

量化策略研究

2013 年 12 月 27 日

高估值，你是否师出有名？

本篇报告主要分析海外美股以及 A 股市场，行业的高估值溢价行情是否伴随着基本面的良好改善，亦或是有其他原因存在。着重分析两个市场各自高估值行业的特征，以及其中存在的共性和差异。A 股市场与美股市场（以纳斯达克行业为代表），有以下几点共性：

（1）行业基本面的大幅改善，是高溢价行情形成的充分条件。行业净利润同比增速、现金流同比增速大幅改善，尤其是盈利拐点的形成，通常必然伴随着行业的高溢价行情。在 A 股与美股市场中略有不同：A 股市场通常基本上利润与现金流同向改善，而美股市场中，现金流相对平稳很多，主导估值溢价的主要是净利润指标。

（2）行业的基本面状况，并不是行业高估值溢价行情形成的必要条件。A 股市场中军工行业较为特殊，在几个曾经进入过高估值首位的行业中，是唯一一个基本面与估值的关联并不显著的行业。原因可能是由于行业更多的受到概念、政策面的刺激。美股市场中互联网与销售行业与军工类似，我们没有找到基本面和溢价率的直接联动关系。

（3）估值溢价率指标总是先行于基本面财报的披露。无论在海外还是国内，估值表现总是领先于上市公司财报的披露。

当然，海外与国内市场高估值溢价行业，也存在一些特征上的差异：

（1）A 股市场行业的高估值行情，多数延续时间较长，通常可长达 3-4 个季度；美股纳斯达克指数中，多数高估值行业，延续高估行情的时间较短，跻身于市场估值前两名的时间不超过 3 个季度，一般而言持续两个季度即结束。这一现象说明在海外成熟市场，估值的均值回归速度明显更快。这主要与市场的投资行为和结构有一定关系。

（2）美股市场的高溢价行情，多数仅在盈利拐点（即突破性成长阶段初期）呈现，后续的平稳成长阶段投资者并不愿意给出过高估值；这一点有别于 A 股市场：以电子行业为例，电子行业在成长初期（业绩大拐点），市场给出高溢价，后期其利润增速仅维持在一个较低的稳定水平上，但高溢价行情依然延续。

相关研究

金融工程高级分析师

郑雅斌

SAC 执业证书编号：S0850511040004

电话：021-23219395

Email: zhengyb@htsec.com

目 录

1. A股市场——估值对于基本面的预测能力	4
1.1 几点结论	4
1.2 行业的具体分析	5
2. 纳斯达克行业分析	9
2.1 海外市场高估值持续时间	10
2.2 具体高估值行业的案例分析	10
3. 结论	13

图目录

图 1 有色金属行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	6
图 2 化工行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	6
图 3 电子行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	7
图 4 电子行业归属母公司净利润变动.....	8
图 5 国防军工行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	8
图 6 通信行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	9
图 7 软件服务行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	11
图 8 金属与矿产行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	11
图 9 机械行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	11
图 10 房地产投资信托行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	12
图 11 生物科技行业估值溢价率、基本面财务指标变化.....	12

表目录

表 1 各季度估值溢价最高的前两名行业.....	4
表 1 纳斯达克各季度估值溢价最高的前两名行业.....	9

本篇报告意在分析，在 A 股市场以及海外市场（以美国纳斯达克指数为代表）的不同环境中，高估值行业其是否具有跨市场的类似特征。直观理念上，高估值的存在，多数情况下源于投资者对于投资标的未来良好收益状况的预期，即：未来标的基本面具有良好改善或是持续创新高的能力。但这一逻辑是否真的能够在投资过程能够被印证，高估值是否与基本面的良好状况相伴相随？本文将在海外以及 A 股市场上分别进行实证分析。

1. A股市场——估值对于基本面的预测能力

本文我们针对行业特征进行分析，寻找历史上曾经经历过高估值溢价的行业，是否基本面对其具有良好表现。估值溢价的比较基准选用创业板指数，由于创业板指自 2010 年左右开始上市，我们分析的时段也从 2010 年开始至 2013 年。采用中信一级行业分类，共 29 个，但排除综合行业不进行分析。

首先我们需要寻找历史上的高估行业。表 1 自 2009 年年末开始，统计每个季度统计截止到季末，估值溢价最高的两个行业。表中能够看到，个别行业其出现在列表中的时间非常短，如 2009 年年末的轻工制造行业，这种行情昙花一现，持续时间不长，分析价值相对不大。我们着重分析高溢价延续了一定时间的几个行业：分别是**有色金属、国防军工、电子元器件、基础化工、通信行业**。

表 1 各季度估值溢价最高的前两名行业

截止时点	第一名	第二名
20091231	轻工制造	餐饮旅游
20100331	有色金属	基础化工
20100630	电子元器件	基础化工
20100930	电子元器件	基础化工
20101231	电子元器件	有色金属
20110331	国防军工	基础化工
20110630	国防军工	电子元器件
20110930	国防军工	电子元器件
20111231	国防军工	电子元器件
20120331	国防军工	电子元器件
20120630	国防军工	钢铁
20120930	钢铁	国防军工
20121231	有色金属	通信
20130331	通信	有色金属
20130630	通信	电力设备
20130930	通信	有色金属
20131130	钢铁	有色金属

资料来源：海通证券研究所

1.1 几点结论

经过各高估值行业的具体分析，我们大致有以下几点结论：

- **行业的高估值溢价行情，并不一定伴随着基本面的快速增长预期。**有些阶段，行业盈利状况仅属于较为稳定的状态，相对前期没有体现好的成长性，但由于前期的高成长带来的高基数效应，市场依然愿意给出行业高溢价定位。（如后续电子行业例子。）
- **行业的净利润同比增速、现金流同比增速大幅改善，通常必然伴随着行业的高溢价行情。**在我们分析的几个高溢价行业中（除军工外），在高估值行情阶段，均是由于其净利润、现金流出现了大幅上升预期，甚至是形成了盈利拐点。

- 军工行业较为特殊，在几个曾经进入过高估首位的行业中，是唯一一个基本面对估值的关联并不显著的行业。原因可能是由于行业更多的受到概念、政策面的刺激。行业内基本面可以参考的指标仅有现金流指标较为有效。

1.2 行业的具体分析

➤ 有色金属

有色金属行业估值溢价最高的时间出现在 2010 年 3 月份至 2010 年 12 月份，之后估值溢价下滑，直到 2012 年 12 月份又出现高估行情，延续至 2013 年 3 月份。

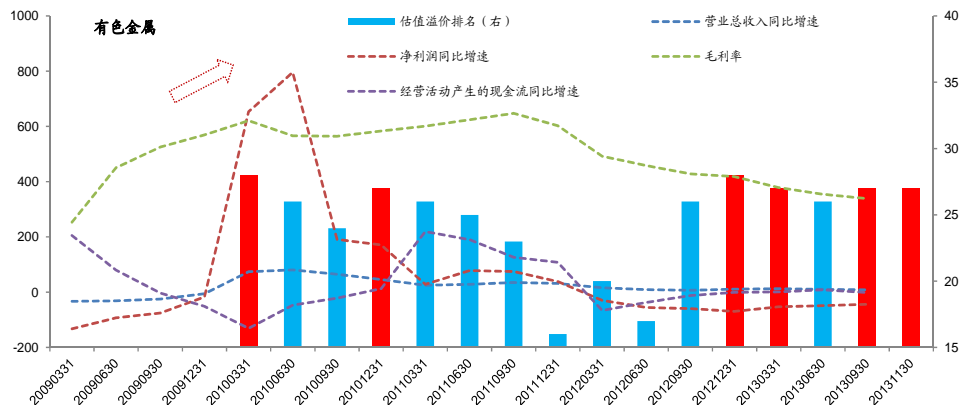
为了方便对比高估区间前后基本面的变化情况，我们在下图中展示了较长时间的估值溢价以及基本面指标的走势。分别对比**净利润同比增速（归属母公司的净利润）、营业总收入同比增速、销售毛利率、经营活动产生的现金流同比增速**这四个指标。（为了方便观察，图中毛利率指标进行了一定的同比比例放大处理。）

图中柱状图代表估值溢价趋势，我们以在 28 个行业中的溢价排名进行展示。排名最高即溢价最高的为 28 名。图中红色柱子代表当期行业估值溢价排在全市场的前两名。2010 年 3 月份，有色行业估值溢价排名第一，同时看到，行业毛利率、营业收入同比增速都达到阶段性高点。净利润的同比增速当期不是最高点，但是增幅相当显著，从 0 值附近跃升至 652%，当然这与其前期基数低有很大关系，但是利润由负转正的幅度，说明 2010 年 1 季度基本上是行业的业绩拐点。同期其现金流增速为负，达到长期以来的最低值，后续出现拐点呈现上升态势。

由此可见，**2010 年 3 月份开始有色行业的高估值溢价行情，确实伴随着其基本面的良好改善，各项指标都呈现好转趋势**。但 2012 年 12 月底以来的高估行情，各类基本面指标并没有较好表现，现金流增速、净利润增速、营业收入增速都没有太大变化，毛利率指标反而呈现出小幅下滑趋势。有色行业中，并不是所有的高估值行情都会伴随着基本面的良好走势。

注：图中我们展示的财务指标，是根据财报内容披露计算，我们对获取时间进行了一定提前。如 2010 年 3 月份的财务数据，为 2010 年一季报披露后计算出的财务指标，实际上指标的获取时间为 2010 年 4 月底，我们在图中画在自然财季结束时点，目的是为了便于比较。从市场角度考虑，由于分析师对于行业基本面走势一般都有预期，所以我们姑且假定投资者在 3 月底可以获取到行业未来基本面走势的预期。而图中的走势也能够看出，股价确实反映了未来的基本面状况，3 月底行业已经呈现高估值溢价状态，代表市场预期到其一季报内容的业绩拐点。

图 1 有色金属行业估值溢价率、基本面财务指标变化



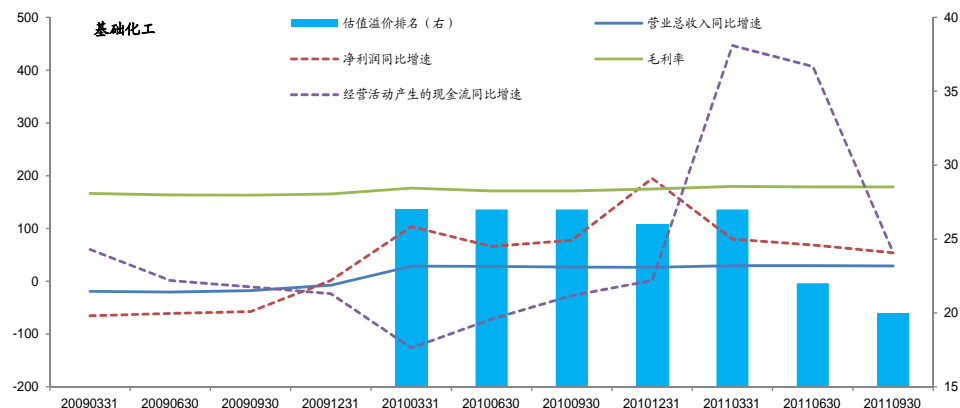
资料来源：海通证券研究所

➤ 基础化工

化工行业于2010年3月至2010年9月份处于高估值溢价阶段。下图中线形图为财务指标变化，虚线图代表其趋势与估值溢价趋势一致，实现图代表财务指标的趋势与估值走势关系不大。

净利润增速、现金流同比增速与估值溢价的走势显著一致。2010年3月份之前，净利润增速已经出现上升态势，在2010年一季度实现净利润增速的由负转正，一季报同比增速超过100%。在随后的一年中增速都保持在较高水平，且于2010年年报又上升了一个台阶。这一年中，现金流同比增速经历了创造最低点并形成拐点攀升的过程。在其估值较高的时间中，2010年3月至2011年3月，两个指标都处于较高水平且有一定提升，现金流增速的上升幅度相当显著。并且能够发现另一规律：**净利润增速的提前量相较现金流增速的提前量更早。**如：2010年一季报，净利润增速已经由负转正，估值溢价同期达到市场高位，现金流增速在2010年中报才呈现出上升趋势；2011年中报，估值溢价出现显著下降，净利润增速在2010年年报已经形成高点，随后在2011年一季报、中报期逐渐下滑，现金流增速的高点出现时间较晚，于2011年一季报时间形成，随后下滑。总体而言，两个指标的趋势与估值溢价的趋势较为一致。营业收入增速、毛利率指标的变化不大，也没有相关性呈现。

图 2 化工行业估值溢价率、基本面财务指标变化

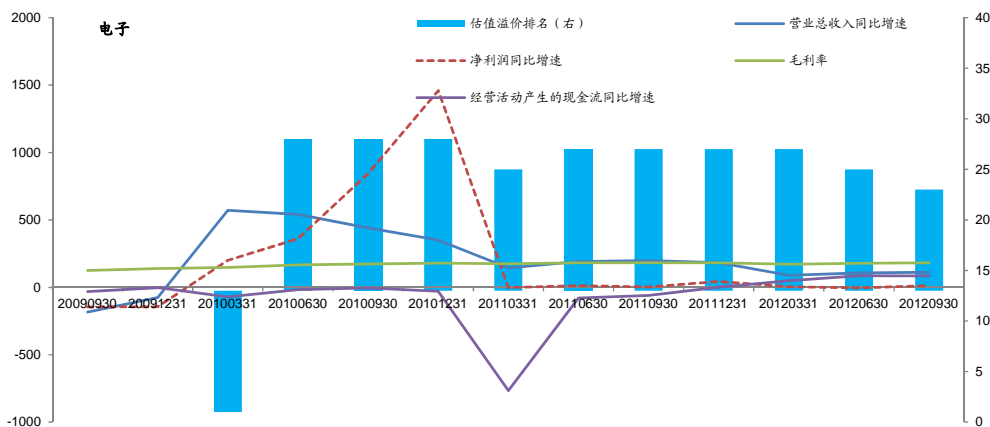


资料来源：海通证券研究所

➤ 电子元器件

电子元器件行业的高估值溢价持续时间相当长，从 2010 年 6 月份延续至 2012 年 3 月份。

图 3 电子行业估值溢价率、基本面财务指标变化

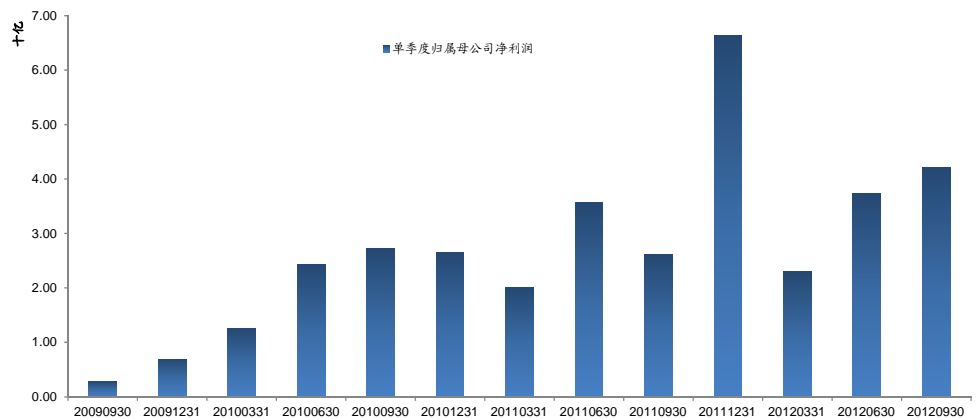


资料来源：海通证券研究所

上图中能够看出，电子行业中与估值溢价最为相关的是净利润同比增速指标，用红色虚线表示。类似于化工行业，指标具有领先性。行业于 2010 年中报开始达到高估溢价的顶峰，净利润同比增速在 2010 年一季报期间由负转正，呈现上升态势。营业收入增速与估值溢价关系不大，并且可以看出其与利润同比增速的关系也不大，投资者更关心的是净利润变化。有趣的是，在 2011 年一季度，电子的估值溢价出现了一个季度的下滑，同期净利润也出现大幅下降趋势，而多数情况下和溢价关系不大的现金流增速当期也出现了一个大的“凹陷”。在随后的 2011 年中报至 2012 年一季报时间段，由于前期的高基数，净利润增速并不高，围绕 10% 上下波动。此阶段估值溢价与净利润增速的表现关系不大。

下图中我们将电子行业的单季度归属母公司净利润展示，可以看出，2010 年下半年行业的高溢价主要出现在利润不断上涨、增速不断提升的阶段，2011 年下半年至 2012 年上半年，估值的高溢价并没有伴随着行业的成长性（高净利润增速），但当时行业利润稳定在较高水平，主要由于前期成长较快，后期的成长扩张能力有了一定停滞。

图 4 电子行业归属母公司净利润变动

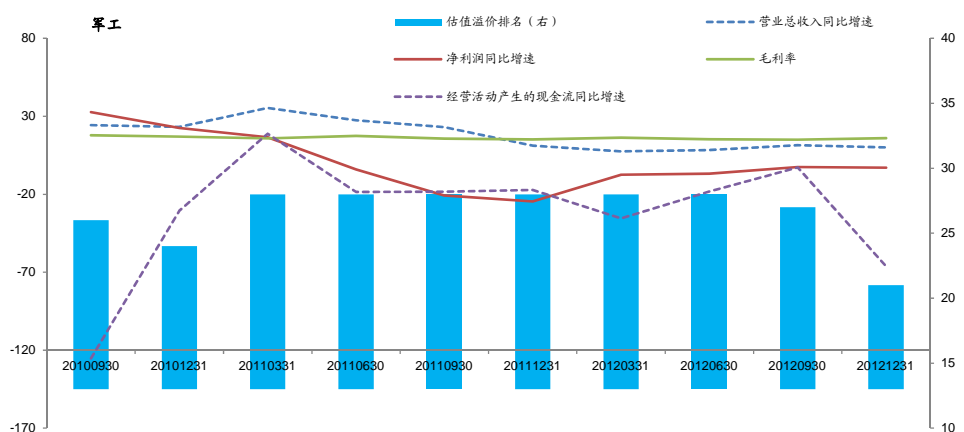


资料来源：海通证券研究所

国防军工

国防军工与上述有色、化工、电子行业的情况有一定差别，净利润增速指标与估值走势的相关性并不明显。军工行业的高估值溢价集中在 2011 年 3 月至 2012 年 9 月，同期净利润增速为负，行业并没有呈现高速增长性。营业收入增速 2011 年一季度有一定提升，但增幅并不明显。相对而言改善最大的是经营活动产生的现金流同比增速，2011 年一季度从-30%大幅跃升至 18%，虽然后期其现金流同比增速依然为负，但相对于 2010 年的数据已经有了较大改善。2012 年年报数据中，现金流增速再次经历了一个较大下滑，同期估值溢价也伴随下降。可见该行业内现金流指标相对更为重要。综合来看我们认为，国防军工的高估行情并不是反映基本面变动（除现金流指标有一定指导意义），而更多的是概念与政策性质的驱动。

图 5 国防军工行业估值溢价率、基本面财务指标变化

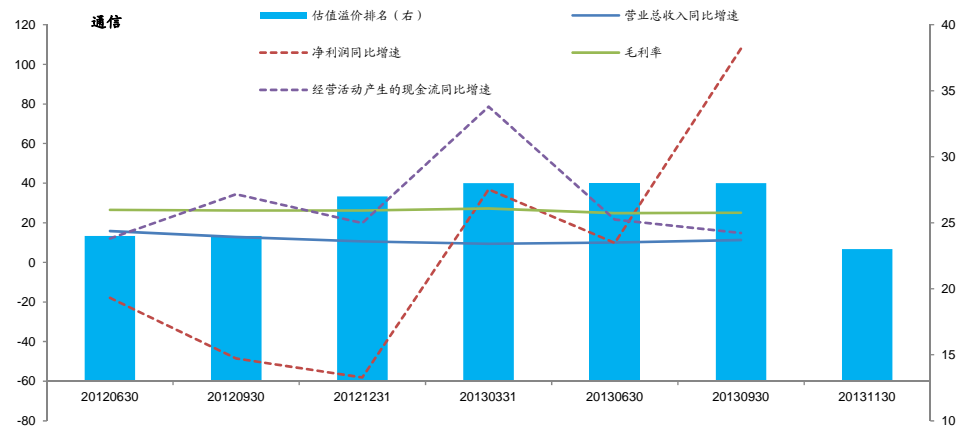


资料来源：海通证券研究所

通信

通信行业高估值溢价时间为 2013 年 3 月至 2013 年 9 月，该行业估值溢价走势与净利润同比增速、现金流同比增速直接相关。2013 年中报，两个指标同时有了大幅改善，净利润增速从-58%提升至 37%，现金流同比增速从 19%提升至 78%，说明行业基本面转好趋势显著，估值直接提升到市场前位。

图 6 通信行业估值溢价率、基本面财务指标变化



资料来源：海通证券研究所

2. 纳斯达克行业分析

纳斯达克指数下共分 67 个子行业，下表中我们按照季度频率，统计了截止各个自然季度末点，所有子行业中相对纳斯达克指数估值溢价最高的两个子行业。我们着重分析 2008 年之后的数据。

表 2 纳斯达克各季度估值溢价最高的前两名行业

截止时点	第一名	第二名
200412	Construction & Engineering (13 securities)	Media (72 securities)
200503	Construction & Engineering (13 securities)	Media (72 securities)
200506	Aerospace & Defense (18 securities)	Metals & Mining (22 securities)
200509	Hotels Restaurants & Leisure (67 securities)	Pharmaceuticals (69 securities)
200512	Hotels Restaurants & Leisure (67 securities)	Internet Software & Services (99 securities)
200603	Construction & Engineering (13 securities)	Real Estate Investment Trusts (REITs) (15 securities)
200606	Construction & Engineering (13 securities)	Metals & Mining (22 securities)
200609	Health Care Equipment & Supplies (106 securities)	Biotechnology (201 securities)
200612	Auto Components (17 securities)	Pharmaceuticals (69 securities)
200703	Auto Components (17 securities)	Health Care Equipment & Supplies (106 securities)
200706	Internet & Catalog Retail (35 securities)	Health Care Equipment & Supplies (106 securities)
200709	Auto Components (17 securities)	Internet & Catalog Retail (35 securities)
200712	Transportation Infrastructure (3 securities)	Auto Components (17 securities)
200803	Biotechnology (201 securities)	Transportation Infrastructure (3 securities)
200806	Transportation Infrastructure (3 securities)	Airlines (8 securities)
200809	Building Products (12 securities)	Biotechnology (201 securities)
200812	Paper & Forest Products (2 securities)	Real Estate Investment Trusts (REITs) (15 securities)
200903	Paper & Forest Products (2 securities)	Diversified Telecommunication Services (24 securities)
200906	Consumer Finance (13 securities)	Metals & Mining (22 securities)
200909	Metals & Mining (22 securities)	Automobiles (2 securities)
200912	Road & Rail (20 securities)	Machinery (45 securities)
201003	Real Estate Management & Development (14 securities)	Machinery (45 securities)
201006	Containers & Packaging (4 securities)	Aerospace & Defense (18 securities)
201009	Professional Services (26 securities)	Biotechnology (201 securities)
201012	Oil, Gas & Consumable Fuels (71 securities)	Energy Equipment & Services (20 securities)
201103	Internet Software & Services (99 securities)	Diversified Telecommunication Services (24 securities)
201106	Internet Software & Services (99 securities)	Internet & Catalog Retail (35 securities)
201109	Real Estate Investment Trusts (REITs) (15 securities)	Energy Equipment & Services (20 securities)
201112	Real Estate Investment Trusts (REITs) (15 securities)	Internet & Catalog Retail (35 securities)
201203	Leisure Equipment & Products (9 securities)	Internet & Catalog Retail (35 securities)
201206	Leisure Equipment & Products (9 securities)	Internet & Catalog Retail (35 securities)
201209	Diversified Telecommunication Services (24 securities)	Personal Products (15 securities)
201212	Internet Software & Services (99 securities)	Construction & Engineering (13 securities)
201303	Internet Software & Services (99 securities)	Real Estate Management & Development (14 securities)
201306	Oil, Gas & Consumable Fuels (71 securities)	Health Care Technology (16 securities)

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

201309

Internet & Catalog Retail (35 securities)

Automobiles (2 securities)

资料来源：海通证券研究所, Bloomberg

2.1 海外市场高估值持续时间

简单从各个行业的高估值延续时间来看，美股市场和 A 股市场有着一大显著区别：

A 股市场行业的高估值行情，多数延续时间较长，通常可长达 3-4 个季度；

美股纳斯达克指数中，多数高估值行业，延续高估行情的时间较短，跻身于市场估值前两名的时间不超过 3 个季度，一般而言持续两个季度即结束。

这一现象说明在海外成熟市场，估值的均值回归速度明显更快，这与市场的投资行为和结构有一定关系。相对而言，海外市场中套利交易者的比例更高，当趋势型交易者形成了一段趋势行情后，套利交易投资者一旦发现其中有高估偏离的情况，可能就会进行套利交易使得股票、行业出现均值回归。而在 A 股市场中，虽然有着一定做空工具，但是常年来的投资习惯形成的趋势型交易行为更容易产生价格的长期偏离现象。

2.2 具体高估值行业的案例分析

我们重点对 2008 年以来经历过高估行情的几个行业进行分析，以他们为案例对比海外成熟市场和 A 股市场之间高估值标的的特征。2008 年以来，分别有以下行业有过连续两个季度、两个季度以上的高估行情：

生物科技（Biotechnology）

金属与矿产（Metals & Mining）

机械行业（Machinery）

互联网销售（Internet & Catalog Retail）

房地产投资信托（Real Estate Investment Trusts(REITs)）

软件服务(Internet Software & Services)

类似于 A 股市场研究，我们针对每个行业提取财报中的收入、毛利率、净利润、经营活动产生的现金流这四个财务指标进行分析。估值溢价采用行业的溢价率排名代表，纳斯达克共有 67 个子行业，我们提出样本股极少的 3 个行业，剩余 64 个行业进行分析。故而溢价率排名最高即为市场上第 64 位。

● 绝大多数行业，估值是净利润的有效先行指标

为了方便比较，我们将毛利率、净利润进行一定比例放大，主要观察趋势。在软件服务、金属与矿产以及机械、房地产投资信托行业中，我们能够看到几个共同特征：1、毛利率、经营活动产生的现金流量非常稳定；2、净利润与收入正相关性极高；3、高估行情基本提前一到两个季度反映净利润的上涨态势。

我们在图中将行业估值排名市场前两位的时间段用红色柱状图代表，可以明显看到，高估行情总是领先于净利润的正向增长。由于财报公布时点总是晚于财季期，我们在图中看到的同一个时点的折线图和柱状图，柱状图的真实可观测时间更为提前。软件服务、机械行业中可以看出，估值表现的提前量更大，往往在净利润的拐点处已经出现高估行情，说明市场投资者通常能够预测到未来的盈利拐点。**这一特征与 A 股极为类似，**

不同的是，A 股市场上现金流的同比增速改善往往与高溢价相伴相随，而美股市场现金流并不具备这一特征。我们简单猜测，美股公司对于现金流的管理更为高效，不会出现过大的现金流波动，通常稳定在一定水平，有利于提高资金利用效率。

图 7 软件服务行业估值溢价率、基本面财务指标变化

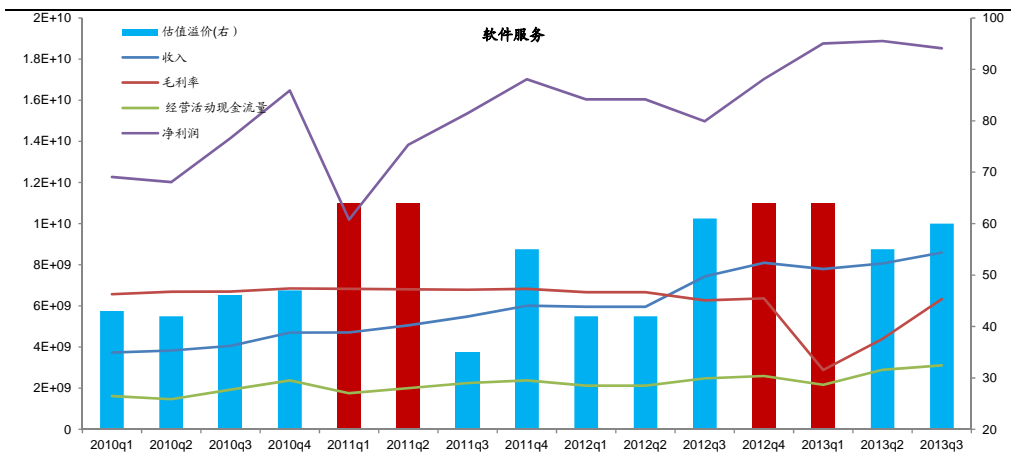


图 8 金属与矿产行业估值溢价率、基本面财务指标变化

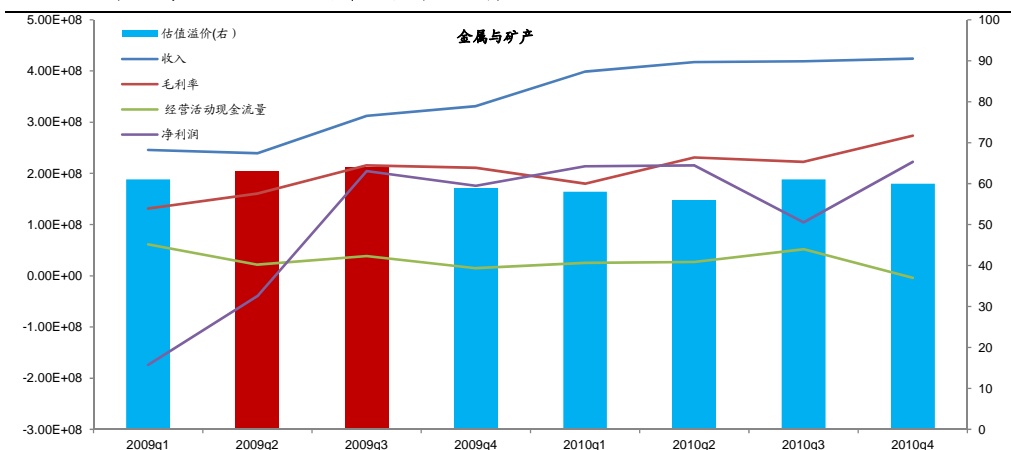
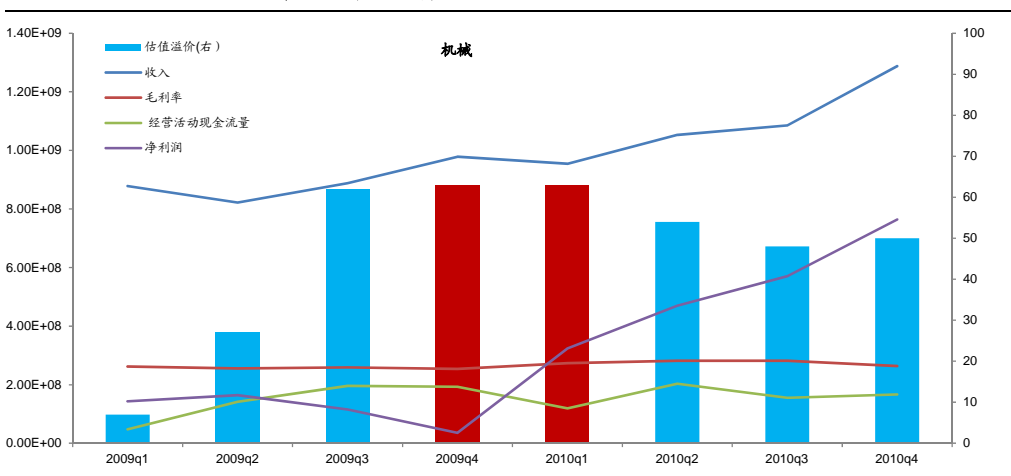


图 9 机械行业估值溢价率、基本面财务指标变化

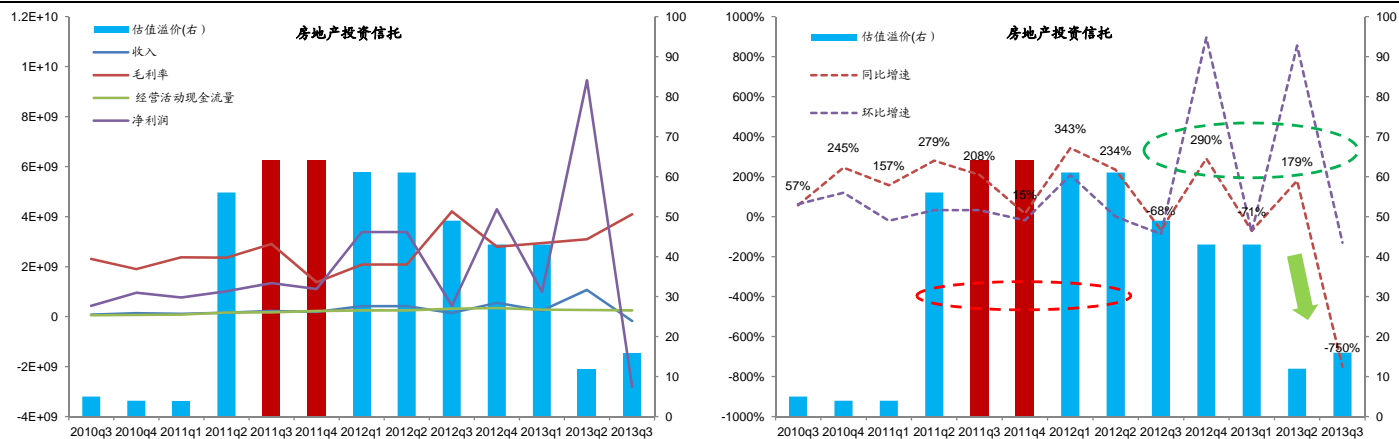


资料来源：海通证券研究所

房地产投资信托行业的净利润不如前三个行业趋势明显，有一定波动存在，我们在图 10 中的右图将净利润的同比、环比增速列示出来方便进行对比。在红色圈区间，净

利润同比增速进入到较高的稳定成长阶段，估值溢价因此抬高，但仅在成长初期排名可跻身于市场前两名。后续利润增速震荡严重（绿色圈中），溢价率也开始下降。2013年三季度，净利润经历了大幅下滑，估值水平先于基本面一个季度，在 2013 年二季度已经体现。

图 10 房地产投资信托行业估值溢价率、基本面财务指标变化

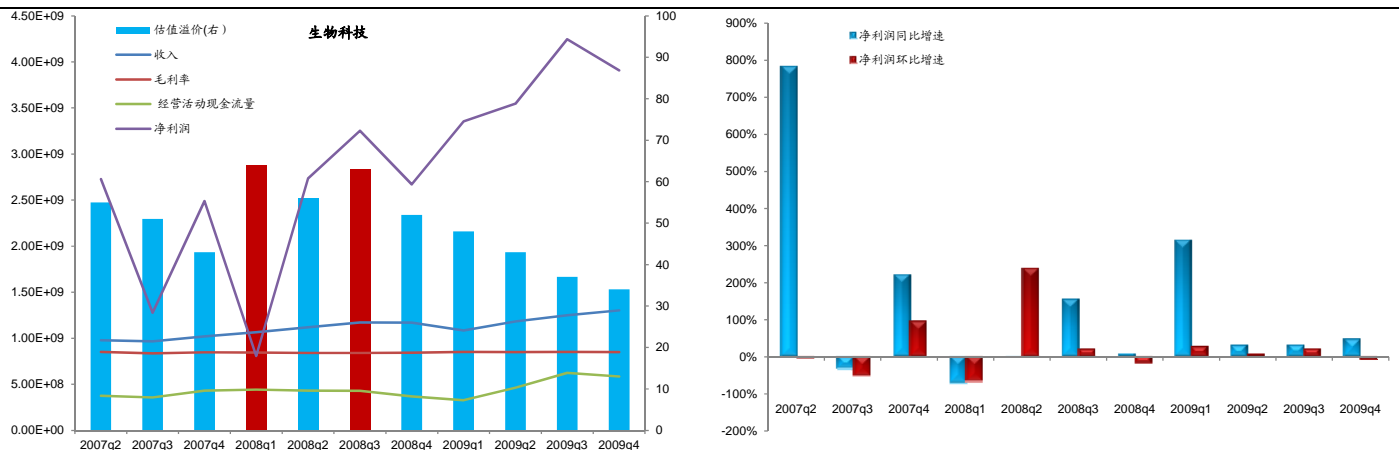


资料来源：海通证券研究所

● 业绩拐点更容易形成高估值行情

与上节我们提到的特征一致，生物科技行业的高估值行情也是出现在净利润的业绩拐点时刻。如图 11 中的左图，2008 年一季度是个明显的业绩拐点，2008 年二季度净利润环比增速高达 200%。而单纯从净利润指标看，2009 年一季度至四季度的行情，净利润趋势上升，具有稳定增速，但市场并没有给出高溢价定价。观察同期净利润环比、同比增速，虽然上升趋势稳定，但其业绩对于投资者的震撼力远远不如业绩拐点重要。这一点有别于 A 股市场：以电子行业为例，电子行业在成长初期（业绩大拐点），市场给出高溢价，后期其利润增速仅维持在一个较低的稳定水平上，但高溢价行情依然延续；相反的，美股市场投资者对于平稳的增速并不愿意给出过高估值。

图 11 生物科技行业估值溢价率、基本面财务指标变化



资料来源：海通证券研究所

在美股市场中，与 A 股市场我们在军工行业中找不到基本面和估值溢价的直接关系类似，在互联网与销售行业，我们也没有发现基本面和溢价率之间的直接联动关系，这说明估值溢价率虽然多数情况下受基本面要素驱动，但不排除在个别行业中，有更复杂

的互动关系存在。

3. 结论

A 股市场与美股市场（以纳斯达克行业为代表）有以下几点共性：

（1）行业基本面的大幅改善，是高溢价行情形成的充分条件。行业的净利润同比增速、现金流同比增速大幅改善，尤其是盈利拐点的形成，通常必然伴随着行业的高溢价行情。在 A 股与美股市场中略有不同：A 股市场通常基本面上利润与现金流同向改善，而美股市场中，现金流相对平稳很多，主导估值溢价的主要是净利润指标。

（2）行业的基本面状况，并不是行业高估值溢价行情的必要条件。A 股市场中军工行业较为特殊，在几个曾经进入过高估首位的行业中，是唯一一个基本面与估值的关联并不显著的行业。原因可能是由于行业更多的受到概念、政策面的刺激。美股市场中互联网与销售行业与军工类似，我们没有找到基本面和溢价率的直接联动关系。

（3）估值溢价率指标总是先行于基本面情况的披露。无论在海外还是国内，估值表现，总是领先于上市公司财报的披露。

当然，海外与国内高估值溢价行业，也存在一些特征上的差异：

（1）A 股市场行业的高估值行情，多数延续时间较长，通常可长达 3-4 个季度；美股纳斯达克指数中，多数高估值行业，延续高估行情的时间较短，跻身于市场估值前两名的时间不超过 3 个季度，一般而言持续两个季度即结束。这一现象说明在海外成熟市场，估值的均值回归速度明显更快。这主要与市场的投资行为和结构有一定关系。

（2）美股市场的高溢价行情，多数仅在盈利拐点（即突破性成长阶段初期）呈现，后续的平稳成长阶段投资者并不愿意给出过高估值；这一点有别于 A 股市场：以电子行业为例，电子行业在成长初期（业绩大拐点），市场给出高溢价，后期其利润增速仅维持在一个较低的稳定水平上，但高溢价行情依然延续。

信息披露

分析师声明

郑雅斌：金融工程

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 副所长
(021) 23219403

luying@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586

gaodd@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422

kljiang@htsec.com

姜 超 所长助理
(021) 23212042

Jc9001@htsec.com

赵晓光 所长助理
(021) 23212041

zxcg061@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042
陈 勇(021)23219800
曹 阳(021)23219981
高 远(021)23219669
周 霞(021)23219807
联系人
顾清涛(021)23219394

jc9001@htsec.com
cy8296@htsec.com
cy8666@htsec.com
gaoy@htsec.com
zx6701@htsec.com
gxx8737@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042
徐莹莹(021)23219885
李 宁(021)23219431
倪玉娟(021)23219820

jc9001@htsec.com
xyy7285@htsec.com
lin@htsec.com
nyj6638@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴(021)23219449
丁鲁明(021)23219068
郑雅斌(021)23219395
冯佳睿(021)23219732
朱剑涛(021)23219745
杨 勇(021)23219945
张欣慰(021)23219370
联系人
戚飞跃(021)23219984
纪锡鹏(021)23219948

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
yy8314@htsec.com
zxw6607@htsec.com

dfy8739@htsec.com
jxl8404@htsec.com

金融产品研究团队

单开佳(021)23219448
倪韵婷(021)23219419
罗 震(021)23219326
唐洋运(021)23219004
王广国(021)23219819
孙志远(021)23219443
陈 亮(021)23219914
陈 瑶(021)23219645
伍彦妮(021)23219774
曾逸名(021)23219773
桑柳玉(021)23219686
陈韵骋(021)23219444
田本俊(021)23212001

shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
zym6586@htsec.com
sly6635@htsec.com
cyc6613@htsec.com
tbj8936@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658
陈瑞明(021)23219197
汤 慧(021)23219733
王 旭(021)23219396
李 珂(021)23219821

xyg6052@htsec.com
chenrm@htsec.com
tangh@htsec.com
wx5937@htsec.com
lk6604@htsec.com

中小市值团队

邱春城(021)23219413
钮宇鸣(021)23219420
何继红(021)23219674
孔维娜(021)23219223

qiucc@htsec.com
ymniu@htsec.com
hejh@htsec.com
kongwn@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434
陈久红(021)23219393
吴一萍(021)23219387
联系人
朱 蕾(021)23219946
周洪荣(021)23219953

lml@htsec.com
chenjiuhong@htsec.com
wuyiping@htsec.com
zl8316@htsec.com
zhr8381@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖(021)23219403
汪立亭(021)23219399
潘 鹤(021)23219423
李宏科(021)23219671

luying@htsec.com
wanglt@htsec.com
panh@htsec.com
lhk6064@htsec.com

电子元器件行业

赵晓光(021)23212041
郑震湘(021)23219816

zxcg061@htsec.com
zxx6787@htsec.com

互联网及传媒行业

刘佳宁(0755)82764281
白 洋(021)23219646
薛婷婷(021)23219775

ljin8634@htsec.com
baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404
王晓林(021)23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华(021)23219411
熊哲颖(021)23219407
胡宇飞(021)23219810
联系人
黄 威(021)23219963

longh@htsec.com
xzy5559@htsec.com
hyf6699@htsec.com
hw8478@htsec.com

公用事业

陆凤鸣(021)23219415
汤砚卿(021)23219768
联系人
李心宇(021)23212163

lufm@htsec.com
tyq6066@htsec.com
lxy9298@htsec.com

非银行金融行业

丁文韬(021)23219944
李 欣(010)58067936
联系人
吴绪越(021)23219947

dwt8223@htsec.com
lx8867@htsec.com
wxy8318@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391

liuyq@htsec.com

建筑工程行业

赵 健(021)23219472
张显宁(021)23219813

zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

医药行业

周 锐(0755)82780398
余文心(0755)82780398
刘 宇(021)23219608
江 琦(021)23219685
王 威(0755)82780398
郑 琴(021)23219808
刘 杰(021)23219269
冯皓琪(021)23219709

zr9459@htsec.com
ywx9460@htsec.com
liuy4986@htsec.com
jq9458@htsec.com
ww9461@htsec.com
zq6670@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405
夏 木(021)23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

银行业

刘 瑞(021)23219635
林媛媛(0755)23962186

lr6185@htsec.com
lly9184@htsec.com

房地产业

涂力磊(021)23219747
谢 盐(021)23219436
贾亚重(021)23219421

tl5535@htsec.com
xiey@htsec.com
jiayt@htsec.com

基础化工行业

曹小飞(021)23219267
张 瑞(021)23219634
联系人
朱 睿(021)23219957

caoxf@htsec.com
zr6056@htsec.com
zr8353@htsec.com

有色金属行业

钟 奇(021)23219962
施 毅(021)23219480
刘 博(021)23219401

zq8487@htsec.com
sy8486@htsec.com
liub5226@htsec.com

计算机行业

陈美凤(021)23219409
蒋科(021)23219474
联系人
王秀钢(010)58067934
安永平(021)23219950

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com
wxg8866@htsec.com
ayp8320@htsec.com

社会服务业

林周勇(021)23219389

lzy6050@htsec.com

交通运输行业

黄金香(021)23212081
钱列飞(021)23219104
虞楠(021)23219382
联系人
姜明(021)23212111

hxx9114@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
jm9176@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244
联系人
宋伟(021)23219949

chenzy@htsec.com
sw8317@htsec.com

通信行业

徐力(010)58067940
侯云哲(021)23219815

xl9312@htsec.com
hyz6671@htsec.com

汽车行业

赵晨曦(021)23219473
陈鹏辉(021)23219814

zhaocx@htsec.com
cph6819@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩(021)23219383
牛品(021)23219390
房青(021)23219692
徐柏乔(021)23219171

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com
xbq6583@htsec.com

食品饮料行业

赵勇(0755)82775282
马浩博(021)23219822

zhaoyong@htsec.com
mhb6614@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳(021)23219767

xl6048@htsec.com

煤炭行业

朱洪波(021)23219438

zhh6065@htsec.com

建筑建材行业

周煜(021)23219972

zy9445@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 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381
姜洋 (021)23219442
高臻 (021)23219386
季唯佳 (021)23219384
胡雪梅 (021)23219385
黄毓 (021)23219410
朱健 (021)23219592
黄慧 (021)23212071
卢倩 (021)23219373
孙明 (021)23219990
孟德伟 (021)23219989

hzh@htsec.com
jy7911@htsec.com
gaoqin@htsec.com
jiwj@htsec.com
huxm@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
hh9071@htsec.com
lq7843@htsec.com
sm8476@htsec.com
mdw8578@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
郭文君 (010)58067996 gwj8014@htsec.com
隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
张楠 (010)58067935 zn7461@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