消费增速究竟是 5%，还是 10%？
——“消费和创新”系列之四

相关研究

《稳就业该用哪一招？——人口与就业系列之五》2019.07.05

《宏观稳杠杆，政府转杠杆——从现代货币理论看债务问题》2019.07.01

《地产投资还能“韧性”多久？（更新）》2019.06.26

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

投资要点:

- **限上零售仅增 5%，消费难道凛冬已至？**目前消费对经济增长越来越重要。**判断消费情况，指标哪个可靠？**通常来说，观测消费最常用的两个指标是社零和限额以上零售，而且过去限额以上零售指标更为可靠。**差距有所走扩，消费仅增 5%？**社零和限额以上零售增速差距已扩大至 5 个百分点左右，5 月限额以上零售增速仅 5.1%，这是否意味着当前消费增速只有 5%？**GDP 中消费支出稳定，增长情况好于社零。**而 GDP 支出法核算下的消费支出，增长情况较为稳定，其在 18 年增速不降反升，非常接近 10%。**那么，当前真实的消费状况，究竟是凛冬已至的 5%，还是企稳向好的近 10%？**

- **低估还是高估，10%可不可能？**

- **居民用电增速仍高，消费或许并不太低。**消费与居民用电密切相关，城乡居民用电量增速可以从一定程度上显现出居民消费的特征，而从城乡居民用电量增速上来看，近两年我国居民消费可能并不太低。

- **统计范围局限，实际消费低估。**从支出端来看，全国居民人均消费支出是最为常用的指标，而居民消费支出数据能够同居民用电量相互印证。**19 年 1 季度 7%-8%的居民消费支出增速水平，无疑也同社零总额增速更为接近，而与限额以上零售增速相去较远。社零主要关注商品，可能低估真实消费。**社零主要统计商品消费以及服务消费中的餐饮部分，但大部分的服务消费则被其排除在外。而从居民消费支出情况来看，服务消费增速偏高，因此，**即便 5 月社零增速有 8%-9%，仍可能低估实际消费。居民消费不含政府，统计范围也有局限。**而居民消费支出口径也有局限，其忽视了占比近 30%的政府消费。因此，**总的来说，宏观层面现有的消费指标，在口径上还都不能够和 GDP 支出法下核算的消费支出做到完全的对应。**

- **消费公司营收尚可，增速不在历史低位。**我们可以利用上市公司数据模拟消费的真实情况。**零售上市公司营收增速高于社零增速。**首先来看商品消费，其对应着零售行业的收入情况，通过整合 A 股批零上市公司和三大网络零售龙头，我们发现 **19Q1 零售上市公司营收增速约在 9%-10%，高于同期社零增速。产品端看消费，观察结构有优势。**从生产各类型消费品企业的营收上，也能够对消费的情况做出大体判断，并且这种方法能够更好地跟踪消费结构变化。从消费类上市公司营收增速的统计中，我们发现：**一是商品消费增速的下滑几乎完全是由汽车所拖累；二是限额以上零售低增速主要原因在于结构中汽车占比过高。而实际消费中，汽车占比较为有限，限额以上零售增速明显低估了真实的消费水平。**从结构上来看，**必需消费要好于可选消费**，而文娱类、食品类消费增速相对较快。**考虑到服务消费部分，拟合的总消费增速水平更高**，与 18 年底 GDP 中消费支出增速 10%左右的水平非常接近。

- **减税降费支撑消费，信贷助力长期发展。减税效果显现，年内消费回升。**减税政策是今年最大的亮点，而其将有力地促进消费回升。**价格走出“剪刀差”，企业盈利将向好。**受益于减税以及 CPI 和 PPI 之间“剪刀差”的高位，利润分配的格局将从中上游向下游转移，下游消费类企业盈利状况也会更好。**信贷助力发展，长期前景广阔。**目前我国消费规模相对于经济体量依然偏低，而随着移动互联网的普及，消费信贷的可得性和便利性大幅上升，长期来看消费具备广阔的提升空间。

目 录

1. 限上零售仅增 5%，消费难道凛冬已至？ 5
2. 低估还是高估，10%可不可能？ 6
2.1 居民用电增速仍高，消费或许并不太低 6
2.2 统计范围局限，实际消费低估 7
2.3 消费公司营收尚可，增速不在历史低位 8
3. 减税降费支撑消费，信贷助力长期发展 12

图目录

图 1 投资增速和消费增速（%）.....5
图 2 消费和投资对 GDP 增长的贡献率（%）.....5
图 3 社消零售总额和限额以上零售同比增速及两者差值（%）.....5
图 4 社会消费品零售总额和 GDP 支出法核算下消费同比增速（%）.....6
图 5 我国不同收入阶层每年人均用电量（千瓦时）和人均消费支出（元）.....6
图 6 城乡居民生活用电量累计同比（%）.....7
图 7 城乡居民生活用电量和全国居民人均消费支出累计同比增速（%）.....7
图 8 居民消费支出各分项 19 年 1 季度和 18 年同比增速（%）.....8
图 9 上市公司商贸零售行业营业收入累计同比增速（%）.....9
图 10 消费品类行业上市公司营业收入累计同比增速（%）.....9
图 11 消费品类上市公司分类别营收累计同比增速（%）.....10
图 12 GDP 最终消费支出中居民和政府部门占比.....10
图 13 包含服务消费后上市公司营收累计同比增速（%）.....11
图 14 限额以上零售占社会消费品零售总额比重（%）.....12
图 15 19 年减税金额估算（亿元）.....12
图 16 中国居民消费倾向.....12
图 17 CPI 与 PPI 当月同比增速之差（%）.....13
图 18 信用卡信贷总额及同比增速.....13
图 19 银行卡卡均消费金额（元）.....13

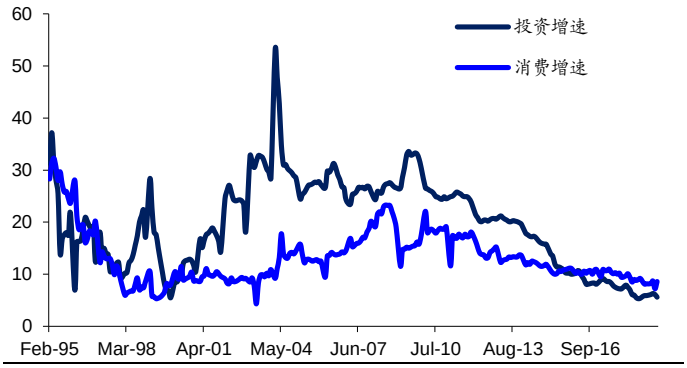
表目录

表 1　不同消费指标的统计口径和频率 8

1. 限上零售仅增 5%，消费难道凛冬已至？

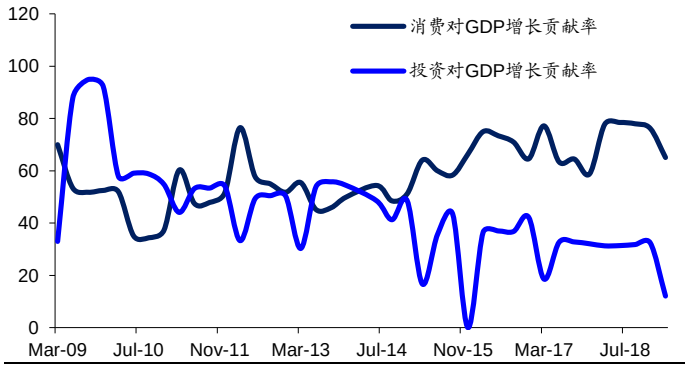
经济结构转型，消费贡献上升。过去我国经济主要靠投资拉动，而目前随着经济结构转型，消费对经济增长越来越重要。一方面，16 年 5 月以来，消费增速持续高于投资增速，19 年 5 月消费和投资当月同比增速分别为 8.6%和 4.4%。另一方面，14 年开始消费对经济增长的贡献就已超过投资，且差距逐年扩大。消费对经济增长的贡献率从 14 年 2 季度的 54.4%上升到 19 年 1 季度的 65.1%，而同期投资对经济增长的贡献率从 48.5%下滑到 12.1%。

图1 投资增速和消费增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 消费和投资对 GDP 增长的贡献率（%）

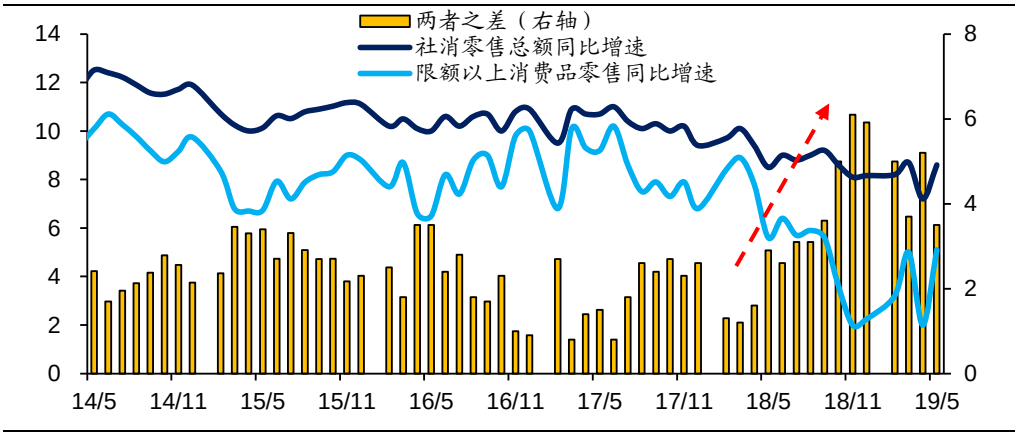


资料来源：WIND，海通证券研究所

判断消费情况，指标哪个可靠？ 随着消费对于经济日渐重要，我们就更加需要做好对消费走势的跟踪和预判。通常来说，观测消费最常用的两个指标是社会消费品零售总额以及其中限额以上企业的零售情况。而过去较长一段时间以来，由于工业决定经济走势，并且社消零售总额增速同工业增速多次出现显著背离，因此，限额以上企业零售额指标往往更为可靠。

差距有所走扩，消费仅增 5%？18 年以前，社会消费品零售总额几乎保持着 10%以上的增长，而限额以上企业零售额增速虽然波动高于社零增速，但两者的差距一直稳定在 2-3 个百分点左右。18 年开始，限额以上零售增速出现大幅下滑，尽管社零增速也出现回落，但是幅度远小于前者，这导致两者之间的平均差距扩大到 5 个百分点左右。5 月社消零售总额增速回升至 8.6%，而限额以上消费品零售额增速则从 4 月的仅 2%回升至 5.1%。那么，根据过往的经验来看，如果限额以上零售增速更为可靠的话，难道说我们当前的消费增速已经只有 5%了？

图3 社消零售总额和限额以上零售同比增速及两者差值（%）



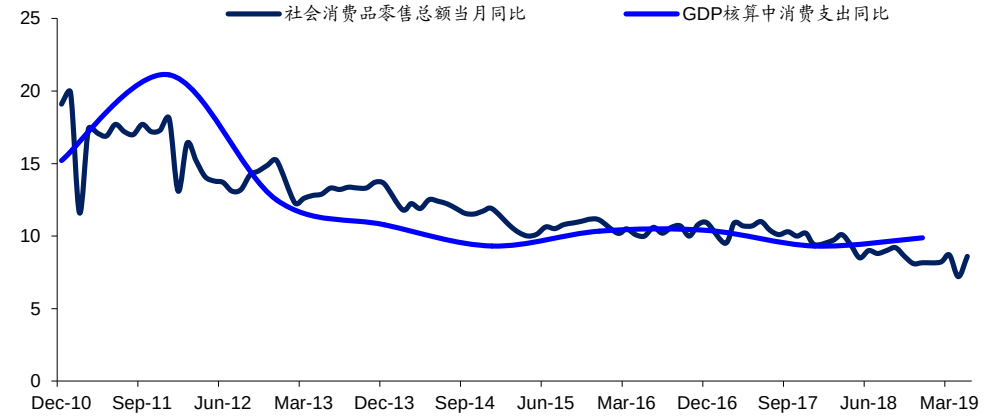
资料来源：WIND，海通证券研究所

GDP 中消费支出稳定，增长情况好于社零。落实到经济增长，我们还是要看 GDP 中消费的情况如何。从支出法的角度看 GDP 的构成，其可以分为消费、投资和进出口

三大部分，也就是我们常说的拉动经济的“三驾马车”。而 GDP 支出法核算下的消费支出，增长情况较为稳定，甚至要好于社零。15-17 年间两者增速均稳定在 10%左右，但 18 年以后，社零增速持续下滑并跌破 10%，而 GDP 核算中的消费支出增速虽有下降，但 18 年增速却不降反升，非常接近 10%。

各种消费指标的指向不一，不禁令我们困惑，当前真实的消费状况，究竟是凛冬已至的 5%，还是企稳向好的近 10%？

图4 社会消费品零售总额和 GDP 支出法核算下消费同比增速（%）



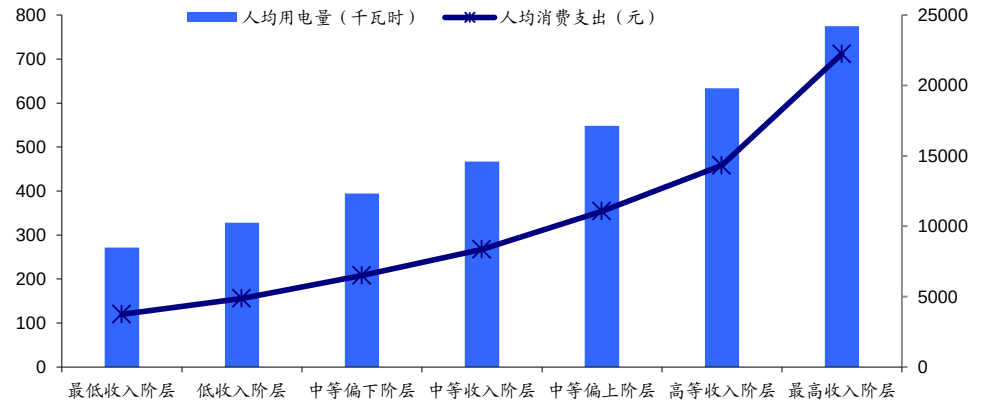
资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 低估还是高估，10%可不可能？

2.1 居民用电增速仍高，消费或许并不太低

消费与居民用电密切相关。为了探究真实的消费情况，我们不妨先从其它指标做以侧面印证。侯瑜等（2019）[1]在其研究中指出，居民人均用电量同其人均消费水平存在着正相关关系。一般来说，随着人均收入水平的提高，居民消费支出和人均电力支出均会随着收入的增加而增加。特别地，当生活必需消费得到满足之后，随着人们拥有消费品数量的丰富、消费品品质的提升，很大可能会增强对于能源消耗的需求，现实中最典型的例子，莫过于空调在我国家庭中渗透率的上升。

图5 我国不同收入阶层每年人均用电量（千瓦时）和人均消费支出（元）



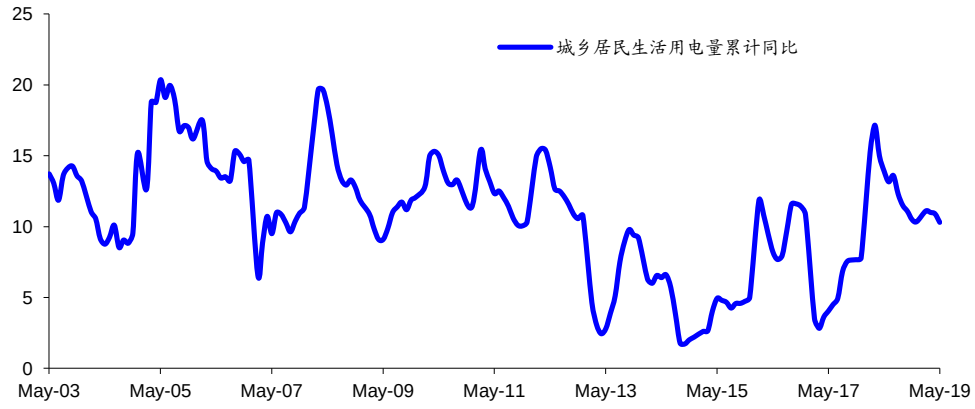
资料来源：侯瑜等（2019），海通证券研究所，数据为 00-11 年平均。

居民用电增速高位，消费或许并不太低。既然消费和居民用电存在正向关系，而从城乡居民用电量增速上来看，近两年我国居民消费或许并不太低。尽管 14-17 年间我国

[1] 侯瑜，孙晓倩，杨行健.市场化背景下居民用电及其他生活消费的收入响应机制研究[J].中国物价，2019(05)：78-81.

城乡居民用电量增速出现放缓，14 年和 15 年的年均增速仅为 2.2%和 5%，但是 18 年以来居民用电量增速出现明显回升，19 年虽从高位有所回落，但也维持在 10%的增速水平之上。城乡居民用电量增速可以从一定程度上显现出居民消费的特征，用电量 18 年的高速增长和 19 年的维持高位都意味着我国的消费增速可能并不太低。

图6 城乡居民生活用电量累计同比（%）

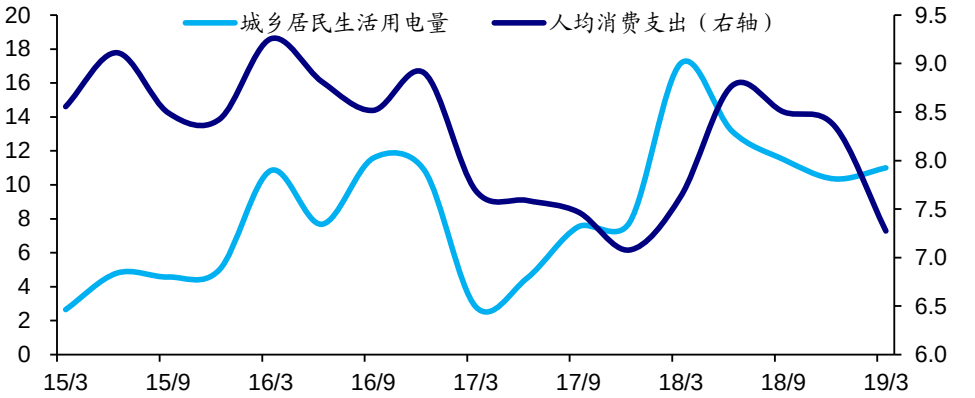


资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 统计范围局限，实际消费低估

支出端观察消费，增速水平接近社零。除了零售额等收入端数据以外，其实我们还可以通过支出端来观察消费的真实情况，其中全国居民人均消费支出就是最为常用的指标。而居民消费支出数据也能够同居民用电量相互印证，我们发现，城乡居民生活用电量增速与居民消费支出增速高度相关，前者对于后者具备一定程度的领先性。虽然 19 年 1 季度全国居民人均消费支出累计同比增速回落至 7.3%，但由于城乡居民用电量增速触底反弹，因此，居民人均消费支出增速也有望随之回暖。整体来看，7%-8%的居民消费支出增速水平，无疑也同社零总额增速更为接近，而与限额以上零售增速相去较远。

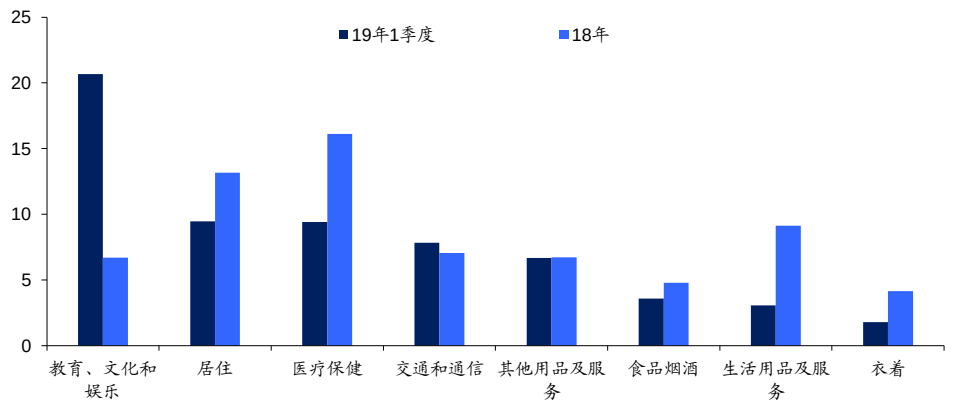
图7 城乡居民生活用电量和全国居民人均消费支出累计同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

社零主要关注商品，可能低估真实消费。通过其它消费指标的印证，我们发现，这次社零增速所反映的消费情况可能较限额以上零售更为准确，但是为什么，它同 GDP 核算中的消费支出增速相比仍然偏低呢？两者的差异反映的其实是社零指标的局限性，它只统计到了商品消费以及服务消费中的餐饮部分，但大部分的服务消费则被其排除在外。而从居民消费支出各分项增速来看，像教育、医疗和交通通信等服务消费占比较高的部分，其增速要快于食品烟酒和衣着类等商品消费为主的部分，因此，即便社零增速有 8%-9%，这一水平对实际的消费情况仍可能存在低估。

图8 居民消费支出各分项 19 年 1 季度和 18 年同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

其实从统计的范围上来看，全国居民人均消费支出既包含了商品消费，又包含了服务消费，同 GDP 核算中的消费支出口径最为接近，即便该数据以季度频率发布，但是由于 GDP 支出法核算中，消费支出增速仅能获得年度数据，因此在发布频率上也具有一定的优势。

居民消费不含政府，统计范围也有局限。那么，为什么居民消费支出增速与 GDP 中消费支出增速差距更大，甚至比社零增速还低呢？其根本原因在于社零和 GDP 中对于消费的统计，既包括了居民消费，又包括了政府消费，而全国居民人均消费支出是仅包括居民消费的数据，考虑到政府消费占到全部消费比重的近 30%，这一局限带来的影响不容忽视。

因此，**总的来说，宏观层面现有的消费指标，在口径上还都不能够和 GDP 支出法下核算的消费支出做到完全的对应。**

表 1 不同消费指标的统计口径和频率

指标名称	频率	统计对象和范围
社会消费品零售总额	月	企业通过交易直接售给个人、社会集团的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额（**商品和餐饮服务**）。
限额以上企业消费品零售总额	月	年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业、200 万元及以上的住宿和餐饮业企业（**商品和餐饮服务**）。
全国居民人均消费支出	季	商品和服务，但仅包括居民消费。
GDP 口径下最终消费支出	年	商品和服务，包括居民消费和政府消费。

资料来源：国家统计局，海通证券研究所

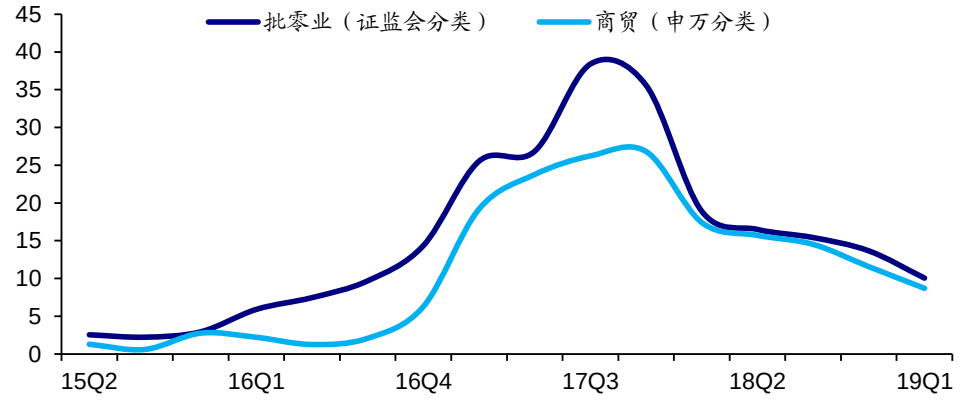
2.3 消费公司营收尚可，增速不在历史低位

宏观层面指标对于消费的统计多数存在局限，而其实我们可以利用微观层面的上市公司数据，对于消费的真实情况进行近似模拟。

零售上市公司营收增速高于社零增速。首先来看商品消费，其对应着零售行业的收入情况。但是我国 A 股上市公司中，大都是一些传统的零售行业类公司，比如像王府井等百货公司，对于近来迅猛发展的网上零售类公司却包含较少，而目前实物商品网上零售占零售总额已经超过 18%。因此我们在整合 A 股上市公司经营状况的基础之上，将阿里巴巴、京东和拼多多等三家头部网络零售企业也包括进来[2]。整合的结果显示，证监会行业分类下的批发零售业 A 股上市公司加上三家头部网络零售商，19 年 1 季度的营收同比增速约在 10%，较 18 年 4 季度的 14%略有下滑，而若换成申万行业分类下的商业贸易行业，其 19 年 1 季度的营收增速约在 8.7%，均要高于同期社零增速。

[2] 17 年我国零售行业 CR10 约为 19%，而阿里巴巴和京东的份额就超过 12%，而拼多多上市后发展迅速，18 年 GMV 水平已接近京东。此外，线上零售企业和传统零售企业结果的整合根据社零中的网上与网下零售额对应比例。

图9 上市公司商贸零售行业营业收入累计同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所。

产品端看消费，观察结构有优势。从产品端来看，零售企业售卖的商品最终还是来自于消费品的生产行业，因此从生产各类型消费品企业的营收上，也能够对消费的情况做出大体判断，并且，从产品端进行统计能够帮助我们更好地跟踪消费结构的变化。根据限额以上零售额的商品分类，我们找到上市公司中的相关行业，将其营收增速按照一定权重进行合成。这里我们分别采用两种赋予权重的方式：一是按照商品在限额以上零售中的占比，即实际结构；二是按照行业营收占消费类上市公司营收比重，即股市结构。

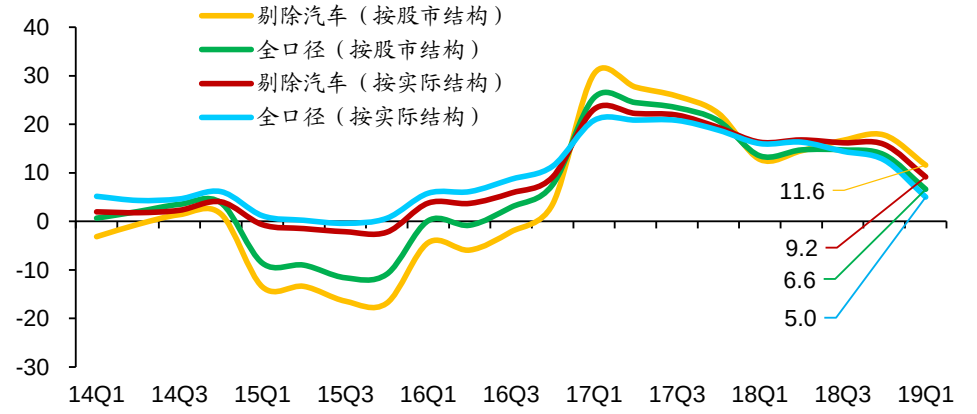
从消费类上市公司营收增速的统计中，我们可以得出两点结论：

一是商品消费增速的下滑几乎完全是由汽车所拖累。在全口径的商品品类统计之下，不论按照哪种结构，19Q1 商品消费的增速均在 5%-7%，与限额以上零售增速接近，低于社零增速，但是如果剔除了汽车类消费，则商品消费的增速均接近甚至超过 10%，超过社零增速，也接近于零售上市公司的营收增速。

二是限额以上零售低增速主要原因在于结构。汽车消费占据限额以上零售的比例接近 30%，但在实际消费中，汽车消费的比例可能并不会接近三成。消费不仅包括商品，还包括服务，而商品和服务消费大体维持在 1:1 的比例，即便汽车占据商品消费的三成，那么在实际居民消费中可能也只有 15%。其实，在居民消费支出结构中，交通支出仅有不足 10%，并且这其中还包括我们出行的机票、火车票费用，上班乘坐的地铁费用，开车的加油钱，因此汽车消费的比例在实际中远未到 10%。

总结来看，无论是限额以上零售增速，还是消费类上市公司合成的营收增速，它们低增长的原因都是结构上汽车消费所占比重太高，而又遭遇汽车行业景气的显著下滑。但实际消费中，汽车所占比例有限，限额以上零售明显低估了真实的消费水平。

图10 消费品类行业上市公司营业收入累计同比增速（%）

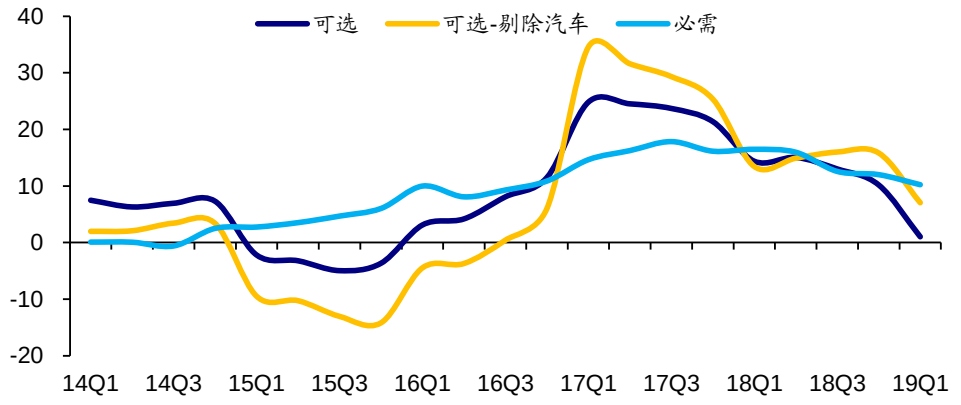


资料来源：WIND，海通证券研究所。

必需好于可选，文娱类、食品类增速较快。我们也可以把消费分成必需和可选两个

大类[3]，根据限额以上零售的商品结构，从上市公司的营收增速上来看，必需类消费要好于可选类消费，且其变动较为稳定，19 年 1 季度必需消费类上市公司营收增速仍有 10.1%，其中文娱用品和食品饮料类上市公司营收增速较快，而相比之下，可选消费类公司营收增速仅录得 1%，剔除汽车后，其消费增速达到 7%，汽车类和金银珠宝类公司是主要拖累，与限额以上零售的情况大体吻合。

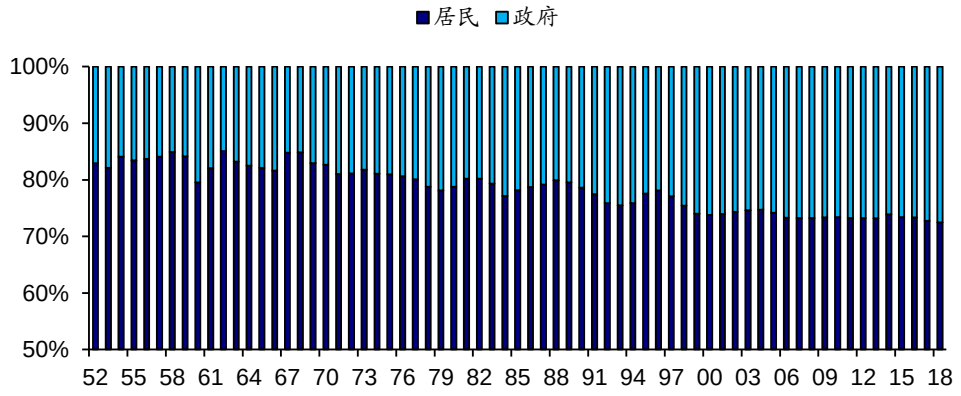
图11 消费品类上市公司分类别营收累计同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所。

商品消费和服务消费规模大体相当。事实上，通过上市公司数据，我们还可以把服务消费包括进来，从而对经济增长中的消费规模做以更近似的模拟。而我们首先需要清楚的是，实际消费中商品消费和服务消费的比例。国家统计局公布了居民消费的结构，18 年居民消费中服务消费占比约为 49.5%，而政府消费的结构，我们通过 17 年的政府采购金额来近似，剔除工程部分（更多地反映投资），其中服务占比约为 53%，而商品部分约为 47%。最后，根据 18 年的 GDP 支出法统计，居民消费约占最终消费支出的 72%，据此测算，实际消费中商品消费约占 49.6%，而服务消费约占 50.4%，两者占比大体相当。

图12 GDP 最终消费支出中居民和政府部门占比

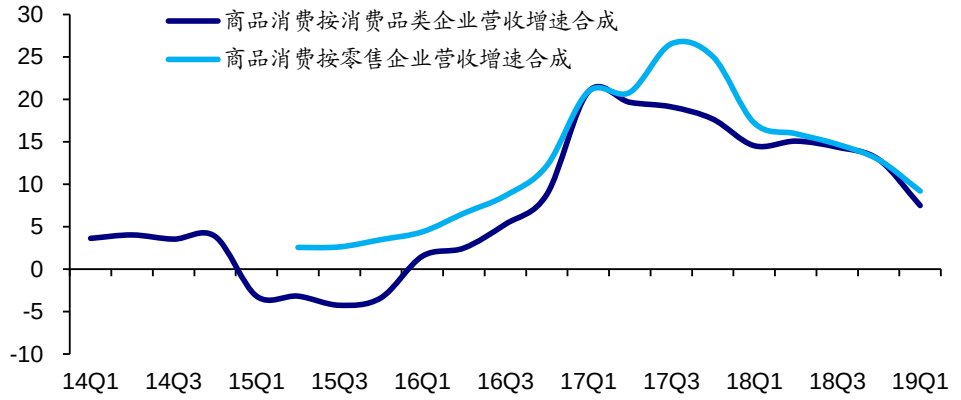


资料来源：WIND，海通证券研究所

考虑服务消费，增速水平更高。将限额以上零售口径构造的商品消费增速和批零行业上市公司营收反映的商品消费增速，分别与服务类上市公司营收增速按比例进行整合，就可以得到对于包含服务消费的总消费增速的近似模拟。通过结果来看，由于受到限额以上零售结构的拖累，根据其商品消费指标所构建的总消费增速，19Q1 约为 7.5%，即便如此，消费增速也大体落在 8%左右，与社零增速相差不大，高于限额以上零售增速的水平。而根据批零行业上市公司营收指标所构建的总消费增速，则录得 9.2%，与 18 年底最终消费支出增速非常接近，并且也反映了 19 年以来消费略有回落的趋势，对于实际消费的模拟或许也更为准确。

[3] 必需消费类主要包括食品饮料、服装、文体娱乐用品、化妆品等项，可选消费类主要包括家电家具、建筑装潢材料、金银珠宝、通讯器材、汽车和石油制品等项。

图13 包含服务消费后上市公司营收累计同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

最后，我们必须要对通过上市公司模拟实际消费的方法以及由此得到的结论做以几点说明：

一是龙头效应下降，高估可能性不大。近年来部分消费行业集中度有着明显的提升，比如说白酒行业，可能就面临着强者恒强的局面，但是从整体上来看，限额以上零售规模占社会消费品零售总额的比重持续下降，17 年底尚有 44%，而 19 年 1 季度已降至不足 36%。限上消费向限下扩散意味着从整体来看，消费的龙头效应下降，所以上市公司数据高估实际消费的可能性不大。

二是增速相对水平比绝对值更重要。

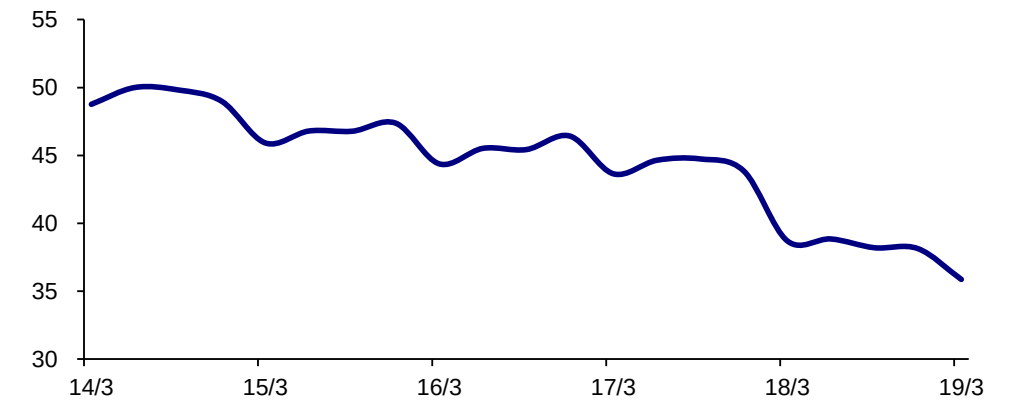
大家可能还有疑问，上市公司数据波动幅度较大，虽然目前来看合成的消费增速大体上在 5%-10%，不过此前 20%，甚至 30%的情况都出现过，既然像社零等消费增速同一时期并未达到如此之高，那么现在上市公司营收增速的下移，不正说明了消费增速可能下滑很多么？

一方面，随着资本市场的完善，上市公司结构也在逐渐转变，过去可能周期类行业的上市公司比较多，而伴随经济结构转型，消费类公司陆续发展壮大并上市，对于实际消费的反映也就越来越准确。

另一方面，我们也不能只看到消费类上市公司营收高增速的时期，过去时间里，低增速甚至负增速的现象也都出现过，实际上，通过上市公司数据所反映出来的消费情况，并不是像社零增速那样处于近十年来的低位，更不像限额以上零售增速那样屡创历史新低。

三是并非简单判断，实际增速接近 10%。我们并不是根据上市公司拟合数据简单地下判断，因为消费类公司营收增速 10%，所以意味着实际消费增速就是 10%，正如第二点所述，我们的结果只是表明，从上市公司情况来看，消费远不像限额以上零售数据反映的那么差，甚至也比社零增速反映的情况还要好。那么，目前社零增速在 8%-9%，18 年底 GDP 核算中最终消费支出的增速也超过 9%，因此实际的消费增速可能非常接近于 10%。

图14 限额以上零售占社会消费品零售总额比重（%）

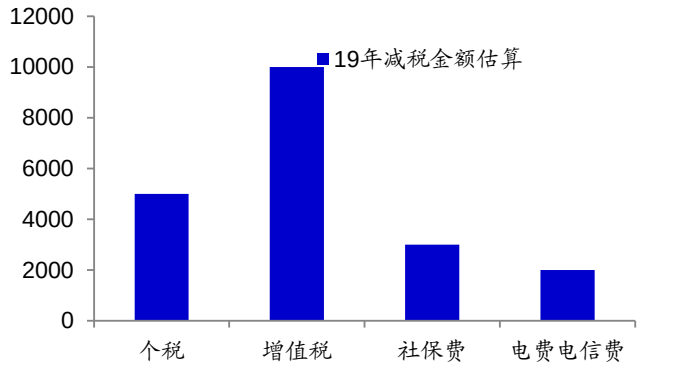


资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 减税降费支撑消费，信贷助力长期发展

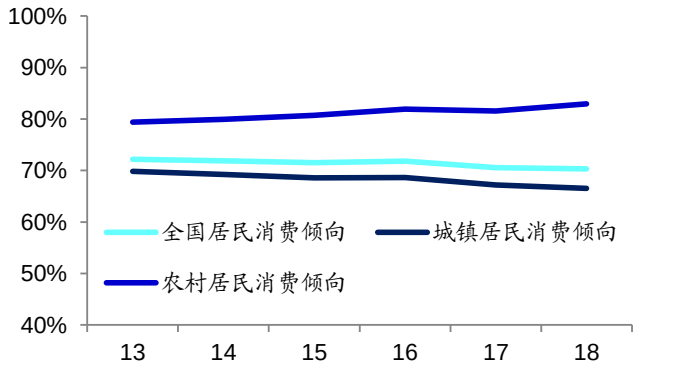
减税效果显现，年内消费回升。减税政策是今年最大的亮点，5 月增值税、个税等主要减税税种，税收收入增速已全面转负，意味着减税政策效果正在逐步显现。在 18 年减税降费 1.3 万亿元规模的基础之上，今年政府宣布提高减税降费规模至 2 万亿元。一方面，个人所得税等税种的减免可以直接改善居民的收入状况，而收入的提升也将带来消费规模的同步增长；另一方面，增值税减税虽然看似作用在企业部门，但通过流通环节的层层传导，部分议价能力较低的上游企业，也会通过降低终端售价的方式来“以价换量”，对消费同样有所促进。

图15 19 年减税金额估算（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所测算

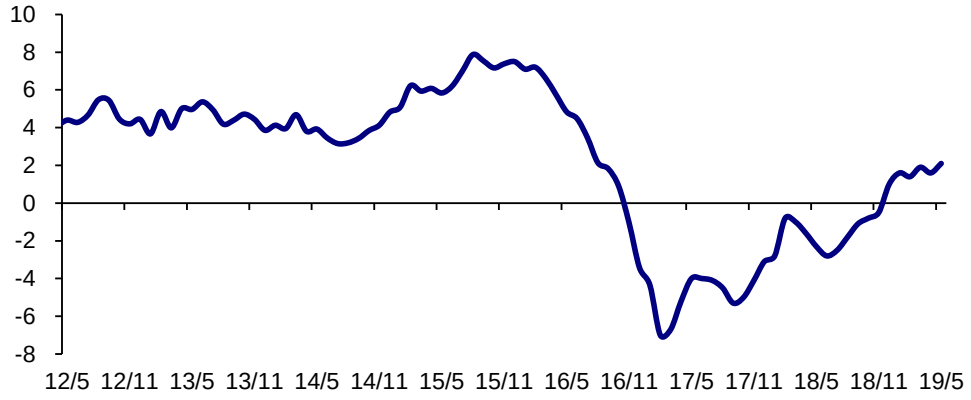
图16 中国居民消费倾向



资料来源：WIND，海通证券研究所

价格走出“剪刀差”，企业盈利将向好。具体到企业层面，一方面，今年消费类的企业无疑会同多数企业一样，直接受益于国家减税政策所带来的让利，盈利状况有望持续改善；而另一方面，从价格端来看，虽然年内通胀压力不高，但是在工业品价格存在通缩风险的情况下，CPI 与 PPI 增速之间的“剪刀差”很可能稳在高位，19 年 5 月 CPI 与 PPI 当月同比增速之差，就已经从 18 年底的 1%震荡上行至 2.1%。而这有利于利润分配格局从中上游向下游转移，或将进一步推升下游消费类企业的盈利水平。

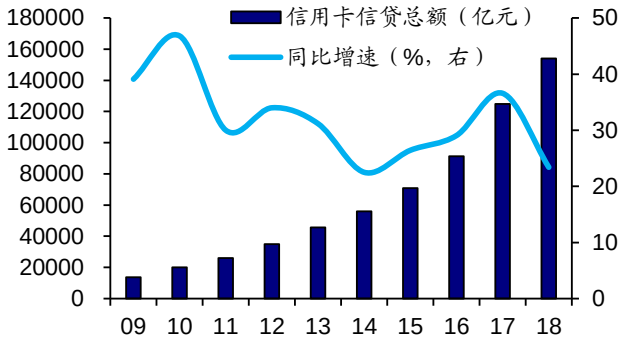
图17 CPI 与 PPI 当月同比增速之差（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

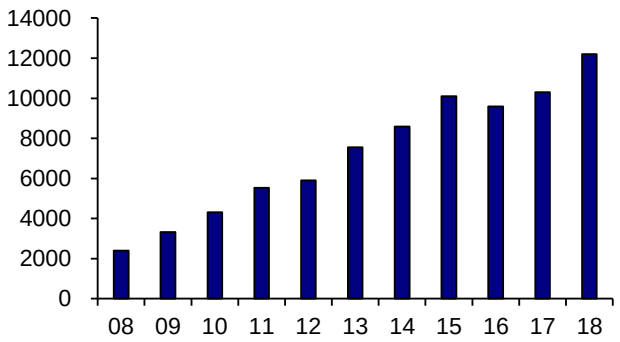
信贷助力发展，长期前景广阔。同发达国家相比，目前我国消费规模相对于经济体量而言依然偏低，因此，长期来看，消费规模具备广阔的提升空间。而更为重要的是，随着移动互联网的普及，对于居民来说，消费信贷的可得性和便利性大幅上升。18 年我国信用卡信贷总额已经突破 15 万亿元，且增速一直维持在 20%以上，银行卡的卡均消费金额也从 08 年的不足 2500 元升至 18 年的超过 12000 元，十年间规模扩张到 5 倍。而美国等发达国家的发展经验均表明，消费信贷的普及将有助于向“消费型”经济的转型，消费在经济中的规模和地位也将会随之上升。

图18 信用卡信贷总额及同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

图19 银行卡卡均消费金额（元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超　　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　ljl11087@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
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　chenyao@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
周一洋(021)23219774　zyy10866@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
姜珮珊(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　zxh12382@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　ymniu@htsec.com
孔维娜(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　lgk12371@htsec.com
吴佳栓 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　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　sy11542@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com
谢茂萱　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　苓(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　淼(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　xbq6583@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 01050949962　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
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@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
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　lfh12225@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
张恒晅　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　ljl12245@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
衣桢永(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
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　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
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 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(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