

相关研究

《货币超增买什么？——理解资产配置变化的逻辑》2020.05.10

《纾困优先，货币协同——美国救助政策的利与弊》2020.05.06

《如何避免被美元收割——货币政策独立、货币自由兑换！》2020.05.05

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

基建投资：粮草已备，兵马可期！

投资要点：

- **使命召唤：疫情冲击经济，基建成为抓手。**受新冠肺炎疫情冲击，一季度经济增速创下新低，海外疫情蔓延仍较严重，势必会对出口形成拖累，稳增长主要靠扩大内需。减税和补贴能够稳定消费，但投资依然是重要抓手，从以往经验看，房地产和基建投资通常是主要对冲手段。但在“房住不炒”的政策基调下，恐难像以往那样通过刺激地产来托底经济，而基建投资也已低迷已久，料将成为 20 年投资端拉动经济的希望所在。
- **前世今生：基建三轮发力，融资决定投资。**过去两年基建投资缘何低迷？我们不妨先对基建投资的前世今生进行回顾，07 年以来我国经历了三轮基建投资发力。**第一轮是在 09 年**，这次基建发力是四万亿财政刺激叠加信贷宽松条件下，多方面因素形成合力的结果。**第二轮是在 12-13 年**，这一时期基建投资增速上行主要由城投平台崛起、非标融资复苏所带动。**第三轮是在 15-16 年**，虽然基建投资增速并未出现明显上行，但得益于地方政府隐性债务的大局扩张，使得基建投资增速高位企稳。也正是在这样的背景下，17 年金融去杠杆横空出世，使得基建投资增速大幅回落。
- **粮草已备：融资三管齐下，基建投资蓄力。**在经济承压、房住不炒、财政发力的三重背景下，20 年基建投资值得期待，我们从基建融资来预判基建投资。**首先是自筹资金**，占比较高，内容庞杂。我们预计 20 年新增地方专项债规模有望大幅攀升，而投向基建的比例也将显著提升，有望抵消因土地成交转冷带来的土地出让金收入增速放缓，从而带动政府性基金支出增速小幅上升。我们预测 20 年债券净融资或较 19 年基本持平，PPP 项目稳定增长，非标融资降幅收窄。综合来看，我们预测自筹资金增速或回升至 10% 左右。**其次是预算内资金。**从历史经验看，财政收入占 GDP 的比重、预算内资金占财政支出的比重均相对稳定。我们预测，20 年有望实现 6% 左右的名义 GDP 增速，而广义财政赤字有望上升至 8 万亿元。我们据此预测 20 年预算内资金为 3.4 万亿元，同比增速回升至 16%。**第三是国内贷款。**基建投资资金来源中的国内贷款占当年新增贷款的比重整体保持稳定，我们预测 20 年信贷增速 11.4%，并据此预测 20 年国内贷款约为 3.05 万亿元，同比增长 7.2%。**最后是利用外资和其他资金。**我们假设 18-20 年利用外资规模较 17 年保持稳定，其他资金按照现有速率低速增长。综合来看，20 年基建融资总额有望实现 11% 的增速。
- **兵马可期：结构腾笼换鸟，信息服务崛起。**而随着产业结构的不断升级，“基建投资”的含义和口径也发生了明显变化。统计局在 15 年后所公布的“基础设施投资”不再包含电力热力，而是主要包括了交通运输、水利设施 and 信息服务等行业。值得注意的是，虽然同样依赖政府资金，但各子行业过去几年境遇不同，原因主要是融资来源和融资增速存在差异。比如，过去几年水利设施虽然占比较高，但因融资主要来自地方项目，在地方政府举债受限的背景下，增速明显放缓；而信息服务占比虽然较低，但中央项目占比达到 36%，因而增速持续领跑。**展望 20 年**，无论是从产业升级还是从融资结构来看，以信息服务业为代表的“新基建”都大有可为！

目 录

1. 使命召唤：疫情冲击经济，基建成为抓手	4
2. 前世今生：基建三轮发力，融资决定投资	5
3. 粮草已备：融资三管齐下，基建投资蓄力	7
3.1 自筹资金：专项债发力，增速企稳回升	8
3.2 预算内资金：上调赤字率，增速明显提升	9
3.3 国内贷款：宽信贷延续，增速稳中略降	10
4. 兵马可期：结构腾笼换鸟，信息服务崛起	11

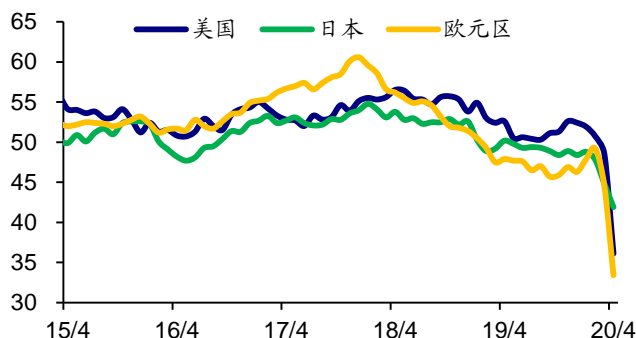
图目录

图 1	美国、日本和欧元区制造业 PMI (%)	4
图 2	三大需求对 GDP 的拉动 (%)	4
图 3	中国居民部门杠杆率 (%)	4
图 4	17-19 年地产、制造业和基建三类投资增速 (%)	5
图 5	基建投资和 GDP 累计同比增速 (%)	5
图 6	01-11 年间我国财政赤字和实际赤字率	6
图 7	金融机构中长期贷款余额同比增速 (%)	6
图 8	09 年主要金融机构新增中长期贷款投向	6
图 9	城投债净融资额 (亿元)	6
图 10	每月新增非标融资金额 (亿元)	6
图 11	地方政府隐性债务余额及环比增速	7
图 12	历年基建投资资金来源 (亿元)	7
图 13	历年基建投资、融资规模及增速	8
图 14	全国、地方政府性基金收入、土地出让收入同比增速 (%)	8
图 15	新增地方专项债及投向基建规模 (亿元)	8
图 16	城投债、铁道债、发改委专项债净融资额 (亿元)	9
图 17	PPP 项目投资额: 执行阶段 (亿元)	9
图 18	基建自筹资金规模及增速	9
图 19	历年基建投资预算内资金占财政支出的比重 (%)	10
图 20	历年财政收入占 GDP 的比重 (%)	10
图 21	历年基建投资预算内资金规模及增速	10
图 22	历年基建投资国内贷款规模及增速	11
图 23	历年基建投资国内贷款规模及增速	11
图 24	基础设施投资统计口径	12
图 25	17 年基建投资中各部分占比情况 (不含农户)	12
图 26	基建投资相关行业累计同比增速 (%)	12
图 27	17 年固定资产投资和基建投资各部分资金来源占比 (%)	13
图 28	各部分基建投资中央和地方项目比重	13
图 29	“新基建”主要内容	13

1. 使命召唤：疫情冲击经济，基建成为抓手

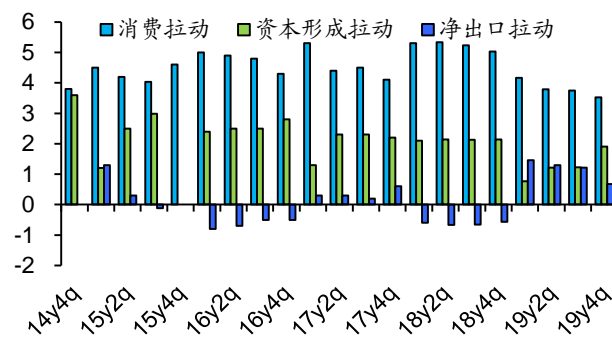
经济增长遭遇压力，对冲手段地产基建。18年以来我国经济增长趋缓，但受到新冠肺炎疫情的冲击，20年一季度实际GDP同比增速大幅下滑至-6.8%，自92年以来季度增速首次录得负增长，名义GDP增速也下滑转负至-5.3%。当前虽然国内本土疫情基本得到控制，但海外疫情蔓延仍较严重，形成对外需的拖累，这势必会干扰到我国的出口。稳增长主要靠扩大内需，今年除了减税和补贴稳定消费以外，稳投资也是重要抓手，其中房地产和基建投资通常是主要对冲手段。

图1 美国、日本和欧元区制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

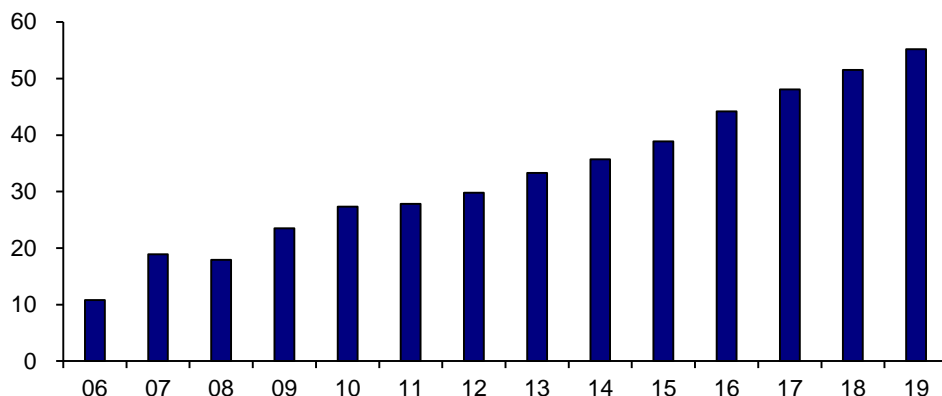
图2 三大需求对 GDP 的拉动 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

房住不炒未见松动，地产刺激恐难指望。但在“房住不炒”的政策基调下，恐难像以往那样通过刺激地产来托底经济。15-17年间，居民杠杆迅速上升，使得“房住不炒”成为强约束。16年底中央经济工作会议首提“房住不炒”，并将其写入17年的十九大报告。而18、19年的中央经济工作会议和几次政治局会议，也都再次强调了这条高压线。时至今日，“房住不炒”的红线依然没有松动。自2月起，国家部委便频繁在多个会议与文件中强调坚持“房住不炒”的定位，且存在多地出台楼市新政“一日游”的情况，这也约束了地产销售和投资的大幅增长。

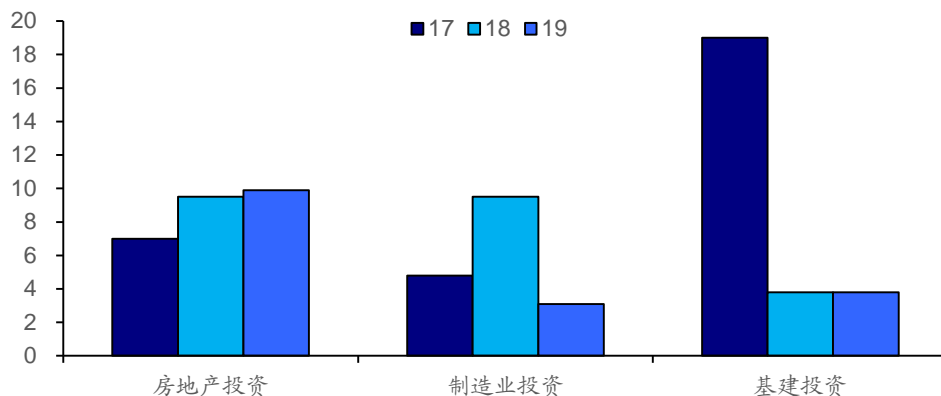
图3 中国居民部门杠杆率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

基建投资低迷已久，拉动经济希望所在。随着供给侧结构性改革逐步推进，从“工业去产能”转向“基建补短板”刻不容缓。16-19年间，供给侧结构性改革先后经历了“三去一降”。其中，“去产能”使得工业过剩产能得以出清，这为扩大基建投资规模创造了条件。而随着供给侧结构性改革步入尾声，基础设施投资也成为“补短板”的重要载体。基建投资已经历了18年和19年的低迷，作为重要的逆周期调节方式，市场对政府依靠基建投资拉动经济回升抱有期待。但需要注意的是，由于我国当前整体杠杆率水平已经较高，大幅举债并不可取，因此，本轮基建投资稳增长重在托底经济，而并非过度刺激。

图4 17-19年地产、制造业和基建三类投资增速(%)

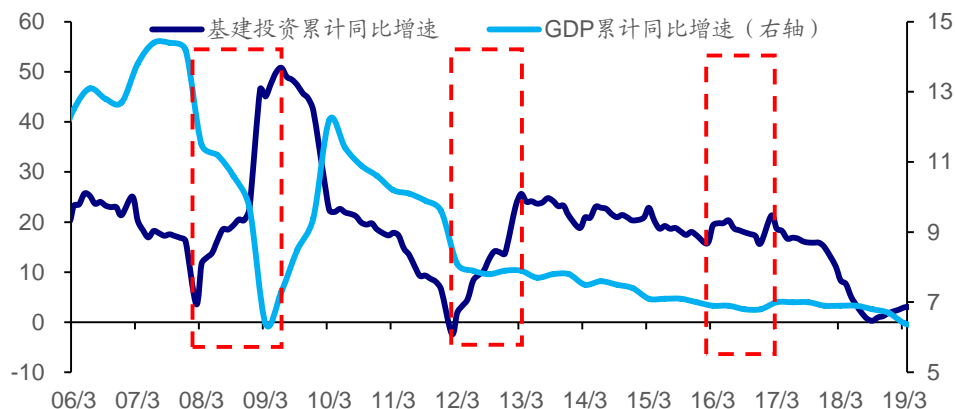


资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 前世今生：基建三轮发力，融资决定投资

三轮基建发力，效果逐渐减弱。作为稳增长的重要手段，07年以来我国大体上经历了三轮基建投资发力：第一次是在09年左右，基建投资增速一度从08年的23%大幅上行至09年的40%以上；第二次是在12-13年，基建投资累计同比增速从12年2月的-2.4%升至13年3月的25.6%；第三次是在15-16年，基建投资增速经历了一次小幅反弹，从16年初的15.7%小幅回升到17年初的21.3%。

图5 基建投资和GDP累计同比增速(%)

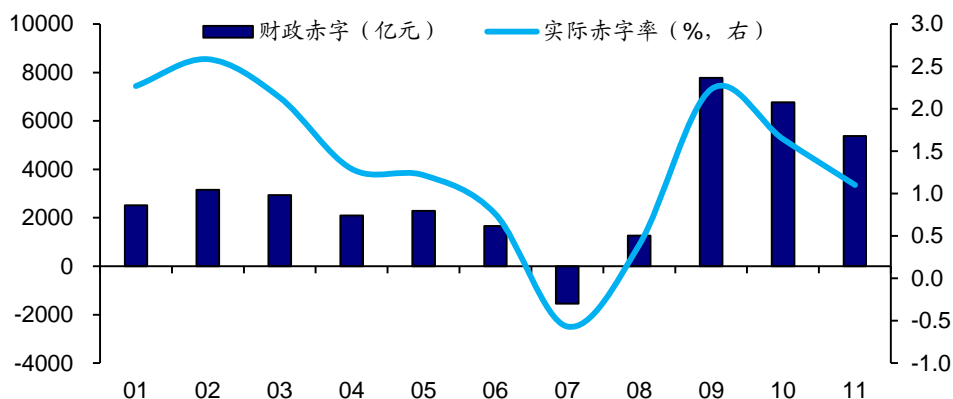


资料来源：WIND，海通证券研究所，此处基建投资为包含电力行业的数据。

基建投资的发力离不开背后资金端的支持，事实上，09年基建投资增速的大幅上行是多方面资金合力的结果。

财政支出扩张，赤字大幅攀升。为了应对全球金融危机的冲击，财政政策取向积极，政府出台了“4万亿”的财政刺激政策，09年财政实际赤字约为7800亿元，超过08年的6倍，实际赤字率由08年的0.4%直接提升到了2.2%，增加了1.8个百分点。由于基建投资资金来源中政府资金占据较大比例，财政支出的扩张无疑助推了基建投资增速的上行。

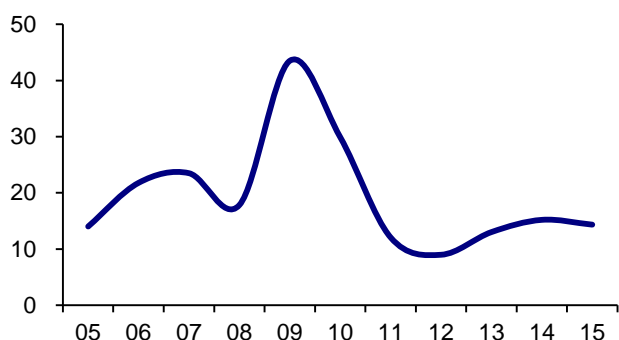
图6 01-11年间我国财政赤字和实际赤字率



资料来源：WIND，海通证券研究所

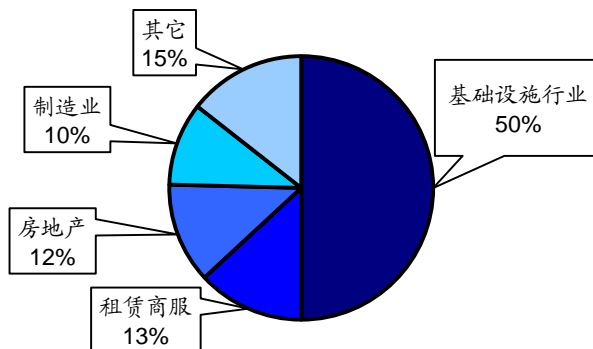
信贷资金充裕，基建明显受益。同时，信贷资金方面也有比较明显的增长，信贷增速在09年飙升至30%以上，社融增速上升至34%左右。从金融机构中长期贷款余额增速上来看，05-08年间平均增速只有20%左右，而09年增速攀升至44%。而金融机构的中长期贷款多数投放到基建领域，从09年主要金融机构新增中长期贷款投向上来看，基础设施行业占比接近一半。此外，这一时期固定资产投资项目资本金比例也有下调，城投债发行额明显走高，多方面因素的合力推动基建投资增速攀至顶峰。

图7 金融机构中长期贷款余额同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

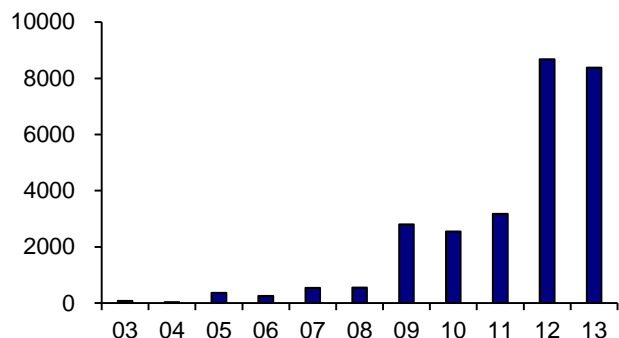
图8 09年主要金融机构新增中长期贷款投向



资料来源：WIND，海通证券研究所

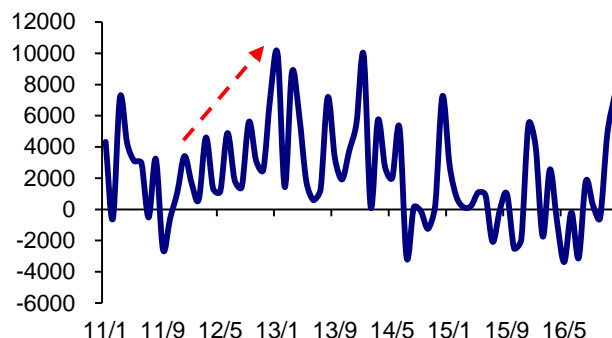
城投平台崛起，支撑基建投资。12-13年这轮基建投资增速的上行主要由城投平台的崛起所主导，城投融资成为基建配套资金的重要支撑力量。12年和13年wind口径下的城投债每年净融资额均超过8000亿元，而11年城投债净融资额才刚刚突破3000亿元。与此同时，非标融资也开始复苏，12年和13年每年新增非标融资均要比前一年多增1万亿以上。这均成为了基建投资重要的资金来源。

图9 城投债净融资额 (亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

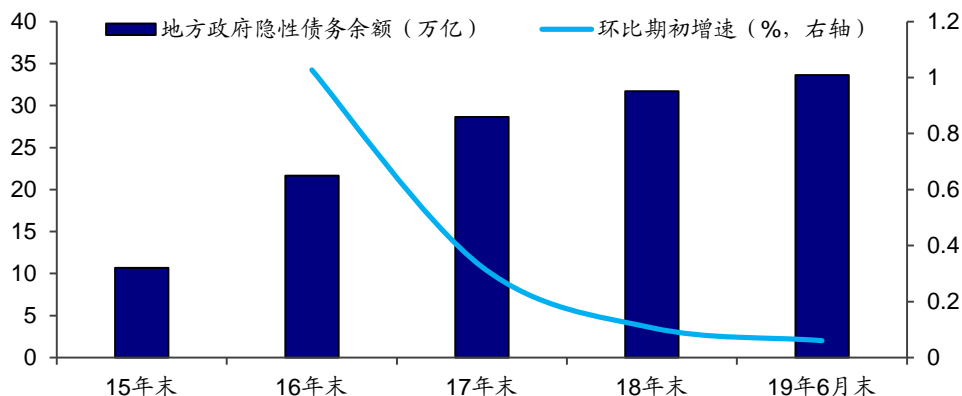
图10 每月新增非标融资金额 (亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

政府隐性债务扩大，推动基建投资反弹。15-16 年这轮基建投资发力则同地方政府隐性债务的扩张有关。2014 年国办出台 43 号文明确剥离城投平台的政府融资功能，但地方政府通过多种方式绕开 43 号文的约束，为城投平台融资提供隐性担保。这一阶段地方政府举债的方式更加多样化，非标、PPP、明股实债、政府购买等，加剧了地方政府的隐性债务扩大。根据我们的估算，16 年末地方政府隐性债务余额在 21.6 万亿左右，超过 15 年末隐性债务规模的 2 倍。这些资金在很大程度上流入了基建领域，推动了投资增速的再度反弹，之后随着 17 年金融去杠杆的开启，基建投资增速开始大幅回落。

图11 地方政府隐性债务余额及环比增速



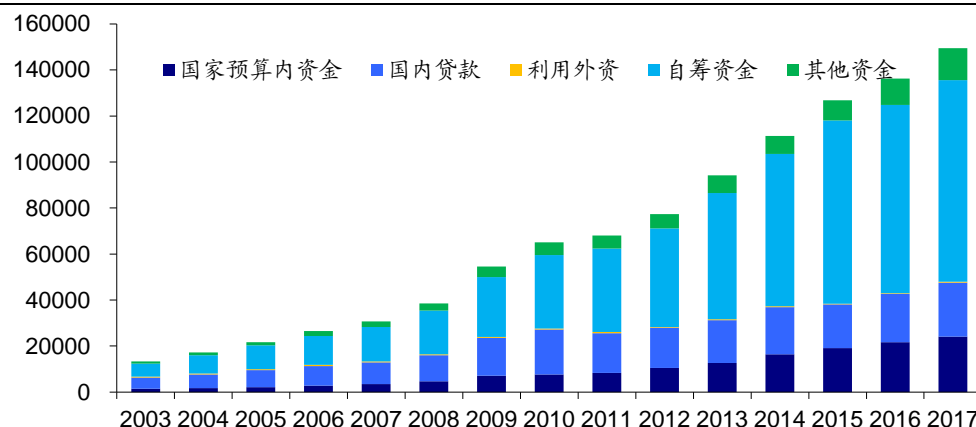
资料来源：WIND，海通证券研究所估算，数据为估算值。

3. 粮草已备：融资三管齐下，基建投资蓄力

在经济承压、房住不炒、财政发力的大背景下，市场对 20 年基建投资充满期待。以下我们将对 20 年基建各融资来源进行预判，从而对基建投资整体增速作出展望。

基建融资的来源包括：预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。从最新的 2017 年数据看，占比最高的是自筹资金（59%），其次为预算内资金（16%）和国内贷款（16%），利用外资和其他资金合计占比 9%。

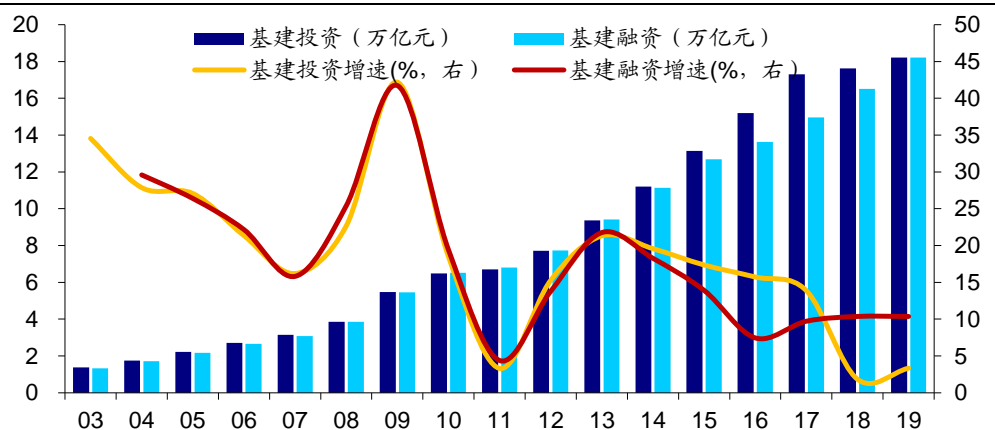
图12 历年基建投资资金来源（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

需要指出的是，由于固定资产投资的统计方法从过去的“形象进度法”转向“财务支出法”，导致基建投资和基建融资之间的缺口从 15 年的 5000 亿左右持续扩大至 17 年的 2.4 万亿。为了便于后续估算，我们假设 19 年基建投融资缺口完全弥合，20 年的基建投资和融资增速保持一致，则估算 18、19 年基建融资年均增速为 10.4%。

图13 历年基建投资、融资规模及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.1 自筹资金: 专项债发力, 增速企稳回升

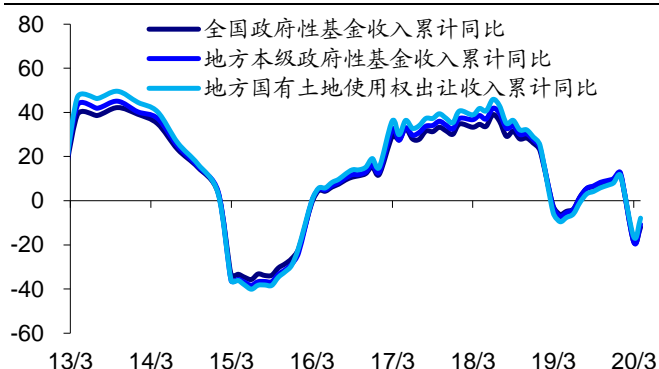
基建投资五大资金来源中, 占比最高的是自筹资金, 包括: 政府性基金支出、债券、非标、PPP 和企事业单位自筹资金。

首先, 土地市场降温, 政府性基金收入增速放缓。政府性基金支出主要来源包括: 政府性基金收入、专项债收入、结转资金净使用和调入一般公共预算资金。在经历了 17、18 年的土地购置费高增长后, 19 年以来土地市场有所降温, 全国政府性基金收入增速和国有土地使用权出让收入增速从 17 年 35%、41% 的高点持续下滑至今年 1 季度的 -12%、-8%。

其次, 专项债逐年提升, 更高比例投向基建。在政府性基金支出中, 最重要的增量来自于地方专项债。回顾过去几年, 新增专项债规模从 15 年的 1000 亿元逐年攀升至 19 年的 2.15 万亿元, 同比增幅从 3000 亿元上升至 8000 亿元。在“开正门、堵偏门”的政府债务大原则下, 专项债将成为积极财政的重要抓手, 我们预测 20 年新增专项债额度将提升至 3.3 万亿元, 较 19 年增加 1.15 万亿元。从专项债投向看, 19 年投向基建的比例仅为 25%, 但今年 1 季度已经发行的 1.1 万亿专项债中, 投向基建的比例高达 85%。而其余 2.2 万亿中, 即便仅有 25% 投向基建, 那么 20 年投向基建的专项债也将达到 1.485 万亿元; 而若有 50% 投向基建, 则投向基建类的专项债将达到 2.1 万亿元。

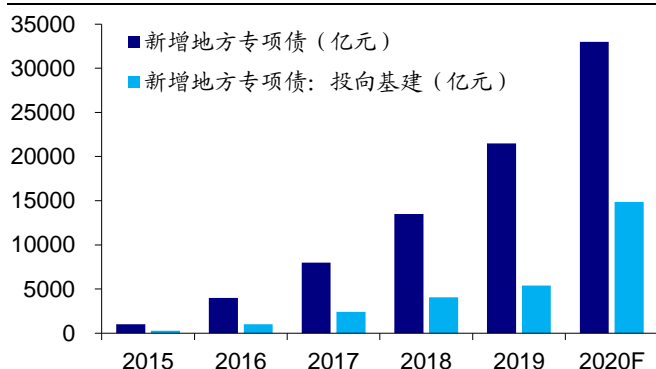
综合来看, 政府性基建支出中, 新增专项债规模的大幅攀升, 以及投向基建比例的上升, 有望抵消土地出让金收入增速的放缓, 从而带动政府性基金支出增速小幅上升。

图14 全国、地方政府性基金收入、土地出让收入同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图15 新增地方专项债及投向基建规模 (亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

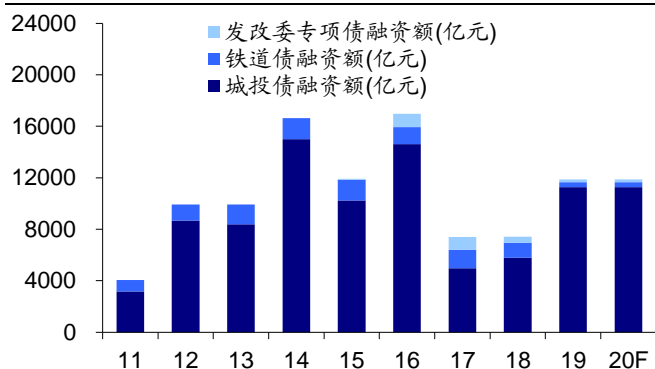
债券净融资或较 19 年基本持平。19 年以来, 稳基建和存量债务风险升温倒逼隐性债务监管放松, 城投合理再融资需求得到肯定, 19 年城投债净融资 1.1 万亿元, 较 17、18 年近乎翻番。但考虑到 20 年城投债到期压力仍大 (近 2 万亿到期量), 预计 20 年城

投债净融资额或较 19 年持平。此外，假设铁道债、发改委专项债净融资与 19 年持平。

PPP 项目稳定增长。19 年 PPP 项目执行阶段新增投资额小幅回落至 2.5 万亿元，其中基建类 1.9 万亿元，占比 77%。假设 20 年 PPP 项目新增投资额、基建类占比均较 19 年保持稳定，则 20 年 PPP 项目执行阶段投资额有望升至 12.4 万亿元，而基建类 PPP 项目民间资本金规模有望超过 1 万亿元。

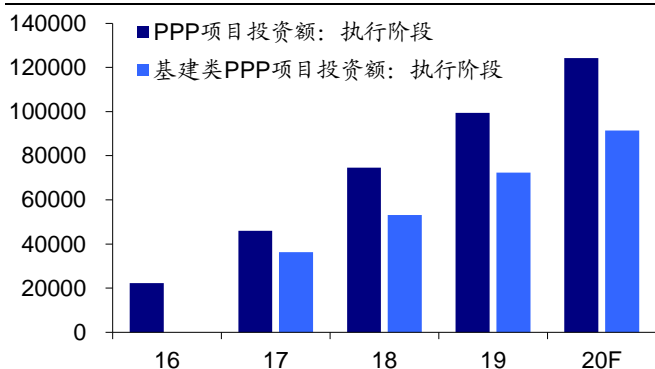
非标仍是拖累，降幅有望收窄。自筹资金中，剩余的部分是非标和企事业单位自筹资金。值得注意的是，受金融监管和地方政府隐性债务管控的影响，18、19 年投向基建的新增信托和新增委托贷款分别为-2800 和-1800 亿元。我们预计 20 年非标对自筹资金仍将形成拖累，但降幅有望收窄。

图16 城投债、铁道债、发改委专项债净融资额（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所预测

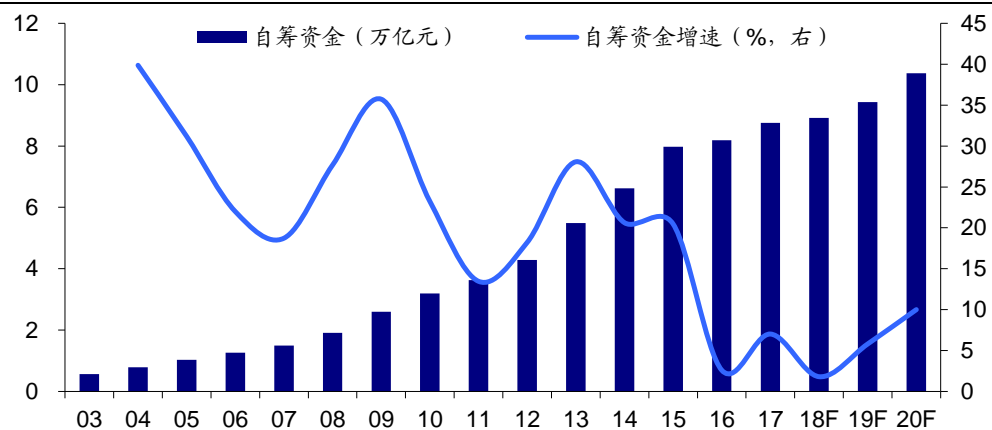
图17 PPP 项目投资额：执行阶段（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所预测

整体而言，我们预计，在经历了 18、19 年的低迷后，20 年自筹资金有望出现明显改善，增速或回升至 10% 左右。

图18 基建自筹资金规模及增速

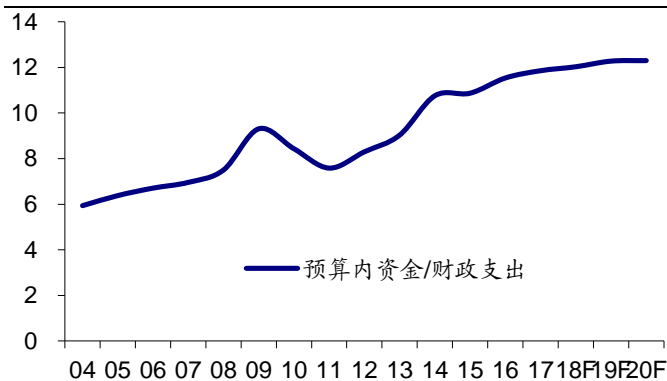


资料来源：WIND，海通证券研究所测算

3.2 预算内资金：上调赤字率，增速明显提升

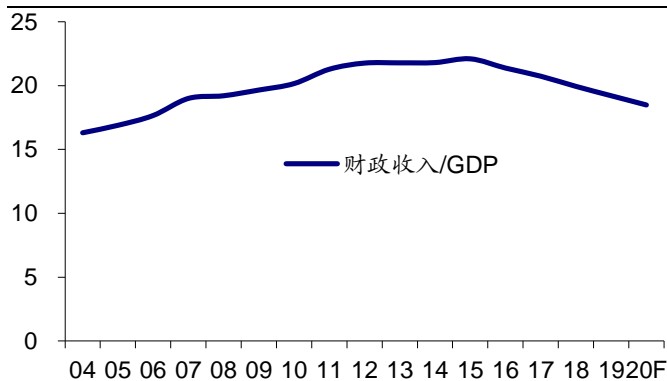
由于财政收入占 GDP 的比重和预算内资金占财政支出的比重相对稳定，我们可以根据对 20 年名义 GDP 增速、财政赤字率的预测来估算预算内资金规模。

图19 历年基建投资预算内资金占财政支出的比重 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所预测

图20 历年财政收入占 GDP 的比重 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所预测

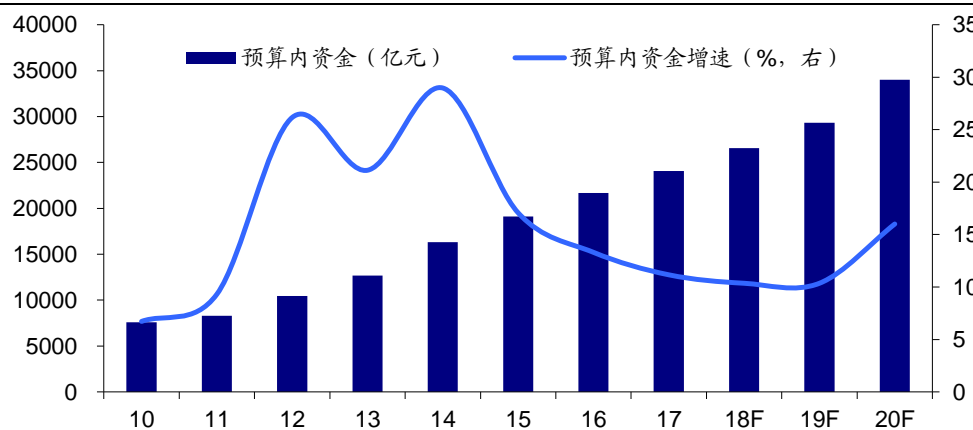
19年名义GDP为99.1万亿元，假设20年名义GDP增速为6%（实际增速3.5%，GDP平减指数增速2.5%），则预测20年名义GDP为105万亿元。

15-19年间，财政收入占GDP的比重从22.1%降至19.2%，平均每年下降0.7%，假设20年继续下滑至18.5%，则预测20年财政收入为19.4万亿元。

19年财政赤字率为4.9%，假设20年财政赤字增加3.1万亿元（新增预算内赤字9500亿元，新增地方政府专项债1.15万亿元，发行特别国债1万亿元），则预测20年财政赤字率升至7.8%，预测20年财政支出升至27.7万亿元。

15-17年间，预算内资金占公共财政支出的比重从10.9%上升至11.9%，假设18、19年预算内资金增速和基建融资整体增速保持一致，则19年该比重进一步上升至12.3%。假设20年预算内资金占财政支出的比重稳定在12.3%，则预测20年预算内资金为3.4万亿元，同比增速16%。

图21 历年基建投资预算内资金规模及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

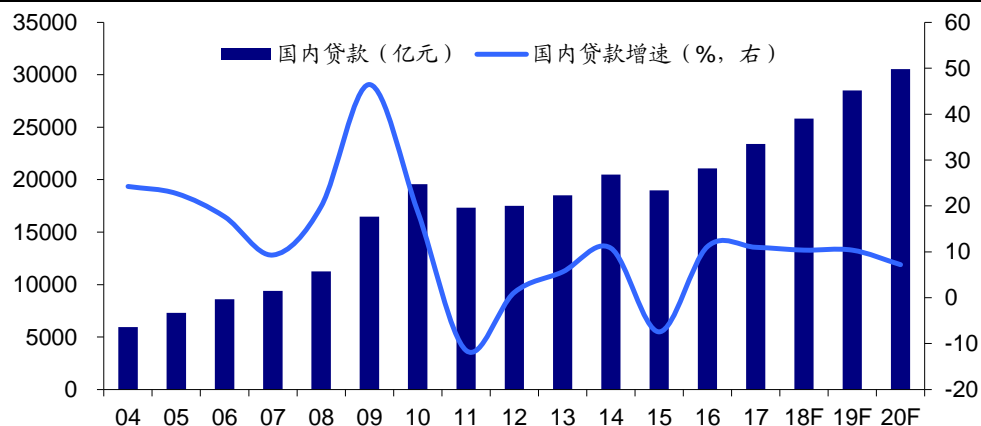
3.3 国内贷款：宽信贷延续，增速稳中略降

从历史数据来看，基建投资资金来源中的国内贷款占当年新增贷款的比重整体保持稳定，17年为17.3%。我们可以根据对20年新增信贷的预测来估算国内贷款规模。

由于统计局并未公布18、19年基建投资资金来源数据，因此我们采用以下两种方法进行估算。一是假设基建融资中的国内贷款增速和基建融资整体增速保持一致，则18、19年基建投资国内贷款占新增贷款的比重为16%和17%。二是参考上市银行贷款投向结构，根据最新的上市银行报表，18年和19年上半年29家上市银行投向基建行业的贷款占比分别为17.8%和17.5%。我们据此假设18、19年基建投资国内贷款占新增贷款的比重为16%和17%，20年稳定在17.5%。

假设 20 年金融机构贷款余额增速回落至 11.4%，则 20 年新增信贷上升至 17.5 万亿元，对应新增信贷增速稳定在 4% 左右。其中国内贷款占比 17.5%，即 3.05 万亿元，较 19 年同比增长 7.2%。

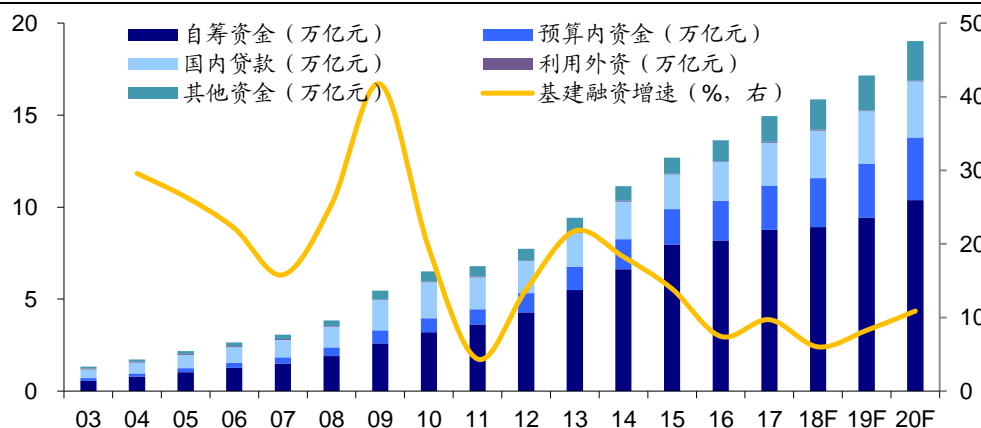
图22 历年基建投资国内贷款规模及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所预测

最后，我们假设 18-20 年利用外资规模较 17 年持平，其他资金按照现有速率递增。综合来看，20 年基建融资总额有望较 19 年增长 11%。

图23 历年基建投资国内贷款规模及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所预测

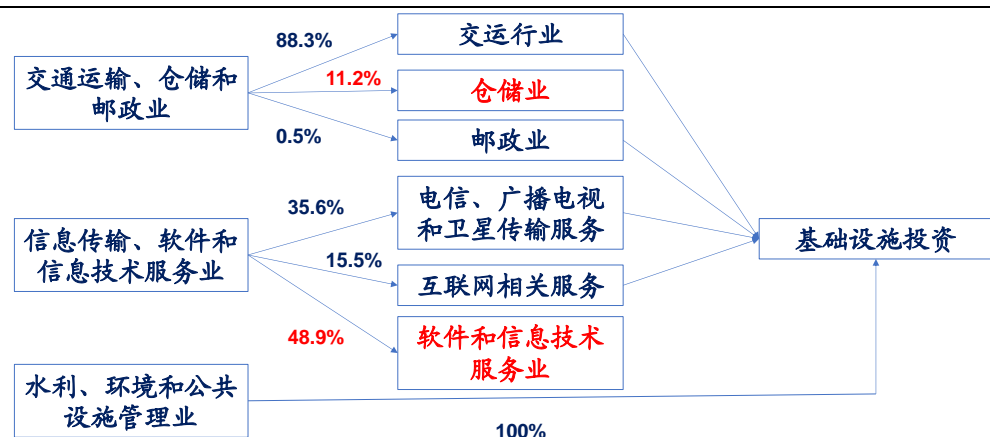
4. 兵马可期：结构腾笼换鸟，信息服务崛起

腾笼换鸟：从“基建投资”到“基础设施投资”。

需要指出的是，随着产业结构的不断升级，“基建投资”的含义也发生了明显变化。以往我们常用的“基建投资”所对应的行业主要包括：电力热力燃气水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业，以及水利环境和公共设施管理业等三大行业。前文我们在对基建融资做预测时也主要采用这一口径，但与 15 年以来统计局所公布的“基础设施投资”存在一定差异。

“基础设施投资”包括交通运输、邮政业，电信、广播电视和卫星传输服务业，互联网和相关服务业，水利、环境和公共设施管理业投资，而并不包含以电力热力为代表的公用事业。然而，上述三大行业的投资并非全部统计到基础设施投资之中，比如占交运仓储邮政业约 11% 的仓储业和占信息服务业接近一半的软件和信息服务业，其实都不属于基础设施投资的统计范畴。而这也使得我们难以对“基础设施投资”资金来源进行准确测算。不过，从历史数据看，“基建投资”与“基础设施投资”趋势基本保持一致。

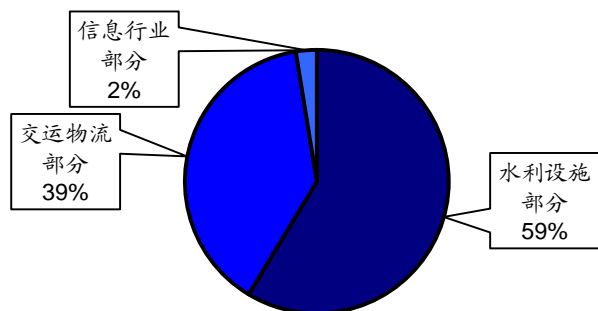
图24 基础设施投资统计口径



资料来源：WIND，海通证券研究所。红色字体为不属于基建投资统计行业，数字为17年城镇口径投资额占比。

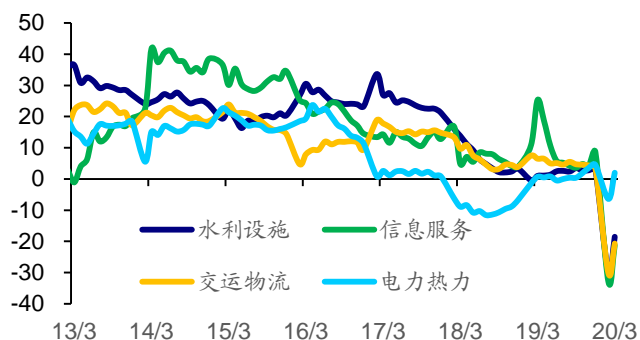
信息服务业占比虽低，但增速较高。而从基础设施投资各组成部分来看，水利设施占比过半，而信息服务占比相对较小。目前各行业固定资产投资完成额数据更新到17年，基础设施投资中，水利设施部分占比约为59%，交运物流部分占比也有39%，而信息服务行业占比仅2%，远不及另两大行业。但过去两年，信息服务业投资增速持续领跑。比如19年，信息服务业投资增速8.6%，而交运仓储物流业和水利设施行业投资分别仅增长3.4%、2.9%。

图25 17年基建投资中各部分占比情况（不含农户）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图26 基建投资相关行业累计同比增速（%）



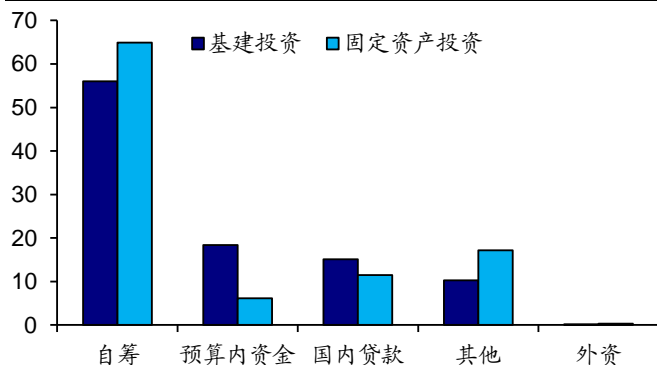
资料来源：WIND，海通证券研究所

而投资增速差异的背后正是融资来源和融资增速的差异。

政府资金主导基建融资。从基建投资的资金来源上来看，基建投资由于具备公共品的属性，因此更多地依赖于政府资金的投入。在17年的城镇固定资产投资资金来源之中，来自预算内资金的占比仅有6.2%，而基建投资资金中预算内资金占比约是固定资产投资平均水平的3倍，而自筹资金中很多也是来自地方政府专项债等广义财政渠道。此外，国内贷款也是基建投资资金的主要来源，占基建资金来源比重超过15%，较固定资产投资平均水平高出近4个百分点。

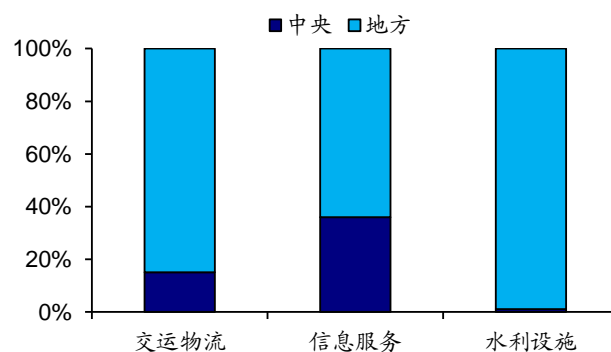
信息服务中央占比更高，水利设施基本地方主导。但即便同样是基建投资，同样是依赖政府资金，各子行业间也存在较大差异。比如，中央项目在信息服务行业投资中的占比达到36%，在交运物流行业中约为15%，在水利设施行业中仅为1%。而这也正是过去几年基建投资增速低迷的原因所在——地方政府控杠杆背景下，地方项目占据绝对主导的水利设施行业投资低位徘徊，并对基础设施投资整体增速形成拖累。

图27 17年固定资产投资和基建投资各部分资金来源占比(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

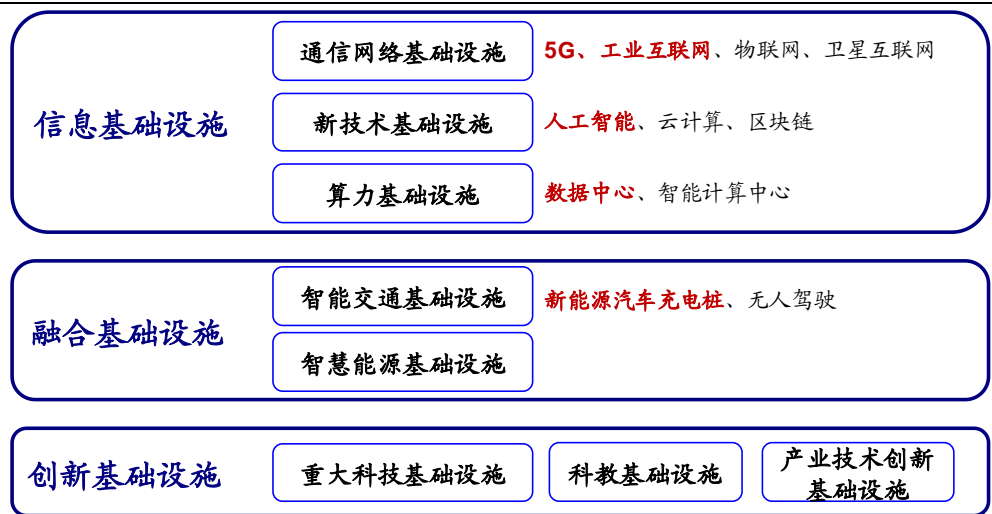
图28 各部分基建投资中央和地方项目比重



资料来源：WIND，海通证券研究所

新基建建设加快，代表未来方向。展望 20 年，无论是从产业升级还是从融资结构来看，以信息服务业为代表的“新基建”都大有可为。18 年底中央经济工作会议首次提出“新基建”的概念，今年以来，国家层面的重要会议也都强调要加快新型基础设施建设。发改委近来首次明确新基建的定义，主要包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三个方面。这意味着，其主体部分还是以 5G 等为代表的信息服务行业基础设施。在积极财政三管齐下的大背景下，信息服务业也将获得更为充沛的投资资金来源，正如前文所述，这部分投资在基建中目前虽然占比不高，但是增长速度很快，是未来最值得期待的发展方向。

图29 “新基建”主要内容



资料来源：国家发改委，海通证券研究所整理

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
陈兴	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

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

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
梁 镇(021)23219449 lz11936@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
陈 瑶(021)23219645 chen Yao@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
谭宏实(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

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 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@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
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@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

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@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(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(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 x bq6583@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
张青青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张弋 01050949962 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

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
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154653 js12801@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 lf12225@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
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@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
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@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

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@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
巩柏舍 gbh11537@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
李唯佳(021)23219384 lijw@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 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@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