PMI 重回线上，通胀冲高回落

投资要点:

- **宏观专题：消费结构渐下沉，三四线风景独好**
- **“下沉”的消费结构。**近年来，消费结构的“下沉”引起市场关注：首先是全国层面，社会消费品零售增速小幅下滑，而限额以上零售增速大幅下滑；其次是区域层面，乡村消费增速持续高于城镇，中西部省份消费增速明显高于东部；最后是城市层面，三四线城市消费增速持续高于一线城市，而近两年反超二线城市。
- **线下：必需消费品牌化，可选消费高市占。**分品类看线下消费：首先，在乳制品、服装等必需消费领域，低线城市已成为重要的增长点，渠道下沉的经销商具有更优表现，并且居民也逐渐向优质品牌消费集中；其次，在珠宝等可选消费领域，三四线城市多呈现出增速相对较高，市占率不断提升的趋势；最后，在电影、旅游等服务消费领域，“小镇青年”也正在成为主力军，消费升级不仅体现在物质消费内部，也正从物质过渡到精神层面。
- **“下沉”的消费结构线上：网络平台下沉，增长前景更优。**三四线城市消费的高增长在网络平台上更为突出，“下沉市场”网络巨头营收增长非常迅速。移动网络在三四线的普及为线上市场扩张奠定基础，而下沉市场用户群体正成为网络平台的主要力量。虽然其收入尚低，但其更敢于消费，在奢侈品、娱乐消费的部分线上领域甚至能够“逆袭”一二线。此外，其对待性价比较高的国货态度也更为积极。
- **一周扫描（2019 年 11 月 25 日至 12 月 1 日）:**
- **海外：美国三季度 GDP 上修，欧元区 11 月 CPI 小幅回升。**美国三季度实际 GDP 环比折年率上修至 2.1%。美联储经济褐皮书显示美国经济温和增长，或暗示美联储不会改变目前利率政策的立场。美国 10 月 PCE 同比增长 1.3%，持平前值，核心 PCE 同比增长 1.6%，较前值放缓 0.1 个百分点。欧元区 11 月调和 CPI 初值同比增长 1.0%，核心调和 CPI 初值同比 1.3%。
- **经济：PMI 重回线上。**11 月全国制造业 PMI 重回线上至 50.2%，创下 4 月以来新高，且年内首次超过 18 年同期水平，指向制造业景气大有改善。主要分项指标中，需求、生产双双走强，价格回落，库存好转。10 月全国规上工业企业利润增速降幅扩大至-9.9%，主要受工业品出厂价格降幅扩大、收入利润率由升转降等因素影响。11 月前 29 天 35 城地产销量增速略降至 2.3%，但一线城市销售反弹，11 月前 24 天乘联会乘用车批、零增速分别降至-10%、-15%。上周高炉开工率升至 65.9%，11 月前 29 天六大集团发电耗煤同比增速稳定在 16.6%，工业生产稳中向好。
- **物价：通胀冲高回落。**上周猪肉价格环比下跌 8.6%，蛋禽价格也跟随下跌，食品价格整体下跌 3%。11 月以来猪价先涨后跌，预测 11 月 CPI 食品价格环比上涨 2%，11 月 CPI 升至 4.5%。11 月以来煤价回落，钢价反弹，油价小幅上调，预测 11 月 PPI 环涨 0.1%，11 月 PPI 同比降幅缩窄至 1.3%。进入 11 月以来，猪价冲高之后大幅回落，预示着 12 月 CPI 有望明显回落，PPI 同比降幅有望持续大幅缩窄。
- **流动性：货币保持稳健。**上周货币利率回升，其中 R007 均值上行至 2.77%，R001 均值上行至 2.3%。DR007 上行至 2.55%，DR001 上行至 2.23%。上周央行暂停公开市场操作，合计净回笼 3600 亿。上周美元指数持平，人民币兑美元汇率保持稳定。11 月以来央行投放基本平衡，意味着超储率仍处于低位，央行投放维持紧平衡，意味着货币政策整体依旧稳健。
- **政策：新增专项债下达。**财政部近期提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。国资委日前正式印发《关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》，国资监管改革正步入新阶段。

相关研究

《现代服务业的美好时代——服务业系列之一》2019.11.28

《高通胀的前世今生（中国篇）》2019.11.26

《高通胀的前世今生（海外篇）》2019.11.11

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:ljl11087@htsec.com
证书:S0850518070004

分析师:宋潇
Tel:(021)23154483
Email:sx11788@htsec.com
证书:S0850519070003

分析师:陈兴
Tel:(021)23154504
Email:cx12025@htsec.com
证书:S0850519110001

联系人:应镓娴
Tel:(021)23219394
Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 宏观专题：消费结构渐下沉，三四线风景独好 6
1.1 “下沉”的消费结构 6
1.2 线下：必需消费品牌化，可选消费高市占 7
1.3 线上：网络平台下沉，增长前景更优 9
2. 海外：美国三季度 GDP 上修，欧元区 11 月 CPI 小幅回升 10
2.1 美国三季度 GDP 上修至 2.1% 10
2.2 欧元区 11 月 CPI 小幅回升。 10
3. 国内经济：PMI 重回线上 10
3.1 PMI 重回线上 10
3.2 工业利润降幅扩大 12
3.3 需求略有放缓 14
3.4 生产稳中向好 14
4. 物价：通胀冲高回落 15
4.1 猪价继续回落 15
4.2 CPI 冲高回落 15
4.3 PPI 降幅收窄 15
4.4 通胀冲高回落 16
5. 流动性：货币保持稳健 16
5.1 货币利率回升 16
5.2 央行回笼货币 17
5.3 汇率保持稳定 17
5.4 货币保持稳健 17
6. 政策：新增专项债下达 18
7. 日历：聚焦 12 月上旬数据 18

图目录

图 1 社消零售、限额以上零售、限额以下零售当月同比增速（%）.....6
图 2 城镇和乡村社消零售同比增速（%）.....6
图 3 东部、中部、西部、东北社消零售同比增速（%）.....6
图 4 一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速（%）.....7
图 5 19 年上半年各级城市乳制品销售额同比增速（%）.....7
图 6 13-19 年乳制品前五大企业市占率（%）.....7
图 7 安踏与耐克大中华区营收同比增速（%）.....8
图 8 拉夏贝尔各线城市收入增速（%）.....8
图 9 10-15 年各线城市珠宝市场复合年增长率（%）.....8
图 10 16 年黄金、钻石和铂金饰品在各线城市的渗透率（%）.....8
图 11 13-18 年各线城市票房占比趋势（%）.....8
图 12 14-18 年各线城市电影票房同比增速（%）.....8
图 13 18 年春节各线城市游客在境外消费额同比增速（%）.....9
图 14 19 年春节人均境外消费增速 Top5 城市及北上广（%）.....9
图 15 18 年各大互联网平台营业收入增长率（%）.....9
图 16 移动网民各城市等级分布（%）.....9
图 17 各级城市奢侈品线上零售消费者占比（%）.....10
图 18 三线以下城市网民未来想买的手机品牌偏好（%）.....10
图 19 全国制造业 PMI 综合（历年月度比较）（%）.....11
图 20 全国制造业 PMI 综合（%）.....11
图 21 全国制造业 PMI 新订单（%）.....11
图 22 全国制造业 PMI 新出口订单（%）.....11
图 23 全国制造业 PMI 生产指标（%）.....11
图 24 全国制造业 PMI 就业指标（%）.....11
图 25 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存（%）.....12
图 26 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速（%）.....12
图 27 规模以上工业企业利润总额同比增速（%）.....12
图 28 规模以上工业企业利润总额累计增速：分经济类型（%）.....12
图 29 规模以上工业企业营业收入同比增速（%）.....13
图 30 历年各月工业企业营业收入累计利润率（%）.....13

图 31 工业企业营业收入、产成品存货同比增速（%）.....13
图 32 工业企业历年各月库存销售比（%）.....13
图 33 上、中、下游行业利润总额累计同比增速（%）.....13
图 34 下游消费品行业利润总额累计同比增速（%）.....13
图 35 中游加工行业利润总额累计同比增速（%）.....14
图 36 上游原材料行业利润总额累计同比增速（%）.....14
图 37 35 城商品房月度销量同比增速（%）.....14
图 38 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）.....14
图 39 历年各周全国高炉开工率（%）.....14
图 40 六大发电集团发电耗煤同比增速（%）.....14
图 41 蔬菜平均批发价（元/公斤）.....15
图 42 猪肉批发价格（元/公斤）.....15
图 43 CPI 环比（%）.....15
图 44 CPI 同比及成分同比走势预测（%）.....15
图 45 环渤海动力煤价格（元/吨）.....16
图 46 PPI 同比及环比（%）.....16
图 47 农产品批发价格 200 指数.....16
图 48 CPI、PPI 同比走势及预测（%）.....16
图 49 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）.....17
图 50 R001 和 R007（%）.....17
图 51 央行公开市场操作（亿元）.....17
图 52 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率.....17
图 53 美元指数.....17
图 54 央行公开市场净投放规模（亿元）.....18
图 55 金融机构超额准备金（%）.....18

表目录

表 1　未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期.....18

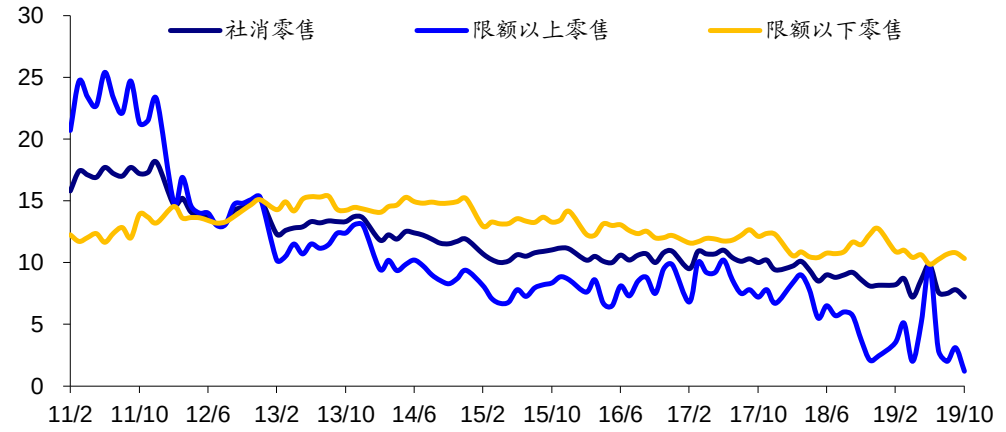
1. 宏观专题：消费结构渐下沉，三四线风景独好

1.1 “下沉”的消费结构

近年来，消费结构的“下沉”引起市场关注，宏观层面具体表现在以下几个方面：

首先是全国层面，社会消费品零售增速小幅下滑，而限额以上零售增速大幅下滑。观察中国的消费数据，13 年以后出现了一个非常重要的结构变化：限额以上零售增速从此前持续高于，转为持续低于社消零售增速，这意味着中国消费结构的“下沉”已经开始。限额以下和限额以上零售的相对表现在 13 年发生了反转，而“裂隙”在 18 年进一步扩大。今年前 10 月的社消零售增速为 8.1%，而限额以上零售增速仅为 3.8%，反观限额以下零售增速则稳定在 10.6%。

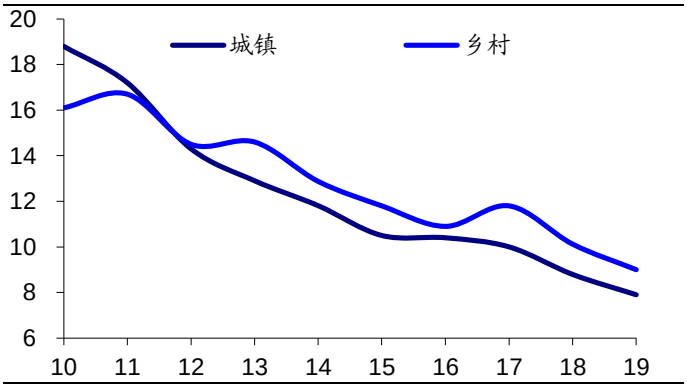
图1 社消零售、限额以上零售、限额以下零售当月同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所。1-2 月为累计同比

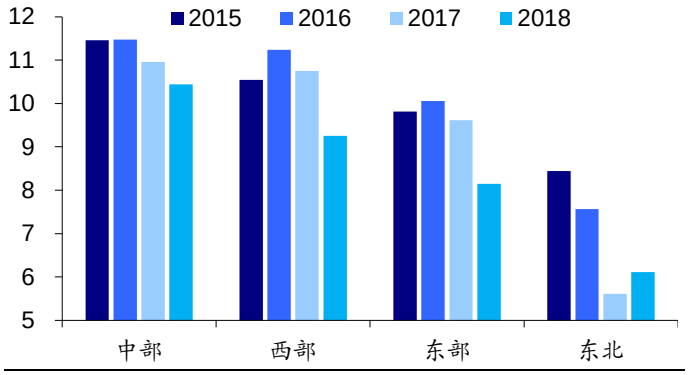
其次是区域层面，乡村消费增速持续高于城镇，中西部省份消费增速明显高于东部。进一步观察中国消费数据的城乡结构和区域结构，也都出现了明显分化。一方面，乡村消费增速在 13 年后反超城镇消费，乡村消费占社消零售的比重也从 12 年的 13.4%上升至 18 年的 14.5%。另一方面，过去几年间，经济相对落后的中西部省份消费增速持续高于经济较发达的东部省份，18 年中部 6 省、西部 12 省加权平均消费增速分别为 10.4%和 9.3%，明显高于东部 10 省 8.2%的增速。

图2 城镇和乡村社消零售同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所。19 年为前 10 月累计同比

图3 东部、中部、西部、东北社消零售同比增速（%）

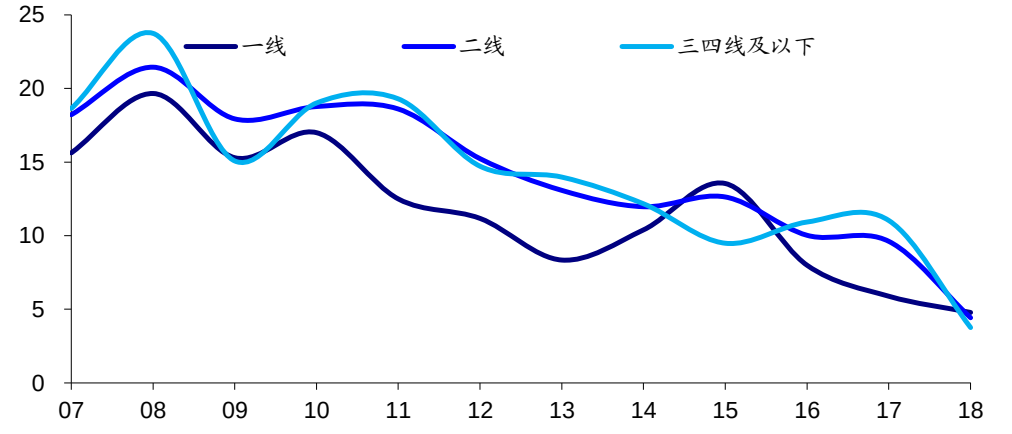


资料来源：Wind，海通证券研究所

最后是城市层面，三四线城市消费增速持续高于一线城市，而近两年反超二线城市。过去 10 年，一线城市消费增速从 07 年的 19.7%持续下滑至 18 年的 4.8%，相比之下，三四线及以下城市消费增速持续高于一线，平均每年高出 2.5 个百分点，并在 16 年以来

超过二线城市。事实上，从过去十年对消费增长的贡献率看，4 个一线城市仅为 7.2%，31 个二线城市为 28.2%，而广大三四线及以下城市贡献率高达 64.6%。

图4 一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速（%）



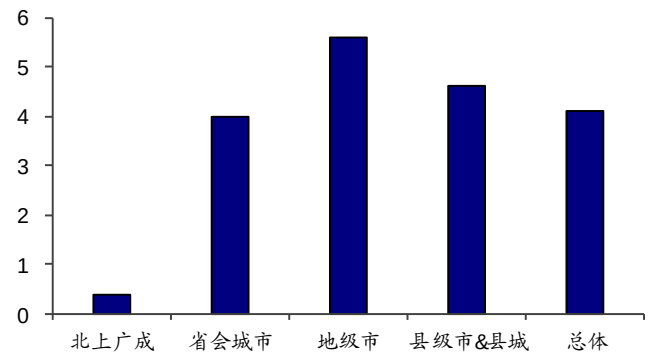
资料来源：Wind，海通证券研究所
注：一线为北上广深，二线为 31 个省会城市和计划单列市，其余为三四线及以下城市

接下来，我们分别对三四线城市的线下、线上消费展开分析。

1.2 线下：必需消费品牌化，可选消费高市占

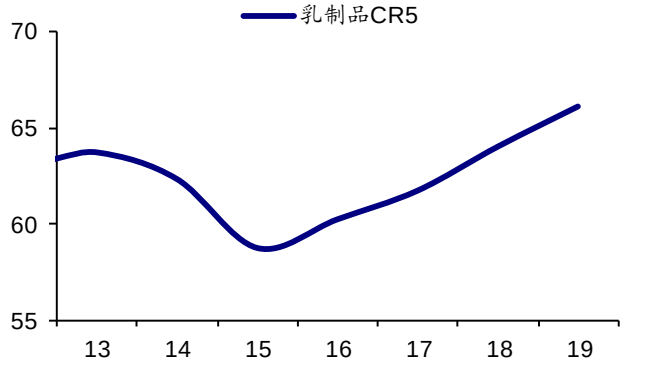
乳制品：地级市增速最高，向优质品牌升级。从各级城市看，19 年上半年普通地级市和县级市的乳制品销售同比增速分别为 5.6%和 4.6%，均高于省会城市的 4%，而其在北上广成的增长接近停滞，低线城市已成为乳制品市场的重要增长点。而消费观念的改变使得消费者对奶类的品牌选择更为重视。随着伊利、蒙牛等龙头奶业加速拓展低线城市渠道，三四线城市也在进行品牌升级。整体来看，前 5 大乳制品公司的市占率自 15 年起持续提升，截至 19 年市占率已高达 66%，较 15 年提升 7.4 个百分点。

图5 19 年上半年各级城市乳制品销售额同比增速（%）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所，以北上广成作为重点城市

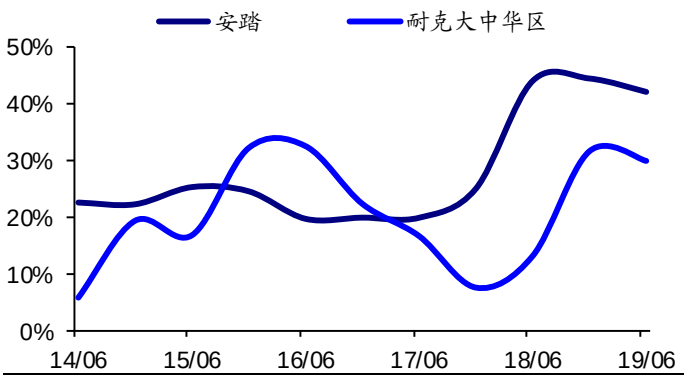
图6 13-19 年乳制品前五大企业市占率（%）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所，19 年数据为预测值

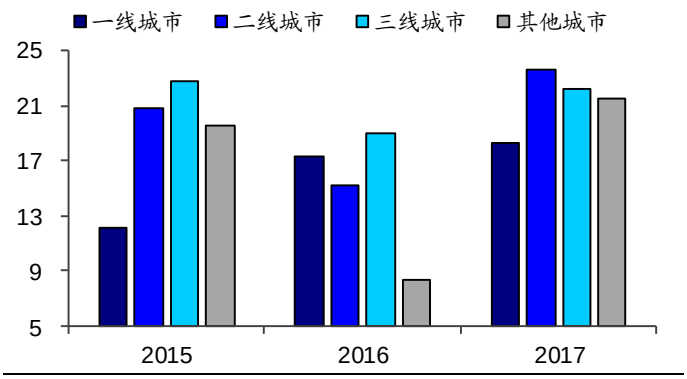
服装：渠道下沉表现更优，低线城市品牌化升级。近年来，三四线城市在服装消费上同样呈现出数量升级与品牌升级的趋势。比如，深耕三四线城市的国产运动品牌安踏收入增速自 17 年起明显走强，且超过了主营一二线市场的国际品牌耐克。受益于低线城市增长红利，18 年其收入同比增速高达 44.5%。另一女装品牌拉夏贝尔同样在三线城市持续收获较一线城市更高的收入增速，印证了低线城市居民在服装消费中已逐渐从杂牌向优质品牌升级。

图7 安踏与耐克大中华区营收同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

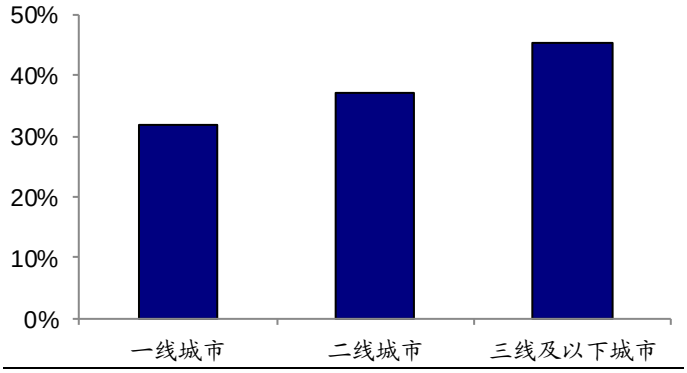
图8 拉夏贝尔各线城市收入增速（%）



资料来源：拉夏贝尔招股说明书，海通证券研究所

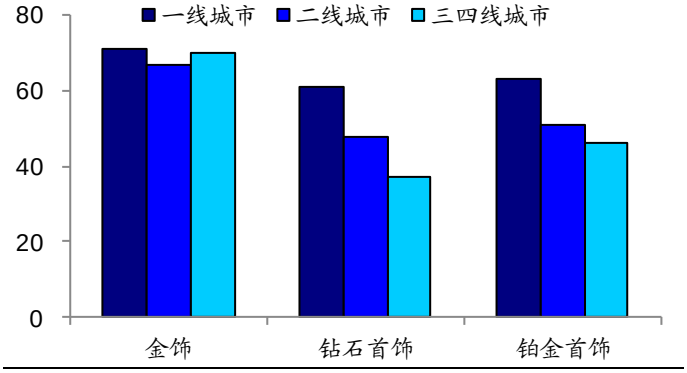
珠宝：三四线增速领先，渗透率空间仍大。对客单价较高的可选消费品，三四线城市多呈现出增速相对较高，市占率不断提升的趋势。以珠宝首饰为例，10-15 年三线及以下城市的珠宝市场销售年复合增速高达 45.3%，显著超过一线（31.9%）和二线城市（37.3%）。而国内的珠宝品牌如周大生、老凤祥等也已将低线城市作为了重要的战略市场。尽管 16 年金饰在三四线的渗透率已接近一线水平，钻石、铂金饰品的渗透率仍有较大提升空间，预计随着珠宝企业的渠道继续下沉，三四线城市珠宝首饰市场的增长速度将持续高于一二线。

图9 10-15 年各线城市珠宝市场复合年增长率（%）



资料来源：周大生招股说明书，海通证券研究所

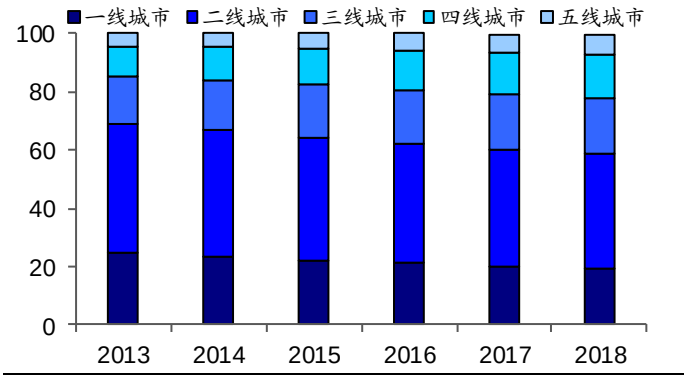
图10 16 年黄金、钻石和铂金饰品在各线城市的渗透率（%）



资料来源：世界黄金协会，海通证券研究所

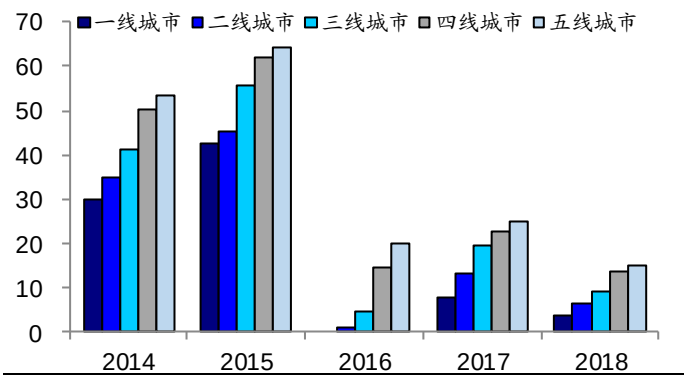
电影：小镇青年渐成主力，消费从物质到精神。一方面，随着近年来商业中心下沉带动电影银幕的低线城市扩张，加上一二线城市观影群体的逐渐饱和，三线及以下城市的“小镇青年”成为了电影票房贡献的主力军。根据艺恩的数据，18 年三线及以下城市票房占比总计 41.2%，较 13 年增长了 10 个百分点。从各线增速看，14-18 年三四五线城市票房增速也持续领先于一二线。另一方面，票房增速的持续高位也体现了三四线居民在文化娱乐消费比重的逐渐提升，消费升级已从物质过渡到精神层面。

图11 13-18 年各线城市票房占比趋势（%）



资料来源：艺恩，海通证券研究所

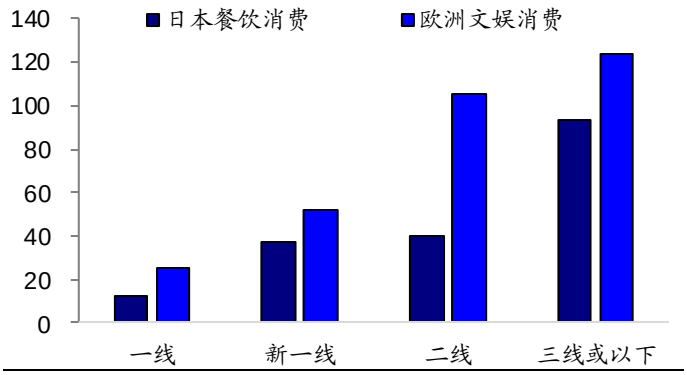
图12 14-18 年各线城市电影票房同比增速（%）



资料来源：艺恩，海通证券研究所

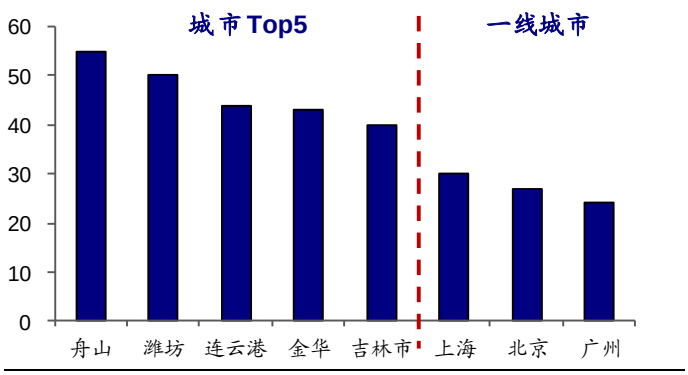
旅游：文娱消费全面升级，境外游增速亮眼。相比客单价较低的电影消费，三四线城市居民在高单价的旅游消费上同样表现抢眼，文娱类消费正全面升级。以境外游为例，18 年春节三线及以下城市游客在日本的餐饮消费和在欧洲的文娱消费同比增速分别高达 94%和 124%，大幅领先其他城市。到 19 年春节，支付宝数据显示全国人均境外消费增速最高的前五位均为三线或以下城市，其中位列第一的舟山同比增长 55%，为上海增速的约 2 倍。

图13 18 年春节各线城市游客在境外消费额同比增速（%）



资料来源：中国银联，海通证券研究所

图14 19 年春节人均境外消费增速 Top5 城市及北上广（%）



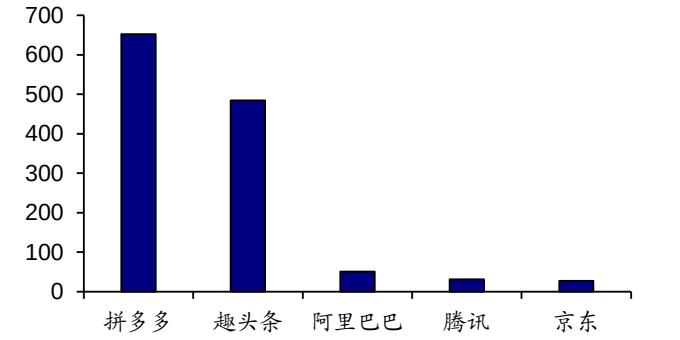
资料来源：支付宝，海通证券研究所

1.3 线上：网络平台下沉，增长前景更优

下沉市场巨头，营收快速增长。三四线城市消费的高增长并不局限于线下，在网络平台上这一现象更为突出，“下沉市场”的消费能力也得到经营者的广泛关注，如从各大平台的营业收入增速上来看，深耕于三四线及以下城市的网络巨头，其营收增长非常迅速，18 年拼多多营收增速超过 650%，趣头条营收增速也超过 480%，而阿里、腾讯和京东等平台营收增速均未超过 60%。

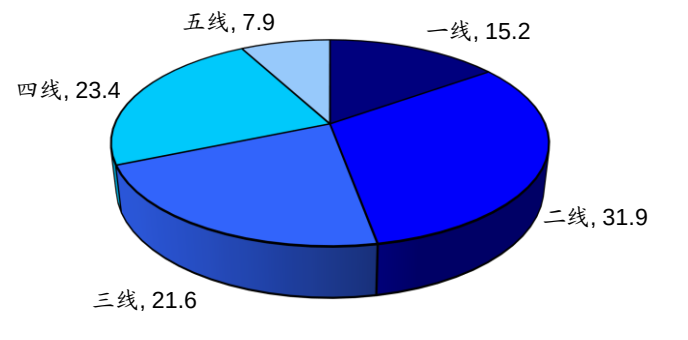
移动网民占比过半，低线城市网络普及。当前低线级城市网络已经普及开来，三线以下城市移动网民数量占比约为 53%，领先于一二线城市并且超过半数，这也为线上市场的扩张奠定了坚实基础。

图15 18 年各大互联网平台营业收入增长率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 移动网民各城市等级分布（%）



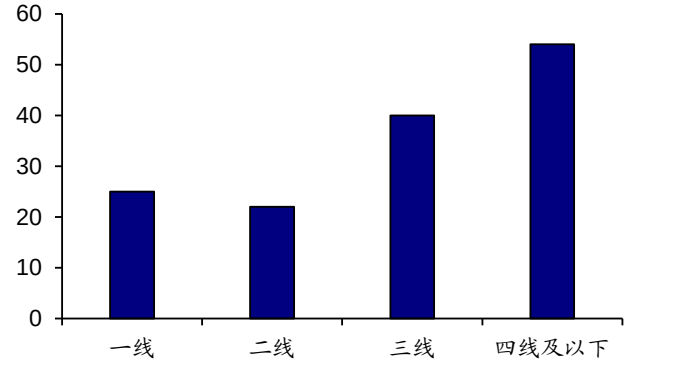
资料来源：CEIC，海通证券研究所，数据为 19 年 3 月。

奢侈品消费领跑，线上平台提供便利。首先，线上平台为三四线消费者提供了极大的便利性，克服了城市因为能级不足所造成的部分线下实体店没有覆盖的缺点。比如在奢侈品消费方面，四线以下城市线上零售消费者占比均超过 50%，三线城市也达到了 40%，而相比之下，一二线城市仅有 20%-25%的水平。

三四线注重性价比，对待国货态度积极。其次，由于低线级城市居民收入较一二线城市依然偏低，而国内制造业在转型升级的过程中，已经逐渐建立了性价比优势，甚至部分产品在性能上和海外高端产品已相差无几，受制于有限的收入，低线级城市网民对于国货的态度更为积极。从腾讯研究院所做的调查来看，三线以下城市网民“非常看好，

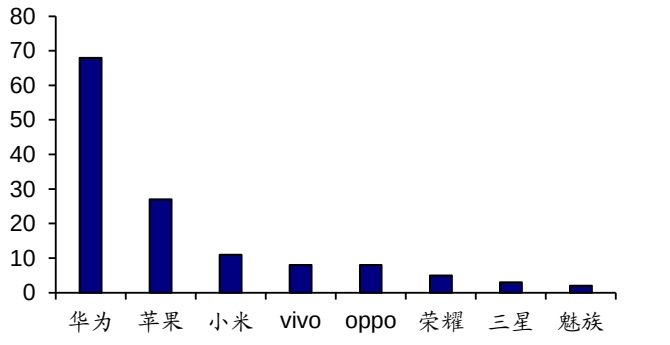
支持国货”的比重高达 69.2%，而一二线城市仅约为 62.6%，在三线以下城市网民未来想买的手机品牌中，国产的华为也是力压苹果。

图17 各级城市奢侈品线上零售消费者占比（%）



资料来源：腾讯研究院，海通证券研究所，数据为 17 年。

图18 三线以下城市网民未来想买的手机品牌偏好（%）



资料来源：腾讯研究院，海通证券研究所，数据为 19 年 11 月。

2. 海外：美国三季度 GDP 上修，欧元区 11 月 CPI 小幅回升

2.1 美国三季度 GDP 上修至 2.1%

美国三季度 GDP 上修至 2.1%。上周三，美国商务部公布三季度实际 GDP 环比折年率上修至 2.1%，高于初值 1.9%，且略高于二季度的增速 2.0%。分项数据中，消费维持稳定，但商业投资仍弱。

美联储发布经济褐皮书。上周三，美联储公布的经济褐皮书显示，10 月至 11 月中旬美国经济温和增长，消费稳定、制造业略有改善，总体就业依然紧俏，通胀压力温和上升，或暗示美联储不会改变目前利率政策的立场。

美国 10 月核心 PCE 略有放缓。上周三，美国公布 10 月 PCE 同比增长 1.3%，持平前值，核心 PCE 同比增长 1.6%，较前值放缓 0.1 个百分点。此外，美国 10 月消费者个人支出环比增长 0.3%，高于前值，但个人收入环比零增长，不及前值和预期。

2.2 欧元区 11 月 CPI 小幅回升。

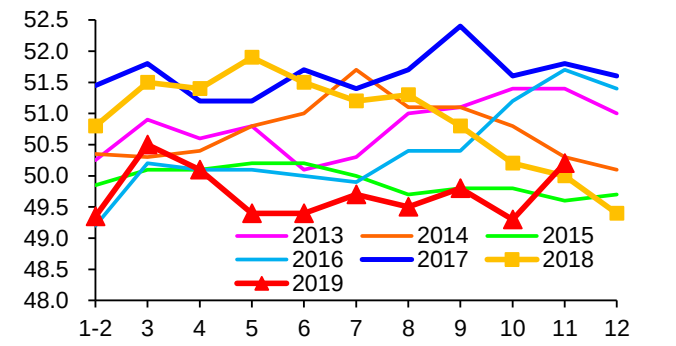
欧元区 11 月 CPI 小幅回升。上周五，欧盟统计局公布欧元区 11 月调和 CPI 初值同比增长 1.0%，高于预期 0.9%和前值 0.7%；核心调和 CPI 初值同比 1.3%，高于预期 1.2%，并连续 3 个月保持升势。

3. 国内经济：PMI 重回线上

3.1 PMI 重回线上

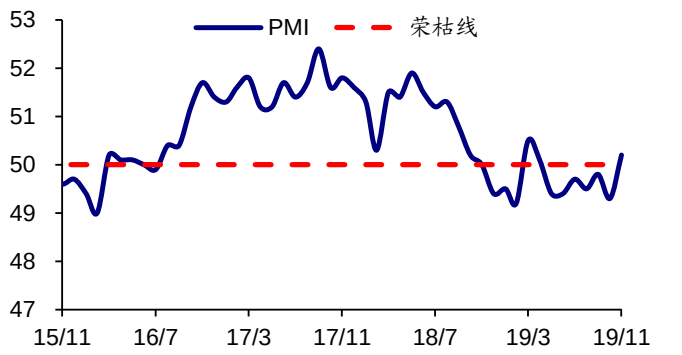
11 月制造业 PMI 重回线上。19 年 11 月全国制造业 PMI 重回线上至 50.2%，较 10 月回升 0.9 个百分点，创下 4 月以来新高，且年内首次超过 18 年同期水平、一改颓势，指向制造业景气大有改善。主要分项指标中，需求、生产双双走强，价格回落，库存好转。分规模看，大、中、小型企业 PMI 全面回升，且大型企业 PMI 重回线上。

图19 全国制造业 PMI 综合（历年月度比较）（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

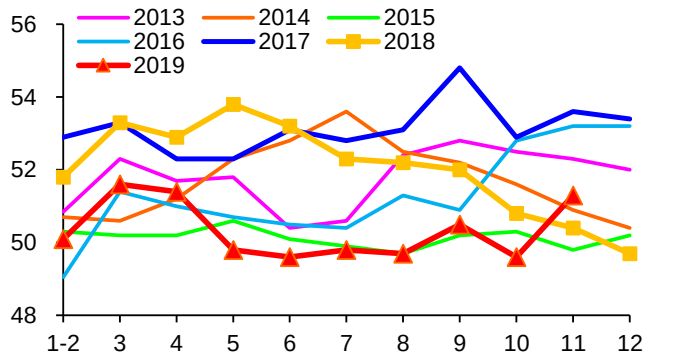
图20 全国制造业 PMI 综合（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

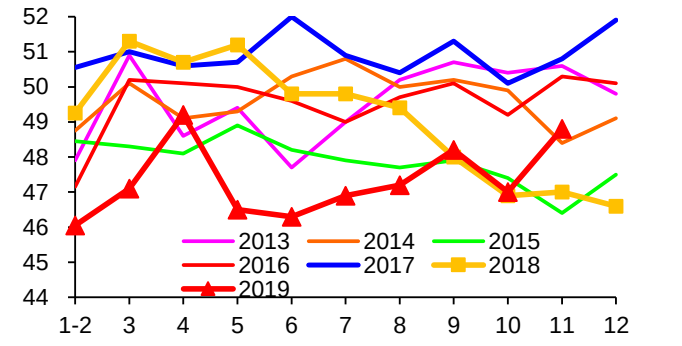
内外需同步回升。11 月新订单指数由 10 月的 49.6%回升至 51.3%，由线下转入线上，创 5 月以来新高并超过 18 年同期水平，指向内需有所扩张。11 月新出口订单指数由 10 月的 47%回升至 48.8%，创 5 月以来新高，受圣诞节海外订单增加等因素影响，外需同步改善。

图21 全国制造业 PMI 新订单（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

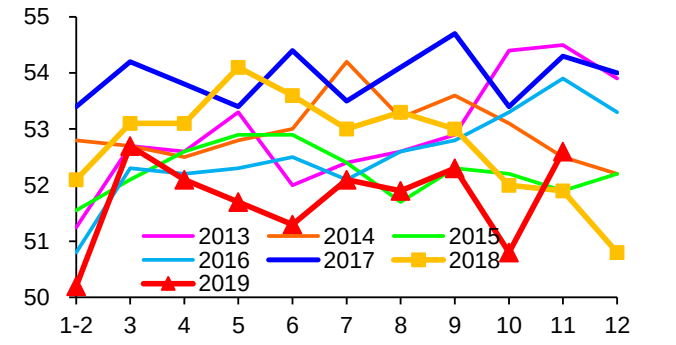
图22 全国制造业 PMI 新出口订单（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

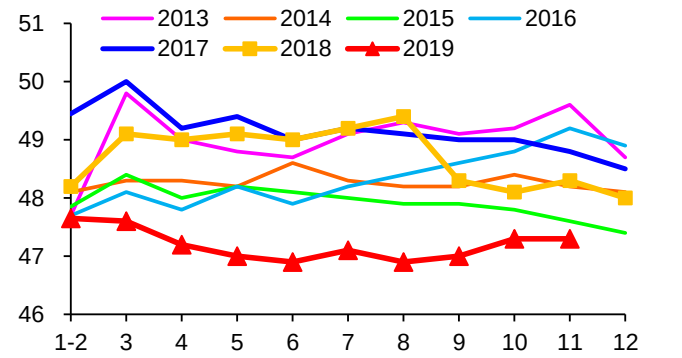
生产明显走强，就业保持稳定。11 月生产指数由 10 月的 50.8%反弹至 52.6%，创下 4 月以来新高，且超过 18 年同期水平，印证 11 月前 29 天六大集团发电耗煤增速 16.6%，仍在年内高位，指向工业生产走强。11 月从业人员指标稳定在 47.3%，制造业企业用工景气度虽较上月变化不大，但仍处在二季度以来的高位，且 19 年前 10 月已提前完成城镇新增就业全年目标，指向就业压力整体可控。

图23 全国制造业 PMI 生产指标（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 全国制造业 PMI 就业指标（%）

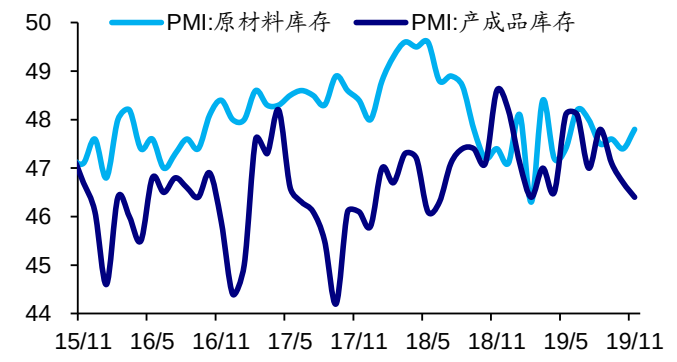


资料来源：Wind，海通证券研究所

价格回落，库存好转。11 月原材料购进价格指数由 10 月的 50.4%略降至 49%，出厂价格指数同步下行至 47.3%，11 月以来煤价回落，钢价反弹，油价小幅上调，我们预测 11 月 PPI 环涨 0.1%，同比降幅缩窄至 1.3%。11 月原材料库存指数由 10 月的 47.4%

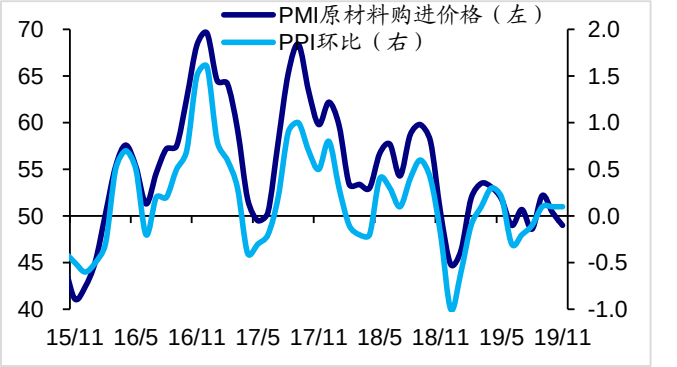
回升至 47.8%，产成品库存指数自 10 月的 46.7%回落至 46.4%，需求、生产双双走强，令库存状况有所好转。

图25 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速（%）



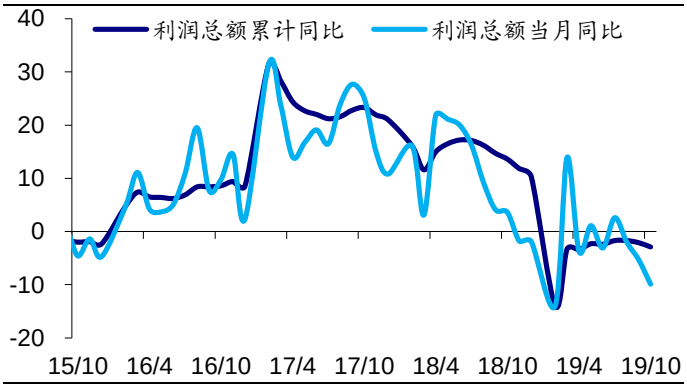
资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 工业利润降幅扩大

工业利润增速降幅扩大。1-10 月规模以上工业企业利润总额同比增速-2.9%，较 1-9 月降幅扩大。其中 10 月当月增速降幅扩大至-9.9%，主要受工业品出厂价格降幅扩大、生产销售增长放缓、收入利润率由升转降等因素影响。

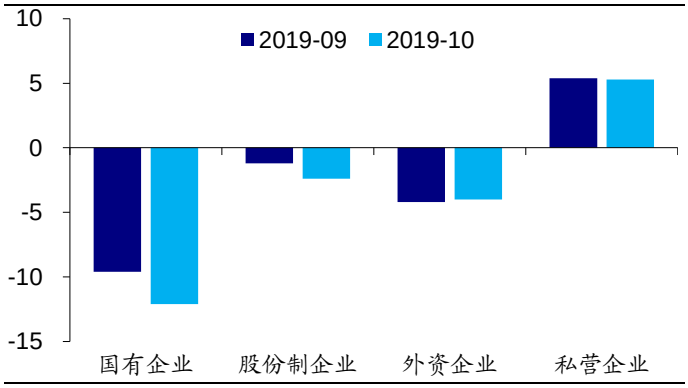
国企主要拖累，民企利润稳定。分经济类型来看，1-10 月国有及国有控股工业企业利润降幅扩大至-12.1%，是主要拖累；私营工业企业利润增速稳定在 5.3%，是主要支撑；股份制企业利润增速下滑至-2.4%；外资企业利润降幅收窄至-2.4%。

图27 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28 规模以上工业企业利润总额累计增速：分经济类型（%）

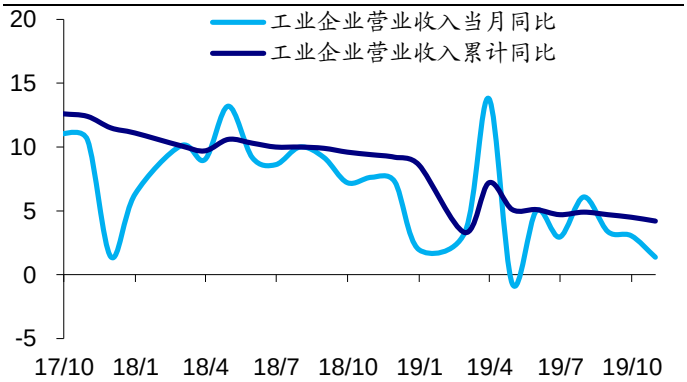


资料来源：Wind，海通证券研究所

工业收入增速继续下滑。1-10 月规模以上工业企业营业收入同比增速下滑至 4.2%，其中 10 月当月增速继续下滑至 1.4%。10 月工业企业生产有所转弱，而受工业品价格降幅继续扩大影响，收入增速也同步下滑。

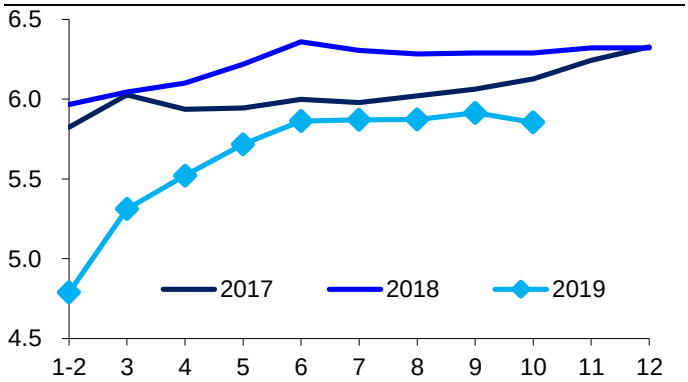
工业利润率回落，盈利雪上加霜。1-10 月工业企业每百元营业收入中的成本费用合计为 92.99 元，较 1-9 月持平，同比增加 0.43 元。而 1-10 月工业企业营业收入利润率回落至 5.85%，与去年同期差距再度扩大，也令企业盈利雪上加霜。

图29 规模以上工业企业营业收入同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

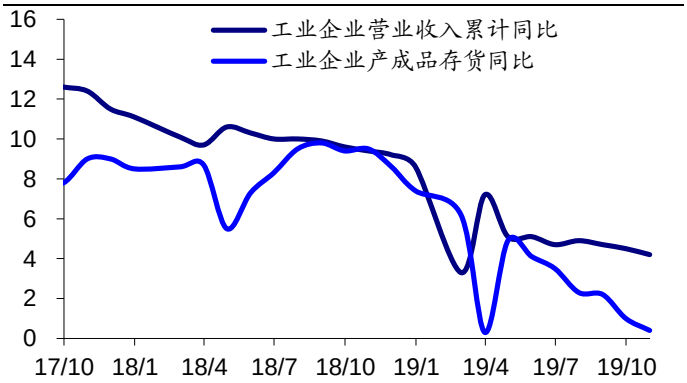
图30 历年各月工业企业营业收入累计利润率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

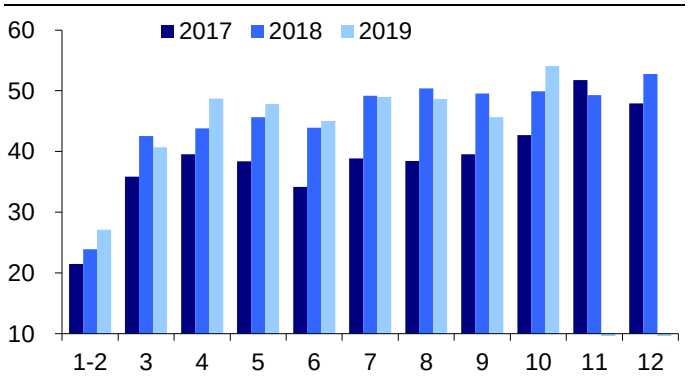
库存去化压力仍大。10 月工业企业产成品存货增速继续回落至 0.4%，较年内低点基本持平。值得注意的是，10 月库存收入比回升至 54.1%，明显高于过去两年同期，指向销售再度走弱背景下，去库存压力再现。工业企业目前仍处主动去库存尾声，被动去库存尚未到来。

图31 工业企业营业收入、产成品存货同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

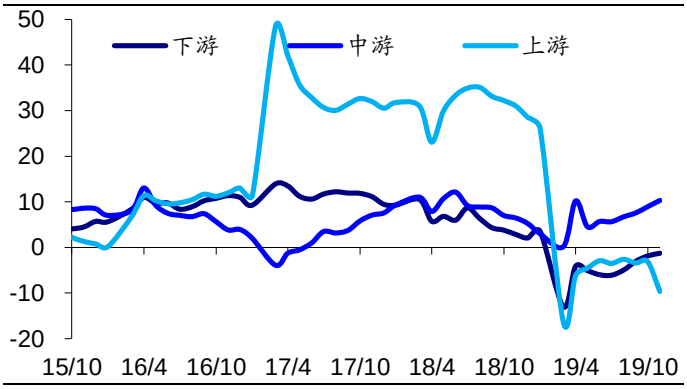
图32 工业企业历年各月库存销售比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

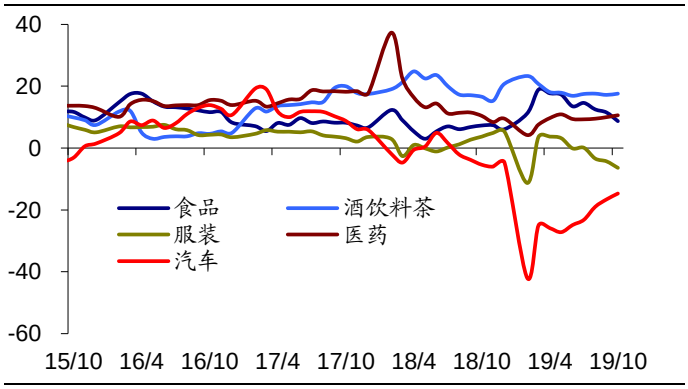
新经济高增长，上游主要拖累。1-10 月 41 个工业大类行业中，30 个行业利润总额同比增加，11 个减少。1-10 月，高技术制造业、战略新兴产业和装备制造业利润同比分别增长 7.5%、5.3%和 2.0%，增速比 1-9 月分别加快 1.2、0.7 和 1.1 个百分点。拖累主要来自上游行业，钢铁、煤炭、化工等三个行业合计拖累工业利润增速 7.4 个百分点。

图33 上、中、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34 下游消费品行业利润总额累计同比增速（%）

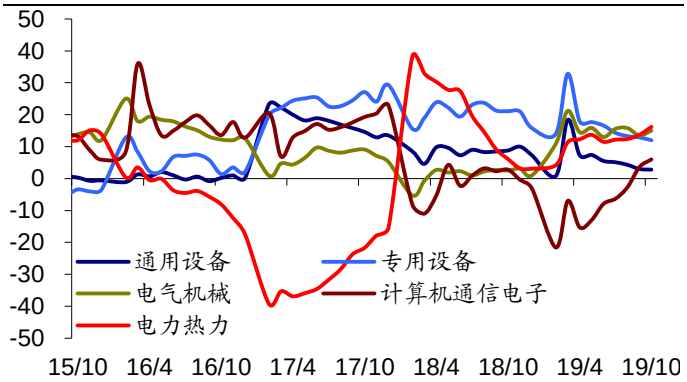


资料来源：Wind，海通证券研究所

分行业利润涨跌互现。1-10 月各行业利润增速较 1-9 涨跌互现，分上中下游来看：下游消费品类行业涨多跌少，其中酒饮料茶、医药增速上升，食品、服装下滑，而汽车降幅继续收窄；中游装备加工类行业涨多跌少，电气机械、电力热力、电子增速均回升，通用设备、专用设备回落；上游原材料类行业普遍下滑，煤炭、化纤降幅收窄，钢铁、

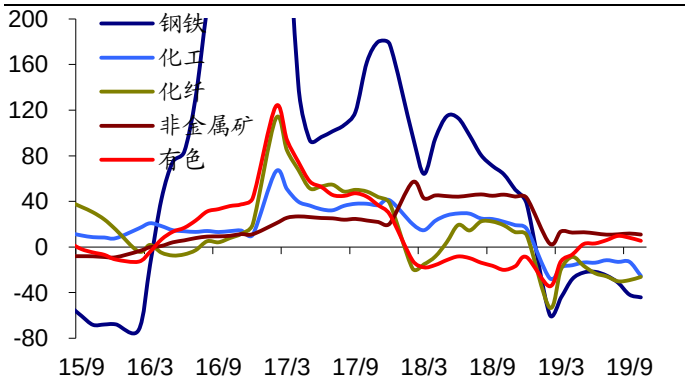
有色、化工、建材增速均下滑。

图35 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

图36 上游原材料行业利润总额累计同比增速（%）

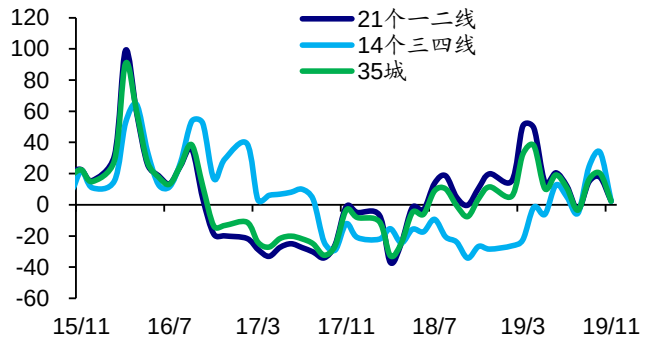


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 需求略有放缓

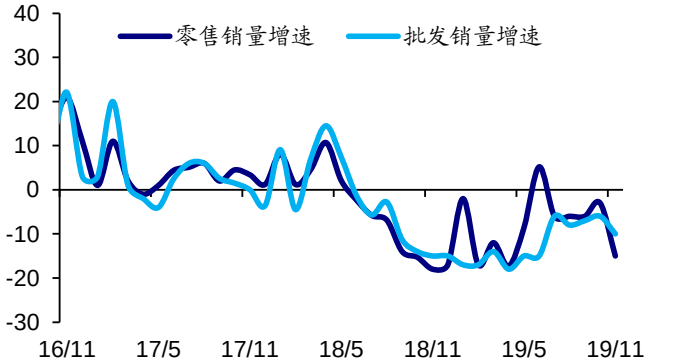
地产销售分化，乘用车批零走弱。11 月前 29 天 35 城地产销量增速降至 2.3%，较 10 月增速有所下滑，但一线城市销量增速反弹至 12.4%。11 月前 24 天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为-10%、-15%，均较 10 月降幅扩大。

图37 35 城商品房月度销量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，历年 1-2 月均为累计同比。

图38 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）

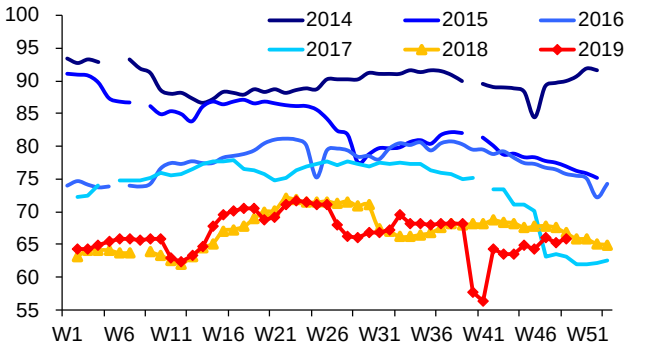


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.4 生产稳中向好

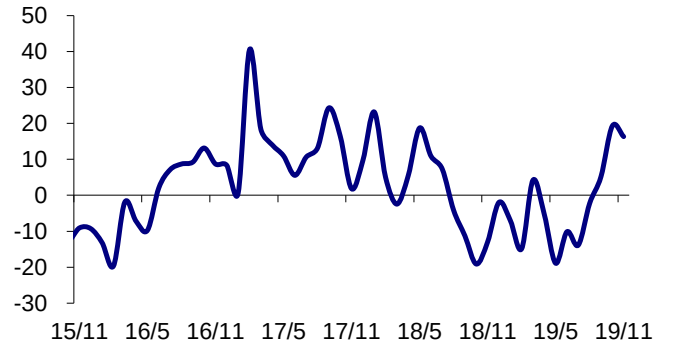
高炉开工回升，发电耗煤平稳。上周高炉开工率回升至 65.9%，同比跌幅有所收窄，而 Mysteel 样本钢厂钢材产量增速转正。11 月前 29 天六大集团发电耗煤同比增速 16.6%，较 10 月增速略有放缓，但仍处年内高位，指向工业生产稳中向好。

图39 历年各周全国高炉开工率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 六大发电集团发电耗煤同比增速（%）



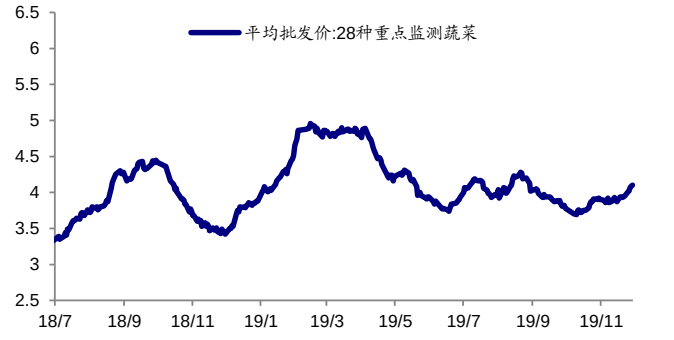
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 物价：通胀冲高回落

4.1 猪价继续回落

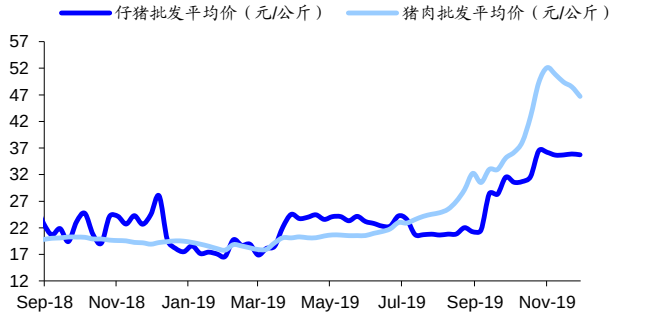
上周猪肉价格环比下跌 8.6%，连续两周大幅下跌，蛋禽价格也跟随下跌，食品价格整体下跌 3%。

图41 蔬菜平均批发价（元/公斤）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图42 猪肉批发价格（元/公斤）

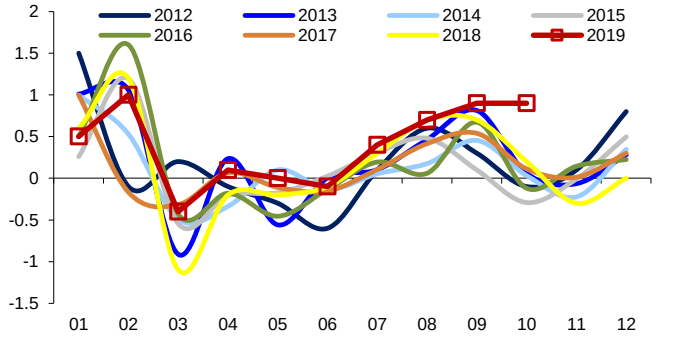


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 CPI 冲高回落

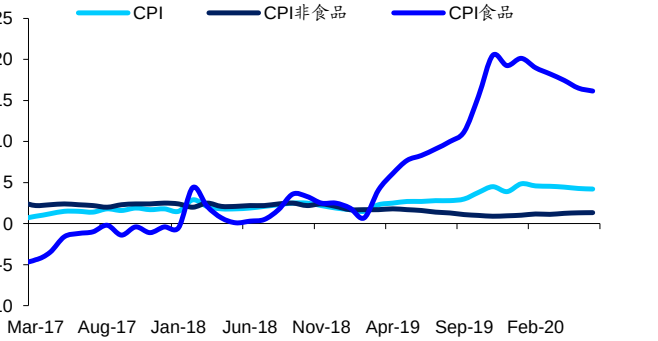
11 月以来猪价先涨后跌，截止目前 11 月商务部食用农产品价格环比上涨 2.8%，预测 11 月 CPI 食品价格环比上涨 2%，11 月 CPI 升至 4.5%。但由于最近几周猪价的大幅下跌，预计 12 月 CPI 有望降至 3.9%。

图43 CPI 环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图44 CPI 同比及成分同比走势预测（%）

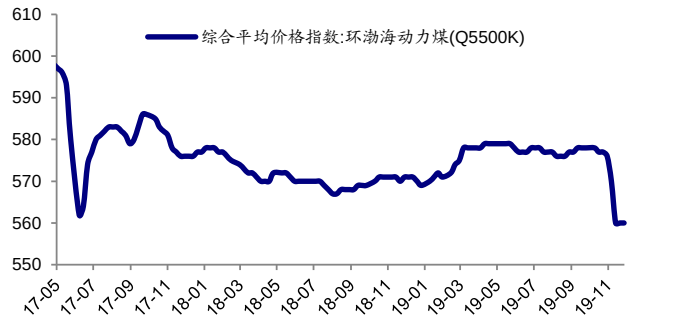


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 PPI 降幅收窄

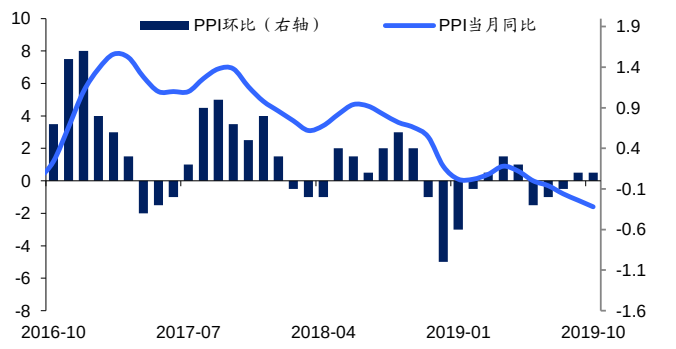
11 月以来煤价回落，钢价反弹，油价小幅上调。截止目前 11 月港口期货生资价格环比上涨 0.1%，预测 11 月 PPI 环涨 0.1%，11 月 PPI 同比降幅缩窄至 1.3%，12 月 PPI 同比降幅有望继续缩窄至 0.1%。

图45 环渤海动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图46 PPI 同比及环比（%）

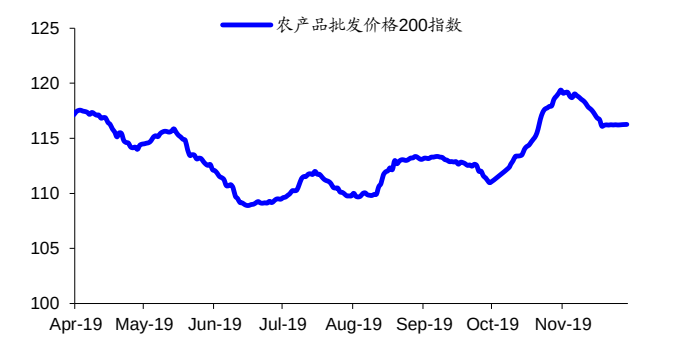


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 通胀冲高回落

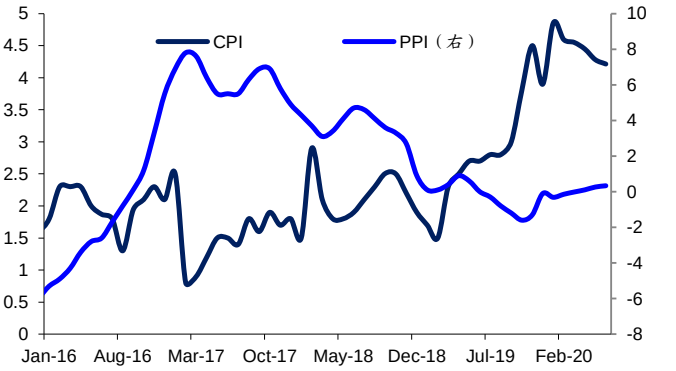
进入 11 月以来，猪价冲高之后大幅回落，预示着 12 月 CPI 有望明显回落。与此同时，11、12 两月工业品价格环比有望继续上涨，叠加去年同期的低基数效应，PPI 同比降幅有望持续大幅缩窄。

图47 农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图48 CPI、PPI 同比走势及预测（%）



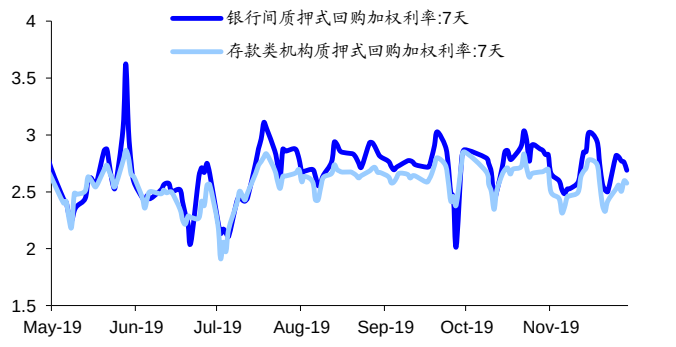
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：货币保持稳健

5.1 货币利率回升

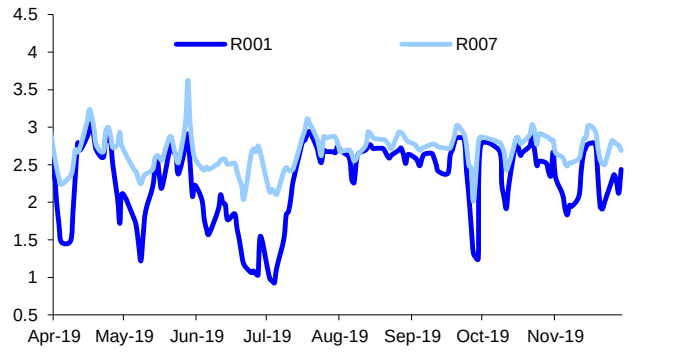
上周货币利率回升，其中 R007 均值上行 11bp 至 2.77%，R001 均值上行 10bp 至 2.3%。DR007 上行 6bp 至 2.55%，DR001 上行 9bp 至 2.23%。

图49 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50 R001 和 R007（%）

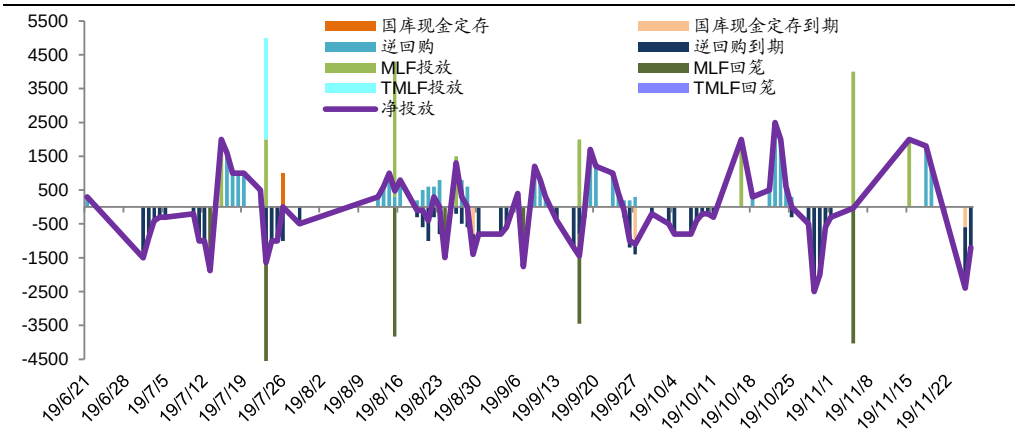


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行回笼货币

上周央行暂停公开市场操作，逆回购到期回笼 3000 亿，此外国库定存到期回笼 600 亿，合计净回笼 3600 亿。

图51 央行公开市场操作（亿元）

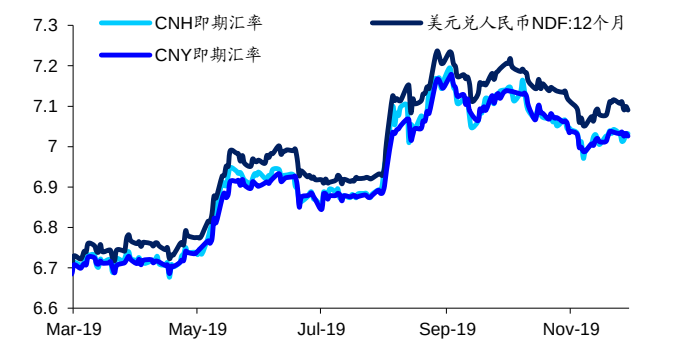


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率保持稳定

上周美元指数持平，人民币兑美元汇率保持稳定，在岸和离岸人民币均稳定在 7.03 左右。

图52 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

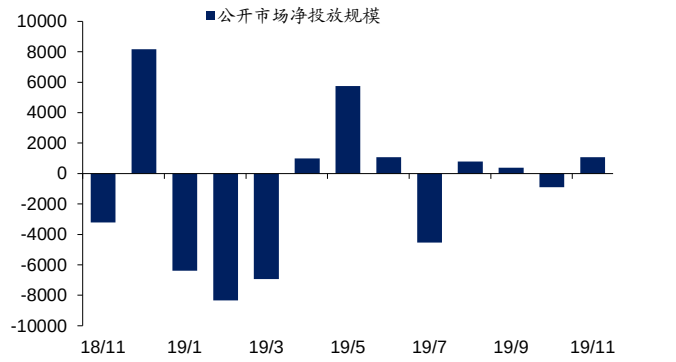
图53 美元指数

资料来源：Wind，海通证券研究所

5.4 货币保持稳健

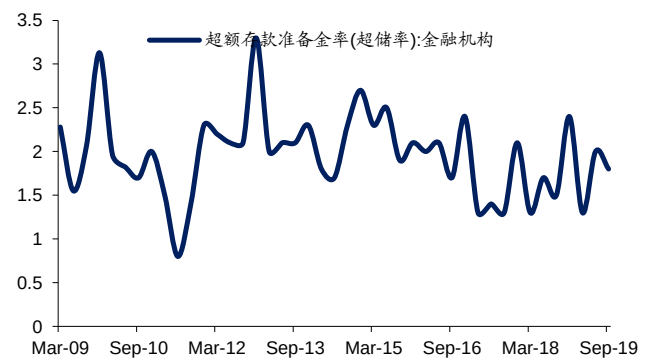
9 月金融机构超储率为 1.8%，比 6 月下降 0.2%。10 月金融机构储备资产减少 8000 亿，我们测算 10 月金融机构超储率下降至 1.5%，处于今年以来的低位水平。而 11 月以来央行投放基本平衡，意味着超储率仍处于低位。因此，虽然央行此前小幅下调逆回购招标利率 5bp，但主要目的应是防止利率上升误伤经济，而央行投放维持紧平衡，意味着货币政策整体依旧稳健。

图54 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55 金融机构超额准备金（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：新增专项债下达

新增专项债下达。财政部近期提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。

国企监管改革。国资委日前正式印发《关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》，从重点措施、主要路径、支撑保障等维度，明确构建以“管资本”为主加快国有资产监管职能转变的工作体系。这意味着，国资监管改革正步入新阶段。

消费税改在即。第一财经记者了解到，消费税法征求意见稿有望在年底前公布。在新一轮财税体制改革中，消费税一直是税制改革的重头戏，为消费税立法夯实了制度基础。

7. 日历：聚焦 12 月上旬数据

表 1 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	前值	预测值
美国			
2019/12/2	10 月营建支出(环比)	0.5%	0.4%
2019/12/2	11 月 ISM 制造业采购经理人指数	48.3	49.5
2019/12/4	上周 API 原油库存变化(万桶)	360	--
2019/12/4	11 月 ADP 就业人数变动(千人)	125.0	140.0
2019/12/4	上周 EIA 原油库存变化(万桶)	157.2	--
2019/12/4	美联储理事夸尔斯、联邦存款保险公司董事长威廉姆斯以及美国全国信用社协会主席 Rodney Hood 在参议院金融委员会的听证会上作证，主题为“对金融监管机构的监管”	--	--
2019/12/5	10 月贸易帐(十亿美元)	-52.5	-48.9
2019/12/5	上周季调后初请失业金人数(千人)	213	--

2019/12/5	10 月耐用品订单终值（环比）	0.6%	--
2019/12/6	11 月季调后非农就业人口变动(千人)	128	190
2019/12/6	11 月失业率	3.6%	3.6%
2019/12/6	12 月密歇根大学消费者信心指数初值	96.8	97
欧元区			
2019/12/2	11 月 Markit 制造业采购经理人指数终值	46.6	46.6
2019/12/3	10 月生产者物价指数(同比)	-1.2%	--
2019/12/5	10 月零售销售环比	0.1%	0%
2019/12/5	第三季度 GDP 终值(同比)	1.2%	1.2%
中国			
2019/12/2	11 月财新制造业采购经理人指数	51.7	51.5
2019/12/2	国内成品油开启新一轮调价窗口	--	--
2019/12/4	11 月财新服务业采购经理人指数	51.1	51.2
2019/12/4	11 月财新综合采购经理人指数	52	--
2019/12/6	11 月底外汇储备(十亿美元)	3105.16	--

资料来源：海通证券研究所根据相关资料整理

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
宋潇　　宏观经济研究团队
陈兴　　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
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@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
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
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@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
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
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@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
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com
李　凡　lf12596@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
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@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
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
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
吴佳栓 0755-82900465　wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@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
郑　蕾 075523617756　zl12742@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
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
高　瑜(021)23219415　gy12362@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
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
郑景毅　zjy12711@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
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@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
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
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
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@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
联系人
任广博(021)23154388　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@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
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
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
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@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
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154145　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@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(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
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)23154395　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
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
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
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@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