

相关研究

《现代货币理论说了啥?》2019.05.26

《水果涨价影响几何?——物价观察系列之三》2019.05.22

《人民币不存在大幅贬值基础——从国际收支角度看汇率》2019.05.20

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

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

优化融资结构，助力科技创新

投资要点:

- **经济转型：从投资拉动到创新驱动。**我国经济过去主要靠投资驱动，地产周期就是经济周期，而前几轮经济增速放缓后，地产也都成为了刺激的手段。随着人口红利的结束，我国地产需求已经见顶，依靠投资拉动经济的模式也亟需改变。未来我国虽然人口数量不一定大幅增加，但居民收入水平仍可以持续提升。消费增长仍有空间，但不再是一味地求多，而是需要更好的商品和服务，对企业就意味着要增强研发多样化、高品质产品的能力，对经济上，就是要从高速增长转向高质量发展，从投资驱动转向创新驱动。
- **股权融资：培育科技创新的土壤。那么金融如何支持创新？**企业性质的变化使得以银行信贷这种间接融资为主的金融体系，很难满足大量科技创新企业的融资需求，而创新本身具有较大的不确定性，其风险收益特征更适合直接融资。在股权融资更发达的国家，科技创新企业更容易获得融资，也就能够加大对研发的投入，推动创新成果的形成和转化。科技创新实力离不开对创新的投入，发达国家普遍创新投入较大，而发展中国家创新投入较少。源源不断的研发投入最终形成科技创新成果。例如以色列、韩国、日本研发强度居前，2016年分别达到4.25%、4.23%、3.14%，这些国家的专利申请以及科技期刊文章数量也处在全世界前列。而结合融资结构看，股权融资市场发展越好的国家，科技创新实力也越强。新加坡的创新实力在众多国家中处于领先地位，新加坡的股权融资发展程度也比较高。美国的创新实力和股权融资的发展也都处于较高水平。而非金融上市公司市值占GDP仅30%-40%的国家，例如巴西、印度尼西亚和俄罗斯，股权融资发展较慢，创新实力也较弱。可以说，事实表明，股权融资的发展是培育科技创新的土壤。
- **美国：资本市场发达，企业创新升级。**当今世界上最主要的科技创新公司大多诞生在美国，其资本市场支持创新的历程尤为值得借鉴。上世纪80年代中期以后，美国股权融资占比大幅上升，90年代末美国非金融企业融资中，股权融资比重已达60%，较80年代初几乎翻了一倍。股权融资对美国企业创新的培育和经济结构的升级功不可没。80-90年代信息技术成为美国IPO企业数量最多的行业，90年代美国信息技术企业上市数量是工业企业的两倍，为之后其信息技术领域美国强大的竞争力奠定了基础。从微观看，科技创新企业获得资本市场支持，愈发壮大。目前美股市值前十大公司中一半是互联网和信息技术企业，它们同样也是美国研发强度居前的公司。这些明星公司并不是孤例，背后是上世纪90年代以来美国科技创新整体实力的增强。1996-2015年，美国研发支出占GDP的比重从2.4%上升至2.7%以上，每百万人中的R&D研究人员数量从约3000人上升到4300人。从宏观看，最终体现为美国经济结构的变化。美国私人消费占经济的比重从80年代初的60%提高到当前的68%，投资占比稳定，但知识产权投资比重80年代起从2.5%左右提高至当前的4.4%，贡献持续上升。上世纪中叶，美国制造业增加值占GDP的比重就开始下降，但80年代后，计算机及电子产品制造业的增加值占比不降反升，从80年代初的1.5%增至90年代末的2%，而科学和技术服务业增加值占GDP的比重也从80年的3.4%提升至当前的7.1%。
- **中国：扩大股权融资，孕育新动能。**我国过去一段时间，金融体系依然是以间接融资为主，社融口径看，我国非金融企业的融资仅5%左右来自股票，从非金融企业市值/GDP看，我国这一比重也仅有51%，而美国、日本都超过100%。这就造成了我国融资体系对科技创新企业支持不足的问题。但经济要增长，终究离不开融资的支持，今年政府提出要深化金融供给侧结构性改革，一方面在传统的地产和信贷方面做减法，抑制地产泡沫；另一方面，更在资本市场上做加法，金融本质上是实体经济服务，未来要鼓励科技创新、实现高质量增长，对融资结构，就是要扩大股权融资！

目 录

1. 经济转型：从投资拉动到创新驱动	4
2. 股权融资：培育科技创新的土壤	5
2.1 企业特征与融资结构	5
2.2 创新实力与直接融资	6
3. 美国：资本市场发达，企业创新升级	8
3.1 直接融资，主导地位	8
3.2 创新壮大，结构升级	8
4. 中国：扩大股权融资，孕育新动能	10

图目录

图 1	房地产投资和发电量同比 (%)	4
图 2	15-64 岁人口数量和占比	4
图 3	消费、投资和净出口对 GDP 增长的贡献率 (%)	4
图 4	不同产业需要不同的融资途径	5
图 5	创新型企业的直接融资与间接融资	5
图 6	2016 年各国研发支出占 GDP 的比重 (%)	6
图 7	2017 年专利申请量占总人口比重 (项/万人)	6
图 8	2016 年科技期刊文章篇数占总人口比重 (篇/万人)	6
图 9	2017 年各国非金融企业上市公司市值占 GDP 的比重 (%)	7
图 10	2016 年各国创新实力与股权融资发展程度	7
图 11	美国非金融企业三类融资占比 (%)	8
图 12	不同时期美国各行业 IPO 合计数量 (个)	9
图 13	美国研发前十名投入金额 (亿美元) 及研发强度 (%)	9
图 14	美国研发人员数量和研发支出占 GDP 比重	9
图 15	美国知识产权投资、私人投资占 GDP 之比 (%)	10
图 16	美国私人消费占 GDP 之比 (%)	10
图 17	美国制造业及部分行业增加值占 GDP 之比 (%)	10
图 18	美国专业、科学技术的分项增加值占 GDP 之比 (%)	10
图 19	截至 19 年 4 月社融存量中我国非金融企业的融资构成	11
图 20	中、美、日股市非金融企业市值/GDP (%)	11

表目录

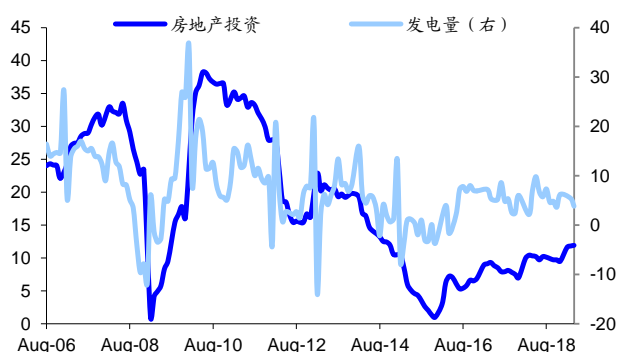
表 1	不同时期美股前十大公司	9
-----	-------------	---

1. 经济转型：从投资拉动到创新驱动

我国过去经济主要靠投资驱动，地产周期就是经济周期。在过去的工业化时代，投资是拉动经济的主要力量，而投资分为房地产投资、制造业投资和基建投资，由于制造业投资依赖于工业品的需求，而房地产投资创造了工业品需求，同时基建投资主要是为了托底经济，因此可以说过去中国经济增长的核心就是房地产。从历史来看，房地产投资和发电量的走势保持了较高的相关性，房地产投资的走弱往往就会导致经济增速的回落。而过去经济增速放缓后，地产也都成为了刺激经济的手段。

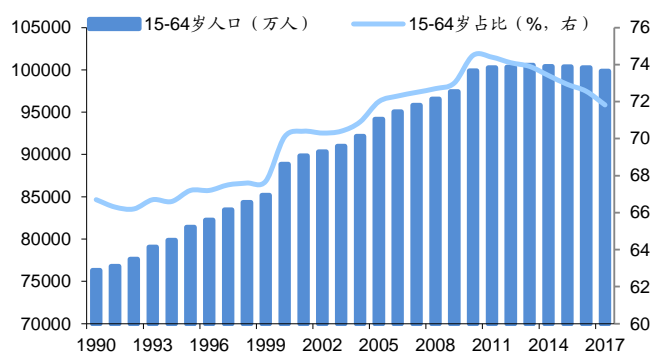
但随着人口红利的结束，地产需求已经见顶。房地产投资不可能一直充当经济增长的拉动力，过去十几年的房地产高速发展的背后是人口红利和城镇化的推动，但是最近几年这两大因素都有所放缓，加之棚改货币化刺激的减弱，未来地产需求将难现高增。

图1 房地产投资和发电量同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 15-64岁人口数量和占比

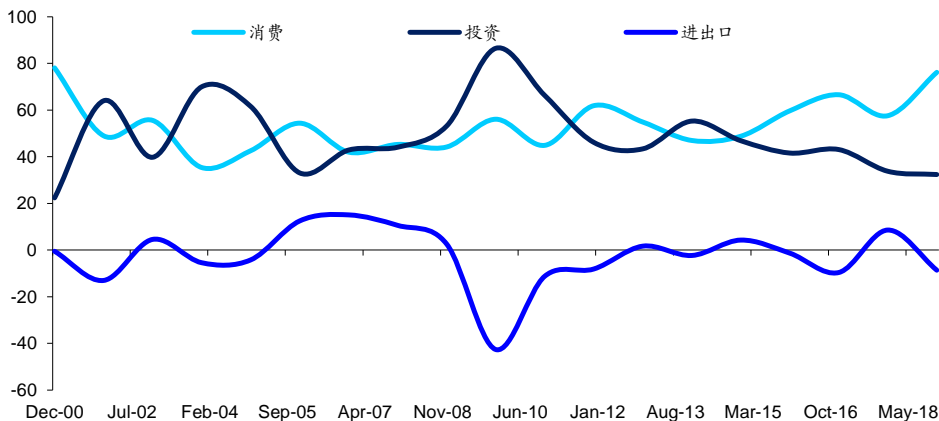


资料来源：Wind，海通证券研究所

而地产需求的下降则意味着，依靠投资拉动经济的模式也亟需改变。由于未来房地产需求将回落，房地产投资也难以维持高增，我国投资拉动的工业化时代也步入尾声，投资对经济的贡献将持续下降。

进入后工业化时代，虽然人口数量不一定大幅增加，但居民收入水平仍可以持续提升，消费增长仍有空间，但此时全社会的消费不再是一味地求多，而是需要更好的商品和服务，对于企业，也就意味着要从以往简单复制加工的模式升级，增强研发和设计出多样化、高品质产品的能力，来满足更高的需求。那么对应到经济上，也就是要从过去的高速增长阶段，转向高质量发展阶段，从投资驱动转向创新驱动。

图3 消费、投资和净出口对 GDP 增长的贡献率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 股权融资：培育科技创新的土壤

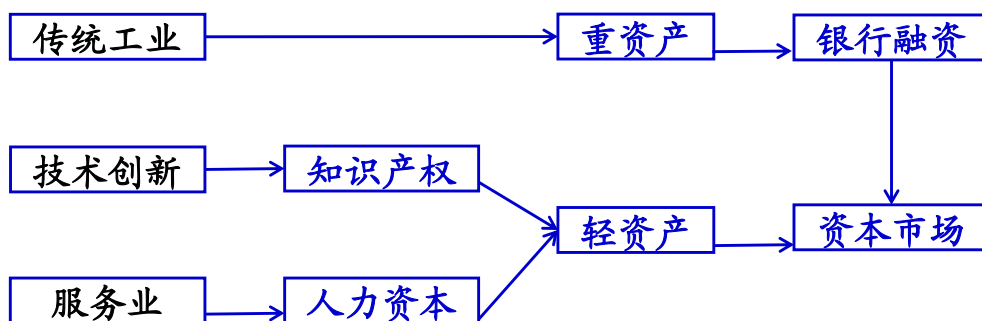
2.1 企业特征与融资结构

那么金融如何支持创新？好比传统的工业企业，最直接的方式就是给这些企业提供便利的融资渠道，科技创新的企业也不例外，同样需要资金的支持。

一方面，企业性质的变化使得间接融资的支持较为有限。传统的工业化时代，融资需求主要来源于建筑、制造业等重资产领域的企业，这些经济主体拥有的厂房、设备等是其最具价值的资产，也比较容易用于抵押，从银行获得信贷，因而工业化时代贷款融资成为主流。

而后工业化时代，更多的融资需求是为了科技创新，而创新型企业核心的资产是人力资本和知识产权，都属于轻资产，难以有效定价并作为抵押，因而，以银行信贷这种间接融资为主的金融体系，就很难满足这类科技创新企业的融资需求。

图4 不同产业需要不同的融资途径

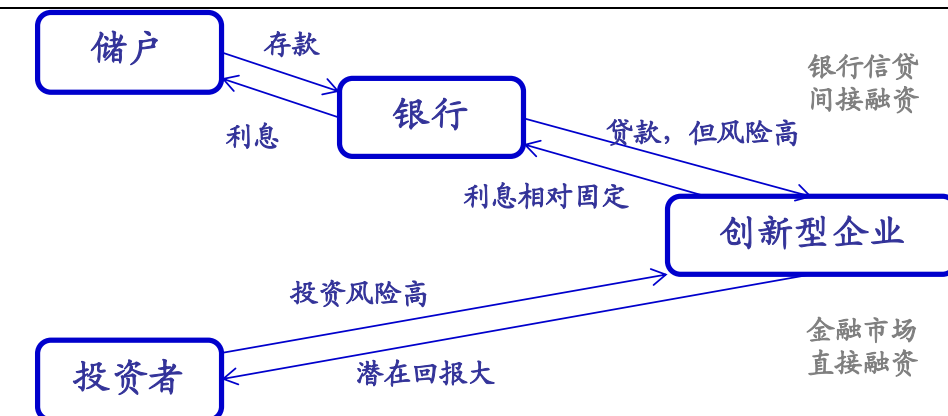


资料来源：海通证券研究所整理

另一方面，创新具有较大的不确定性，其风险收益特征更适合直接融资。对于传统或者成熟的制造业企业，用既有的技术生产，对研发投入比重较低，因而成本和未来的收益也会相对稳定。但对于创新型企业，科技研发投入的比重较高，并且事实上也不可能全部的研发投入都会在短时间内转化为企业的盈利，不确定性较高，而未来一旦某个领域有了突破，可能又会带来极大的回报，因此风险程度和未来收益都比较高，这样的模式会让银行等金融中介承担较高的风险却只获得相对固定的贷款利息，自然并不适合。

而以金融市场为载体的直接融资尤其是股权融资，在充分的信息披露下，让市场投资者直接承担对应的风险收益，因此，在股权融资更发达的国家，科技创新企业更容易获得融资，也就能够加大对研发的投入，推动创新成果的形成和孵化。

图5 创新型企业的直接融资与间接融资



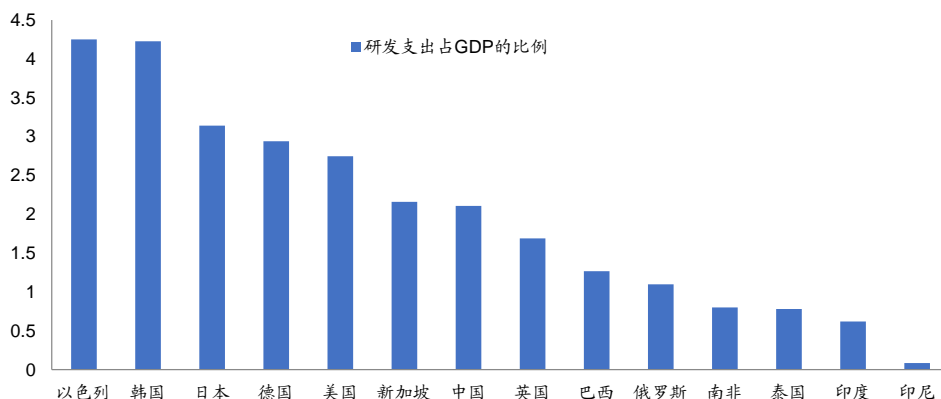
资料来源：海通证券研究所整理

2.2 创新实力与直接融资

比较当前各国的科技创新实力与资本市场特征，可以发现这一规律的确存在。

首先，科技创新实力离不开对创新的投入，发达国家普遍创新投入较大，而发展中国家创新投入较少。从研发支出占 GDP 的比重来看，以色列、韩国、日本研发强度较大，2016 年研发支出占 GDP 的比重分别达到 4.25%、4.23%、3.14%。而泰国、印度、印尼研发投入相对较小，研发支出占 GDP 的比重分别为 0.78%、0.62%、0.08%。此外，从研发人员占比来看，以色列、韩国和新加坡平均一万人中有超过 60 人参与科研活动，而相比之下，印度和印度尼西亚的研究人员每万人中占比不足 5 人。特别值得注意的是，韩国和以色列的研发支出和 R&D 研究人员比重均以较为明显的优势领先其他国家。

图6 2016 年各国研发支出占 GDP 的比重 (%)

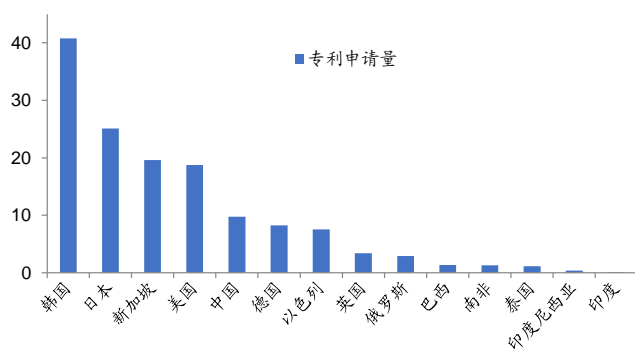


资料来源：世界银行，海通证券研究所

源源不断的研发投入最终形成科技创新成果。从专利申请来看，研发投入占比较大的国家往往科技成果更多。根据世界银行的统计，2017 年韩国的专利申请数量为 20.5 万项，相当于每万人就有 40 项专利申请，而同时期美国的专利总量有 60.7 万项，平均每万人也有 18 项专利申请。此外，日本和新加坡也有较高的人均专利申请量，而南非和泰国平均每万人只有 1 项专利，印度和印度尼西亚平均每万人专利申请更是不足 1 项。

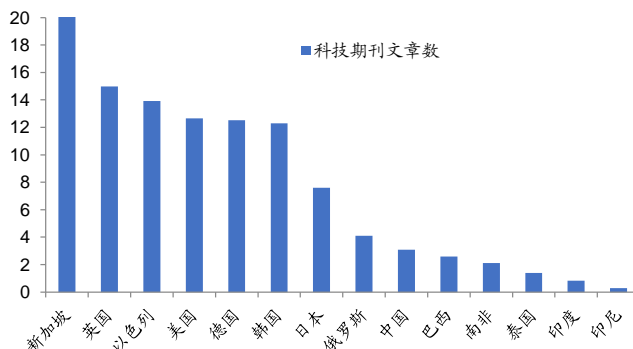
从科技期刊文章来看，2016 年美国发表科技期刊文章数量为 40.9 万篇，平均每万人发表 12.6 篇，以色列和新加坡发表数量为 1.19 万和 1.13 万篇，相当于每万人会有 20 和 14 篇的发表量。对比来看，印度和印度尼西亚的每万人发表期刊数仅为 0.8 篇和 0.3 篇，远低于新加坡等发达国家。也就是说，从科技成果来衡量，发达国家的科技创新实力要好于发展中国家。

图7 2017 年专利申请量占总人口比重 (项/万人)



资料来源：世界银行，海通证券研究所

图8 2016 年科技期刊文章篇数占总人口比重 (篇/万人)



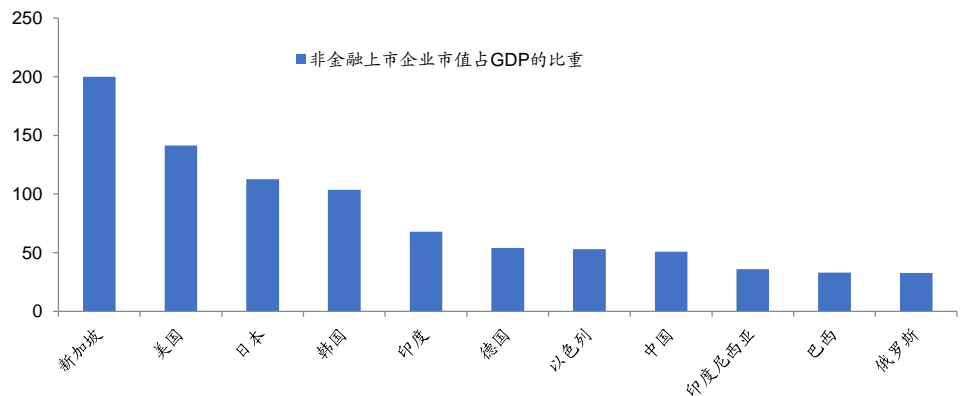
资料来源：世界银行，海通证券研究所

其次，创新的投入也离不开融资，再对比融资结构，发达国家的股权融资也更为活跃。新加坡和美国的非金融上市公司市值在 2017 年分别达到 6477 亿美元和 27.5 万亿

美元，非金融上市公司市值占 GDP 的比重分别为 200.0% 和 141.3%。特别值得注意的是，次贷危机时期美国非金融上市公司市值占 GDP 比重大幅回落，随后又持续快速增长，2008 年-2017 年占比增长一倍多。而新加坡的非金融上市公司市值占 GDP 的比重在近 10 年都保持在 200% 左右的水平。此外，2017 年日本和韩国的非金融企业上市公司的市值也都超过本国 GDP 规模，占比分别达到 112.5% 和 103.6%。

相比之下，发展中国家的股权融资市场发展普遍较弱。2017 年巴西的非金融上市公司市值占 GDP 的比重仅有 32.8%，巴西、俄罗斯和印度尼西亚的占比也都未超过 40%，与发达国家差距较大。此外，美国的股权融资占所有融资方式的比例较高，股权融资成为企业主要的融资方式，反观中国、巴西的股权融资占比较低。

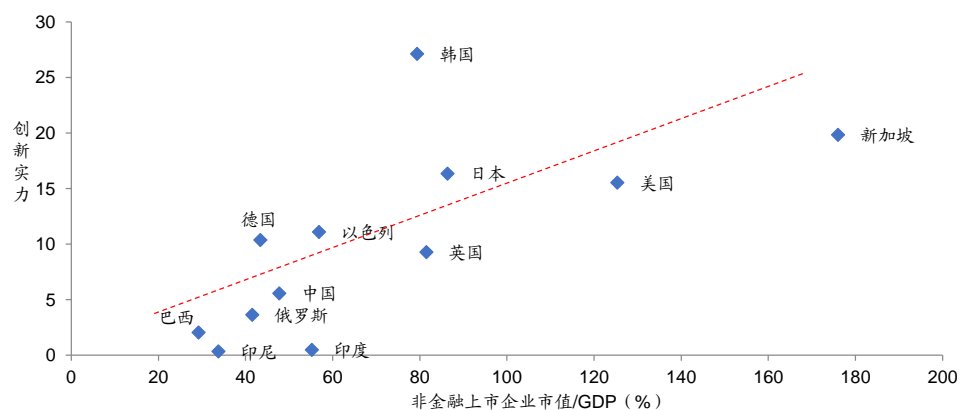
图9 2017 年各国非金融企业上市公司市值占 GDP 的比重 (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

最后，如果我们将创新实力与非金融企业上市公司市值占 GDP 的比重对比，可以发现，股权融资市场发展越好的国家，科技创新实力越强。综合专利申请数和科技期刊文章发表数作为衡量各国创新实力的指标，可以发现，新加坡的创新实力在众多国家中处于领先地位，与此同时新加坡的股权融资发展程度也比较高。相类似的，美国的创新实力和股权融资的发展也都处于较高的水平。新加坡政府在资本市场的建设和推动创新科研发展中扮演着重要角色，而美国的资本市场则更多依靠市场的力量，推动创新和科研进步。和发达国家相比，非金融上市公司市值占 GDP 在 30%-40% 的国家，例如巴西、印度尼西亚和俄罗斯，股权融资发展较慢，创新实力也较弱。

图10 2016 年各国创新实力与股权融资发展程度



资料来源：世界银行，Bloomberg，海通证券研究所，创新实力=专利申请/总人口与期刊文章/总人口的均值

此外，美国发达的资本市场，还承载了其他国家科技企业的股权融资需求。例如，以色列在纳斯达克交易所上市的企业有 70 多家，是海外公司在纳斯达克上市数量较多的国家之一。这也说明，即便以色列自己的资本市场不够发达，还能通过美国成熟的资本市场来获得企业成长的助力，从而增强本国创新研发的实力。因此，我们可以说股权融资的发展是培育科技创新的土壤。

3. 美国：资本市场发达，企业创新升级

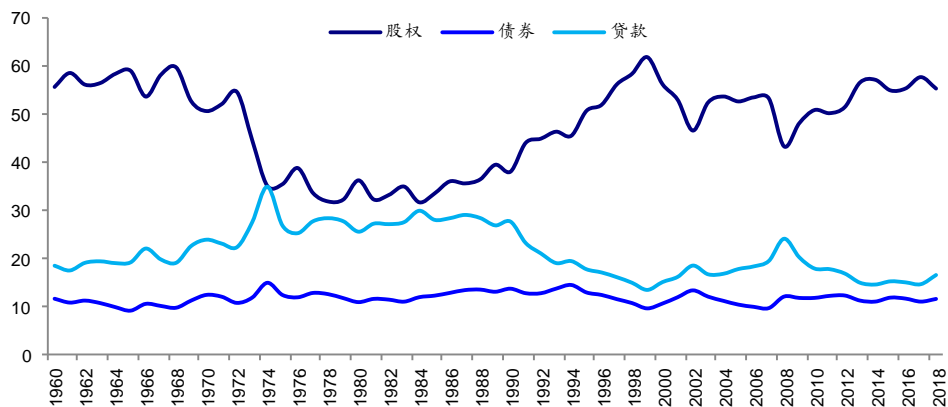
3.1 直接融资，主导地位

当今世界上最主要的科技创新公司大多诞生在美国，其资本市场支持创新的历程尤为值得借鉴。

从历史看，美国的资本市场发展较早，一直是非金融企业融资的主要途径。随着上世纪 70 年代初美国利率市场化的启动，贷款利率首先可以自由下浮，使得此后贷款在融资中的比重从 70 年代初的 23% 左右上升到 70 年代末的 28%。加上这一时期美国恰逢“滞胀”阶段，十年间股市整体低迷。70-79 年，美国的股权融资的比重则相应从 50% 回落到 32%，但也仍是占比最高的融资途径。

上世纪 80 年代中期以后，美国股权融资占比大幅上升。到上世纪 90 年代末，美国非金融企业的融资中，股权融资的占比已经达到 60%，较 80 年代初时的最低水平几乎翻了一倍，并且在随后的较长时间里都维持在 55% 以上。

图11 美国非金融企业三类融资占比 (%)

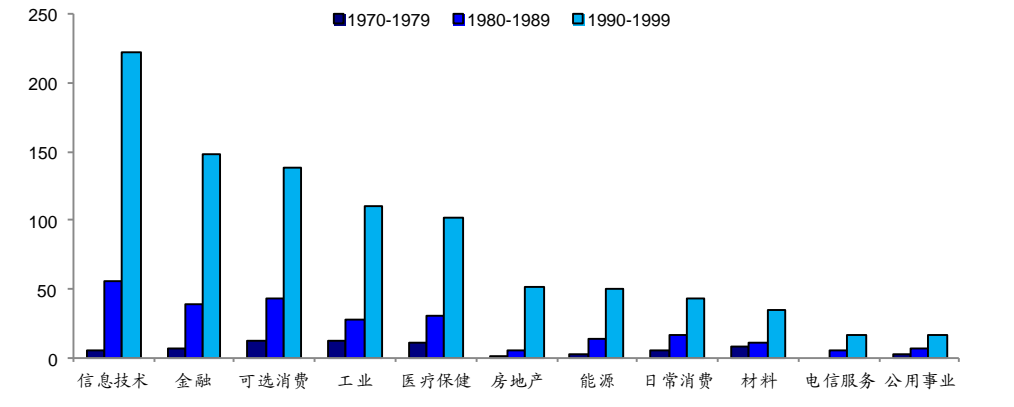


资料来源：Wind，海通证券研究所，按美国国家资产负债表非金融企业部门数据计算

3.2 创新壮大，结构升级

股权融资的发展，对美国企业创新的培育和经济结构的升级功不可没。美国资本市场尤其是股权融资在上世纪 80-90 年代快速发展，这给提供初创企业的早期投资的天使投资、VC、PE 等提供了通畅的退出路径。在此期间，美国 IPO 的企业数量成倍增长，并且行业分布也发生了变化。70 年代，美国 IPO 数量最多行业的是可选消费和工业，而到了 80-90 年代，信息技术取而代之，成为 IPO 企业数量最多的行业，90 年代美国信息技术企业上市数量已是工业企业的两倍，为之后美国在信息技术领域强大的竞争力奠定了基础。

图12 不同时期美国各行业 IPO 合计数量 (个)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

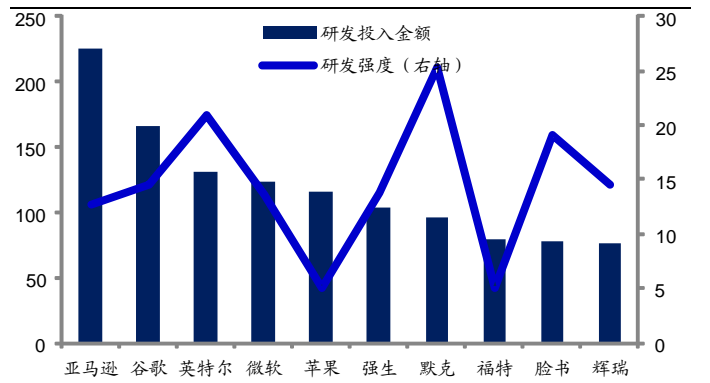
从微观看, 科技创新的企业获得资本市场支持, 愈发壮大。这些企业通过资本市场获得融资, 增加研发投入, 最终转化为业绩表现, 而在较为完善的市场机制下优胜劣汰, 这类创新企业又获得更多的资本支持, 形成良性循环, 市值也不断提升。1980年美股市值前十大的公司中, 7家从事油气领域的业务, 而目前, 美股市值前十大的公司中一半是互联网和信息技术企业(微软、亚马逊、苹果、谷歌、脸书, 即FAAMG), 它们牢牢占据市值前五的位置且市值远超第六名, 而它们同样也是美国研发强度居前的公司。

表1 不同时期美股前十大公司

排名	1980年	2019年5月末	2019年5月末市值
1	国际商用机器	微软公司	9477 亿美元
2	美国电话电报	亚马逊	8739 亿美元
3	埃克森	苹果公司	8055 亿美元
4	印第安纳标准石油	谷歌	7682 亿美元
5	斯伦贝谢	脸书	5066 亿美元
6	壳牌石油	强生公司	3482 亿美元
7	美孚	摩根大通	3437 亿美元
8	加州标准石油	VISA	3202 亿美元
9	大西洋富田	埃克森美孚	2994 亿美元
10	通用电气	沃尔玛	2911 亿美元

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 19年市值以5月31日收盘价计

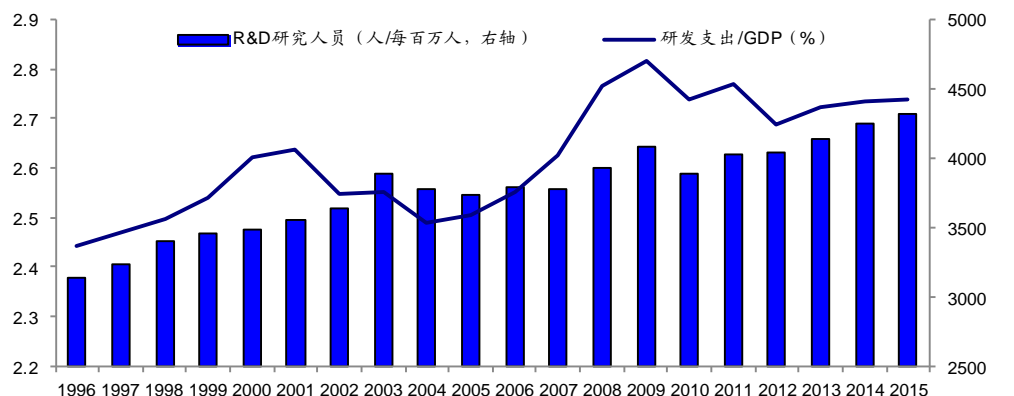
图13 美国研发前十强投入金额(亿美元)及研发强度(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

诞生的这些明星公司并不是孤例, 其背后是上世纪90年代以来美国科技创新整体实力的增强。在1996-2015的这二十年间, 美国研发支出占GDP的比重从2.4%上升至2.7%以上, 而每百万人中的R&D研究人员数量从约3000人上升到4300人, 增长了近40%, 如果看R&D研究人员绝对规模, 这二十年间的增长则更是超过60%。

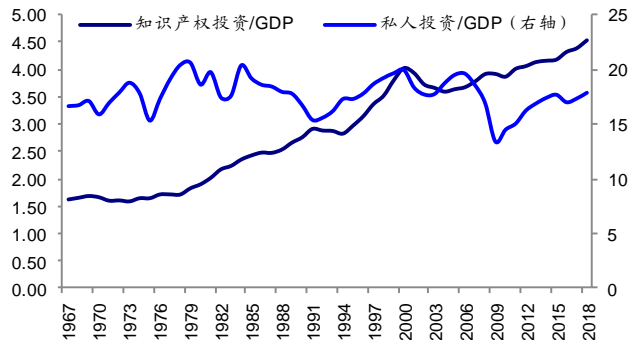
图14 美国研发人员数量和研发支出占GDP比重



资料来源: 世界银行, 海通证券研究所

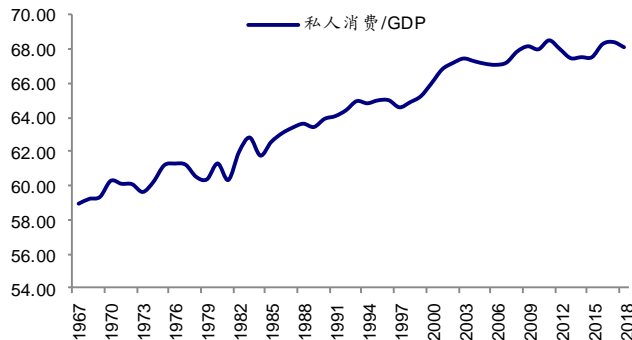
而从宏观看，由于股权融资支持了大量的科技创新型的企业，最终体现为美国经济的结构也发生了变化。需求方面，经济增长由消费带动的特征明显，美国私人消费占经济的比重已从 80 年代初的 60% 左右提高到当前的 68%，而投资驱动的程度有限，美国固定资产投资占 GDP 的比重大体稳定在 17% 左右，不过，其中知识产权投资的比重 80 年代起从 2.5% 左右提高至当前的 4.4%，对经济的贡献持续上升。

图15 美国知识产权投资、私人投资占 GDP 之比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

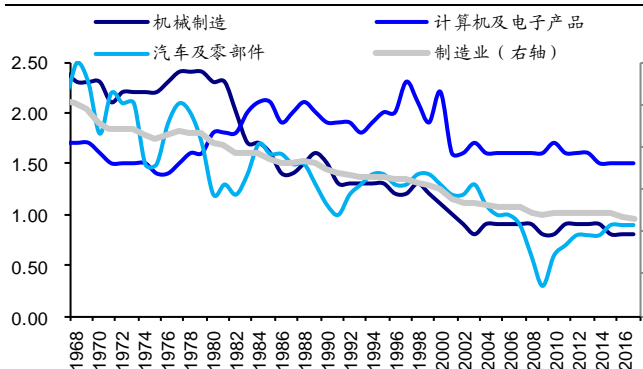
图16 美国私人消费占 GDP 之比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

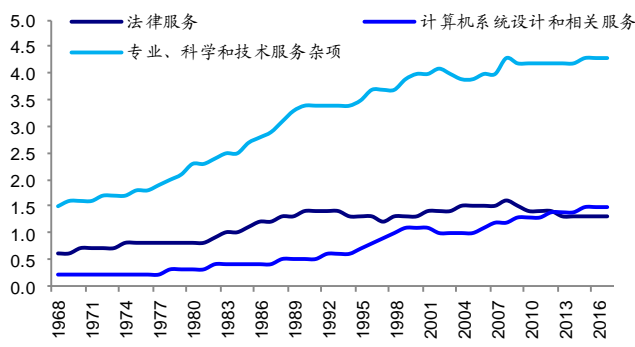
行业方面，美国上世纪中叶，制造业增加值占 GDP 的比重就开始下降，但 80 年代之后，计算机及电子产品制造行业的增加值占比不降反升，从 80 年代初的 1.5% 提高到 90 年代末的 2% 左右，2000 年互联网泡沫破灭后至今仍维持在 1.5% 左右。同时，美国经济当中的高端服务业占比也明显提升，其中专业、科学和技术服务增加值占 GDP 比重从 80 年的 3.4% 提升至当前的 7.1%，主要也是计算机系统设计以及相关杂项贡献。

图17 美国制造业及部分行业增加值占 GDP 之比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 美国专业、科学技术的分项增加值占 GDP 之比 (%)

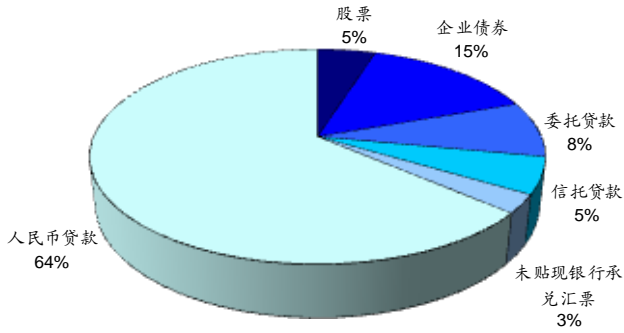


资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 中国：扩大股权融资，孕育新动能

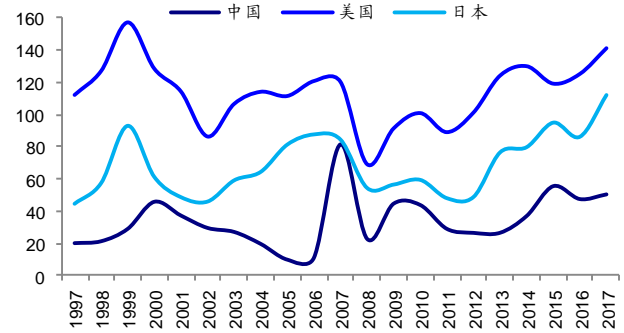
我国经济当前正处在从投资驱动的高速增长，转向创新驱动的高质量增长的阶段。但我国过去一段时间，金融体系依然是以间接融资为主。从社融的口径来看，我国非金融企业的融资中，仅 5% 左右是来自股票融资，而 64% 是人民币贷款，股权融资占比较低，即便考虑到市值因素，从非金融企业市值/GDP 的角度来看，我国的这一比重在 2017 年末也仅有 51%，而科研创新实力领先的美国、日本，这一比重目前都超过 100%，我国当前非金融企业市值/GDP 的水平，几乎刚达到美、日过去二十年的低点，其实增长空间还很大。

图19 截至19年4月社融存量中我国非金融企业的融资构成



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 中、美、日股市非金融企业市值/GDP (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

这也就造成了我国目前的融资体系对科技创新企业支持不足的问题。一方面，过去很多年里，不少国内新兴领域的优质企业纷纷去海外上市融资。另一方面，依赖投资拉动和过度举债刺激、而股权融资相对偏弱，还带来严重的债务问题，最终又不得不在前两年采取去杠杆的政策、控制融资增速。

但经济要增长，终究离不开融资的支持，未来要依靠扩大股权融资，才能更好地孕育经济的新动能。宏观杠杆率过快上升的问题缓解之后，也不能一味地压低融资，相反应该通过“开正门、堵偏门”的方式，建立和完善适合当前经济阶段的金融体系和融资结构。因此，今年开始，政府提出要深化金融供给侧结构性改革，一方面在传统的地产和信贷方面做减法，抑制地产泡沫扩张；另一方面，更要在资本市场上做加法，金融本质上是要为实体经济服务，而未来经济的方向是鼓励科技创新、实现高质量增长，这对应到优化融资结构上，就是要扩大直接融资，尤其是股权融资！

信息披露

分析师声明

姜超 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 ljli11087@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
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
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
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@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
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勤(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
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
朱军军(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
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lggk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 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 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
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
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
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(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 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 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(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(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 lj12399@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(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 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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 zxj12156@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 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 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 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡轶清(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
 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 liwj@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
 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
 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