

相关研究

《北交所错位发展：聚焦专精特新》

2021.09.08

《借鉴智能手机看新能源车产业演变》

2021.09.06

《冷门行业里淘宝》2021.09.01

橄榄型社会是共同体富裕核心——共同富裕系列 1

投资要点：

- **核心结论：**①共同富裕概念早就提出，随着经济发展逐渐完善，当前已成重点政策目标之一。②共同富裕的关键是构建橄榄型分配结构，中等收入群体消费实力强、意愿高，有利于社会稳定和高质量发展。③完善三次分配体系是重要路径，初次分配提高劳动收入、再分配增强税收调节作用、三次分配倡导慈善和捐赠。
- **共同富裕政策脉络。**共同富裕是社会主义的本质要求，是建设有中国特色社会主义理论的重要内容。从历史上的政策演进脉络看，共同富裕政策演进大致可以分为三个阶段。第一，建国初期，国家开始探索建立劳动者工资制和工分制，提出共同富裕的思想。第二，改革开放后，国家以妥善处理好效率与公平、先富与后富的关系为目标，探索深化收入分配制度改革，“共同富裕”发展完善。第三，全面建成小康社会后，共同富裕渐成宏观政策立足点。817会议首次针对共同富裕进行了关于初次分配、再分配、三次分配的详细布局，各领域政策有望加速落地。
- **共同富裕关键：构建橄榄型分配结构。**当前，中国高、低收入群体间可支配收入差距较大。且疫情作用下，工资性和经营性收入低于财产性收入涨幅，收入进一步分化。与国际主要发达国家比较，我国收入分配结构距“橄榄型”仍有距离。但橄榄型分配结构是实现共同富裕的关键。第一，中等收入群体是消费的主力军，橄榄型分配结构是中等群体的扩大，有利于扩大内需、提振消费。第二，消费是当前拉动我国经济增长的主要力量，橄榄型分配结构带动的消费提振有望同“双循环”政策相结合，实现消费升级、科技创新，助推我国经济实现高质量发展。第三，橄榄型分配结构使得群体之间差距小、分化程度低，能够促进阶层流动，缓解贫富矛盾，维护社会稳定。
- **共同富裕路径：完善三次分配体系。**第一，初次分配要着重提升劳动要素收入。初次分配是在市场机制下按照生产要素分配，当前我国由于户籍制约劳动力流动的影响，初次分配效率偏低。我们认为，未来可以通过健全工资形成的市场机制，保障劳动力自由流动、促进乡村振兴，强化反垄断监管、促进中小企业和创业企业发展等优化初次分配格局。第二，再分配环节发挥好收入调节作用。再分配是政府部门为了调节在初次分配中形成的收入差距所采取的手段。当前，我国财产税比重偏低，社保和转移支付规模虽大，但在总量和结构上的不平衡不充分问题依旧存在。我们认为，未来可以通过加快开征财产税、遗产税等税种，完善社会保障法律体系建设，稳步提高社保支出、加强基本养老保险基金投资运营等推动再分配。第三，三次分配是分配体系的重要补充。三次分配指的是企业、个人等以慈善、公益方式对所属资源和财富进行分配，是自愿的，不是“杀富济贫”。当前我国三次分配处于基础阶段，捐赠占比低。但社会捐赠总量回升、《慈善法》的修订等也体现出我国慈善环境正在逐步改善。我们认为，未来可以从完善建立慈善组织的基础性制度和运作机制、宣传和营造积极健康的社会财富观两个方向促进三次分配。
- **风险提示：**共同富裕政策推进进度不及预期。

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wzk12750@htsec.com

证书:S0850521070001

联系人:杨锦

Tel:(021)23154504

Email:yj13712@htsec.com

目 录

1. 共同富裕政策脉络	5
2. 共同富裕关键：构建橄榄型分配结构	6
3. 共同富裕路径：完善三次分配体系	8

图目录

图 1	中国基尼系数处于中等偏上	7
图 2	我国不同收入组居民的人均可支配收入	7
图 3	中国收入前 20% 的人群收入占比较高	7
图 4	我国城乡居民间存在收入分化	7
图 5	我国消费对 GDP 的贡献率高	8
图 6	中等收入群体是消费的主力	8
图 7	各国初次分配中劳动报酬的比重	9
图 8	各国宏观税负	9
图 9	中国财产税税收占比较低	9
图 10	中国社会保障总支出占 GDP 比重较低	9
图 11	中国多项社保支出占 GDP 比重低于法德等发达国家	10
图 12	我国转移支付规模逐年提升	10
图 13	中国社会捐赠总量情况	10
图 14	中国慈善捐赠主体来源占比情况	10
图 15	我国慈善信托总体规模小	11
图 16	我国十万元级别以下慈善信托数量多，亿元级数量少	11

表目录

表 1 历史上围绕共同富裕的重要事件或文件及其具体表述	6
-----------------------------------	---

随着脱贫攻坚取得胜利，全面建成小康社会目标已经完成，8月17日中央财经委员会第十次会议要求扎实促进共同富裕，经济分配领域中效率和公平的关系再次引起广泛关注。本篇报告是我们共同富裕系列研究报告的第一篇，从梳理相关政策脉络出发，探讨共同富裕的核心所在和实施路径。

1. 共同富裕政策脉络

共同富裕是社会主义的本质要求，是建设有中国特色社会主义理论的重要内容。8月17日中央财经委员会第十次会议强调，要在高质量发展中促进共同富裕，正确处理效率和公平的关系，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排。有关共同富裕的最新表述引起了市场的高度关注。回顾历史，自建国初期起，我国就已开启在共同富裕领域探索和实践。从政策演进脉络上看，共同富裕政策演进大致可以分为三个阶段。

第一阶段：建国初期，共同富裕已经提出。早在1953年《中共中央关于发展农业生产合作社的决议》中指出“使农民能够逐步完全摆脱贫困的状况而取得共同富裕和普遍繁荣的生活”起，国家开始探索建立劳动者工资制和工分制，这些传统按劳分配制度尽管体现了“不劳动者不得食”的思想，但在实践中也逐步暴露出局限。

第二阶段：改革开放后，共同富裕发展完善。十一届三中全会后，以邓小平同志为核心的党中央创造性地提出先富带动后富，逐步实现共同富裕的重要论断，并把共同富裕上升到社会主义本质的高度。自此之后至十九大，国家以妥善处理效率与公平、先富与后富的关系为目标，先后提出“兼顾效率与公平”、“效率优先，兼顾公平”、“初次分配注重效率，再分配注重公平”，并不断探索深化收入分配制度改革，完善劳动、资本、技术、管理等要素的分配机制，“共同富裕”的目标层次不断递进、内涵不断丰富，路径也逐渐丰富多样化。

第三阶段：全面建成小康社会后，共同富裕渐成宏观政策立足点。当前脱贫攻坚目标已经实现，全面建成小康社会的目标也已经完成，共同富裕逐渐成为未来包括经济、社会等各方面宏观政策的重点之一。“十四五”时期是全面建成小康社会后向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年规划，2021年是“十四五”开局之年，当前提出建设浙江共同富裕示范区，依托当地乡村民营企业发达、城乡融合发展基础良好的优势，率先基本形成以中等收入群体为主体的橄榄型社会结构。在此基础上，817会议首次针对共同富裕进行了关于初次分配、再分配、三次分配的详细布局，并提升财税、社保、转移支付等再分配调节力度和准确性，鼓励高收入人群和企业更多回报社会。817会议引发了社会各界广泛讨论，不少专家学者认为在以个税为代表的税种发挥重要调节作用的基础上，房产税立法和试点也有望得到加速推进。国家税收政策适当激励也将助推慈善捐赠等自愿基础上的第三次分配，使其起到改善分配结构的补充作用。总体来讲，各类围绕共同富裕的政策信号频传、各领域政策也有望加速落地。

表 1 历史上围绕共同富裕的重要事件或文件及其具体表述

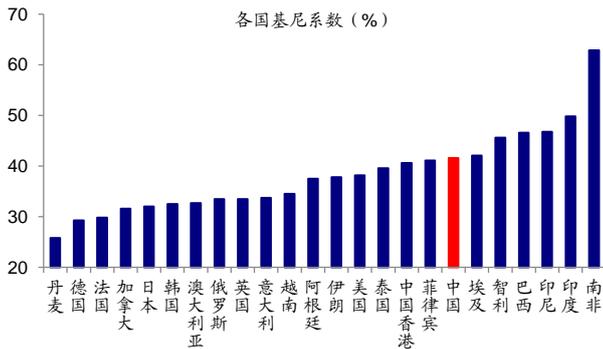
时间	事件或文件	具体内容
1953 年 12 月	《中共中央关于发展农业生产合作社的决议》	使农民能够逐步完全摆脱贫困的状况而取得共同富裕和普遍繁荣的生活
1984 年 10 月	《关于经济体制改革的决议》	允许和鼓励一部分地区、一部分企业和一部分人依靠勤奋劳动先富起来，带动越来越多的人一浪接一浪地走向富裕
1987 年 10 月	十三大	在以公有制为主体的前提下发展多种经济成份，在以按劳分配为主体的前提下实行多种分配方式，在共同富裕的目标下鼓励一部分人通过诚实劳动和合法经营先富起来
1992 年 10 月	十四大	贫穷不是社会主义，同步富裕又是不可能的，必须允许和鼓励一部分地区一部分人先富起来，以带动越来越多的地区和人们逐步达到共同富裕
1997 年 9 月	十五大	坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存的制度，把按劳分配和按生产要素分配结合起来，坚持效率优先、兼顾公平
2007 年 10 月	十七大	初次分配和再分配都要处理好效率和公平的关系，再分配更加注重公平，提高居民收入在国民收入分配中的比例，提高劳动者报酬在初次分配中的比重
2012 年 11 月	十八大	完善劳动、资本、技术、管理等要素按贡献参与分配的初次分配机制，加快健全以税收、社会保障、转移支付为主要手段的再分配调节机制
2017 年 10 月	十九大	必须始终把人民利益摆在至高无上的地位，让改革发展成果更多更公平惠及全体人民，朝着实现全体人民共同富裕不断迈进
2021 年 3 月	“十四五规划纲要”	持续提高低收入群体收入，扩大中等收入群体，更加积极有为地促进共同富裕
2021 年 8 月	中央财经委员会第十次会议	正确处理效率和公平的关系，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排
2021 年 8 月	中财办释疑共同富裕	共同富裕要鼓励勤劳致富、创新致富，不搞“杀富济贫”；此外，第三次分配是在自愿基础上的，并非强制，国家税收政策要给予适当激励

资料来源：中国政府网，中国共产党新闻网，中国共产党历次全国代表大会数据库，百度百科，人民网，央视网，海通证券研究所

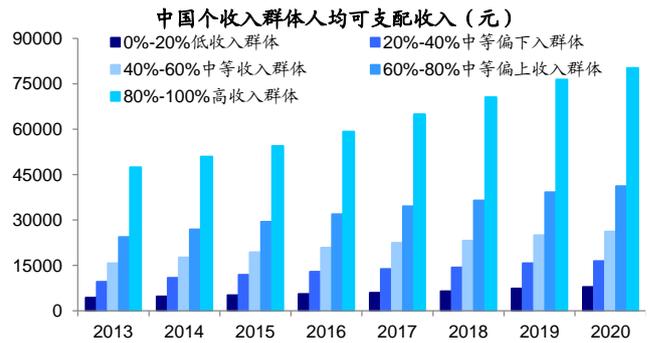
2. 共同富裕关键：构建橄榄型分配结构

当前中国高、低收入群体间可支配收入差距较大。2020 年我国经济总量已突破 100 万亿元大关，人均 GDP 已经超过 1 万美元，但从结构看我国居民收入差距大、分配不平等现象仍然突出。根据中国青年报的报道，李克强总理在十三届全国人大三次会议闭幕后的记者会指出中国有 6 亿人每个月的收入也就 1000 元。根据 Harvard SWIID 项目的测算，2019 年我国的基尼系数为 0.42，处于收入差距相对较大的区间。从不同收入组居民的人均可支配收入的数据来看，2020 年，低收入群体（收入排在 0-20%）的人均可支配收入为 7869 元，中等偏低收入群体（20%-40%）的人均可支配收入为 16443 元，分别为高收入群体（80%-100%）的 9.8%和 20.5%，低收入和中等偏低收入群体与高收入群体之间仍存在较大差异。在疫情背景下，收入分化加大，从全国居民人均可支配收入分项来看，2020 年财产净收入同比增长 6.6%、前值 10.1%，工资性收入增长 4.3%、前值 8.6%，经营性收入增长 1.1%、前值 8.1%。这体现出疫情影响下劳动要素收入增长明显放缓，低于相对富裕人群财产性收入涨幅，不同人群收入在疫情期间进一步分化。

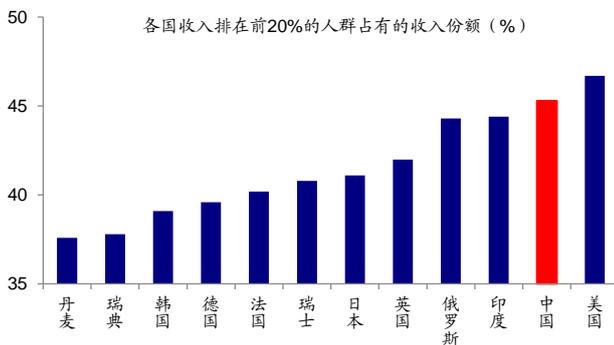
从国际比较来看，中国收入分配结构距“橄榄型”仍有距离。根据 Harvard SWIID 项目的测算，2015 年基尼系数处于收入相对平均区间的有丹麦（0.26）、德国（0.29）、法国（0.30）等；处于收入差距相对合理区间的有加拿大（0.32）、日本（0.32）、韩国（0.33）、俄罗斯（0.34）、美国（0.38）等；中国（0.42）、巴西（0.47）、印尼（0.47）等处于收入差距相对较大区间。从不同收入群体占有的社会总收入份额来看，2016 年中国收入前 20%人口所占社会总收入比重为 45.3%，高于德国、法国、英国等发达国家。同时，根据李实、杨修娜等学者在《中等收入群体与共同富裕》中的数据，与发达国家相比，2018 年我国中等收入群体比重明显偏低，若基于欧盟 28 个国家收入中位数的 60%-200%作为界定中等收入群体的上下限，我国中等收入群体比重仅为 24.7%，而英德法、挪威、加拿大等国比重都在 70%左右，日韩超过 60%，美国略低为 55.9%，相较主要发达国家，我国距离“中间大，两头小”的橄榄型分配结构仍有一定差距。

图1 中国基尼系数处于中等偏上


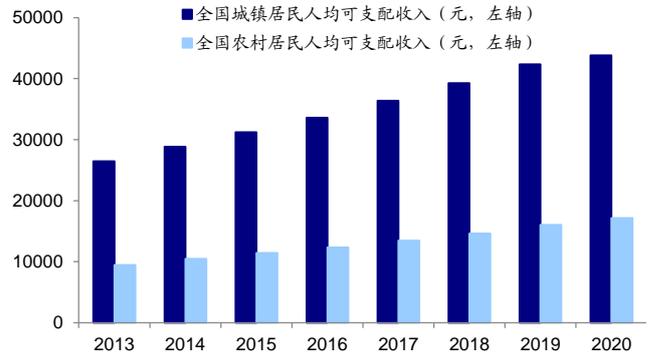
资料来源: SWIID, 海通证券研究所, 均为 2015 年数据

图2 我国不同收入组居民的人均可支配收入


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 中国收入前 20%的人群收入占比较高


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 日本为 2013 年数据, 印度为 2011 年数据, 其余均为 2016 年数据

图4 我国城乡居民间存在收入分化


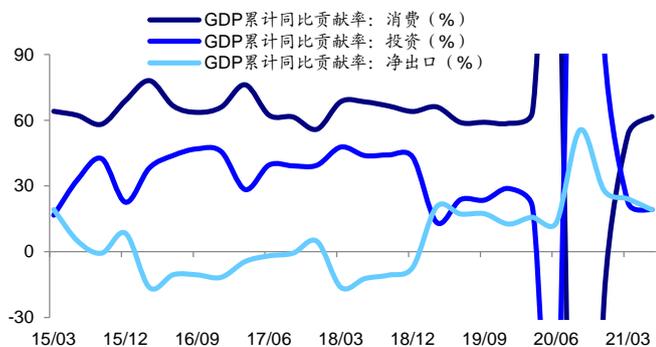
资料来源: Wind, 海通证券研究所

实现共同富裕的关键在于构建橄榄型分配结构。8月17日中央财经委员会第十次会议明确指出,要“扩大中等收入群体比重,增加低收入群体收入,合理调节高收入,取缔非法收入,形成中间大、两头小的橄榄型分配结构”。国家统计局对中等收入群体的定义是:年收入在10万至50万元之间的标准家庭视为中等收入群体。而橄榄型分配结构是一种中等收入群体占主体、低收入和高收入群体均占少数的分配结构。普遍而言,“橄榄型”被认为是一种比较理想的现代社会分配结构,是共同富裕的重要基础和目标,对未来我国经济高质量发展和社会稳定、避免陷入中等收入陷阱具有重大意义。

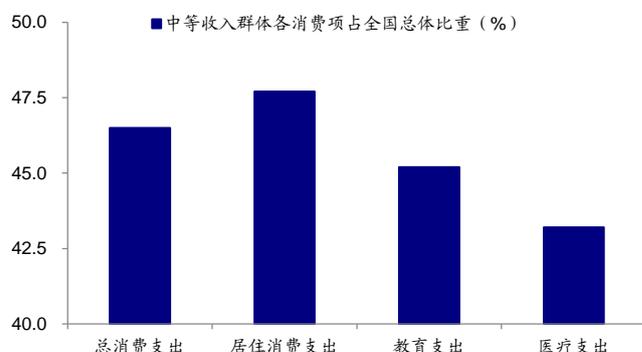
第一,橄榄型分配结构有利于扩大内需、提振消费。“橄榄型”意味着中等收入群体的壮大,而当前我国正存在基数较大的中低收入人群,中等收入群体壮大的空间广阔。共同富裕的政策下,中低收入人群向中等收入群体迈进,有利于激发消费潜力。中等收入群体消费呈现“升级型”特点,据李实、杨修娜等学者在《中等收入群体与共同富裕》报告中援引CHIP的数据,2018年我国中等收入群体人口规模在全国占29.4%,而其消费总支出约占全国总体的46.5%,其中在居住消费、医疗、教育等领域的支出分别占全国的47.7%、43.2%、45.2%,是推动消费结构从物质型消费向服务型消费为主转型的内在动力。综合而言,中等收入群体是推动消费的主力军,扩大中等收入群体有利于夯实消费作为经济增长的拉动效应,促进消费转型升级,为经济提供新增长点。

第二,橄榄型分配结构助力中国经济实现高质量发展。当前消费已成为拉动我国经济增长的主要力量,2020年最终消费支出占GDP的54.3%,且从疫情中复苏后,21Q1和21Q2消费对GDP累计同比贡献率为53.5%/61.7%,远高于投资的22.5%/19.2%和净出口的24.1%/19.1%。橄榄型分配结构中,中等收入群体为消费主力,有利于进一步激发消费对经济增长的正向带动,符合国家提出的以扩大内需为基点的“双循环”政策方向。“双循环”背景下,国家广泛促进科技发展,橄榄型结构激发的消费拉动有望同创新驱动和供给侧结构性改革有机结合,引领和创造新需求。消费升级、科技创新等拉动的经济增长将在中长期维度优化经济结构,实现增长动能的转换,实现中国经济高质量发展。

第三，橄榄型分配结构有利于维护社会稳定。美国社会学家斯托弗在《美国士兵》一书中提出“相对剥夺感”。“相对剥夺感”是一种矛盾的社会心理，与不同群体间经济收入的相对分化有关，群体的贫富分化越严重，相对剥夺感对社会稳定的影响越明显。橄榄型分配结构具有“两头小、中间大”的特点，使得群体间差距小、贫富分化程度低，降低了相对剥夺感，群体间利益趋同性高，政府采取的调节措施较少，社会矛盾减小。并且，橄榄型分配结构能够让社会成员看到更多向上攀登的希望，可以有效舒缓贫富差距导致的社会问题，有利于维护社会稳定。

图5 我国消费对 GDP 的贡献率高


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 中等收入群体是消费的主力


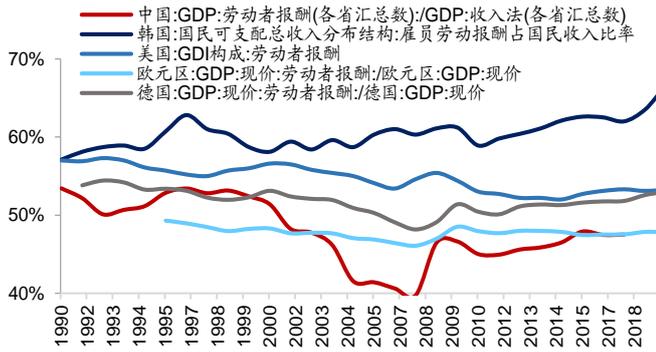
资料来源:《中等收入群体与共同富裕》(李实、杨修娜)援引 CHIP 数据,海通证券研究所,均为 2018 年数据

3. 共同富裕路径: 完善三次分配体系

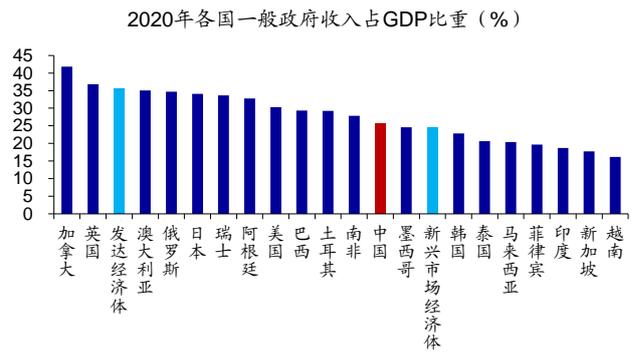
817 中央财经委员会第十次会议指出解决收入分配问题是实现共同富裕的核心问题,明确要“构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排”。从实现路径看,初次分配应更加注重经济增长的包容性和协调性,再分配聚焦公平公正,三次分配对分配体系形成补充,三者相辅相成、协调配套,形成公平普惠的环境条件和制度体系。

初次分配要着重提升劳动要素收入。初次分配指国民收入在市场机制下按照生产要素分配。推进共同富裕的重要基础便是通过经济高质量发展来做大蛋糕,因此合理的初次分配机制是共同富裕的关键性条件,从而奠定共同富裕的物质基础。我们用国民收入中劳动报酬的比重来衡量初次分配的效率,我国最新的数据是 2017 年的 48%,作为对比,2020 年韩国的数据是 68%,美国和德国是 55%,我国初次分配效率偏低。这一现象背后原因主要有两点:一是中国部分领域工资形成的市场机制不够完善,降低初次分配效率,也使得我国宏观税负较大多数新兴国家略高;二是我国劳动力市场的流动受到户籍制度的制约,阻碍了初次分配效率的提升。

为了优化初次分配格局,可以从以下几个方面发力:第一,建立健全工资形成的市场机制,有序提升国民整体收入水平。第二,保障劳动力自由流动,促进乡村振兴,农村收入普遍偏低,户籍制度也制约了农民工流通的渠道,我们认为,未来应该因地制宜推进乡村振兴,深化户籍制度改革,推动劳动力要素有序流动,保障劳动者同工同酬,提升低收入群体劳动所得。第三,强化反垄断监管,垄断企业凭借独占优势攫取高额利润,导致市场竞争不公,收入分配不公,因此要不断强化反垄断监管,促进各类市场主体平等准入。第四,持续促进中小企业和创业企业发展,中小企业和创业企业是拉动社会就业的重要力量,要不断提高它们的金融可得性,规范企业发展,持续性推动正规就业,提升国民收入。

图7 各国初次分配中劳动报酬的比重


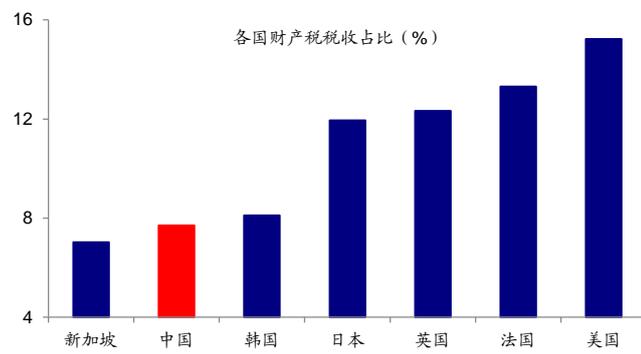
资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 各国宏观税负


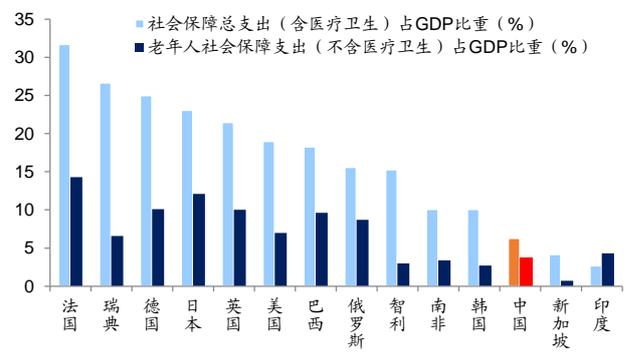
资料来源：Wind，海通证券研究所

再分配环节发挥好收入调节作用。再分配是政府部门为了调节在初次分配中由市场主导而形成的收入差距所采取的手段，包括税收、转移支付、社会保障等。当前，我国基尼系数较高、收入差距较大，通常来讲，以不动产、遗产、固定资产等为课税对象的财产税具有明显、直接的再分配效应。但我国税制结构中，财产税比重偏低，2020年占我国税收比重的8.7%，相比之下美国的财产税占比约为50%，我国财产税尚未发挥充分的效果。在社会保障方面，我国目前已建立起世界上规模最大的社会保障体系，2021年基本医疗保险已覆盖13.6亿人，基本养老保险覆盖近10亿人。同时，我国转移支付的规模呈现增长态势，2021年中央对地方转移支付预算数为83370亿元，比2020年执行数增加31.33亿元。虽然社保和转移支付的规模已经较大，但不平衡不充分的问题依旧存在，总量上，根据民生银行研究院的数据，2015年我国社保总支出与GDP之比约为6%，在国际上仍处于较低水平；结构上，政府提供的基本保障占主导地位，市场提供的补充保障较为滞后，面向“一老一幼一残”三大群体的基本公共服务保障也始终处于供给相对短缺状态。

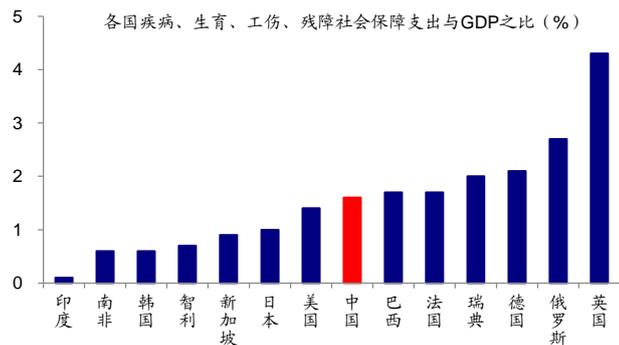
我们认为，未来可以从以下方面推动再分配环节加强收入的调节作用。第一，加快开征财产税、遗产税、赠与税等税种，并可采取累进税形式，使之成为降低收入和财富不平等的有力工具。第二，完善社会保障法律体系建设，推动出台综合性法规及针对社会保障具体项目的一系列单项法，进一步完善社保领域立法。第三，在充分考虑国家财政、市场企业的承受能力的基础上，稳步提高社保支出，并通过逐步推迟退休年龄、适当延长缴费期限、加强基本养老保险基金投资运营等措施缓解老龄化社会中的过重的社保负担，积极应对老龄化挑战。

图9 中国财产税税收占比较低


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2018年

图10 中国社会保障总支出占GDP比重较低


资料来源：International Labour Organization，中国民生银行研究院，海通证券研究所，日本为2013年数据，印度为2014年数据，其余为2015年数据

图11 中国多项社保支出占 GDP 比重低于法德等发达国家


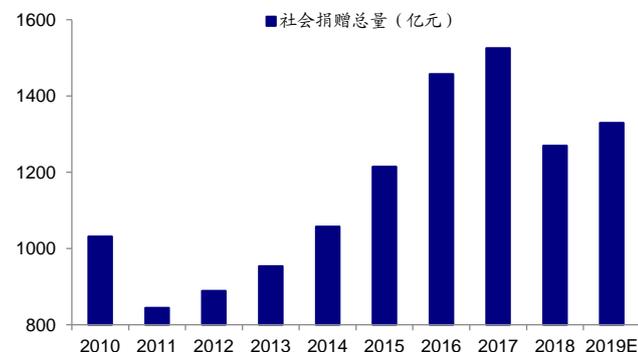
资料来源: International Labour Organization, 中国民生银行研究院, 海通证券研究所, 注: 因各国数据不连续, 采用各国可获取的最新数据比较, 数据区间为 2010-2015 年

图12 我国转移支付规模逐年提升

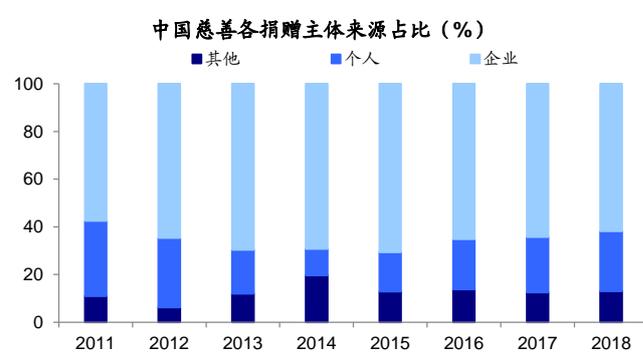

资料来源: Wind, 海通证券研究所

三次分配是分配体系的重要补充。三次分配指的是企业、社会组织、家族、家庭和个人等以慈善、公益方式对所属资源和财富进行分配。值得关注的是, 第三次分配是以自愿为原则、以道德力为驱动, 是非强制的, 不是“杀富济贫”, 而是作为初次分配和再次分配的补充, 在推进共同富裕中发挥作用。当前, 我国三次分配还处在非常基础的阶段。根据邓国胜所著《第三次分配的价值与政策选择》中的数据, 2019 年我国内地捐赠额占 GDP 总量比例仅为 0.15%, 而美国慈善捐赠则占到 GDP 的 2% 左右。美国富裕群体积极参与社会捐赠的背后, 是慈善基金、财产保护、税收政策等制度完善, 引导富人自愿捐赠遗产或设立家族信托基金。例如美国基金会是美国最富有的慈善力量, 政府税收制度的鼓励对慈善捐赠起到了关键性的作用。相较而言, 虽然我国当前慈善捐赠程度不高, 但可喜的是, 我国慈善环境已在改善进程中。根据 2020 年中国慈善发展报告, 截至 2018 年, 社会捐赠总量达到 1270 亿元, 预计 2019 年将达到 1330 亿元, 同比提高 4.7%。并且, 今年“两会”后, 国家启动《慈善法》修订工作, 各项鼓励捐赠的税收政策也将落到实处, 也可发挥税收对社会捐赠的激励效应。

三次分配作为分配体系的补充将逐步发挥作用, 我国可以从两大方向促进社会捐赠。第一, 完善建立慈善组织的基础性制度和运作机制。例如, 为公益慈善组织设立信托专户, 对慈善信托给予政策支持, 研究制定企业和个人慈善捐助免税条例; 打造全国统一的慈善服务信息平台, 畅通社会各方面参与慈善公益和社会救助的渠道; 完善慈善组织监管制度, 借助区块链技术对慈善捐赠开展全流程智慧监管等。第二, 宣传和营造积极健康的社会财富观, 积极鼓励有条件 and 有意愿的企业和个人投入到慈善事业中, 助力中低收入群体的教育、医疗等社会公共服务的改善。

图13 中国社会捐赠总量情况


资料来源: 《2018-2019 年度中国慈善捐赠报告》, 海通证券研究所

图14 中国慈善捐赠主体来源占比情况


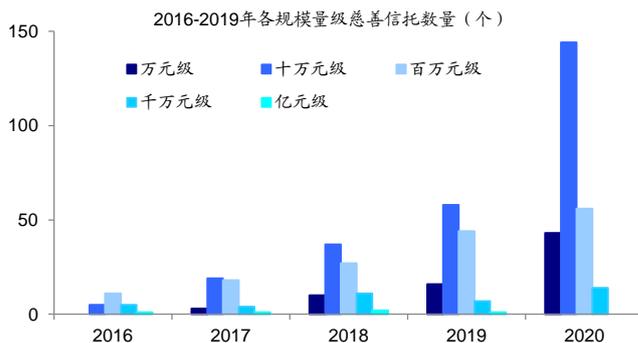
资料来源: 《2018-2019 年度中国慈善捐赠报告》, 海通证券研究所

图15 我国慈善信托总体规模小



资料来源：万向信托搜狐号援引《2020年中国慈善信托发展报告》，海通证券研究所

图16 我国十万元级别以下慈善信托数量多，亿元级数量少



资料来源：万向信托搜狐号援引《2020年中国慈善信托发展报告》，海通证券研究所

风险提示：共同富裕政策推进进度不及预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
吴信坤 策略研究团队

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。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

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

 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

 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
 应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
 联系人
 侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
 李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
 李林芷(021)23219674 llz13859@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
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 联系人
 孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@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
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@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
 张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
 滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
 江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
 章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
 联系人
 张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
 王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
 方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com
 周雨昕(021)23219472 zyx13962@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
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
 联系人
 余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
 杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@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
 李姝醒(021)231541361 lsx11330@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
 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(021)23154384 fgq12116@htsec.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 联系人
 孟陆(86 10 56760096) ml13172@htsec.com
 周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
 彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com
 联系人
 房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com
 于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 余政翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
 联系人
 曹蕾娜(021)13796@htsec.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 联系人
 康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@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(021)23154113 zjy12711@htsec.com
 余金花(021)23154113 yjh13785@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 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 联系人 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@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 xbcq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@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(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@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 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@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
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 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 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 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 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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒暄 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 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王玮婕(021)23219768 wj13985@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 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@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 巩柏舍 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金焱(010)58067851 gj12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@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