华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观专题 2026 年 09 月 06 日

【宏观专题】

从分化到收敛：可能的路径与挑战——投石问“K”系列八

❖ **前言：本篇报告是投石问“K”系列的第八篇，聚焦的是分化如何走向收敛这一问题的思考。需要强调的是，分化与收敛是一个动态的过程，当期的分化不代表永远的分化，当期的挑战不代表这些挑战永远存在。未来对政策有效性的评估或需聚焦能否有效改善收敛路径上的堵点。当前，政策层面强调投资于人、强调公共服务均等化，给出了较为明确的积极指引。**

我们想讨论的是，如果收敛的可能性在增加，可能是通过哪些途径？我们寻找可能的路径以及每一个路径中，较为核心的跟踪指标以关注其变化。我们分两步研究这一问题。

第一步，“K 型”的分化刻画，我们聚焦产业层面。当下，K 型向上的是新动能（包括装备制造业、信息业、租赁和商务服务业），旧动能（地产、建筑、上游材料制造业）以及新旧之外的其他板块（包括消费品制造业、批发零售、住宿餐饮等，以下简称其他板块）则表现偏弱。

第二步，“K 型”的收敛路径，我们聚焦需求层面。即，新动能的增长，会影响五个主体的收入或财富，这五个主体有可能通过支出的增加，助力产业层面的增长收敛。这五个主体分别是政府、准财政（如城投等）、企业、居民、海外。其中海外的需求增加，传递至国内的路径较为复杂（如，可能带来的是海外服务需求增加或中国之外的出口增加），我们本篇报告关注前面四个主体。

即，从分化到收敛的思考，可以转化为，政府、准财政、企业、居民的支出增速是否在加快，如是，收敛可能性在增加。如否，则分化加剧可能性在增加。

❖ **一、路径 1：带动财政支出增加**

1、路径 1 的理论猜想：详见正文。

2、路径 1 的堵点在哪？在两点。一是财政的收入端较为依赖旧动能，旧动能的增速下行仍在负向拖累财政收入。二是新动能的综合税负（每百元收入缴纳的税收）偏低，不利于财政收入增加。

3、财政的支出现状如何？支出端，主要的问题是，增速低于名义 GDP 增速。2021-2025 年，两本账合计支出增速持续低于名义 GDP 增速，2026 年，预计两本账支出增速为-0.5%左右，仍低于名义 GDP 增速。

4、政策建议：适当扩大地方税收管理权限，增加地方自主财力。增加中央对地方的一般性转移支付。

❖ **二、路径 2：缓解城投化债压力**

1、路径 2 的理论猜想：详见正文。

2、路径 2 的堵点在哪？在两点。一是 A 股中国有股权资产市值相比我们估算的有息债务规模依然偏低。二是国有股权获得的 A 股分红相比其有息债务的利息，依然偏低。

3、国企的支出现状如何？我们借助其有息负债的增速观察其支出情况。选择偏头部的发债企业财务数据作为观察对象。2025 年，央企样本企业的有息负债增速为 4.6%，低于 2024 年的 5.9%。2025 年，地方国有企业样本企业的有息负债增速为 6.1%，低于 2024 年的 6.2%。若相比 2019 年，地方国有企业样本企业的有息负债增速下降幅度较大，2019 年，增速高达 14.5%。

4、政策建议：进一步培育壮大资本市场，鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，支持科创上市。

❖ **三、路径 3：带动企业投资增加**

1、 路径 3 的理论猜想：详见正文。

2、路径 3 的堵点在哪？在两点。一是就经济需求侧的资本形成而言，来自上市公司的比例偏低。我们比较中、美、日、韩的数据，2025 年，中国（使用全部 A 股）为 9.8%，美国（使用标普 500 成分股）为 20.4%，日本（使用日经 225 成分股）为 14.8%，韩国（使用 KOSPI200 成分股）为 26.7%。二是工业

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com
执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

邮箱：luyinbo@hcyjs.com
执业编号：S0360519100003

相关研究报告

《【华创宏观】地产治理的对比——投石问“K”系列七》
2026-09-05
《【华创宏观】分化的社会“烦恼”——投石问“K”系列六》
2026-09-03
《【华创宏观】企业收入与岗位的非对称观察——投石问“K”系列五》
2026-08-30
《【华创宏观】扬汤止沸易，釜底抽薪难——长端美债的五点思考》
2026-08-27
《【华创宏观】从德国经验看 K 型分化的治理——投石问“K”系列四》
2026-08-27

仅供内部参考，请勿外传

产能利用率处于正常区间的偏低位置，整体而言，扩产的必要性尚不强。

3、固定资产投资的现状如何？我们重点关注项目端的情况，当前固定资产投资或受制于项目不足，表现偏弱。1-6 月，本年施工项目计划总投资累计同比为-4.3%，本年新开工项目计划总投资增速为-29.4%。

4、政策建议：鼓励发展知识产权产品投资，持续培育新动能。同时，通过“六张网”、十五五重大工程的开工建设稳定基础设施投资。

❖ **四、路径 4：带动居民支出增加**

1、路径 4 的理论猜想：详见正文。

2、路径 4 的堵点在哪？在两点。一是当前中国居民部门的股息收入体量有待提升。二是部分居民的薪酬涨幅偏慢。根据 A 股上市公司数据，2025 年，非金融企业人均薪酬增速为 2.4%，低于 2024 年的 3.3%，以及 2019 年的 6.5%。

3、居民支出的现状如何？支出意愿或依然偏低。从消费倾向（消费/可支配收入）来看，2 季度，消费倾向为 67.5%，低于 2025 年同期的 68.6%以及 2019 年同期的 70.5%。从支出倾向（消费叠加新房购房与可支配收入之比），2 季度为 80.3%，低于 2025 年同期的 83.7%以及 2019 年同期的 110.3%。

4、政策建议：加强普惠性、基础性、兜底性民生建设。完善劳动者工资决定、合理增长、支付保障机制，多渠道增加居民财产性收入。

❖ **风险提示：使用上市公司或者发债企业的数据代表性可能欠佳，获得的结论有一定的偏差。可能存在其他收敛路径。**

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

聚焦的是分化如何走向收敛这一问题的思考。分两步研究这一问题。

第一步，“K 型”的分化刻画，我们聚焦产业层面。当下，K 型向上的是新动能（包括装备制造业、信息业、租赁和商务服务业），旧动能（地产、建筑、上游材料制造业）以及新旧之外的其他板块（包括消费品制造业、批发零售、住宿餐饮等，以下简称其他板块）则表现偏弱。

第二步，“K 型”的收敛路径，我们聚焦需求层面。即，新动能的增长，会影响五个主体的收入或财富，这五个主体有可能通过支出的增加，助力产业层面的增长收敛。这五个主体分别是政府、准财政、企业、居民、海外。其中海外的需求增加，传递至国内的路径较为复杂（如，可能带来的是海外服务需求增加或中国之外的出口增加），我们本篇报告关注前面四个主体。

投资逻辑

从分化到收敛的思考，可以转化为，政府、准财政、企业、居民的支出增速是否在加快，如是，收敛可能性在增加。如否，则分化加剧可能性在增加。对于每个路径，我们分三步进行陈述，一是理论上的传导过程。二是当前传导的堵点。三是受这些堵点影响，当前的传导现状，即财政支出、准财政支出、企业投资、居民支出的现状观察。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、引子：分析思路.....6
二、路径 1：带动财政支出增加.....6
三、路径 2：缓解城投化债压力.....7
四、路径 3：带动企业投资增加.....9
五、路径 4：带动居民支出增加.....10

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 经济走向更加均衡的可能路径 6
图表 2 财政收入的产业构成 7
图表 3 上中下游的企业税负比较 7
图表 4 财政收入与支出与 GDP 的比较 7
图表 5 国有企业股权、分红与债务、利息对比 8
图表 6 发债企业资产与负债增速 9
图表 7 全国国有企业资产与负债增速 9
图表 8 上市公司资本开支与固定资本形成之比 10
图表 9 产能利用率：季节性对比 10
图表 10 存量与新开工固定资产投资项目增速 10
图表 11 收入：上市公司人均薪酬增速 11
图表 12 股息：体量依然较小 11
图表 13 居民支出意愿与消费意愿 11

仅供内部参考，请勿外传

一、引子：分析思路

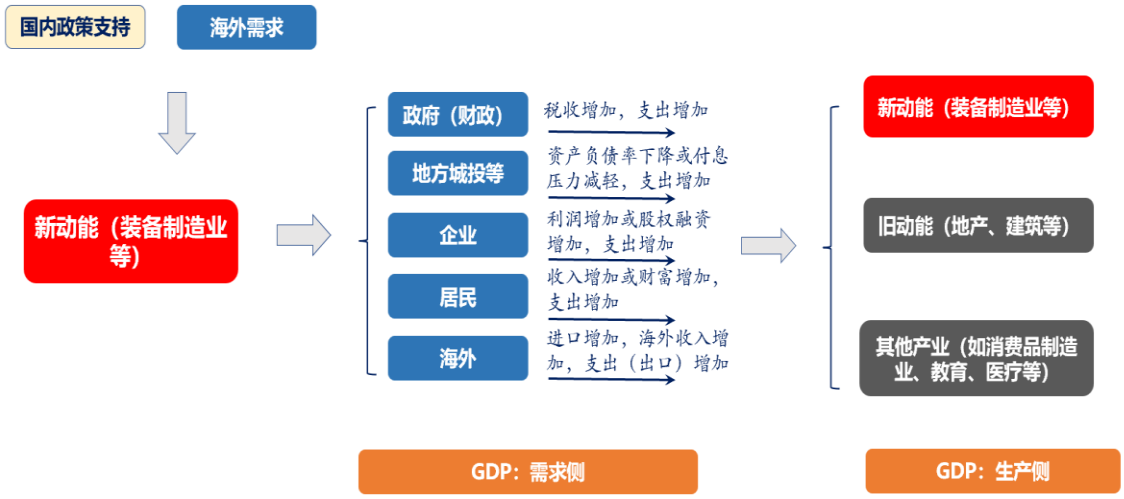
经济的“K 型”分化，能否走向收敛，这一问题的思考我们分为两个步骤来研究。

第一步，“K 型”的分化刻画，我们聚焦产业层面。当下，K 型向上的是新动能（包括装备制造业、信息业、租赁和商务服务业），旧动能（地产、建筑、上游材料制造业）以及新旧之外的其他板块（包括消费品制造业、批发零售、住宿餐饮等，以下简称其他板块）则表现偏弱。

第二步，“K 型”的收敛路径，我们聚焦需求层面。即，新动能的增长，会影响五个主体的收入或财富，这五个主体有可能通过支出的增加，助力产业层面的增长收敛。这五个主体分别是政府、准财政（如城投等）、企业、居民、海外。其中海外的需求增加，传递至国内的路径较为复杂（如，可能带来的是海外服务需求增加或中国之外的出口增加），我们本篇报告关注前面四个主体。

因而，从分化到收敛的思考，可以转化为，政府、准财政、企业、居民的支出增速是否在加快，如是，收敛可能性在增加。如否，则分化加剧可能性在增加。

图表 1　经济走向更加均衡的可能路径



资料来源：华创证券

二、路径 1：带动财政支出增加

1、路径 1 的理论猜想：新动能快速增长—>税收增加，财政收入改善—>财政支出增加，财政支出带动旧动能、新旧之外的其他板块增速加快，经济从分化逐步走向收敛。

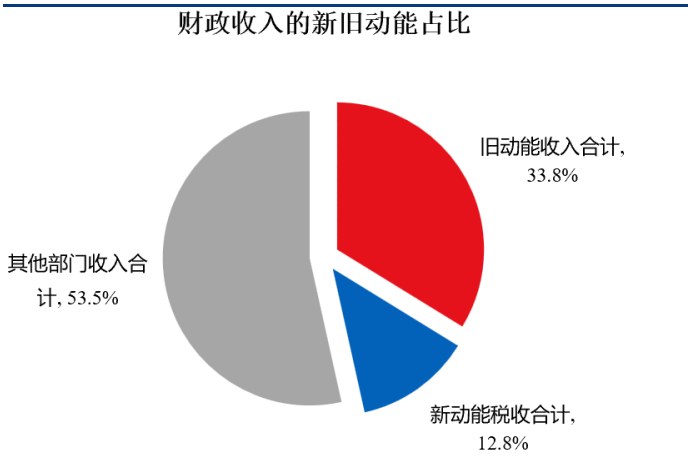
2、路径 1 的堵点在哪？在两点。一是财政的收入端较为依赖旧动能，旧动能的增速下行仍在负向拖累财政收入。根据 2024 年的财政数据，财政两本账的合计收入中，有 33.8%来自旧动能（土地出让收入以及旧动能贡献的税收），仅 12.8%来自新动能（新动能贡献的税收）。**二是新动能的综合税负（每百元收入缴纳的税收）偏低，不利于财政收入增加。**根据 2025 年的 A 股财务数据，新动能的典型代表，装备制造业，综合税负为 2.0%。作为对比，旧动能中，上游材料制造业与地产建筑业分别为 5.0%、3.7%。其他板块中，消费品制造业，为 7.9%。

仅供内部参考，请勿外传

3、财政的支出现状如何？收入端，主要的问题是，与 GDP 的比值持续走低中。以两本账收入与 GDP 之比来看，2025 年为 19.5%，预计 2026 年进一步降至 18.4%。**支出端，主要的问题是，增速低于名义 GDP 增速。**2021-2025 年，两本账合计支出增速持续低于名义 GDP 增速，2026 年，预计两本账支出增速为-0.5%左右，仍低于名义 GDP 增速。

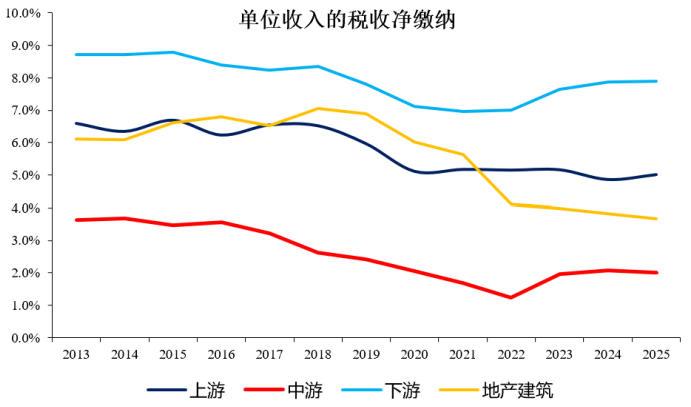
4、政策建议：适当扩大地方税收管理权限，增加地方自主财力。增加中央对地方的一般性转移支付。

图表 2 财政收入的产业构成



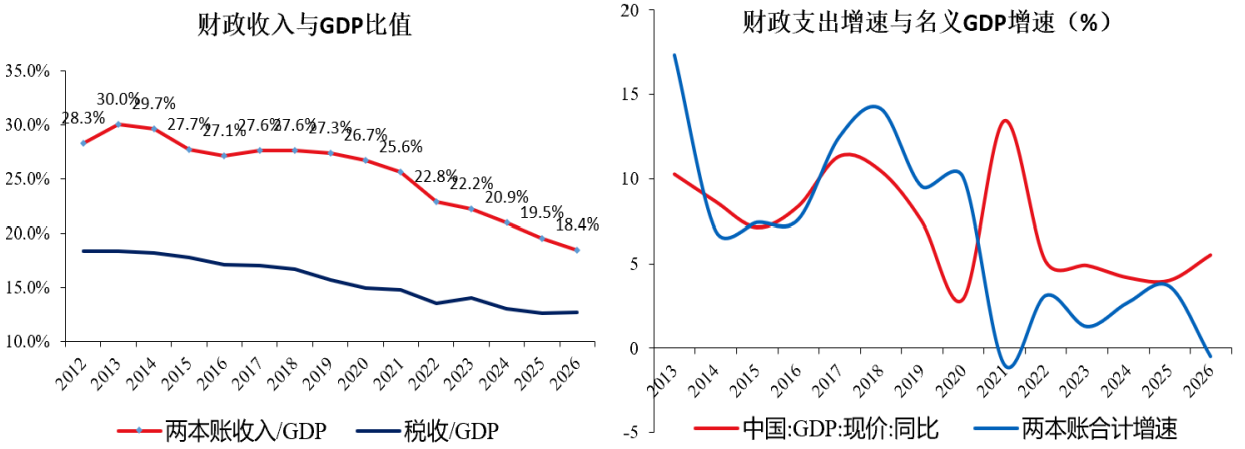
资料来源：Wind，国家税务总局，华创证券

图表 3 上中下游的企业税负比较



资料来源：Wind，华创证券；注：此处使用 A 股上市公司数据进行测算，可能与宏观整体情况有偏差。

图表 4 财政收入与支出与 GDP 的比较



资料来源：Wind，华创证券预测；注：2026 年为预测值，主要预测参数是：税收全年增长 6%，非税实现预算目标，政府性基金收入参考上半年增速假设全年同比-20%。

三、路径 2：缓解城投化债压力

1、路径 2 的理论猜想：新动能快速增长—>政策支持下，新动能陆续证券化，股权价值增加—>国企（含城投，下用国企代替）的股权资产实现增值，同时获得稳定的分红—>国企可以通过分红收入覆盖债务付息压力，同时资产负债率有所下降，化债压力减轻—>国企债务扩张速度可以企稳回升，支出增加—>经济从分化逐步走向收敛。

仅供内部参考，请勿外传

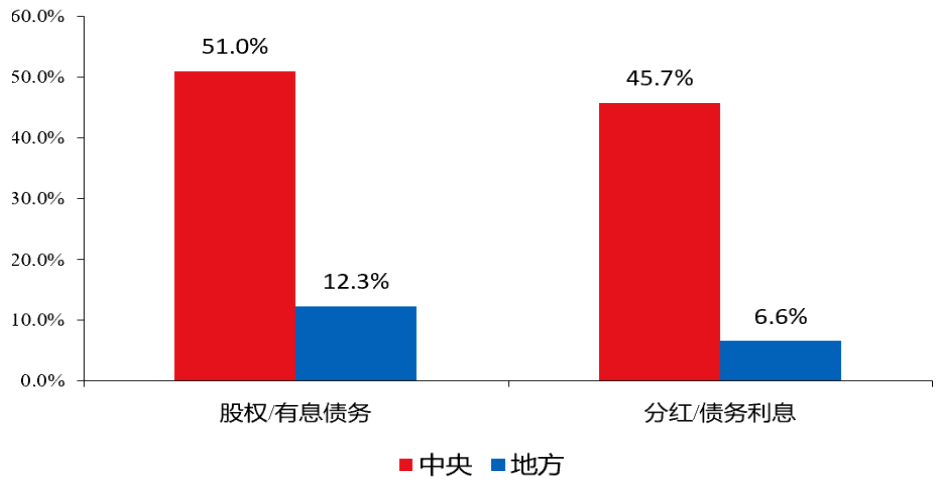
路径 2 的实现，可能需要看到地方国有股权市值相比其负债规模占比逐步增大，或者通过股权的分红相比其负债利息占比逐步增长才利于实现。由于较难获得全部的准确的股权资产数据和有息负债数据，我们使用 A 股上市的前十大股东数据测算 A 股国有股权市值，使用国资委公布的地方国有企业负债数据以及发债企业的有息负债占负债之比测算国有企业的有息负债数据。

2、路径 2 的堵点在哪？在两点。一是 A 股中国有股权资产市值相比我们估算的有息债务规模依然偏低。我们根据 A 股上市公司的前十大股东的持股比例计算国有股权资产市值，根据发债企业（注：对于央企，每个央企选择一家发债主体；对于地方国企，选择债券余额 30 亿以上的发债主体，下同）的有息债务与负债之比、国有企业的负债规模，计算国有企业的有息负债规模。地方国企 A 股股权资产与有息债务规模之比为 12.3%，低于央企的 51%。地方分省中，比值相对偏高的是福建、安徽、贵州。**二是国有股权获得的 A 股分红相比其有息债务的利息，依然偏低。**我们根据今年 2 季度一般贷款利率测算国有企业有息负债的付息规模。地方国企 A 股分红与债务利息之比仅为 6.6%。

3、国企的支出现状如何？我们借助其有息负债的增速观察其支出情况。选择发债企业财务数据作为观察对象。2025 年，央企样本企业的有息负债增速为 4.6%，低于 2024 年的 5.9%。**2025 年，地方国有企业样本企业的有息负债增速为 6.1%，低于 2024 年的 6.2%。若相比 2019 年，地方国有企业样本企业的有息负债增速下降幅度较大，2019 年，增速高达 14.5%。**

4、政策建议：进一步培育壮大资本市场，鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，支持科创上市。

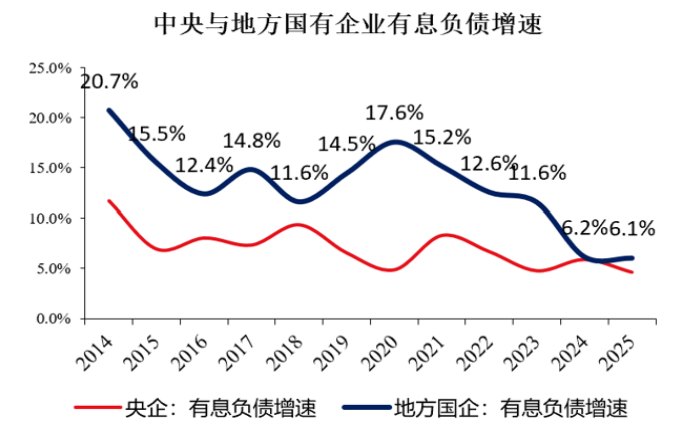
图表 5　国有企业股权、分红与债务、利息对比



*资料来源：Wind，华创证券测算；注：有息债务根据国有企业负债余额*有息债务占比进行估算。其中负债余额为 2024 年数据。有息负债占比根据样本企业估算。股权价值为 A 股市值中前十大股东中国有企业的持股。分红为 2025 年数据。债务利息按照 2 季度一般贷款利率进行测算。*

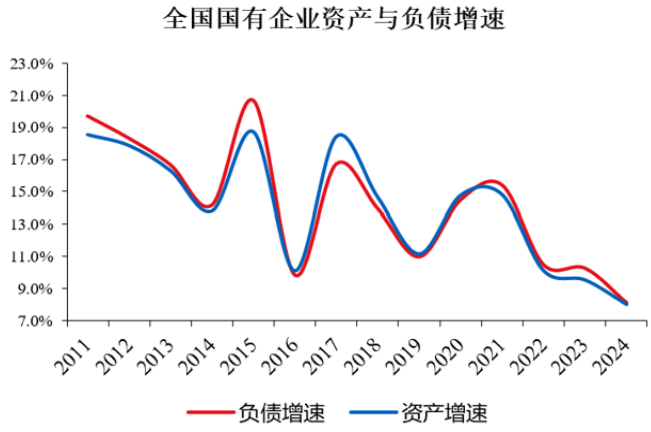
仅供内部参考，请勿外传

图表 6 发债企业资产与负债增速



资料来源：wind，华创证券 注：数据为发债样本企业财务数据

图表 7 全国国有企业资产与负债增速



资料来源：wind，华创证券

四、路径 3：带动企业投资增加

1、路径 3 的理论猜想：新动能快速增长—>利润增加或者在政策支持下，获得股权融资，有扩产能力—>企业投资增加，固定资产投资增速上行，在当期，带动经济其他产业需求增加，经济呈现一定的收敛特征。

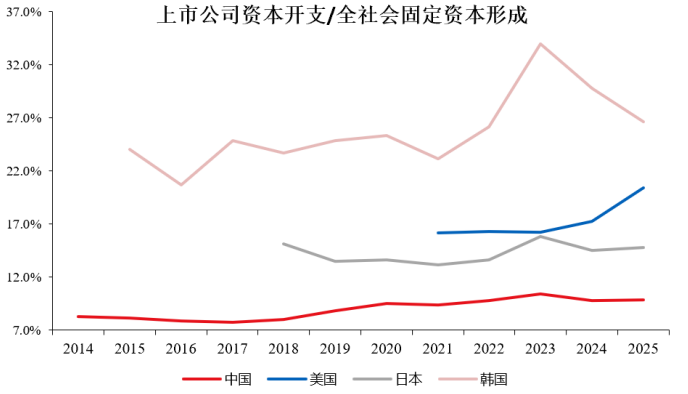
2、路径 3 的堵点在哪？在两点。一是就经济需求侧的资本形成而言，来自 A 股上市公司的比例偏低。我们比较中、美、日、韩的数据，即一国的境内上市公司资本开支与一国的全社会固定资本形成的比例。2025 年，中国（使用全部 A 股）为 9.8%，美国（使用标普 500 成分股）为 20.4%，日本（使用日经 225 成分股）为 14.8%，韩国（使用 KOSPI200 成分股）为 26.7%。**二是工业整体产能利用率处于正常区间的偏低位置，工业部门，整体而言，扩产的必要性尚不强。**

3、固定资产投资的现状如何？我们重点关注项目端的情况，当前固定资产投资或受制于项目不足，表现偏弱。1-6 月，本年施工项目计划总投资累计同比为-4.3%，本年新开工项目计划总投资增速为-29.4%。

4、政策建议：鼓励发展知识产权产品投资，持续培育新动能。同时，通过“六张网”、十五五重大工程的开工建设稳定基础设施投资。

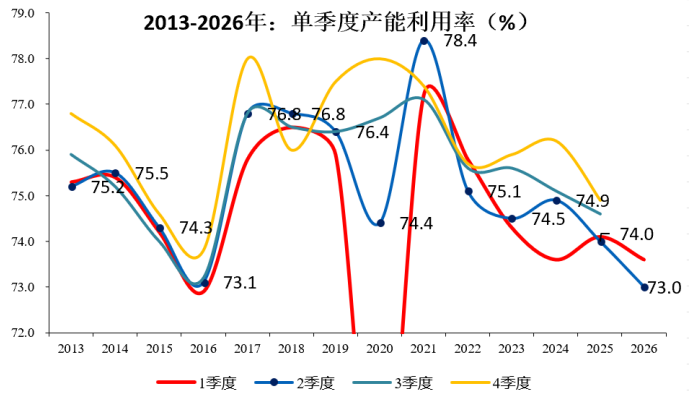
仅供内部参考，请勿外传

图表 8 上市公司资本开支与固定资本形成之比



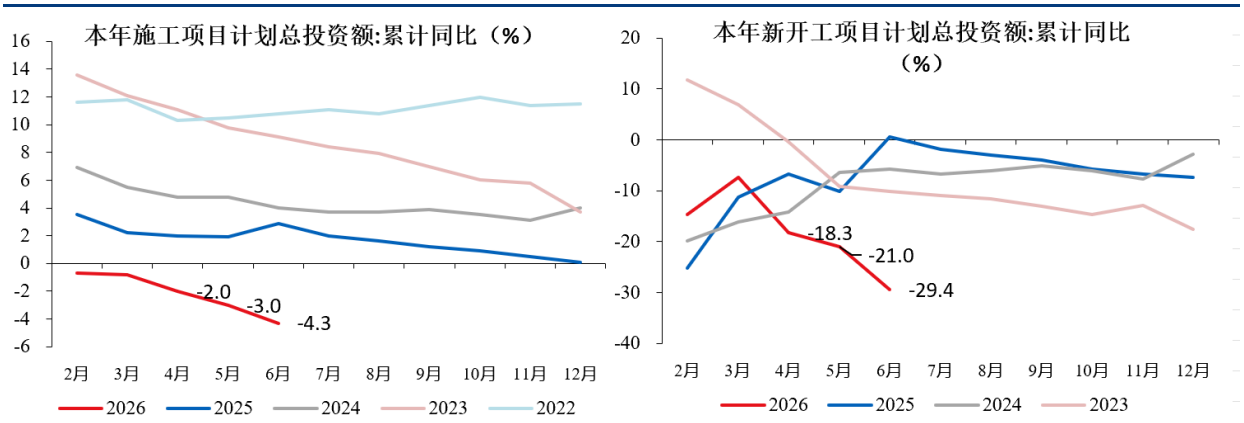
资料来源：Wind，华创证券；注：中国上市公司为全部 A 股，美国为标普 500 成分股，日本为日经 225 成分股，韩国为 KOSPI 200 成分股，受数据披露影响，每年可获得的数据样本有差异。此处为与中国自然年对齐，对海外财报所属季度重新分类，再滚动四个季度计算每个自然年的年度数据。

图表 9 产能利用率：季节性对比



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 存量与新开工固定资产投资项目增速



资料来源：Wind，华创证券

五、路径 4：带动居民支出增加

1、路径 4 的理论猜想：新动能快速增长—>新动能利润增加，一方面通过涨薪改善员工收入，另一方面通过分红提高居民股息收入—>居民收入增加—>居民支出增加，经济从分化逐步走向收敛。

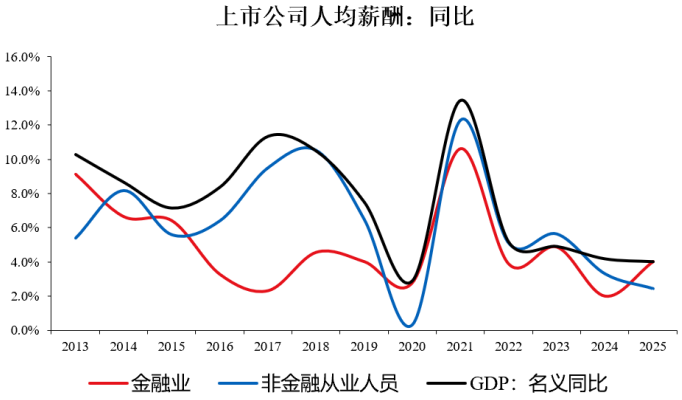
2、路径 4 的堵点在哪？在两点。一是当前中国居民部门的股息收入体量有待提升。根据统计局数据，2024 年，中国居民部门的红利收入占 GDP 的比重为 0.5%。同期，美国居民部门的股息收入与 GDP 的比重为 7.6%。二是部分居民的薪酬涨幅偏慢。观察上市公司员工薪酬情况，根据 A 股上市公司数据，2025 年，非金融企业人均薪酬增速为 2.4%，低于 2024 年的 3.3%，以及 2019 年的 6.5%。

3、居民支出的现状如何？支出意愿或依然偏低。从消费倾向（消费/可支配收入）来看，2 季度，消费倾向为 67.5%，低于 2025 年同期的 68.6%以及 2019 年同期的 70.5%。从支出倾向（消费叠加新房购房与可支配收入之比），2 季度为 80.3%，低于 2025 年同期的 83.7%以及 2019 年同期的 110.3%。

仅供内部参考，请勿外传

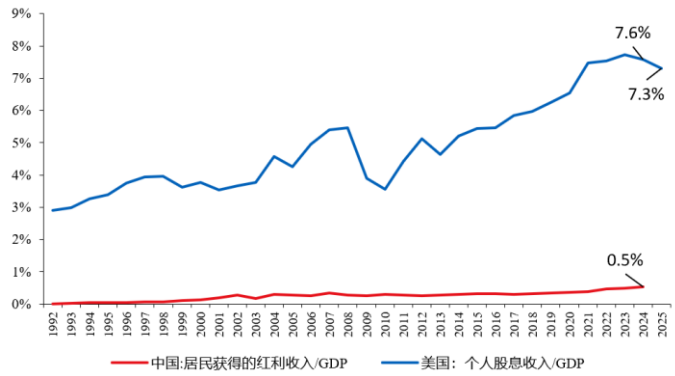
4、政策建议：加强普惠性、基础性、兜底性民生建设。完善劳动者工资决定、合理增长、支付保障机制，多渠道增加居民财产性收入。

图表 11 收入：上市公司人均薪酬增速



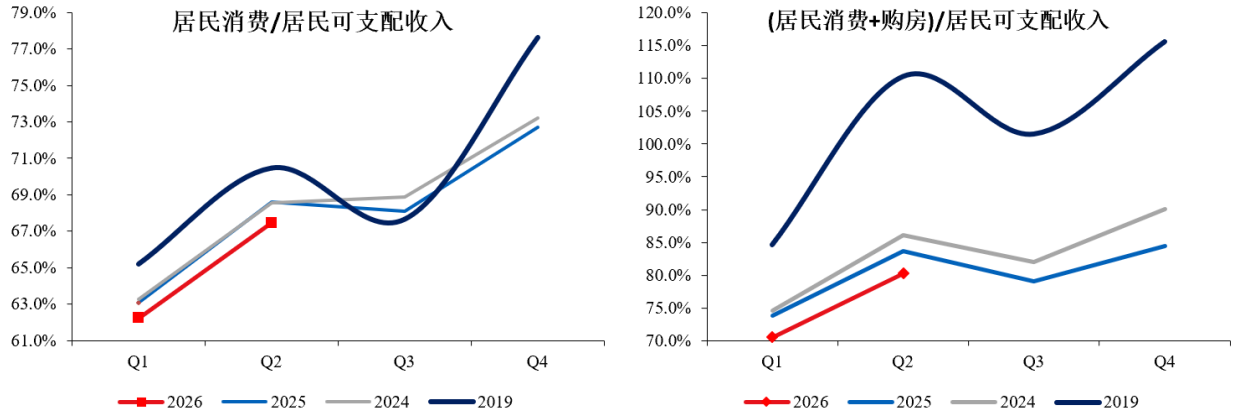
资料来源：Wind，华创证券

图表 12 股息：体量依然较小



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 居民支出意愿与消费意愿



资料来源：Wind，华创证券 注：购房数据使用商品房销售数据，不包含二手房销售数据

仅供内部参考，请勿外传

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。



仅供内部参考，请勿外传

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522