

深度报告

电力设备

输变电设备

九洲电气

合理价位: 31.6-36.3 元

2009 年 12 月 21 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
流通 B 股/H 股(百万股)
上证综指/深圳成指
发行价格(元)
发行股本(百万股)

财务数据

净资产值(百万元)
每股净资产(元)
资产负债率

相关研究报告:

分析师: 皮家银

电话: 021-60933160

E-mail: pijy@guosen.com.cn

新股分析

“三驾马车”推动公司业绩稳定增长

● 三大主业确保公司业绩稳定增长

2006-2008 年, 公司营业收入分别达到 1.73、2.30 和 2.99 亿元, 年均复合增长率为 32%。高压电机调速产品是公司最主要的收入来源, 年均占公司收入比重超过约为 50%。

从盈利能力看, 公司 2006-2008 年综合毛利率基本稳定在 30%附近。其中高压电机调速产品是公司最主要的利润来源。从毛利率水平看, 公司高压电机调速产品和直流电源产品的毛利率均保持在 30%以上, 电气控制及自动化产品的毛利率偏低, 平均在 20%左右。

● 行业景气, 公司外部发展环境良好

节能减排的推进和电力投资的高位维持, 确保公司外部发展环境良好。预计公司未来 3 年内变频器的销售完全有可能达到甚至超过行业平均水平, 保持 30%左右的高增长。直流电源和电气控制及自动化产品保持 15%-20%左右增长。

● 财务指标表现优良, 募集资金项目提升公司市场地位

公司资产负债率一直维持震荡下滑趋势, 应收账款周转率和存货周转率均表现良好。募投项目将强化公司在内资品牌中的领先优势, 在市场容量快速增加的同时, 公司能够充分受益, 并有能力实现对外资一流品牌的赶超。

● 风险提示

公司对罗克韦尔公司的高压变频器销售收入约占同期公司主营业务收入的 25%, 约占同期高压变频器产品销售收入的 50%。由于前期合作协议即将在 2010 年届满, 后续协议的续签将对本公司的经营业绩产生较大影响。

● 盈利预测和估值: 公司合理价值区间为 31.6-36.3 元

我们预测九洲电气 2009-2011 年每股盈利为 0.69、1.01 和 1.27 元。基于各种估值运算, 综合考虑公司的市场地位和高成长性, 我们认为公司合理价值区间为 31.6-36.3 元。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	230	299	378	491	615
(+/-%)	32.8%	30.4%	26.4%	29.7%	25.3%
净利润(百万元)	30	36	47	70	87
(+/-%)	67.8%	18.6%	31.2%	46.9%	25.6%
每股收益(元)	0.59	0.70	0.69	1.01	1.27
净资产收益率(ROE)	15.43%	15.46%	7.56%	10.30%	11.86%

公司简介

哈尔滨九洲电气股份有限公司（以下简称“九洲电气”）是国内电力电子行业龙头企业之一，以“高压、大功率”电力电子技术为核心技术，以“高效节能、新型能源”为产品发展方向，主要从事电力电子成套设备及其配套的电控自动化产品的研发、制造、销售和服务。

公司产品主要分为三大类：第一类为高压电机调速产品，以高压变频器为主，还有高压软起动器等产品；第二类为直流电源产品，主要包括高频开关直流电源、各类电力电子功率模块等；第三类为电气控制及自动化产品，主要包括高低压开关柜、旁路柜等。

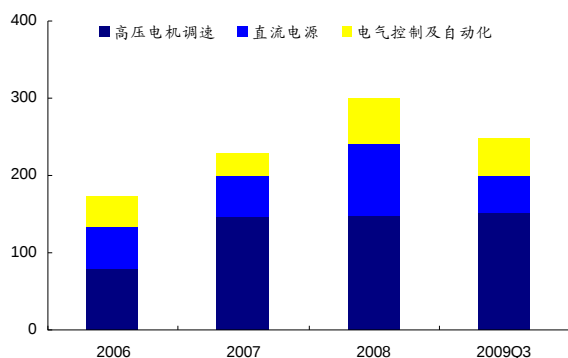
收入盈利：三大主业确保公司业绩稳定增长

2006-2008 年，公司营业收入分别达到 1.73、2.30 和 2.99 亿元，年均复合增长率为 32%，保持了较快速度的增长。其中高压电机调速产品是公司最主要的收入来源，年均占公司收入比重超过约为 50%，2008 年实现收入 1.48 亿元，与 2007 年基本持平。高频开关直流电源和电气控制及自动化产品在 2008 年分别实现收入 0.92、0.59 亿元，同比 2007 年大幅上升 76% 和 98%。

2009 年 1-9 月公司实现营业收入 2.48 亿元，较 2008 年同期增加 18%，金融危机下公司业绩仍然呈现稳定增长。主要是因为公司当期高压变频器销售 224 套，较去年同期的增加 83 台，高压变频器销售收入实现收入 1.49 亿元，较去年同期增加 0.34 亿元，增幅为 30%。

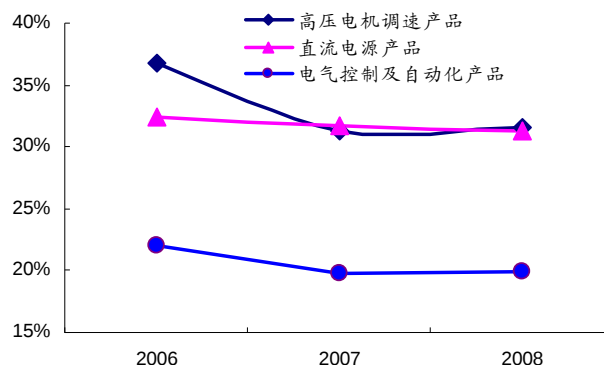
从盈利能力看，公司 2006-2008 年综合毛利率为 32.1%、29.9% 和 29.2%，基本维持稳定。其中高压电机调速产品是公司最主要的利润来源，2008 年实现毛利 4661 万元，占总毛利的 53.4%；2009 年前三季度表现继续良好，实现毛利 4865 万元，占总毛利的比率提升至 65.9%。从毛利率水平看，公司高压电机调速产品和直流电源产品的毛利率均保持在 30% 以上，电气控制及自动化产品的毛利率偏低，平均在 20% 左右，主要原因是该产品的生产厂家较多，市场竞争激烈。

图 1：公司营业收入构成（单位：百万元）



资料来源：招股说明书

图 2：公司主营业务毛利率水平



资料来源：招股说明书

未来发展：行业景气，公司外部发展环境良好

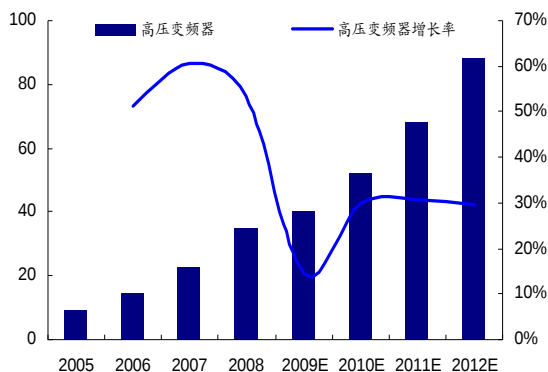
节能是长期国情，高压变频器市场容量快速增长

我国目前单位 GDP 的能耗水平较高，各重点能耗行业的能源使用效率通常比发达国家低 20%-50%。根据国家《电动机调速技术产业化途径与对策的研究》报告披露，中国发电总量的 66% 消耗在电动机上，其中高压电动机占比接近 50%。而高压电动机中近 70% 拖动的负载是风机、泵类、压缩机，其中一半适合调速。

按照该报告中的这些比例以及 2008 年底全国发电总装机总量 7.9 亿 kW 测算，全国约有 1 亿 kW 的高压电动机处在浪费运行的状态。按照每 kW 高压变频目前约 1000 元的价格估计，不考虑未来新增的高压电机的增量，高压变频器的潜在市场高达 1000 亿元。目前我国交流电动机的变频器装备率还不到 10%，通过推广变频器的应用来提高电动机能效，对于我国政府节能降耗总体目标的实现具有至关重要的意义。实际上，发改委在《“十一五”十大重点节能工程实施意见》中明确规定，电机系统节能是十大重点节能工程之一，要求更新改造低效电动机，对电机系统被拖动设备进行节能改造。

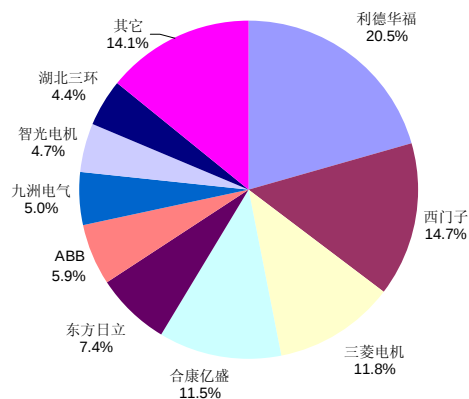
2006~2008 年国内高压变频器市场规模增长率分别达到 40.0%、51.5% 和 47.8%，国内市场容量分别达到 15、23、34 亿元。我国高压电动机容量的快速增长和节能减排政策的推行，将带动高压变频器未来几年市场需求快速增长。根据预测，未来 3 年中国高压变频器市场将保持年均 30% 以上的复合增长率，2012 年国内高压变频器的年均市场容量有望达到 80-100 亿元。

图 3：高压变频器市场容量及增长率（亿元）



资料来源：国信证券经济研究所

图 4：高压变频器市场占有率（%）



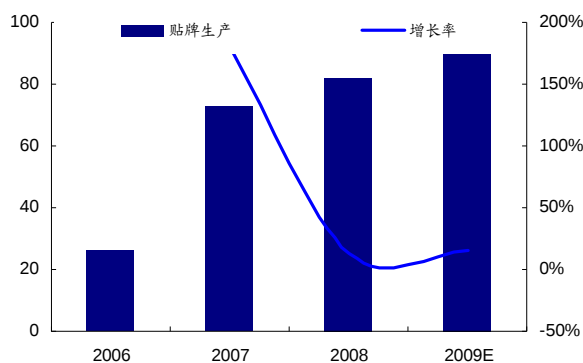
资料来源：招股说明书

高压变频器的市场集中度较高，前十大厂商约占据市场份额的 80%。值得注意的是内资品牌的市场份额已经逐渐超过外资品牌。少数规模领先的本土企业例如北京利德华福、合康亿盛、东方日立、九洲电气等品牌效应正在逐渐形成。由于内资企业在服务、价格方面优势明显，而且随着内资企业在技术、项目经验方面的逐步积累，与外资企业的差距正在逐步缩小。此外，内资厂家产品稳定性逐步增强，也为其继续扩大市场提供了有利条件。我们估计，未来 3-5 年，内资品牌中实力领先的企业仍会逐步提升市场占有率，替代国外产品，占据 65% 以上的市场份额。但短期内难以突破的高端应用市场可能仍然被国际顶级品牌即西门子、ABB 两大巨头垄断。

2006-2008 年公司高压变频器产品销售收入分别为 0.47、1.36 和 1.45 亿元，复合增长率超过 70%。值得注意的是，公司 2005 年成为罗克韦尔公司全球唯一的高压变频器的合同制造商，以贴牌生产的模式为罗克韦尔公司生产高压变频器。罗克韦尔公司在全中国范围的考察后，选定公司作为制造商，表明公司在技术和研发水平、产品品质、质量管理体系、检测水平、生产和交货能力等多方面都是国内领先。

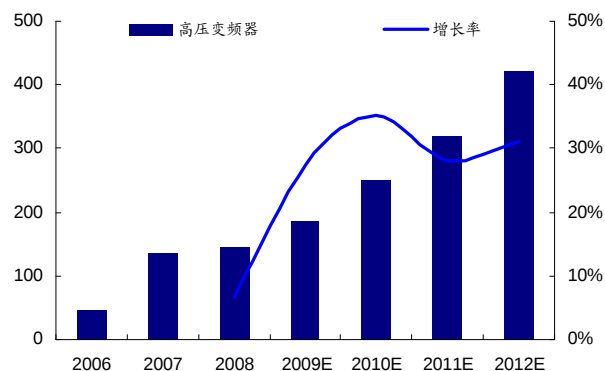
而且贴牌生产为公司增加了部分稳定的销售收入和利润，确保了公司有充裕的现金流。有助于公司自主品牌产品的研究开发和生产建设。公司自主品牌高压变频器的销售收入从 2006 年的 2,082 万元迅速增长至 2008 年的 6,289 万元。公司通过逐步积累，建立了完善的客户网络，目前客户包括中国石油、中国石化、大唐电力、国电电力、华电、宝钢集团、鞍钢集团等众多大型企业集团。我们认为，公司未来变频器产品的销售完全有可能达到甚至超过行业平均水平，保持 30% 左右的高增长。

图 5：公司高压变频器贴牌生产情况（百万元）



资料来源：招股说明书

图 6：公司高压变频器收入及增长率预测（百万元）



资料来源：招股说明书

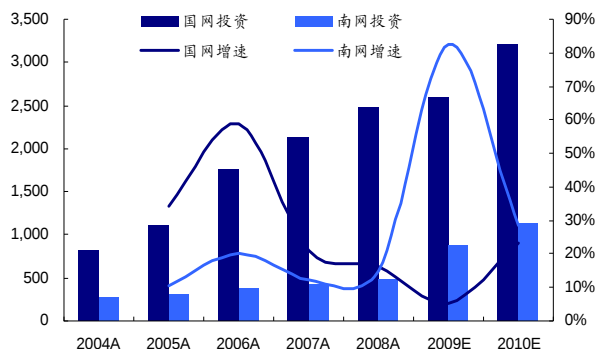
电力投资高位维持，直流电源市场容量稳定增长

由于电网仍保持高位维持，而 500kV 变电站和电厂对电力自动化设备的市场需求也有望维持大约 20% 左右的增幅，直流电源市场需求保持旺盛状态。此外电力自动化电源的一般使用周期为 8-10 年，电力系统每隔 8-10 年须对其进行更换，而部分技术和质量达不到发电厂、变电站安全运行要求的电源设备还将提前更换。因此，随着发电厂和变电站基数加大，即使未来新建项目投资力度放缓，仅技术改造项目带来的直流电源市场需求量亦相当可观。

直流电源设备行业是一个充分竞争行业。据不完全统计，直流操作电源行业约有生产厂家 1,000 多家，市场份额较为分散，市场整体集中度不高。经过了十多年的发展，直流操作电源的技术已日趋成熟，设备国产化率几达 100%。行业内主要企业除奥特迅外，主要有河南许继电源有限公司、珠海泰坦科技股份有限公司、烟台东方电子玉麟电气有限公司、艾默生网络能源有限公司和九洲电气等。

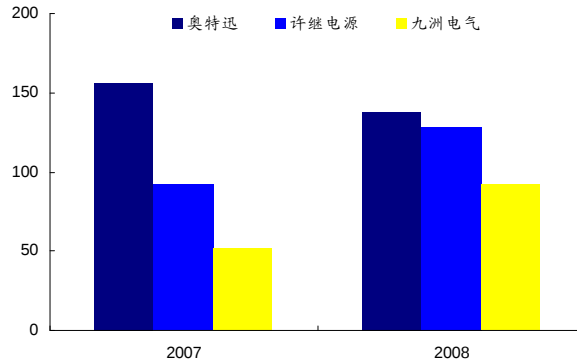
2008 年，公司高频开关直流电源实现销售收入 9,239 万元，较去年同比增长 76.5%。公司迅速缩短了与直流操作电源的领头羊奥特迅的差距。表明公司在该产品的竞争力已经跻身于国内第一集团。

图 7: 两大电网公司历年投资 (亿元)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 8: 主要直流操作电源公司的销售收入 (百万元)



资料来源: 招股说明书

整合营销确保公司电气控制及自动化产品业绩稳定

电气控制及自动化产品的市场需求主要取决于与电力相关的新建和技改工程。根据我国两大电网投资规划，2010 年两家电网公司总计投资规模为 4178 亿元，同比增长约为 20.1%。而对于 2011 年及以后的电网投资情况，我们认为，两大电网公司的整体投资快速下滑的可能性也不大，仍将维持在高位。行业需求也处于高景气的状态。

国内从事电气控制及自动化产品的企业超过一千家，普遍占有率不高，竞争非常激烈。公司积极采取整合营销的方式，利用现有三类产品的销售具有互相带动效应。客户采购电机调速类产品，一般都配套采购旁路柜、远程开关控制柜等。公司推销高压变频器，同时就带动了旁路柜的销售。客户采购电气控制及自动化产品，一般都配套采购直流操作电源。所以，直流操作电源的客户很多也是电气控制及自动化产品的客户，通过整合营销，促进了直流操作电源和电气控制及自动化产品的销售。

研发新产品提供新的业绩增长点

公司在创立初期就确立了技术导向、低成本、专业化的竞争战略，挖掘客户的个性化需求，并通过技术研发更好的满足这些需求来塑造产品竞争优势。公司 2008 年投入 1421 万元用于研发，占收入比重为 4.8%，2009 年前三季度投入 1550 万元，占收入比重提升至 6.3%。

目前公司已研发成功并试生产的项目有 3 个，正在研发的项目有 4 个。这些项目均是公司现有主导产品在电力电子行业的延伸或扩展，一旦研制成功并在市场上批量生产销售，有望成为公司新的业绩增长点。

表 1: 公司近期研发项目及进展

项目名称	研究项目	项目进展
高压电机传动方向	10KV1000KW 水冷高压变频器、能量回馈型高压变频器、基于 IGBT (IGCT) 的三电平高压变频器、舰船推进用大功率变频器、高压同步电机软起动装置、防爆型高压软起动装置	最早开始于 2008 年 1 月-最晚结束于 2011 年 12 月启动
高频开关直流电源	交直流一体化电源、高频开关直流电源技术升级、核电用高频开关直流电源	最早开始于 2009 年 1 月-最晚结束于 2010 年 12 月启动
新能源方向	2MW 以上双馈型风力发电变流器、2MW 以上直驱型风力发电变流器、大功率光伏发电逆变器	最早开始于 2009 年 1 月-最晚结束于 2010 年 12 月启动
高压电网动态无功补偿	35KV TCR 型高压电网动态无功补偿器、35KV TSC 型高压电网动态无功补偿器、SVG 型高压电网动态无功补偿器	最早开始于 2009 年 1 月-最晚结束于 2012 年 12 月启动

资料来源: 招股说明书

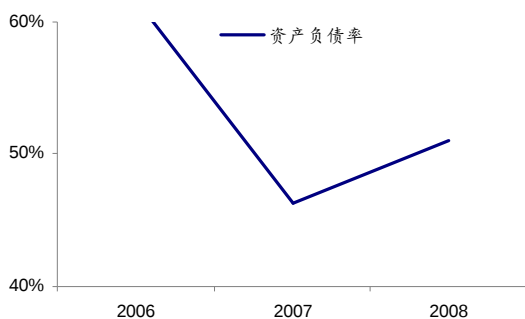
财务指标表现优良

资产运营能力表现突出

公司的资本结构非常稳健, 资产负债率一直维持震荡下滑趋势, 从 2006 年的 62% 降至 2008 年的 51%。同时公司对销售回款非常注意, 通过合理的绩效制度鼓励销售人员加强回款工作, 应收账款周转率在过去三年中一直维持在 2 左右, 略优于同行业上市公司。而且从应收账款结构来看, 2008 年 92 % 的应收账款期限都是 2 年之内, 由于客户主要分布在电力、石油石化、冶金和市政建设等企业, 客户信誉优良, 公司应收账款的风险较小。

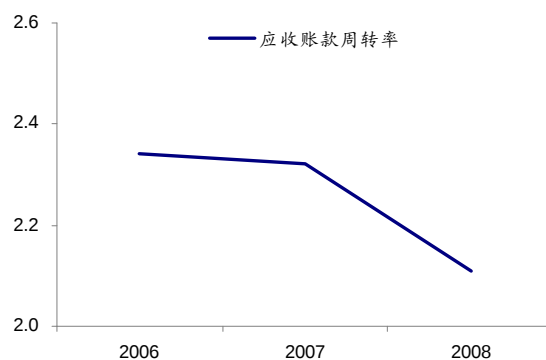
公司存货周转率在 2006 年低于同行业可比上市公司平均值, 但公司的存货周转率在稳步提高, 2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月已接近或超过了行业平均水平, 说明公司近几年存货管理水平在逐年提高。公司 2006-2008 年净资产回报率呈现稳定在 15% 左右。

图 9: 2006-2008 年母公司资产负债率较低



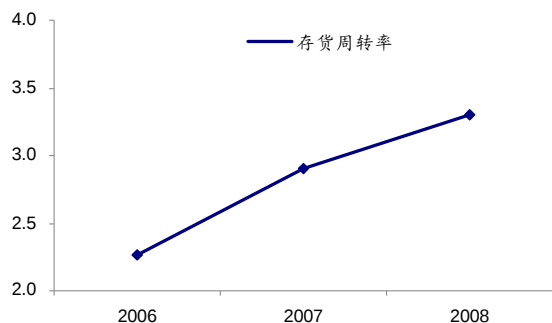
数据来源: 招股说明书

图 10: 2006-2008 年应收账款周转率



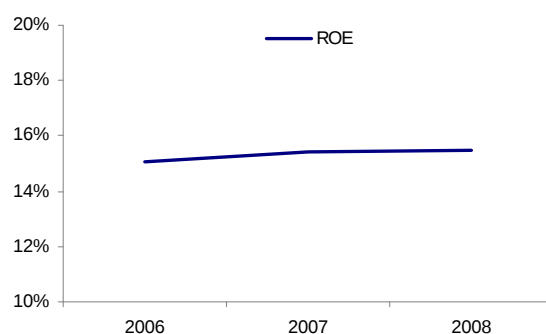
数据来源: 招股说明书

图 11: 2006-2008 年存货周转率



数据来源: 招股说明书

图 12: 2006-2008 年 ROE



数据来源: 招股说明书

募集资金项目将提升公司市场地位

本次募集资金将投资于“年产 500 套高压大功率变频调速装置扩建项目”、“新型电力电子器件功率产品成套装置扩建项目”和“企业技术中心建设项”，三个募投项目总投资额 18568 万元。

募投项目的成功实施将有效的强化公司在内资品牌中的领先优势，在市场容量快速增加的同时，公司能够充分受益，并有能力实现对外资一流品牌的赶超。

表 2: 募集资金项目

项目名称	总投资(万元)	建设期	投资回收期
年产 500 套高压大功率变频器扩建项目	9938	2 年	5.73 年
新型电力电子器件功率产品成套扩建项目	5330	1 年	4.73 年
企业技术中心建设项目	3,300		
合 计	18568		

数据来源: 招股说明书

风险提示

与罗克韦尔后续协议续签

公司对罗克韦尔公司的高压变频器销售收入约占同期公司主营业务收入的 25%，约占同期高压变频器产品销售收入的 50%。可以说罗克韦尔公司是公司业绩来源的一个重要稳定器。由于前期合作协议即将在 2010 年届满，后续协议的续签将非常关键。如果公司未来与罗克韦尔公司的业务合作出现变化，将会对本公司经营业绩产生较大影响。

公司估值

绝对估值法：26~32 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现，结合两种估值得到公司合理价值区间分别为 21.3~35.5 和 24.1~38.7 元之间，价值中枢为 26~32 元。

主要假设：（1）随着募集资金项目逐步投产，公司 2009 年 - 2011 处于快速扩张阶段，收入加速增长。对于 2012 年后收入增速，我们采取谨慎原则，假定公司增速保持行业平均水平附近。假设永续增长率为 3.5%；（2）假定无风险利率为 2.0%，风险溢价为 5.0%，有效税率为 11.0%，行业无杠杆 Beta 为 1.03。

表 3：三阶段模型的主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
销售收入增长率	30.4%	26.4%	29.7%	25.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	30.4%
营业成本 / 销售收入	70.8%	71.7%	72.5%	72.3%	72.0%	71.5%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	70.8%
管理费用 / 销售收入	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%
所得税税率	11.74%	8.14%	11.00%	11.00%	11.00%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比例	20.24%	18.42%	30.00%	30.00%	30.00%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：国信证券经济研究所

表 4：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	3.5%	实际所得税率 T	11.00%
无风险利率	2.0%	Ke	7.54%
行业平均 Beta	1.03	风险溢价	5.0%
公司市值 (E)	1380	E/(D+E)	92.12%
债务总额 (D)	118	D/(D+E)	7.88%
Kd	6.0%	WACC	7.37%

资料来源：国信证券经济研究所

表 5：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

	6.4%	6.9%	7.37%	7.9%	8.4%
4.5%	57.86	45.41	37.34	31.68	27.51
4.0%	47.16	38.73	32.83	28.48	25.14
3.5%	40.19	34.03	29.49	26.01	23.26
3.0%	35.29	30.55	26.91	24.05	21.73
2.5%	31.66	27.86	24.87	22.45	20.46

资料来源：国信证券经济研究所

表 6：FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

	6.5%	7.0%	7.54%	8.0%	8.5%
4.5%	53.01	41.68	34.11	28.69	24.64
4.0%	43.41	35.51	29.86	25.63	22.34
3.5%	36.98	31.08	26.66	23.24	20.50
3.0%	32.36	27.74	24.17	21.32	19.00
2.5%	28.88	25.15	22.17	19.75	17.74

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：40~44 元/股

根据目前国内市场上一些参与变频器生产的企业如智光电气、荣信股份等公司以及其它节能类型的公司，以 2009 年预测 EPS 计算的 PE 平均估值比率约为 58 倍。以公司发行完成后 0.69 亿股股本计算，我们预测公司 2009-2011 年每股盈利为 0.69、1.01 和 1.27 元。以同行业公司的平均 PE 估值水平计算，对应二级市场合理价位为 40 元。

表 7：一些节能概念公司的 PE 估值

证券代码	证券简称	市盈率(最近 12 个月)	预测市盈率 2009EPS 计算	市净率
002123	荣信股份	61.2	41.1	6.39
002169	智光电气	105.6	86.6	8.88
600517	置信电气	38.3	37.4	10.33
002255	海陆重工	70.7	52.7	10.39
000969	安泰科技	80.4	68.4	6.04
平 均		71.2	58.2	8.41

资料来源：国信证券经济研究所

而观察最近上市的，具有参考意义的 9 只新股，其对 2009 年预测 EPS 的平均 PE 为 64 倍。我们以该平均水平为标准，考虑九洲电气 2009 年 EPS 0.69 元，二级市场价格约为 44 元。

表 8：近期新股发行 2009 预测 PE 一览表（以 12 月 3 日股价计算）

公司名称	股价	2009EPS	2009PE
中元华电	53.09	0.86	61.54
鼎汉技术	76.30	0.96	79.48
太阳电缆	37.04	0.72	51.28
鑫龙电器	22.00	0.32	68.86
光迅科技	37.10	0.61	60.43
天润曲轴	23.26	0.53	44.24
万马电缆	31.61	0.47	66.94
特锐德	46.98	0.69	68.02
汉威电子	49.17	0.67	73.93
平均			63.86

资料来源：国信证券经济研究所
2009 年 EPS 以 wind 平均预测计算

考虑两种相对估值方法得出的结果，结合公司所处的市场地位、未来几年公司良好的成长性，我们认为公司应当享有更高估值溢价。公司相对估值的合理价值区间完全可以达到 40-44 元。

综合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理的投资价值区间在 31.6 - 36.3 元。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	76	523	460	439	营业收入	299	378	491	615
应收款项	205	207	269	337	营业成本	212	271	350	441
存货净额	66	63	81	101	营业税金及附加	1	2	2	3
其他流动资产	9	15	20	25	销售费用	25	26	39	43
流动资产合计	356	808	829	901	管理费用	20	23	30	37
固定资产	98	91	215	302	财务费用	6	5	(6)	(2)
无形资产及其他	7	7	8	9	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(7)	(8)	(6)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	463	910	1055	1215	营业利润	29	43	69	88
短期借款及交易性金融负债	86	100	150	200	营业外净收支	11	10	9	10
应付款项	68	86	111	139	利润总额	39	53	78	98
其他流动负债	26	37	49	60	所得税费用	3	6	9	11
流动负债合计	180	224	310	399	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	18	18	18	18	归属于母公司净利润	36	47	70	87
其他长期负债	32	42	52	62					
长期负债合计	50	60	70	80					
负债合计	230	284	380	479					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	233	626	675	736					
负债和股东权益总计	463	910	1055	1215					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	36	47	70	87
资产减值准备	4	(0)	6	6
折旧摊销	6	11	15	22
公允价值变动损失	7	8	6	5
财务费用	6	5	(6)	(2)
营运资本变动	(36)	34	(32)	(38)
其它	(4)	0	(6)	(6)
经营活动现金流	13	101	58	77
资本开支	(12)	(13)	(151)	(121)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(12)	(13)	(151)	(121)
权益性融资	0	360	0	0
负债净变化	(3)	0	0	0
支付股利、利息	(7)	(14)	(21)	(26)
其它融资现金流	53	14	50	50
融资活动现金流	34	360	29	24
现金净变动	34	448	(64)	(20)
货币资金的期初余额	41	76	523	460
货币资金的期末余额	76	523	460	439
企业自由现金流	(4)	82	(106)	(56)
权益自由现金流	46	92	(51)	(4)

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-68866295	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021- 68866202	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 皓	021-68866236	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				