

行业深度报告

家用电器行业

家电行业 09 年春季投资策略

中性

(维持评级)

2009 年 03 月 20 日

家电行业首席分析师: 王念春

电话: 0755-82130833-1854

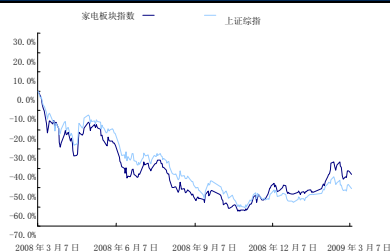
0755-82130407

Email: wangnc@guosen.com.cn

季度投资策略

配置冲出行业逆境的强者

近一年收益率比较



资料来源: 国信证券经济研究所

07 年投资策略报告: 崭露头角、品牌溢价

——07 年 1 月

07 年中期投资策略报告: 因势利导、回归理性

——07 年 7 月

08 年投资策略报告: 精选品牌制造强势公司

——08 年 1 月

08 年中期投资策略报告: 负面因素的增加和优质公司应对能力的上升

——08 年 6 月

09 年投资策略报告: 分辨公司实力差距正当其时

——08 年 12 月

● 经营压力有所缓解

行业高价库存在经过 3 个季度的调整后有所缓解。材料成本压力也低于 08 年, 出口则在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度的低点后, 并没有形成进一步低于预期发展的状态。我们认为行业整体经营压力有所缓解。

● 传统产品于 4 季度出现需求温和回升、替代性更新产品则继续保持需求的较快增长

09 年家电行业不会有什么出彩的地方, 但我们必须意识到: 从宏观到行业分析形成的对耐用消费品需求较为充分的负面预期下, 从行业基本面进一步恶化导致股价下跌的可能性较小。我们预期传统产品的需求在 09 年 2、3 季度的低位调整后, 4 季度进入温和回升。类似平板电视的替代性更新产品则继续保持需求的较快增长。我们维持对行业的“中性”评级。

● 投资思路: 行业逆境下凸现强者风范

在行业需求处在底部、进一步的恢复属于温和回升的预期下, 行业估值水平超过 A 股平均值并不容易, 我们认为二季度的投资机会更多的来自于找到业绩增长较为确定的公司, 形成逆于行业基本面的盈利能力提升, 以支撑股价的进一步上升空间。或者是公司所涉及产品处在更新及普及率进一步上升的增长期。

● 维持对格力电器、九阳股份的“推荐”评级

格力进入了将产品创新不断转化为利润提升动力的良性循环, 结合销售网络的优势获得稳健增长, 九阳在 09 年新产品推广力度加快下将获得盈利水平的保持, 维持对两个公司的“推荐”评级。另外在平板电视行业中, 深康佳具备产品竞争力相对同行提升的潜力, 维持“谨慎推荐”评级。其他公司评级见下表。

	最新评级	EPS09E	EPS2010E	08PE	09PE	09PB
格力电器	推荐	1.73	2.07	15.4	13.8	3.08
九阳股份	推荐	2.80	3.40	24.4	17.6	7.74
深康佳	谨慎推荐	0.29	0.34	22.1	17.5	1.47
苏泊尔	谨慎推荐	0.67	0.89	26.0	20.6	2.83
小天鹅	谨慎推荐	0.31	0.39	90.7	20.5	1.96
合肥三洋	谨慎推荐	0.50	0.65	31.8	22.2	4.54
浙江阳光	谨慎推荐	0.49	0.63	28.3	23.7	2.54
海信电器	谨慎推荐	0.60	0.70	24.0	19.2	1.70
美的电器	中性	0.70	0.81	19.3	15.2	3.31

投资思路：配置冲出行业逆境的强者

行业评级：中性

家电作为耐用消费品的主要构成部分，行业需求上升的先行指标是居民收入增速上升，购买力增加。我们认为家电行业在行业轮动中是在先导行业如房地产、汽车之后轮动增长的。按照我们宏观和策略对全球经济观测的分析认为，美国经济在 09 年 1 季度见底，3 季度开始缓慢复苏，欧元区和日本的消费信心则仍然处在低迷阶段，中国市场相对好一些，但消费增速 1 季度表现也处在低位（见下一页的图 1、2、3、4）。收入回升以及需求信心恢复需要时间。因此我们认为行业 2 季度仍然处在底部调整阶段，接下来的复苏是属于温和回升的性质。

09 年家电行业不会有什么出彩的地方，但我们必须意识到：从宏观到行业分析形成的对耐用消费品需求较为充分的负面预期下，从行业基本面进一步恶化导致股价下跌的可能性较小。我们预期传统产品的需求在 09 年 2、3 季度的低位调整后，4 季度进入温和回升。我们维持对行业的“中性”评级。更新性新产品的增长则是依赖技术突破、功能创新等获得的创造需求，形成逆经济周期的独立行情。

二季度投资思路：行业逆境下凸现强者风范

我们认为对于传统的家电产品而言，市场需求不振所引起的流动资产周转率下降、销量增速下滑甚至负增长、产能利用率下降这些问题都会不可避免的出现，只是由于各个公司经营管理能力的差距和风险控制能力的不同，问题的严重程度不同。只有依赖创新的产品或商业模式才能突破这些不可避免的问题，从而获得盈利能力的逆势提升，这样一来行业内公司的业绩必然出现分化。我们在 2009 年的年度策略报告中曾提出过：08 年四季度和 09 年一季度是分辨企业实力差距的最好时机。

在行业需求处在底部、进一步的恢复属于温和回升的预期下，行业估值水平超过 A 股平均值并不容易，我们认为二季度的投资机会更多的来自于找到业绩增长较为确定的公司，形成逆于行业基本面的盈利能力提升，以支撑股价的进一步上升空间。或者是其涉及产品处在更新及普及率进一步上升的增长期。他们的增长将来源于产品盈利拉动或是良好的商业运营模式。

首选配置品种建议：维持对格力电器、九阳股份的推荐评级

按照我们的投资思路，我们推荐品种的次序如下：

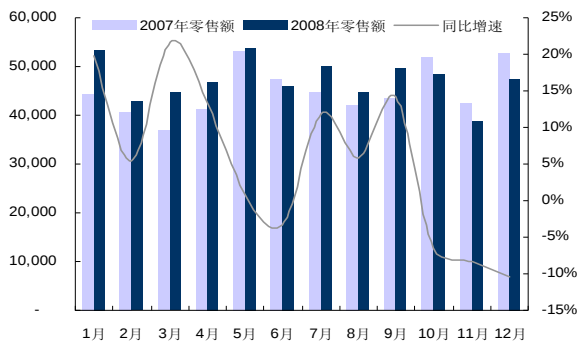
格力电器 推荐：对高端产品的研发投入顺利转化为利润提升动力，公司在高端空调的市场份额、变频空调的份额进一步提升，结合公司超越同行的销售体系，形成盈利能力的提升。

九阳股份 推荐：豆浆机产品成就了九阳的高速成长，在该类产品上的延续结合其他品类产品的竞争力提升，扁平化的销售网络，获得 09 年较快的盈利增长保持。

深康佳 谨慎推荐：平板电视对于传统 CRT 产品的替代在中国市场正在加快，公司具备产品竞争力相对同行提升的潜力。

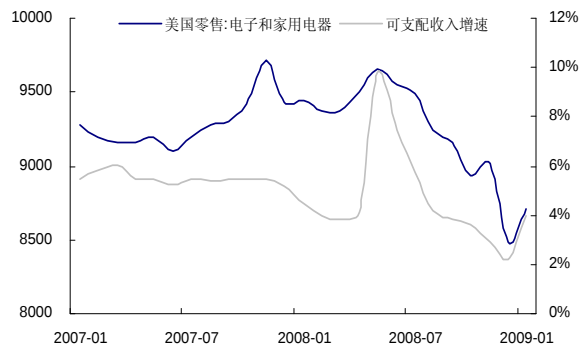
其他重点公司评级详见报告内的公司盈利预测和评级表。

图 1: 中国家用电器零售金额、同比增速 (百万元、%)



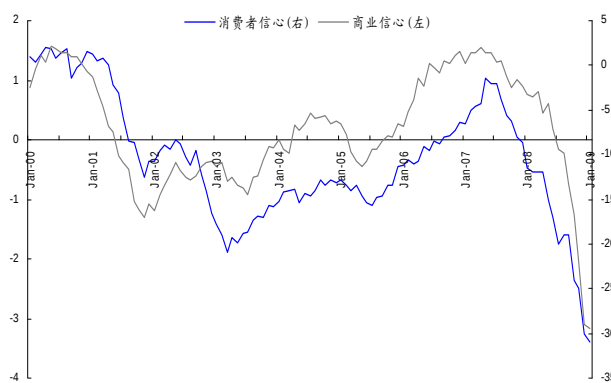
资料来源: WIND、国信证券经济研究所

图 2: 美国个人电子和家用电器消费支出和可支配收入增速 (十亿美元、%)



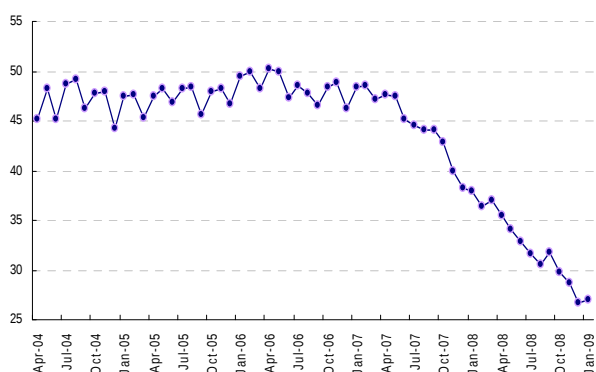
数据来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所

图 3: 欧元区月度商业和消费者信心指数



资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所

图 4: 日本月度消费者信心指数



数据来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所

行业展望:

我们在 2009 年 1 月份的月报中提出,行业库存将成为 09 年 1 季度关注的重点,其次出口订单、家电节能产品市场接受程度、最后是家电下乡的效果,这四点是我们行业观测的重点。对库存为何如此关注,理由是在过去的三年当中,2006-2008 上半年,对经销商来说,暂时卖不出去的产品虽有库存成本、周转降低的压力,但产品价格却是向上走的,产品价差的扩大弥补了周转下降的损失。到了 09 年情况则正好相反,库存时间延长不仅影响运营周转,而且价格面临向下调整的风险。

另外家电是出口依存度较高的行业,特别外部经济环境处在底部可能温和上升的阶段,因此出口订单也非常关键。2009 年节能导向被贯穿到全球各主要国家政府的执政导向当中,我们要比过去任何一年都要更加关注节能家电的推进程

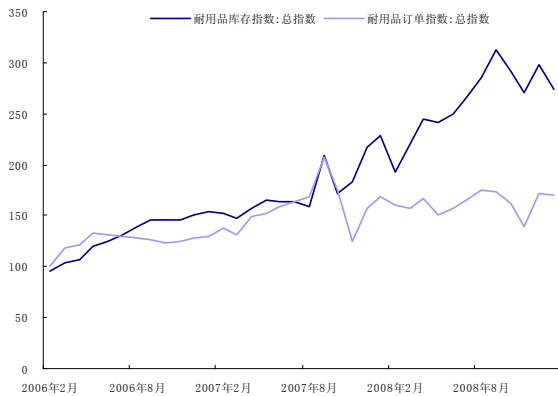
度。最后针对国家刺激消费的家电下乡政策效果，我们也作了一些持续跟踪。

1、经营压力有所缓解

时间推移带来高价库存的消化释放

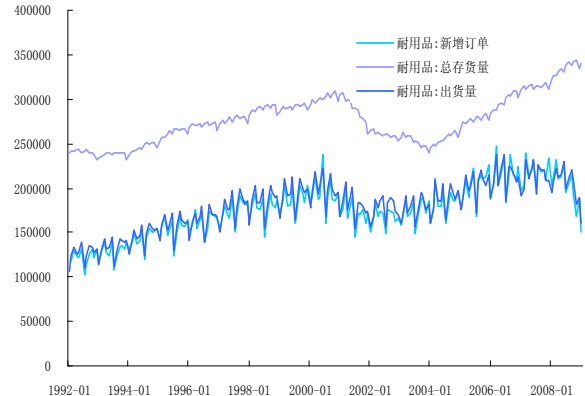
2008 年 2 季度白电产品内销就已经开始出现了去库存化的过程，出口则在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度出现低点，去库存包括公司本身产成品和材料的库存，销售渠道当中的库存。从消化时间上来说已经有超过 3 个季度的跨度，加上各公司不同程度的降低产能释放，我们认为行业的高价库存已经在大部分产品上得到了比较好的释放。

图 5：中国耐用品库存和订单指数



资料来源：WIND、国信证券经济研究所

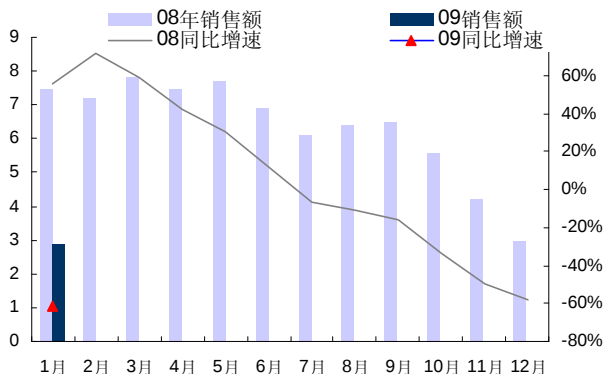
图 6：美国耐用品出货、库存和新增订单（百万美元）



数据来源：BLOOMBERG、国信证券经济研究所

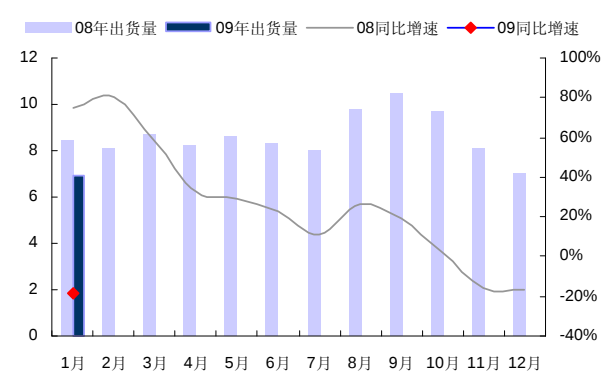
我们在每个月的月报中跟踪了空调、冰箱、洗衣机、彩电等的销售和库存情况，会发现空调、彩电库存有明显的下降迹象，上游压缩机以及平板电视所需面板库存也是同样出现比较好的回调，例图 7 和 8 所示，其他大部分相关的数据可以参考我们每个月的月报。从行业整体的库存和订单指数，我们也会发现有库存缓解和订单温和回复的迹象（图 5）。

图 7：TFT-LCD 面板销售金额（十亿美元、%）



资料来源：DISPLAYSEARCH、国信证券经济研究所

图 8：LCD 电视面板出货量（百万片、%）



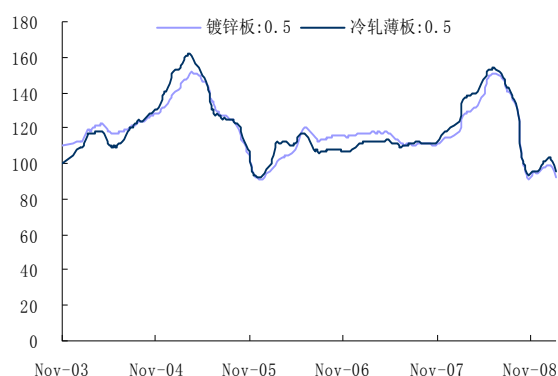
数据来源：DISPLAYSEARCH、国信证券经济研究所

从出口的情况来看，美国耐用品库存仍然表现为较高，09 年 1 季度部分以小家电出口为主导的公司继续表现为产能利用率较低，有的甚至低于 40%，但这部分库存主要是存在于渠道的库存，存在于制造环节的库存也已经得到了较好的消化。

材料成本下降带动的价格下调有利于刺激需求恢复

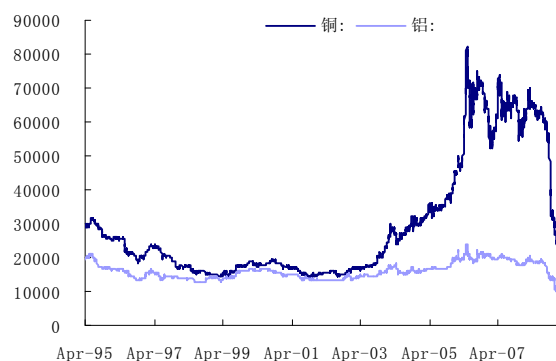
从下游材料成本的角度来看，09 年压力明显降低，钢材、有色金属、半导体元器件、平板电视面板等价格都比去年有较大幅度的下降（图 9 和图 10）。这样一来使得家电终端产品获得价格下调的空间，当然这时候需要公司的产品结构能够调整较好，结合新产品的带动，就并不会给公司带来每台产品利润额的下降，反而价格的下降有助于刺激需求的恢复，带动销量提升。

图 9：国内钢材中的板材价格指数



资料来源：国信证券经济研究所

图 10：国内市场铜、铝期货收盘价（元/吨）



数据来源：国信证券经济研究所

从出口的角度考虑，单纯考虑成本来说，09 年人民币兑美元升值压力下降，但兑其他货币继续存在升值预期。家电行业出口多半还是以 OEM 加工为主，订单价格往往是事先确定的不易调整，因此每一次人民币升值或是进口国货币贬值较快对公司来说都是滞后调整的。09 年这部分货币因素产生的压力会继续存在，但毕竟材料成本下降的幅度更大，总体而言 09 年行业成本压力降低。

对于成本变动对行业盈利能力的影响，我们过去就一直强调过公司在行业产业链中的议价能力决定了其在外成本变化情况下的盈利表现，在 2005—2008 年上半年，格力、苏泊尔等企业用其实际业绩验证了在成本上升过程中，公司依靠创新产品而获得的市场份额的扩大，结合销售网络的放大效应反而获得了盈利能力的提升。

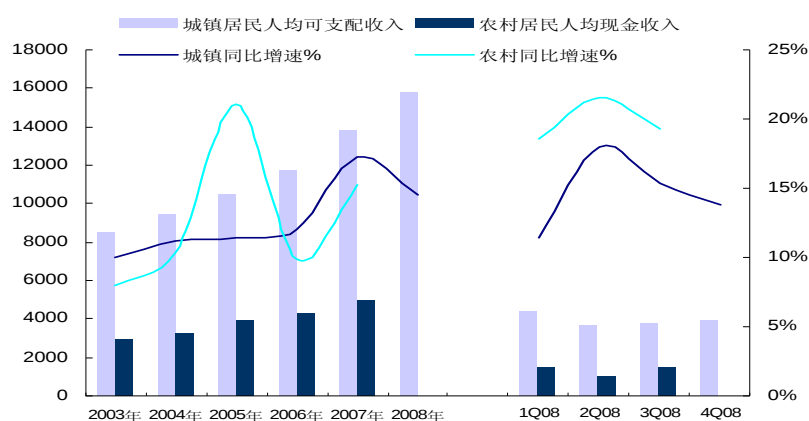
在成本下降过程当中也是一样如此，并不会因为成本下降都对大部分公司带来受益，同质化的产品竞争很快会在价格下降中抵消了成本的下降因素。需要公司在差异化产品推动的带动下，结合渠道、品牌优势来获得盈利能力的提升。换句话说，技术引导下的产品创新与商业模式创新成为参与家电行业竞争、获得持续增长的必要条件。

2、需求在二、第三季度的底部调整后温和回升 支持消费恢复的因素在 2 季度后逐渐增加

家电行业在 08 年多重负面因素的压力下销量增速出现快速下滑，即便是更新类产品的平板电视也在 08 年 2、3 季度表现平平。09 年 1 季度在对比 08 年同期的高基数点上，除了平板电视、电压力煲等替代性更新产品外，多数产品要获得销售金额同比增速的提升非常困难。

从内销市场来看，我们预期传统家电产品需求在 09 年 2、3 季度需求增速低位调整后，进入温和回升趋势。收入增速的支持方面，虽然我们获得的数据相对滞后，但实体经济恢复都是需要时间，因此从收入增长带动购买力提升的角度来看，还是需要一段时间的调整。从与家电消费较为相关的房地产行业的带动情况来看，09 年元旦过后连续 10 周，我们从房地产行业那边获得的重点城市销售都有不同程度的回暖，虽然目前也还不能确定是为持续性的回暖恢复态势，但对下游家电行业来说，支持消费回升的因素正在增加，而不是如同 08 年那样是负面因素不断释放的现象。

图 11：中国城镇和农村居民人均收入比较（元）



数据来源：国信证券经济研究所

外部出口环境来说，美国经济底部预期 3 季度后缓慢复苏，之后传导到欧盟和日本经济恢复。出口需求恢复的时间并没有比我们之前预期的放慢，因此不会影响到我们目前预期的：需求在 2、3 季度的底部调整之后进入温和回升阶段。

表 1：2009 年四类产品市场饱和度、需求预期、出口比率数据

	空调	冰箱	洗衣机	平板彩色电视机
城镇家庭每百户保有量(台)	96	97	96	17
农村家庭每百户保有量(台)	9	29	49	0.5
更新需求/年(万台)	约 700—800	约 800—900	约 900	--
更新需求占内销量的比率(%)	25%	30%	35%	41%
新购置住房产生需求/年(万台)	约 800	约 700	约 700	700
2008 年全年销量(万台)	约 6521	约 4600	约 3900	700
2008 年全年内销量(万台)	约 3000	约 2990	约 2500	1170
08 年出口销售比率(%)	53%	39%	36%	35%
2009 年全年销量预期(万台)	6180	4460	3700	2270
2009 年全年内销量(万台)	2850	2900	2425	1650
2010 年全年销量预期(万台)	6365	4600	3850	2865
2010 年全年内销量(万台)	3000	2987	2650	2150

资料来源：国信证券经济研究所

耐用消费品需求受到抑制的时间换取了后期的回升空间

我们对行业较为长期的看法主要有 3 点:

- ✓ 家庭必需品的特性决定其需求持续长期存在增长,但容量的增长需要时间,是个渐进过程
- ✓ 出口潜力长期不可忽视,我们与国际同行的品质制造差距在缩小
- ✓ 更新需求已经启动,带动差异化需求上升

除了革新类产品刺激市场需求快速增长的情况,大部分家电产品的生命周期已经进入成熟阶段,平均每年的需求增速是低速且平缓的,如空调、冰箱、洗衣机等产品,把时间拉长一些,全球年均销量增速大概就 3-5%。从这个角度而言,需求出现快速下降或上升的状况都不会是一个常态,不会持续太长时间。

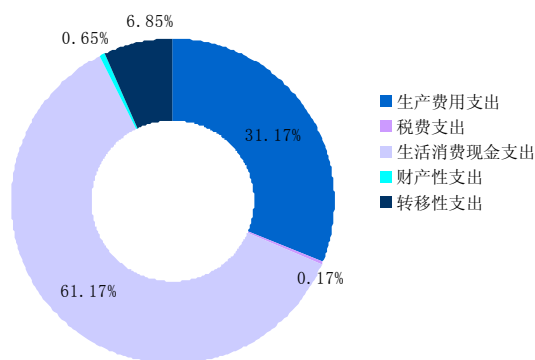
08 年从国内外家电的销售来看都受到了相当大的冲击,市场需求增速出现快速下降。我们认为前期受到抑制的需求在经过 1 年的行业库存调整、企业产能利用率下降调整后,实际上以这段时间的快速向下调整获得了后期需求释放空间。

家电下乡政策推进效果平平

从农村居民的消费结构来说,从图 12 我们看到,08 年 1-9 月农村居民人均生活消费现金支出占比为 61%,而在这部分支出中,家庭设备和服务支出占到 5% (图 13)。按 08 年人均生活消费现金支出同比增长 16% (参照 08 年 1-9 月同比增速) 计算,农民 08 年人均生活消费现金支出约 3200 元,用于家庭设备和服务支出为 170 元。我们从农村实际的情况而言,这部分支出会大部分用于购买耐用消费品,服务的支出比率很少。按照农村人口 7.3—8 亿人来估算,我们可以大概推算出每年农村用于家庭耐用消费品的支出约 1000—1200 亿元。与城镇同类支出相比,大约为城镇同类支出的 1/4 的水平。

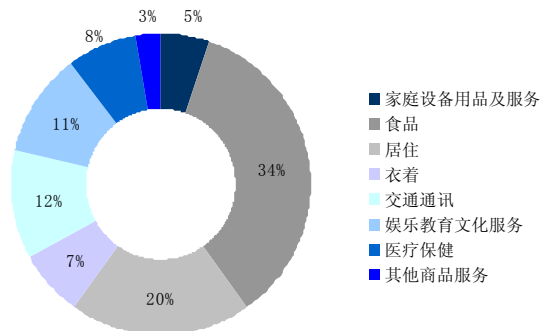
我们在表 2 看到我国家电行业整体年销售收入约 6000 亿元,因此农村消费占到我们家电行业销售比率约 17—20% 的比率。我们与上市公司进行了沟通,大概也符合这样的平均比率,当然产品特性不同会有些差异,比如空调的农村消费只占到约 7% 的比率。

图 12: 2008 年 1-9 月农村居民人均现金支出分布比率 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所

图 13: 2008 年 1-9 月农村居民生活消费现金支出分布比率 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所

表 2: 2008 年 1-11 月家电行业分子行业销售收入分布和同比增速 (亿元、%)

	主营收入	同比增长	所占比率
家用制冷电器具制造	1,408.27	11.13%	23.42%
家用空气调节器制造	2,139.63	8.72%	35.59%
家用通风电器具制造	233.23	-4.07%	3.88%
家用清洁卫生电器具制造	473.95	21.81%	7.88%
家用厨房电器具制造	965.38	25.71%	16.06%
家用美容、保健电器具制造	145.06	6.64%	2.41%
家用电力器具专用配件制造	286.83	21.54%	4.77%
合计	6,012.58		

资料来源: WIND、国信证券经济研究所

按照农村家电消费占比 17-20% 的比率来看, 家电下乡带动的需求上升给相关上市公司收入的增厚程度并不高, 平均大概在 5-7% 的水平。加上我们从实际实施的效果来看, 政策推行过程中出现操作较为复杂, 领取补贴款时间较长, 部分流通环节因需要对该类产品开局发票而带来税的增加, 影响了一些渠道推销该类产品的积极性。因此总体来说家电下乡获得的效果平平。

3、节能产品的应用推广加快

在经过超过 20 年的家电产品普及的时间跨度下, 家电产品在中国的消费已经进入更新需求不断上升的阶段。更新比率上升必然带动需求的产品结构不断升级, 这是一个必然的发展规律。从滚筒洗衣机、多门冰箱、各式新型小家电、平板电视的行业销售占比不断上升的事实也印证了这一点。

各种更为节能的家电产品一方面在产品消费结构升级中由于其节约了使用成本受到消费者的青睐, 另一方面政府也有意通过转移支付补贴的形式刺激节能产品的应用。

变频空调有望在 2010 年使用比率得到较快提升

从变频家用空调的使用比率来看, 以日本为最高, 占到所有家用变频空调的 95% 以上, 欧洲大约为 20%, 而中国为 7-10%。

从成本的因素来看, 变频空调增加了控制器带来成本, 另外压缩机的成本略有上升, 之前国内变频空调价格较高一方面是没有形成规模效用, 另一方面也是行业的定价策略普遍将变频空调定位较高。2009 年我们观察到美的电器低价位的变频空调零售价格为 2800-2900 元, 已经是普通消费者能够接受的范围。我们预期在 2009 年的节能导向下, 2010 年有望成为变频空调使用比率快速增加的一年。

高效照明产品得到政府的持续推进

2009 年产业振兴规划中明确提出: 普通白炽灯产量比 2008 年减少 15%, 紧凑型荧光灯产量比 2008 年增长 30%, 逐步淘汰白炽灯, 减少 20% 汞污染排放。2009 年我国高效照明补贴销售量将超过 1 亿只, 对行业的环保标准、产品技术指标也会有所提升。

08 年照明补贴销售招标中, 浙江阳光中标份额最高, 约 1000 万只, 09 年我们预期该公司将继续获得持续的最高份额中标, 成为推广照明节能产品受益最

大的公司。

从国外照明应用环境来看,欧盟已公布 09 年禁止使用 100 瓦以上的白炽灯,2012 年起逐步禁止所有白炽灯的使用。奥巴马新政也明确提出要对加快节能减排的推进力度,因此从全球整体消费环境来说,非常有利于高效照明产品的销售增长。浙江阳光短期从业绩来说可能因为内销推广费用上升、外部经济放缓而抑制了新房销售带动的新增需求,但长期来说政策和需求导向将有利于公司业绩的稳健提升。

重点关注上市公司盈利和评级

表 3: 家电行业本期重点关注上市公司盈利预测 (EPS: 元)

	最新评级	EPS08	EPS09E	EPS2010E	08PE	09PE	08PB	09PB
格力电器	推荐	1.55	1.73	2.07	15.4	13.8	3.96	3.08
九阳股份	推荐	2.02	2.80	3.40	24.4	17.6	13.82	7.74
深康佳	谨慎推荐	0.23	0.29	0.34	22.1	17.5	1.60	1.47
苏泊尔	谨慎推荐	0.53	0.67	0.89	26.0	20.6	3.28	2.83
小天鹅	谨慎推荐	0.07	0.31	0.39	90.7	20.5	2.16	1.96
合肥三洋	谨慎推荐	0.35	0.50	0.65	31.8	22.2	5.71	4.54
浙江阳光	谨慎推荐	0.41	0.49	0.63	28.3	23.7	2.85	2.54
海信电器	谨慎推荐	0.48	0.60	0.70	24.0	19.2	1.86	1.70
美的电器	中性	0.55	0.70	0.81	19.3	15.2	4.23	3.31
青岛海尔	中性	0.62	0.65	0.72	15.6	14.9	1.81	1.61

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

表 4: 家电行业本期重点关注上市公司 2009 年 1 季度业绩预测

	2008 年				2009 年		09 年 1Q 利润增速	09 年 2Q 利润增速
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
格力电器	0.35	0.45	0.35	0.39	0.37	0.50	6%	11%
九阳股份	0.38	0.48	0.63	0.52	0.54	0.64	42%	33%
深康佳	0.04	0.03	0.09	0.09	0.07	0.04	75%	33%
苏泊尔	0.12	0.11	0.12	0.18	0.14	0.14	17%	27%
小天鹅	0.06	0.06	0.09	-0.13	0.07	0.07	17%	17%
合肥三洋	0.10	0.08	0.06	0.10	0.16	0.12	53%	52%
浙江阳光	0.07	0.15	0.14	0.06	0.06	0.15	-8%	2%
海信电器	0.11	0.07	0.10	0.20	0.15	0.08	34%	17%
美的电器	0.15	0.38	0.14	-0.12	0.12	0.31	-18%	-18%
青岛海尔	0.13	0.28	0.15	0.07	0.11	0.26	-15%	-7%

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

表 5：国际同行公司估值和最近一期季报业绩表现：

	PE	PB	最近一个月股价涨幅	收入(百万)	净利润(百万)	收入增幅	净利润增幅
ELUXB SS	44.62	1.08	-17.86%	SEK 28,663	SEK -474	3.69%	-142.10%
WHR US	2.91	0.49	-44.52%	USD 4,315	USD 44	-18.97%	-76.47%
SK FP	5.69	1	-12.11%	EUR 1,813	EUR 100	10.71%	-12.84%
005930 KS	13.67	1.13	-2.28%	KRW 18,450,380	KRW -22,240	5.57%	-101.01%
066570 KS	26.37	1.35	3.68%	KRW 6,591,050	KRW -671,260	12.19%	-208.05%
6367 JP	15.35	1.34	0.43%	JPY 274,520	JPY -5,920	-7.45%	-140.00%
6758 JP	18.58	0.55	-3.66%	JPY 2,154,580	JPY 10,410	-24.64%	-94.80%
6588 JP	10.98	0.51	-5.71%	JPY 97,710	JPY -2,880	-17.59%	-152.84%
6752 JP	17.95	0.68	-3.39%	JPY 1,879,940	JPY -63,120	-19.82%	-154.80%
6764 JP	32.65	8.43	-3.62%	JPY 427,520	JPY -14,330	-28.41%	-212.13%
LII US	8.86	2.92	-18.67%	USD 746.40	USD 10.40	-15.45%	-73.20%

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为 10%—20 之间
	中性	预计 6 个月内，股价变动幅度介于±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业 投资评级	推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 10%—20 % 之间
	中性	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数±10%之间
	回避	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数±10%以上

免责声明：

本报告信息均来源于公开资料，我行业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征价。我行业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。我行业或关联机构可能会持有报告中所提到的行业所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些行业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

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席经济顾问 杨建龙	钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东
IT 行业首席分析师 肖利娟	首席策略分析师 汤小生	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
基础化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	煤炭行业分析师 杨立宏	机械行业分析师 郑 国
汽车与汽配行业分析师 李 君	纺织品与服装行业分析师 方军平	IT 行业分析师 王俊峰
房地产行业分析师 陈 林	基础化工行业分析师 陈爱华	食品饮料行业分析师 黄 茂
金融行业分析师 黄 颀	金融行业分析师 武建刚	宏观经济分析师 林松立
宏观经济分析师 任泽平	金融工程分析师 王军清	策略分析师 崔 嵘
交通运输行业分析师 孙菲菲	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	金融行业分析师 谈 焱	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	金融衍生品分析师 董艺婷

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wangcs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011	机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部销售副总监 刘 钦 liuqin@guosen.com.cn (0755) 82130680	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782
机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205	机构销售部销售助理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	