

相关研究

《如何跟踪和预测美国通胀》2022.08.04

《没那么“鸽”的加息——美联储7月议息会议点评》2022.07.28

《与“纸币”的赛跑——海通宏观研究框架》2022.07.28

## 房地产：需要多少资金？

### 投资要点：

- 从去年下半年以来，房地产领域的债务风险就在不断上升，今年还出现了居民断供的问题。那么房地产债务问题的根源是什么？哪些债务是安全的，哪些债务是危险的？要化解债务问题，大概需要多少资金弥补缺口？房地产出清的终局是什么？本篇文章做了一些测算和探讨。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

## 目 录

---

1. 债务为何成为问题? .....	4
2. 居民债务: 只是阶段性风险 .....	6
3. 房企债务: 才是问题关键所在 .....	7
4. 房企违约的连锁反应: 也值得关注 .....	8

## 图目录

图 1	资产负债表中的融资和投资 .....	4
图 2	房地产市场量价一致：去年下半年以来普遍回落 (%) .....	5
图 3	截至 2021 年底各行业整体资产负债率 (%) .....	5
图 4	日本 1991 年房价暴跌后，居民和企业杠杆率均未下降 (%) .....	6
图 5	保交付的成本的情景测算.....	6
图 6	我国房贷利率高于市场化利率 1.5-2 个百分点 (%) .....	7
图 7	我国房地产开发企业总负债规模 (万亿人民币) .....	7
图 8	房地产开发企业坏账规模的情景测算.....	8
图 9	部分上市房企的资产负债率 (%) .....	8

从去年下半年以来，房地产领域的债务风险就在不断上升，今年还出现了居民断供的问题。那么房地产债务问题的根源是什么？哪些债务是安全的，哪些债务是危险的？要化解债务问题，大概需要多少资金弥补缺口？房地产出清的终局是什么？本篇文章做了一些测算和探讨。

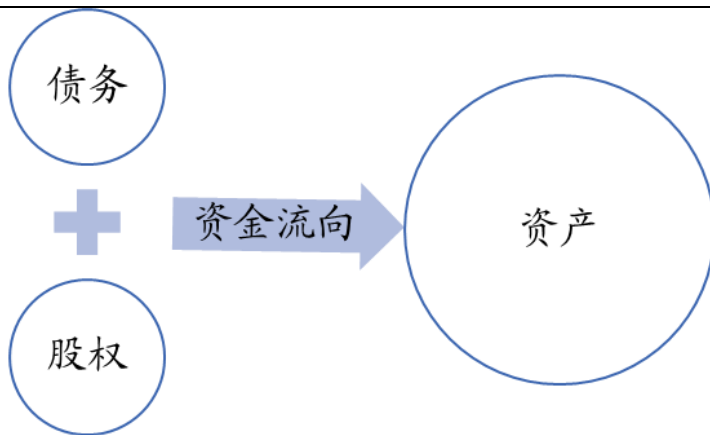
## 1. 债务为何成为问题？

自去年下半年以来，房地产相关领域的债务风险明显上升，不管是房地产企业还是居民部门，债务风险都有一定程度的暴露。今年以来，这种状况不仅没有得到缓解，反而有所加剧。而回顾 2020 年的时候，尽管在疫情的冲击下，房地产领域还迎来了快速的反弹，债务也没有成为很大的问题。为何几个月的时间内，情况会发生如此剧烈的变化？在分析债务规模之前，有必要讨论一些比较本质的问题，债务为何会成为问题？

我们认为，有两个方面是至关重要的。第一个方面就是资产价格的变化。从理论上来说，债务的背后都是有资产来背书的，如果资产价格没有太大变化，那债务就不会存在太大的问题，因为随时可以卖掉资产来偿还债务。但是在现实中，资产价格是不可能没有波动的，尤其是在容易产生泡沫的一些资产领域，资产价格的波动往往还很剧烈。

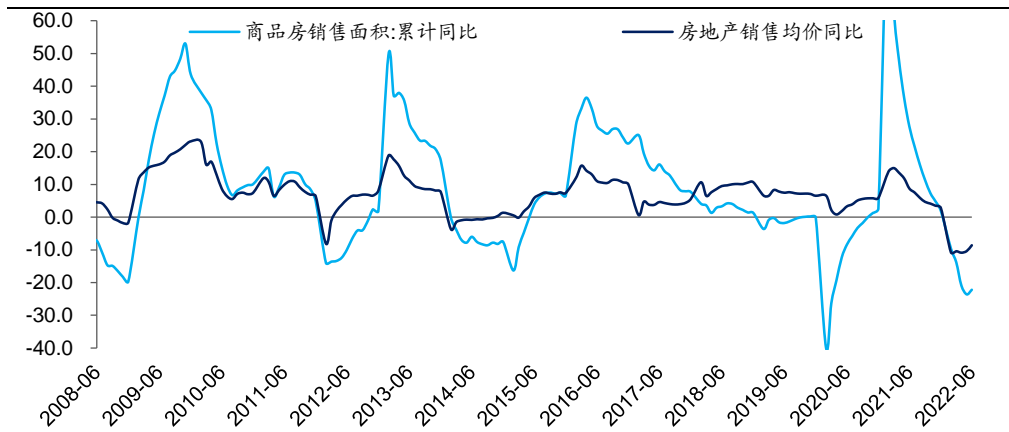
而资产价格的下跌是债务问题产生的根源，因为企业和居民资产端和负债端的波动是非对称的。例如，一个房地产企业借钱 10 亿买了一块土地，一年之后，如果这块地市场价还值 10 亿，那企业完全可以随时卖掉土地来偿还本金；但如果一年后这块地只值 5 亿了，那债务的问题就来了，因为资产缩水了 5 亿，但负债还是 10 亿。

图1 资产负债表中的融资和投资



资料来源：海通证券研究所

所以从这个角度来说，房地产企业和居民的债务之所以出现问题，最根本的原因是他们手中的资产价格下跌了。如果资产价格下跌得少，还可以用股权来弥补，但如果资产价格下跌太多，债务就会出现违约风险。去年下半年以来，房地产市场出现了量价齐跌的趋势，如果剔除 2020 年的极端情况，量价的跌幅已经达到了 08 年以来的最高水平。

**图2 房地产市场量价一致：去年下半年以来普遍回落（%）**


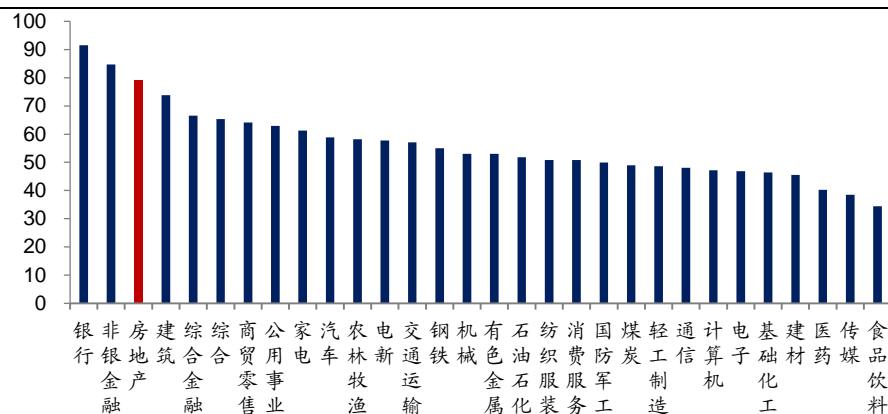
资料来源：Wind，海通证券研究所

**导致债务问题的另一个重要方面是流动性风险。**不仅仅资产端的缩水会带来债务违约风险，负债端的变化也会导致违约风险。例如，一个企业借了钱买了资产，如果“债主”们一起催债还钱，企业如果资本金足够多，可以用资本金偿还负债；但如果资本金不够还债，就只能变卖资产，而如果资产不能快速变现，就会导致违约；如果一家企业变卖资产还债还不会带来较大问题，但如果大量企业同时出售资产，就会触发资产价格下跌、资产缩水，就会导致系统性风险。这种风险可以叫流动性风险，获取现金流动性遇到困难，导致债务违约。

就像银行业的经营，如果少量人正常提取存款，不会带来较大风险；但如果大量储户来银行提取存款，那就叫“挤兑”了，由于银行都是期限错配、借短放长的，短期内并不能快速变现所有资产，就会触发违约风险，而资产的大量甩卖，就会触发资产的缩水，加剧违约风险。

而如果我们将所有行业的资产负债率放在一起做个对比，杠杆率最高的是金融业，其次就是房地产。2021年银行业上市公司的资产负债率是92%，非银金融为85%，而房地产行业上市公司的资产负债率接近80%，部分房地产公司的资产负债率甚至超过了90%，接近于银行业的杠杆率。所以从资产负债表的结构来看，房地产开发商类似于金融业的**公司，通过较少的资本金，撬动杠杆来开发房地产**。既然“挤兑”银行会导致银行的破产倒闭，短期内房地产公司融资困难，也会导致房地产公司的破产。

往往在资产泡沫破灭的时候，资产端和负债端的问题会同步爆发，资产缩水的同时，流动性风险也会上升，使得债务问题更加突显。

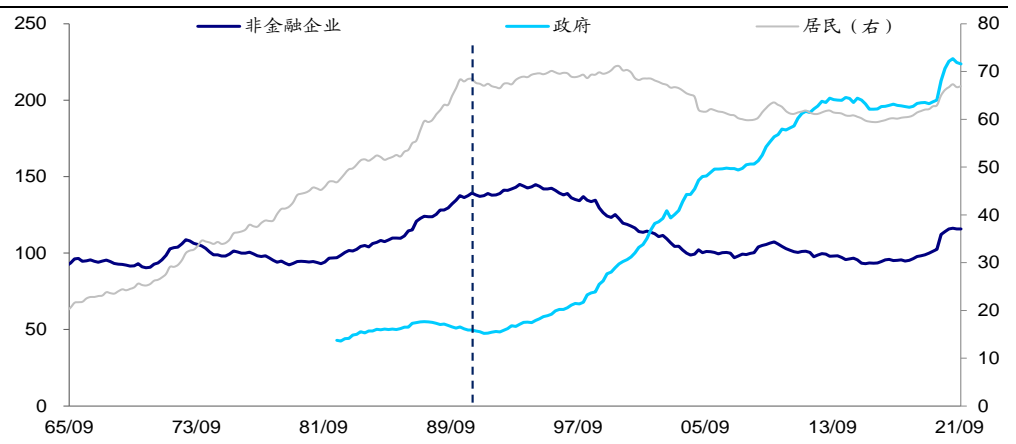
**图3 截至2021年底各行业整体资产负债率（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 居民债务：只是阶段性风险

尽管房地产价格下跌，我们认为，我国居民部门的债务并不会产生特别大的问题。这是由破产制度决定的，尽管资产端缩水，但居民并不能像企业那样破产。就像日本在1991年房地产泡沫崩溃后，房价暴跌的情况下，居民部门的债务规模并没有明显下降。这是因为当时日本居民并不能轻易破产，如果破产，房产要被拍卖清算，而且需要用其它资产和收入偿还债务。也就是说，如果居民自己拿出40万，再从银行借出60万，去买一套价值100万的房子，如果房产价值跌去50万，居民部门并不能不要房子就不还银行贷款了，债务是要一直追责的。

图4 日本1991年房价暴跌后，居民和企业杠杆率短期均未下降（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而我国的居民部门也是不能轻易破产的，如果房产拍卖后不够偿还银行债务的，那居民需要用未来的收入来弥补缺口。虽然目前出现了部分“断供”的情况，但如果最终居民拿到了交付的房产，居民就要继续偿还银行的贷款。其实根据法律，即使没有拿到房产，居民也是要偿还银行贷款的。所以居民部门“断供”的现象，只是阶段性风险。

当前政府已经明确了保交付的方向。从保障社会稳定、保障民生的角度看，政策上最终会努力保交付。从经济的角度看，保交付的成本是比较低的，也可以做到。我们不妨假设房地产交房期为3年，假定过去三年销售出去的期房住宅都没有交付，未交付住宅的销售价值为41万亿；如果按照40%的建安成本占比（实际可能更低），完成建设大概需要16万亿资金；如果按照10%的违约停建比例来测算，也只需要1.6万亿的资金。而实际的情况可能比这个要好一些，完成交付并不需要这么多资金，所以这里测算的是一个上限的概念。

图5 保交付的成本的情景测算

假设：新房平均首付比例按照40%，房价中建安成本占比40%，交房期限为3年

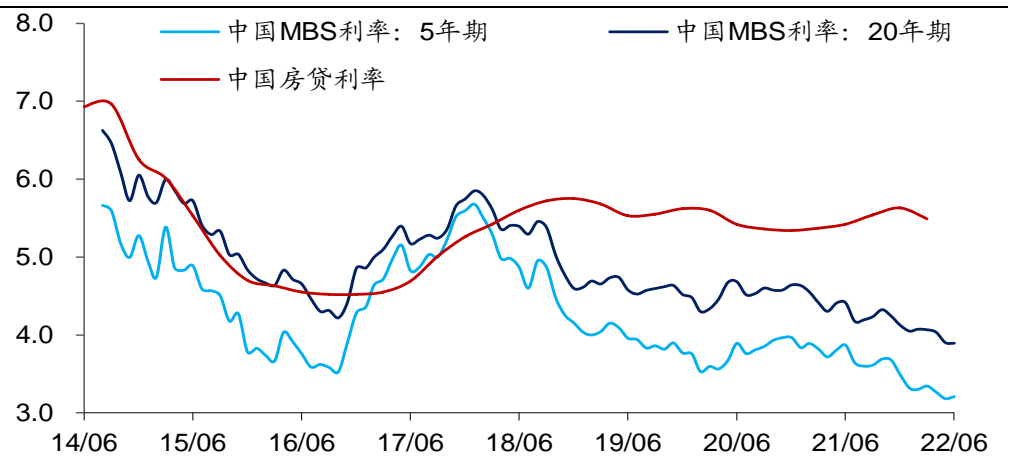
问题比例	问题项目涉及的银行贷款（万亿）	完成交付需要的建安资金（万亿）
10%	2.46	1.64
20%	4.92	3.28
40%	9.84	6.56

资料来源：Wind，海通证券研究所

而如果将房子建好、交付给居民，居民部门就没有理由不还贷款，接近39万亿的

居民住房贷款就不会出现太大的问题。根据银保监会披露的数据，2019年时我国房贷的不良贷款率只有0.3%。因为居民部门不能破产，房贷资产对于银行来说是非常优质的资产。即使违约率有所上升，也问题不大，因为与市场化的利率相比，我国房贷利率本身就高出接近2个百分点。即使房贷违约率提高到2%，银行投放房贷仍可盈利。

图6 我国平均房贷利率高于市场化利率1.5-2个百分点(%)



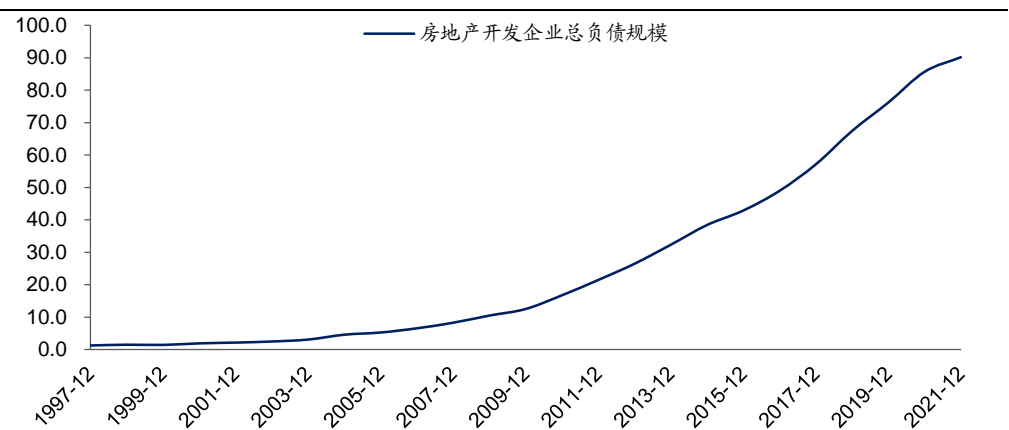
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 房企债务：才是问题关键所在

居民部门不能轻易破产，所以居民债务就不会出现特别大的问题。而企业部门是可以破产的，这才是需要重点解决的问题。

根据统计局公布的数据，截至2020年底，我国房地产开发企业总负债规模为86万亿元，2021年的最新数据还未公布，但我们可以通过开发贷数据做估算，大致为90万亿元。当然这90万亿不仅包括从金融机构获得的融资，还有经营负债。

图7 我国房地产开发企业总负债规模(万亿人民币)



资料来源：CEIC，海通证券研究所，2021年为估算数据

从理论上来说，房地产企业的资产负债率为80%，所以整个行业来看，房地产公司应该可以抗住20%的资产价格下跌。但现实的情况可能需进一步关注，尤其是中小城市的房地产价格。一方面是小城市在之前的刺激政策下，泡沫化程度较大；另一方面，在流动性危机的情况下，资产的大量出售也会加大价格跌幅。

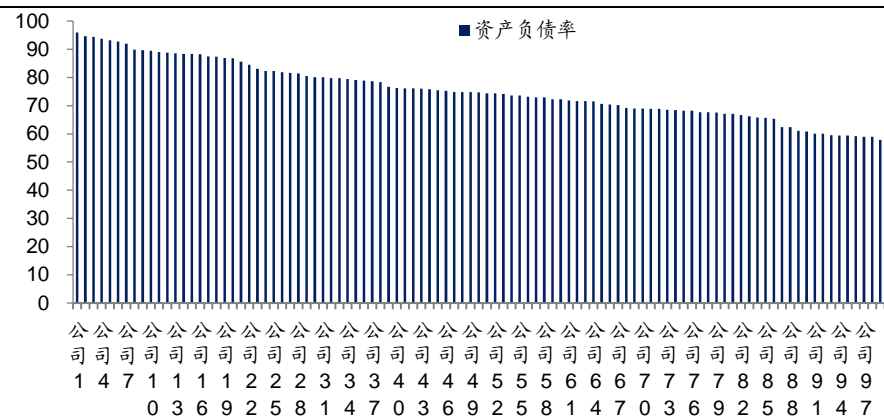
我们做了几种情景测算：如果资产价格下跌20%，整个行业的坏账规模为0；如果资产价格下跌30%，坏账规模为12万亿；如果资产价格下跌40%，坏账规模为23万亿；如果资产价格下跌50%，坏账规模为34万亿。

**图8 房地产开发企业坏账规模的情景测算**

资产价格下跌幅度情景	坏账损失规模（万亿）
20%	0
30%	12
40%	23
50%	34

资料来源：CEIC，海通证券研究所

而即使整个行业来测算不会出现违约，对于单个的开发商来说，也有很大可能出现**债务违约**。这是因为每个房地产开发商的资产负债率差异挺大的。例如，截至2021年底，有7家上市房企的资产负债率在90%以上，个别的甚至在95%以上，所以资产价格稍微波动一些，债务违约风险都会比较大。

**图9 部分上市房企的资产负债率（%）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所，横轴为上市房企按照资产负债率排序结果，数据截至2021年末

## 4. 房企违约的连锁反应：也值得关注

**大量房企或从市场中出清。**当前政策上保交付的工作方向已经比较明确，所以出现问题的房企的项目可能会被陆续收购掉。而且在收购的初期，大概率会优先收购资质较好的一些项目。对于房地产开发商来说，好的项目逐渐被拿走，剩下的是差的项目和负债，大概率是会破产倒闭的。

**部分金融机构也可能受损，但系统性金融危机可能性较小。**从前面的分析来看，居民部门的债务大概率不会违约，问题主要还是房地产开发商的融资。如果部分金融机构对于房企的债务敞口较大，可能也会受到波及。但我们认为，政策上救助金融机构的可能性更高。由于居民已经承担了一部分资产价格下跌带来的损失，金融机构出现系统性危机的可能性也不大。

**原材料供应商的风险也值得关注。**问题房企的资产处置后，优先偿还农民工工资和保交付，其次才是偿还金融机构的借款，再之后如果还有资金剩余，才是偿还经营负债。

目前来看，即使是保交付，其实也是保已经违约的项目的交付工作。企业违约的可能性还是比较大，所以对于居民来说，并不能完全确定自己购买的房子能否保障交付，哪怕是当前还没有出现问题的房地产企业，未来也很难保证不出现违约。而这仍会对房地产需求端构成压制，而需求端问题不缓解的话，房地产市场的出清可能还要继续。



## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

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

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
联系人  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com  
王宇晴 wyq14704@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  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
联系人  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
曹君豪 021-23219745 cjh13945@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  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
联系人  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com  
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com  
魏玮(021)23219645 ww14694@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珊珊(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  
藏多(021)23212041 zd14683@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  
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
王园沁 02123154123 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 02163411361 lsx11330@htsec.com  
联系人  
纪尧 jy14213@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张海榕(021)23219635 zhr14674@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  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
联系人  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com  
肖治键(021)23219164 xzj14562@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
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 fuf11758@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  
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜 cln13796@htsec.com  
张冰清 021-23154126 zbzq14692@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  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@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  
余金花 sjh13785@htsec.com  
张恒浩(021)23219383 zhh14696@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com

## 电子行业

李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com  
华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com  
联系人  
文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com  
薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com  
李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com

## 煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
朱 彤(021)23212208 zt14684@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  
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
联系人  
姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com  
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com  
吴锐鹏 wrp14515@htsec.com  
马菁菁 mjj14734@htsec.com

## 基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@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

余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com  
联系人  
夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com  
徐 卓 xz14706@htsec.com

## 非银行金融行业

何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com  
孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
联系人  
曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com  
肖 尧 xy14794@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  
联系人  
王天璐(021)23219405 wtl14693@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  
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com  
赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com  
联系人  
刘绮雯(021)23154659 lqw14384@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 18515295560 zxj12156@htsec.com  
联系人  
曹有成 18901961523 cyc13555@htsec.com  
郭好格 13718567611 ghg14711@htsec.com

## 食品饮料行业

颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
联系人  
张嘉颖(021)23154019 zjy14705@htsec.com

## 军工行业

张恒暄 zhx10170@htsec.com  
联系人  
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com  
胡舜杰(021)23154483 hsj14606@htsec.com

## 银行行业

林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com  
联系人  
董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com  
徐凝碧(021)23154134 xnb14607@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

郭庆龙 gq113820@htsec.com  
高翩然 gpr14257@htsec.com  
吕科佳 lkj14091@htsec.com  
联系人  
王文杰 wwj14034@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  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@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  
季唯佳(021)23219384 jiwj@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  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
谭德康 tdk13548@htsec.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com  
张歆钰 zxy14733@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  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
张钧博 zjb13446@htsec.com  
高瑞 gr13547@htsec.com  
上官灵芝 sglz14039@htsec.com  
董晓梅 dxm10457@htsec.com  
姚坦 yt14718@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