相关研究

《上市制度改革将改变市场生态》2018.03.13

《18 年的成长更像 13 年而非 15 年》2018.03.07

《新三板创新层 2017 年报前瞻》2018.03.06

分析师:荀玉根
Tel:(021)23219658
Email:xyg6052@htsec.com
证书:S0850511040006
联系人:唐一杰
Tel:(021)23219406
Email:tyj11545@htsec.com

全球视角看中国股票已走牛

投资要点:

- **核心结论:** ①中国上市公司总市值有 68.78%在 A 股、24.93%在港股、6.29%在美股，16 年 1 月低点来 A 股涨幅较小，恒指涨 71.98%，MSCI 中国指数（除 A 股）涨 90.37%，跑赢全球各大指数。②港股盈利趋势与 A 股相同，走势更强源于估值低、机构投资者为主，验证了中国经济基本面扎实。美国中概股走势牛源于绩优的新兴行业占比更高，反映了中国经济转型有效。③A 股新兴产业占比较低源于发行制度不够完善，上市制度改革有望优化 A 股。经济由大变强的新时代，有业绩的龙头是市场真正的主线。

- **中国公司主要在陆港美上市，有三类代表性指数。**所有中国上市公司主要可以分为三类：第一类在大陆上市（A 股、B 股），第二类在香港上市（H 股、红筹股和民企股），第三类在美国上市（另有新加坡上市 61 家，台湾上市 23 家，其他地区上市 44 家，整体市值体量很小，暂不分析），在美国上市的中国股票通常称为美国中概股。截至 2018 年 3 月 13 日在大陆上市的中国公司共 3599 家，总市值 63.05 万亿，在所有中国上市公司中占比 68.78%，2016 年年报净利润合计 3.1 万亿，在所有中国上市公司中占比 65.43%。在香港上市的中国公司共 603 家，总市值 22.86 万亿，占比 24.93%，2016 年年报净利润合计 1.15 万亿，占比 24.30%。在美国上市的中国公司共 138 家，总市值 5.77 万亿，占比 6.29%，2016 年年报净利润合计 0.49 万亿，占比 10.26%。

- **大陆上市中国公司新兴产业占比较低源于发行制度不够完善。**我国主板（含中小板）新股发行要求企业在上市前必须连续 3 年盈利，并且累计净利润需要超过 3000 万。整体上，我国 IPO 发行制度的财务标准较为严苛，而海外成熟市场则更为灵活。同时在由需求扩张驱动的传统盈利回升周期中，周期股往往业绩靓丽，更易满足 A 股新股发行制度的盈利要求，从而导致 A 股周期类上市公司数量和融资金额更多。

- **上市制度改革将使得 A 股科技股占比提高，未来 A 股指数代表性将更强。**随着注册制改革的稳步推进，国家对于新技术、新产业、新业态、新模式的支持力度不断加大。360 回归 A 股；富士康 IPO“特批”进入“绿色通道”，36 天过审的“神速”展现了监管层面对于发行制度改革创新的重视。中国资本市场正在为“独角兽”企业敞开大门。政策的倾斜将引导科技股新鲜血液的流入和回归。可以预见的是，科技类行业 IPO 数量和市值占比将在 A 股市场逐渐升高， 对应的周期类行业占比将会减小，随着更多高成长的“独角兽”在 A 股上市，A 股市场结构将趋向合理，为迈向新的高点打下坚实的基础。

- **风险提示:** 经济增长速度快速回落，通胀快速高企引发货币政策从紧。

目 录

1. 全球视角看中国股票已走牛 5
2. 港股牛源于基本面，中概股牛验证转型有效 6
3. 基本面支撑中国股票，上市制度改革优化 A 股 8

图目录

图 1 MSCI 中国（除 A 股）指数跑赢全球主要市场 5
图 2 A 股上涨相对滞后 5
图 3 大陆、香港、美国上市中国公司市值占比 6
图 4 大陆、香港、美国上市中国公司盈利占比 6
图 5 大陆、香港、美国上市中国公司估值 7
图 6 港、中、美投资者持股市值占比分布（2017 年） 7
图 7 美国上市中国公司新兴行业占比更高 7
图 8 美国上市中国公司新兴行业占比更高 7
图 9 美国上市中国公司盈利增长更强劲 7
图 10 港新兴行业领涨源于强劲业绩 7
图 11 1990 年以来 GDP 目标值和实际值对比 9
图 12 从支出法角度看 GDP 构成 9
图 13 全球范围内上市中国公司新兴行业占比已经较高 10
图 14 三大市场科技龙头盈利增速（2017Q3，%） 10
图 15 A 股龙头企业的 ROE 超越行业整体水平 10
图 16 中国资产证券化率还较低 10

表目录

表 1 中国大陆、中国香港、美国纽交所的 IPO 发行制度对比.....8
表 2 分板块测算 2017 年/2018 年净利润同比和 ROE 的情况.....10

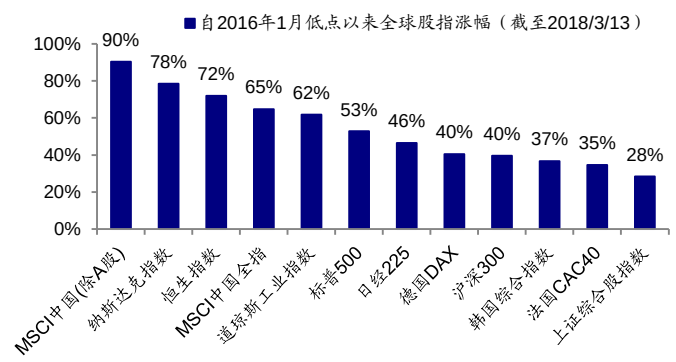
2016 年 1 月 27 日上证综指 2638 点以来，上证综指累计上涨 28%，在全球股市中居后。中国股票真的比较弱势吗？其实 A 股只代表部分中国上市公司，还有大量中国公司在海外上市，本文中我们将从全球视角来看中国上市公司。

1. 全球视角看中国股票已走牛

A 股只包含一部分中国上市公司，全球视角看中国股票已经走牛。2016 年 1 月 27 日 2638 点以来，A 股进入中枢抬升的震荡市，上证综指累计上涨 28.38%，中小板上涨 21.99%，创业板下跌 7.82%，在全部 A 股中 1813 家上涨，1685 家下跌，A 股走势略显疲弱。而视野转向全球，2016 年 1 月低点以来，纳斯达克指数上涨 78.42%、恒生指数上涨 71.98%、道琼斯指数上涨 61.85%、标普 500 指数上涨 52.77%、韩国综合指数上涨 36.75%、日经 225 指数上涨 46.49%、德国 DAX 指数上涨 40.48%、法国 CAC40 指数上涨 34.69%。全球股指在牛市行情之中。那么中国股市落后了吗？其实全球看，中国上市公司一部分在 A 股市场上市，还有大量中国公司在海外上市（共 874 余家海外上市，603 家在香港上市，138 家在美国上市）。从 2016 年 1 月低点以来，包含大量中资股的恒生指数上涨 71.98%，代表海外中资股的 MSCI 中国（除 A 股）指数更是累计上涨 90.37%，跑赢全球主要市场。其实 A 股对中国上市公司的代表性并不全面，全球范围内的中国上市公司整体看其实已进入牛市（全文中中国公司指注册地在中国大陆或主要业务在中国大陆的公司）。

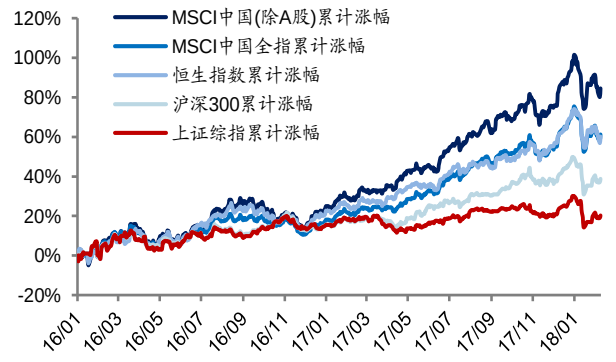
中国公司主要在陆港美上市，有三类代表性指数。所有中国上市公司主要可以分为三类：第一类在大陆上市（A 股、B 股），第二类在香港上市（H 股、红筹股和民企股），第三类在美国上市（另有新加坡上市 61 家，台湾上市 23 家，其他地区上市 44 家，整体市值体量很小，暂不分析），在美国上市的中国股票通常称为美国中概股。截至 2018 年 3 月 13 日在大陆上市的中国公司共 3599 家，总市值 63.05 万亿，在所有中国上市公司中占比 68.78%，2016 年年报净利润合计 3.1 万亿，在所有中国上市公司中占比 65.43%。在香港上市的中国公司共 603 家，总市值 22.86 万亿，占比 24.93%，2016 年年报净利润合计 1.15 万亿，占比 24.30%。在美国上市的中国公司共 138 家，总市值 5.77 万亿，占比 6.29%，2016 年年报净利润合计 0.49 万亿，占比 10.26%。上证综指、沪深 300 可以代表第一类在大陆上市公司，恒生指数代表港股，MSCI 中国（除 A 股）指数可以代表第二类和第三类公司总体，MSCI 中国全指可以代表三类公司总体。MSCI 中国（除 A 股）指数，该指数拥有 150 支成分股，涵盖港股中的 H 股、红筹股、民企股和海外上市的股票（如美股 ADR），覆盖了全球范围内除 A 股外中国股票市值的 85%。MSCI 中国全指的成分股则是在 MSCI 中国（除 A 股）指数成分股基础上再加入 A 股市场上市值最大的 450 余只股票。

图1 MSCI 中国（除 A 股）指数自 2016 年 1 月低点以来跑赢全球主要市场



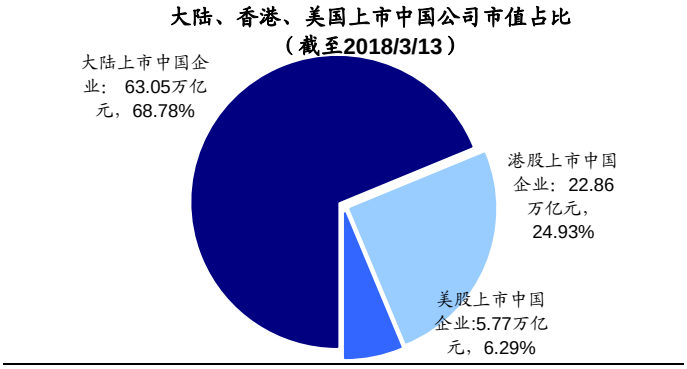
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 A 股自 2016 年 1 月低点以来上涨相对滞后



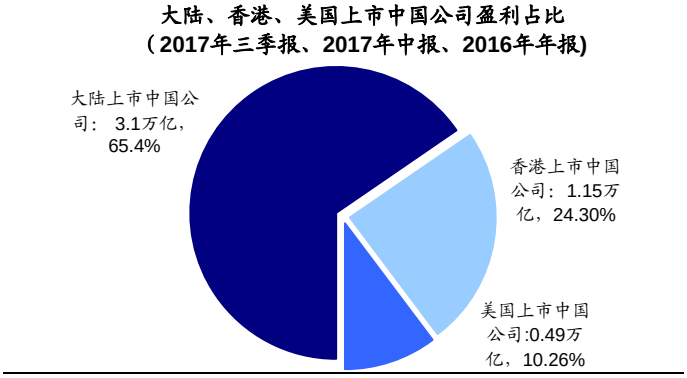
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 大陆、香港、美国上市中国公司市值占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 大陆、香港、美国上市中国公司盈利占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 港股牛源于基本面，中概股牛验证转型有效

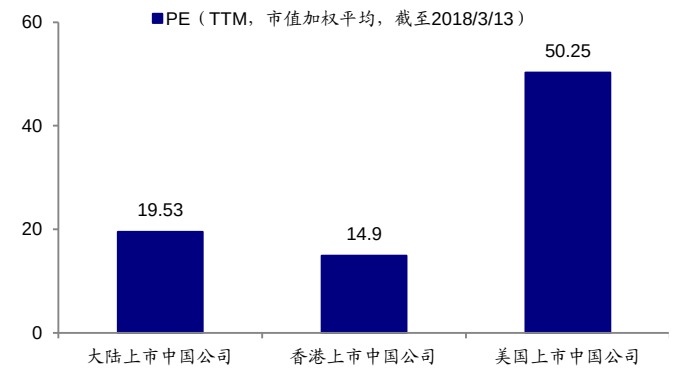
港股走势比 A 股强，更反映中国基本面扎实。在大陆上市中国公司 PE（TTM，按市值加权)19.53 倍，平均市值 175.2 亿元，2017 年三季报净利润增速(整体法)19.81%，2017 年三季报 ROE（整体法，年化）11.41%，在香港上市中国公司 PE（TTM，按市值加权）14.9 倍，平均市值 379.1 亿元，2017 年中报净利润增速（整体法）20.39%，2017 年中报 ROE（整体法，年化）11.38%，在美国上市中国公司 PE（TTM，按市值加权）50.25 倍，平均市值 417.8 亿元，2016 年年报净利润增速（整体法）25.95%，2016 年年报 ROE（整体法）14.31%。整体上三地上市中国公司基本面都很不错，香港上市中国公司估值相对较低、大陆上市中国公司市值相对较小。2016 年 1 月以来，港股特别是香港中资股大幅跑赢 A 股，一方面源于港股估值较低，另一方面源于港股对基本面反映更强。港股机构投资者持股占总市值 45.9%，A 股机构投资者占总自由流通市值 23.7%。港股以机构投资者为主，更注重基本面，A 股相对受投资者情绪影响更强一些。港股的走强正反映了中国基本面（企业盈利）很扎实。

美国上市的中国公司业绩更强源于新兴行业占比更高。将所有公司分为新兴行业（信息技术+医疗保健)、消费（非日常生活消费品+日常消费品)、周期（工业+能源+原材料+电信业务)、金融、地产、公用事业六类，大陆、香港、美国上市的中国公司里面新兴行业市值占比分别为 17.71%、20.11%、76.34%，盈利占比分别为 6.94%、6.12%、93.58%。在大陆上市的中国公司 2017 年三季报净利润增速（整体法）19.81%，其中新兴行业净利润增速（整体法）26.85%，在香港上市中国公司 2017 年中报净利润增速（整体法）20.39%，其中新兴行业净利润增速（整体法）27.83%，在美国上市中国公司 2016 年年报净利润增速（整体法）25.95%，其中新兴行业净利润增速（整体法）27.59%。整体上新兴行业盈利增速都明显更快，在美国上市中国公司由于新兴行业占比更高，带动整体业绩强劲增长。从股价上涨的行业结构看，2016 年 1 月 27 日以来在大陆上市中国公司市值加权平均涨幅 61%，其中新兴行业市值加权平均涨幅 82%，在香港上市中国公司市值加权平均涨幅 130%，其中新兴行业市值加权平均涨幅 156%，在美国上市中国公司市值加权平均涨幅 164%，其中新兴行业市值加权平均涨幅 178%。陆港美三地新兴行业涨幅都明显超过整体，新兴行业带动整体上涨。美国上市中国公司的走强正反映了中国经济正在转型，不过转型的企业更多不是在 A 股上市，而在海外上市。

大陆上市中国公司新兴产业占比较低源于发行制度不够完善。我国主板（含中小板）新股发行要求企业在上市前必须连续 3 年盈利，并且累计净利润需要超过 3000 万。整体上，我国 IPO 发行制度的财务标准较为严苛，而海外成熟市场则更为灵活。同时在由需求扩张驱动的传统盈利回升周期中，周期股往往业绩靓丽，更易满足 A 股新股发行制度的盈利要求，从而导致 A 股周期类上市公司数量和融资金额更多。自 2000 年以来，周期行业 IPO 企业数量占比达 47%、融资金额占 44%，而消费行业企业数量占 29%、融资金额占 20%，科技行业企业数量占比 19%、融资金额占比 11%，金融行业企业数量占比为 2%、融资金额占比为 22%，可见 A 股囿于传统经济结构，难以为科创企业提供有力的融资支持，在这轮产业结构转型升级期成长起来的 BATJ 类公司均远赴海外上

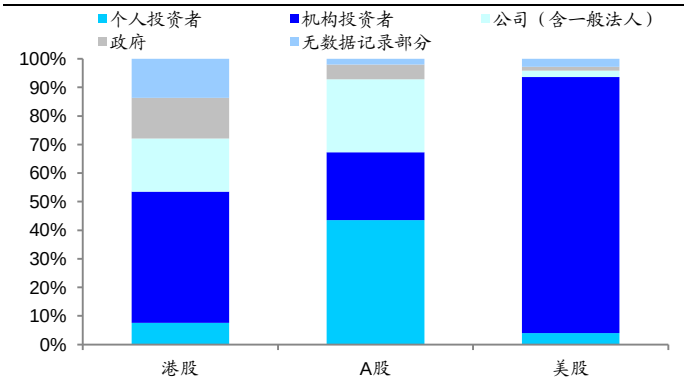
市而无缘 A 股。这是因为处在成长期的新兴行业公司往往业绩不如意，比如 2012 年上市的京东在 2011 年亏损 13 亿元，从而这些企业当时较难符合国内发行制度的标准。在国内融资难的情况下，这些 BATJ 类公司远赴海外上市。随着这些行业步入成熟期，企业营收和市场份额稳定下来，盈利能力开始好转，并逐渐成长为行业龙头，而 A 股市场则与这些企业失之交臂。

图5 大陆、香港、美国上市中国公司估值



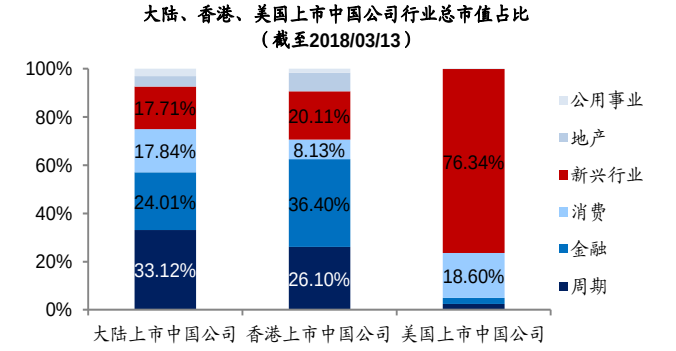
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图6 港、中、美投资者持股市值占比分布（2017 年）



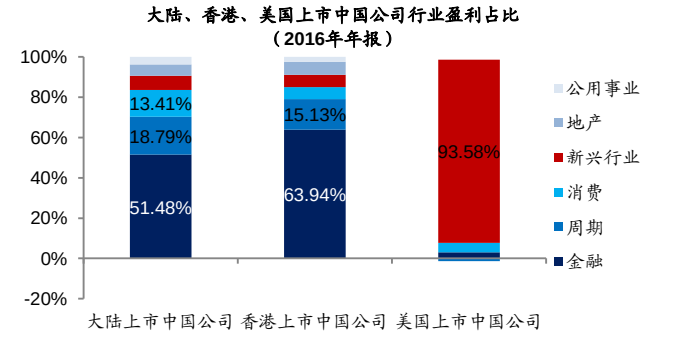
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图7 美国上市中国公司新兴行业市值占比更高



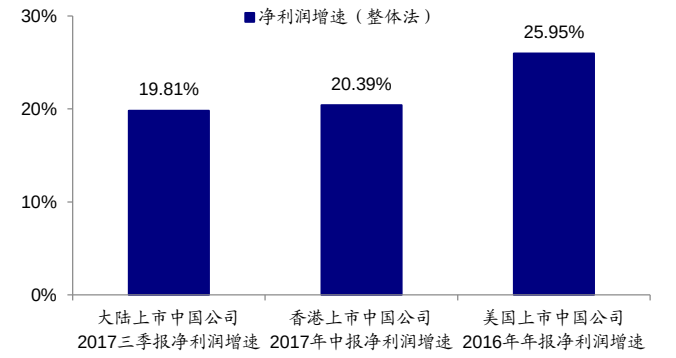
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图8 美国上市中国公司新兴行业盈利占比更高



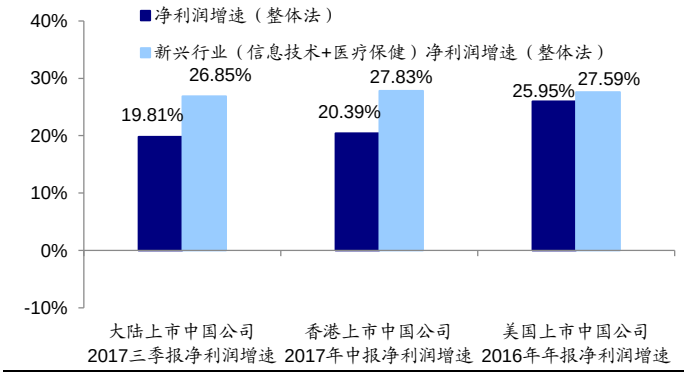
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图9 美国上市中国公司盈利增长更强劲



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图10 港新兴行业领涨源于强劲业绩



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

表 1 中国大陆、中国香港、美国纽交所的 IPO 发行制度对比

	中国大陆	中国香港	美国纽交所
业绩要求	主板、中小板最近三年累计净利润超过 3000 万元；主板、中小板最近 3 年经营活动产生的现金流量净额超过 5000 万元，或者最近 3 年营业收入累计超过 3 亿元。 创业板最近两年累计净利润超过 1000 万元，或最近一年净利润不低于 500 万元且营业收入不低于 5000 万元	主板最近三年至少 5000 万港元盈利（最近一年盈利至少 2000 万，及前两年累计盈利至少 3000 万港元）；市值至少达到 40 亿港元，最近一年收入至少为 5 亿港元；市值至少达到 20 亿港元，最近一年收入至少为 5 亿港元，且前三年营运业务累计现金流入至少 1 亿港元。 创业板最近两年累计现金流量不低于 2000 万港元。	1.最近两年税前盈利均不低于 2500 万美元，最近三年累计税前盈利不低于 1 亿美元。 2.全球市值至少为 5 亿美元，最近一年的收入至少为 1 亿美元，且最近三年的累计现金流入不低于 1 亿美元，最近两年的现金流入均不低于 2500 万美元； 3.全球市值不低于 7.5 亿元，最近两年的收入均不低于 7500 万美元。
市值/股本	主板、中小板发行前股本总额不低于 3000 万元，发行后股本总额不低于 5000 万元； 创业板发行后股本总额不低于 3000 万元。	主板上市时市值至少达到 2 亿港元；创业板上市时市值至少达到 1 亿港元。	公众股市场价值不低于 1 亿美元； 在全球各上市市场的总市值不低于 5 亿美元。
锁定期	控股股东和实际控制人三年，其他股东一年	第一个半年锁定，第二个半年不能丧失控股股东地位	180 天
运营时间	三年	主板三年，创业板两年	三年

资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 基本面支撑中国股票，上市制度改革优化 A 股

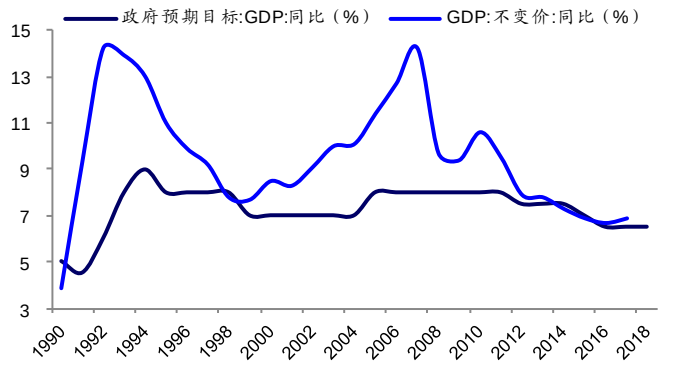
18 年宏观经济增长韧性强，新时代盈利仍保持高增长。3 月 5 日国务院总理李克强在政府工作报告中提出 2018 年 GDP 增长目标是 6.5%左右。对比 1990 年以来政府工作报告中 GDP 增速的目标值和最终的实际值，可发现在多数年份中国 GDP 增速实际值超过目标值。进一步分析驱动经济平稳增长的动因，从支出法看，2017/2016 年消费对 GDP 增长贡献率为 58.8%/64.6%，投资为 32.1%/42.2%，出口为 9.1%/-6.8%。现在消费已经成为支撑经济增长的主力，消费本身有很强的韧性。《为何新时代经济平盈利上？——借鉴日本 1970-80 年代-20171027》等报告中我们就分析过，中国正步入经济平盈利上的新时代，日本也曾在 1975-1989 年经历过宏微观的分化。两者分化主要是源于：一是产业结构优化。产业结构优化核心在于代表中国新经济的信息技术、医疗健康等新兴行业占比不断上升，而这些行业盈利增长远高于传统行业。由于上市制度等历史原因，AB 股公司中传统工业、金融地产占比过高，新兴行业市值占比 17.7%。从全球看，新兴行业在全球范围内上市的中国公司中占比已不断上升，目前市值占比已达到 22.0%。二是行业集中度提高。自 2010 年以来各个行业集中度不断提高，龙头公司盈利更强，中国工商注册企业约 3000 万家，3500 多家上市公司是各子行业龙头。三是企业国际化加快，海外业务盈利贡献不断增加。新时代我国经济正在由大变强，重视质的提高，经济增长平稳，但企业盈利增速更快。我们预测 2017/2018 年 A 股净利同比将达到 17.5%/13.5%，对应 ROE（TTM）分别为 10.3%/11%，预计 2018Q1 净利同比将达 13%-15%。预测 2017/2018 年港股净利同比将达到 16.4%/14.5%，对应 ROE（TTM）分别为 11.1%/11.7%。

上市制度改革将使得 A 股科技股占比提高，未来 A 股指数代表性将更强。我国目前发行制度背景下，很多新兴成长行业的领军企业无法在 A 股上市。目前，中国大陆市值最大的 4 家上市科技公司：以人民币计价，腾讯控股 2.3 万亿，阿里巴巴 2.2 万亿，百度 0.5 万亿，京东 0.3 万亿，其中阿里巴巴、百度、京东在美国上市，腾讯在香港上市。严苛的财务标准导致了 A 股结构扭曲。随着注册制改革的稳步推进，国家对于新技术、新产业、新业态、新模式的支持力度不断加大。360 回归 A 股、富士康 IPO“特批”进入“绿色通道”，36 天过审的“神速”展现了监管层面对于发行制度改革创新的重视。中国资本市场正在为“独角兽”企业敞开大门。政策的倾斜将引导科技股新鲜血液的流入和回归。可以预见的是，科技类行业 IPO 数量和市值占比将在 A 股市场逐渐升高，对应的周期类行业占比将会减小，随着更多高成长的“独角兽”在 A 股上市，A 股市场结构将趋向合理，为迈向新的高点打下坚实的基础。股市作为经济的晴雨表，在中国宏观经济保持平稳向上的态势下，A 股指数为何不如 MSCI 中国（除 A 股）等海外指数呢？原因在于许多中国市值大、

盈利好的公司在香港或美国上市，中国 A 股并没有全面代表中国实体经济，尤其是新经济的代表性不强。近两年部分新兴产业中概股盈利高增长，且累计涨幅较大，正处于盈利高速增长阶段。以 BATJ 为例，从盈利的角度看，2017Q3 百度的净利润、营收同比增速分别为 88%、17%，阿里巴巴为 71%、57%，腾讯控股为 66%、59%，京东为 136%、41%。从涨跌幅的角度看，2016 年 1 月底以来百度、阿里巴巴、腾讯、京东累计涨幅分别为 54%、168%、214%、68%。未来类似 BATJ 的公司在 A 股上市，或者海外上市的类似企业选择回归 A 股，A 股的成份将会发生很大变化。

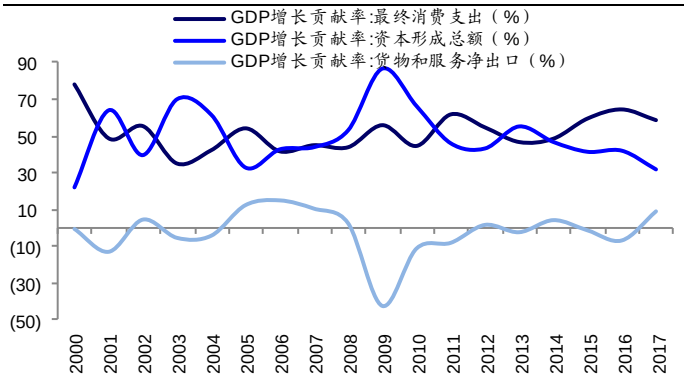
龙头才是真正的主线，聚焦有业绩的真龙头。展望 2018 年是进入新时代的一年，新时代中国经济由大变强，行业集中度提升将巩固龙头地位，集中度提升带来的龙头盈利好转是支持龙头的核心动力。价值龙头中金融尤其是银行性价比最高，盈利趋势向上、估值低、基金配置低。我们预测银行 17/18 年净利同比为 5%/10%，保险为 10%/45%，券商为-8%/3%。目前家电 PE（TTM）为 23.4 倍，预计 17/18 年净利润同比为 19%/25%，盈利与估值仍较匹配。随着新独角兽通过“绿色通道”上市，海外科技龙头回归政策的逐渐完善，盈利估值匹配度更好的优秀标的逐渐在 A 股诞生。产业角度，每个阶段成长的内涵和代表公司不同，目前和未来一段时间满足人民美好生活需要的行业必然成为新时代的主导产业，如先进制造、新兴消费，子行业如通信设备、电子制造、创新药等。通信设备中的光通信（5G）的设备和光模块仍处在高景气增长期，龙头华为、中兴在设备市场份额迅速提升，预计光通信（5G）17/18 年净利同比为 20%/25%。半导体产业链在政策和产业投资基金的推动下正加速向大陆转移，设备投资即将进入高峰期，预计半导体 17/18 年净利同比为 35%/55%。创新药正逐步引领我国制药行业的发展方向，预计将有 15-20 个自主新药将在 2018-2020 年期间以最低每年 4-5 个的速度持续密集获批，预计创新药 17/18 年净利同比为 17%/24%。

图11 1990 年以来 GDP 目标值和实际值对比



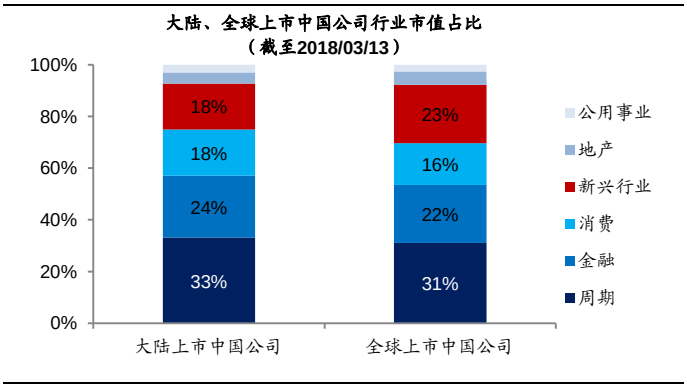
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图12 从支出法角度看 GDP 构成



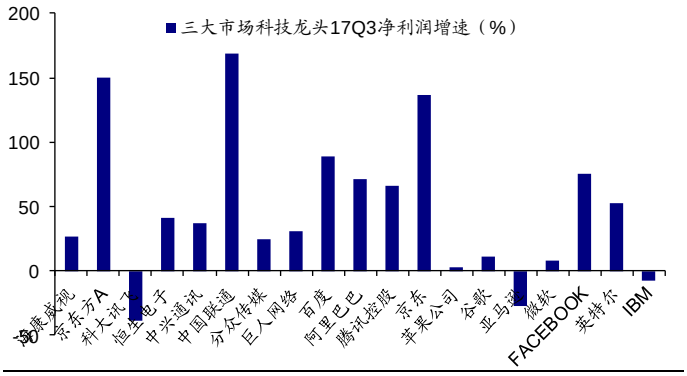
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图13 全球范围内上市中国公司新兴行业市值占比已经较高



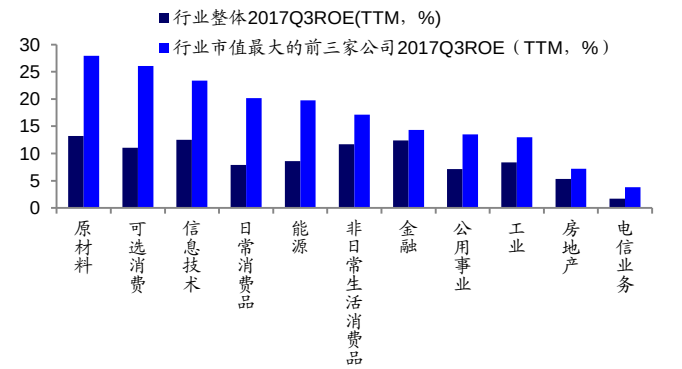
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图14 三大市场科技龙头盈利增速（2017Q3，%）



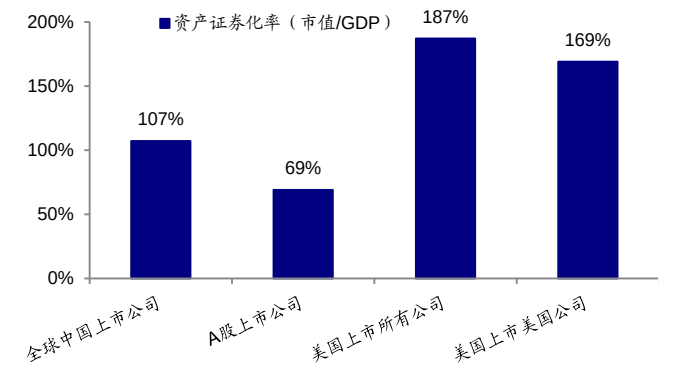
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图15 A 股龙头企业的 ROE 超越行业整体水平



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图16 中国资产证券化率还较低（截止 2018/03/13）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

表 2 分板块测算 2017 年/2018 年净利润同比和 ROE 的情况

板块	净利润累计同比（%）			ROE（%）		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
全部 A 股	5.8	17.5	13.5	9.6	10.3	11.0
金融	-5.1	5.9	11.6	12.7	12.2	12.3
A 股剔除金融	22.8	29.5	18.1	7.4	8.6	8.9
周期	43.4	58.7	19.0	4.7	6.5	6.8
地产	41.2	20.0	10.0	11.6	12.7	12.1
消费	22.5	17.5	18.5	11.3	11.4	11.7
科技	15.2	24.2	26.4	7.8	8.3	9.1
交运、公用事业等	-8.5	12.2	15.0	8.4	8.8	9.1
主板	3.3	17.3	12.5	9.7	10.4	11.1
中小板	30.3	28.6	27.0	8.8	9.9	11.2
创业板	36.8	-2.4	11.0	8.9	8.3	8.5

资料来源：wind，海通证券研究所测算

风险提示：经济增长速度快速回落，通胀快速高企引发货币政策从紧。

信息披露

分析师声明

荀玉根　　策略研究团队

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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

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

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

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

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
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
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
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 chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@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
联系人
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

中小市值团队
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
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
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳栓(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 fgq12116@htsec.com

汽车行业
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
联系人
马良旭 mlx11971@htsec.com

公用事业
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@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(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒
钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧 gjy11909@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
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
联系人
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
石　坚(010)58067942　sj11855@htsec.com

煤炭行业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
李　淼(010)58067998　lm10779@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)32319171　xbq6583@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@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　zcc11726@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
鲁　立（021）23154138　ll11383@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@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
联系人
庄　宇(010)50949926　zy11202@htsec.com
张峥青　zzq11650@htsec.com

非银行金融行业
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090　xcs10800@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
联系人
李　丹(021)23154401　ld11766@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
联系人
盛　开　sk11787@htsec.com

建筑建材行业
钱佳佳(021)23212081　qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@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

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com
刘　璇　lx11212@htsec.com

建筑工程行业
杜市伟　dsw11227@htsec.com
张欣劼　zxj12156@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(010)50949923　cy10867@htsec.com
联系人
夏　越(021)23212041　xy11043@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
张恒晅　zhx10170@hstec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
刘　磊(010)50949922　ll11322@htsec.com
联系人
张宇轩　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
林媛媛(0755)23962186　lyy9184@htsec.com
联系人
谭敏沂　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李铁生(010)58067934　lts10224@htsec.com
联系人
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
顾熹闽(021)23154388　gxm11214@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
联系人
李　阳　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永　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
蔡铁清(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
季唯佳(021)23219384　jiwj@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
方烨晨(021)23154220　fyc10312@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989　cxc11643@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
吴　尹　wy11291@htsec.com
陆铂锡　lbx11184@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
陈铮茹　czr11538@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
杜　飞　df12021@htsec.com
张　杨(021)23219442　zy9937@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