

深度报告

汽车及汽车零部件

汽车零部件

华域汽车(600741)

推荐

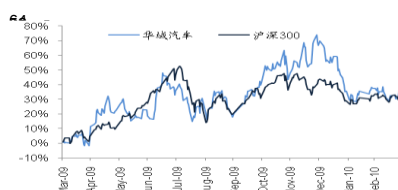
目标价: 13.10 元 昨收盘: 9.21 元 (首次覆盖)

2010年3月30日

本报告的独到之处

- 从利润分拆的视角看资产。
- 从价值分拆的视角看估值。

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通A股(百万股)	2,583.20/1,472.56
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	23,791.27/13,562.30
上证综指/深圳成指	3,059.72/12,240.36
12个月最高/最低(元)	11.87/6.70

财务数据

净资产值(百万元)	11,920.07
每股净资产(元)	4.61
市净率	2.00
资产负债率	43.11%
息率	

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。

首次覆盖

高度折价终将消除

● 目前公司市值存在较大折价

我们认为,市场大幅低估了华域汽车的价值,相对于其他汽车零部件企业,这一低估幅度在 40-50%:【1】扣除“超额现金”、金融股权外,目前华域汽车市值相当于 2009-2011 年预测盈利的 13.5 倍、11.7 倍和 10.8 倍,明显低于汽车零部件行业约 20 倍左右 2010 年预测盈利的平均估值水平;【2】华域汽车为投资控股型企业,通过对其旗下 23 家子公司分拆估值,即使按照相当保守的假设,我们也得出同样的结论。

● 市场给予公司折价的理由

【1】市场认为,在汽车行业上升周期时,零部件资产的盈利弹性低于整车;

【2】市场给予公司“多元化折价”,公司各零部件子公司分别经营不同产品,也不易分析清楚。我们认为,市场大大低估了华域旗下部分具备强大竞争优势零部件子公司(如纳铁福、采埃孚转向机等)的价值。

2009 年 3 月以来,华域汽车分别跑输汽车整车、汽车零部件行业 53.4、63.9 个百分点,正是上述悲观预期的反映。

● 预计高折价将逐步消除

估值折价消除的动力来自于:【1】汽车行业不确定性加强、行业顶点愈来愈近,市场从追逐“业绩弹性”转向“业绩稳定”;【2】华域旗下如延锋伟世通、纳铁福、制动系统公司等具备竞争优势的“优质资产”价值逐步获得市场认可;

【3】市场风格的转变,从偏爱小市值公司转向大市值公司。

● 安全边际很高

即使汽车行业再度步入低谷,公司估值也不显高:华域本身是一个零部件资产包,并且覆盖上海大众、一汽大众、上海通用、大量自主品牌等下游厂商,因而我们对其中的个体企业并不担忧,或者说,即使有业绩波动,也会被其他子公司补偿、摊薄。因此,华域汽车未来面临的最大风险将是系统性风险,即汽车行业周期向下,行业盈利下移。我们注意到,华域汽车整体利润率波动比整车明显要小,在我们的模拟备考净利中,华域汽车 2007、2008 年预计净利润分别为 11.5 亿、10.4 亿元,2008 年行业向下时,净利仅同比下降 10%,由于目前公司营业收入中轴的显著抬升,我们预计即使到下一轮周期底部,公司净利也要较上述盈利提升 30% 以上的幅度,即保守净利为 13 亿元。目前市值扣除“超额现金”、金融股权外,仅相当于 15.4 倍 PE。底部盈利仅 15 倍的估值水平构成了华域汽车较大的“安全边际”。

● 给予公司“推荐”评级

预计公司 2009、2010、2011 年净利分别为 14.7 亿、17.1 亿、18.6 亿元,同资产口径下,分别同比增长 42%、16%、8%,对应 EPS 0.57 (16.2x)、0.66 (13.9x)、0.72 (12.8x) 元。我们模型中的关键假设并不激进,我们认为,

公司目前市值显著低估，而消除这一折价的催化剂将逐步到来，在最悲观的假设下，其安全边际也足够大。给予公司“推荐”评级，12个月目标价13.1元（扣除超额现金、金融股权后，对应2010年17倍动态PE），上升空间42%。在未来一年内，公司跑赢整个汽车行业概率很高，是我们汽车股中的首选。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5,529.46	5,425.45	24,143	27,765	30,541
(+/-%)	9.27%	-1.88%	345.0%	15.0%	10.0%
净利润(百万元)	254.24	-36.17	1465	1706	1861
(+/-%)	42.77%	-114.23%	-4149.4%	16.5%	9.1%
每股收益(元)	0.21	-0.03	0.57	0.66	0.72
EBIT Margin			6.4%	6.4%	6.3%
净资产收益率(ROE)	6.06%	-0.49%	11.8%	12.4%	12.2%
市盈率(PE)	44.45	-282.81	16.2	13.9	12.8
EV/EBITDA			16.8	15.5	14.6
市净率(PB)	2.70	1.37	1.92	1.73	1.56

注：2009年公司资产发生重大变化，由原“巴士股份”转为“华域汽车”，因而财务数据异常

内容目录

投资摘要.....	5
净利分拆和分部估值.....	5
从合并报表角度看.....	7
从盈利贡献重要性角度看.....	8
盈利预测.....	9
从估值差异角度看.....	9
对重点零部件子公司的讨论.....	11
延锋伟世通.....	12
纳铁福传动轴.....	13
制动系统公司.....	14
上实交通电器.....	15
法雷奥汽车电器.....	16
采埃孚转向机.....	17
小糸车灯.....	18
三电贝洱.....	18
结论.....	20
财务预测与估值.....	21
国信证券投资评级.....	22
免责条款.....	22

图目录

图 1: 华域汽车是上汽集团独立供应汽车零部件上市平台	6
图 2: 华域汽车资产结构	7
图 3: 华域汽车子公司权益净利占比	8
图 4: 延锋伟世通股权结构图	12
图 5: 上实业交通电器股权结构图	15
图 6: 上海三电贝洱股权结构图	19

表目录

表 1: 公司权益收入分拆 (万元)	7
表 2: 公司权益净利分拆 (万元)	9
表 3: 公司分部估值 (万元)	10
表 4: 延锋伟世通及下属企业 2008 年产量及行业地位	13
表 5: 纳铁福传动轴 2008 年产量及行业地位	14
表 6: 上海制动系统公司 2008 年产量及行业地位	14
表 7: 上实交通电器 2008 年产量及行业地位	16
表 8: 法雷奥汽车电器 2008 年产量及行业地位	16
表 9: 采埃孚转向机 2008 年产量及行业地位	17
表 10: 三电贝洱 2008 年产量及行业地位	19

投资摘要

我们认为目前华域汽车较汽车行业整体估值中枢低估幅度在 40-50%:【1】扣除“超额现金”、金融股权外,目前华域汽车市值相当于 2009-2011 年预测盈利的 13.5 倍、11.7 倍和 10.8 倍,明显低于汽车零部件行业约 20 倍左右 2010 年预测盈利的平均估值水平;【2】华域汽车为投资控股型企业,通过对其旗下 23 家子公司分拆估值,即使按照相当保守的假设,我们也得出同样的结论。

2009 年 3 月以来,华域跑输汽车行业整车、零部件指数分别 53.4、63.9 个百分点,市场给予华域汽车折价的理由有二:【1】市场认为,在汽车行业上升周期时,零部件资产的盈利弹性低于整车。【2】市场给予公司“多元化折价”,公司各零部件子公司分别经营不同产品,也不易分析清楚,但我们认为,市场大大低估了华域旗下部分具备强大竞争优势零部件子公司(如纳铁福、采埃孚转向机等)的价值。

我们认为未来折价理由将逐步消除,催化剂来自于:【1】汽车行业不确定性加强、行业顶点愈来愈近,市场从追逐“业绩弹性”转向“业绩稳定”;【2】华域旗下如延锋伟世通、纳铁福、采埃孚转向机等具备竞争优势的“优质资产”价值逐步获得市场认可,从这一角度看,不应给予“折价”,而理应享受“估值溢价”;【3】市场风格的转变,从偏爱小市值公司转向大市值公司。

(事实上,我们注意到,目前已上市的汽车零部件企业中,相当一部分公司,仅仅是因为“小”,在估值方面即享受了较高的溢价,我们认为,其基本面已远不足以支撑其市值,而市场所给予的较高“成长预期”也存在很大镜花水月的风险。)

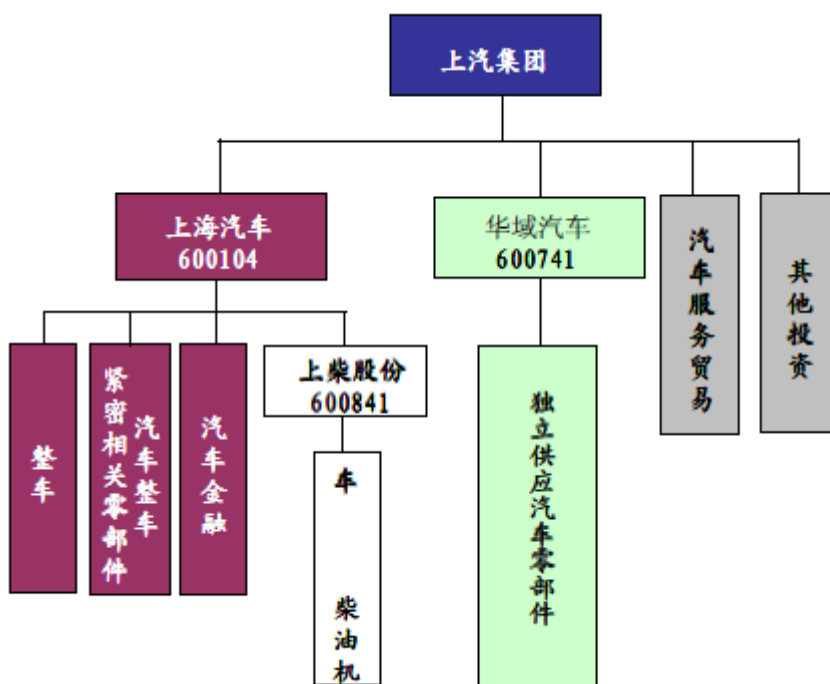
给予“推荐”评级,12 个月目标价 13.1 元,上升空间 42%:预计公司 2009、2010、2011 年净利分别为 14.7 亿、17.1 亿、18.6 亿元,同资产口径下,分别同比增长 42%、16%、8%。我们模型中的关键假设并不激进,我们认为,公司目前市值显著低估,而消除这一折价的催化剂将逐步到来,在最悲观的假设下,其安全边际也足够大。给予公司“推荐”评级,12 个月目标价 13.1 元(扣除超额现金、金融股权后,对应 2010 年 17 倍动态 PE),上升空间 42%。

目前股价存在极大安全边际,即使汽车行业再度步入低谷,公司估值也不显高:华域本身是一个零部件资产包,并且覆盖上海大众、一汽大众、上海通用、大量自主品牌等下游厂商,因而我们对其中的个体企业并不担忧,或者说,即使有业绩波动,也会被其他子公司补偿、摊薄。因此,华域汽车未来面临的最大风险将是系统性风险,即汽车行业周期向下,行业盈利下移。我们注意到,华域汽车整体利润率波动比整车明显要小,在我们的模拟备考净利中,华域汽车 2007、2008 年预计净利润分别为 11.5 亿、10.4 亿元,2008 年行业向下时,净利仅同比下降 10%,由于目前公司营业收入中轴的显著抬升,我们预计即使到下一轮周期底部,公司净利也要较上述盈利提升 30%以上的幅度,即保守净利为 13 亿元。目前市值扣除“超额现金”、金融股权外,仅相当于 15.4 倍 PE。底部盈利仅 15 倍的估值水平构成了华域汽车较大的“安全边际”。

净利分拆和分部估值

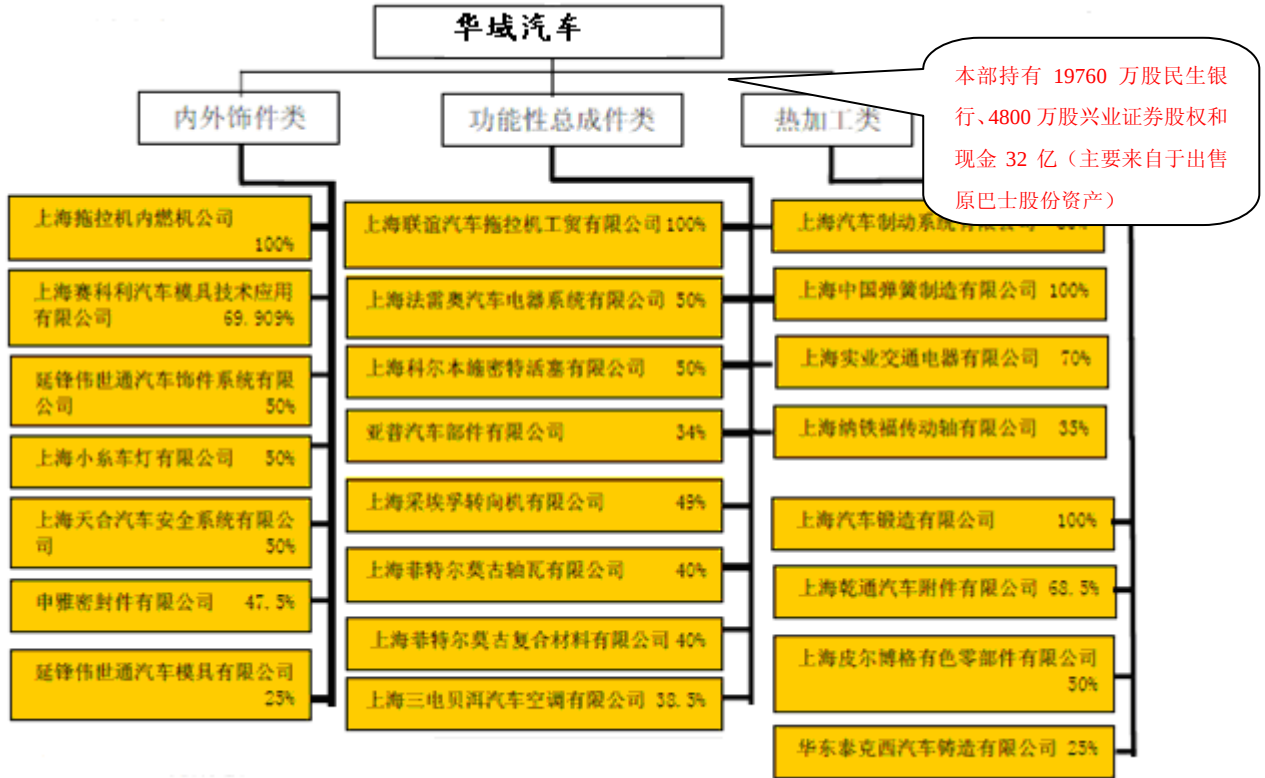
华域汽车（600741）属于投资控股型公司。母体不进行具体经营，仅承担部分费用，因而，对 600741 的经营情况分析和估值均要将 23 家子公司分拆来看。

图 1：华域汽车是上汽集团独立供应汽车零部件上市平台



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 2: 华域汽车资产结构



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

从合并报表角度看：延锋伟世通(50%)、托内公司(100%)、三电贝洱(38.5%)、上海实业交通电器(70%)、上海联谊工贸(100%)、赛科利汽车模具(69.91%)、上海中国弹簧制造(100%)、锻造公司(100%)、乾通公司(68.5%)共 9 家子公司纳入合并范围，而其他 14 家子公司则按权益法确认投资收益。因而，仅看合并报表的收入、利润率等均不是对公司实际情况的准确反映。对于这样的控股型公司，我们采取的方法是，按照权益比例分拆计算“权益收入”、“权益净利”。

表 1: 公司权益收入分拆 (万元)

权益收入 (万元)			2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
合并报表	延锋伟世通	50%	255952	354611	389324	545054	626812	689493
	托内公司	100%	80818	97755	92412	129377	148783	163662
	上实交通	70%	33311	52672	51198	71677	82429	90672
	三电贝洱	38.50%	68934	103450	105427	147597	169737	186711
	联谊工贸	100%	23776	40253	42900	60060	69069	75976
	赛科利模具	69.91%	55835	74510	73056	102278	117620	129382
	中弹公司	100%	12701	55380	60275	84385	97043	106747
	锻造公司	100%	17464	17891	11822	16551	19034	20937

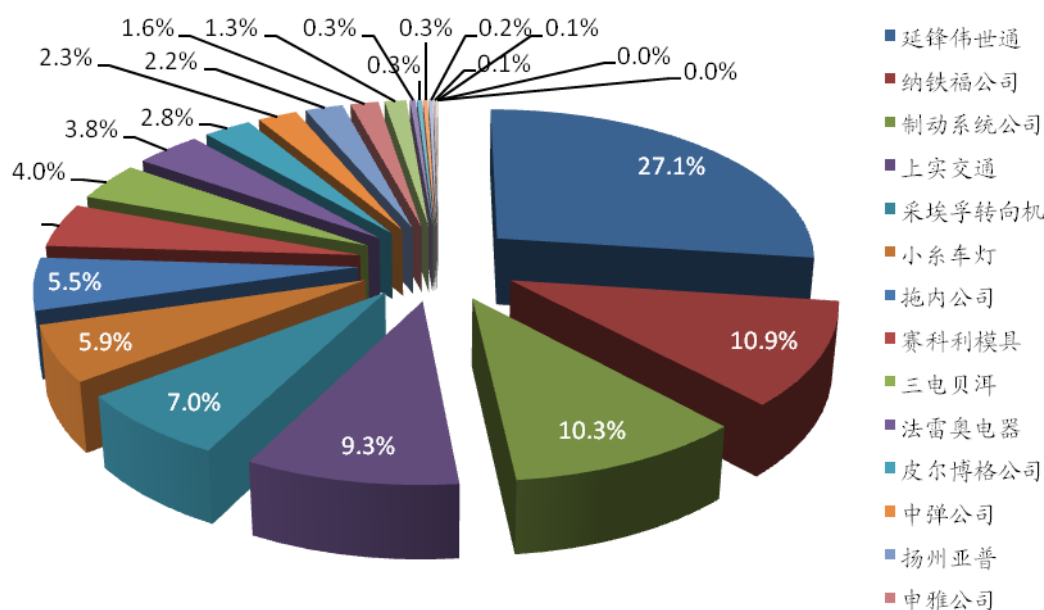
股权投资	乾通公司	68.50%	33131	35773	41697	58376	67132	73846
	小系车灯	50%	123470	165086	174051	243671	280222	308244
	申雅公司	47.50%	25237	29051	33862	47406	54517	59969
	上海天合	50%	19950	35051	33589	47024	54078	59485
	延锋伟世通模具	25%		3235	5404	7566	8701	9571
	纳铁福公司	35%	58764	78428	78530	109942	126433	139076
	制动系统公司	50%	82660	122163	155348	217487	250110	275121
	采埃孚转向机	49%	50891	57314	64666	90532	104112	114523
	法雷奥电器	50%	48479	62647	68177	95448	109766	120742
	扬州亚普	34%	26037	36806	35911	50276	57817	63599
	KS 活塞	50%	12485	17929	19471	27260	31348	34483
	菲特尔莫古轴瓦	40%	4686	5782	2950	4130	4750	5225
	菲特尔莫古复合材料	40%		556	2453	3434	3949	4344
	皮尔博格公司	50%	43797	53145	66083	92517	106394	117034
	华东泰克西	25%	11538	14321	17351	24291	27935	30728
合计权计益收入			1089913	1513808	1625957	2276339	2617790	2879569

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

注：需要指出，我们对各子公司的收入增速均采用了相同的假定，实际上是假设各子公司同样分享了行业增长。尽管这一假定有失武断，但对结论影响轻微。

从盈利贡献重要性角度看：根据所持股比，预计延锋伟世通（50%）、托内公司（100%）、三电贝洱（38.5%）、上海实业交通电器（70%）、小系车灯（50%）、纳铁福公司（35%）、制动系统公司（50%）、采埃孚转向机（49%）、法雷奥电器（50%）、赛科利模具（69.91%）共 10 家子公司合计预计贡献了 2009 年华域汽车净利润的 90%以上。因而，我们对华域汽车的分析将集中于上述 10 家子公司。

图 3：华域汽车子公司权益净利占比



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

盈利预测：根据权益净利分拆，预计华域汽车 2009 年、2010 年、2011 年分别实现净利 14.8 亿、17.2 亿、18.6 亿元，同资产口径下，分别同比增长 42%、16%、8%。我们的盈利预测关键假设是，2009 年、2010 年净利润增速接近于行业销售增速，2011 年利润增速略低于销量预期增速，我们考虑了汽车行业供需紧张情况缓解对利润率的负面影响，但从 2008 年行业下滑周期中公司利润表现看，其影响相对轻微。

表 2: 公司权益净利分拆 (万元)

		2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
延锋伟世通	50%	21802	34054	29791	41707	47963	51800
拖内公司	100%	2161	2549	6036	8450	9718	10495
小糸车灯	50%	5230	5829	6470	9057	10416	11249
赛科利模具	69.91%	5190	6227	5113	7158	8232	8890
申雅公司	47.50%	774	1294	1776	2486	2859	3088
上海天合	50%	704	1582	1387	1941	2232	2411
延锋伟世通模具	25%		-109	-239	378	435	470
纳铁福公司	35%	9294	13715	12009	16813	19335	20882
制动系统公司	50%	4954	12213	11378	15929	18319	19784
上实交通	70%	5409	17280	10199	14279	16421	17734
采埃孚转向机	49%	4305	6968	7698	10777	12394	13385
中弹公司	100%	-2586	1384	2535	3549	4082	4408
三电贝洱	38.50%	3407	4292	4442	6219	7151	7724
法雷奥电器	50%	4755	7614	4206	5888	6772	7313
联谊工贸	100%	-217	1897	59	82	95	102
扬州亚普	34%	1741	2446	2416	3383	3890	4201
KS 活塞	50%	173	11	299	418	481	520
菲特尔莫古轴瓦	40%	-347	7	136	190	218	236
菲特尔莫古复合材料	40%		-14	-170	0	47	52
锻造公司	100%	-1624	-1250	31	43	286	314
乾通公司	68.50%	-1599	-895	303	425	690	759
皮尔博格公司	50%	2163	2277	3063	4289	4932	5326
华东泰克西	25%	1644	1048	370	518	595	643
权益净利合计		67331	120417	109307	153980	177562	191788
本部费用		-5000	-5000	-5000	-6000	-6000	-6000
净利润合计		62331	115417	104307	147980	171562	185788
同比增速			85.2%	-9.6%	41.9%	15.9%	8.3%
总股本		258320	258320	258320	258320	258320	258320
EPS (元)		0.24	0.45	0.40	0.57	0.66	0.72

数据来源：公司报告，国信证券经济研究所

注：我们的盈利预测假定中，基本假设所有子公司收入、利润增长相同的幅度，有失武断。但预计对总的结论影响不大。

从估值差异角度看：23 家子公司盈利能力差异显著，理应享受不同的估值水平。延锋伟世通、纳铁福公司、采埃孚转向机等 ROE 在 20% 以上、净利率超过了 8% (明显超过汽车零部件行业约 5% 左右的平均净利率、10-15% 的 ROE)。从经营层面看，上述合资企业竞争优势非常明显，主要为上海大众、一汽大众、上海通用等配套，跟随大众、通用等全球配套体系进入中国，产品层面也有一定壁垒，远

期看，则持续进入自主品牌零部件配套体系带来更大成长空间，因而，这部分企业应该给予更高的估值。参照目前的汽车零部件估值体系，我们认为最保守的情况下，给予的估值应为 18 倍 PE，中性或乐观则应该给予 20-25 倍以上 PE 估值，享受估值溢价。

华域汽车（600741）的合理价值=超额现金+金融股权+零部件资产：根据华域汽车资产结构，公司资产含以下三部分：本部超额现金（列母公司报表上）、金融股权（民生银行、兴业证券）、23 家子公司。

超额现金 32 亿元：主要列在母公司报表上，其中，约 24 亿元来自于出售巴士股份资产获得的对价，其余小部分来自于子公司分红的积累。我们将其看做“超额现金”，是由于来源主要是“原巴士股份资产的处置”，即使没有这部分现金，完全不影响旗下子公司的经营。未来现金的用途，可能包括对股东分红，或对子公司的追加投资以及收购等，若发生后，则相当于减少了超额现金，但增加了子公司的价值。

金融股权 17 亿元：其中，民生银行股权目前市值 14.8 亿元，兴业证券暂未上市，按照 2 倍 PB 估值，则其市值相当于 1.9 亿元。

零部件资产分拆估值：我们将零部件资产根据盈利能力（净利率、ROE）由低至高分三个层级，保守假设下，分别给予 2010 年预测净利 12 倍、15 倍、18 倍 PE 估值，则公司 23 家子公司的合计价值约为 302 亿。中性假设下，分别给予 2010 年预测净利 15 倍、18 倍、20 倍 PE 估值，则公司 23 家子公司的合计价值约为 336 亿元。事实上，相对于目前零部件行业的平均估值水平，即使在中性假设下，我们所给予的估值标准，仍然是偏保守的。

综上，我们认为，在保守假设下、中性假设下，华域汽车的合理价值分别为 340 亿元、370 亿元，分别对应每股 13.1 元、14.4 元。

表 3：公司分部估值（万元）

23家零部件子公司	股比	2010年预测权益净利	2008年净利率	2008年ROE	保守假设下		中性假设下	
					PE倍数	估值	PE倍数	估值
延锋伟世通	50%	47963	7.7%	34.9%	18	863330	20	959256
拖内公司	100%	9718	6.5%	8.2%	12	116616	15	145769
小糸车灯	50%	10416	3.7%	17.6%	15	156242	18	187490
赛科利模具	69.91%	8232	7.0%	19.4%	18	148168	20	164631
申雅公司	47.50%	2859	5.2%	12.3%	15	42886	18	51463
上海天合	50%	2232	4.1%	12.4%	15	33485	18	40182
延锋伟世通模具	25%	435	-4.4%	-12.0%	12	5221	15	6526
纳铁福公司	35%	19335	15.3%	24.6%	18	348030	20	386700
制动系统公司	50%	18319	7.3%	25.8%	18	329740	20	366377

上实交通	70%	16421	19.9%	27.9%	18	295571	20	328412
采埃孚转向机	49%	12394	11.9%	20.7%	18	223088	20	247875
中弹公司	100%	4082	4.2%	8.0%	12	48981		0
三电贝洱	38.50%	7151	4.2%	20.1%	18	128727	20	143030
法雷奥电器	50%	6772	6.2%	44.1%	18	121890	20	135433
联谊工贸	100%	95	0.1%	0.3%	12	1138	15	1423
扬州亚普	34%	3890	6.7%	18.2%	15	58349	18	70019
KS 活塞	50%	481	1.5%	2.5%	12	5775	15	7219
菲特尔莫古轴瓦	40%	218	4.6%	3.5%	12	2622	15	3277
菲特尔莫古复合材料	40%	47	-6.9%	-7.7%	12	569	15	711
锻造公司	100%	286	0.3%	0.1%	12	3426	15	4283
乾通公司	68.50%	690	0.7%	2.4%	12	8277	15	10347
皮尔博格公司	50%	4932	4.6%	19.2%	15	73978	18	88774
华东泰克西	25%	595	2.1%	4.0%	12	7145	15	8931
合计						3023252		3358127
本部超额现金						322618		322618
金融股权（民生银行+兴业证券）						167005		167005
其中：民生银行						147805		147805
其中：兴业证券						19200		19200
本部承担费用贴现价值（扣减项）						-120000		-120000
合计价值						3392875		3727750
目前市值						2379100		2379100
潜在上涨空间						43%		57%

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

对重点零部件子公司的讨论

目前国内汽车零部件供应体系的显著特征是：进入壁垒低、技术难度低、劳动力密集型特征的零部件产品，基本由国内企业占据，包括车轮、轮胎等，行业竞争激烈，利润率低；而技术难度高，有一定壁垒，如汽车电子等，由伟世通、德尔福、贝洱等与国内企业的合资企业占据主导，基本来自于跟随外资整车配套进入中国，是零部件本土化的产物，目前看来，在技术上仍具优势，并且能够实现不错的利润率水平。

华域旗下零部件资产以延锋伟世通（50%）、纳铁福公司（35%）、制动系统公司（50%）、上实交通电器（70%）、法雷奥汽车电器（50%）、采埃孚转向机（49%）、小系车灯（50%）、三电贝洱（38.5%）几家公司最具竞争力，也是盈利的主要贡献者。上述公司普遍具备以下特点：

1、天然的优异血统，大多为与全球知名零部件厂商合资企业。跟随整车产业向中国转移。

2、本土化后，成本逐渐降低，又具技术优势，得以迅速进入自主品牌零部件配套体系。相关公司逐步从为大众、通用合资厂配套的零部件企业转变成为多家含自主品牌配套的独立零部件企业。

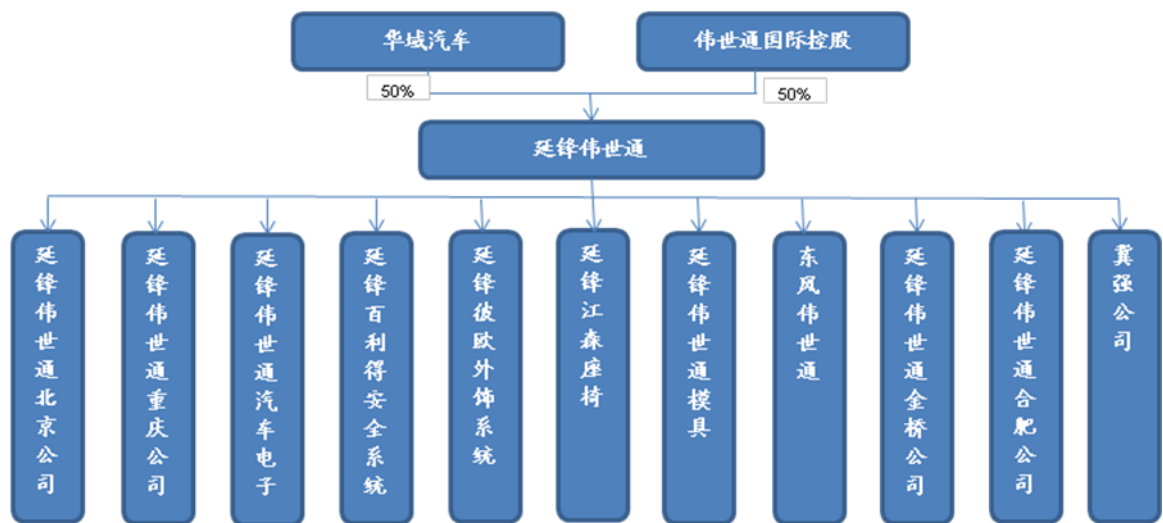
3、盈利能力在行业中居于高端。

近年来，华域旗下零部件公司的配套范围在不断扩大，我们预计，未来几年，为大众系、通用系配套的份额或将逐步缩小，而为自主品牌企业如奇瑞、江淮等的配套份额将迅速上升。

1、延锋伟世通

华域旗下最大的零部件子公司：华域汽车、伟世通国际分别持股 50%，从其资产结构看，本身也是一个“零部件资产包”，包含延锋伟世通汽车电子公司等十余家子公司（合营企业）。产品广泛，覆盖汽车内、外饰系统、座椅系统、汽车电子系统、安全系统等，包括仪表板、门板、仪表、保险杠、座椅等。主要客户是上海大众、一汽大众、上海通用，另外，也为长安福特马自达、北京现代、东风日产、华晨金杯、奇瑞、江淮汽车等国内企业配套，客户覆盖面最为全面。

图 4：延锋伟世通股权结构图



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

多项产品市场份额在国内名列首位，即使考虑了为商用车配套的企业之后，多数产品市场份额也仍在前三：延锋伟世通研发能力突出、制造技术优势明显，主要产品在各自所属的细分行业基本处于龙头地位。汽车组合仪表、转向盘、座椅总成等产品产销规模位居同行业第一，其余如汽车音响、中央控制器等产品产销也多位于行业第一梯队。

表 4: 延锋伟世通及下属企业 2008 年产量及行业地位

零部件	企业名称	产量	行业内排名	主要配套厂商 (车型)
转向盘	延锋百利得	168 万只	第一	上海大众、上海通用、一汽大众
仪表板总成	延锋伟世通	54.6 万只	第四	各种汽车
	延锋伟世通金桥	44 万只	第六	上海通用、上汽通用五菱
	延锋伟世通北京	9.3 万只	十四	各种汽车
	延锋伟世通怡东	93 万只	第一	各种汽车
汽车组合仪表 (注)	延锋伟世通汽车电子	166 万台	第二	各种汽车
中央控制器	延锋伟世通汽车电子	84.7 万件	第二	各种汽车
座椅总成	延锋江森座椅	216 万只	第一	帕萨特、POLO
车门内护板	延锋伟世通金桥	21 万只	十二	上海通用
保险杠	延锋欧彼	97 万件	第四	上海大众
安全带	延锋百利得	57 万条	第九	上海通用、江淮汽车
安全气囊	延锋百利得	77 万套	第二	上海通用、江淮汽车

数据来源: 汽车工业年鉴, 国信证券经济研究所

注: 汽车组合仪表产量约为排名第二的东风电子科技的 3.2 倍

盈利能力突出, 贡献了全部净利的 25% 以上: 2006-2008 年, 延锋伟世通预计) 收入分别为 51.2、70.9、77.9 亿, 净利分别为 4.36、6.81、5.96 亿, 三年整体净利率水平达到 8%-10%, 预计部分子公司净利率在 15% 以上, ROE 达到 30-40%, 对华域汽车净利贡献达到四分之一。

按照权益净利贡献, 保守假设下, 延锋伟世通 (50%) 的合理价值也达 86 亿元: 根据我们的盈利预测, 预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 4.2 亿、4.8 亿、5.2 亿元, 给予 2010 年 18 倍 PE, 则其合理价值为 86 亿元。从其盈利规模看, 延锋伟世通已远超大部分已上市独立零部件企业, 相较而言, 我们所给予的估值标准较为保守。

2、纳铁福传动轴

华域汽车持股 35%: 另外三家股东分别是国投轻机、CKN 传动系统、交通银行。纳铁福公司主要产品包括各种等速万向节和十字万向节、传动轴等, 拥有上海康桥、周浦两个工厂。主要客户除了上汽集团内企业还包括长安福特马自达、一汽大众、东风汽车公司三十余家国内主要汽车企业, 还有部分产品出口国外。

传动轴行业领先者, 高端传动轴领域接近垄断: 纳铁福主要产品传动轴、万向节总成 2008 年产量分别为 480、510 万只, 分别位于细分行业第一、第三, 公司制造工艺先进, 具备主机厂同步开发能力, 在集团内、外、国际市场均有较强的竞争能力。而在国内高端轿车传动轴领域, 市场份额则接近垄断。

表 5: 纳铁福传动轴 2008 年产量及行业地位

零部件	企业名称	产量	行业内排名	主要配套厂商 (车型)
传动轴	纳铁福	480 万只	第一	上海大众、上海通用、一汽大众、东风汽车、出口等
万向节总成	纳铁福	510 万只	第三	上海大众、上海通用、一汽大众、东风汽车、出口等

数据来源: 汽车工业年鉴, 国信证券经济研究所

盈利能力惊人, 是华域旗下利润率最高的子公司之一: 纳铁福 2006-2008 年 (预计) 收入分别为 16.8、22.4、20.6 亿, 净利分别为 2.66、3.92、3.43 亿, 净利率水平达到 15%-18% 且较稳定, ROE 水平达到 25% 左右。公司在细分行业市场占有率高, 议价能力较强, 预计净利率水平将维持在较高水平, 随着集团外配套、出口市场增长, 盈利有望稳步增长。

按照权益净利贡献, 保守假设下, 纳铁福传动轴 (35%) 的价值为 35 亿元: 根据我们的盈利预测, 预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 1.7 亿、1.9 亿、2.1 亿元, 给予 2010 年 18 倍 PE, 则其合理价值为 35 亿元。

3、制动系统公司

ABS 系统国内最大生产商: 华域汽车、德国大陆股份公司分别持股 50%, 主要生产 ABS 防抱死系统、ESP 电子稳定系统、前后制动卡钳、真空助力器、制动软管等产品。主要客户包括上海大众、上海通用、一汽大众、华晨金杯等, 同时还出口日本、马来西亚、印度等国家。

ABS 系统竞争优势明显, 议价能力强: 制动系统公司是国内首家引进技术生产制动钳、ABS、总泵助力器和后分泵产品的企业, 也是目前国内唯一具备制动系统开发配套的企业, 先发优势突出, 市场地位稳固。公司 ABS 防抱死系统、制动钳试产占有率均为行业第一, 其中 ABS 防抱死系统市场占有率达到 90% 以上。制动软管、液压制动系统行业排名也位于前列。

表 6: 上海制动系统公司 2008 年产量及行业地位

零部件	企业名称	产量	行业内排名	主要配套厂商 (车型)
液压制动总泵	制动系统公司	157 万只	第二	上海大众、上海通用、一汽大众
制动软管	制动系统公司	504 万只	第四	上海大众、一汽大众、华晨金杯
制动钳	制动系统公司	224 万只	第一	上海大众、一汽大众、华晨金杯
ABS 系统 (注)	制动系统公司	107 万套	第一	上海大众、一汽大众、华晨金杯

数据来源: 汽车工业年鉴, 国信证券经济研究所

注: 2008 年上海制动系统公司 ABS 系统市场占有率达到 93%

盈利能力稳健: 2006、2007、2008 年 (预计) 收入分别为 16.5、24.4、31.1 亿, 净利分别为 0.99、2.44、2.28 亿, 净利率水平基本稳定在 8%-10%, ROE 水

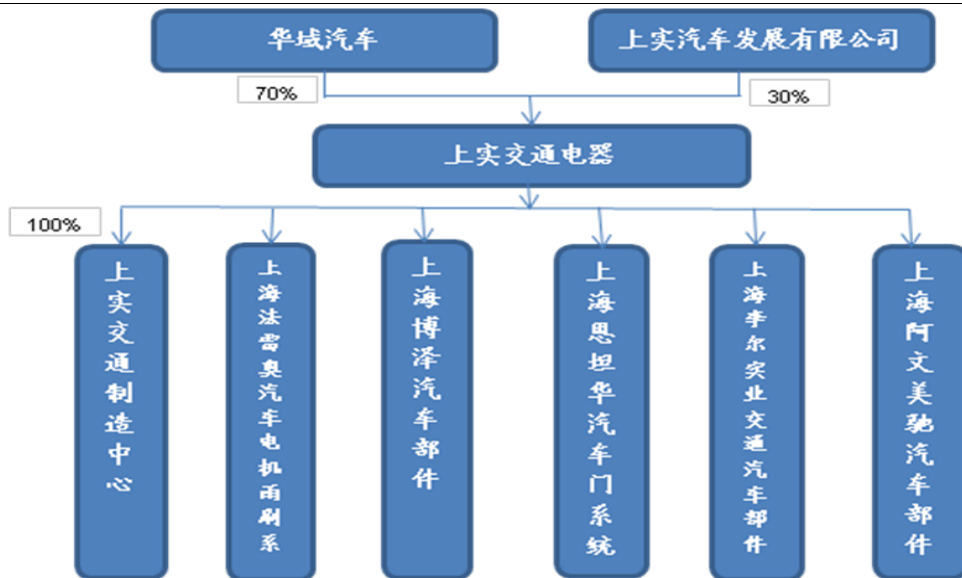
平在 22%-28% 区间。我们认为，公司核心产品 ABS 系统、制动钳具有垄断性质，属于中高端轿车必须配件，议价能力极强，净利率水平将保持稳定。随着轿车消费结构升级，自主品牌配备盘式制动、ABS 系统的比例将进一步提升，将成为公司新的利润增长点。

按照权益净利贡献，保守假设下，制动系统公司（50%）的价值为 33 亿元：根据我们的盈利预测，预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 1.6 亿、1.8 亿、2.0 亿元，给予 2010 年 18 倍 PE，则其合理价值为 33 亿元。

4、上实交通电器

上实交通本身是一个控股型企业：华域汽车持有上实交通电器 70% 的股份，上实交通生产十几大类数百种规格的各种汽车电机、汽车电器、汽车电子电器产品，包括摇窗机、喇叭、开关、继电器等。目前公司拥有上海法雷奥汽车电机雨刮系统等 5 家合资公司和一家全资子公司上实交通制造中心。产品除为上汽集团北部配套外，还为一汽大众、广州本田、奇瑞、长安、华晨金杯等整车厂配套，并出口北美、欧洲等多个国家和地区。

图 5：上实交通电器股权结构图



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 7：上实交通电器 2008 年产量及行业地位

零部件	企业名称	产量	行业内排名	主要配套厂商（车型）
喇叭（注）	上实交通电器	427 万只	第一	上海大众、上海通用、一汽大众、出口
继电器	上实交通电器	47 万只	第五	上海大众、上海通用、一汽大众
蜂鸣器、报警器	上实交通电器	42 万只	第四	上海大众、上海通用、一汽大众
开关	上实交通电器	445 万只	第三	上海大众、上海通用、一汽大众等
电动玻璃升降器	上实交通电器	215 万只	第一	上海大众、上海通用、一汽大众

数据来源：汽车工业年鉴，国信证券经济研究所

注：上实交通喇叭 2008 年市场占有率达到 56%。

产品覆盖面广：上实交通电器主营产品种类繁多，覆盖面较广，公司同时供应 OEM、AM、国际市场。除上汽集团下属所有乘用车企业以外，国内主流汽车制造厂均采用公司产品，此外公司产品大部分属于必备件、消耗件，AM 市场配套潜力大。公司喇叭、电动玻璃升降器产销均位于行业第一位，其中喇叭市场占有率达到 56%，其余产品行业排名也多位于前列。

盈利能力强：上实交通电器 2006、2007、2008 年（预计）收入分别为 4.8、7.5、7.3 亿，净利分别为 0.77、2.47、1.46 亿，净利率水平在 15%以上，ROE 水平在 25%以上（由于部分子公司未纳入合并，贡献投资收益，因而净利率较实际偏高）。我们认为，公司产品、客户分布广，抵御单一企业经营风险能力强。在行业景气向上时，盈利会有明显增长，部分产品如电动玻璃升降器具有一定的技术壁垒，在行业景气向下时具有较强议价能力，AM、出口市场空间较为广阔。

按照权益净利贡献，保守假设下，上实交通电器（70%）的价值为 30 亿元：根据我们的盈利预测，预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 1.4 亿、1.6 亿、1.8 亿元，给予 2010 年 18 倍 PE，则其合理价值为 30 亿元。

5、法雷奥汽车电器

国内规模最大、品种最全的汽车电机厂商：华域汽车与法雷奥国际控股各持有法雷奥汽车电器系统 50%股权，法雷奥汽车主要产品是为轿车、轻卡及柴油机配套的起动机、发电机，年产能达到 400 万套，是国内目前规模最大、品种最全的汽车电机厂商。法雷奥主要客户包括上海大众、上海通用、一汽轿车、一汽大众、神龙汽车等主流乘用车企业（上海通用为独家配套），并为潍柴、锡柴等柴油机厂商及工程机械厂商配套。

表 8：法雷奥汽车电器 2008 年产量及行业地位

零部件	企业名称	产量	行业内排名	主要配套厂商（车型）
发电机	法雷奥电器	166 万台	第一	上海大众、上海通用、一汽大众、出口
起动机	法雷奥电器	158 万台	第一	上海大众、上海通用、一汽大众、出口

数据来源：汽车工业年鉴，国信证券经济研究所

市场占有率稳居第一：法雷奥主营产品发电机、起动机市场占有率稳居行业第一，产品性能、质量领先，主流合资厂商大部分采用公司产品，在自主品牌汽车市场拓展空间较大。

ROE 水平较高，多领域配套分散风险：法雷奥电器 2006、2007、2008 年（预计）收入分别为 9.7、12.5、13.6 亿，净利分别为 0.95、1.52、0.84 亿，净利率水平在 10% 左右，ROE 水平达到 40% 左右，在华域汽车 23 家控（参）股企业中位居第一。公司在上汽集团内部配套稳固，对上海通用更是独家供货，此外公司还为国内主流柴油机、工程机械企业配套，多领域配套分散公司经营风险，利润水平有一定保障。

按照权益净利贡献，保守假设下，法雷奥汽车电器（50%）的价值为 12 亿元：根据我们的盈利预测，预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 5900 万、6800 万、7300 万元，给予 2010 年 18 倍 PE，则其合理价值为 12 亿元。

6、采埃孚转向机

国内最大的乘用车转向系统提供商：华域汽车与采埃孚转向系统股份公司分别持有上海采埃孚转向机 49%、51% 股权，采埃孚转向机主要产品包括机械转向机、动力转向机、转向柱管等产品。目前国内主要为上汽集团下属整车厂、一汽大众、江铃汽车、长安福特马自达等厂商配套，部分产品出口欧洲、印度、马来西亚。

表 9：采埃孚转向机 2008 年产量及行业地位

零部件	企业名称	产量	行业内排名	主要配套厂商（车型）
转向助力器	采埃孚转向机	93.7 万只	第二	帕萨特、别克
转向机总成	采埃孚转向机	102.2 万台	第三	各种轿车
动力转向器	采埃孚转向机	140 万只	第一	上海大众、上海通用、一汽大众

数据来源：汽车工业年鉴，国信证券经济研究所

市场地位稳固，将受益于消费升级：公司产品动力转向器、转向机总成、转向助力器国内市场占有率在 40% 左右，产销分别位于行业第一、第三、第二，市场地位稳固。动力转向器、转向助力器早期仅在中高档轿车配备，可明显提高市内驾驶舒适性。目前，随着轿车消费升级，越来越多的入门级甚至经济型轿车也开始配备这一系统，预计公司将继续受益于轿车消费升级。

盈利稳步增长：采埃孚转向机 2006、2007、2008 年（预计）收入分别为 10.4、11.7、13.2 亿，实现净利 0.87、1.42、1.44 亿，净利率水平在 11% 左右，净利稳步增长。公司主营产品动力转向机属于影响行车安全的重要零部件，具有一定的技

术壁垒，预计未来自主品牌产品升级将带动公司盈利持续增长。

按照权益净利贡献，保守假设下，采埃孚转向机（49%）的价值为 22 亿元：根据我们的盈利预测，预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 1.1 亿、1.2 亿、1.3 亿元，给予 2010 年 18 倍 PE，则其合理价值为 22 亿元。

7、小系车灯

国内最大的车灯供应商：华域汽车、日本小系制作所、日本丰田通商分别持有小系车灯 50%、45%、5%股份。公司主要产品为汽车电子照明系统及模具。主要为上海通用、上海大众、上海汽车、一汽丰田、一汽大众、奇瑞汽车等主机厂配套，此外公司也有多种产品出口。

市场占有率遥遥领先：公司主营产品车灯总成 2008 年产销 2656 万只，位居行业第一，产销量约为行业第二至第五名产销量总和，市场占有率遥遥领先，全国乘用车车灯产品市场占有率在 40%以上，且中高档产品占比较高。

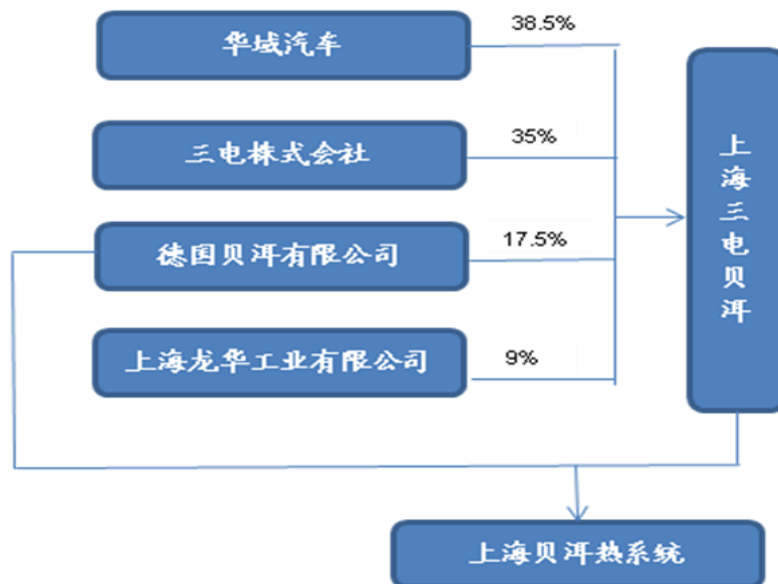
有望受益于产品升级：小系车灯 2006、2007、2008 年（预计）收入分别为 24.7、33.0、34.8 亿，实现净利 1.04、1.16、1.29 亿，净利率水平在 4%左右，ROE 水平在 17%左右。我们认为，轿车照明总成未来会有逐步升级趋势，盈利能力较强的 HID、LED 照明总成目前基本只配套豪华级轿车，未来将逐步向中高端车普及，公司具有先发优势，有望受益于这一产品升级。

按照权益净利贡献，保守假设下，小系车灯（50%）的价值为 16 亿元：根据我们的盈利预测，预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 0.9 亿、1.0 亿、1.1 亿元，给予 2010 年 15 倍 PE，则其合理价值为 16 亿元。

8、三电贝洱

上汽、三电、贝洱的联合投资实体：华域汽车持有三电贝洱 38.5%的股权，德国贝洱有限公司持有三电贝洱 17.5%股权，并与三电贝洱合资成立上海贝洱热系统公司。三电贝洱主要产品为各类车用空调压缩机，贝洱热系统主要产品包括冷却模块、中冷器、散热器、空调模块等。公司主要客户包括上海大众、上海通用、一汽大众、奇瑞汽车等，同时出口 32 个国家和地区。

图 6: 上海三电贝洱股权结构图



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 10: 三电贝洱 2008 年产量及行业地位

零部件	企业名称	产量	行业内排名	主要配套厂商（车型）
空调压缩机（注）	三电贝洱空调	210.9 万台	第一	上海大众、上海通用、一汽大众等
空调冷凝器	上海贝洱热系统	25.6 万台	第二	上海大众、上海通用
空调蒸发器	上海贝洱热系统	19.9 万台	第二	东风汽车、三电泰国
暖风机	上海贝洱热系统	20.9 万台	第二	上海大众、三电泰国
空调装置	上海贝洱热系统	35.8 万台	第六	上海大众、上海通用

数据来源：汽车工业年鉴，国信证券经济研究所

注：三电贝洱空调压缩机产销规模约为行业第二名的三倍。

汽车空调压缩机行业翘楚：公司主营产品汽车空调压缩机产销量稳居行业第一，市占率为行业第二名的三倍，空调冷凝器、蒸发器、暖风机产销位于行业第二。公司依托上汽集团，同时配套国内其他整车厂，在空调压缩机等细分行业竞争优势明显，市场占有率大幅领先。

盈利稳定增长：三电贝洱 2006、2007、2008 年（预计）收入分别为 17.9、26.9、27.4 亿，实现净利 0.88、1.11、1.15 亿，ROE 达到 20%。公司主营产品具有一定的技术、规模优势，盈利波动较小，鉴于公司目前市场占有率已经比较高，预计未来将保持这一稳定增长趋势。

按照权益净利贡献，保守假设下，三电贝洱（38.5%）的价值为 13 亿元：根据我们的盈利预测，预计 2009-2011 年分别贡献权益净利 6200 万、7100 万、7700

万元，给予 2010 年 18 倍 PE，则其合理价值为 13 亿元。

结论

我们认为，至少需要在以下几个方面对华域汽车（600741）重新认识：

1、“多元化折价”的理由并不扎实。因为华域旗下零部件资产的业务有很大协同性，而所覆盖客户则大多重叠；

2、需要重新评估华域旗下优秀零部件子公司的价值。如纳铁福传动轴、制动系统公司在部分产品领域竞争优势巨大，利润率也在 10%以上。

而消除华域汽车股价折价的催化剂日益临近：

1、轿车行业拐点愈来愈近。届时，过去一年华域汽车跑输整个汽车行业超过 50%的“欠账”将有望得到弥补，市场会从追逐“业绩弹性”转向追求“业绩稳定”；

2、华域汽车可以看做汽车股中的“价值股”。A 股市场整体风格的转换，也可能为市场偏好从小的零部件概念股转到大的零部件价值股带来契机。

综上，我们认为，从相对收益的角度，未来一年，华域汽车跑赢整个汽车行业的概率极大，是我们建议汽车股中配置的首选。从绝对收益的角度，即使汽车行业再度陷入低谷，我们认为华域汽车的盈利仍足够支撑目前的股价，将提供很大安全边际。

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	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	768	6200	7520	8849	营业收入	5425	24143	27765	30541
应收款项	315	5292	6085	6694	营业成本	4859	20256	23295	25655
存货净额	295	2062	2379	2621	营业税金及附加	161	27	31	34
其他流动资产	148	143	164	181	销售费用	19	290	333	366
流动资产合计	1526	13697	16149	18345	管理费用	660	2035	2336	2566
固定资产	5047	3676	4006	4373	财务费用	232	26	11	1
无形资产及其他	788	758	727	697	投资收益	74	990	1139	1230
投资性房地产	999	1980	1980	1980	资产减值及公允价值变动	(15)	0	0	0
长期股权投资	588	4588	4588	4588	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8948	24699	27451	29983	营业利润	(447)	2499	2898	3149
短期借款及交易性金融					营业外净收支	433	0	0	0
负债	3664	1200	1200	1200	利润总额	(14)	2499	2898	3149
应付款项	373	6512	7201	7587	所得税费用	50	175	203	220
其他流动负债	896	1989	2294	2527	少数股东损益	(27)	860	989	1068
流动负债合计	4934	9702	10695	11314	归属于母公司净利润	(36)	1465	1706	1861
长期借款及应付债券	0	0	0	0					
其他长期负债	423	823	823	823					
长期负债合计	423	823	823	823					
负债合计	5357	10524	11518	12137					
少数股东权益	797	3042	3435	3860					
股东权益	2795	12372	13737	15225					
负债和股东权益总计	8948	25938	28690	31222					

现金流量表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	(36)	1465	1706	1861
资产减值准备	1	(3)	0	1
折旧摊销	764	506	501	544
公允价值变动损失	15	0	0	0
财务费用	232	26	11	1
营运资本变动	1409	(91)	(139)	(247)
其它	(300)	345	393	424
经营活动现金流	1853	2221	2462	2583
资本开支	(573)	899	(801)	(881)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(622)	(3101)	(801)	(881)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	(30)	0	0	0
支付股利、利息	(361)	(293)	(341)	(372)
其它融资现金流	(309)	0	0	0
融资活动现金流	(1088)	(293)	(341)	(372)
现金净变动	143	(1173)	1320	1329
货币资金的期初余额	625	768	6200	7520
货币资金的期末余额	768	(405)	7520	8849
企业自由现金流	340	2742	1208	1202
权益自由现金流	1	2717	1198	1201

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	-0.02	0.57	0.66	0.72
每股红利	0.25	0.11	0.13	0.14
每股净资产	1.90	4.79	5.32	5.89
ROIC	-16%	18%	17%	18%
ROE	-1%	12%	12%	12%
毛利率	10%	16%	16%	16%
EBIT Margin	-5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%
收入增长	-2%	345%	15%	10%
净利润增长率	-114%	-4149%	16%	9%
资产负债率	69%	52%	52%	51%
息率	2.7%	2.2%	2.5%	2.7%
P/E	-375.0	16.2	13.9	12.8
P/B	4.9	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	38.6	16.8	15.5	14.6

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	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	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 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
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
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
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	
		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		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
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	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
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				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

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	021-60875169	王立法	010-82252236
	13923401205		15821778133		13910524551
	wancs@guosen.com.cn		shengjp@guosen.com.cn		wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148	马小丹	021-60875172	王晓建	010-82252615
	13480668226		13801832154		13701099132
	shaoyf@guosen.com.cn		maxd@guosen.com.cn		wangxj@guosen.com.cn
林 莉	0755- 82133197	郑 毅	021-60875171	谭春元	010-82254209
	13824397011		13795229060		13810118116
	Linli2@guosen.com.cn		zhengyi@guosen.com.cn		tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818	黄胜蓝	021-60875173	焦 骥	010-82254202
	18925287888		13761873797		13601094018
	wanghaow@guosen.com.cn		huangsl@guosen.com.cn		jiaojian@guosen.com.cn
		刘 塑	021-60875177	李锐	010-82254212
			13817906789		13691229417
			liusu@guosen.com.cn		lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178	徐文琪	010-82254210
			13817758288		13811271758
			yelf@guosen.com.cn		xuwq@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170		
			13681669123		