

相关研究

《借鉴 ESG，构建“中特”评价体系——“中特估值”探究系列 7》2023.04.07

《科技巨头及领军人物如何看 AI？——数字经济系列 6》2023.03.31

《市场在等待什么？》2023.03.25

“中特”重估的三大发力方向——“中特估值”探究系列 8

投资要点：

- 核心结论：**①中特重估有三大可能发力方向，经营持续性、科技成长性、高分红。②方向一：关系国计民生的重大安全领域，部分国企有独特性，经营持续性更强。③方向二：举国体制支持的部分科技领域，部分国企需担当链长带头发展的职责。④方向三：部分盈利稳定、现金流充裕的国企可以加大分红比例。
- 特色估值方向一：经营持续性。** 国企的经营持续性存在重估空间，背后源于国企在维护国家稳定中具有特殊地位。18年以来民企 ROE 波动显著加剧但国企始终保持相对稳定，因此市场对国企在特殊背景下的稳定经营能力定价可能尚不充分，国企的盈利韧性存在较大的重估空间。国企这一特点源于国家安全重要性上升的背景下国企的天然优势，若从 DCF 绝对估值模型出发，央国企的盈利韧性对应着企业的永续经营价值，应将永续经营的价值纳入央国企的企业价值中。涉及粮食、能源、军工等国计民生的重大安全领域，国企或凭借其独特性受益。我们用 18 年以来各行业不同属性的企业净资产收益率标准差的中值衡量其波动率，可以发现石油石化（国企盈利波动率中位数较非国企企业低 3.3 个百分点，下同）、国防军工（3.2 个百分点）、公用事业（2.4 个百分点）等安全领域中国企具有更高的盈利韧性。随着国企在国家安全中的效能逐渐凸显，市场或对安全领域例如石油石化、国防军工和公用事业等板块尤其是安全国企成分的盈利能力重构估值。
- 特色估值方向二：科技成长性。** 全新型举国体制支持下，科技领域成长性加大。在此背景下，关键核心技术攻关的市场主体有望迎来快速发展，其研发进度与成果在一定程度上决定市场对于其成长性的定价。对于国央企而言，其有望立足于自身规模和资源优势，支撑现代化产业发展的目标，成长确定性或将进一步得到强化。政策端对于央国企科技创新和价值创造的要求不断深化，资源配置端国有企业具备更高的调配资源能力，04 年以来国企上市公司的全要素生产效率中值已经超过了民企，未来国企或进一步发挥在资源整合和配置中的优势。未来重点科技产业中部分国央企需担当链长带头发展职责，或迎来估值重构机遇。新一轮科技革命下，与人工智能、核心电子（半导体）等领域相关产业有望得到政策的大力支持，举国体制支持下相关领域科研经费或持续增长，把握核心科技的发展任务要求央国企发挥主导作用，以“链长”的职责带科技核心产业取得突破。
- 特色估值方向三：高分红。** 国企改革对国企现金流提出更高要求，将提高国企分红能力。2023 年国资委会议重点强调了央国企现金流的重要性，将营业现金比率作为重要的考核指标，而业绩稳定和充足的现金流正是企业能够持续进行高分红的基础。政策对国企分红的鼓励和国企考核体系中对 ROE 的要求将提升企业分红意愿。一方面，政策层面鼓励上市国企分红，提高国企分红意愿，另一方面，分红有助于国企稳定 ROE 水平，符合国资委考核体系的要求。部分盈利稳定、现金流充裕的国企可能加大分红比例，推动估值向上。交通运输、煤炭、公用事业、建筑材料等成熟行业的国企以及具备资源优势和现金流较为充裕的国企具备较高分红能力，未来有望进一步推动相关领域国企分红比例上升，优化股东回报，最终推动估值向上。
- 风险提示：** 中国特色企业的评价方向与市场认知在偏差；评价方向不全面。

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:杨锦

Tel:(021)23185661

Email:yj13712@haitong.com

证书:S0850523030001

联系人:刘颖

Tel:(021)23214131

Email:ly14721@haitong.com

目 录

| | |
|-----------------------|---|
| 1. 特色估值方向一：经营持续性..... | 5 |
| 2. 特色估值方向二：科技成长性..... | 6 |
| 3. 特色估值方向三：高分红..... | 8 |

图目录

| | | |
|------|----------------------------------|---|
| 图 1 | 18 年以来民企盈利波动明显加大但国企折价率上升..... | 5 |
| 图 2 | 央国企退市风险更低..... | 5 |
| 图 3 | 从传统 DCF 模型出发中国国企价值应计入永续经营价值..... | 5 |
| 图 4 | 国计民生相关行业中国企盈利波动率明显低于民企..... | 6 |
| 图 5 | 国企安全板块盈利能力可能被低估..... | 6 |
| 图 6 | 高技术企业中国企收入比重不断提升..... | 7 |
| 图 7 | 国有上市公司资源配置效率已经超过民企..... | 7 |
| 图 8 | 考虑研发的 PER 模型..... | 7 |
| 图 9 | 央企战略新兴板块成长性定价偏低..... | 7 |
| 图 10 | 重点产业央国企研发强度较同业整体有较大的提升空间..... | 7 |
| 图 11 | 2023 年央企考核目标由“两利四率”变为“一利五率”..... | 8 |
| 图 12 | 交运、煤炭等传统行业国企营业现金比率更高..... | 9 |
| 图 13 | 钢铁、煤炭等传统行业国企股息率更高..... | 9 |

表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 表 1 21 年以来支持上市公司分红的相关政策..... | 8 |
|------------------------------|---|

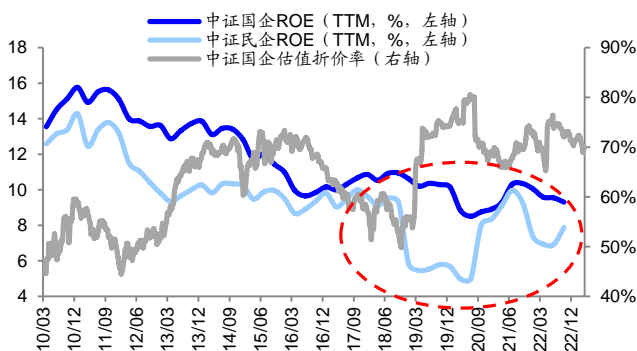
近期“中特估”整体股价表现较为亮眼，今年以来中特估指数最大涨幅已经达到21%，但行情整体较为“凌乱”，未来市场或更加关注真正具有中国特色的企业，挖掘持续性的投资机会。本篇报告将探讨中国特色企业评价的三个可能方向，经营持续性、科技成长性和高分红。

1. 特色估值方向一：经营持续性

国企的经营持续性存在重估空间，背后源于国企在维护国家稳定中具有特殊地位。国企作为国家经济运行的“压舱石”，其相较于民企更具有经营稳定性。回顾18年以来随着中美贸易冲突加剧，民企净资产收益率波动明显加大但国企则保持相对稳定，截至22Q3中证国企ROE(TTM,整体法,下同)波动率仅为0.7%，明显低于民企板块的1.7%，且国企板块ROE始终高于民企板块，但同期中证国企板块PE(TTM)估值折价率由18年初的57%上升至目前(截至2023/04/07)的70%，因此市场对国企在特殊背景下的稳定经营能力定价可能尚不充分，国企的盈利韧性存在较大的重估空间。

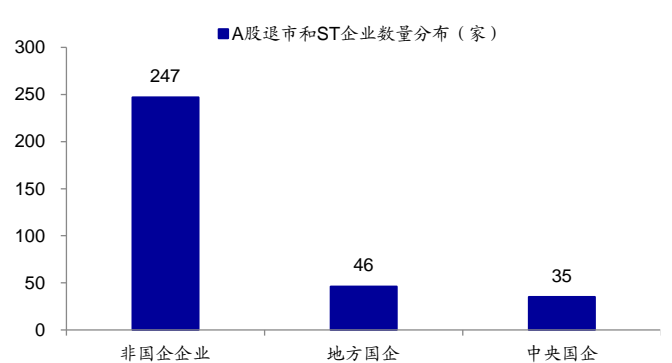
国企的盈利韧性源于国家安全重要性上升的背景下国企的天然优势。近年来大国博弈加剧，政治经济格局不确定性抬升，在此背景下企业经营风险不断加剧，而国企在维护产业链稳定中起到中流砥柱的作用。相较于民企，国企的优势在于更大的市值规模、且更不容易存在退市、甚至破产的风险。我们统计A股有史以来的退市及ST企业数量分布，非国企、央企企业占比约75%，可见国企经营明显更稳健。若我们从绝对估值模型出发，央国企的盈利韧性对应着企业的永续经营价值。根据DCF现金流折现模型，除了未来远期现金流折现的价值外，央、国企的企业价值应当考虑永续经营的价值，而目前在A股退市制度仍待进一步发展的背景下，央、国企该优势并未被充分计入。随着退市制度加快建设，这或将推动市场逐步认识央、国企的永续经营价值。

图1 18年以来民企盈利波动明显加大但国企折价率上升



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：国企折价率=1-中证国企PE/民企PE

图2 央国企退市风险更低



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/3/3

图3 从传统DCF模型出发中国国企价值应计入永续经营价值

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

← 中国国企的独特价值

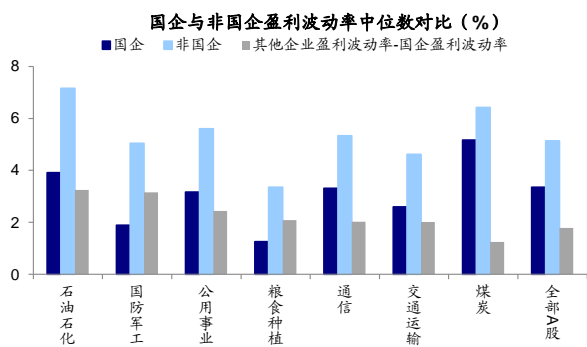
$$TV = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{WACC - g}$$

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC - g) \times (1+WACC)^n}$$

资料来源：海通证券研究所，其中EV：企业总价值；TV：永续经营的终值；FCFF：公司自由现金流；WACC：公司加权平均资本成本；g：永续增长率

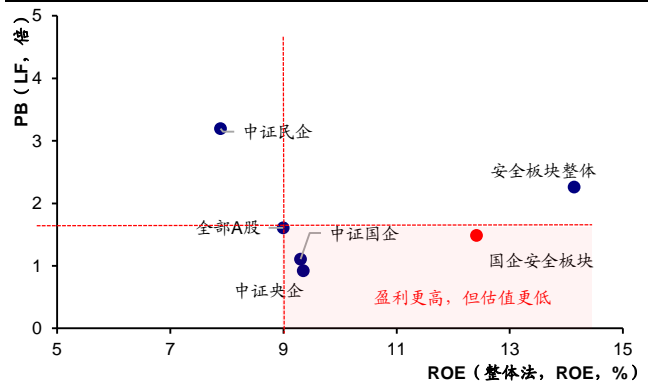
涉及粮食、能源、军工等国计民生的重大安全领域，国企或凭借其独特性受益。逆全球化趋势下打造更具安全力的产业链诉求日益强烈，安全成为产业政策的重要方向，重要资源型行业的稳定经营是国家安全的前提和保障。从行业领域看，煤炭(市值占比 93%，下同)、石油(82%)、公用事业(88%)等行业中国企市值占比明显较高，其更高的进入门槛和关系到国计民生的公共属性推动国企在涉及安全领域中肩负起守护国家安全的重要使命，因此该类行业属于自然垄断性行业，相较于市场化竞争行业更能通过供给侧调节实现稳健经营。我们用 18 年以来各行业不同属性的企业净资产收益率标准差的中值衡量其波动率，可以发现石油石化(国企盈利波动率中位数较非国企企业低 3.3 个百分点，下同)、国防军工(3.2 个百分点)、公用事业(2.4 个百分点)等安全领域中国企具有更高的盈利韧性。结合安全领域估值情况看，我们构建了涉及军工、粮食以及能源等安全领域的国企板块，若我们以全部 A 股的盈利估值匹配度为基准(ROE 为 9.0%/PB 为 1.6 倍)，国企安全板块盈利水平明显优于全部 A 股，但国企安全板块估值反而略低于全部 A 股(国企安全板块 ROE 为 12.4%/PB 为 1.5 倍)。随着国企在国家安全中的效能逐渐凸显，市场或对安全领域尤其是安全国企成分的盈利能力重构估值。

图4 国计民生相关行业中国企盈利波动率明显低于民企



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 时间区间由 18Q1-22Q3

图5 国企安全板块盈利能力可能被低估



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 安全板块根据 wind 安全相关概念指数定义, 截至 2023/4/7

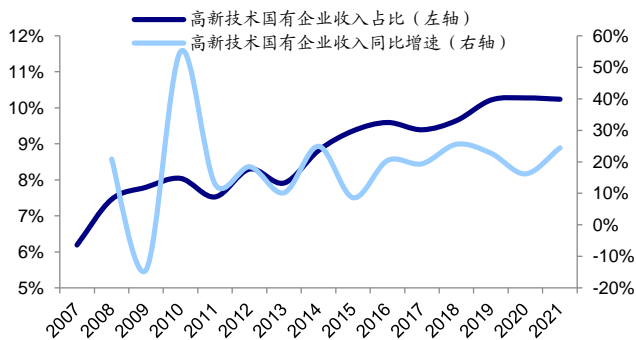
2. 特色估值方向二: 科技成长性

全新型举国体制支持下，科技领域成长性加大。二十大报告明确要求建设现代化产业体系，为我国未来的产业发展指明了方向。内忧外患之下，以重点科技产业为代表的战略新兴行业有望成为构建现代化产业体系的切入点，发展重点科技产业迫在眉睫。当前政府对于重点产业链的政策支持和投入不断加大，近日国家机构改革重组科学技术部，强化对科技研究和成果转化的重视，科技部重组还专门强调了“推动健全新型举国体制”，这将有助于进一步调动国家资源，解决我国各类创新主体自主创新能力不足的问题。全新举国体制将充分发挥我国集中力量办大事的制度优势、以及超大规模的市场优势，实现有效市场和有为政府在关键核心技术攻关中的有机结合，推动我国科技自主创新。在此背景下，企业在新型举国体制中将发挥重要作用，尤其是关键核心技术攻关的市场主体有望迎来快速发展。对于发展领域的企业而言，其研发进度与成果在一定程度上决定市场对于其成长性的定价，因此全新型举国体制下对相关领域发展的支持作用加大。

对于国央企而言，其有望立足于自身规模和资源优势，支撑现代化产业发展的目标，成长确定性或将进一步得到强化。一方面，目前政策对于央国企科技创新和价值创造的要求不断深化，央国企有望在关键产业中担负起更大的责任。22 年 5 月国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》(以下简称《工作方案》)中指出，推动央企上市公司带头落实国家战略性新兴产业集群发展工程和龙头企业保链稳链工程，打造现代产业链链长。3 月 4 日国务院国资委以视频形式召开会议，对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署。国有企业或将担起现代化产业链链长的重担，07 年以来我国高技术企业中国企的收入占比由 6%提升至 21 年的 10%，其中技术收入占比已经达到 16%。另一方面，从资源配置视角看，国有企业具备更高的调配资源能力。我们用 GMM 方法(广义矩方法，能够克服线性拟合的样本偏差问题)拟合企业的生产函数，测算不同属性的上市企业对所有资源的整合利用效率，可以发现 04 年以来国企上市公司的全要素生产效率

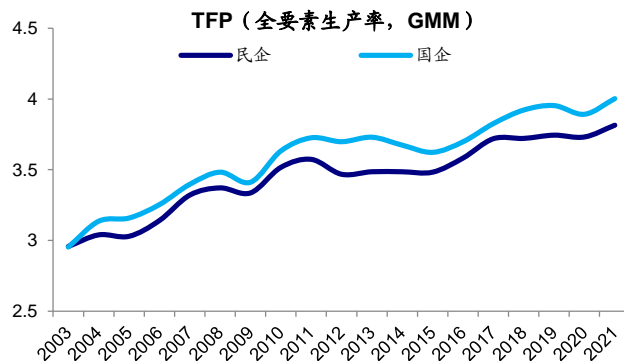
中值已经超过了民企，未来国企或进一步发挥在资源整合和配置中的优势。

图6 高技术企业中国企收入比重不断提升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 国有上市公司资源配置效率已经超过民企



资料来源: Macrodats, 海通证券研究所测算

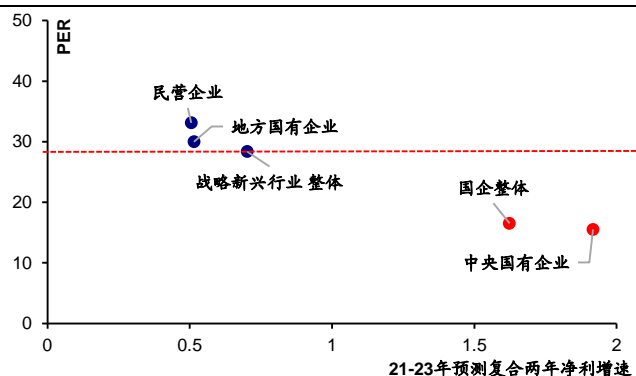
重点科技产业中部分国央企需担当链长带头发展职责，或迎来估值重构机遇。 战略新兴产业投资周期长，初创阶段需长期持续研发投入以实现未来回报。其中，科技行业是典型的资金和技术密集型产业，其行业投资周期长，研发投入开支大，为保持公司长久立足的技术优势，需要长期、持续不断的研发投入，因此当下的研发投入往往对应未来，我们可以用纳入研发价值的 PER 估值方法（详见图 8）考察战略新兴行业的中长期估值。从整体板块看，尽管央企具有更高的盈利增速，但战略新兴央企板块成长性定价明显低于民营企业和地方国有企业，目前（截至 2023/4/7，下同）央企板块 PER 为 15.5 倍，而战略新兴民企板块 PER 为 33.1 倍。往未来看，国央企在战略新兴领域的投入将加大，这或将推动其 PER 向上。政策端看，根据《工作方案》，2024 年央企控股上市公司科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司平均水平，目前来看央企研发强度较整体板块有较大的差距，重点科技领域中新兴软件及信息技术服务（央企与行业整体研发强度比值为 48%，下同）、下一代信息网络（70%）、人工智能（79%）、电子核心产业（92%）等行业中央企在研发上均有较大提升空间。新一轮科技革命下，与人工智能、核心电子（半导体）等领域相关产业有望得到政策的大力支持，举国体制支持下相关领域科研经费或持续增长，把握核心科技的发展任务要求央国企发挥主导作用，以“链长”的职责带科技核心产业取得突破。随着央国企加快提升科技创新能力，市场对于其成长性的认识有望达成共识。

图8 考虑研发的 PER 模型

$$PER = \frac{MV}{E\&R} = \frac{\text{市值}}{\text{研发支出前利润}} = \frac{\text{市值}}{\text{扣非净利润} + \text{本期研发支出费用化}}$$

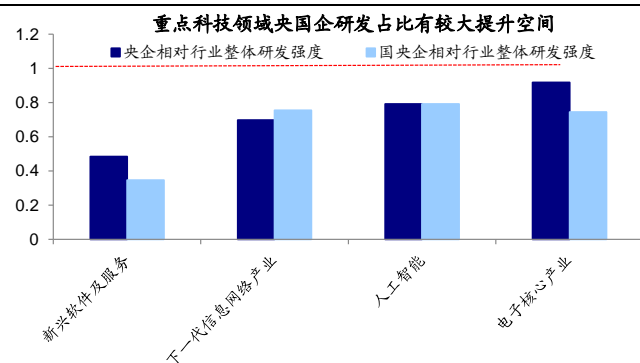
资料来源: 海通证券研究所

图9 央企战略新兴板块成长性定价偏低



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/4/7, 注: 研发费用对应 22Q3 (TTM)

图10 重点产业央国企研发强度较同业整体有较大的提升空间



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 研发支出占比用 22 中报计算

3. 特色估值方向三：高分红

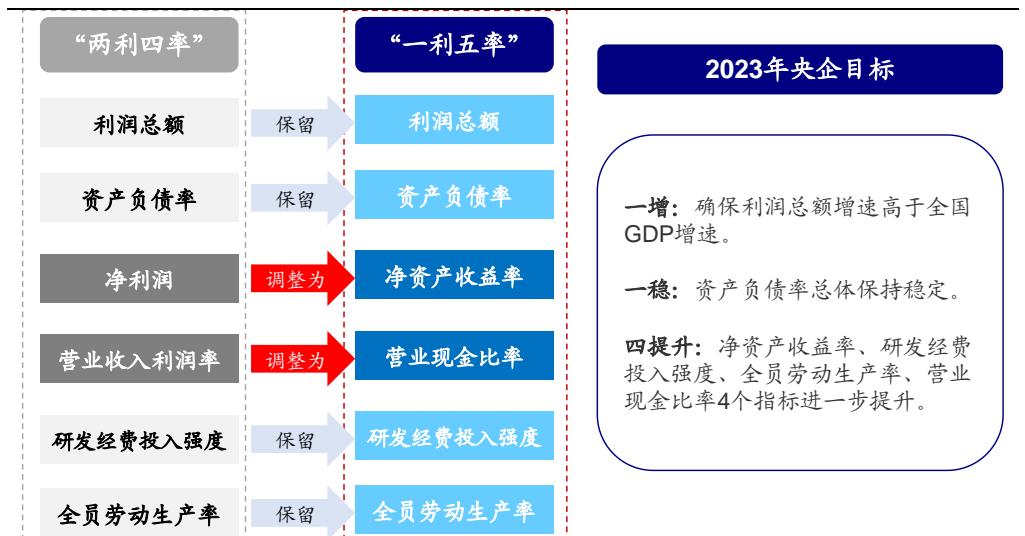
在前文中，我们提出盈利韧性和成长确定性是“中特估”两大值得重视的方向。除了以上两个重要方向之外，我们认为国企改革将提高国企分红能力和分红意愿，有望推动国企加大分红比例，既提升对股东的回报，又向市场传递企业价值向好的信号，将进一步推动相关国企估值向上。

国企改革对国企现金流提出更高要求，将提高国企分红能力。二十大报告指出高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。为满足高质量发展要求，2023年国资委对央企主要经营指标考核体系进行调整优化。考核指标由原先的“两利四率”调整为“一利五率”，即减少了对净利率与营业收入利润率的考核，新增净资产收益率、营业现金比率，保留利润总额、资产负债率、全员劳动生产率与研发投入强度。这次会议重点强调了央企现金流的重要性，将营业现金比率作为重要的考核指标，体现国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”的监管要求，有利于落实国有资产保值增值责任，推动央企更加关注现金流的安全，更加关注可持续投资能力的提升，从而全面提高企业经营业绩的“含金量”，真正实现高质量的发展。往未来看，国企改革有望推动国企现金流持续性改善，而业绩稳定和充足的现金流正是企业能够持续进行高分红的基础。

政策对国企分红的鼓励和国企考核体系中对ROE的要求将提升企业分红意愿。一方面，政策层面鼓励上市国企分红，提高国企分红意愿。近年来，监管部门持续强调现金分红是实现投资回报的重要形式，更是培育资本市场长期投资理念、增强资本市场活力和吸引力的重要途径，支持上市公司现金分红的政策不断出台。其中，对于国企而言，完善分红机制，提升现金分红水平有助于市场充分认知国企盈利稳定性，也符合重视股东回报的要求。22年5月国资委印发的《提高央企控股上市公司质量工作方案》中提出鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报。我们认为未来鼓励国企分红的政策还将持续出台落地，提升国有企业分红意愿，推动市场对国企价值的“再认知”。另一方面，分红有助于国企稳定ROE水平，符合国资委考核体系的要求。上市公司提高分红相当于减少净资产，从而推升净资产收益率。23年1月，国资委对央企的考核指标中新增净资产收益率，或有助于提升国企分红意愿。

国企改革对国企现金流提出更高要求，提高国企分红能力；国资委对ROE的要求叠加政策鼓励分红，将提升国企分红意愿。二者叠加推动国企分红比例提升，优化股东回报，这或进一步推动国企估值向上。

图11 2023年央企考核目标由“两利四率”变为“一利五率”



资料来源：国资委，海通证券研究所

表 1 21 年以来支持上市公司分红的相关政策

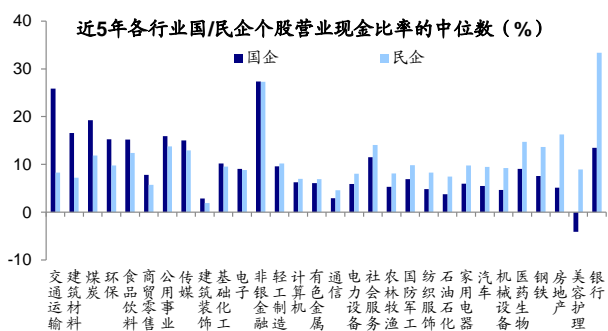
| 时间 | 政策内容 |
|----|------|
|----|------|

| | |
|-------|--|
| 21/04 | 证监会在新闻发布会上表示将继续完善制度，引导上市公司结合自身发展阶段和资金状况，通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，强化市场长期投资理念，让上市公司分红成为投资者分享经济增长红利的“新渠道”。 |
| 22/01 | 证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2022年修订）》，提出公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到百分之八十。 |
| 22/04 | 证监会、国资委等发布《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》，提出支持上市公司结合本公司所处行业特点、发展阶段和盈利水平，增加现金分红在利润分配中的比重，与投资者分享发展红利，增强广大投资者的获得感。 |
| 22/05 | 国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报。 |

资料来源：中国政府网，证监会，国资委，海通证券研究所

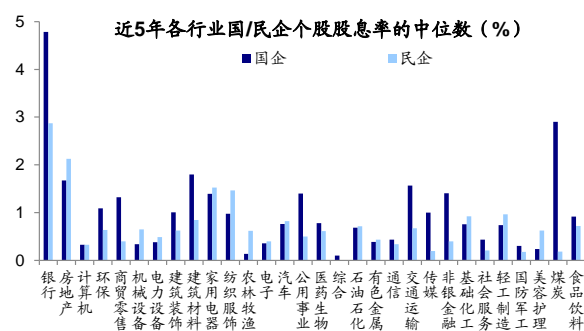
部分盈利稳定、现金流充裕的国企可能加大分红比例，推动估值向上。经营稳定的企业，在复杂的发展环境中不仅能维持较充足的现金储备，同时具备将分红比例保持在较高水平的能力，从而能向资本市场释放经营状况良好、盈利能力稳定的积极信号，这些企业也更加契合“中特估”的本质。那么哪些行业的企业将更为受益呢？2023年国资委对央企主要经营指标考核中，新增了营业现金比率（经营活动现金流净额/营业收入）这一指标来考核国企的现金流状况。我们结合这一指标来看，交通运输、煤炭、公用事业、建筑材料等行业的国企的营业现金比率显著高于民企，具体来看：截至2022/9/30，煤炭行业营业现金比率为22.8%，明显高于民企的8.1%；交运行业营业现金比率为23.3%，明显高于民企的7.2%。我们认为这是由于相较于处于发展初期的行业，煤炭、交运等已经进入成熟期的行业公司通常具备更加充足的分红意愿，这是因为此时的企业通常已经渡过了需要投入大量现金扩大生产的阶段，因而具备更多富余的现金流进行分红。此外，部分行业中央国企由于具备资源优势，其盈利往往稳定，现金流也较为充裕，如三大运营商（营业现金比例为30.5%，下同）、白酒龙头（15.1%），此类行业也具备分红的能力。随着政策持续强化对国企分红的鼓励，将推动这些行业国企分红比例提升，优化股东回报，进一步推动相关领域国企估值向上。

图12 交运、煤炭等传统行业国企营业现金比率更高



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：截至2021年

图13 钢铁、煤炭等传统行业国企股息率更高



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：截至2021年

风险提示：中国特色企业的评价方向与市场认知在偏差；评价方向不全面。

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
杨锦 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； | 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。 |
| 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。 | 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@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23219404 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23219658 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
 王宇晴 wyq14704@haitong.com
 侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com
 贺媛 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
 曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com
 卓伊莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com
 联系人
 章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com
 江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
 舒子宸 szc14816@haitong.com
 张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
 张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23154132 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 联系人
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com
 刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com
 李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
 周航(021)23219671 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com
 肖治键(021)23219164 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com
 房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com
 张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 联系人
 余玫翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com
 阎石 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com
 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 联系人
 张冰清 021-23154126 zbq14692@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

 陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com
 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

| | | |
|--|--|--|
| 电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123185608 hjs14155@haitong.com 张晓飞 zxf15282@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com 酆奕滢 lyy15347@haitong.com | 煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com | 电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com |
| 基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com | 计算机行业 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com | 通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com |
| 非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com | 交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com | 纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com |
| 建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com | 机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com | 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com |
| 建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com | 农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com | 食品饮料行业 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com |
| 军工行业 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com | 银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com | 社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婓(021)23219768 wjy13985@haitong.com |
| 家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com | 造纸轻工行业 郭庆龙 gq113820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com 联系人 吕科佳 lkj14091@haitong.com | 环保行业 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com |

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
 欧阳梦楚 (0755)23617160
 oymc11039@haitong.com
 巩柏含 gbh11537@haitong.com
 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
 马晓男 mxn11376@haitong.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
 谭德康 tdk13548@haitong.com
 王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
 张歆钰 zxy14733@haitong.com
 周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
 董晓梅 dxm10457@haitong.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
 郭金珏(010)58067851 gjy12727@haitong.com
 张钧博 zjb13446@haitong.com
 高 瑞 gr13547@haitong.com
 上官灵芝 sglz14039@haitong.com
 姚 坦 yt14718@haitong.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