

## 相关研究

《个税专项抵扣，减税力度多大？》

2018.10.21

《意大利为何成为欧洲最大变数？——

意大利的局势变化与影响》2018.10.19

《复苏后的下一步——美国经济的现状与变化》2018.10.15

## 工业利润放缓，通胀仍趋回落

## 投资要点:

- **宏观专题：增值税减并：效果几何，谁更受益？**
- **企业税负重，增值税改提速。**目前企业部门纳税占比超 80%，企业税负中间接税占比超 70%，增值税占比近半，而 16% 的增值税率也居全球高位。我国增值税改革共经历建立、转型、扩围三个阶段，目前进入简并与调整的第四阶段。
- **基准情形下的减税效果估算。**目前各行业增值税率存在差异，采矿业税负较重，装备制造行业税负相对较低。我们借助投入产出表来估算基准情形（各档税率下调 1%）下的减税效果，估算减税规模超过 5766 亿元，占 GDP 比重 0.63%，若这部分减税全部用于投资，或可提升投资增速 2.0%，提升 GDP 增速 0.27%。
- **拓展情形下的减税效果估算。**考虑三种拓展情形：1) 16% 和 10% 档降至 14% 和 8%、6% 档降至 5.5%；2) 16% 档并入 10%、6% 档降至 5%；3) 16% 档降至 13%、10% 档并入 6%。我们估算三种情形下，减税规模为 9600 亿-1.6 万亿，拉动投资增速 3.4%-5.7%，拉动经济增速 0.45%-0.77%。
- **谁减税更多，谁增利更多？**基于上市公司的测算显示，基准情形下，地产、金融、商贸等行业减税幅度较大，钢铁、有色、家电垫底；商贸、通信行业利润增幅较大，银行、建材、食品饮料影响不大。
- **一周扫描：**
- **海外：美国三季度 GDP 增速 3.5%，欧元区制造业 PMI 新低。**上周五，美国公布三季度实际 GDP 环比折年增速 3.5%，高于预期 3.3%。上周三美联储公布的褐皮书称，截止 10 月 15 日美联储 12 个地区整体经济活动以“温和至适度”的速度扩张。周三美国商务部公布 9 月新屋销售年化 55.3 万户，创 2016 年 12 月以来新低。上周三公布的欧元区 10 月 PMI 延续下滑，其中欧元区制造业 PMI 初值 52.1，不及市场预期，创 26 个月新低。
- **经济：工业利润放缓。**1-9 月规模以上工业企业利润总额同比增速继续下滑至 14.7%，其中 9 月当月同比增速 4.1%，较 8 月大幅下滑。工业利润增速下滑主要是受工业产销增速放缓、价格涨幅回落、上年利润基数偏高等因素影响。1-9 月工业企业主营业务收入增速 9.4%，其中 9 月当月增速 6.2%，创年内新低。9 月工业产成品存货增速回落至 9.4%。10 月需求依然偏弱，地产销售继续下滑而汽车消费仍显低迷。工业生产仍在减速，虽然粗钢产量增速有所回升，但发电耗煤增速跌幅继续扩大。
- **物价：通胀仍趋回落。**上周菜价、禽蛋价格继续下跌，猪价下跌而牛羊肉价格上涨，预测 10 月食品价格环比持平，10 月 CPI 回落至 2.4%。10 月以来钢价回落，煤价、油价先涨后跌，预测 10 月 PPI 同比涨幅回落至 3.2%。此前雨水天气和猪瘟疫情等因素推动 3 季度 CPI 短期抬升，而油价大涨亦推动通胀预期升温。但进入到 10 月份以后，食品价格持续回落，而油价、煤价等也再度下跌，10 月 CPI 和 PPI 大概率同时回落，这也意味着通胀回落的趋势依旧未改。
- **流动性：货币利率仍低。**上周货币利率整体回落，其中 R007 均值上行 4bp 至 2.65%，R001 下行 8bp 至 2.33%，DR007 上行 1bp 至 2.6%，DR001 下行 8bp 至 2.29%。上周央行公开市场净投放 4600 亿。上周美元指数大幅反弹，人民币兑美元继续贬值，在岸、离岸人民币分别贬至 6.95、6.96。由于去杠杆的大力推进，自去年来中国的宏观杠杆率已经企稳不再上升，央行下调存准率是对冲广义货币收缩的需要，并未增加杠杆率水平，这也意味着未来存准率仍有下调空间。
- **政策：进一步减税降费。**国务院总理李克强召开国务院常务会议表示：部署根据督查发现和企业关切的问题，进一步推动优化营商环境政策落实，决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解企业融资难；进一步减轻企业税费负担，抓紧研究提出继续降低企业税负和降低社保费率的具体办法；总理表示将加速推进中日韩自贸区谈判，共同建设东亚经济共同体；财政部部长刘昆表示，将进一步放开金融服务业。

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:lj11087@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

## 目 录

1. 宏观专题：增值税减并：效果几何，谁更受益？ .....	6
1.1 企业税负重，增值税改提速 .....	6
1.2 基准情形下的减税效果估算 .....	7
1.3 拓展情形下的减税效果估算 .....	9
1.4 谁减税最多，谁增利最多？ .....	10
2. 海外：美 Q3 经济增速 3.5%，欧元区制造业 PMI 新低 .....	11
2.1 美国三季度 GDP 实际环比增速 3.5% .....	11
2.2 欧元区制造业 PMI 新低 .....	11
3. 国内经济：工业利润放缓 .....	11
3.1 工业利润继续下滑 .....	11
3.2 需求依然偏弱 .....	13
3.3 工业继续减速 .....	13
4. 物价：通胀仍趋回落 .....	14
4.1 食品跌幅收窄 .....	14
4.2 10 月 CPI 小降 .....	14
4.3 10 月 PPI 回落 .....	15
4.4 通胀仍趋回落 .....	15
5. 流动性：货币利率仍低 .....	16
5.1 货币利率仍低 .....	16
5.2 央行大幅投放 .....	16
5.3 汇率继续贬值 .....	16
5.4 政策空间充足 .....	17
6. 政策：进一步减税降费 .....	17
7. 日历：聚焦 10 月末数据 .....	17

## 图目录

图 1	我国企业直接税和间接税规模 (亿元)	6
图 2	2017 部分国家增值税税率 (%)	6
图 3	我国增值税改革历程回顾	7
图 4	基于投入产出表估算行业增值税的计算公式	7
图 5	各行业销项税率与进项税率 (%)	8
图 6	工业行业增值税负担估算情况 (%)	8
图 7	1%增值税率下调对各行业增值税负担的影响 (%)	9
图 8	1%税率下调对各行业上市公司税收负担的影响 (%)	10
图 9	1%税率下调对各行业上市公司利润总额的提升 (%)	11
图 10	规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)	12
图 11	18 年 1-9 月工业企业利润总额增速: 分类型 (%)	12
图 12	规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)	12
图 13	历年各月主营业务收入累计利润率 (%)	12
图 14	工业企业主营收入、产成品存货同比增速 (%)	12
图 15	库存销售比及增速	12
图 16	下游行业利润总额累计同比增速 (%)	13
图 17	中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)	13
图 18	上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)	13
图 19	1-9 月各行业新增利润贡献率 (%)	13
图 20	41 城市旬度日均新房销量同比增速 (%)	13
图 21	乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)	13
图 22	中钢协重点钢企粗钢产量及库存旬度增速 (%)	14
图 23	六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)	14
图 24	前海农产品批发价格指数: 蔬菜	14
图 25	猪肉批发价格 (元/公斤)	14
图 26	商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测 (%)	15
图 27	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	15
图 28	环渤海动力煤价格 (元/吨)	15
图 29	PPI 同比及环比 (%)	15
图 30	农产品批发价格 200 指数	15

图 31	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	15
图 32	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	16
图 33	R001 和 R007 (%)	16
图 34	央行公开市场操作 (亿元)	16
图 35	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	17
图 36	美元指数	17
图 37	央行公开市场净投放规模 (亿元)	17
图 38	商业银行超储率 (%)	17

## 表目录

---

表 1 增值税率下调 1%时的减税规模估算.....	9
表 2 不同减税方案下减税规模的估算.....	10
表 3 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期.....	18

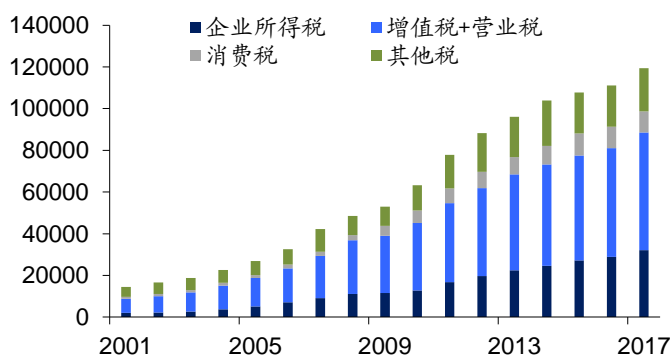
## 1. 宏观专题：增值税减并：效果几何，谁更受益？

### 1.1 企业税负重，增值税改提速

企业部门纳税占比超过 80%，增值税占企业税收比重近半。观察 2017 年中国税收结构，共有 18 个主要税种，企业部门纳税占比合计超过 80%，其中占比最高的是国内增值税和企业所得税，分别达到 39%和 22%。而主要发达国家中，美国、加拿大、英国、德国的企业税收占比仅为 34%、42%、50%和 52%。相比之下，我国企业税收占比明显偏高。而进一步观察企业部门税收结构，以增值税、消费税为主的间接税占比超过 70%，其中光增值税一项占比就达到 47%。根据 OECD 数据统计，发达国家企业间接税占税收的比重普遍在 50%以下。我国企业间接税占比同样偏高。

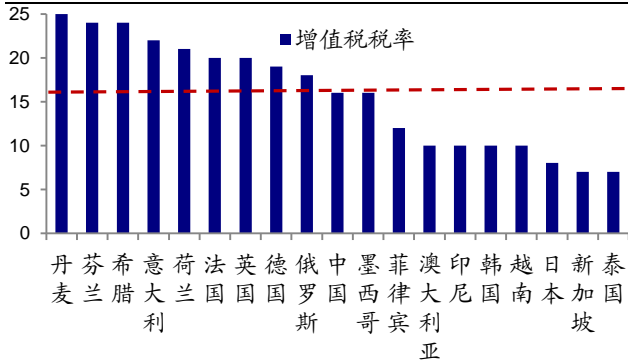
16%增值税税率实际偏高，“营改增”扩税基变相加税。尽管横向比较看，我国 16%的增值税基本税率略高于亚洲新兴市场国家，而低于发达国家，似乎仅处于世界中等水平。但英国、法国等欧美发达国家虽然增值税率高，但整体税收以直接税为主，而我国与其他亚洲国家一样主要依赖间接税。因而，在以间接税为主的国家中，我国增值税税率明显处于高位。营改增之后，中小企业难以再低报营业税，而由于所有交易环节都需要提供发票信息，相当于税收监管大幅加强，因此实际税基大幅增加，结果导致了税收增加。18 年上半年税收增速 14.4%、增值税增速 16.6%，都远高于 10%的 GDP 名义增速，意味着企业负担进一步加重。

图1 我国企业直接税和间接税规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2017年部分国家增值税税率（%）



资料来源：PWC，海通证券研究所

增值税税率调整政策预期升温。今年初《政府工作报告》中明确提出，“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平”、“全年再为企业和个人减税 8000 多亿元”。从目前已出台的政策看，离实现年初制定的目标仍有一定距离。9 月底财政部长刘昆在接受新华社采访时，提及“抓紧研究更大规模的减税、更加明显的降费措施”。这令市场对于增值税税率调整的预期持续升温。回顾历史，我国增值税改革先后经历了四个阶段：

第一个阶段是 79-94 年增值税的建立。其中 79-83 年主要为试点阶段，84 年《中华人民共和国增值税条例（草案）》发布，标志着我国增值税制度的正式确立。而 93 年底的《中华人民共和国增值税暂行条例》及其实施细则发布，则标志着规范化的“生产型增值税”正式建立。

第二个阶段是 04-10 年增值税的转型。其中 04-08 年主要为试点阶段，09 年起在全国范围实行增值税转型改革，实现了增值税由生产型向消费型的转型。通过允许抵扣购进的机器设备等固定资产的进项税额，减少增值税的税基，从而减轻重复征税，减少税收对市场机制的扭曲。

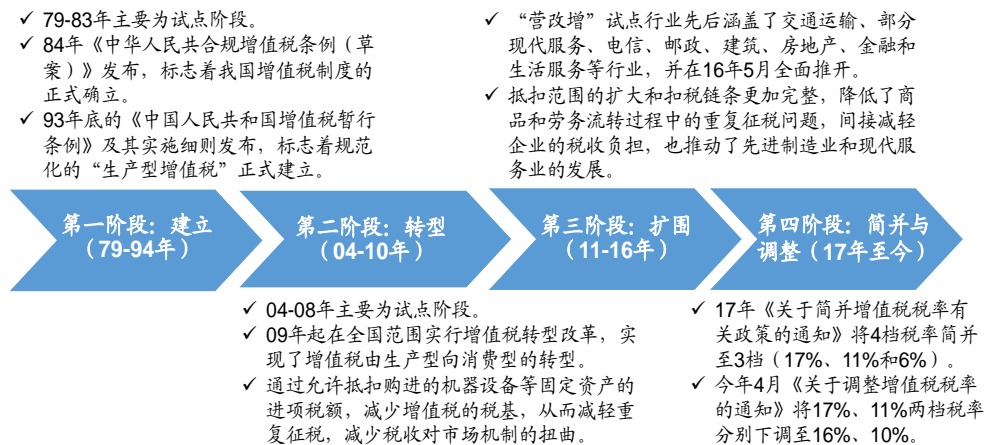
第三个阶段是 11-16 年增值税的扩围。“营改增”试点行业先后涵盖了交通运输业、部分现代服务业、电信业、邮政业、建筑业、房地产业、金融业和生活服务业，并在 16



年5月全面推开。抵扣范围的扩大和扣税链条更加完整，降低了商品和劳务流转过程中的重复征税问题，间接减轻企业的税收负担，也推动了先进制造业和现代服务业的发展。

第四个阶段是17年以来增值税简并与调整。“营改增”全面实施后，增值税存在17%、13%、11%、6%等多档税率和3%的征收率，税收征管较为复杂。为提高征管效率，17年以来共推行了两次税率调整，包括17年《关于简并增值税税率有关政策的通知》将4档税率简并至3档（17%、11%和6%），今年4月《关于调整增值税税率的通知》将17%、11%两档税率分别下调至16%、10%。

图3 我国增值税改革历程回顾



资料来源：海通证券研究所整理

## 1.2 基准情形下的减税效果估算

**增值税如何影响企业盈利？**根据增值税应纳税额的计算公式，增值税应纳税额为当期销项税额和当期进项税额之差，两者分别包含在销售额和购进额中。因而增值税本身并不直接影响企业盈利，而是通过影响含税销售额和购进额来影响毛利，这意味着增值税额与销售额、毛利润等利润表项财务指标之前的关系并不恒定。并且，根据税法，不同行业适用不同的销项税率、进项税率，而销项税基和进项税基则与具体行业的收入、成本结构有关，这里我们根据投入产出表来对后者进行匡算。

**投入产出表估算增值税的原理。**投入产出表刻画了各行业与其上下游行业间的投入产出关系，我们据此估算各行业的销项税基和进项税基。具体而言，销项税率由各产品适用的增值税率确定，进项税率根据投入产出关系由各行业销项税率按照生产该行业产品所需各行业中间投入的比重为权重加权平均。销项税基为行业总产出-存货增加-出口，进项税基为中间投入扣除出口使用部分。最后将17年实际增值税按照投入产出表法估算的各行业增值税比重进行分配。

图4 基于投入产出表估算行业增值税的计算公式

基于投入产出表估算的增值税

$$= \text{销项税基} \times \text{销项税率} - \text{进项税基} \times \text{进项税率}$$

$$= \frac{(\text{行业总产出} - \text{存货增加} - \text{进口}) \times \text{销项税率}}{(1 + \text{销项税率})} - \frac{(\text{各项中间投入} - \text{出口}) \times \text{进项税率}}{(1 + \text{进项税率})}$$

增值税 = 基于投入产出表估算的行业增值税占比 × 各行业增值税总额

其中：

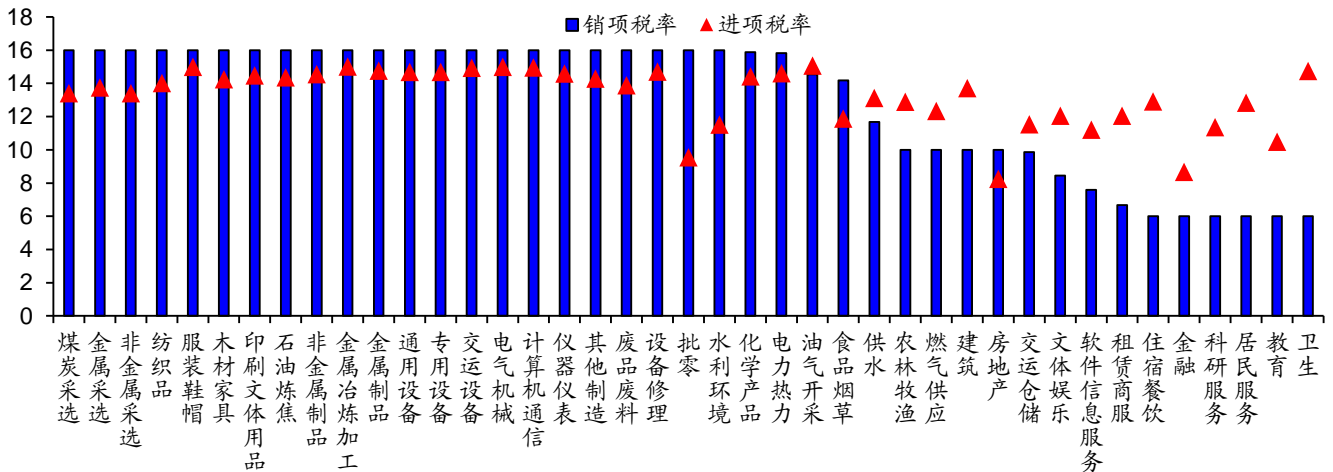
$$\text{进项税率} = \sum (\text{各项中间投入占比} \times \text{该中间投入进项税率})$$

资料来源：海通证券研究所整理

**基准情形下的减税效应估算。**由于增值税税率调整方案尚未公布，我们先以各档税率下调 1% 为例，估计此方案下减税的大体规模，而后再将这种方法拓展到其它减税方案以测算影响。

**制造业行业税率普遍高于服务业。**投入产出表方法对增值税减税效果的测算，首先需要明确各行业所适用的销项税率与进项税率。销项税率按照各行业提供的主要货物和服务税率予以确定，对于行业内部适用不同税率的，工业行业根据规模以上工业企业销售产值比重进行加权平均，服务业行业根据上市公司 17 年营业收入进行加权平均。从得到的结果来看，制造业行业增值税率普遍高于服务业：一方面，体现在制造业行业大都适用 16% 的销项税率；另一方面，服务业行业的进项税率普遍低于销项税率，而制造业行业则与此相反。

图5 各行业销项税率与进项税率 (%)

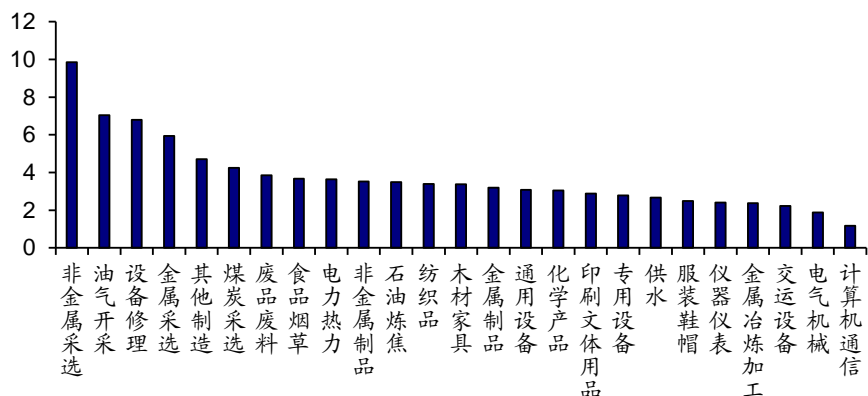


资料来源：国家税务总局，工业统计年鉴，WIND，海通证券研究所

那么，工业行业目前的增值税负担怎样？

**采矿业负担较重，装备制造行业不高。**通过投入产出表方法估算的企业增值税，再结合 17 年分行业营业收入，我们能够大体得到各个工业行业企业增值税负担情况。整体来看，工业行业增值税与营业收入比重处于 3.4% 左右的水平（按中位数）。分行业来看，采矿业增值税负担较重，比如非金属矿采选、石油和天然气采选行业增值税与营业收入之比均超过 7%，而装备制造行业增值税负担水平不高，比如交通运输设备、电气机械和通信设备、计算机及其他电子设备制造业其增值税与营业收入之比均不高于 2.5%。

图6 工业行业增值税负担估算情况 (%)

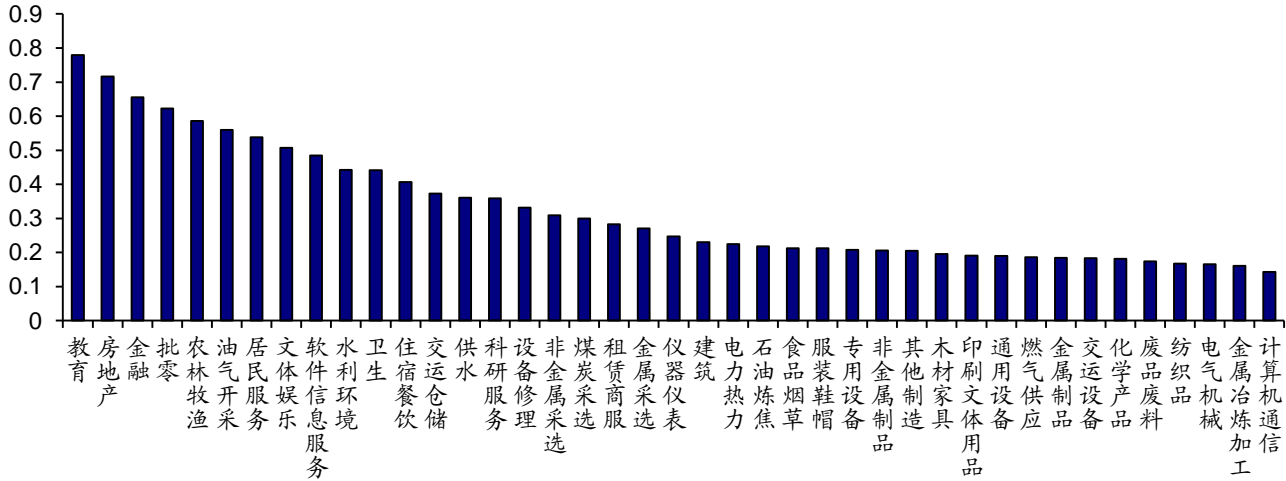


资料来源：国家统计局，WIND，海通证券研究所，按照增值税与营业收入之比来估计。



**下调 1%的增值税率对于各行业税收负担有何影响？**整体来看，下调 1 个百分点的增值税率会降低各行业增值税负担约 0.25 个百分点（中位数水平）。服务行业受益最为明显，像教育、房地产、金融和批发零售行业在增值税率下调 1%的情况下，税收负担下降均超过 0.6%。而增值税负担较轻的制造业行业，在下调 1%税率时税负降低的程度不高，像通用设备、交运设备和电气机械等行业其税收负担下降不足 0.2 个百分点。

图7 1%增值税率下调对各行业增值税负担的影响（%）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所，增值税负担为增值税与销项税基之比

**若税率全面下调 1%，减税规模约 6000 亿。**根据下调税率 1%时各行业增值税变动情况，我们可以估算总体的减税规模。投入产出法测算下，增值税率下调 1%带来的各行业增值税减税幅度约在 9.13%。假设 18 年 1-9 月增值税占全年比重与去年相同，我们估算出 18 年国内增值税规模约在 6.3 万亿元左右。因此，下调增值税率 1%带来的减税规模为 5766 亿元，约在 6000 亿元水平，占 GDP 比重 0.63%。

**提升投资增速 2%，提升 GDP 增速 0.3%。**考虑到 17 年规上工业企业资产负债率 55.5%、固定资本形成总额占全社会固定资产投资的 54%，以及 18 年前三季度资本形成总额对 GDP 增长的贡献率为 31.8%，如果这部分税收减免全部作为本金投入到投资中去，将可增加投资 12597 亿元，从而提升投资增速 2.02 个百分点，可增加固定资本形成 7000 亿元，从而提升 GDP 增速 0.27 个百分点。

表 1 增值税率下调 1%时的减税规模估算

减税方案	增值税减税幅度	18 年增值税规模估算	减税规模估算	占 GDP 比重	提升投资增速	提升 GDP 增速
全面下调 1%	9.13%	63155 亿元	5766 亿元	0.63%	2.02%	0.27%

资料来源：国家统计局，WIND，海通证券研究所

### 1.3 拓展情形下的减税效果估算

那么，在不同的增值税减税方案下，减税规模又有何差异呢？

**三种拓展的减税方案。**我们对三种不同的增值税减税方案做以比较，其中方案一是将 16%和 10%两档税率分别降至 14%、8%，将 6%税率降至 5.5%；方案二是将 16%的税率并入 10%档，并将 6%的税率下调至 5%；方案三是将 16%档税率下调至 13%，而 10%档税率并入 6%。

**减税、提振经济力度依次递增。**整体来看，这三种减税方案效果都要强于基准情形（全面下调增值税率），且减税效果递增：方案一将会减税 9600 亿，分别提升投资和经济增速 3.4%、0.45%；方案二将会减税 1.2 万亿，分别提升投资和经济增速 4.1%、0.55%；方案三将会减税 1.6 万亿，分别提升投资和经济增速 5.7%、0.77%。

表 2 不同减税方案下减税规模的估算

减税方案	增值税减税幅度	减税规模估算	占 GDP 比重	提升投资增速	提升 GDP 增速
全面下调 1%	9.13%	5766 亿元	0.63%	2.02%	0.27%
16%和 10%档税率下调 2 个百分点， 6%税率下调至 5.5%	15.2%	9600 亿元	1.06%	3.40%	0.45%
16%档税率并入 10%， 6%档税率降至 5%	18.6%	11747 亿元	1.29%	4.14%	0.55%
16%档税率下调至 13%， 10%档税率并入 6%	25.7%	16231 亿元	1.79%	5.74%	0.77%

资料来源：国家统计局，WIND，海通证券研究所

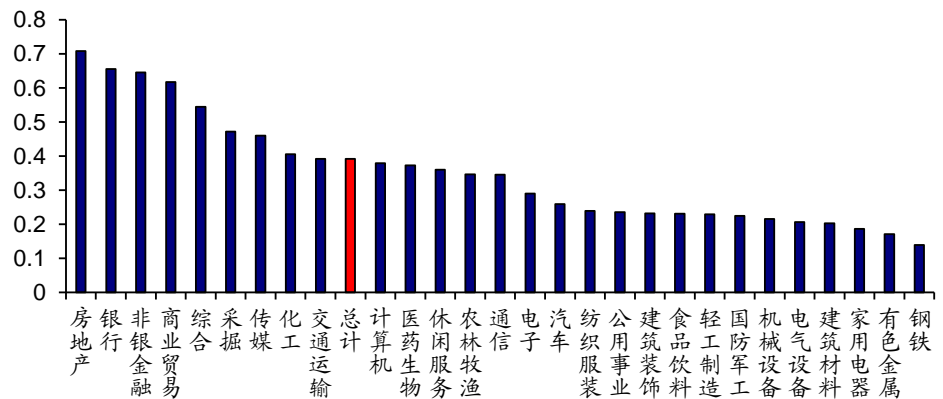
## 1.4 谁减税最多，谁增利最多？

### 1%增值税率的下调对上市公司税负、利润又会产生怎样的影响？

需要指明的是，上市公司财报中的“应交增值税”科目并不能准确反映企业该期间内实际所缴纳的增值税，年报中该科目所披露的数据可以近似理解为企业应缴但尚未缴纳的增值税部分，而实际发生的增值税缴纳额需要根据应交增值税下的二级科目才能予以确定。因此，上市公司所缴纳增值税的估算仍采用投入产出表法。

**地产、金融、商贸税负降低较多，钢铁、有色、家电垫底。**若现有增值税率下调 1%，则整体来看，上市公司的税收负担（增值税/营业收入）下降约 0.4 个百分点。其中，房地产、金融和商贸行业税负降低较多，均在 0.6 个百分点以上，而钢铁、有色行业排名垫底，税负下降程度不高，均在 0.2 个百分点以下。

图8 1%税率下调对各行业上市公司税收负担的影响 (%)

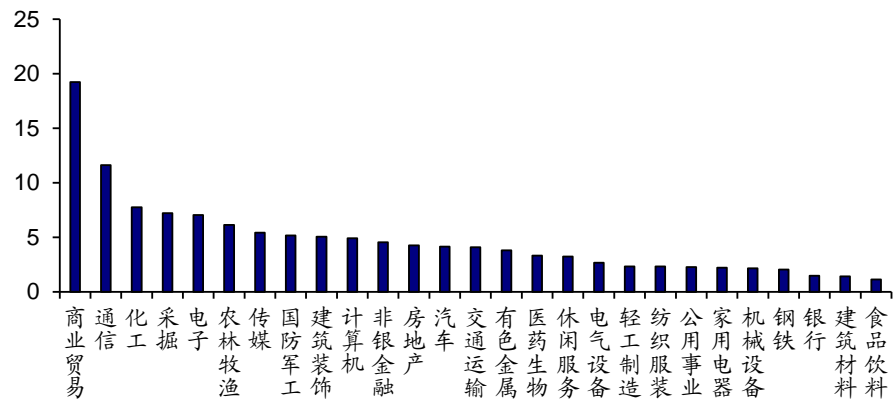


资料来源：国家统计局，WIND，海通证券研究所

增值税率调整会影响到行业产品和服务价格的变动，进而导致供需两端的调整，增值税率下调令政府部门在收入分配中的份额缩减，由此让渡出的收益事实上是在企业和居民部门之间进行分配。这里我们简单假设增值税率调整带来的减税效应全部作用在企业部门，由此将税率调整对上市公司利润的影响作以静态测算。

**商贸、通信行业利润明显改善，银行、建材、食品饮料影响不大。**整体来看，增值税率下调 1%会带来上市公司利润总额提升 4%左右（中位数水平）。其中，商贸和通信行业的利润改善程度较为明显，税率下调 1%所带来的利润增厚幅度均在 10%以上，而银行、建筑材料和食品饮料行业利润受税率下调的影响程度不大，利润增厚幅度均在 1.5%以下。

由此可见，增值税率下调对行业税负和利润的影响存在差异。税率下调情况下，虽然地产、金融等行业税收负担下降程度较高，但由于其利润规模同样较大，因此，下调税率对其利润改善影响并不显著。而像通信、电子等行业，虽然税负下降程度居中，但下调税率对其利润改善尤为明显。

**图9 1%税率下调对各行业上市公司利润总额的提升 (%)**


资料来源：国家统计局，WIND，海通证券研究所

## 2. 海外：美 Q3 经济增速 3.5%，欧元区制造业 PMI 新低

### 2.1 美国三季度 GDP 实际环比增速 3.5%

上周五，美国公布三季度实际 GDP 环比折年增速 3.5%，高于预期 3.3%，创 2015 年以来同期最佳表现，但低于前值 4.2%，主要贡献来自消费者支出、企业补库存以及政府增加支出。

**美联储褐皮书发布。**上周三美联储公布的褐皮书称，截止 10 月 15 日，美联储 12 个地区整体经济活动以“温和至适度”的速度扩张，但劳动力市场趋紧和关税引起的企业成本的上涨，令人担忧。

**美国新屋销售、消费者信心数据不佳。**上周三美国商务部公布 9 月新屋销售年化 55.3 万户，创 2016 年 12 月以来新低；上周五公布的密歇根大学消费者信心指数 10 月终值 98.6，低于初值并再度不及预期，消费者对个人财务状况的现况评价走低，对短期通胀预期抬升。

### 2.2 欧元区制造业 PMI 新低

上周三公布的欧元区 10 月 PMI 延续下滑，其中欧元区制造业 PMI 初值 52.1，不及市场预期，创 26 个月新低；德国和法国 PMI 初值也分别创 29 个月和 25 个月新低。上周四欧央行 10 月议息会议各方面决议按兵不动，行长德拉吉表示，尽管最近的数据偏弱，欧元区的经济依然整体向上，没有讨论过延长 QE，保护主义、新兴市场脆弱和金融市场波动是面临的主要风险。

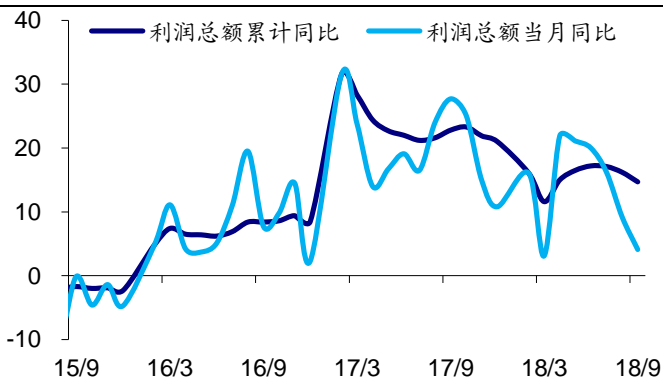
## 3. 国内经济：工业利润放缓

### 3.1 工业利润继续下滑

**工业企业利润增速继续下滑。**1-9 月规模以上工业企业利润总额同比增速继续下滑至 14.7%，其中 9 月当月同比增速 4.1%，较 8 月大幅下滑。9 月工业利润增速继续下滑，主要是受工业产销增速放缓、价格涨幅回落、上年利润基数偏高等因素影响。

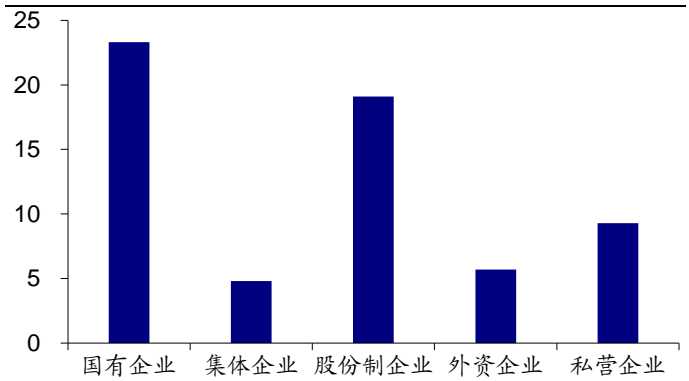
**国企利润增速领跑。**分类型看：1-9 月国有企业利润增速继续回落至 23.3%，依然领跑；集体企业利润增速回升至 4.8%，依然殿后；股份制企业、外资企业、私营企业利润增速分别为 19.1%，5.7%和 9.3%，均小幅回落。

图10 规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

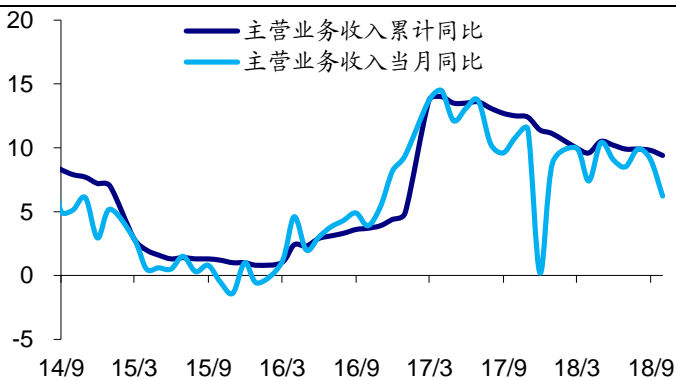
图11 18年 1-9月工业企业利润总额增速:分类型 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

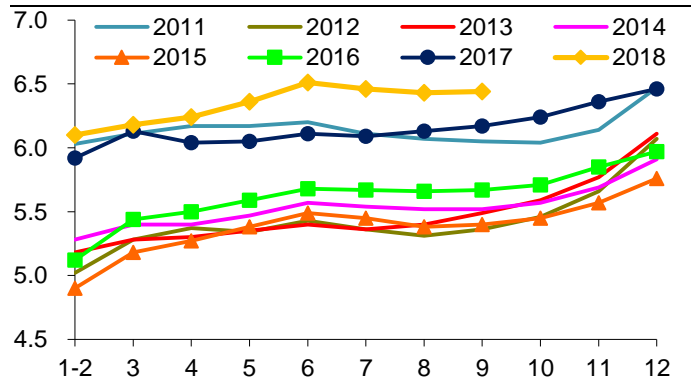
**工业收入创年内新低。**1-9月规模以上工业企业主营业务收入增速继续回落至9.4%，其中9月当月增速6.2%，创年内新低。9月工业生产、销售增长均继续放缓，工业品价格涨幅也继续回落，指向供需两弱。**主营利润率仍在同期高位。**1-9月工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为92.6元，同比减少0.31元。而1-9月工业企业主营业务收入利润率为6.44%，同比提高0.27个百分点，也是2011年以来的同期新高。

图12 规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

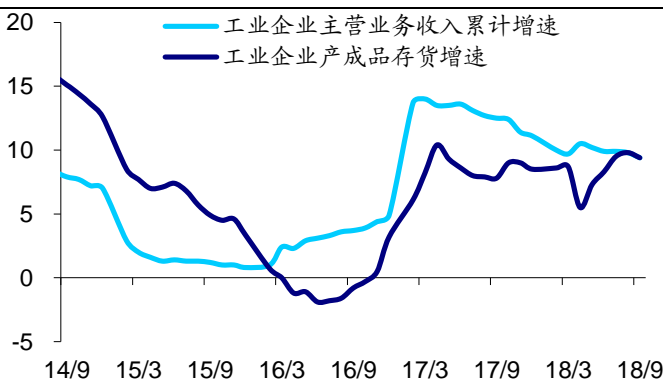
图13 历年各月主营业务收入累计利润率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

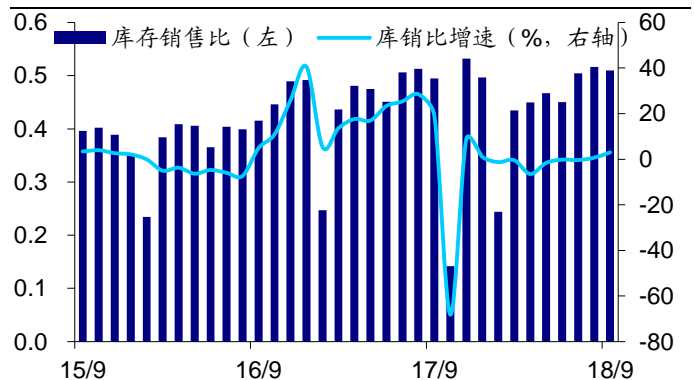
**库存回落压力仍大。**9月工业产成品存货增速9.4%，较8月小幅回落，但仍处高位。而9月工业企业库存收入比虽回落至51.0%，但仍处历年同期高位。生产回落令库存压力略有改善，但需求持续放缓的背景下，库存压力仍大。

图14 工业企业主营收入、产成品存货同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

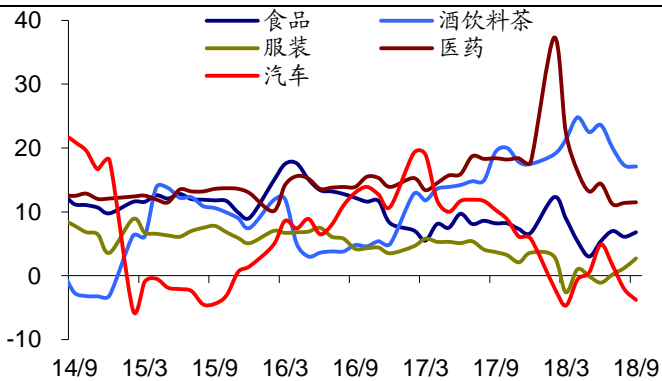
图15 库存销售比及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

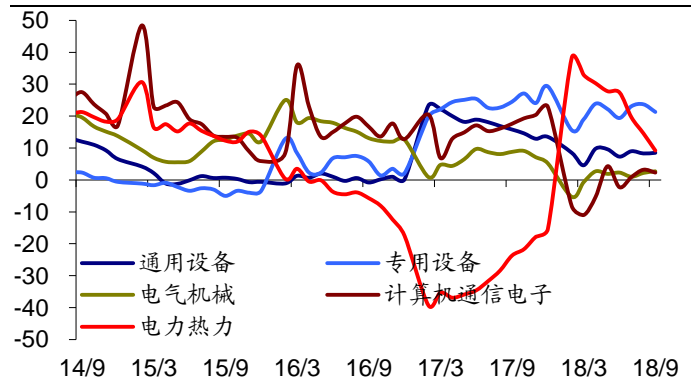
**分行业利润增速涨少跌多。**1-9月41个大类行业中34个利润总额同比增加。与1-8月相比，各行业利润增速涨少跌多。其中：下游增速涨多跌少，食品、服装、医药升，酒茶饮料、汽车降；中游增速涨少跌多，通用设备、电气机械升，专用设备、电力热力、计算机通信电子跌；上游增速普遍下滑，钢铁、有色、化工、化纤、建材均降。

图16 下游行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

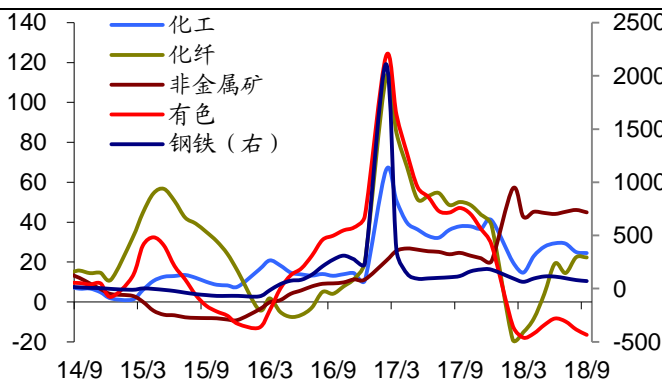
图17 中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

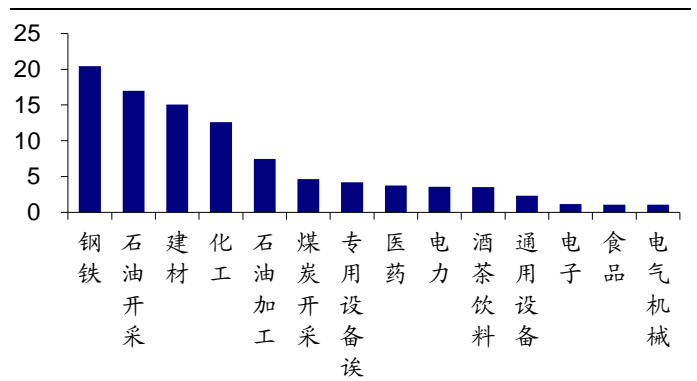
新增利润主要来自上游行业。钢铁行业利润增长 71.1%，建材行业增长 44.9%，石油开采行业增长 4 倍，石油加工行业增长 30.8%，化工行业增长 24.5%。5 个行业合计对规模以上工业企业利润增长的贡献率为 72.4%。

图18 上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 1-9月各行业新增利润贡献率 (%)

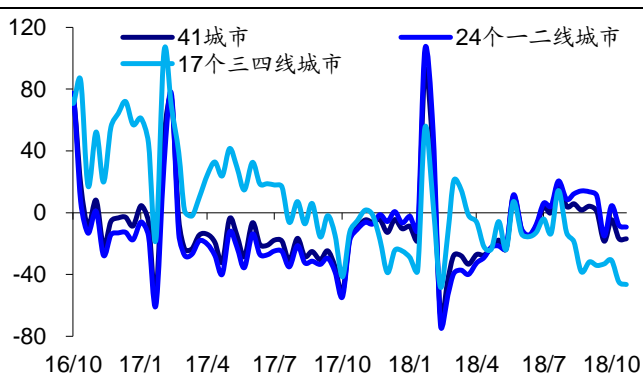


资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 图中仅列示贡献率 1% 以上行业

### 3.2 需求依然偏弱

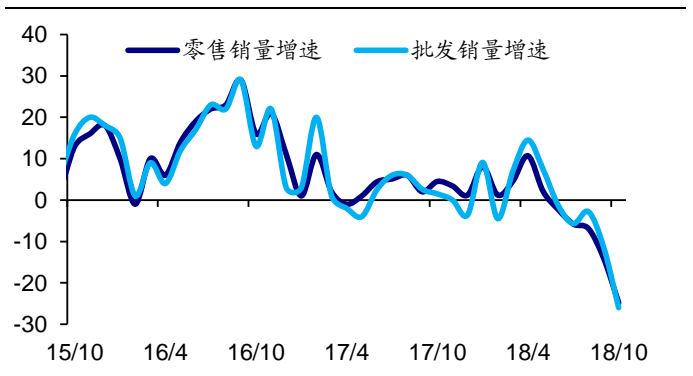
地产销售继降，汽车消费低迷。10月前27天41城地产销量同比增速跌幅扩大至-14.4%，其中17个三四线城市地产销量增速降幅已超过40%。10月前三周乘联会乘用车零售同比下降24.8%，乘用车批发同比下降26%，比前两周降幅扩大，显示汽车消费依旧低迷。

图20 41城市旬度日均新房销量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)



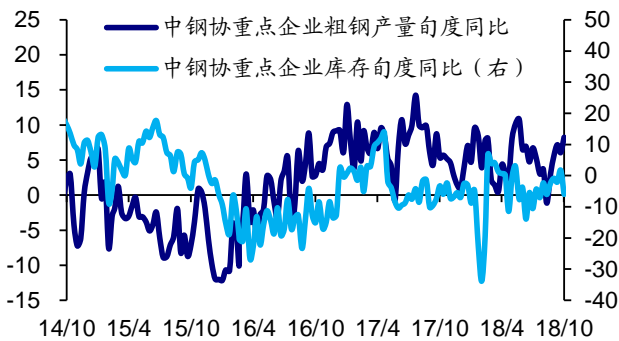
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.3 工业继续减速



**粗钢产量回升，发电耗煤下行。**10月上旬重点钢企粗钢产量增速升至8.3%。9月六大集团发电耗煤增速降至-11.3%，10月前26天发电耗煤同比增速降幅扩大至19%，这意味着10月份的工业经济仍在继续减速。

图22 中钢协重点钢企粗钢产量及库存旬度增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)



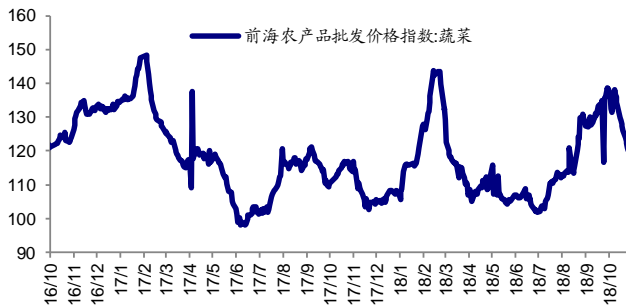
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4. 物价：通胀仍趋回落

### 4.1 食品跌幅收窄

上周菜价、禽蛋价格继续下跌，猪价下跌而牛羊肉价格上涨，食品价格环比下跌0.1%，跌幅有所收窄。

图24 前海农产品批发价格指数：蔬菜



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 猪肉批发价格 (元/公斤)

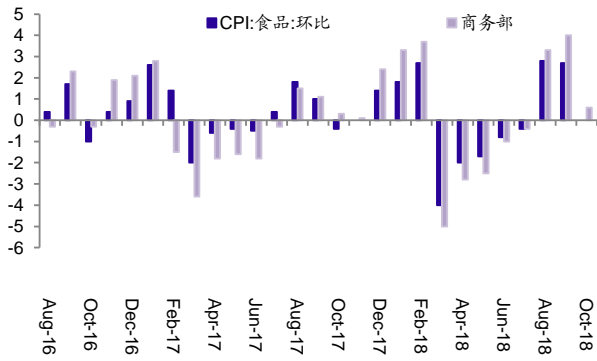


资料来源: Wind, 海通证券研究所

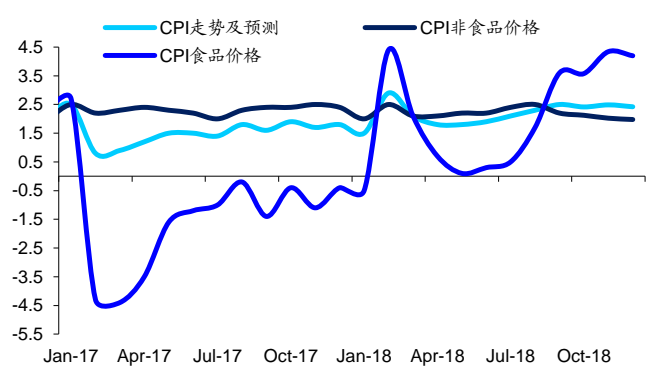
### 4.2 10月 CPI 小降

10月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为0.6%、-1.1%，预测10月食品价格环比持平，10月CPI回落至2.4%。



**图26 商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测 (%)**


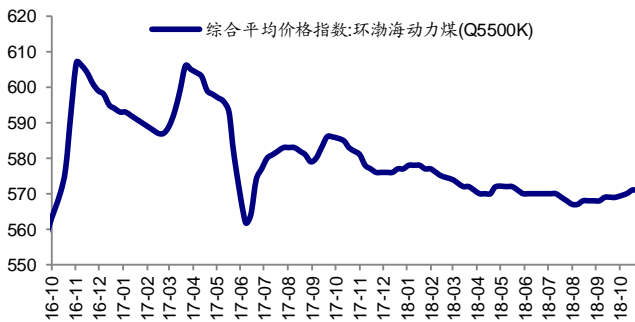
资料来源：WIND，海通证券研究所

**图27 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)**


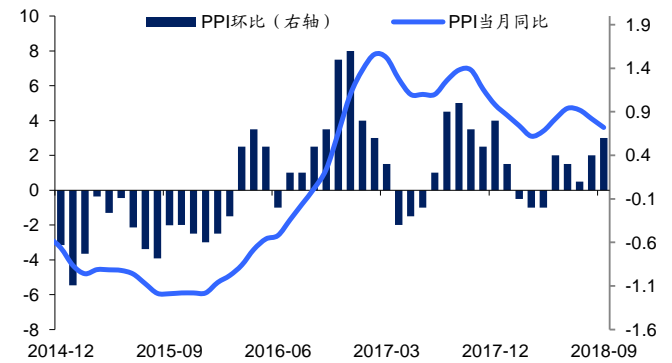
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 4.3 10月 PPI 回落

10月以来钢价回落，煤价、油价先涨后跌，截止目前10月港口期货生资价格环涨0.5%，预测10月PPI环涨0.3%，10月PPI同比涨幅回落至3.2%。

**图28 环渤海动力煤价格 (元/吨)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图29 PPI 同比及环比 (%)**


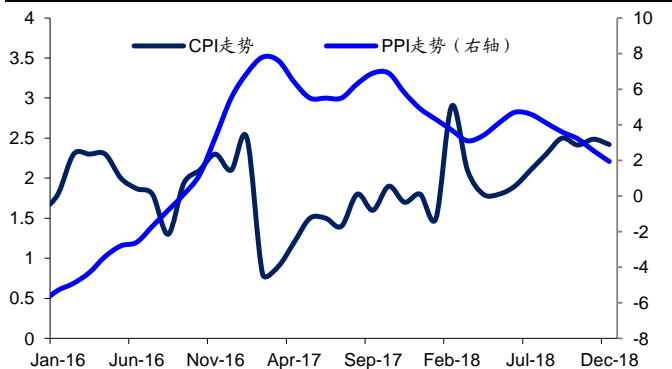
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4.4 通胀仍趋回落

此前雨水天气和猪瘟疫情等因素推动3季度CPI短期抬升，而油价大涨亦推动通胀预期升温。但进入到10月份以后，食品价格持续回落，而油价、煤价等也再度下跌，10月份的CPI和PPI大概率同时回落，这也意味着通胀回落的趋势依旧未改。

**图30 农产品批发价格 200 指数**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图31 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)**


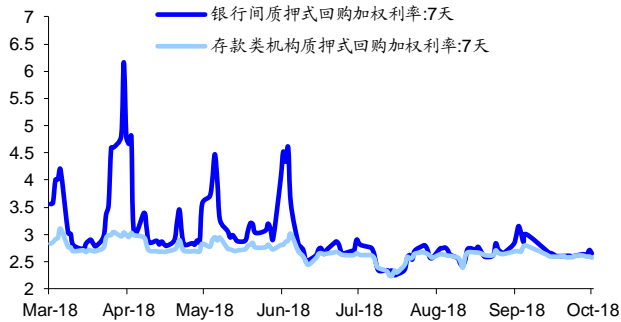
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 流动性：货币利率仍低

### 5.1 货币利率仍低

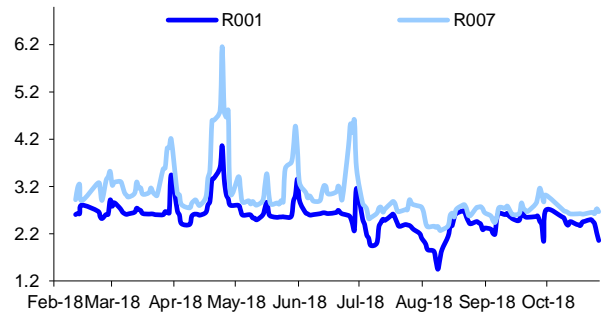
上周货币利率整体回落，其中 R007 均值上行 4bp 至 2.65%，R001 下行 8bp 至 2.33%。DR007 上行 1bp 至 2.6%，DR001 下行 8bp 至 2.29%。

图32 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图33 R001 和 R007 (%)

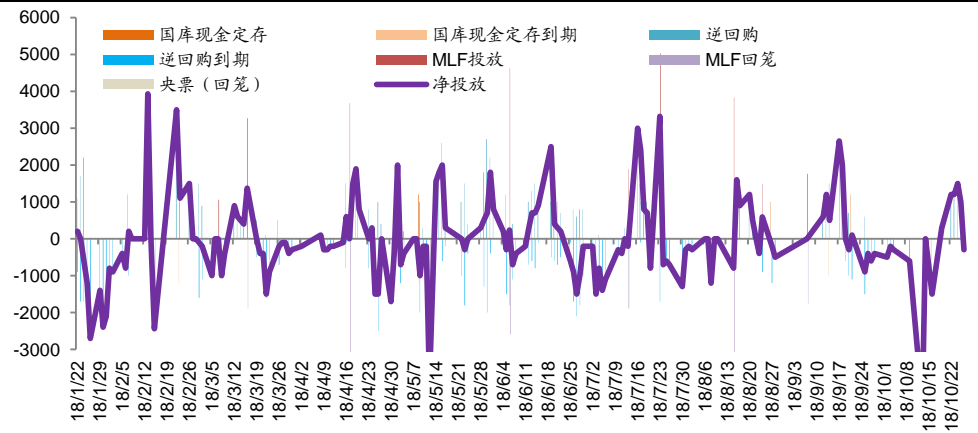


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 5.2 央行大幅投放

上周央行公开市场净投放 4600 亿，其中逆回购投放 4900 亿元，逆回购到期 300 亿元，无 MLF 投放与到期。

图34 央行公开市场操作 (亿元)

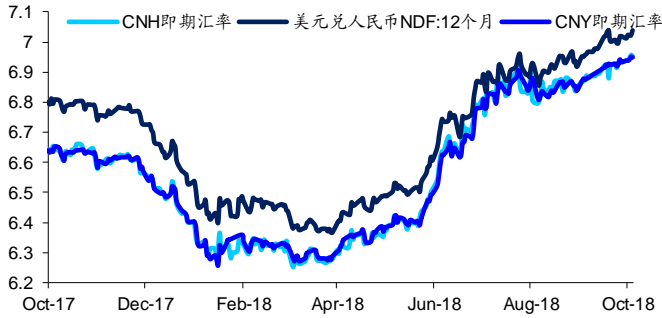


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 5.3 汇率继续贬值

上周美元指数大幅反弹，人民币兑美元继续贬值，在岸、离岸人民币分别贬至 6.95、6.96。

图35 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图36 美元指数

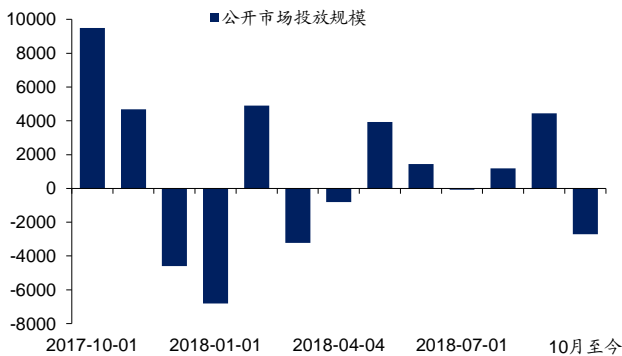


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5.4 政策空间充足

央行行长易纲此前表示,我们在货币政策工具方面还有相当的空间,包括利率、准备金率以及货币条件等。由于去杠杆的大力推进,自去年来中国的宏观杠杆率已经企稳不再上升,央行下调存准率是对冲广义货币收缩的需要,并未增加杠杆率水平,这也意味着未来存准率仍有下调空间。

图37 央行公开市场净投放规模(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 商业银行超储率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 6. 政策: 进一步减税降费

**进一步减税降费。**李克强召开国务院常务会议表示:部署根据督查发现和企业关切的问题,进一步推动优化营商环境政策落实,决定设立民营企业债券融资支持工具,以市场化方式帮助缓解企业融资难;进一步减轻企业税费负担,抓紧研究提出继续降低企业税负和降低社保费率的具体办法。

**建设东亚经济共同体。**李克强总理会见日本首相安倍晋三时表示,将加速推进中日韩自贸区和“区域全面经济伙伴关系协定”谈判,促进区域贸易投资便利化,共同建设东亚经济共同体,助力亚太区域一体化进程。

**开放金融服务业。**财政部部长刘昆表示,将进一步放开金融服务业,在放开银行业股比限制的基础上,三年后放开保险、证券等行业,届时符合条件的外资企业可获得全牌照经营资格。

## 7. 日历: 聚焦 10 月末数据

表 3 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	预期值	前期值
美国			
2018/10/29	美国 9 月谘商会消费者信心指数	0.4%	0.3%
2018/10/29	美国 9 月个人收入环比	136.2	138.4
2018/10/30	美国 10 月谘商会消费者信心指数	63.1	62.7
2018/10/31	美国 10 月 26 日当周 MBA 抵押贷款申请活动指数周环比	--	4.9%
2018/10/31	美国 10 月 ADP 就业人数变动(万人)	19	23
2018/10/31	美国 10 月 26 日当周 EIA 汽油库存变动(万桶)	--	-482.6
2018/10/31	美国 10 月 26 日当周 EIA 原油库存变动(万桶)	--	634.6
2018/11/01	美国 10 月 27 日当周首次申请失业救济人数(万人)	--	21.5
2018/11/01	美国 10 月 Markit 制造业 PMI 终值	--	55.9
2018/11/01	美国 10 月 ISM 制造业指数	59.4	59.8
2018/11/02	美国 10 月失业率	3.7%	3.7%
2018/11/02	美国 10 月非农就业人口变动(万人)	19	13.4
2018/11/02	美国 9 月耐用品订单环比终值	--	0.8%
2018/11/02	美国 9 月工厂订单环比	0.3%	2.3%
欧洲			
2018/10/30	欧元区三季度 GDP 同比初值	1.8%	2.1%
2018/10/30	欧元区三季度 GDP 季环比初值	0.4%	0.4%
2018/11/02	欧元区 10 月制造业 PMI 终值	--	52.1
中国			
2018/10/31	中国 10 月官方综合 PMI	--	54.1
2018/10/31	中国 10 月官方制造业 PMI	50.9	50.8
2018/10/31	中国 10 月官方非制造业 PMI	--	54.9
2018/11/01	中国 10 月财新制造业 PMI	50.2	50

资料来源：海通证券研究所整理

## 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  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@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 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  
薛涵(021)23154167 xh11528@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  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭宏实(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 nyum@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹莹(021)23154122 py110297@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 xj12111@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  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@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 fyy11758@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  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@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  
李骥(021)23154513 lj11875@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  
联系人  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com



<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹蓉(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 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	<b>电力设备及新能源行业</b> 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
<b>基础化工行业</b> 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	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋(01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 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	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfz12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪阳(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 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

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辛丽娟(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  
 杨伟昕(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  
 李寅 ly12488@htsec.com  
 邵亚杰 syj12493@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-5806 7936 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