

动态报告

汽车汽配

汽车

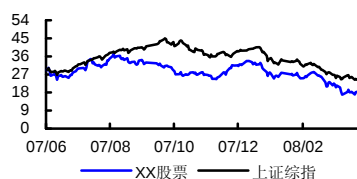
上海汽车(600104)

谨慎推荐

(维持评级)

2010年1月7日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	25.24
总股本/流通 A 股(百万股)	6,551.03/6,551.03
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	165,347.97/165,347.9
7	
上证综指/深圳成指	3,254.22/13,505.18
12 个月最高/最低(元)	26.99/5.65

财务数据

净资产值(百万元)	39,767.69
每股净资产(元)	6.07
市净率	4.16
资产负债率	63.36%
息率	0.10%

相关研究报告:

《上海汽车:通用上汽合作进一步深化》——2009-12-7

《上海汽车:再度上行》——2009-5-7

《汽车行业 2010 年投资策略:走向最后疯狂?》——2009-12-14

分析师: 李君

电话: 021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

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。

更新报告

上海汽车: 重现辉煌

●对行业的判断

轿车: 2010 年,轿车行业有望走向最后的疯狂。就时点而言,我们认为更加可能在上半年。这一判断有两个层面的含义:【1】行业盈利仍有望继续向上冲刺,带动股价向上冲刺;【2】拐点的到来也将愈来愈近,我们需要随时保持警惕。支撑我们这一判断的主要逻辑在于:2010 年供应依然紧张,而需求值得乐观。

微客: 与市场有所不同,我们对 2010 年的微客市场更加谨慎,我们预计 2010 年微客销量最多能与 2009 年持平,而不会显著增长。分歧的原因在于,我们判断 2009 年,微客销量井喷的主导力量,部分来自于 2008 年劳动力大规模返乡,导致资本从沿海向内地转移,带来所有农用相关用具如微客、轻卡、农机、农用运输车的普遍大幅上升,而这一效应预计在 2010 年将明显弱化。

●对公司的判断

上海通用、上海大众双双发力。2009-2010 年是两合资公司的“收获年”,前期充分准备的新品牌、新车型集中释放,盈利结构获得改善。我们对两公司 2010 年的销量预期较公司自身排产更为乐观,即使考虑目前的“产能约束”后,我们预计两公司 2010 年销量仍有望增长 18%,达到 86 万辆的水平。预计上海通用、上海大众盈利分别同比增长 23%、31%,达 110 亿元、67 亿元。根据权益比例,将分别贡献 EPS 0.86 元、0.51 元。

长期看自主品牌成功可能性高,2010 年盈利状况将显著好转。我们用“种苹果树”来比喻轿车新车型的研发和投资,上汽、比亚迪分别是我们认为两类能够成功的自主品牌企业的代表,上汽的优势在于多年积累的技术储备、雄厚的资金实力,能够“烧得起钱”。预计 2010 年自主品牌制造业务盈利(含研发费用)将由 2009 年的 8-9 亿元亏损降至 5 亿元以内。

预计微车业务盈利与 2009 年比将持平或小幅下降。五菱占据微客行业约 50% 的市场份额,我们认为,2009 年无论微客行业还是公司,都达到近年销量和盈利的高峰。预计 2010 年五菱微客销量、单车净利分别为 100 万辆、2000 元,较 2009 年均小幅下降。按权益比例贡献 EPS 约 0.15 元。

盈利预测与估值。维持对公司 2009 年、2010 年 1.01 元(25.0x)、1.50 元(16.8x)的 EPS 预测,若假定公司权证全部行权,则 2010 年 EPS 相应下调 3.3 个百分点。维持“谨慎推荐”评级。需要指出公司盈利敏感性较高,在我们模型中,通用、大众单车盈利每上升 1000 元,将导致 EPS 提高 0.12 元。给予 6 个月目标价 30 元。近日公司权证行权期间,股价产生较大波动,我们认为,目前股价已具备吸引力,而 2010 年轿车股的最大机会可能就在一季度,建议在合适的价格考虑买入。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万)	104,083.58	105,405.59	140,837	239,422
(+/-%)	433.11%	1.27%	33.0%	70.0%
净利润(百万元)	4,634.68	656.17	6642	9807
(+/-%)	241.83%	-85.84%	912.3%	47.6%
每股收益(元)	0.71	0.10	1.01	1.50
EBIT Margin	6.28%	0.71%	1.0%	3.5%
净资产收益率	12.40%	1.89%	16.9%	21.2%
市盈率 (PE)	35.68	251.99	25.8	17.5
EV/EBITDA	20.35	59.56	72.1	23.8
市净率 (PB)	4.42	4.77	4.36	3.71

内容目录

对行业的判断	5
轿车：走向最后疯狂？	5
微客：预期谨慎	5
对公司的判断	7
1、2009-2010 年，上海通用、上海大众双双发力	7
2、自主品牌 2010 年将实现盈利	9
3、上汽通用五菱：微车业务盈利将同比持平或小幅下滑	10
盈利预测与估值	11
附件 1：轿车：三轮周期的比较	13
需求	14
供应	16
库存	18
盈利	19
股价	21
结论及投资策略	22

图表目录

图 1: 微客年销量及同比增速 (2001-2009E)	6
图 2: 微卡年销量及同比增速 (2001-2009E)	6
图 3: 轻卡年销量及同比增速 (2001-2009E)	6
图 4: 农用机械产量同比增速 (2009.1-2009.11)	6
图 5: 上海汽车资产结构图	7
图 6: 上海通用单车净利年度变动 (2001-2010E)	9
图 7: 上海大众单车净利年度变动 (2001-2010E)	9
图 8: 上汽通用五菱单车净利年度变动 (2004-2010E)	11
图 9: 北京、上海、广东、浙江、江苏五地载客汽车新增保有量占全国比例(2001-2008)	15
图 10: 分地区乘用车上牌数同比增速	15
图 11: 分排量乘用车上牌数同比增速	15
图 12: 轿车年化销量——剔除季节性因素影响 (1Q01-3Q09)	16
图 13: 厂商累计库存变化 (1Q01-3Q09)	18
图 14: 重点汽车企业集团毛利率变动(1Q02-4Q03)	20
图 15: 重点汽车企业集团利润率变动 (1Q02-1Q03)	20
图 16: 汽车行业整体毛利率变动(1Q03-4Q06)	20
图 17: 汽车行业整体利润率变动 (1Q03-4Q06)	20
图 18: 重点汽车企业集团利润率变动 (1Q06-3Q09)	20
图 19: 重点汽车企业集团收入、利润总额同比增长 (1Q07-3Q09)	21
表 1: 2000 年以来轿车行业三轮周期的比较	5
表 2: 上海汽车研发支出	9
表 3: 上汽自主品牌车型及销量	10
表 4: 上海汽车备考分部净利 (万元)	12
表 5: 上海汽车销量及单车净利 (辆, 元)	12
表 6: 上海汽车母体净利分拆 (万元)	12
表 7: 上海汽车权益净利分拆	12
表 8: 轿车行业三轮上升周期的需求力量比较	14
表 9: 轿车新增产能汇总 (2004-2012E)	17
表 10: 杭州地区部分热门车型加价及提车等待期间采样	19
表 11: 重点企业集团收入、利润总额增长 (1Q03-4Q03)	21
表 12: 汽车股三轮周期相对市场表现	22

一、对行业的判断

轿车：走向最后疯狂？

至 2010 年中期，汽车细分子行业中，我们最看好轿车股。通过比较分析 2000 年以来轿车行业三轮周期中需求、供应、库存、盈利和股价的变化，我们认为本轮轿车行业周期与 2002-2003 年那一轮的上升更为相似，并判断需求仍将继续上升，在目前库存紧张、产能无法快速释放的背景下，行业盈利进一步超出市场预期概率较高，2010 年上半年，相关股票或将迎来“最后的疯狂”。

表 1：2000 年以来轿车行业三轮周期的比较

	第一轮上升周期	第一轮下降周期	第二轮上升周期	第二轮下降周期	本轮上升周期
时间阶段	2002 年 1 月至 2003 年 5 月	2003 年 6 月至 2005 年 12 月	2006 年 1 月至 2008 年 2 月	2008 年 3 月至 2008 年 10 月	2008 年 11 月至 2009 年 11 月
需求	一、二线城市需求 井喷	增速放缓，但绝对 速度仍快	财富效应影响销 售结构	需求出现环比下 滑	三、四线城市需求 井喷
供应	紧张	大幅释放	平缓	平缓	紧张
库存	大幅下降	大幅上升	平稳	平稳	大幅下降
盈利	高，毛利率 20%	显著下降至 15% 附近	略有上升	有所下降	显著上升至 18% 附近
股价相对收益	25.60%	-44.80%	43.00%	-32.10%	83.70%

资料来源：国信证券经济研究所

（更详细的讨论参见附件 1：轿车：三轮周期的比较）

微客：2010 年预期谨慎

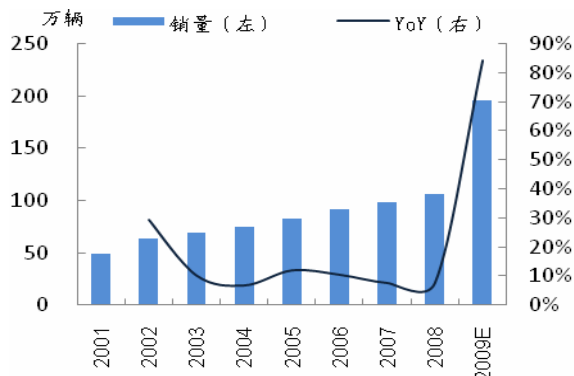
我们认为，2009 年微客销售井喷，至少是以下几个因素共同作用的结果：

- 2008 年部分外出务工人员失业回乡；
- 购置税优惠；
- 养路费取消、燃油税改革；
- 汽车下乡和以旧换新政策。

其中，2008 年外出务工人员回乡起了非常巨大的作用。一方面，2008 年金融危机下，务工人员回乡的直接效应是资本转移或储蓄搬家。不完全的统计数字表明，因失业而回乡的人数在 300 万至 1000 万之间，根据局部调查，回乡人员中，“回乡携带资金在万元以上的，在三成以上”，这意味着 300 至 1000 亿元的资金随着人口的流动从沿海地区转移到内地，将使得短期内农用相关资本品的需求大幅上

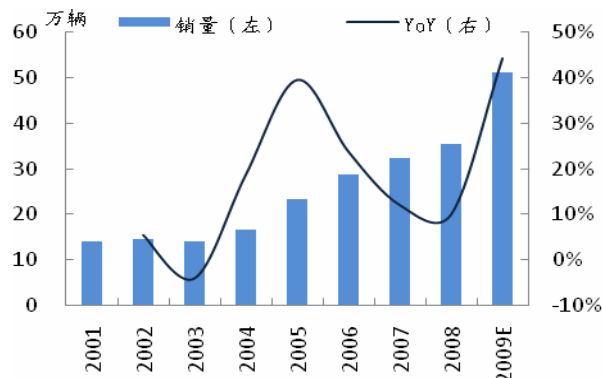
升。另一方面，一个反证是，如果仅用购置税等政策因素来解释微客销售的井喷，无法解释在 2009 年，不光是微客，包括微卡、轻卡（低端轻卡最明显）、农机等几乎所有农用资本品的销售均出现了大幅的增长。

图 1：微客年销量及同比增速（2001-2009E）



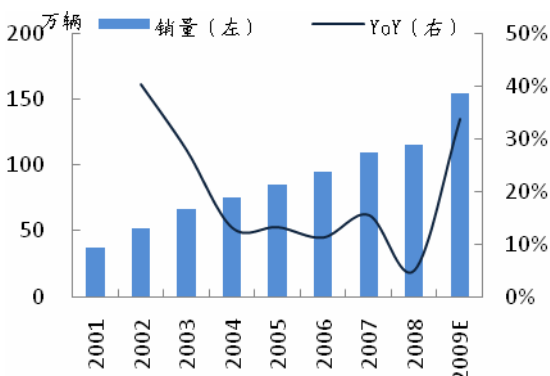
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 2：微卡年销量及同比增速（2001-2009E）



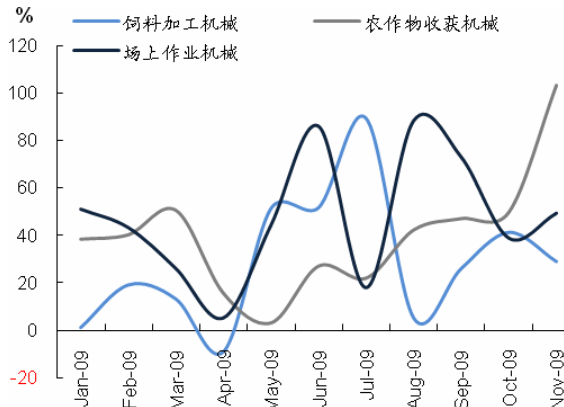
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 3：轻卡年销量及同比增速（2001-2009E）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 4：农用机械产量同比增速（2009.1-2009.11）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

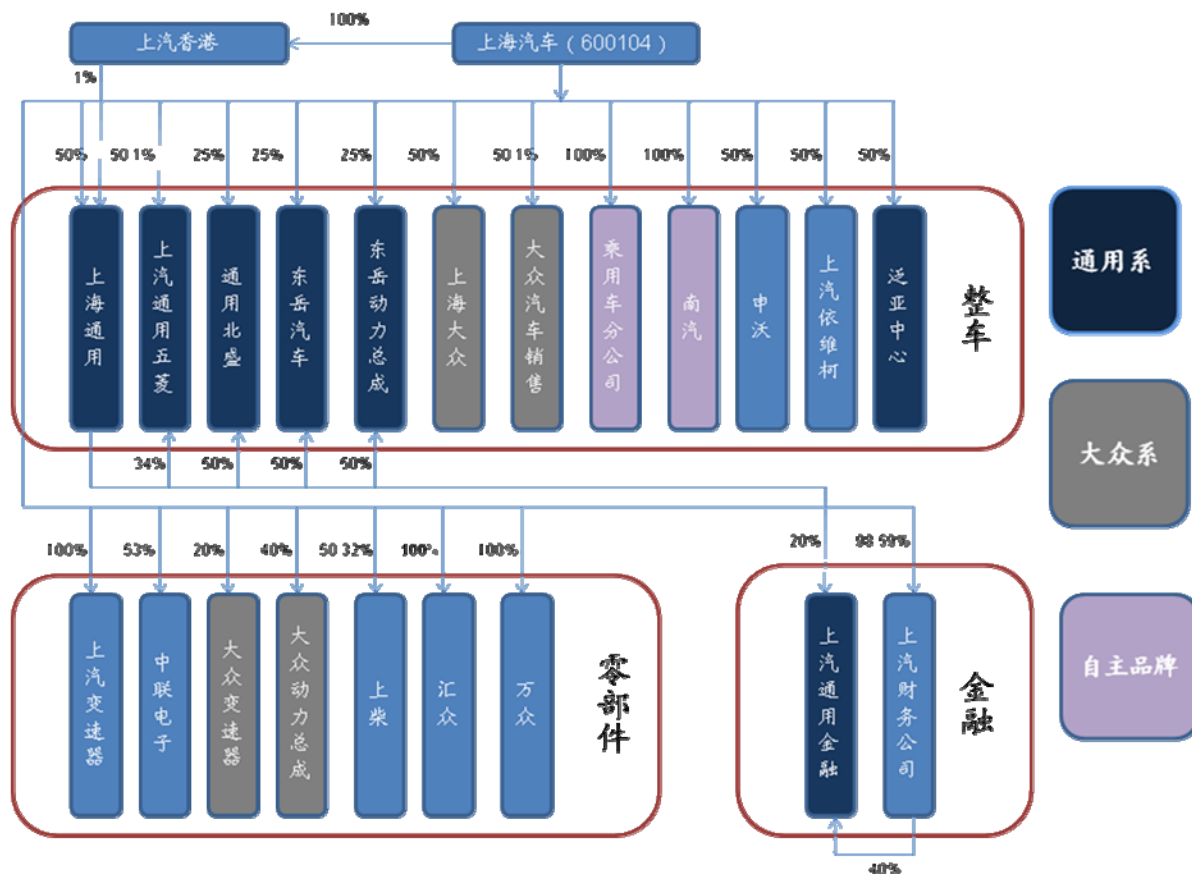
与市场有所不同，我们对 2010 年的微客市场更加谨慎，我们预计 2010 年微客销量最多能与 2009 年持平，而不会显著增长。2009 年下半年，随着经济的复苏，沿海部分地区再次出现了用工紧张的现象，这意味着 2010 年很有可能大量农民工会再次从农村返回城市。另外，即使不考虑外出务工人员回流城市，这种资本转移带来的“需求冲击”也已经更多的反映在 2009 年，并不具有持续性。相关的利好政策尽管在 2010 年会一定程度延续，但我们却不容易看到“增量”。

二、对公司的判断

2009-2010 年，上海通用、上海大众双双发力

上海通用、上海大众是上海汽车盈利的最大贡献者：两者所贡献权益净利共占上海汽车合并报表净利润 90%以上。日前，上海汽车公告收购上海通用 1%股权，收购后所占股比将达 51%，自此，上海通用将在合并报表中加以合并。而上海大众制造业务盈利仍将在投资收益中体现。

图 5：上海汽车资产结构图



资料来源：公司资料 国信证券经济研究所

我们对上海通用、上海大众 2010 年的销售预测较公司排产略为乐观：上海通用、大众 2010 年排产均为 84 万辆左右，分别同比增长约 15%，这一增幅与市场 2010 年轿车行业增长幅度的一致预期较为接近。但我们认为，根据目前轿车行业景气程度、以及公司产品需求状况，公司排产是相当审慎的。实际上，2H09，

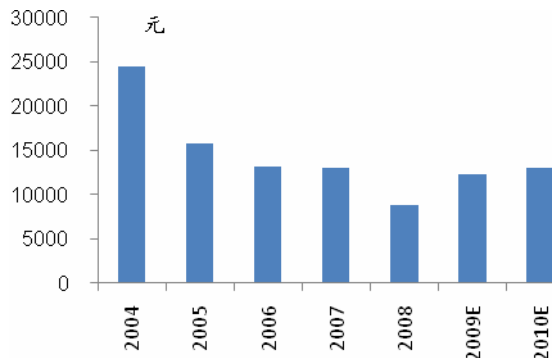
上海通用、上海大众的月均销量分别达到了 7.26 万和 6.9 万辆（即使考虑了年末派库存的影响后，结论影响也不大）。我们预计，2010 年轿车行业需求仍会继续上升，上海通用、上海大众月均销量超过 7 万辆并不难。相应的，我们认为上海通用、上海大众 2010 年销量增速将超过公司排产计划，预计分别达到 86 万辆左右，同比增长约 18%。（这一增速与我们对轿车行业 2010 年销量增幅为 15-18% 预测的上限相一致）

若终端需求比我们预想的还要乐观，上海通用、上海大众将会面临“产能约束”、库存紧张，上海大众尤甚。目前，上海通用、上海大众库存已处于历史低位，2009 年下半年以来，厂商层面的库存仅为历史平均的 1/6 左右（正常库存约保留 1 个月）。在这一背景下，终端需求、渠道需求的任何一点上升，都会导致已经较为紧张的厂商库存进一步加剧。而根据“标准产能”计算，上海大众、上海通用目前产能分别为 67 万、74 万辆。考虑到通过加班、提高生产节拍等调节产能的方式后，我们预计上海通用的产能足以应付需求，但上海大众的产能会较为紧张。

2010 年上海大众有所扩产，上海通用暂无扩产规划。预计，2010 年，上海大众将着手提高产能，有望从目前的 67 万辆，提高至 77 万辆的水平。扩产的方式一是改善生产流程、提高生产节拍，二是在空余厂房增加部分生产设备。由于不是新基地的建设投资，这部分新产能对资金的需求并不会很大。因而，我们预计合资公司层面，2010 年仍是投资性现金流支出较低的年份。但随着产能紧张的加剧，我们认为两合资公司的新基地建设将逐步提上日程。

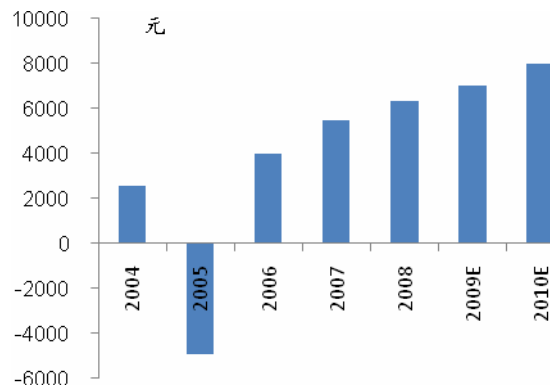
2010 年上海通用、上海大众单车盈利仍将改善，但受制于产能，改善空间会偏弱，预计上海大众盈利能力的改善幅度将超过上海通用。2009 年是两合资公司盈利能力改善较为显著的年份，1Q09-3Q09，上海通用（含北盛、东岳）单车净利分别为 9000、11800、13600 元，上海大众单车净利分别为 3900、7000、8200 元。单车盈利能力/利润率的逐季显著改善原因有二：销量环比上升，摊薄了固定成本；2008 年终端价格优惠在 2009 年取消（优惠促销部分往往由厂家承担），相当于一种提价措施。2010 年，由于产能受限，即使需求和销量提升，固定成本摊薄的效应也会偏弱，而价格层面而言，提价较难，除非出现供应极度紧绷的极端情形。预计 2010 年，低库存成本、良好的现金流带来的费用节约等仍能提升单车盈利能力。考虑到产能约束、目前盈利水平，预计上海大众单车盈利能力改善空间将高于上海通用。

图 6: 上海通用单车净利年度变动 (2004-2010E)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 上海大众单车净利年度变动 (2004-2010E)



资料来源: 国信证券经济研究所

预计 2010 年上海通用 (含东岳、北盛)、上海大众分别实现净利 110 亿、67 亿元, 按权益分别贡献净利 56.1 亿、33.5 亿元, 对应 EPS 分别为 (假定权证未行权) 0.86 元、0.51 元, 若假定权证全部行权, 则对应 EPS 相应下调 3.3%。

自主品牌 2010 年将实现盈利

长期看, 自主品牌企业中, 上汽具备较高的成功可能。我们用“种果树”来比喻轿车新车型的研发和投资, 开发一款新车, 犹如种一棵果树, 研发费用、模具费用投资后, 即沉淀成为固定成本, 但钱投了, 生产线建立了, 这棵“果树”却不一定结果, 或者说开发出的车型无法实现利润, 这对厂商而言, 最大的困境在于这是一个蚕食资本、烧钱的过程, 但沉没成本却无法变现, 最终只能计提“减值准备”, 重新投资、上新车型。我们认为自主品牌企业中, 有两类企业最终能够成功, 一类是, 资金实力雄厚、研发实力强、基础扎实, 这样的企业, 能够烧得起钱, 能够坚持到最后, 另一类是, 尽管白手起家, 但机制灵活、成本控制能力强, 初期投产的几款车型都获得了成功, 有一个良好的开局, 并建立了品牌。上汽、比亚迪分别是上述两类能够成功的自主品牌企业的代表, 上汽的优势在于多年积累的技术储备、雄厚的资金实力。

表 2: 上海汽车研发支出

	2007		2008		2009E	
	母公司 (自主品牌)	合并	母公司 (自主品牌)	合并	母公司 (自主品牌)	合并
研究支出	197	951	337	915	400	700
开发支出	1426	1826	1592	1996	1500	1700
合计	1623	2777	1929	2911	1900	2400
其中: 计入当期损益	1365	2119	995	2067	1200	1700

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

预计 2010 年自主品牌盈利将显著好转。公司自主品牌包含荣威、MG 两大品牌。目前看来，荣威品牌的销售、盈利能力均要强于名爵。若不考虑研发费用支出，预计 2009 年荣威品牌已实现小幅盈利，MG 品牌仍在显著亏损，综合起来，我们预计 2009 年除研发费用之外的制造业务盈利约为 1-2 亿元，若考虑研发费用后，预计本部自主品牌制造业务合计亏损 8-10 亿元。2010 年是上汽自主品牌新车推出的高峰年，包括荣威品牌荣威 350（A 级车）和一款 SUV，名爵品牌 MG6（中级车）和一款 A0 级两厢车，我们预计公司自主品牌 2010 年将实现销量 17 万辆，同比增长 88%。预计 2010 年公司除研发费用外的自主品牌盈利将上升至 4 亿元左右，名爵品牌实现盈利仍不易，但会大幅减亏。2010 年自主品牌研发支出费用也会略有放缓，考虑研发费用后，我们预计自主品牌的总亏损额将降至 5 亿元以内。

表 3: 上汽自主品牌车型及销量

		上市日期	2009年销量	2010年销量预测
荣威	荣威 750	2007 年 3 月	10619	
	荣威 550	2008 年 6 月	64563	
	SUV	2010 年 4 月		
	AP11（荣威 350）	2010 年 5 月		
	合计		75182	120000
名爵	MG7	2007 年 11 月	3300	
	MG3	2008 年 6 月	11500	
	MG6	2010 年初		
	一款 A0 级两厢车	2010 年下半年		
	合计		14800	50000
自主品牌合计			90000	170000

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

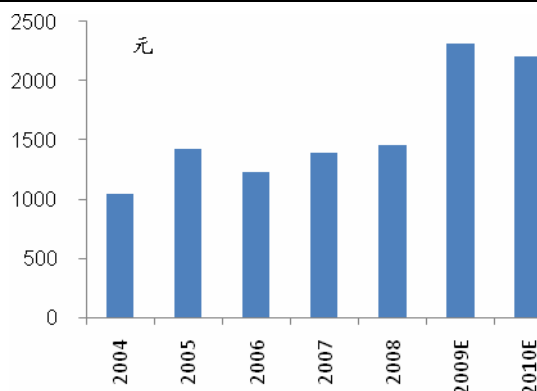
上汽通用五菱：微车业务盈利将同比持平或小幅下滑

上汽通用五菱是国内微车行业中最具竞争力的企业。公司占据微客行业约 50% 的市场份额，并后来居上赶超长安。其目前最大的优势有二：适用中国市场的能够客货两用的成熟车型；已多年累积的完善销售网络。

2009 年无论微客行业还是公司，都已达到近年销量和盈利的高峰。公司跟随本轮微客行业井喷而显著受益，但更多来自于行业性的机会，而非如往年市场份额的提升。（对行业更详细的讨论请参见上文第一部分）。

预计 2010 年上汽通用五菱盈利将小幅下降。预计 2010 年五菱微客销量、单车净利分别为 100 万辆、2000 元，较 2009 年均小幅下降。按权益比例贡献净利润约 10 亿元，对应 EPS 约 0.15 元。

图 8: 上汽通用五菱单车净利年度变动 (2004-2010E)



资料来源: 国信证券经济研究所

盈利预测与估值

重要假设:

- 1、上海通用 2010 年进入合并报表;
- 2、上海通用、上海大众 2010 年销量均为 86 万辆, 单车净利分别为 12800 元、7800 元;
- 3、上汽通用五菱 2010 年销售 100 万辆, 单车净利 2000 元;
- 4、自主品牌 2010 年销售 17 万辆, 研发支出 10 亿元。

在上述假设下, 维持对公司 2009 年、2010 年 1.01 元、1.50 元的盈利预测 (假定权证未行权), 按最新股价, 分别对应动态 PE 25x、16.8x。若考虑权证全部行权, 则 2010 年 EPS 相应下调 3.3%。需要强调的是, 公司整体盈利对上海通用、上海大众单车净利变化异常敏感, 两合资公司单车净利每上升 1000 元, 上海汽车 EPS 将上升 0.13 元。

继续维持对公司“谨慎推荐”的投资评级, 给予公司 6 个月目标价 30 元。公司行权期间, 股价出现较大波动, 目前股价已具备吸引力, 我们认为 2010 年轿车的最大机会在于一季度, 建议价格合适时可以考虑买入。

表 4: 上海汽车备考分部净利 (万元)

公司	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
通用系							
通用整体:	615639	514451	529115	616016	383988	893129	1100800
其中: 上海通用 (合并报表)	703251	476529	465000	545204	311879	793129	
东岳汽车	30078	30018	24115	68011	50745	80000	
通用北盛	8272	21836	45969	40858	51360	60000	
东岳动力总成	-213574	23990	58146	32754	42112	60000	
通用金桥本部	790863	438607	400885	474393	239771	693129	
泛亚中心	4430	3677	2678	2678	5357	8000	8000
上汽通用五菱	24445	41601	50000	69000	85200	246509	200000
大众系							
上海大众	90449	-123044	140000	250000	310000	512935	670800
大众动力总成			-46998	-2000	20000	20000	30000
其他整车							
双龙汽车		-58014	-48000	42600	n.a.	n.a.	n.a.
其他零部件							
中联电子	36259	29643	31285	35978	39576	43534	52240
汽车金融							
上汽财务公司	6592	5807	8000	135595	33899	33899	33899

数据来源: 国信证券经济研究所

表 5: 上海汽车销量及单车净利 (辆, 元)

销量	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
上海通用	252109	324842	403402	474546	432001	727631	860000
上海大众	355006	250006	349088	456424	490087	728239	860000
上汽通用五菱	235188	291714	408432	496628	586036	1065050	1000000
单车净利							
上海通用	24420	15837	13116	12981	8889	12274	12800
上海大众	2548	-4922	4010	5477	6325	7044	7800
上汽通用五菱	1039	1426	1224	1389	1454	2315	2000

数据来源: 国信证券经济研究所

表 6: 上海汽车母体净利分析 (万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
母公司							
新股申购盈利(税后)				68000	0	0	0
行政支出	-25000	-25000	-25000	-25000	-25000	-30000	-30000
开发支出				-136533	-99500	-120000	-100000
制造业务盈利	15000	3931	12000	-80888	0	10000	40000
合计	-31800	-21069	-13000	-174421	-124500	-140000	-90000

数据来源: 国信证券经济研究所

表 7: 上海汽车权益净利分析

公司	股比	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
通用系								
上海通用	50%	351626	238264	232500	272602	155940	396565	561408
东岳汽车	25%	7519	7504	6029	17003	12686	20000	
通用北盛	25%	2068	5459	11492	10215	12840	15000	
东岳动力总成	25%	-53393	5998	14536	8189	10528	15000	
泛亚中心	50%	2215	1839	1339	1339	2678	4000	
上汽通用五菱	50%	12247	20841	25049	34568	42683	123496	100196
大众系								
上海大众	50%	45225	-61522	70000	125000	155000	256468	335400
大众动力总成	40%			-18799	-800	8000	8000	12000

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

其他整车	双龙汽车	48.92%		-28379	-23480	20839	-228100	-93000	0
其他零部	中联电子	53%	19217	15711	16581	19068	20975	23073	27687
汽车金融	上汽财务公司	95.78%	6313	5562	7662	129868	32467	32467	32467
母公司	新股申购盈利(税后)	100%	0	0	0	68000	0	0	0
	行政支出	100%	-25000	-25000	-25000	-25000	-25000	-30000	-30000
	开发支出	100%	0	0	0	-136533	-99500	-120000	-100000
	制造业务盈利	100%	15000	3931	12000	-80888	-35581	10000	40000
合计			383036	190208	329910	463468	65617	661068	983158
总股本			655103	655103	655103	655103	655103	655103	655103
EPS			0.58	0.29	0.50	0.71	0.10	1.01	1.51

数据来源：国信证券经济研究所

注：2010 年通用整体（不含泛亚、上汽通用五菱）

附件 1：轿车：三轮周期的比较

2000 年之后，轿车行业清晰可见有三轮周期：

1、2002-2005 年为第一轮：2002-2003 年，轿车行业需求井喷，行业盈利、股价显著上升，但 2004-2005 年随着供应大幅释放，厂商利润、股价大幅下跌；

2、2006-2008 年为第二轮：2006-2007 年，产能利用率逐步上升，行业利润率好转，股价在 2007 年至 2008 年 2 月显著跑赢市场，2008 年 3 月起，行业需求出现下降，股价表现则显著落后市场。从产能、库存、价格情况看，本轮上升周期比上一轮要缓和的多，而下降周期持续的时间也要短暂的多，至 2008 年四季度已经见底；

3、2009 年以来，轿车行业进入 2000 年后的第三轮上升周期：从需求释放的动力和力度、产能和库存的紧张程度看，本轮上升周期与 2002-2003 年轿车行业的上升更为相近。

在之前的研究中，市场关注的焦点是，本轮轿车需求快速复苏的力量来自于哪里？目前市场对此分歧不大——三、四线区域进入需求释放的高峰期是主导，汽车产业刺激政策“锦上添花”。

但如今，最迫切的问题则是：**现在我们处于周期的哪个阶段？还能向上走多远？**

通过比较三轮周期的异同，我们来寻找答案。

需求

需求层面，三轮上升周期的共同点在于：收入和财富上升是推动轿车消费的最根本力量。影响轿车需求因素众多，包括居民收入水平上升、财富效应、汽车信贷、油价、交通约束、产业政策等。国内轿车消费基本上以“新增需求”为主，“更新”占比低，消费者对油价、交通约束等使用成本不够敏感，多年以来，收入和财富的持续上升是推动居民轿车消费的主导力量。

三轮上升周期需求层面的差异总结为表 1。

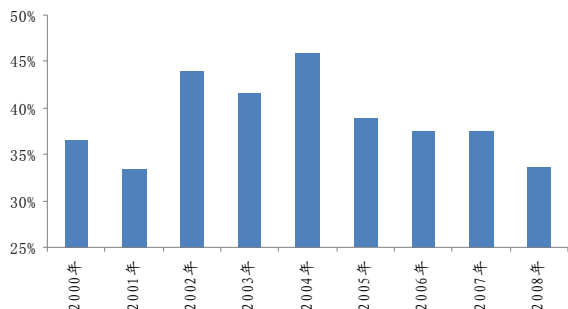
表 8：轿车行业三轮上升周期的需求力量比较

	三轮周期的上升阶段	推动需求的主导力量
第一轮	2002-2003 年	一线城市、部分发达二线城市需求力量释放
第二轮	2006-2007 年	财富效应（尤其体现在 2007 年）
第三轮	2009 年以来	三、四线城市需求力量释放+财富效应+产业政策刺激

数据来源：国信证券经济研究所

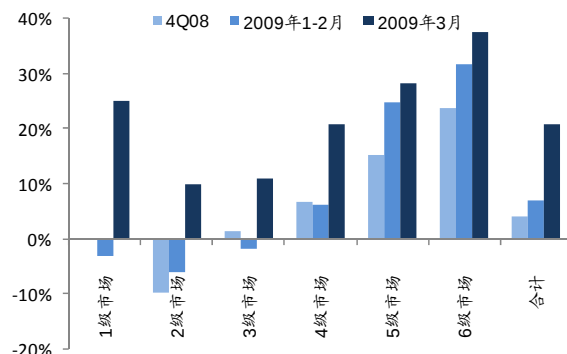
2002-2003 年、2009 年以来，不同区域和消费人群进入消费高峰期分别是各时期需求拉动的主导力量。【1】2002-2003 年，一线城市、部分发达二线城市需求力量的释放表现最为强劲：2002-2003 年，北京、上海、浙江、江苏、广州五地载客汽车（轿车为主）新增保有量占比较 2001 年快速上升了 10.4 个百分点，大体反映了当时一线区域需求力量的快速释放，五地新增保有量合计占比达到了全国的 44%，北京地区占比最高，达 10.2%。**【2】**2009 年以来，二、三线城市需求的释放则最为强劲：2005 年之后，轿车“新增需求量”在区域上表现为从一、二线区域向三、四线区域延伸，而 2008 年起，这一过程出现加速，表现为上述五地新增保有量占比的骤降，占全国新增保有量的比例快速降至 33%，较 2007 年下降 4 个百分点，较 2003 年下降了 12 个百分点，2009 年以来，这一区域消费特征又进一步加剧。在 2008 年四季度，即使在经济增长快速放缓，一线城市轿车消费出现下滑的背景下，国内很多小城市的轿车消费仍出现了 30%以上的销量增幅。推动这一现象产生的根本力量来自于该部分地区收入水平进入轿车消费的爆发性增长空间，从收入结构的金字塔特征来看，这一部分人口基数更高，我们预计在未来 2 年，仍将会扩散。

图 9: 北京、上海、广东、浙江、江苏五地载客汽车新增保有量占全国比例(2001-2008)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

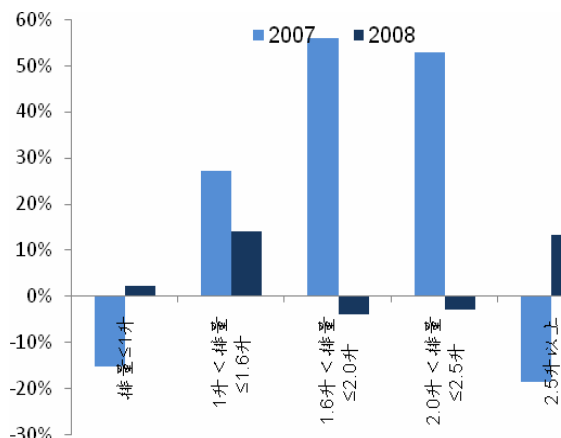
图 10: 分地区乘用车上牌数同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

财富效应在 2006-2007 年、2009 年以来的轿车消费, 也起到了重要作用, 主要影响了轿车消费的结构: 【1】2006-2007 年, 轿车需求相当大程度受益于资产价格普涨带来的财富效应, 表现为“中高端车型”销量表现最佳, 2007 年, 中高端车型销售同比增幅超过 50%, 而微车销售则出现下滑。【2】2009 年以来, 由于消费增速最快的区域来自三、四线城市, 10 万元以下轿车更受偏好, 购置税调整也增加了对 1.6L 以下排量轿车的消费, 总的来说, 今年的轿车消费结构低端车占优, 但我们也看到, 2Q09 起, 在资产价格持续回暖的背景下, 中高端车型从一季度的同比下滑, 开始显著回升。可以说, 若假定没有财富效应的影响, 2009 年轿车消费结构的变化将表现得更为剧烈。

图 11: 分排量乘用车上牌数同比增速

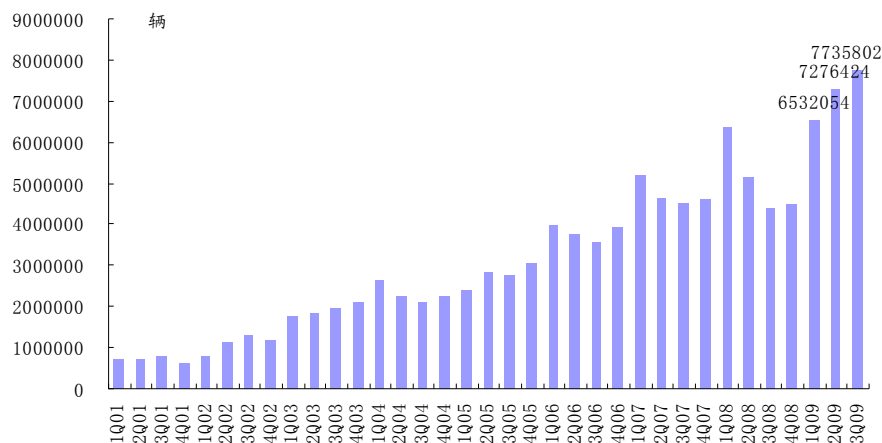


资料来源: CAAM 国信证券经济研究所

对 2010 年国内轿车需求的判断: 保守预计销量将实现 15%-18% 增幅。其中, 2010 年一季度由于基数原因, 名义增速有望达到 30% 以上。考察各季度调整季节性因素后的年化销量水平, 我们获得两点启示: 1、2009 年以来, 季度年化销量水

平逐季快速上升，与 2002-2003 年极为相似，当时这样的上升过程大约持续了两年；2、“经季节性调整后的年化销量”可以理解为反映了其时“实际的消费力量”，3Q09 年化销量水平达 770 万辆，进一步，以同样的方式处理月度数据，我们看到 2009 年 9、10 月份的年化销量水平分别达到 800、829 万辆，这一数字意味着，即使“需求力量”仅仅维持在目前的水平，没有更进一步的上升，由于基数的原因，2010 年的名义销量增速水平也能达到 10-15%。

图 12: 轿车年化销量——剔除季节性因素影响 (1Q01-3Q09)



资料来源: CAAM 国信证券经济研究所

供应

供应层面，比较 2004-2005 年、2008 年轿车行业周期的下滑，共同点在于：需求增速慢于产能增速，导致产能利用率、行业利润率的下滑。

差异在于：2004-2005 年，产能释放非常剧烈。当时的背景是，2002-2003 年的市场井喷带来了相当乐观的情绪，同时，大量外资汽车厂商进入国内、新车型纷纷引入，2004、2005 年轿车产能则分别上升了 89、110 万辆至 307、417 万辆，同比分别增长了 40%、36%，远超同期需求的增长；2008 年，产能增长则表现得相对理性，更多是因为需求增长的突然放缓，带来了行业的下滑，因而，这一轮，周期下滑的时间较为短暂，力度也较 2004-2005 年弱得多。

下一轮产能释放的高峰期在 2011-2012 年，预计合计新增产能达到 300-400 万辆，相当于在 2010 年末产能的基础上增长 25-35%。2H08 至 2009 年初，厂商对需求快速释放预计不足，产能投资相对谨慎，从而导致 2010 年之前，“新增有

效产能”将会偏少。2009 年中期之后，厂商情绪开始转向乐观，大量新的投资开始规划，按照 1 年半至两年的投产期，2011 至 2012 年将是厂商产能释放的高峰期。需要指出的是，根据我们跟踪的产能规划情况看，本轮周期与往年的一个较大区别是，自主品牌成为新产能形成的主要力量。

比较而言，本轮周期产能的释放同样较为谨慎，这主要是因为 2004-2005 年的行业下滑令厂商记忆犹新，但随着行业景气度快速升温，行业情绪也随之乐观，我们预计后期仍会有新的产能规划不断增加。

2010 年 130 万辆的新增“规划产能”中，预计当年带来新车型，具备实质性供应能力的“有效产能”仅 70-80 万辆，且有两特点：1、大部分新增产能将在 2010 年下半年体现；2、自主品牌成为新增产能的主要贡献者，占比达到一半以上，而目前的情形则是，大量合资厂商出现供应紧张局面，自主品牌产能紧张的情况要弱得多。

表 9: 轿车新增产能汇总 (2004-2012E)

新增产能 (万辆)	厂商	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011-2012E
欧系厂商	上海大众	18	7			6	6		20
	北京奔驰							5	
	一汽大众	3	33			2	10		13
	神龙汽车		5			10	15		
	华晨宝马			1				3.5	10
美系厂商	上海通用	12	18	10		21			
	长安福特马自达	5	7	5	16		5		15
日系厂商	广州本田	16		12					
	东风本田	3		9		4	8		24
	一汽丰田	5	10		4	18	5	10	
	广州丰田			10	10		16	4	
	东风日产	3	4	8	10		15		24
	长安铃木	2	6	2					20
韩系厂商	北汽现代				30	20		10	20
	东风悦达起亚			13		15		15	
本土厂商	一汽夏利		5						15
	奇瑞汽车	10		15	10	15		20	
	一汽轿车	0		2			4	14	10
	海马汽车	5						15	15
	吉利汽车		10		20	15	25	5	35
	哈飞汽车								
	昌河汽车				5				
	上汽通用五菱	2		3	2				
	比亚迪	5	5		10	10	10	20	20
	长安汽车				8	2	6		24
	上汽汽车				5	25			5
	东南汽车			4			6		15
	力帆汽车						20		
	江淮汽车					20			10
	东风乘用车						10	14	
	合计	89	110	94	130	183	161	135.5	295
	其中本土厂商合计	22	20	24	60	87	81	88	149

数据来源：国信证券经济研究所

注：需要强调的是，2011-2012 年统计的新增产能数我们认为仅是一个较保守的统计，后续还将会有新的增加。

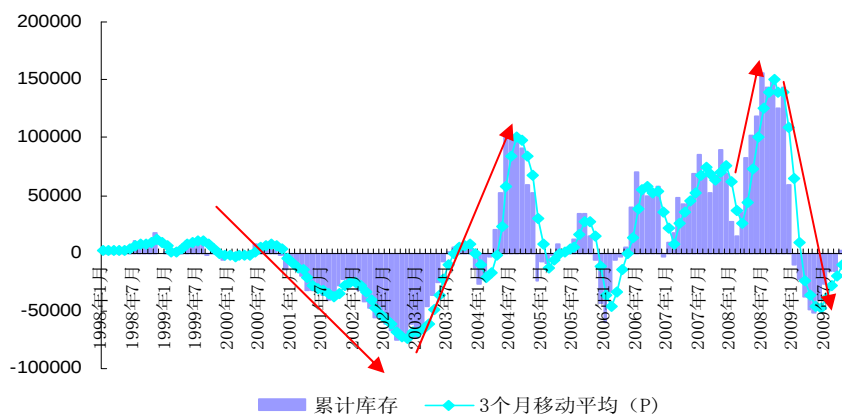
库存

轿车库存可以分为厂商库存和渠道库存，从对周期的反映角度看，渠道库存更为敏感。

库存层面，三轮行业周期的共同点在于：均表现为周期性的变动，上升周期时，库存下降；反之，则库存上升。而库存压力的大小，会对轿车终端零售价格产生重大影响。

差异在于：2002-2003 年、2009 年以来，与 2006-2007 年的上升周期相比，库存下降的幅度异常剧烈，提车时间普遍出现延后，部分热门车型供货紧张，出现了现货需加价提车现象。而 2006-2007 年上升周期，库存的变化幅度则相对不明显，部分车型仍有降价，经销商的优惠则更为普遍。之所以出现这种差异，在于各轮周期供需紧张程度的不同，目前国内轿车行业库存紧张的程度，与 2002-2003 年那一轮更加相似，价格也更为坚挺。

图 13: 厂商累计库存变化 (1Q01-3Q09)



资料来源：国信证券经济研究所

注：累计库存的计算：1998 年起，累计产量-累计销量

本轮周期中，主流合资厂商库存最为紧张。以上海通用、上海大众为例，预计目前库存水平仅为历史平均水平的 1/6 左右。渠道库存的准确统计并不容易，但从目前部分地区热门车型的加价提车及提车等待时间调研看，渠道库存同样较正常水平大为下降，通用、大众等合资企业提车等待时间较长，库存也最为紧张。

表 10：杭州地区部分热门车型加价及提车等待期间采样

厂商	车型	原价	加价	提车等待时间
一汽大众	奥迪 Q5	57.7 万 ~ 67.8 万	5 万	已排到明年 4 月
一汽大众	1.4T 速腾	14.98 万 ~ 16.28 万	加 1 万装潢	已排到明年 3 月
一汽大众	高尔夫 6	13.68 万 ~ 18.38 万	加 1 万	已排到明年 4 月
广州丰田	汉兰达	24.88 万 ~ 42.98 万	2 万	已排到明年 4 月
广州本田	东本 CRV	19.78 万 ~ 25.28 万	1.5 万	已排到明年 3 月
一汽丰田	RAV4	18.98 万 ~ 26.43 万	加装潢 1 万~3 万	已排到明年 3 月
东风日产	轩逸	12.48 万 ~ 16.78 万		2 个月以上
上海通用	凯迪拉克新 SRX	49.8 万 ~ 57.8 万		等待 3-4 个月
上海通用	别克新君越	21.99 万 ~ 31.99 万		等待 20-30 天
上海通用	别克新君威	17.99 万 ~ 25.99 万		等待 20-30 天
一汽轿车	马 6 2.0	16.38 万		1.5-2 个月
上海大众	明锐	12.49 万 ~ 18.59 万		1.5-2 个月
上海大众	朗逸	11.28 万 ~ 16.48 万		一个多月
上海大众	POLO	8.58 万 ~ 11.36 万		一个多月
上海大众	雪佛兰科鲁兹	10.89 万 ~ 14.89 万		1 个月以上
东风标致	标志 307 自动三厢	10.68 万		1 个月以上
长安福特	沃尔沃	39.8 万 ~ 67.86 万		等待 0.5-1 个月

数据来源：国信证券经济研究所

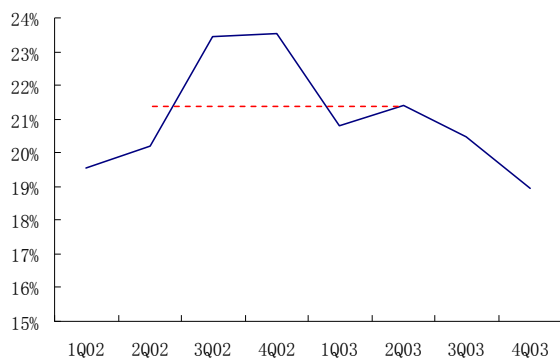
盈利

盈利层面，三轮行业周期表现的相同点在于：上升周期，均表现为行业利润率的明显改善，盈利增幅表现强于收入增幅，下降周期则相反。

差异在于：即使在行业顶峰，三轮周期中，行业盈利能力也有所差别。3Q02-2Q03，行业毛利率、净利率水平均为多年以来的高点，其中，毛利率超过 20%，净利率则在 10% 一线；2Q07-1Q08，尽管较 2005-2006 年的利润率低位已有所好转，利润率上升了 1.5-2 个百分点，至 6-7% 的水平，但距离 2003 年仍有较大差距；从净利率水平来看，2Q09 以来轿车行业的盈利能力已超过 2007 年的高峰，达到 8-9% 之间。三轮周期中，2007 年的上升周期是最弱的，而 2Q09 以来行业盈利表现正在向 2003 年靠近。

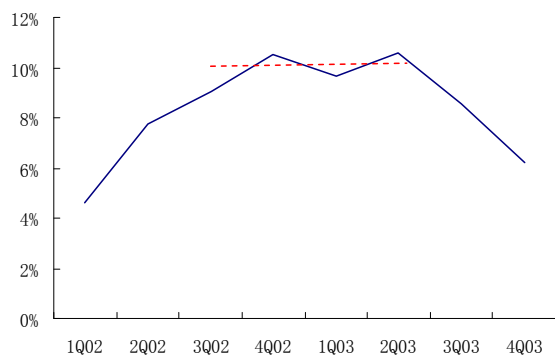
由于数据统计口径的变动原因，对 2002-2003 年、2006-2009 年，我们采用汽车行业协会公布的国内重点汽车企业集团可比财务数据（包含商用车，但考虑到轿车占比较高，不影响我们的结论），2004-2006 年，基于统计口径产生较大变动，我们以整个汽车行业财务数据代替。综合来看，不同数据口径在趋势上保持一致，不影响结果。

图 14: 重点汽车企业集团毛利率变动(1Q02-4Q03)



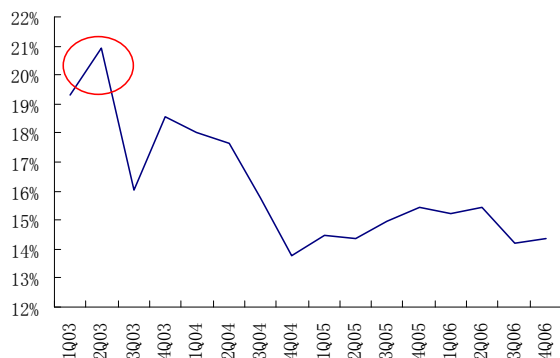
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 15: 重点汽车企业集团利润率变动 (1Q02-1Q03)



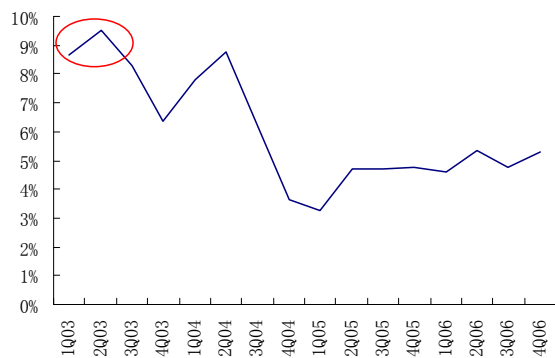
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 16: 汽车行业整体毛利率变动(1Q03-4Q06)



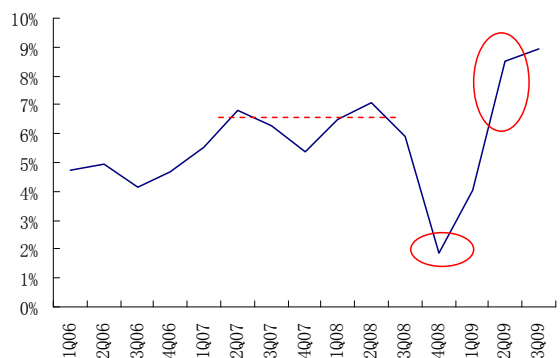
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 17: 汽车行业整体利润率变动 (1Q03-4Q06)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 18: 重点汽车企业集团利润率变动 (1Q06-3Q09)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

考察 2002-2003 年行业上升周期,基本上在 2Q03 见顶,其中 1Q03、2Q03 行业利润增幅均显著超过了收入增幅。而 2004-2005 年,在销量、收入增长的同时,利润则出现大幅下降。

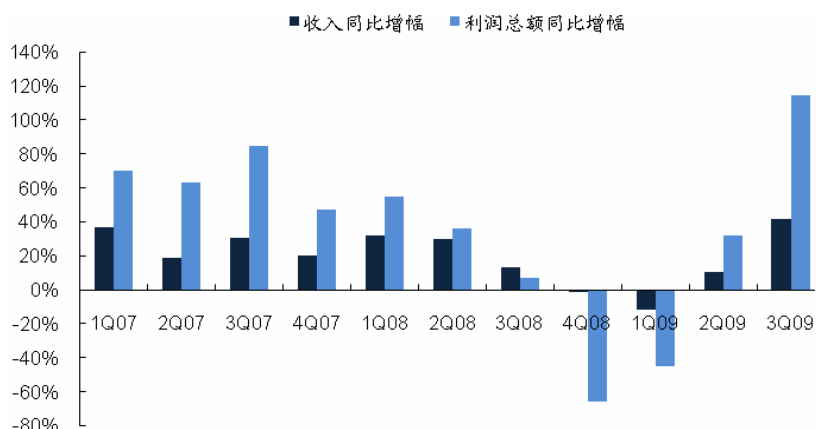
表 11: 重点企业集团收入、利润总额增长 (1Q03-4Q03)

	收入同比增幅	利润总额同比增幅
1Q03	68.6%	250.6%
2Q03	36.8%	87.3%
3Q03	38.0%	29.9%
4Q03	58.6%	-6.2%

数据来源: CAAM, 国信证券经济研究所

考察 2007-2009 年横跨两年周期的行业收入、盈利数据, 得出的结论与第一轮周期相似。1Q07-1Q08, 连续 5 个季度, 行业的盈利增幅均超过收入增幅; 3Q08-4Q08, 行业利润表现弱于收入, 甚至在 4Q08 盈利出现了大幅的下滑; 2Q09 以来, 盈利表现又一次显著超过收入增长。

图 19: 重点汽车企业集团收入、利润总额同比增长 (1Q07-3Q09)



资料来源: 国信证券经济研究所

股价

股价层面, 三轮行业周期的共同点在于: 每轮行业上升、下降周期, 股价分别显著跑赢、跑输市场。

差异在于: 每轮周期力度不同, 从而导致相对市场表现的程度各异。以本轮周期为例, 从去年 11 月的谷底反弹以来, 行业表现超出大盘已达 84 个百分点, 为多年以来最佳。反面的例子则是: 2004-2005 年产能大幅投放导致的行业下滑, 同期股价跌幅超出市场约 45 个百分点, 是最大的相对跌幅。

需要一提的是, 2002-2003 年尽管行业需求井喷, 但股价仅超越市场 26 个百分点, 不仅低于本轮周期, 甚至低于 2006-2007 年的上升周期。我们认为原因有二: 1、其时, 主流轿车企业并未完整上市, 板块代表性不够, 可以说其股价表现

被低估了；2、股权分置改革后，大市值的银行、保险等金融股纷纷上市，市场结构产生重大变化，本轮周期汽车股的超额收益，部分也是银行股表现不佳带来的结果。若不考虑上述因素，我们可以认为，股价相对市场表现的力度与周期强度有很大的正向关系。

表 12：汽车股三轮周期相对市场表现

	时间阶段	相对市场表现
第一轮上升周期	2002 年 1 月至 2003 年 5 月	25.6%
第一轮下降周期	2003 年 6 月至 2005 年 12 月	-44.8%
第二轮上升周期	2006 年 1 月至 2008 年 2 月	43.0%
第二轮下降周期	2008 年 3 月至 2008 年 10 月	-32.1%
本轮上升周期	2008 年 11 月至 2009 年 11 月	83.7%

数据来源：国信证券经济研究所

结论及投资策略

综合考量三轮周期以来的需求、供应、库存、盈利和股价表现情况，可以得出以下结论：

- 1、行业表现为周期性波动，股价相对市场表现的力度与周期强度有高度的关系；
- 2、2010 年上半年，我们对需求预期乐观，而产能增长较为有限，我们认为行业盈利将进一步上升，行业股价迎来最后的疯狂将是一个高概率事件。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)			
	2008	2009E	2010E		2008	2009E	2010E
现金及现金等价物	22174	23524	21250	营业收入	105892	140837	239422
应收款项	15871	21222	36077	营业成本	93235	121683	201115
存货净额	7442	8273	13725	营业税金及附加	790	1056	1796
其他流动资产	10046	11267	11971	销售费用	7190	9577	16041
流动资产合计	55972	64724	83461	管理费用	5376	7143	12072
固定资产	17098	21479	32910	财务费用	1517	44	40
无形资产及其他	2530	2429	2327	投资收益	4489	8710	5200
投资性房地产	10787	10787	10787	资产减值及公允价值变动	(2929)	(930)	0
长期股权投资	21471	21471	14171	其他收入	(315)	0	0
	10785	12088	14365	营业利润	(970)	9113	13558
资产总计	7	9	6	营业外净收支	489	0	0
短期借款及交易性金融负债	5331	5000	5000	利润总额	(480)	9113	13558
应付款项	19018	23164	38429	所得税费用	370	729	2712
其他流动负债	30771	34350	34259	少数股东损益	(1506)	1742	1040
流动负债合计	55120	62514	77688	归属于母公司净利润	656	6642	9807
长期借款及应付债券	8279	8049	8049				
其他长期负债	5921	5921	5921				
长期负债合计	14200	13970	13970				
负债合计	69320	76483	91658				
少数股东权益	3897	5116	5844				
股东权益	34640	39289	46154				
	10785	12088	14365				
负债和股东权益总计	7	9	6				

现金流量表 (百万元)			
	2008	2009E	2010E
净利润	656	6642	9807
资产减值准备	3133	(2268)	(961)
折旧摊销	2236	2058	2631
公允价值变动损失	2929	930	0
财务费用	1517	44	40
营运资本变动	8234	(1946)	(6798)
其它	1286	3488	1689
经营活动现金流	18473	8904	6368
资本开支	2545	(5000)	(13000)
其它投资现金流	(1)	0	0
投资活动现金流	489	(5000)	(5700)
权益性融资	1	0	0
负债净变化	1050	(230)	0
支付股利、利息	(2581)	(1993)	(2942)
其它融资现金流	(10347)	(331)	0
融资活动现金流	(13408)	(2554)	(2942)
现金净变动	5554	1350	(2274)
货币资金的期初余额	16620	22174	23524
货币资金的期末余额	22174	23524	21250
企业自由现金流	11779	(3620)	(10449)
权益自由现金流	2481	(4222)	(10480)

关键财务与估值指标			
	2008	2009E	2010E
每股收益	0.10	1.01	1.50
每股红利	0.39	0.30	0.45
每股净资产	5.29	6.00	7.05
ROIC	-3%	5%	18%
ROE	2%	17%	21%
毛利率	12%	14%	16%
EBIT Margin	-1%	1%	4%
EBITDA Margin	1%	2%	5%
收入增长	1%	33%	70%
净利润增长率	-86%	912%	48%
资产负债率	68%	67%	68%
息率	1.5%	1.2%	1.7%
P/E	260.9	25.8	17.5
P/B	4.9	4.4	3.7
EV/EBITDA	156.5	72.1	23.8

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	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 皓	021-60933162	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	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿軻	021-60875166
左 涛	021-60933164	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	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82133456
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
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 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	