

深度报告

2011 年 5 月 24 日

寻找工业企业利润增速的拐点

- 当前时期，宏观经济基本面有多重负面因素叠加的现象：通货膨胀居高不下、经济增速小幅放缓，工业企业利润增速持续走软。**工业企业利润增速低于预期会贯穿 2011 年吗，还是会迎来拐点？**这是本报告着重探讨的内容。
- 我们的分析框架基于利润增速主要来源于主营业务收入增速与毛利率增速的叠加。对于主营业务收入增速，主要看总需求的状况。而对于反映企业利润改善或恶化的毛利率变化，则主要由产成品出厂价格(PPI)和原材料购进价格(PPIRM)所决定。再对这两个价格分解，总需求和总供给共同影响 PPI，而大宗商品价格走势影响 PPIRM。
- 从总需求来看，我们认为今年消费增速仅比去年下一个小台阶（预测为 17%），投资增速会在 23%的水平，加上出口状况良好，增速也能达到 24%。**我们的模型测算结果显示，2011 年工业企业的主营业务收入增速能达到 26.2%，处于和 2005 年和 2006 年差不多的水平。**
- 毛利率的变化主要取决于产品价格与成本之差的变化，我们用出厂价格指数-3 个月前原材料购进价格指数来对此进行考察。**我们发现，PPI-3 个月前 PPIRM 的拐点先于毛利率增速出现，也就意味着价差变化的确先于毛利率变化。**因此，我们接下来的考察重点是放在 PPI、PPIRM 的未来变化趋势和变化幅度之差上。
- **PPI 的下滑幅度不会太大，小幅调整后趋于稳定。**因为工业生产开始减速、去库存已经展开将改善供需关系。去库存的持续性和深度直接影响 PPI 的调整时间和幅度。我们认为，本轮去库存是温和的，三个月左右的调整就足以消化库存压力，从而使得 PPI 短暂下滑后趋稳。
- **预期在未来两三个月 PPIRM 会出现较大幅度的下跌。**因为中国需求不旺、美联储宽松货币政策即将结束和主要大宗商品库存走高等因素都让大宗商品难有明显的上涨空间，再考虑到去年下半年大宗商品价格大幅上涨，造成的基数效应很高，也带动 PPIRM 下滑。
- **PPI-3 个月前的 PPIRM 之差将如何演化？**根据上述对 PPI 和 PPIRM 的判断，在 5 月和 6 月，这个价差仍然会被压缩，因为五月和六月生产中大部分用的是四月及之前的原材料，购进价格很高，仍然会压缩工业企业的毛利率空间。
- **在 8 月份，我们很可能会看到工业企业盈利增速的积极变化，出现触底的迹象是大概率事件。**一方面，到 8 月份，大宗商品价格回落和去年高基数效应会带来 PPIRM 大幅下滑，而 PPI 下滑幅度较小，这使得毛利率空间得到改善。另一方面，在三季度总需求稳定的情形下，工业企业的主营业务收入增速也是平稳走势。
- **我们考察了多次宏观调控后分行业企业盈利的表现，8 月份中下游行业的盈利空间会得到释放，整体工业企业利润增速会出现类似于 2005 年初的触底反弹。**

相关研究

经济增长无忧：保障房和出口将保驾护航

2011 年 4 月 27 日

黄金：高处不胜寒

2011 年 4 月 7 日

2011 年海外经济的八大焦点问题

2010 年 12 月 30 日

海外经济年度报告：美国经济有望加速，欧洲危机波澜不惊

2010 年 12 月 27 日

中国经济将继续软着陆之旅

2010 年 12 月 24 日

宏观经济分析师

刘铁军

SAC S0850210040001

021-2321 9469

liutj@htsec.com

联系人

高远

021-2321 9669

gaoy@htsec.com

目 录

1. 工业企业利润增速的分析框架.....	4
2. 企业收入增速在小幅放缓后将平稳运行.....	5
2.1 总需求趋稳，保障房和出口是主要拉动引擎.....	5
2.2 总需求和主营业务收入走势是一致的.....	7
3. 寻找工业企业利润增速的拐点.....	8
3.1 去库存扭转失衡供需关系，PPI 小幅调整后趋于稳定.....	9
3.2 原材料购进价格（PPIRM）在接下来几个月会大幅下滑.....	10
3.3 判断工业企业利润增速的拐点.....	11
4. 工业企业利润增速演化的历史比较.....	11
5. 等待宏观经济基本面出现积极变化.....	13

图目录

图 1 工业企业利润总额和同比增速	4
图 2 汽车和家电消费额的累计同比增速	5
图 3 出口导向型行业的出口增速 (%)	6
图 4 多个出口导向型行业的固定资产投资增速 (%)	7
图 5 主营业务收入增速的各项决定因素 (%)	7
图 6 规模以上工业企业毛利率 (%)	8
图 7 出厂价格与原材料价格之差领先于毛利率增速 (%)	8
图 8 PPI 与 PPIRM (%)	9
图 9 工业增加值和产成品同比增速 (2001.02-2011.04)	9
图 10 PMI 产成品指数和生产量指数 (2005.01-2011.04)	9
图 11 CRB 现货指数同比与 PPIRM 同比 (%)	10
图 12 2010 年以来的 LME 铝库存 (吨)	11
图 13 2010 年以来的 LME 铜库存和锌库存 (吨)	11
图 14 上游工业企业利润累计同比增速 (%)	12
图 15 下游工业企业利润累计同比增速 (%)	12
图 16 中游工业企业利润累计同比增速 (%)	12
图 17 中游和下游工业企业利润累计同比增速 (%)	12
图 18 当前上游工业企业利润累计同比增速 (%)	12
图 19 当前下游工业企业利润累计同比增速 (%)	12
图 20 当前中游工业企业利润累计同比增速 (%)	13
图 21 当前中游和下游工业企业利润累计同比增速 (%)	13

表目录

表 1 保障房投资对房地产投资增速影响的敏感性分析	6
表 2 当前和未来三个月的宏观经济环境	13

当前时期，宏观经济基本面有多重负面因素叠加的现象：通货膨胀居高不下、经济增速小幅放缓。如果企业盈利再继续低于预期，那么市场面临的下行压力比上行压力会大得多。

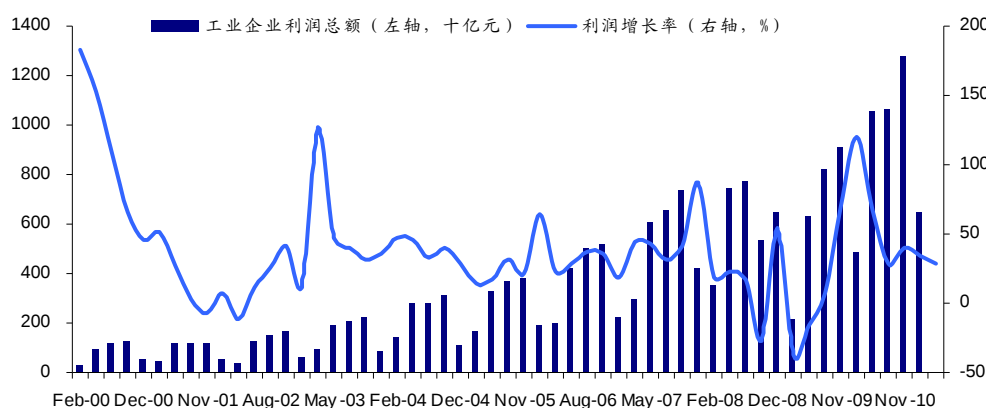
对于全年增长趋势的探讨，我们已在《经济增长无忧：保障房和出口将保驾护航》中有所讨论。保障房和出口是拉动经济的两大亮点，只要这两大引擎发挥作用，全年经济没有大幅波动的风险。

在增长无忧的背景下，工业企业利润增速低于预期会贯穿 2011 年吗？在何种情形下，我们应该对下半年工业企业利润增速表示乐观呢？去库存化力度有多大？下半年工业生产走势如何？这些都是本报告关注的主题。

1. 工业企业利润增速的分析框架

我们先观察 2011 年初以来企业利润增速的走势。工业企业利润同比增速相比去年四季度出现了下滑现象，1-2 月同比增速为 34.3%，3 月更下滑至 28.6%（图 1）。从上市公司来看，也是如此，已经披露完毕的 2011 年一季报显示，2146 家 A 股公司前三个月共实现净利润 4776.29 亿元，较去年同期增长 25.44%，但与去年四季度相比出现环比下降，与 2010 年一季报的数据（同比增长 77.88%，环比增长 12.38%）相比也有相当大的差距。

图 1 工业企业利润总额和同比增速



资料来源：CEIC，海通证券研究所

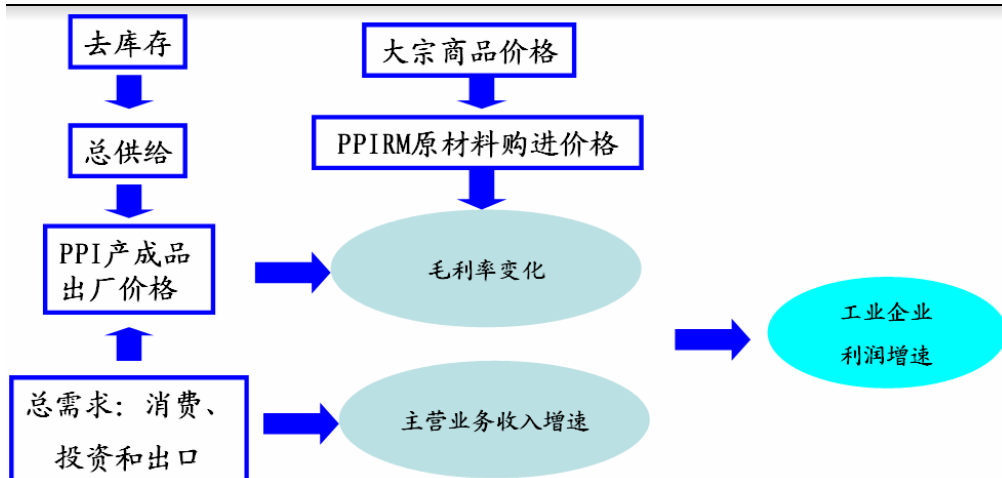
利润有主营业务利润和利润总额，后者是扣除三项费用的，由于“三项费用”波动幅度较小且波动趋势和利润基本上是一致的。因此，利润总额增速主要受主要业务收入增速和毛利率增速的影响。

对于主营业务收入增速，主要看总需求的状况（由消费、投资和出口这三架马车来决定）。

而对于反映企业利润改善或恶化的毛利率变化，则主要由产成品出厂价格（PPI）和原材料购进价格（PIRM）所决定。我们再对这两个价格进行分解，总需求和总供给共同影响 PPI，而大宗商品价格走势影响购进价格指数。

层层解剖之后，我们观察 2011 年二季度至四季度工业企业利润增速的变化，看一下能否寻找到利润增速的“拐点”。

图2 工业企业利润的分析框架



资料来源：海通证券研究所

2. 企业收入增速在小幅放缓后将平稳运行

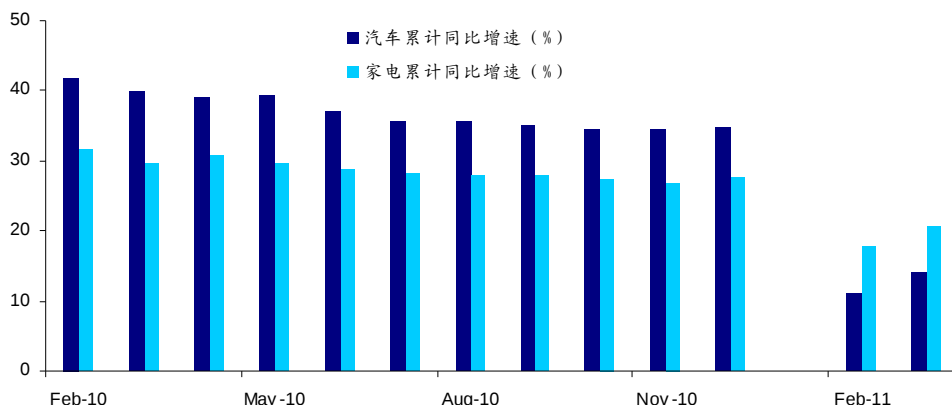
根据我们分析，我们先来看接下来的总需求情况和对应的主营业务收入的走势。

2.1 总需求趋稳，保障房和出口是主要拉动引擎

从消费来看，今年仅是小部分行业出现需求不振（特别是汽车，受政策和去年基数影响）。从消费的子行业来看，食品、纺织服装、金银珠宝、化妆品、日用品、石油制品和通讯器材的增速都和去年持平或更高一些。而家电、家具和建材装潢有所下滑但仍处于正常水平（图2）。

因此，我们认为2011年的消费增速会比2010年下一个小台阶，但对于下游的消费相关行业，这并不值得担忧，因为大部分与消费相关的行业仍能保持较高的增速。

图2 汽车和家电消费额的累计同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

从投资来看，房地产投资占固定资产投资的20%，且其直接和间接影响的行业特别多，商品房投资增速下降将会较大程度地影响经济，保障房的对冲效果是决定今年投资增速的关键。

政府在推进保障房建设方面，采取了多项政策，包括自上而下对各级地方政府进行考核，在信贷上给予大力支持（2011 年 1 季度保障房相关信贷增速达到 40%），土地供应上也大幅度的倾斜（2011 年保障房土地供应计划为 7.7 万公顷，是去年的两倍多）。

虽然中央政府决心很大，但市场还比较担心保障性住房的资金来源，我们认为，2011 年 1000 万套保障房当中，棚户区改造 400 万套和经适房两限房 200 万套共“一万亿”的资金落实应该是没有问题的，地方政府的积极性也比较高。例如，棚户区改造中，政府将市中心的被改造土地卖给开发商，获得的资金向拆迁户支付补偿款，这些拆迁户拿到了补偿款购买市郊的保障房，这种模式不存在资金来源问题。

保障房对商品住宅投资的对冲力度到底有多大？我们做了敏感性分析（表 1）。根据我们较保守的估计，在商品住宅投资增速 20%（相比去年 38.3% 大幅下降）和保障房投资 11000 亿（对公租房和廉租房打折）的背景下，今年房地产投资增速能达到 24.87%，能保证固定资产投资增速在 20% 以上，从投资这个角度支撑经济，避免出现大的波动。

表 1 保障房投资对房地产投资增速影响的敏感性分析

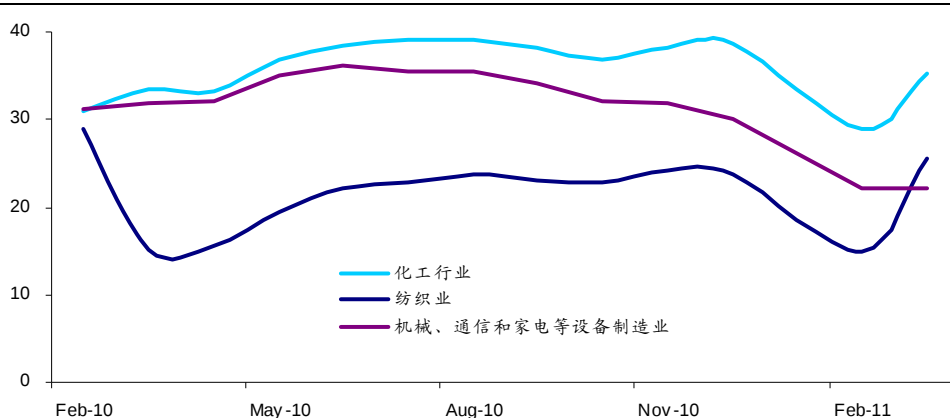
2011 年房地产投资增速	商品住宅投资增速			
	10%	15%	20%	25%
9000 亿	15.29%	18.01%	20.73%	23.45%
保障房投资 11000 亿	19.44%	22.15%	24.87%	27.59%
完成额 13000 亿	23.58%	26.30%	29.02%	31.73%

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：我们将房地产投资分为商品住宅、保障房、办公商业这三部分。由于限购令未涉及商业房地产，近期商业房地产投资有加速迹象，而考虑到近期办公房投资有所减速，综合之后我们给予办公商业房投资在 2011 年 25% 增速的预测。基于该增速做敏感性分析。

对于出口，2 月份数据大幅下探至 3% 不到的个位数，前两个月的出口同比增速 16% 也不算高，这让市场对出口也有些担忧。3 月和 4 月的出口数据确实让人眼前一亮，又实现了 30% 左右的高增速，大幅缓解了市场对出口的担忧。我们认为，随着全球经济持续复苏（美国和欧元区的 PMI 均高位运行），今年出口会超预期，能够实现 23% 左右的增速，高于 18% 的市场预期水平。

图 3 出口导向型行业的出口增速（%）



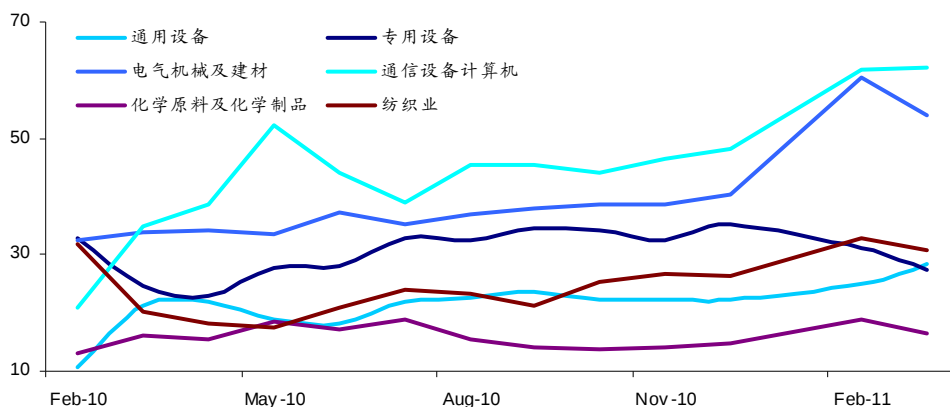
资料来源：CEIC，海通证券研究所

注：是根据 HS 行业分类法计算的数据，其中机械、通信和家电等设备制造业中包含一些非出口导向行业，因此增速回落更明显。

出口拉动最大的几个行业分别是通信计算机设备、化工、纺织、家电和机械。这几个行业的出口销售数据在前三个月大多超预期。加上我们预期下半年外部经济比上半年还略好些，对这些行业是利好。

出口亮眼使多个出口导向型行业受益，出口增长平稳或增速加快（图 3），较好的业绩明显推动这些行业固定资产投资增速提升，图 4 中明显反映了这点。出口的超预期较大程度地降低了中国经济出现大波动的风险。

图 4 多个出口导向型行业的固定资产投资增速（%）



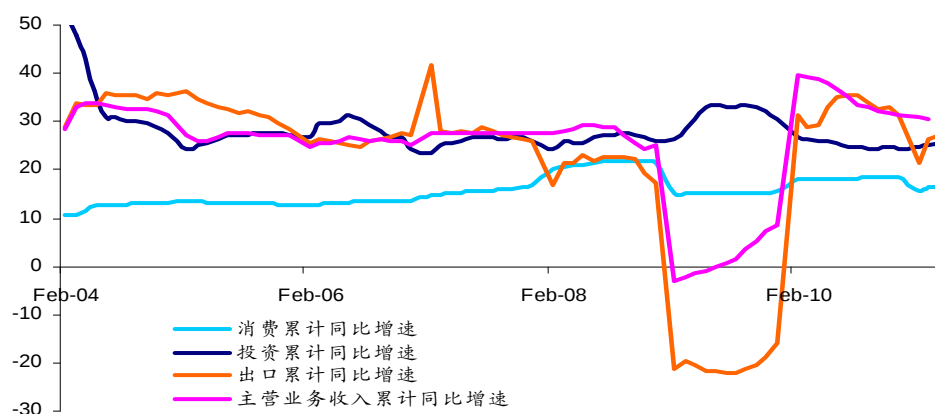
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 总需求和主营业务收入走势是一致的

企业的主营业务收入从根本上说是由总需求所决定的。分解来看，消费、投资和出口这三架马车拉动主营业务收入。

我们可以观察一下本世纪以来几次宏观调控的结果（图 5）。

图 5 主营业务收入增速的各项决定因素（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

在 2004 年，政府主要靠行政手段打压投资，把投资增速从 2004 年初的 40% 大幅压制至 2005 年初的 24.5%。此时消费增速平稳，在 13% 左右窄幅波动。而出口情况良好，从 2004 年的 35% 缓慢下滑至 28%。结果是，由三者决定的工业企业主营业务收入从 2004 年的 31% 下降至 27%，下降幅度并不大，且主要是由投资高位下滑造成的。

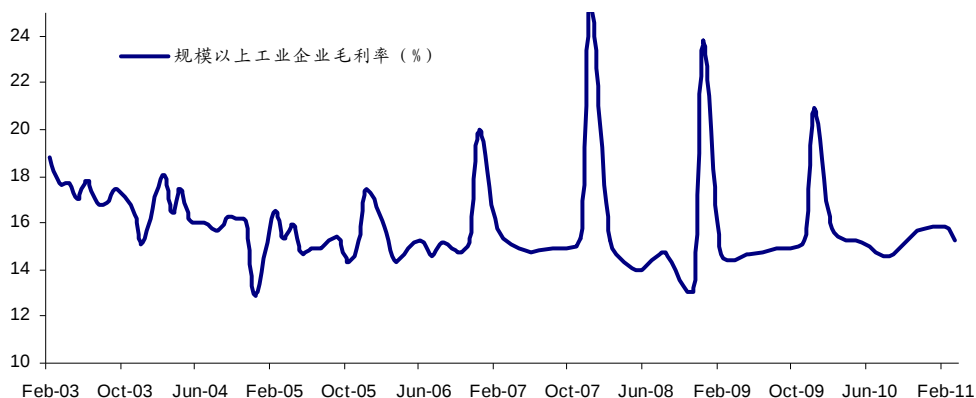
2008年,政府多次加息抗通胀,更重要的是外需在2008年下半年开始呈现暴跌走势,消费也比之前下了一个大的台阶,尽管政府推出了“四万亿”计划。2009年工业企业主营业务收入同比也出现了很大幅度的下滑,从2008年的28%下降至2009年的8.5%。

根据我们前一节的分析,我们认为今年消费增速仅比去年下一个小台阶(预测为17%),投资增速会在23%的水平,加上出口状况良好,增速也能达到24%。我们的模型测算结果显示,今年工业企业的主营业务收入增速能达到26.2%,处于和2005年和2006年差不多的水平。

3. 寻找工业企业利润增速的拐点

要跟踪利润增速变化,更得关注毛利率增速,因为它波动幅度比收入增速的波动幅度大。目前的毛利率下滑会到什么程度?持续性如何?未来趋势怎样?从2003年至今的数据来看,毛利率最低水平为2004年12月的12.9%,目前15.2%水平与历史最低值相距不远(图6)。也就是说,依据历史经验,如果不出现极端情况,目前毛利率再下行的空间有限。

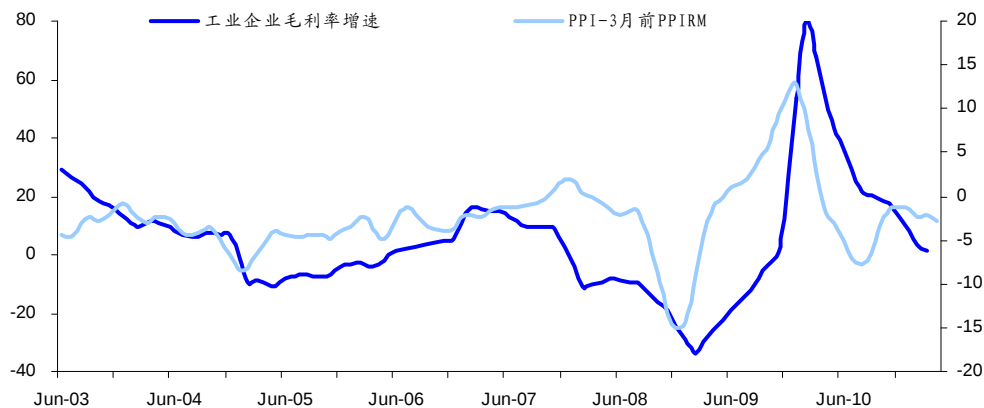
图6 规模以上工业企业毛利率(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

毛利率的变化主要取决于产品价格与成本之差的变化,我们用出厂价格指数-原材料购进价格指数来对此进行考察。由于原材料从购进到正式用于生产有一定的滞后期,因此原材料购进价格指数应该用几个月前的数据,我们此处用3个月前的数值。

图7 出厂价格与原材料价格之差领先于毛利率增速(%)

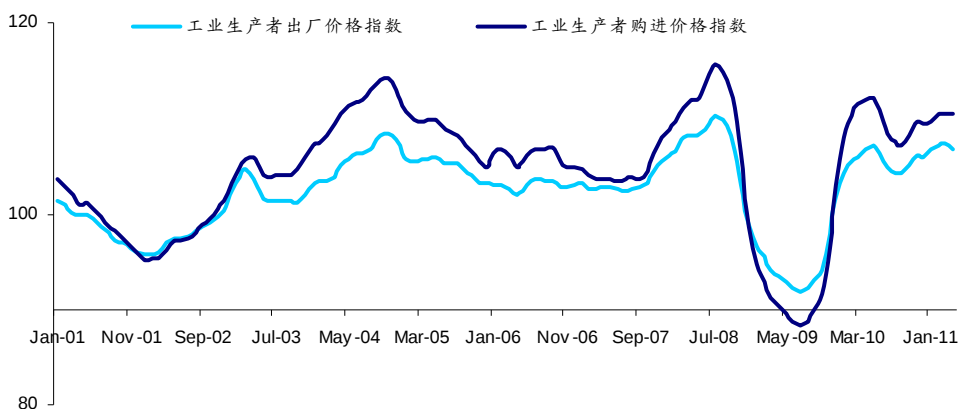


资料来源: WIND, 海通证券研究所

价差变化通常领先于实际毛利率的变化，我们将这两组数据用图表示如下。从图 7 中我们可以看出，PPI-3 个月前 PPIRM 的拐点先于毛利率增速出现，也就意味着价差变化的确先于毛利率变化。因此，我们接下来的考察重点是放在 PPI、PPIRM 的未来变化趋势和变化幅度之差上。

PPI 波动幅度会小于 PPIRM 波动幅度（图 8）。为什么会如此？这主要是由于产业链位置和库存效应决定。由于库存效应的存在，通常产业链上游的原材料投入品的价格变化幅度会大于下游的产成品价格变化幅度。

图 8 PPI 与 PPIRM (%)



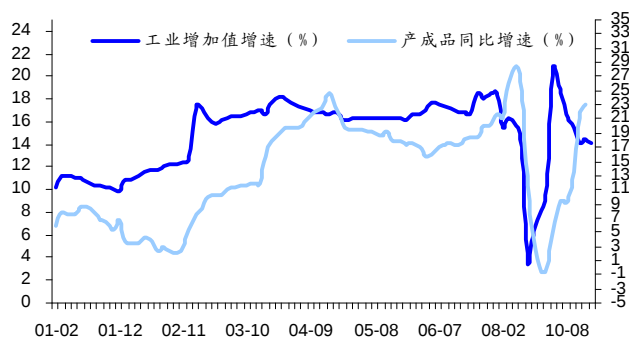
资料来源：WIND，海通证券研究所

3.1 去库存扭转失衡供需关系，PPI 小幅调整后趋于稳定

在经历了前期价格较大幅度上涨之后，需求受到高价格的抑制，反过来价格上涨的基础削弱。反映在 4 月份的 PPI 上，4 月份 PPI 同比上涨 6.8%，比 3 月份回落 0.5 个百分点。更为重要的是，PPI 的环比上涨幅度也在回落。4 月份，PPI 环比上涨 0.5%，比 3 月份的环比涨幅下降 0.5 个百分点。

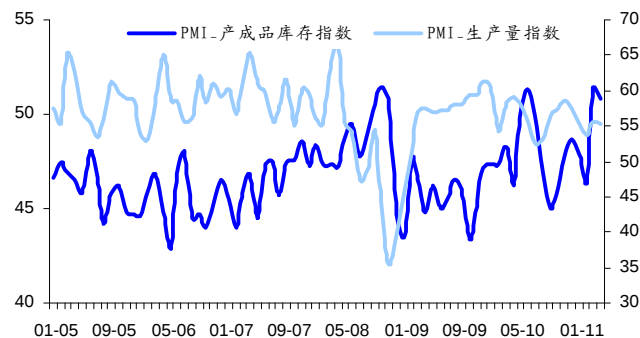
价格是供求关系的反映。前面我们已经论证了需求端相对平稳，那么，为什么目前的 PPI 出现下滑趋势呢？原因就是较大幅度的库存增长使得供需关系失衡，从而引发价格的调整。

图 9 工业增加值和产成品同比增速（2001.02-2011.04）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 10 PMI 产成品库存指数和生产量指数（2005.01-2011.04）



资料来源：WIND，海通证券研究所

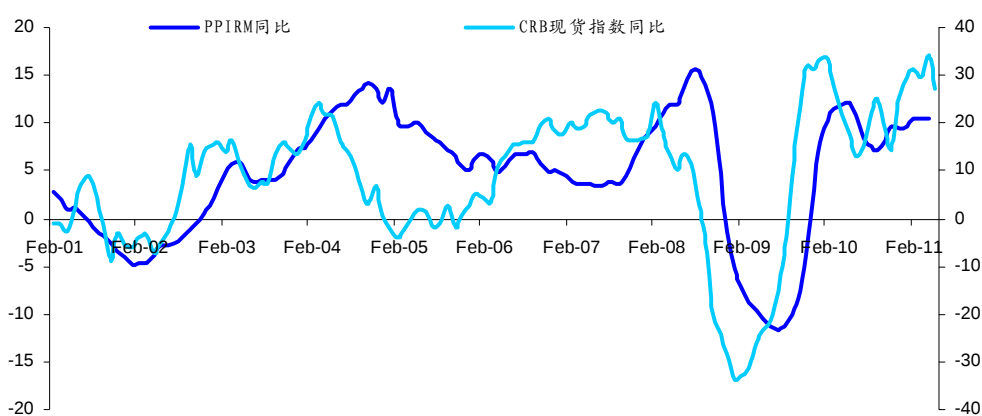
这种价格调整的幅度和持续性如何？我们认为，PPI 的下滑幅度不会太大，小幅调整后趋于稳定。因为工业生产开始减速、去库存已经展开将改善供需关系。我们用两组指标：PMI_产成品库存指数和 PMI_生产量指数、工业增加值累计增速和产成品同比累计增速展示这一过程（图 9、图 10）。

去库存的持续性和深度直接影响 PPI 的调整时间和幅度。我们认为，本轮去库存是温和的，三个月左右的调整就足以消化库存压力，从而使得 PPI 短暂下滑后趋稳。理由：第一、需求不是太弱，远好于次贷危机时的水平，从 2004 年那轮调控来看，库存调整也小。第二、本轮库存同比增速快速上升是从今年年初开始的，持续时间并不算长，而且目前的增速水平放到更长时间段来看并不算太高；第三、工业企业对库存的增加迅速作出反应并且取得初步成效，表现在 4 月份工业增加值增速大幅下降和 PMI 产成品库存指数下降。

3.2 原材料购进价格（PPIRM）在接下来几个月会大幅下滑

我们认为，中国是原油、工业金属及农产品等各种原材料的消费大国。大宗商品价格指数的走势决定了购进价格指数的波动。从下图中我们看到，CRB 指数上涨和下跌具有领先性，会带动 PPIRM（图 11）。

图 11 CRB 现货指数同比与 PPIRM 同比（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

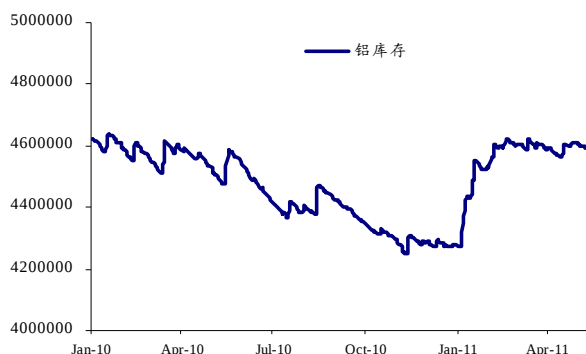
我们谨慎看待今年的大宗商品价格走势，理由有三点。

第一，这十多年大宗商品价格的上涨其实很依赖于新兴市场国家特别是中国的经济增长，例如，对铜的消费占全球消费 34%，铝 38%，锌 41%，镍 36%（2009 年数据）。中国经济在二季度放缓，从我们前面对总需求的预测来看，下半年经济增长势头和二季度持平或略好一点。中国的需求不旺会推动大宗商品价格下行，至少是盘整（中国宏观调控后 2005 年大宗商品价格震荡盘整）。今年四月份大宗商品进口明显放缓也显示了中国需求不旺，抑制了大宗商品价格。

第二，美联储第二轮量化宽松在 6 月底结束，我们认为美联储会逐步收紧货币政策，市场对此的预期会一步步抬升。在此背景下，美元还有一定的反弹空间，也对大宗商品构成压力。

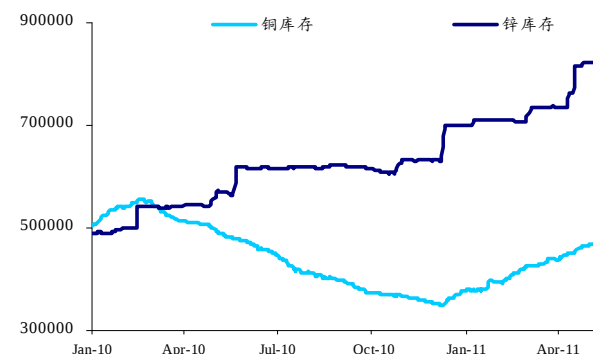
第三，近期铜、铝、锌等各种金属库存持续走高，在库存指标没有发送从高到低的反转信号之前，这些大宗商品的价格难有大的上涨空间（图 12、图 13）。

图 12 2010 年以来的 LME 铝库存 (吨)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 13 2010 年以来的 LME 铜库存和锌库存 (吨)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

我们认为，这些因素都让大宗商品难有明显的上涨空间，再考虑到去年下半年大宗商品价格大幅上涨，造成的基数效应很高，也带动 PPIRM 下滑。我们预期在未来两三个月 PPIRM 会出现较大幅度的下跌(5 月上半月的 CRB 指数同比增速已经从 4 月底的 32% 下降至 27%)。

3.3 判断工业企业利润增速的拐点

PPI-3 个月前的 PPIRM 之差将如何演化？根据我们上述的判断，PPI 将会小幅放缓后会趋于稳定，而 PPIRM 会出现较大幅度的下跌。我们可以想象，在五六月份，这个价差仍然会被压缩，因为五月和六月生产中大部分用的是四月及之前的原材料，购进价格很高，仍然会压缩工业企业的毛利率空间。

在八月份，我们很可能会看到工业企业盈利增速的积极变化。一方面，随着企业将高价原材料绝大部分转化为产成品并出售后，大宗商品价格回落和去年高基数效应会带来购进价格同比增速的大幅下滑，而出厂价格下滑幅度较小，这使得工业企业的毛利率空间得到改善。另一方面，在三季度总需求稳定的情形下，工业企业的主营业务收入增速也是平稳走势。因此，在八月份，工业企业的利润增速出现触底的迹象是大概率事件。

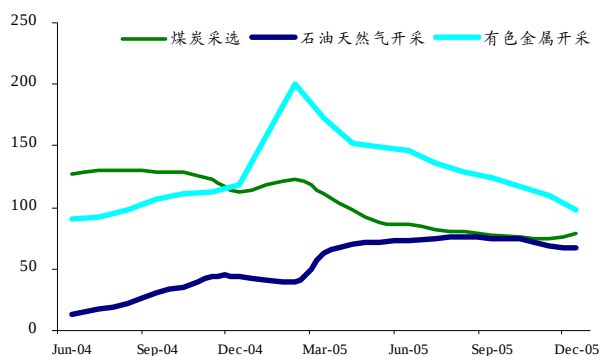
4. 工业企业利润增速演化的历史比较

2004 年至 2005 年中央政府进行了一轮宏观调控，我们可以把它和本次宏观调控进行类比。2005 年的总需求景气程度和当前差不多，消费增速 (13%) 比当前 (17%) 差一些，投资增速 (27%) 比当前 (25%) 好一些，出口增速 (28%) 比当前 (27%) 也好一些。

在总需求差不多的情况下，我们进行分行业工业企业利润增速的历史比较。

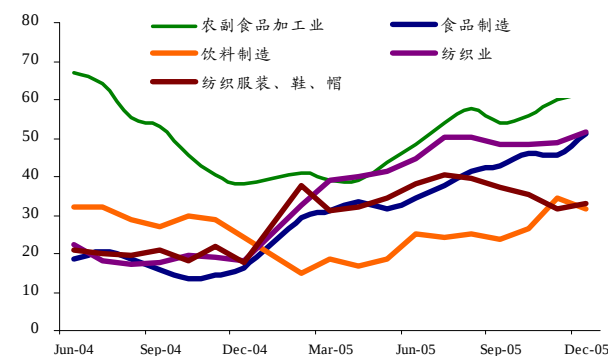
2005 年 4 月是工业企业利润增速触底反弹的拐点，之前几个月上游价格上涨进入尾声，中游利润空间受很大影响，下游也受一定影响但程度较小。在 2005 年 4 月后，随着上游价格上涨行情结束，中下游行业的利润空间得以释放，整体的工业企业利润也实现了反弹 (图 14、图 15、图 16、图 17)。

图 14 上游工业企业利润累计同比增速 (%)



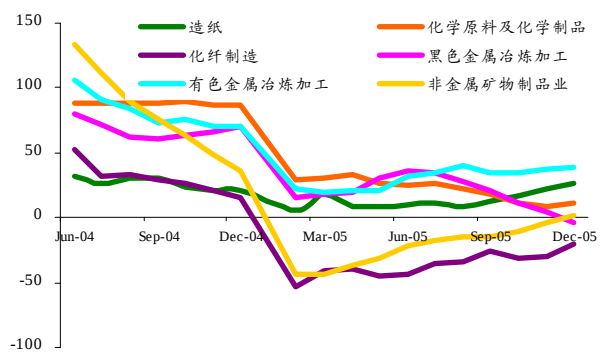
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 15 下游工业企业利润累计同比增速 (%)



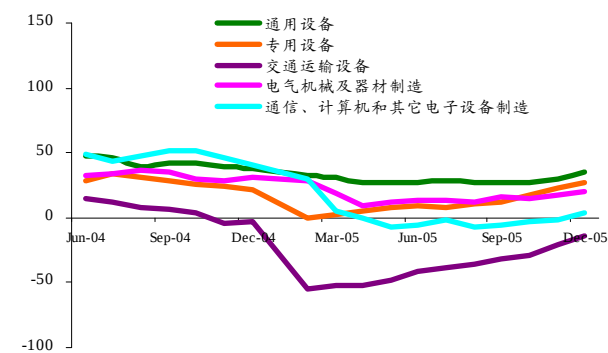
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 16 中游工业企业利润累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

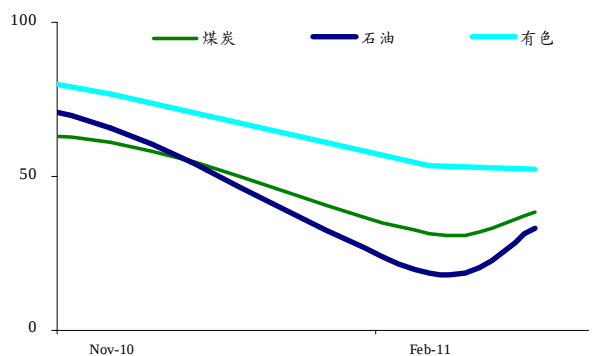
图 17 中游和下游工业企业利润累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

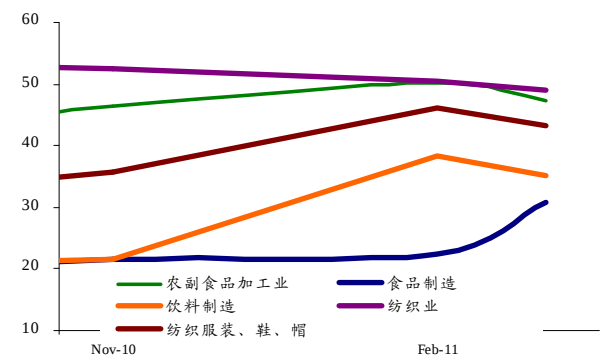
去年四季度和今年一季度,大宗商品价格居高不下,导致最近几个月企业的盈利空间受到挤压(特别是中下游)。我们认为,这种状况还会持续两三个月,随着总需求走稳和大宗商品价格涨势趋缓后下跌,八月份中下游行业的盈利空间会得到释放,整体工业企业利润增速会出现类似于 2005 年初的触底反弹(图 18、图 19、图 20、图 21)。

图 18 当前上游工业企业利润累计同比增速 (%)



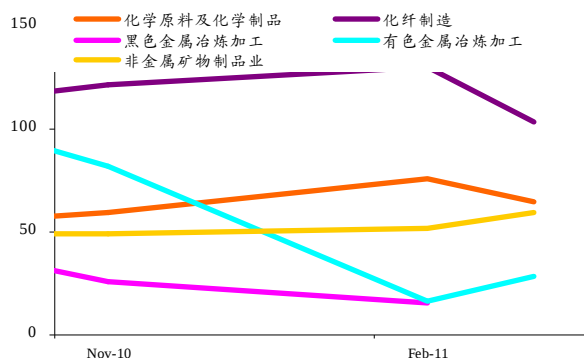
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 19 当前下游工业企业利润累计同比增速 (%)



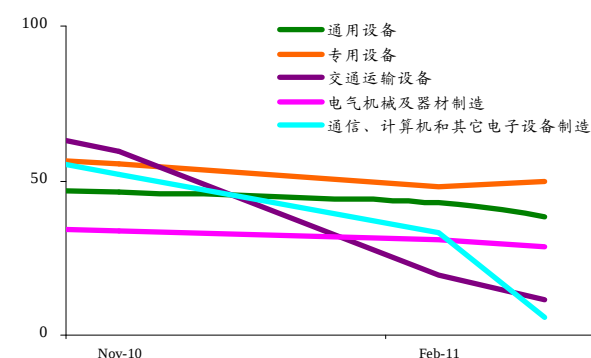
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 20 当前中游工业企业利润累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 21 当前中游和下游工业企业利润累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 等待宏观经济基本面出现积极变化

基于以上的分析,我们认为当前两三个月宏观经济呈现多重负面因素叠加的现象。然而,对下半年宏观经济也不用过度悲观,在 8 月份,宏观经济的主要指标就会发出积极的信号:通胀虽然比较高但因为翘尾因素下行,有下滑的迹象;保障房和出口这两个亮点护航经济增长;随着增长趋稳,PPIRM 下跌比 PPI 快,工业企业盈利也会触底反弹。

我们认为,宏观经济基本面在 8 月份出现改善是大概率事件(表 2)。

表 2 当前和未来三个月的宏观经济环境

	2011 年 5 月	8 月 (情形一)	8 月 (情形二)	8 月 (情形三)
通胀	高企	高企但有下滑迹象	高企	高企
增长	小幅放缓	趋稳	趋稳	下滑
工业企业盈利	下滑	触底	触底	下滑
概率		60%	30%	10%

资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘铁军：宏观经济

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

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

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

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一泽 (021) 23219387

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com

联系人

荀玉根 (021) 23219658
王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733

xyg6052@htsec.com
wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴光兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441
联系人

liuhy@htsec.com
zhh6065@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

联系人

李宏科 (021) 23219671

lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
舒 灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405
联系人

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lly5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

联系人

虞 楠 (021) 23219382

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282
联系人

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383
联系人

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com

牛 品 (021) 23219268
房 青 (021) 23219692

fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com
白瑜 (021) 23219430 baiy@htsec.com
联系人
汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com

银行业
联系人
刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业
罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

造纸轻工行业
徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962 caitq@htsec.com
刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com
张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@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 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com