相关研究

《经济复苏：衰竭还是持续？——兼议我们处在经济周期的哪个阶段》2020.08.09

《地方经济以何复苏？》2020.08.03

《投资收益从哪里来？》2020.08.02

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:应镓娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

直接融资大时代到来了吗？

投资要点：

- **现状：间接融资主导，转型空间充足。**企业融资结构通常指直接融资和间接融资的占比情况，对结构的观察又可以分为增量法和存量法。增量角度，现阶段我国新增社融中直接融资比例约为 14%。存量法下，我国直接融资占比长期稳定在 30%-40%区间，间接融资仍是我国企业主要的融资方式。国际比较看，美国企业直接融资占比为我国的两倍之多，银行主导型国家如德国和日本的直接融资占比也明显高于我国，企业融资结构仍有充足的转型空间。

- **需求：产业结构升级，融资模式转变。从资金需求方看，**随着产业转型升级，高科技企业通常为轻资本企业，难以对资产有效定价并抵押获得银行贷款，而直接融资市场能够相对有效定价，并对接风险偏好高的资金。因而，直接融资的迅速发展往往与产业升级紧密相连。**国际：科技产业崛起，资本市场发达。**80 年代后美国知识密集型制造业和现代服务业加速发展，直接融资连接资金与创新型企业的作用充分发挥，吸引资金持续流入。从结果来看，80 年代以后市场中通讯和信息技术类企业股票市值占比迅速扩张，美国整体直接融资占比重新明显回升。不光是美国，韩国资本市场的发展也与 80 年代其半导体产业的崛起相辅相成。**中国：间融匹配地产，直融支撑创新。**我国企业长期以间接融资为主导，主要包括贷款和非标融资。从行业投向看，地产、基建融资在贷款和非标资金中占据了较大比重。在融资支持下，过去十几年我国地产、基建行业得以快速发展。相较之下，股权投资资金则明显更青睐科技创新型企业。未来我国地产行业难以重现过去的“辉煌”，而近年来新兴产业的发展也展现出接棒的潜力。**因而随着产业向科技创新型持续升级，我国的融资结构必将随之向直接融资转变。**

- **供给：居民财富增长，投资需求提升。从资金提供方看，**随着经济发展和人均可支配收入提升，居民对财富管理和直接参与资本市场的需求也倾向于增加，有助于推动金融体系向直接融资转型。**国际：地产比重下降，风险资产趋升。**80 年代以来，美国居民增量资产中金融资产配置比重持续提升。同时由于利率的下行，金融资产中无风险资产的占比持续下滑，股票基金的配置占比则明显提升。而从 00 年开始，利率长期维持低位，股票基金等风险资产的配置开始与股价呈现出更明显的联动关系。整体来看，居民财富向资本市场转移提供增量资金，与产业升级、直接融资发展形成正向循环，助推美国股市不断创新高。**中国：地产时代渐远，向金融资产转移。**近年来，随着我国居民收入增长，持有的可投资资产规模也在持续扩大，19 年可投资资产规模约为上市公司总市值的 3.4 倍。但与发达国家相比，我国居民资产配置对地产的依赖度过高，股票、基金等投资明显不足。而在“房住不炒”的政策定位、利率易降难升的长期环境下，未来我国居民资产配置有望持续从地产向金融资产，甚至风险资产转移。**直接融资的发展也符合我国居民资产配置需求的转变。**

- **资本市场改革提速，直接融资大有可为。**近两年，中国资本市场按下制度改革“加速键”，一系列重要措施加快落地。19 年 7 月科创板正式开市，20 年 3 月注册制全面推行，6 月创业板注册制正式启动。**无论从是资金的需求端还是供给端看，我们都已来到直接融资大发展的拐点，政策的加快推出更是犹如加入“催化剂”，未来我国融资结构转型的长期趋势明确、直接融资大有可为！**

目 录

1. 现状：间接融资主导，转型空间充足 5
2. 需求：产业结构升级，融资模式转变 6
2.1 国际：科技产业崛起，资本市场发达 6
2.2 中国：间融匹配地产，直融支撑创新 9
3. 供给：居民财富增长，投资需求提升 11
3.1 国际：地产比重下降，风险资产趋升 11
3.2 中国：地产时代渐远，向金融资产转移 13
4. 资本市场改革提速，直接融资大有可为 15

图目录

图 1 我国新增社融规模中直接融资占比 5
图 2 我国存量直接融资占比 5
图 3 美英日德中五国直接融资占比 6
图 4 间接、直接融资与相匹配的产业 7
图 5 美国细分制造业占整体制造业增加值比重（%） 7
图 6 美国现代服务业增加值占比（%） 7
图 7 过去两百年美国股市各行业公司市值占比 8
图 8 美国非金融企业部门直接融资和间接融资占比变化 8
图 9 韩国汽车和半导体出口金额占比（%） 9
图 10 韩国证券化率（%） 9
图 11 2018 年金融机构贷款余额分行业占比 9
图 12 2019 年信托资金投向分行业占比 9
图 13 非标融资占比与地产投资同比增速（%） 10
图 14 中美欧非金融部门信贷占 GDP 比重（%） 10
图 15 2019 年沪深市场股票融资额占比 Top10（%） 10
图 16 2019 年早期股权投资额 Top9 行业及地产占比（%） 10
图 17 工业、制造业、新兴产业增加值增速（%） 11
图 18 三产占比及信息技术服务占三产比重（%） 11
图 19 美国居民增量资产中金融资产和地产占比（%） 11
图 20 美国居民金融资产中现金存款占比与利率（%） 12
图 21 美国居民金融资产中股债占比与标普 500 12
图 22 美国共同基金和养老金占金融资产比重 12
图 23 美国纳斯达克综合指数和标普 500 指数 13
图 24 各国人均 GDP 与居民部门金融资产中风险资产占比 13
图 25 我国城镇居民人均可支配收入及增速 14
图 26 中国个人持有的可投资资产总体规模（万亿元） 14
图 27 中国与发达国家金融资产及非金融资产占比 14
图 28 不同资产组居民家庭的各类金融产品持有率（%） 15
图 29 中国劳动年龄人口同比增速（%） 15
图 30 余额宝 7 日年化收益率（%） 15

表目录

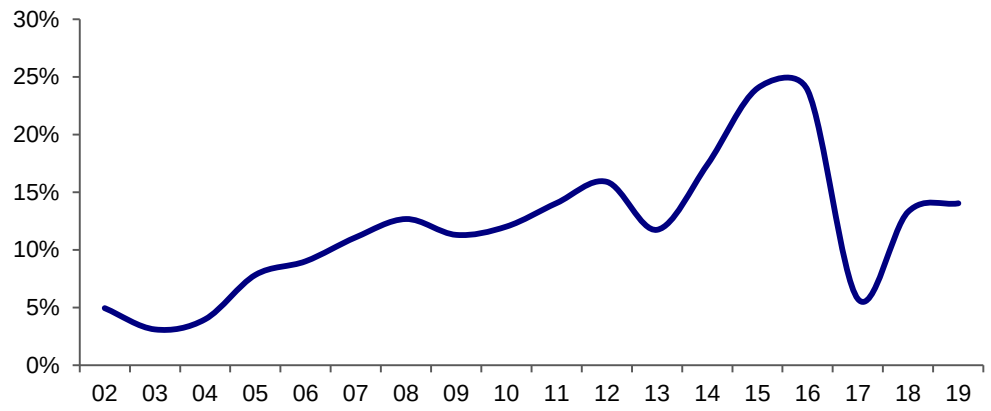
表 1　资本市场改革主要政策.....16

近期，关于“两个循环”的概念备受关注，“以国内大循环为主体”意味着要打通国内生产、分配、流通、消费各个环节，对自主创新、产业升级提出了新的要求。而产业升级需要相匹配的投融资体系，本篇报告就来关注我国当前的企业融资结构，以及未来的发展趋势。

1. 现状：间接融资主导，转型空间充足

增量角度，现阶段我国直接融资比例约为 14%。企业融资结构通常指直接融资和间接融资的占比情况，对融资结构的观察又可以分为增量法和存量法。我们选用新增社会融资规模数据进行增量法的测算，02 年以来我国企业直接融资占比总体呈现先上升后回落的趋势。02 年-16 年间，我国直接融资占比从 5%持续提升至 24%，而在 17 年去杠杆、控风险的背景下，直接融资比例大幅跳水，到 18、19 年又重回 14%左右。

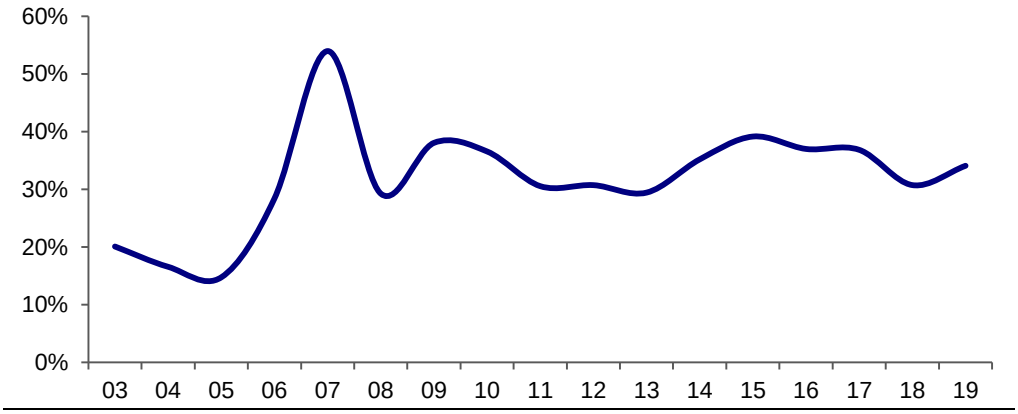
图1 我国新增社融规模中直接融资占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

存量法下，我国直接融资占比长期稳定在 30%-40%区间。为便于国际比较，我们选用世界银行和 BIS 公布的数据，进行存量法下非金融部门直接融资的测算[1]。03 年，我国的存量直接融资占比为 20%，而后受 07 年股市大涨的推动，占比迅速上行至 54%的高位。而 08 年以来，我国股票和债券融资总占比则呈现长期平稳态势，基本处于 30%-40%区间，也就是说在银行主导的金融体系下，间接融资仍是我国企业主要的融资方式。

图2 我国存量直接融资占比

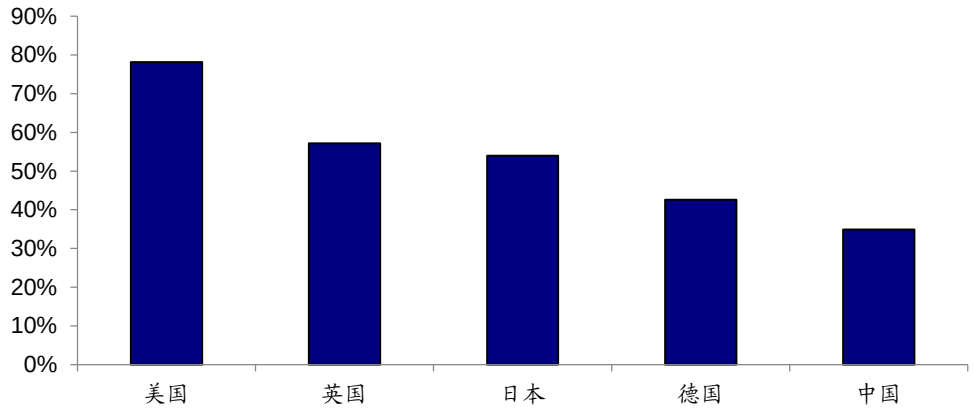


资料来源：BIS，世界银行，海通证券研究所

[1] 直接融资占比测算方法：直接融资占比=（上市公司股票市值+非金融企业债券存量）/（上市公司股票市值+非金融企业债券存量+银行对私人非金融部门信贷存量）

与主要的发达国家相比，我国企业融资结构仍有充足的转型空间。作为典型的市场主导型国家，美国非金融企业的直接融资占比长期处于较高水平。按照存量法计算，16-18 年美国直接融资占比均值高达 78%，为我国同期（35%）的两倍之多。英国的资本市场体系同样发展较为完善，直接融资占比接近 60%。而传统意义上银行主导型的发达国家，德国和日本也在近年来加速了融资结构的转型，两国的直接融资占比分别达到 43%和 54%，明显高于我国同期水平。

图3 美英日德中五国直接融资占比



资料来源：BIS，世界银行，海通证券研究所，均为 16-18 年的直接融资占比均值

那么，是什么影响了各国的直接融资占比变化？我国未来是否会持续向直接融资转型？为明晰融资结构变化趋势，我们可以从资金需求方和资金供给方两个角度入手进行分析。

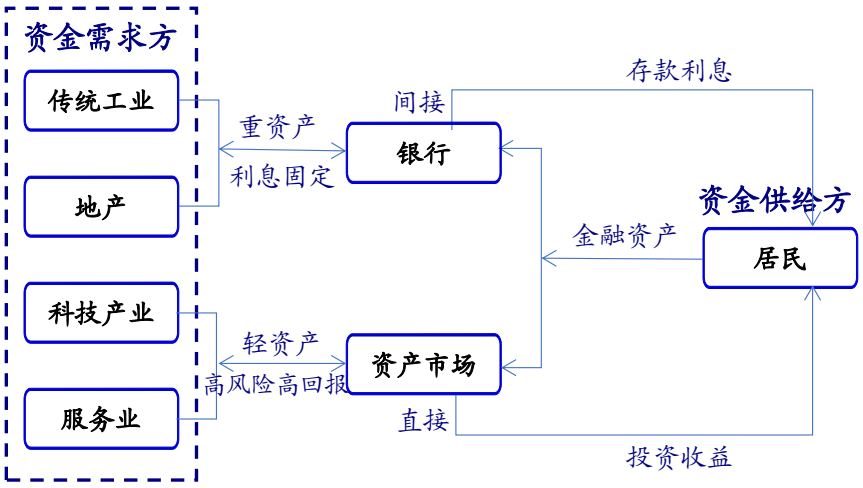
2. 需求：产业结构升级，融资模式转变

2.1 国际：科技产业崛起，资本市场发达

从资金需求方，也就是融资企业角度看，产业结构的变化通常会对一国的融资结构产生影响。具体来说，传统工业和地产等重资产领域企业更易于通过抵押的方式获得银行信贷，同时传统行业由于技术成熟，通常具有相对稳定的收益，可以偿还银行贷款利息。而对于高科技产业或现代服务业，通常情况下其核心资本为人力资本和知识产权，难以有效定价并作为抵押。且企业高昂的研发投入也难以在短时间内转化为盈利，易增加银行体系风险。而直接融资市场则能够进行相对有效定价，帮助创新企业有效对接风险偏好更高的资金。

因而，随着产业结构向科技创新行业升级，直接融资中投融资双方利益共享、风险共担、定价市场化等的优势得以发挥，直接融资的占比也随之提升。而随着直接融资市场的发展，科技创新型企业也更容易获得资金支持，用以加大研发投入，提升创新能力，反过来推动产业的加速升级。

图4 间接、直接融资与相匹配的产业

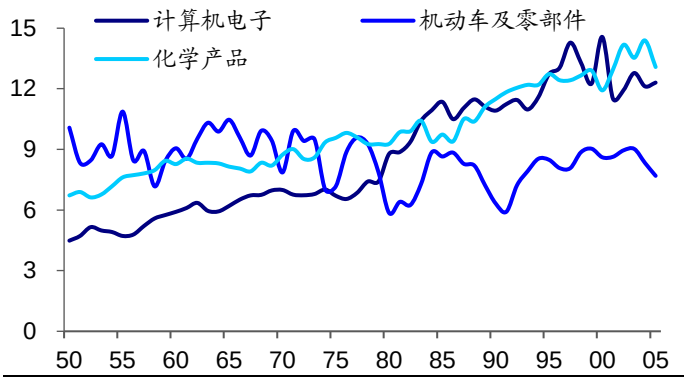


资料来源：海通证券研究所整理

从国际经验看，直接融资的迅速发展也往往与产业升级紧密相连。

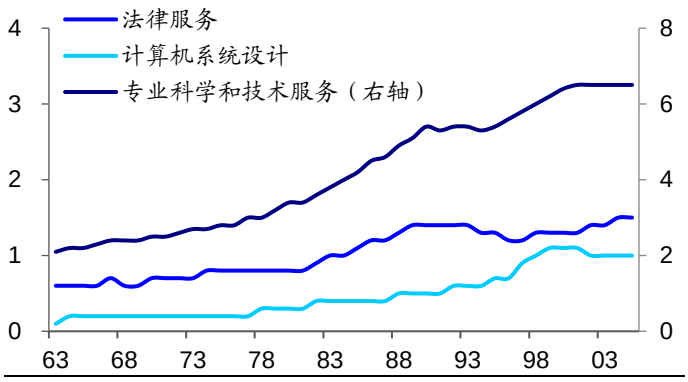
80 年代以后，美国知识密集型制造业和现代服务业发展提速。以美国为例，尽管制造业增加值占 GDP 比重持续下行，80 年代开始美国制造业的内部结构升级提速，计算机电子占整体制造业增加值比重从 80 年的 8.8%提升至 00 年的 14.6%，另一知识产权密集型行业化学产品制造的占比也同步上行。同期，现代服务业也迅速发展，作为典型，专业科学和技术服务业的增加值占比在 80 年到 00 年间几近翻倍。

图5 美国细分制造业占整体制造业增加值比重（%）



资料来源：BEA，海通证券研究所

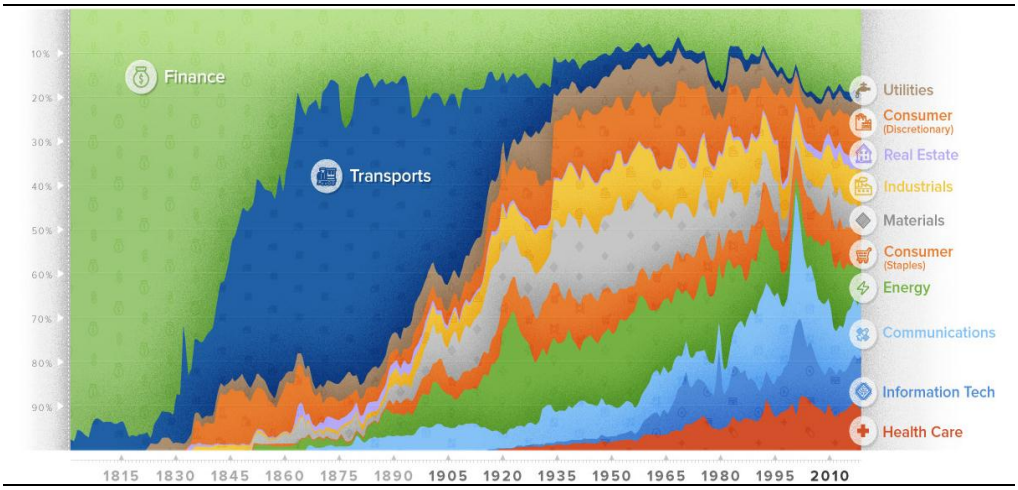
图6 美国现代服务业增加值占比（%）



资料来源：BEA，海通证券研究所

直接融资发挥作用，资本市场伴随高科技产业的崛起而迅速发展。科技创新产业的快速发展，使得资本市场高效对接资金、风险收益共担的优势得以发挥，从而吸引资金持续流入。作为印证，80 年代以后，美股市场中通讯和信息技术类企业的股票市值占比迅速扩张，专注于中小科技企业的纳斯达克指数从 162 点暴涨至 00 年 2 月的 4696 点。而股市的繁荣，也有效反哺了美国企业的科技创新，推动产业结构升级。

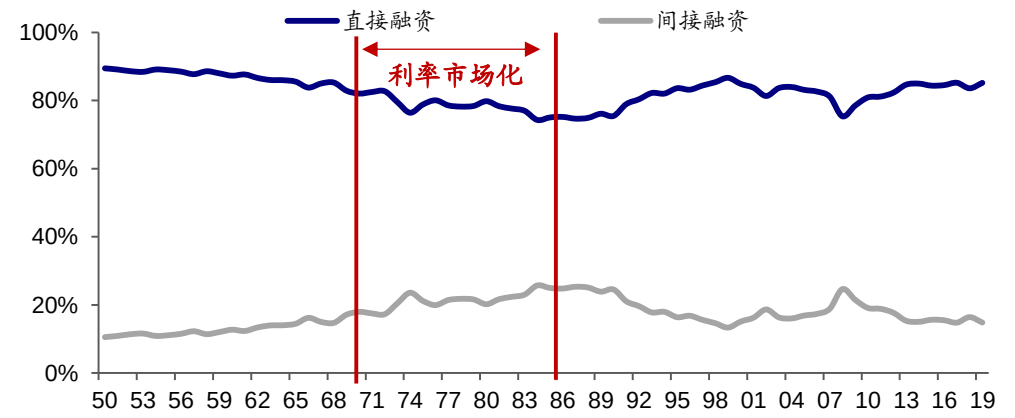
图7 过去两百年美国股市各行业公司市值占比



资料来源：Visual Capitalist，海通证券研究所

从结果来看，80 年代中期以后美国直接融资占比重新提升。若将股权融资扩大到其他类权益，美国直接融资占比在上世纪 50 年代就已超过 80%。此后由于利率市场化带动资金回流银行，以及 70 年代遭遇“大滞胀”，美国的股权融资从 70 年的 82%持续回落至 86 年的 75%。而 80 年代中期以后，高科技企业崛起带动资本市场迅速发展，直接融资占比又重新回升至 99 年的 87%，此后持续保持在 80%左右。

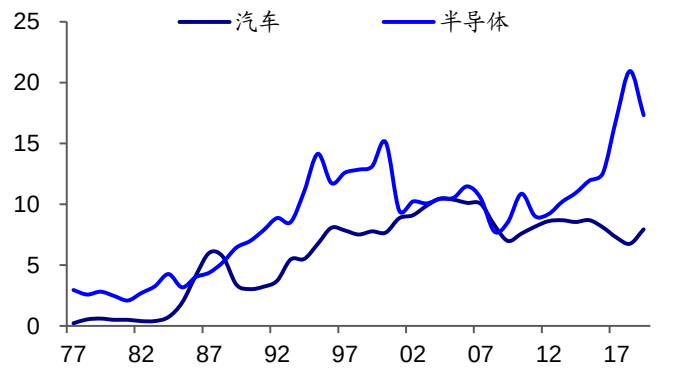
图8 美国非金融企业部门直接融资和间接融资占比变化



资料来源：OECD，海通证券研究所，直接融资包括除上市公司股票外的其他类权益

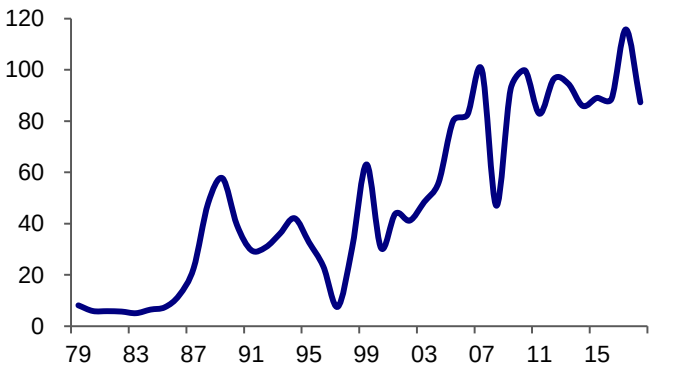
同样，韩国直接融资市场的发展也与高科技产业的崛起相辅相成。与美国相比，韩国直接融资市场的起步时间相对较晚，80 年代初其证券化率仍在 6%左右。而从 80 年代中期开始，韩国的资本市场开启迅速发展阶段，证券化率从 85 年的 7.3%一路提升至 99 年的 61.5%。究其原因，离不开韩国半导体产业的崛起。从出口结构看，80 年代中期后，韩国半导体出口额占整体出口的比重加速上行，85-99 年间占比的年均增幅约 0.7 个百分点，到 99 年占比增长至 13%。

图9 韩国汽车和半导体出口金额占比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 韩国证券化率（%）

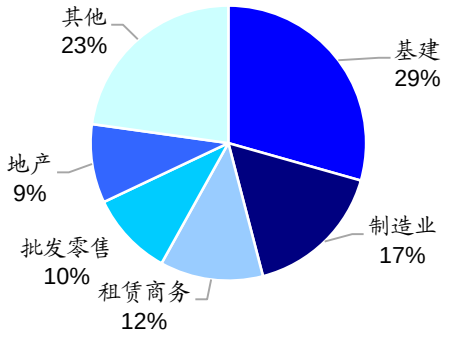


资料来源：世界银行，海通证券研究所

2.2 中国：间融匹配地产，直融支撑创新

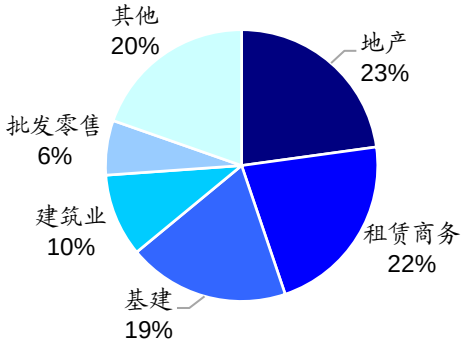
过去我国的融资结构高度匹配以投资为主要驱动的经济发展模式。我国企业长期以间接融资为主导，主要包括贷款与非标融资。**从行业投向上看，地产、基建、制造业等传统行业融资在贷款与非标资金中占据了较大比重。**18 年金融机构贷款中约有 39%投向基建和地产行业，19 年两个行业融资占信托资金的比重达 42%。

图11 2018 年金融机构贷款余额分行业占比[2]



资料来源：Wind，海通证券研究所，除金融企业外

图12 2019 年信托资金投向分行业占比

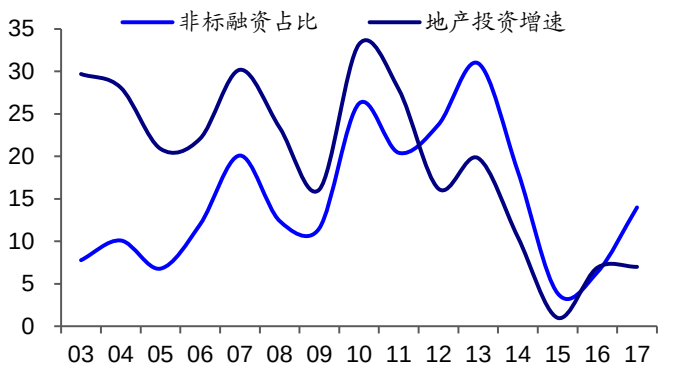


资料来源：中国信托业协会，海通证券研究所，除金融企业外

在间接融资的支持下，过去十几年我国的地产、基建传统行业得以快速发展，支撑经济高速增长。比如作为地产企业有力的资金补充方式，非标融资占社融比重与地产投资增速呈现明显正相关。但由于地产和基建产业链以银行间接融资为主，行业的迅速发展也造成了 08 年以来我国非金融企业杠杆率的明显提升。截至 19 年我国企业杠杆率已超过 200%，显著高于美国和欧元区，金融风险加剧的问题亟待解决。

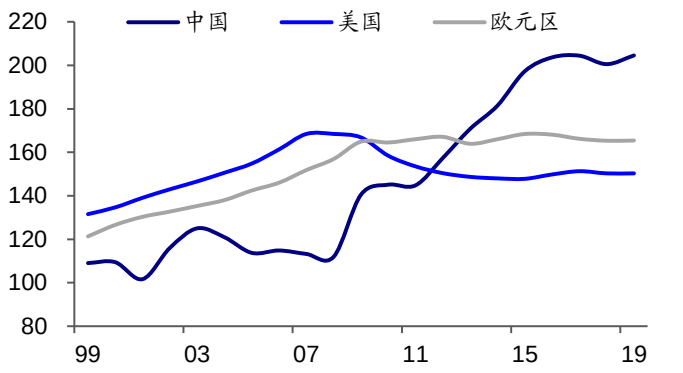
[2] 此处基建包括电力、燃气及水的生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业。

图13 非标融资占比与地产投资同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

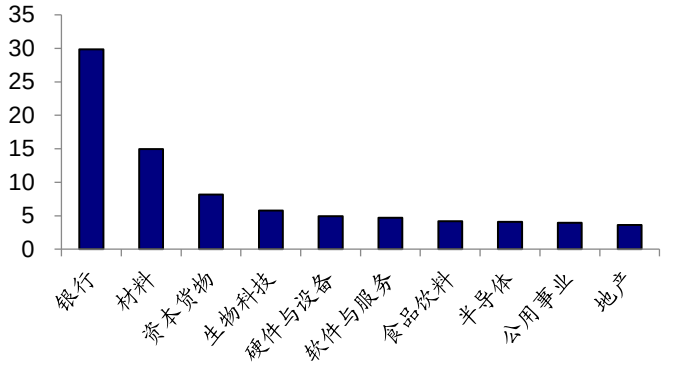
图14 中美欧非金融部门信贷占 GDP 比重（%）



资料来源：BIS，海通证券研究所

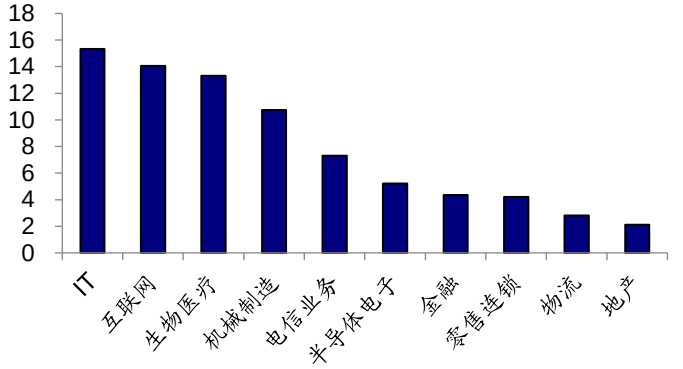
区别于贷款和非标，股权投资资金则明显更青睐科技创新型企业。作为对比，19 年我国各行业上市公司股票发行额中，材料、生物科技、软硬件等高科技产业均排名前列，而公用事业、地产发行额占市场总额的比重均不到 5%。**早期股权投资更是偏向于科技创新行业。**19 年 IT 和互联网行业的早期股权投资额在全部行业中排名前两位，占比分别达 15%和 14%，生物医疗、机械制造、电信等行业紧随其后，而地产投资仅占到全年股权投资总额的 2%。

图15 2019 年沪深市场股票融资额占比 Top10（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

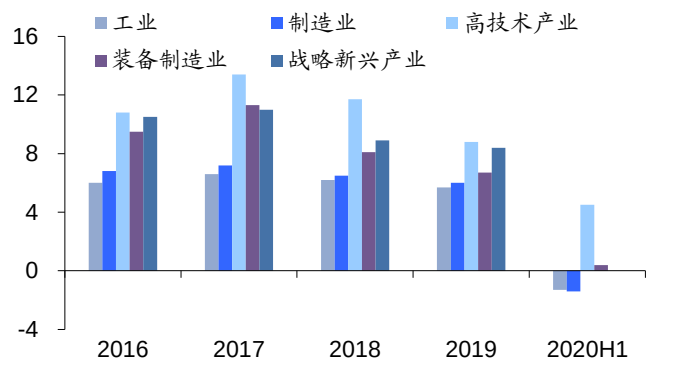
图16 2019 年早期股权投资额 Top9 行业及地产占比（%）



资料来源：清科研究中心，海通证券研究所

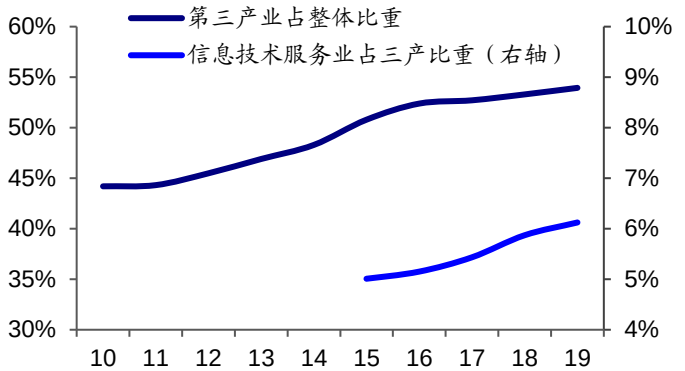
因而，当产业向科技创新型持续升级，我国的融资结构必将随之改变。近年来，地产投资增速出现明显回落，在人口红利结束以及“房住不炒”的政策基调下，未来我国的地产行业难以重现过去的“辉煌”。因而我国正在加速从投资驱动模式向创新驱动模式的转变。事实上，近年来新兴产业的发展也展现出了接棒旧产业的潜力。高技术产业、装备制造业、战略新兴产业的增加值增速均明显高于整体制造业，今年疫情期间，高技术产业更是出现逆势增长。现代服务业，如信息技术服务业也呈现占比提升的趋势。**新兴产业的发展需由直接融资来支撑，因而我国新兴产业的崛起将明显带动直接融资占比的提升，也有助于化解当前高企的企业杠杆率。**

图17 工业、制造业、新兴产业增加值增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 三产占比及信息技术服务占三产比重（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

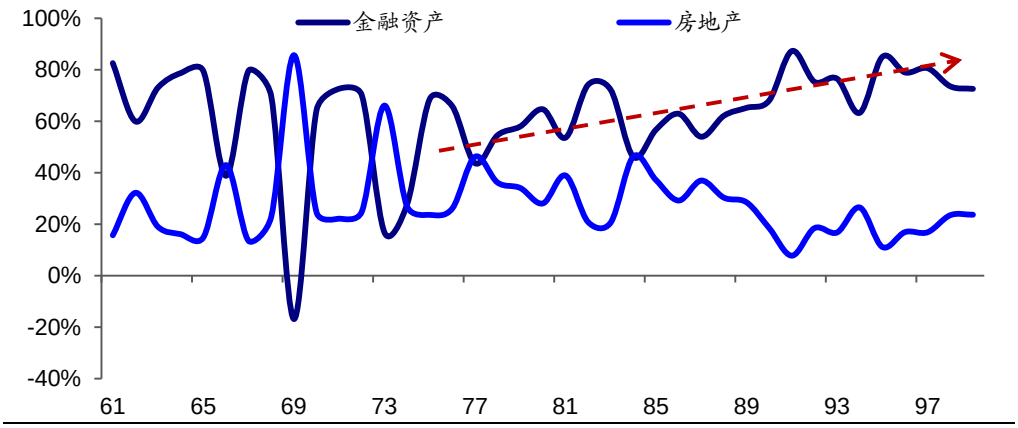
3. 供给：居民财富增长，投资需求提升

3.1 国际：地产比重下降，风险资产趋升

从资金提供方看，随着经济发展和人均可支配收入提升，居民对财富管理和直接参与资本市场的需求也倾向于增加，有助于推动金融体系向直接融资转型。

80 年代以来，美国居民金融资产配置比重持续提升。仍以美国为例，1978 年美国人均 GDP 突破 1 万美元，此后居民的资产配置持续从实物资产向金融资产转移。从资产增量角度看，居民对金融资产的配置比重由 79 年的 57.9%持续提升至 99 年的 72.5%。而同期，最主要的实物资产，房地产的占比则由 34%降至 23.6%。

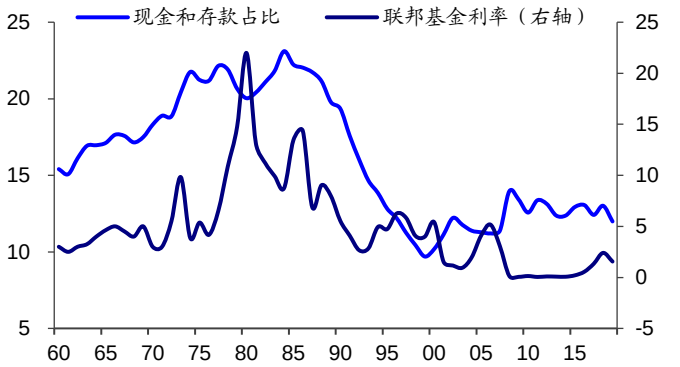
图19 美国居民增量资产中金融资产和地产占比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

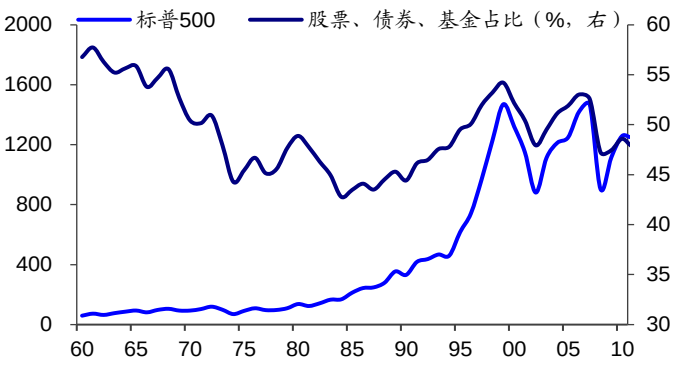
利率下行压低无风险资产占比，股票基金配置与股价联动性强。从居民金融资产配置结构看，美国居民金融资产中现金和存款的占比自 80 年代中期开始明显下滑，而后维持在 10%左右的低位。这主要源于 80 年代后无风险利率的迅速下行。为了追求收益，居民开始增配高回报资产，推升了股票基金的配置占比。而从 00 年开始，美国无风险利率长期稳定在低位，股票基金等风险资产的占比开始与股价呈现出更明显的联动关系。

图20 美国居民金融资产中现金存款占比与利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

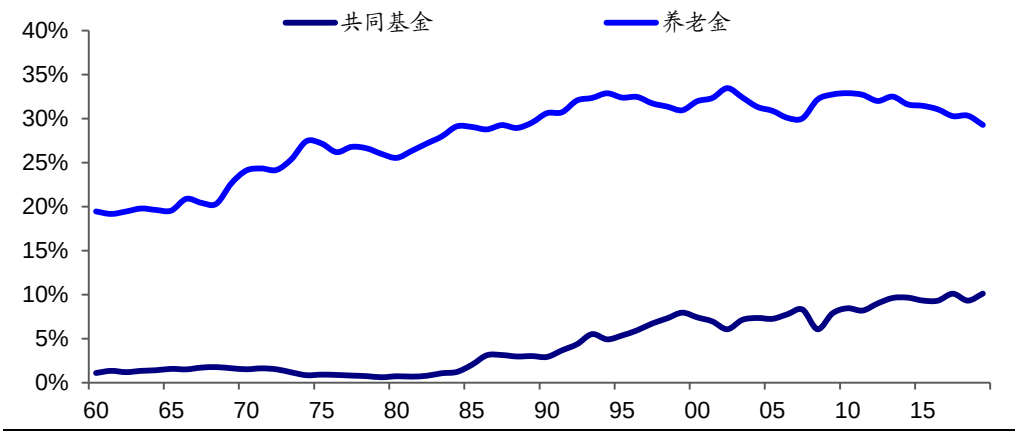
图21 美国居民金融资产中股债占比与标普 500



资料来源：Wind，海通证券研究所

值得注意的是，80 年代以来机构性资产，包括共同基金和养老基金的占比呈现持续扩张趋势。一方面，随着 80 年代美国金融市场管制的放松，共同基金发展明显提速，成为居民参与资本市场的重要方式。另一方面，随着当地人口老龄化的加剧，以 401k 计划为代表的养老基金规模持续增长，直接成为美国 8、90 年代大牛市的有力推手。

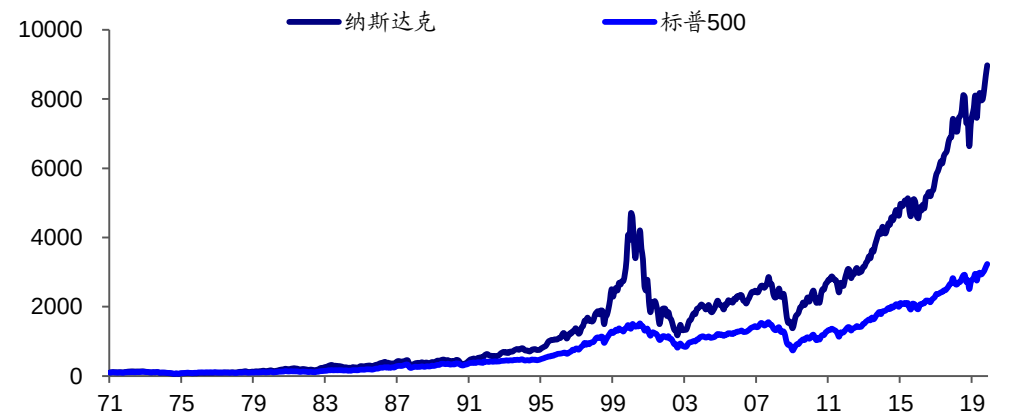
图22 美国共同基金和养老金占金融资产比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

居民财富向资本市场转移提供增量资金，与产业升级、资本市场繁荣形成正向循环。总结来看，80 年代后，高技术产业迅速发展。通过有效对接创新企业与居民财富，资本市场迎来了一轮长期大牛市。而股市的繁荣，不仅反哺了科技企业的壮大，也使得居民财富持续增值，可以说形成了一个正向循环。也正是因此，即使 00 年互联网泡沫破灭、市场大幅回调，美国股市仍能在近 20 年维持上升趋势。

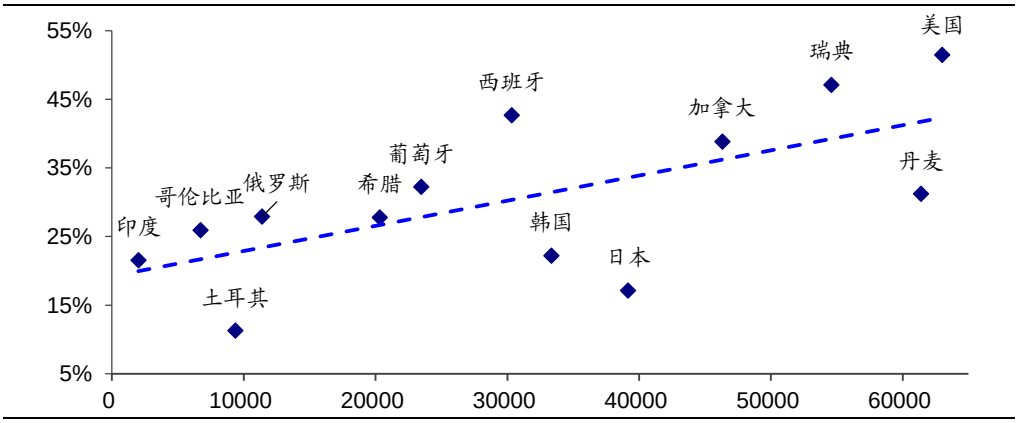
图23 美国纳斯达克综合指数和标普 500 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

不光美国如此，人均 GDP 较高的国家，其居民对风险资产的配置比例也通常较高。从横向比较的视角看，主要国家的人均 GDP 与居民金融资产中股票和债券资产占比存在较明显的正相关性。也就是说，随着经济发展水平的提高，居民财富同步增长、风险承受能力提升，通常资本市场也更为成熟，因而风险资产的配置比例也倾向于提升。

图24 各国人均 GDP 与居民部门金融资产中风险资产占比

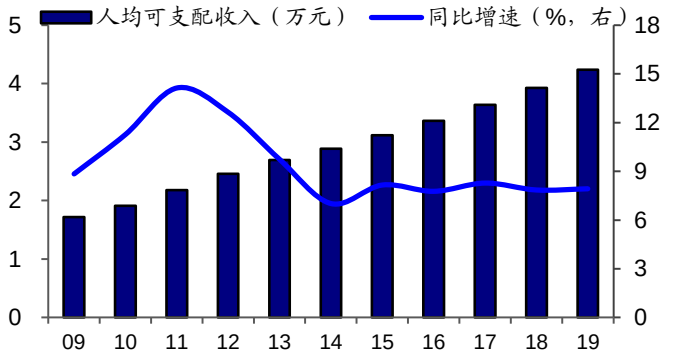


资料来源：OECD，Wind，海通证券研究所，为 2018 年数据，横轴为人均 GDP（美元），纵轴为风险资产占比

3.2 中国：地产时代渐远，向金融资产转移

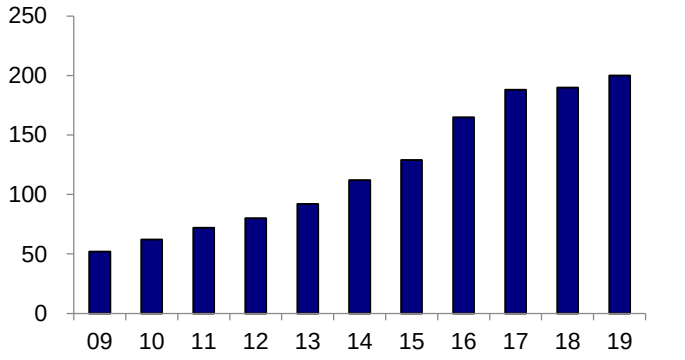
近年来，我国居民持有的可投资资产规模也在持续扩大。19 年我国人均 GDP 首次站上 1 万美元，居民人均可支配收入增速维持在 8%的水平，推动个人持有可投资资产规模持续扩张。根据招商银行《中国私人财富报告》预测，截至 19 年我国个人可投资资产规模约为 200 万亿，约为我国上市公司总市值的 3.4 倍。

图25 我国城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

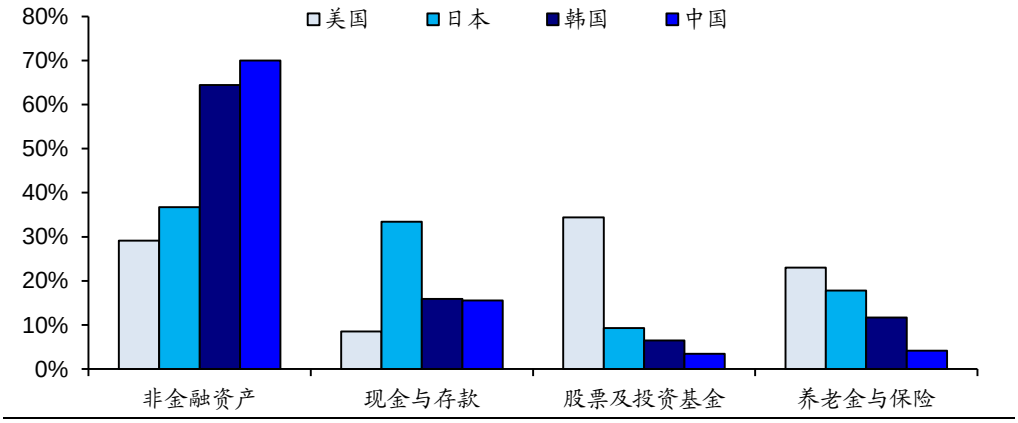
图26 中国个人持有的可投资资产总体规模（万亿元）



资料来源：《2019 中国私人财富报告》，海通证券研究所，包括个人金融资产和投资性房地产，19 年为预测值

但我国居民资产配置对地产的依赖度过高，股票、基金等投资明显不足。长期以来，房地产在我国居民的资本配置中占据了重要地位。截至 18 年，地产占我国居民资产总额的比重高达 70%，明显高于美国与日本，与资产结构较为相似的韩国相比也偏高。而金融资产中，我国居民对股票、基金、养老金等的资产配置明显不足。我国居民资产中股票及投资基金、养老金和保险的比重仅占到 8%，而美国、日本这几类资产分别占到 57%和 27%。

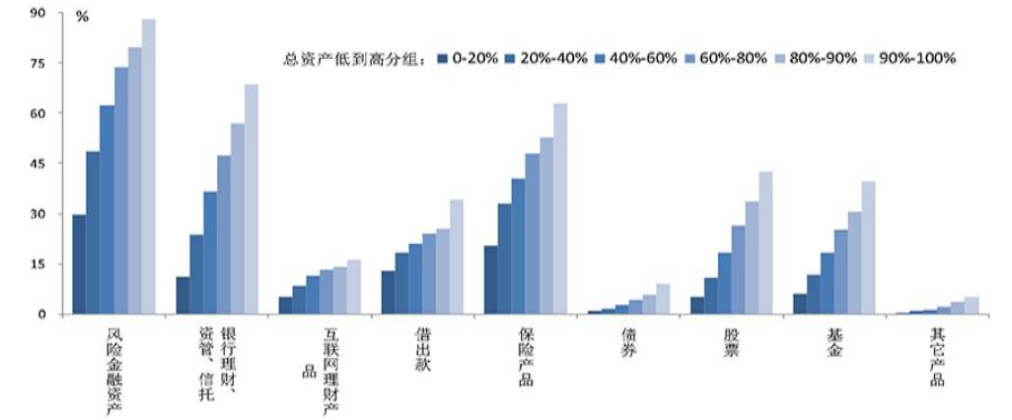
图27 中国与发达国家金融资产及非金融资产占比



资料来源：韩国统计局，Wind，海通证券研究所测算，中国、日本为 18 年数据，韩国、美国为 19 年数据

未来居民资产配置有望从地产向金融资产，甚至风险资产转移。首先，“房住不炒”的定位意味着地产作为投资标的的竞争力下滑，居民资产配置中金融资产的比例有望出现提升。**其次，**《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，随着资产的增加，家庭持有风险金融产品的比率稳步提高，也就是说随着资产水平的提升，居民对股票、债券等风险资产的配置需求也将增加。

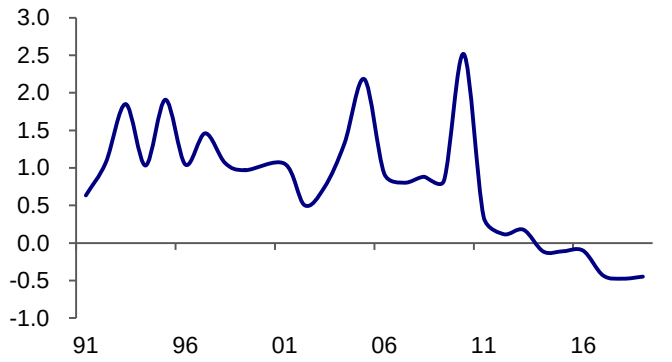
图28 不同资产组居民家庭的各类金融产品持有率（%）



资料来源：新浪，海通证券研究所

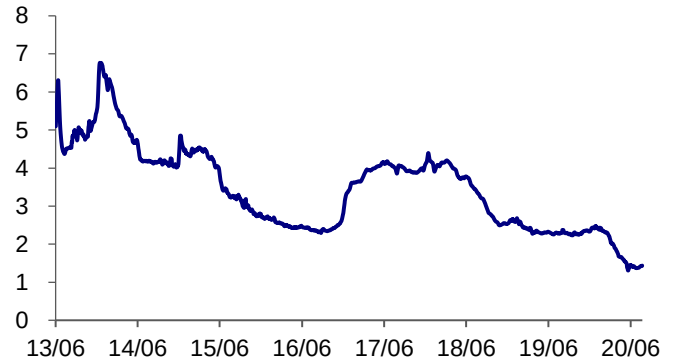
再者，过去我国居民对现金和存款的配置比例较高，一个重要原因是我国无风险利率仍相对较高。但随着劳动年龄人口增速的下滑转负和技术进步的放缓，我国的长期利率易降难升。例如，余额宝的年化收益率趋势性下行，近期由于货币宽松更是到了 2%以下，无风险资产的吸引力料将持续下滑。**因而，从供给端看，直接融资的发展也符合我国居民资产配置需求的转变，是未来的主要方向。**

图29 中国劳动年龄人口同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 余额宝 7 日年化收益率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 资本市场改革提速，直接融资大有可为

近两年，中国资本市场按下制度改革“加速键”。18 年中央经济工作会议提出“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，可以说是按下了资本市场改革的“加速键”。今年 3 月新修订的《证券法》开始实施，划定了发行、投资者保护、信息披露、市场体系等基础制度改革的方向；4 月发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中强调“推进资本要素市场化配置”，从股市基础制度、债券市场、金融服务供给、对外开放四个角度提出改革意见。而在顶层设计的框架下，19 年 7 月科创板正式开市，20 年 3 月注册制全面推行，6 月创业板注册制正式启动，此外，还有再融资的放开、新三板改革的深化、两融新规的放松等系列重点任务均逐一落地。

表 1 资本市场改革主要政策

日期	改革措施	相关政策
2019/06	科创板设立	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》
2019/06 起	对外开放	《境外机构投资者境内证券投资资金管理规定（征求意见稿）》、和英国金融行为监管局联合发布《关于开展互联互通存托凭证业务（沪伦通）的公告》等
2019/08	融资融券放松	《融资融券交易实施细则》
2019/10 起	深化新三板改革	《关于修订<非上市公众公司监督管理办法>的决定》、《非上市公众公司信息披露管理办法》及《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》
2020/02	再融资松绑	《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》、《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》及《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》
2020/06	创业板注册制	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》及《证券发行上市保荐业务管理办法》

资料来源：证监会，银保监会，海通证券研究所整理

综上，无论从是资金需求端还是资金供给端看，我们都已来到了直接融资大发展的拐点，政策的加快推出更是犹如加入“催化剂”，未来我国融资结构转型的长期趋势明确、直接融资大有可为！

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

余文心　　所长助理
(0755)82780398　ywx9461@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
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
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
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com
张紫睿 021-23154484　zzr13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124　slp13219@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@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　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
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
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@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
房乔华 0755-82900477　fqh12888@htsec.com
郑　蕾 23963569　zl12742@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@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
联系人
马浩然(021)23154138　mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583　mhy13205@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
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(010)58067828　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
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 (010)58067852　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(010)56760090　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
陈　宇(021)23219442　cy13115@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
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
吉　晟(021)23154653　js12801@htsec.com
赵玥炜(021)23219814　zyw13208@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　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
颜慧菁　yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489　zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129　lyf13079@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

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
联系人
柳文韬(021)23219389　lwt13065@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
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com
滕雪竹　txz13189@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
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
张丽莹(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com
程云鹤　cyh13230@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