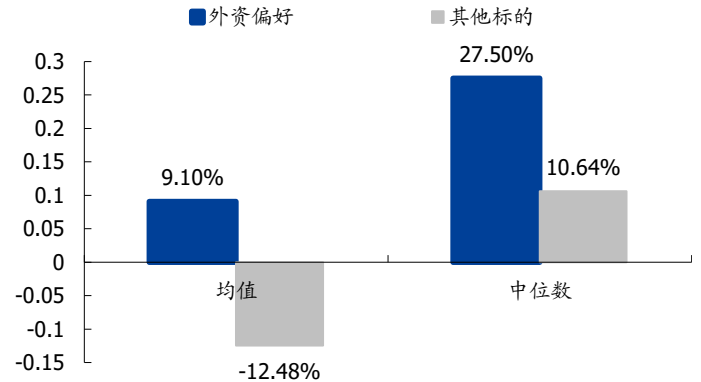
**（1）成长型指标：注重业绩增速的同时，更加偏好良性经营现金流。**在剔除业绩增速与现金流增速样本数据中的极端值后（平均增速或减速超过10倍），首先从净利增速角度来看，**以3年平均业绩增速进行比照，外资偏好标的具有更高的业绩增速，并且结合均值和中位数看，相比于净利润增速，外资更看重经营现金流**（以中位数为例，外资偏好标的的经营性现金流增速超过27%，而其他标的仅为不到11%）。

图表 1: 净利润增速近三年均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

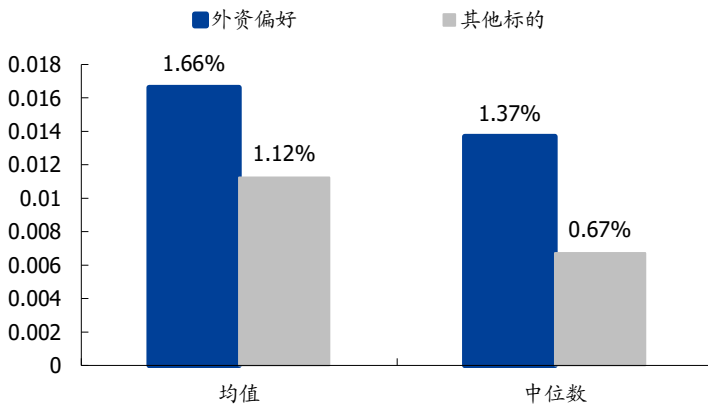
图表 2: 经营现金流增速近三年均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

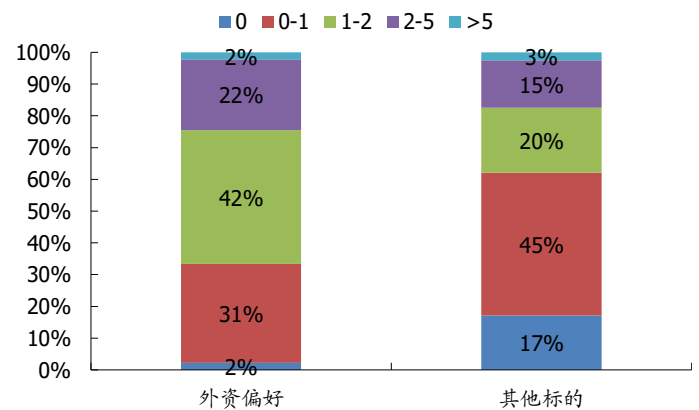
**(2) 价值型指标: 重视股息率。**从近 12 个月的平均股息率来看, 外资偏好标的股息率为其他标的的 2 倍左右, 进一步观察样本分布可以发现, 超 60% 的外资偏好标的股息率超过 1%, 而其他公司这一占比不足 40%。

图表 3: 股息率近 12 个月的均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

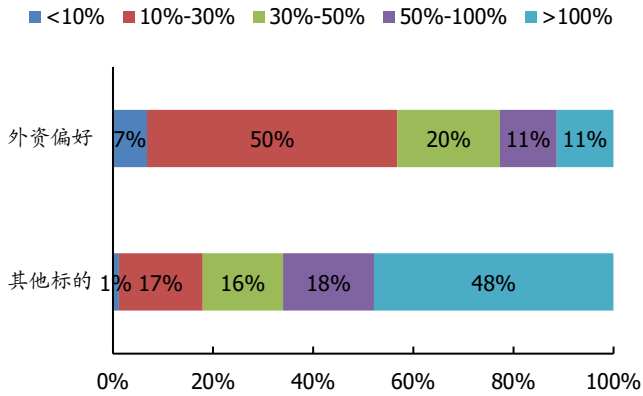
图表 4: 近 12 个月股息率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

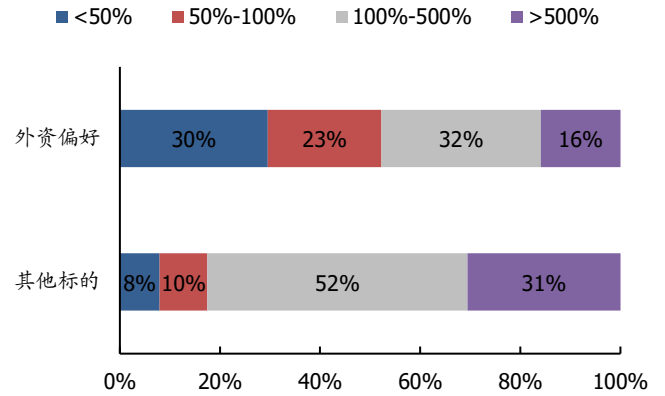
**(3) 周期型指标: 尤为重视公司的业绩稳定性。**以金融危机以来 (2010 年至今), 上市公司的净利润增速、经营性现金流增速和 ROE 波动率作为考察对象, 可以发现: 近 8 成外资偏好标的的净利润增速波动率低于 50%, 而其余陆股通股标的波动率仅有 1/3 低于 50%; 经营现金流增速方面, 半数以上的外资偏好标的波动率低于 100%, 而其余公司这一占比只有不到 2 成。即在外资审美标准中, 业绩稳定性具有很高的权重。

图表 5: 利润增速波动率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

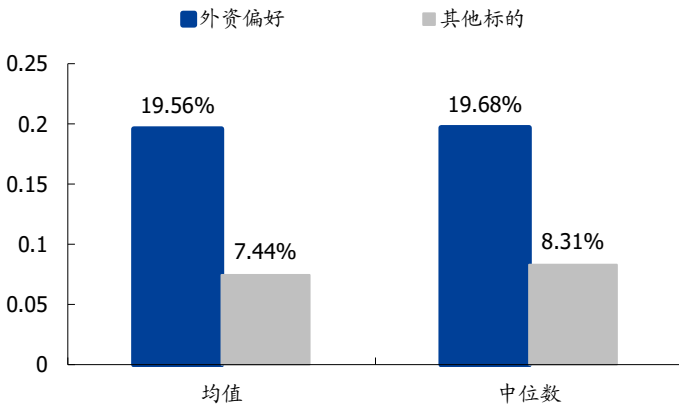
图表 6: 经营现金流增速波动率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

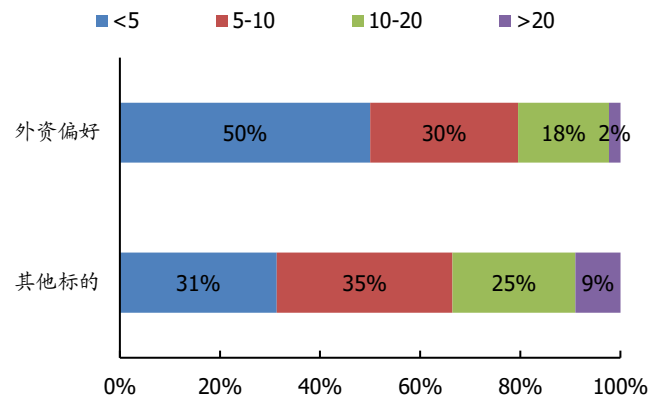
**(4) 经营效率型指标: 偏好高资产回报率标的, ROE 拆分中更注重销售净利率。**基于过去三年 ROE 平均水平的对比, 外资偏好标的在均值和中位数层面均显著高于其他标的, 体现出外资对于资产回报率的重视。同时, 外资偏好标的的 ROE 水平也体现出更好的稳定性, 一半的标的波动率低于 5%, 而其他标的仅有 31% 低于 5%。

图表 7: ROE 三年均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

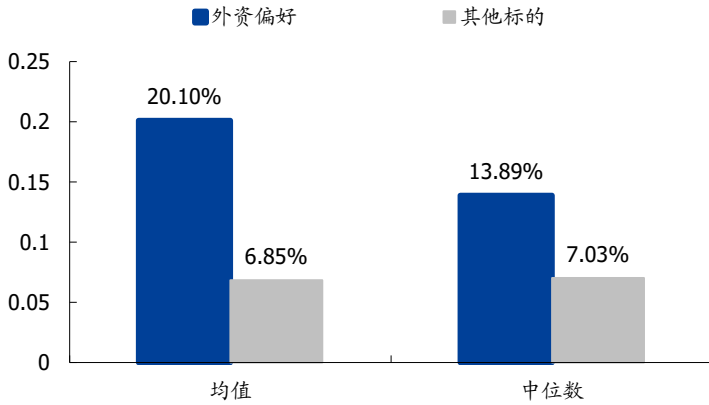
图表 8: ROE 波动率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

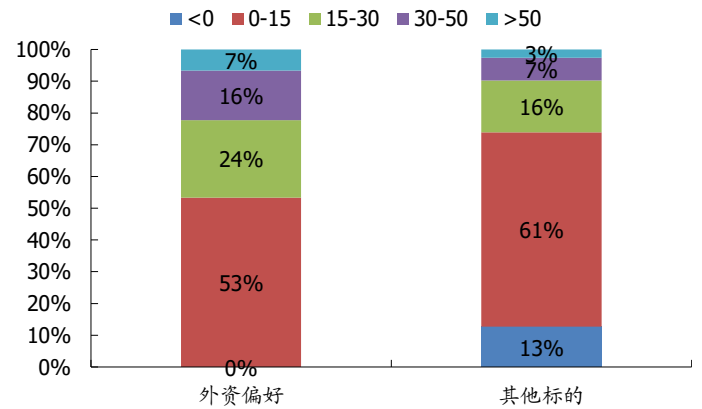
在 ROE 杜邦拆分中, 可以看到各因子的重要性也互有不同: 与其他公司相比, 外资偏好标的销售净利率 (利润/营收) 水平明显更高, 无论是均值还是中位数, 相差均在 1 倍左右, 而且外资偏好标的的全部实现盈利, 47% 的偏好标的净利率超过 15%, 而其他标的对应比例仅为 26%。

图表 9: 净利率均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

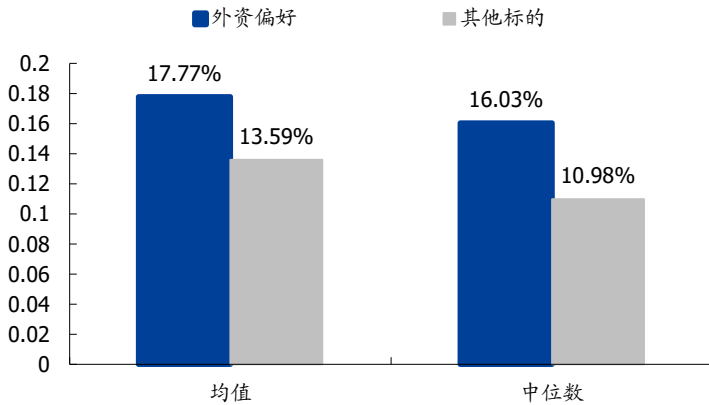
图表 10: 净利率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

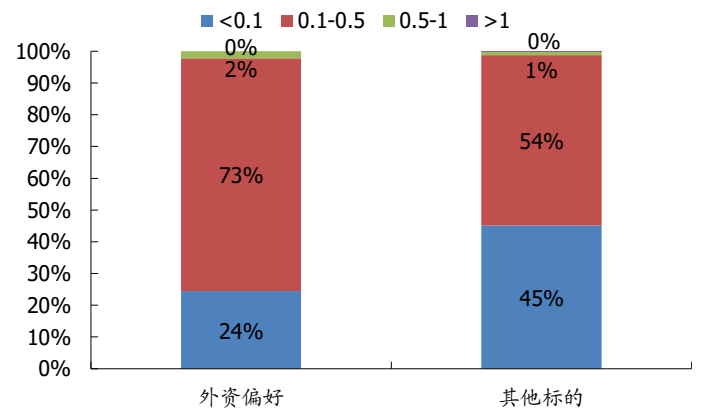
其次是偏好较高的资产周转率，外资偏好标的资产周转率要比其他标的高出 30%-40% 左右，而且 3/4 的外资偏好标的资产周转率超过了 0.1，而其他标的对应比例仅为 55%。

图表 11: 资产周转率均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

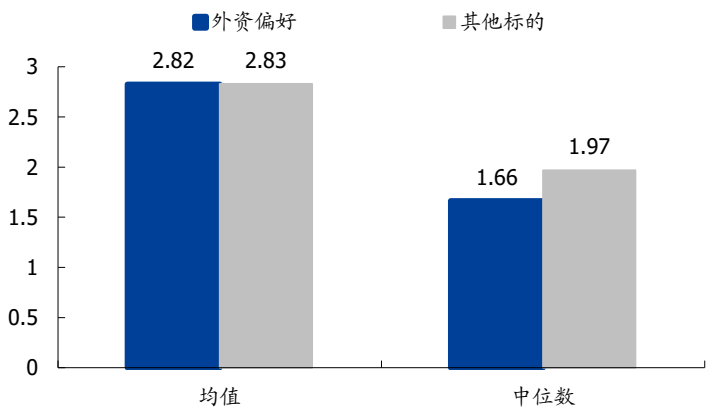
图表 12: 资产周转率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

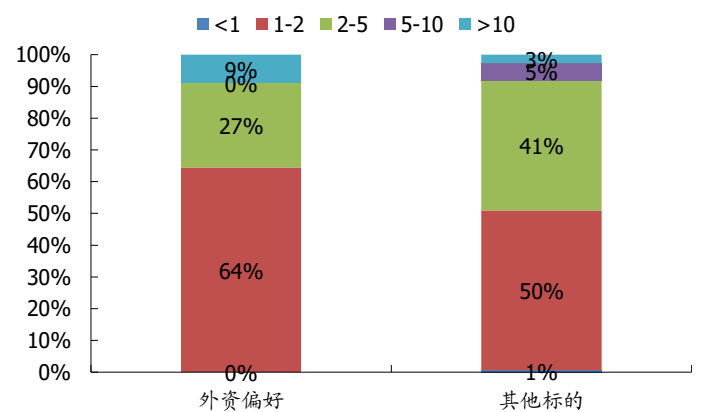
而在杠杆率，外资偏好标的并没有体现出明显差异。由此，我们判断外资更偏好高资产回报率标的，且在 ROE 拆分中最看重销售净利率水平，其次是运营能力（资产周转率）。

图表 13: 权益乘数均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 14: 权益乘数分布统计: 外资偏好标的 VS 其他

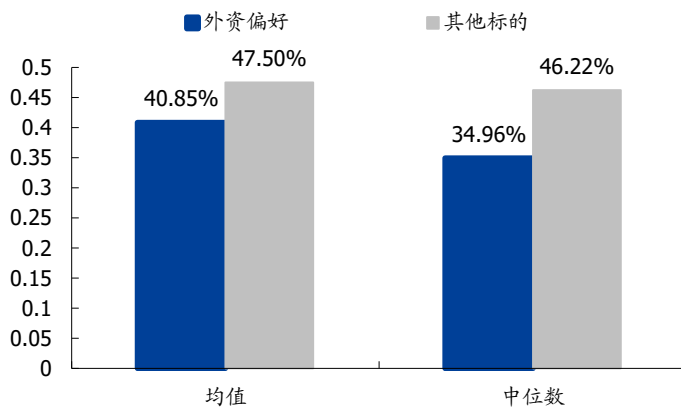


资料来源: wind、国盛证券研究所



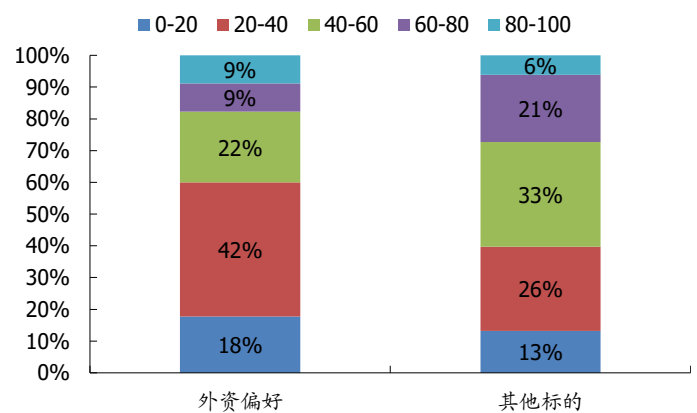
**(5) 信用资质型指标: 相对于资产负债率和流动比率, 更看重现金流偿债率。**传统的信用资质指标包括资产负债率、流动比率、速动比率等。资产负债率角度, 外资偏好标的在均值和中位数上均相对较低, 但结合分布来看, 差异并不十分显著;

图表 15: 资产负债率均值和中位数: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

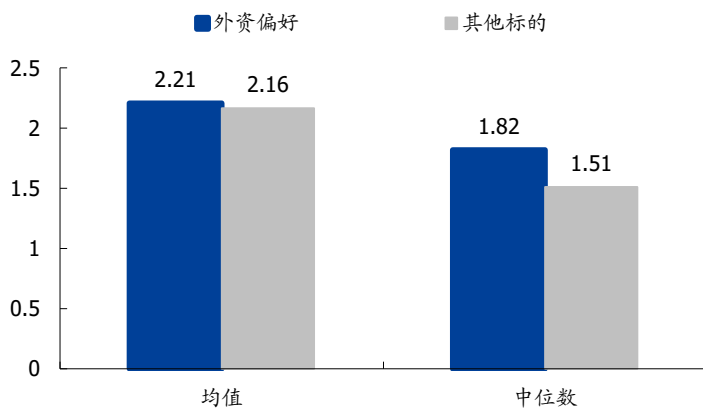
图表 16: 资产负债率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

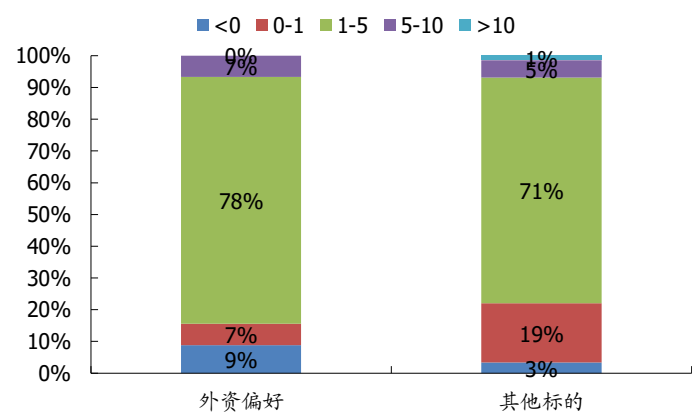
流动比率角度来看, 外资偏好标的与其他标的差异更加微弱, 流动比率均主要分布在 1 到 5 之间, 说明外资对于杠杆率、变现能力等指标并不十分重视;

图表 17: 流动比率: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

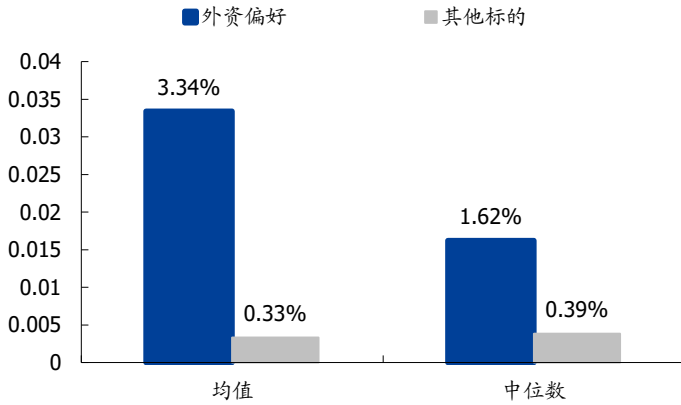
图表 18: 流动比率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

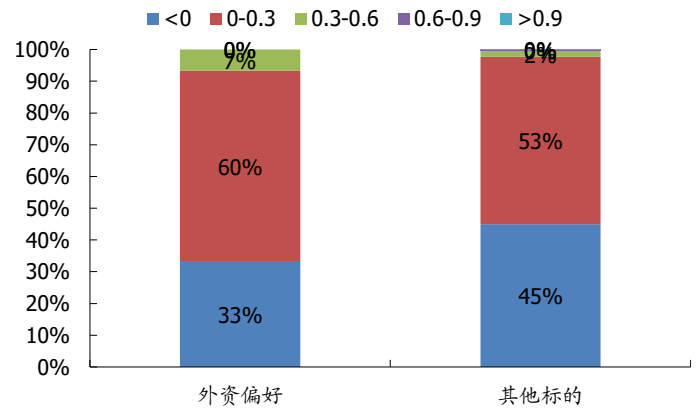
**但在现金流偿债率方面, 外资偏好标的呈现出非常明显的差异, 以经营性现金流/负债表示的偿债指标为例, 外资偏好标的的均值为其他标的的 10 倍, 中位数也超过了其他标的的 4 倍, 凸显了外资对于该项信用指标的重视。**

图表 19: 现金流偿债率: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 20: 现金流偿债率分布统计: 外资偏好标的 VS 其他

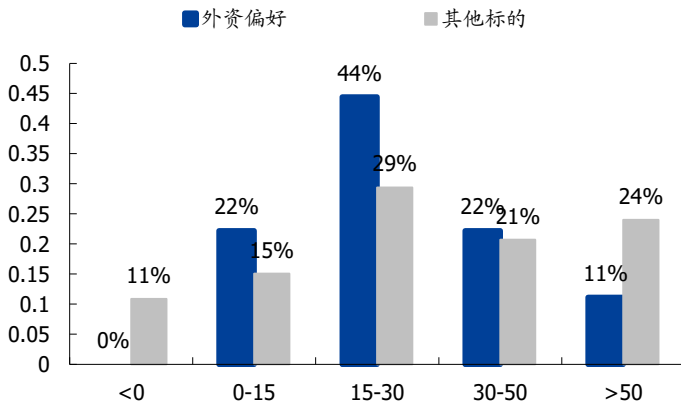


资料来源: wind、国盛证券研究所

**(6) 估值匹配度: 青睐中低估值标的, 但估值并非核心因素, 更注重估值-业绩匹配度。**

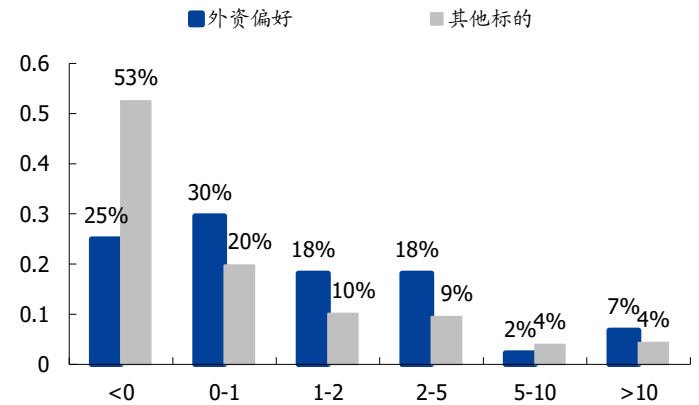
从市盈率分布情况易见, 外资偏好标的的全部规避了亏损, 约 2/3 的外资偏好标的的估值在 30 倍以下, 占比远高于其他标的, 且外资偏好标的主要集中在 0-50 区间 (占比约 90%); 但从估值中位数来看, 二者并没有体现出明显差异, 均位于 26 倍左右。而按照估值-业绩匹配度做对比, 暂时剔除其他标的的中市盈率为负的标的 (83 家), 但仍然可以看出外资对于 PEG 更为看重, 2/3 的外资偏好标的位于 0 至 5 的相对低估区间, 而过半的其他标的 PEG 为负 (EPS 复合增速为负)。由此可以推断, 外资更青睐于中低估值标的, 但其可接受的估值区间跨度较大, 绝对估值水平并不构成核心因素, 相比之下更注重估值-业绩匹配度。

图表 21: PE\_TTM: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 22: PEG: 外资偏好标的 VS 其他



资料来源: wind、国盛证券研究所

综上所述可以发现, 外资偏好在成长性、价值性、周期性、经营效率、信用资质、估值匹配度等维度均有所关注, 总结来看: **1) 外资注重成长性和稳定性的兼容, 除了业绩增速、经营现金流和股息率外, 还尤为重视历史盈利的稳定性;** **2) 盈利能力强、能够稳定贡献高资产回报的公司更受青睐, 且在 ROE 拆分中, 外资对于销售净利率最为看重;** **3) 信用资质方面, 相对于资产负债率和流动比率, 外资更看重现金流偿债率;** **4) 外资更愿意持有中低估值标的, 但估值并非核心因素, 估值-业绩匹配度更受外资重视。**



根据偏好与否样本特征的对比分析，按照外资审美重视度由高到低，我们将各财务指标做以下排序：

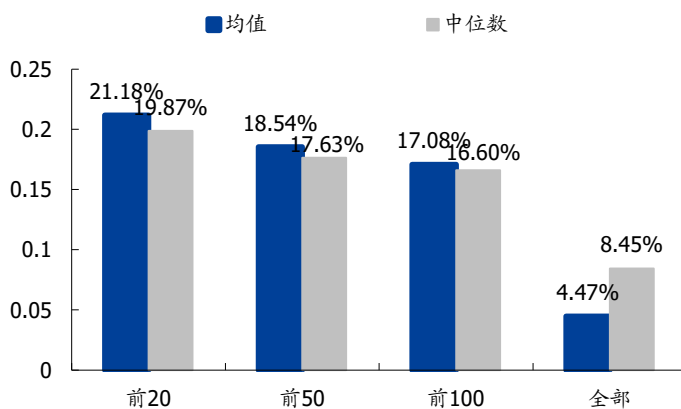
- **核心指标**：净资产收益率 (ROE)、经营现金流增速 (OCF)、业绩增速波动率 (10Y)、销售净利润率、经营现金流偿债率 (OCF/负债)；
- **重要指标**：股息率 (近 12 个月)、净利润增速、PEG；
- **次要指标**：经营性现金流/净利润、资产周转率；
- **不显著指标**：权益乘数、流动比率等。

### 三、分组验证各财务指标的有效性及其重要度排序

为了验证上述指标分析的有效性，接下来，我们对 A 股上市公司按照外资持股规模进行分组，并对比各财务指标的差异度。分组方式：按照北上资金持股规模排名，分为前 20、前 50、前 100 和全部陆股通公司共 4 组标的。通过对比各组标的在不同财务指标的均值和中位数，得到的统计结果与上述分析基本吻合。

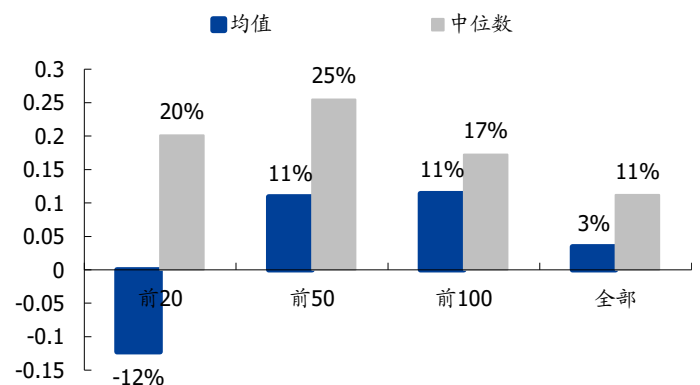
在各梯次中，ROE 水平呈现出阶梯下降，外资对高资产回报率标的偏好十分显著。经营性现金流增速在剔除极端值（增速或减速 100 倍以上）后，除了前 20 受到平安银行影响外，OCF 增速基本呈现逐级降低规律，持股规模较高标的具有更高的现金流增速。

图表 23: 分组统计结果：净资产回报率 (ROE)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 24: 分组统计结果：经营现金流增速 (OCF)

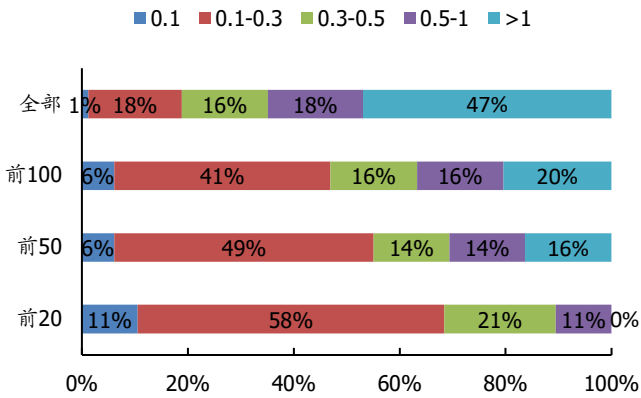


资料来源: wind、国盛证券研究所

各梯次业绩增速波动率也明显呈降次排序，业绩稳定性更好的标的越容易受到外资的青睐。波动率低于 50% 的占比随样本范围扩大而逐步降低。

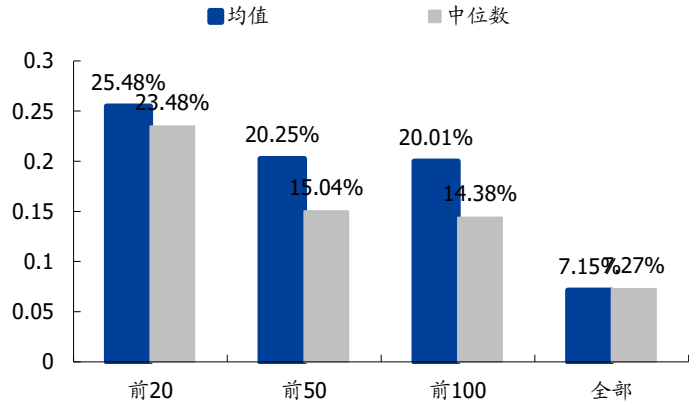
销售净利率指标的亦十分显著。外资偏好的前 100 标的净利率均值均高于 20%，显著高于全部标的水平，外资偏好标的的中位数也基本超平均水平 1 到 2 倍。

图表 25: 分组统计结果: 业绩增速波动率 (10Y)



资料来源: wind、国盛证券研究所

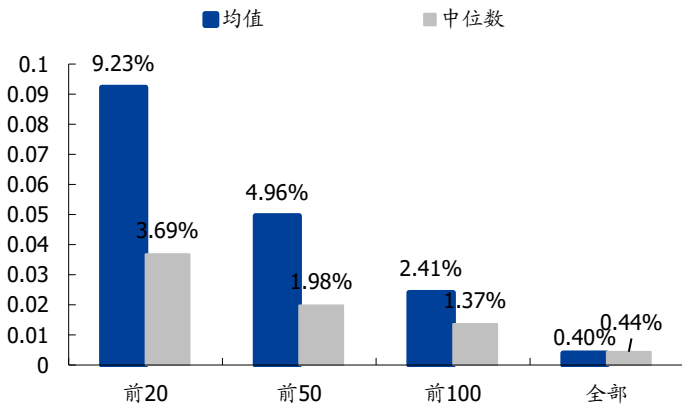
图表 26: 分组统计结果: 销售净利润率



资料来源: wind、国盛证券研究所

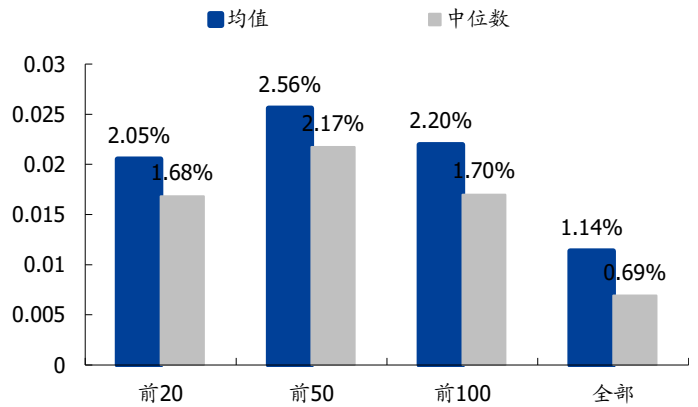
现金流偿债率无论是均值还是中位数均在各组之间表现出显著的递减趋势, 并且外资偏好标的的股息率均相对高于整体水平。这两项核心指标亦十分关键。

图表 27: 分组统计结果: 经营现金流偿债率 (OCF/负债)



资料来源: wind、国盛证券研究所

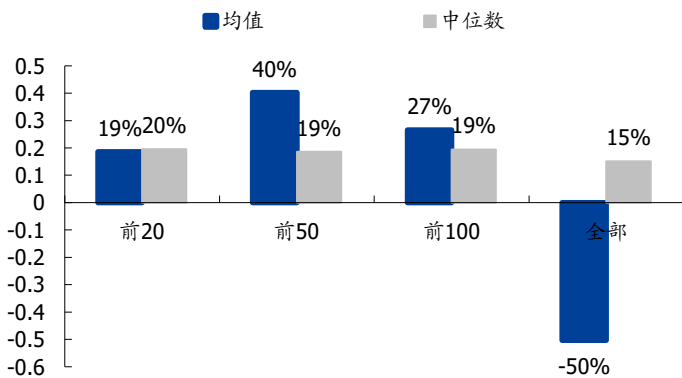
图表 28: 分组统计结果: 股息率 (近 12 个月)



资料来源: wind、国盛证券研究所

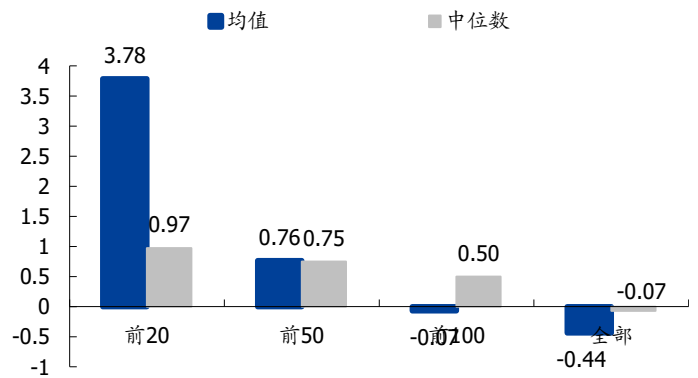
净利增速和 PEG 指标也有一定说服力。PEG 在此剔除了极端值 (绝对值超过 100 倍) 后, 外资偏好标的的与整体水平之间体现出显著的差异, 盈利与增速匹配效果较好。

图表 29: 分组统计结果: 净利润增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 30: 分组统计结果: PEG



资料来源: wind、国盛证券研究所

## 四、“外资审美”潜力组合：基于财务指标的筛选

以上文所挖掘的财务指标为基础，我们搭建了基于财务指标的上市公司筛选模型。模型概述如下：1、首先，根据外资重视度筛选财务指标，同时剔除掉相似/近似指标，最终模型收录10个财务指标；2、按照外资审美重视度，由高到低给不同指标赋予不同权重，所有指标权重由5至2不等；3、在上述指标体系基础上，对所有陆股通标的进行打分，最终取得分排名前100家的公司。

图表 31：指标选取与权重安排

指标名称	指标重要性	权重
净资产收益率（近3年平均）	*****	5
经营现金流增速（近3年平均）	*****	5
经营现金流偿债率	*****	5
销售净利润率	*****	5
业绩增速波动率（10Y）	****	4
股息率（近12个月）	****	4
净利润增速（近三年平均）	***	3
PEG（PE/近三年EPS复合增速）	***	3
总资产周转率	**	2
经营性现金流/净利润	**	2

资料来源：国盛证券研究所

需要说明的是，由于数据可得性，在我们统计的上市公司中有约10%（200家左右）无法获得完整财务数据，在此不予考虑；同时，由于不同行业的财务指标存在明显差异，类似银行、保险、券商等金融类上市公司当另行讨论；此外，根据外资配置特点，我们在财务指标之外还设定有前提条件：PE（TTM）在0-50倍之间，流通市值100亿以上，ROE波动率在50%以下。

## 风险提示

- 1、海外波动加剧，或将冲击市场风险偏好，导致外资流入放缓乃至流出；
- 2、模型财务指标难以尽述外资审美的风险。由于是通过历史数据进行回溯，可能与外资实际的偏好存在偏差，且难以避免外资审美出现变化的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com