

动态报告

旅游休闲

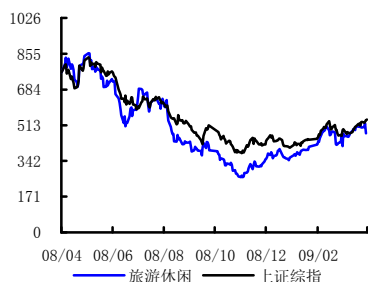
旅游行业月报（09年3-4月）

谨慎推荐

（维持评级）

2009年4月8日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《高资产回报是投资关键——2009年旅游业投资策略》——2008-12-12

分析师：廖绪发

电话：0755-82133406

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

分析师：陈财茂

电话：021-68866236

E-mail: chencm@guosen.com.cn

行业月报

行业复苏明显，关注确定增长

● 旅游行业仍处于快速复苏通道之中

春节黄金周与清明小长假游客两位数的增长表明国内旅游市场处于快速恢复通道之中。尽管入境旅游仍要等到2季度之后才可能复苏，但占旅游收入比重达75%以上的国内游的较快恢复性增长，应当可以使得09年中国旅游收入保持一个较为平稳的增长。预计09年中国旅游收入同比增长8%左右，增速较08年提高2.4个百分点。09年旅游市场的弱景气格局值得期待。

● 核心景区最值得看好

1季度以来国内核心景区游客人次反弹非常明显。在游客增长的同时，核心景区提价仍时有发生，折射出核心景区在整个旅游产业链中的强势地位。在旅游业各个子行业中我们最看好核心景区。

● 对酒店业、旅行社持审慎态度，复苏将要到2010年

1季度以来酒店业经营压力陡然加剧，将成为旅游业中复苏最慢的子行业。酒店市场的低迷与竞争的激烈将进一步推动单体酒店纳入连锁经营或大型酒店管理公司托管经营的进程。入境游的下滑以及新的旅行社条例将使得旅行社行业毛利率下行压力较大。

● 优先推荐复苏受益明显的景区公司和具备外延式扩张的公司

以当前33倍的09年平均市盈率计，旅游行业的景气复苏，已经在估值中做了较为充分的反应。但考虑到行业持续增长的前景，继续给予“谨慎推荐”评级。优先选择未来两年业绩增长较为确定、成长幅度较大的公司——黄山旅游（游客增长与门票提价提升业绩，推荐）、峨眉山（游客恢复增长与索道提价驱动业绩增长，谨慎推荐）、锦江股份（世博会核心受益，推荐）。另一个是选择具有外延式成长可能的公司——桂林旅游（可能继续定向增发整合桂林地区旅游资源，谨慎推荐），华天酒店（管理架构发生明显变化、可能成为集团乃至湖南省酒店资产整合平台，谨慎推荐）。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元)	EPS		PE		投资评级
				2008E	2009E	2008E	2009E	
600754	锦江股份	8318.69	13.79	0.45	0.50	30.47	27.73	推荐
600054	黄山旅游	7456.76	15.82	0.46	0.55	34.36	28.68	推荐
000888	峨眉山A	2053.19	8.73	0.03	0.20	256.65	42.77	谨慎推荐
000978	桂林旅游	1713.36	9.68	0.13	0.25	75.00	38.94	谨慎推荐
600138	中青旅	4361.18	10.50	0.29	0.46	36.21	22.95	中性
600258	首旅股份	3730.17	16.12	0.75	0.88	22.00	18.38	中性
002033	丽江旅游	1377.61	13.87	0.46	0.35	30.00	39.36	中性
002159	三特索道	847.20	7.06	0.09	0.14	75.00	49.84	中性
000428	华天酒店	3949.00	10.65	0.36	0.38	30.00	28.00	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

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，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

旅游行业：仍处于复苏通道之中

国内旅游处于较快恢复阶段

尽管受到经济增速下滑的影响，但国内旅游增长相对恢复较快。这从春节黄金周与清明小长假的游客增长可以看出。

春节黄金周旅客增长恢复较快：因 08 年春节黄金周受到雪灾等不利因素影响，与 07 年数据相比更具有意义。09 年春节黄金周国内旅游人次同比增长 24.7%，较 07 年春节黄金周增长了 18%；其中 31 个重点旅游城市的旅游人次同比增长 22%，较 07 年春节黄金周也增长了 13% 左右。近十年来，国内旅游人次的年均复合增长率大概为 8%，春节黄金周的国内旅游人次的年均复合增长率在 12% 左右。

清明小长假，多数地区的游客人次同比增长率在两位数以上。根据各地最新报道和统计，其中：北京市清明小长假接待国内旅游者同比增长 10.1%；旅游总收入同比增长 11.3%。四川省纳入统计的 21 个传统景区（点）共接待游客 26.14 万人次，门票收入 1412.63 万元；因去年“清明”小长假没有要求统计旅游数据，故无同期对比数据。但与 09 年元旦小长假相比，接待游客人次增长 98.8%，旅游总收入增长 75.9%。重庆市共接待旅游者 254.6 万人次，旅游总收入 13.4 亿元，同比分别增长 22.1% 和 24.1%。

国内游客增长的较快恢复主要来自两方面：

一、中国目前阶段的国民出游率仅 1.3 次/人，与发达国 3 次/人以上出游率相比还有很大上升空间。中国的国民旅游仍处于一个快速成长阶段的中期。根据国家统计局的调查，即使在受到金融危机的影响下，中国居民仍然有高达 92% 的受访者有意愿在 2009 年安排旅游活动。旅游已经成为国民生活不可或缺的重要内容。

二、08 年底以来包括中央政府、地方政府在内均高度重视旅游对经济的刺激和带动效应，出台了较多支持性政策。中央经济工作会议上强调要“发展服务消费和旅游消费”，政府工作报告中提出要“加快发展旅游休闲消费”，并提出要培育旅游消费热点。这进一步明确了旅游在扩大国内需求特别是消费需求中的重要作用。各景区、旅行社、酒店也纷纷采取各种隐形或显性的降价促销措施，刺激国民的旅游消费热情。

表 1：春节黄金周国内旅游人次及其增长`

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
全国接待旅游者（万人次）	5158	5947	6329	6902	7832	9220	8737	10900
yoy	14.70%	15.30%	6.40%	9.10%	13.50%	17.70%	-5.20%	24.70%
其中：过夜旅游者（万人次）	1319	1393	1624	1732	1932	2193	1995	2429
一日游游客（万人次）	3839	4554	4705	5170	5900	7027	6742	8464
31 个重点旅游城市（万人次）	2469	2597	2815	2955	3544	4068	3783	4583
其中：过夜旅游者（万人次）	660	631	659	733	837	909	794	910
一日游游客（万人次）	1809	1966	2156	2222	2707	3159	2989	3673
实现旅游收入（亿元）	227.6	257.6	289.6	313	368	438	393	509.3
yoy	15%	13.00%	12.40%	8.10%	17.60%	19.00%	-6.20%	23.10%
其中：民航客运收入（亿元）	12.8	13.8	15	18.5	23.2	30.1	30.1	38
铁路客运收入（亿元）	11.8	13.3	14.7	16.7	17.4	19.2		22.6
31 个重点旅游城市收入（亿元）	110.5	122.9	133.8	143	174	201	183	218.8
其他旅游城市和景区收入（亿元）	92.5	107.6	126.1	134.8	153	188	180	229.9
旅游者人均花费支出（元）	441	433.2	458	453	470	475	450	467

资料来源：国家旅游局，国信证券经济研究所

在游客增长的同时，我们也注意到游客人均消费出现下降或者持平，这反映出经济低迷对消费者的负面影响。这一点已经在诸多景区反映出来。例如旅游大省四川省 09 年 1-2 月国内游客增长了 9.5%，但国内旅游收入反而下降了 2.3%。北京也出现类似情况。1-2 月份北京市重点景点的旅游人次增长了 37.6%，但收入仅增长 21.6%。从结构看，主要是游客在购物等软性旅游消费上明显减少开支。

不过这一点对主要依赖门票为收益的景区上市公司影响应该不大。因门票、索道等均为刚性消费支出。对景区酒店可能有一定影响，入住率与均价均将下降。

表 2：四川省旅游情况统计表

指 标	单 位	2009 年 2 月	同比增减 (%)	09 年 1-2 月 累 计	同比增减 (%)
一、接待入境人数	万人次	2.08	-63.5	4.88	-56.8
其中：外国人	万人次	1.29	-67.4	2.95	-60.1
台湾同胞	万人次	0.18	-73.9	0.47	-72.8
香港同胞	万人次	0.51	-45.3	1.23	-34.7
二、接待入境人天数	万人天	3.45	-64.3	7.83	-57.2
其中：外国人	万人天	2.4	-66.3	5.28	-57.3
台湾同胞	万人天	0.26	-74.3	0.65	-75.2
香港同胞	万人天	0.67	-53.4	1.63	-43.9
三、外汇收入	万美元	579.81	-64.6	1315.36	-57.8
四、国内旅游人数	万人次	1203.21	-40.8	3219.99	9.5
五、国内旅游收入	亿 元	62.58	-30.5	137.69	-2.3
六、旅游总收入	亿 元	62.97	-31	138.58	-3.3

资料来源：四川旅游局

表 3：北京市旅游区（点）活动情况

	2009 年 2 月	同比增长 (%)	2009 年 1-2 月	同比增长 (%)
收入合计 (万元)	21505	8.3	40963	21.6
门票收入	13863	17.5	24649	28.1
商品销售收入	1084	-18.5	1649	-23.9
其他收入	6558	-2.4	14666	19.4
接待人数 (万人次)	931	15.3	1693	37.6
其中：境外人数	38	-6.8	77	8.6

资料来源：北京旅游局

注：统计范围为 A 级以上和重点旅游区（点）。

结合近期观察到的一些景区游客数据，以及春节黄金周情况，我们维持 09 年全年国内旅游人次同比增长 9.5%，国内旅游收入同比增长 12.8% 的判断不变。

入境游继续低迷，2 季度后有望逐渐走出谷底

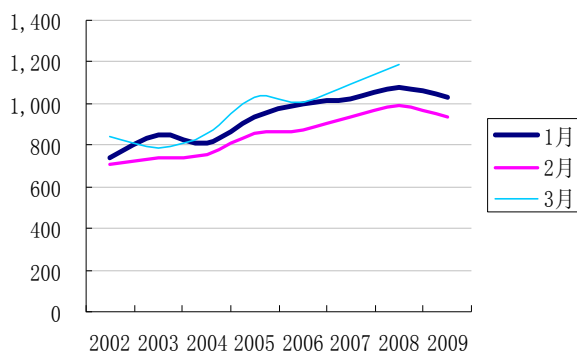
受全球经济不景气影响，09 年 1 季度中国入境旅游持续负增长。09 年 1-2 月累计，入境旅游人数为 1973 万人次，同比下降 4.76%。1-2 月累计实现旅游外汇收入 56.04 亿美元，同比下降 14.32%。09 年 1 季度的入境旅游人次基本跌至 07 年同期的水平（略高一点）。

观察历年数据，中国入境旅游人次增长率基本与中国出口增长率保持同步。两者之间具有相似的驱动要素（全球经济、消费者及商务活动活跃程度）。09 年 1-2

月份中国出口两位数的同比下滑已经在旅游外汇收入的下滑上有所体现。根据国信宏观的预测，中国出口仍将保持 1-2 个季度的负增长状态。我们对入境旅游人次的判断也大致如此。考虑到 08 年 2 季度后的低基数，预计入境旅游增速的拐点最早应该在 2 季度之后出现。

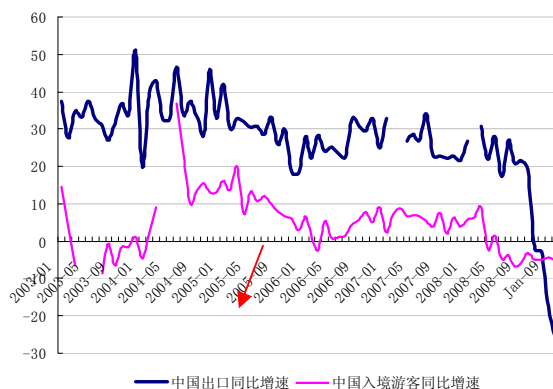
全年判断，预计 2009 年中国入境游客同比微弱下降 2%，人均旅游消费也将有 5-10% 的降幅。全年入境旅游收入预计下降 7-10%。2010 年在全球经济复苏及上海世博会、广州亚运会等重大活动带动下有望出现较大反弹。

图 1: 1-3 月份入境旅游人次 (万)



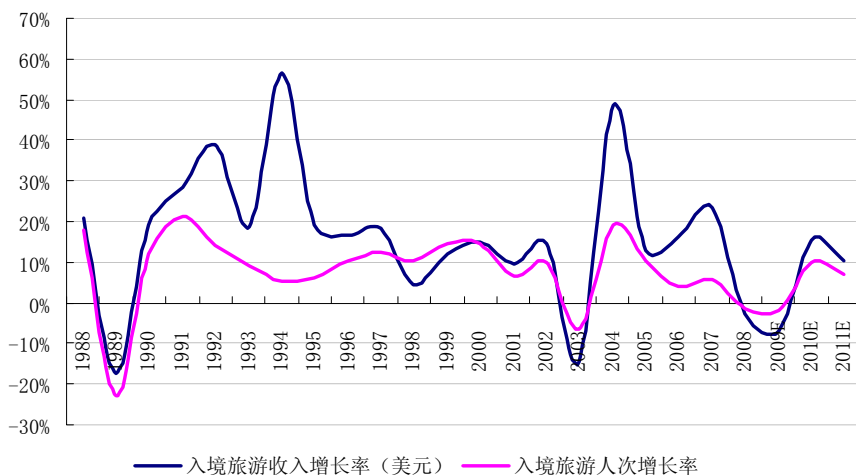
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 2: 中国入境游客与出口增速的相关性较强



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所, 已经剔除 03 年 SARS 等造成的奇异值

图 3: 中国入境旅游人次及收入增长率



资料来源: 国信证券经济研究所

维持 09 年中国旅游收入同比增长 8%判断不变

尽管 09 年入境游游客人次与收入双双下降可能性很大，但占旅游收入比重达 75%以上的国内游的较快恢复性增长，应当可以使得 09 年中国旅游收入保持一个较为平稳的增长。预计 09 年中国旅游收入同比增长 8%左右，增速较 08 年提高 2.4 个百分点。

表 4：中国旅游业收入及其增长预测

年份	旅游业收入(亿)	旅游业收入增长率	国内旅游收入(亿)	入境旅游收入(亿)	国内旅游人次(亿)	入境旅游人次(亿)
1994	1,630		1,024	606	5.24	0.44
1995	2,099	28.8%	1,376	723	6.29	0.46
1996	2,481	18.2%	1,637	844	6.40	0.51
1997	3,112	25.4%	2,113	999	6.44	0.58
1998	3,439	10.5%	2,396	1,043	6.95	0.63
1999	4,000	16.3%	2,833	1,167	7.19	0.73
2000	4,519	13.0%	3,176	1,343	7.44	0.83
2001	4,995	10.5%	3,523	1,473	7.84	0.89
2002	5,565	11.4%	3,878	1,687	8.78	0.98
2003	4,883	-12.3%	3,443	1,441	8.70	0.92
2004	6,840	40.1%	4,711	2,130	11.02	1.09
2005	7,656	11.9%	5,286	2,370	12.12	1.20
2006	8,946	16.8%	6,230	2,716	13.94	1.25
2007	10,956	22.5%	7,771	3,186	16.10	1.32
2008	11,564	5.5%	8,749	2,815	17.10	1.30
2009E	12,477	7.9%	9,872	2,606	18.73	1.27
2010E	14,655	17.5%	11,672	2,983	20.89	1.40
2011E	16,681	13.8%	13,393	3,288	22.41	1.50

资料来源：国家旅游局，国信证券经济研究所

子行业：核心景区仍值得看好

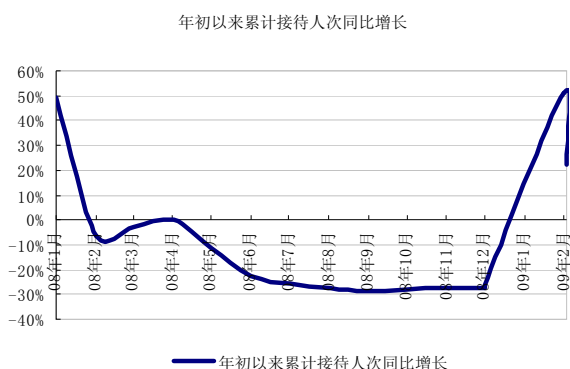
景区：客流回升明显，提价大势所趋

尽管 08 年底以来各地地方政府大规模派发旅游消费券、各地景区纷纷派发门票优惠券的举措层出不穷，但景区提价行为仍时有发生。

一方面，核心景区具有一定的资源稀缺性和垄断性，国家促进旅游消费的政策有利于景区游客的恢复。1 季度核心景区的游客回升较为明显。我们观察到代表性景区具有较为客观的上升。其中，1-2 月份峨眉山和黄山风景区游客分别同比增长 23%和 54%。3 月份虽然因天气原因黄山风景区累计的 1 季度游客增速放缓，但仍保持较好的增长态势。

另一方面，政府政策禁令将于 4 月份松绑。08 年 4 月 9 日国家发改委等 8 部委联合下发了《关于整顿和规范游览参观点门票价格的通知》规定一年内门票、游览车等一律不得涨价。该禁令至 09 年 4 月 9 日期满。考虑到目前中国通缩压力仍较大，我们认为今年在五一或十一出台类似规定的可能性较小。这为核心景区提价创造了一个良好的环境。继黄山旅游公布 2 月 27 日公布将于 5 月 1 日起将黄山风景区门票价格旺季每票由 200 元调整为 230 元，淡季每票由 120 元调整为 150 元后，中青旅旗下乌镇景区 3 月 20 日公布自 3 月 25 日起将西栅景区夜游门票从 40 元调整为 80 元。这两个代表性景区的涨价折射出核心景区在整个旅游产业链中的强势地位。

图 4：峨眉山风景区进山人次增长率



资料来源：四川旅游资讯网，国信证券经济研究所

图 5：黄山旅游进山人次增长率



资料来源：安徽旅游资讯网，国信证券经济研究所
备注：09年3月份游客增速下滑主要是受当地阴雨天气影响

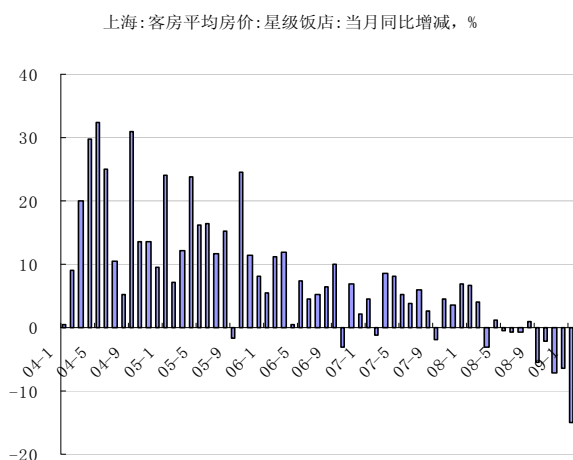
酒店：入住率与房价仍处下滑通道，连锁与集团化加速

经济增速明显放缓背景下，1 季度酒店业经营困难明显增加。出口导向型地区、入境游客较多地区、中高星级酒店受到的影响尤为明显。近期国家旅游局对北京、上海等八省市 73 家旅游饭店经营情况监测数据显示，08 年 12 月月至 09 年 2 月，除经济型饭店保持 70% 左右的平均出租率外，四五星级饭店均在 50% 左右，其中北京五星、上海四星饭店出租率仅约为 30%。

根据行业经验，当酒店入住率在 55-60% 左右，进入盈亏平衡点。根据我们前面对国内及入境游客人次的判断，尽管全部游客人次同比 08 年仍有一定的增长，但受入境游市场影响明显的高星级酒店，恐难免亏损，而其又是酒店业利润的最重要来源。我们预计 2009 年中国酒店业将徘徊在盈亏平衡点左右。酒店业将成为旅游业中复苏最慢的子行业。

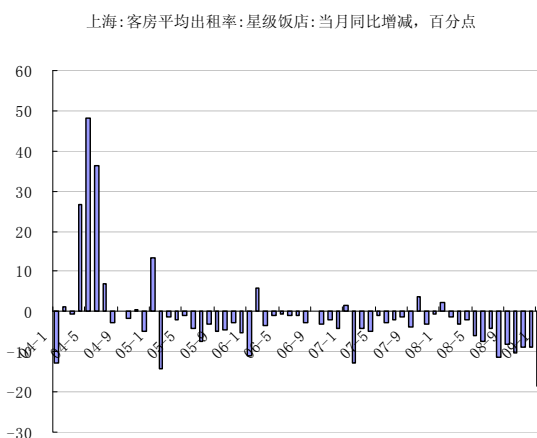
酒店市场的低迷与竞争的激烈将进一步推动单体酒店纳入连锁经营或大型酒店管理公司托管经营的进程。对于那些已经形成标准化连锁经营体系的大型经济型酒店公司、跨国及本土大型酒店管理公司是一个难得的商业机会，但与此同时，增多托管或连锁标的的竞争也将更加激烈。最近半年多我们关注到两个重要趋势，一是跨国酒店管理公司加速向二三线城市发展酒店管理合同；二是经济型酒店扩张步伐普遍明显放缓，大多透过资本投入更低的连锁加盟形式来扩张商业网络。

图 6: 上海星级饭店平均房价变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 7: 上海星级饭店平均出租率变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

表 5: 上海市酒店业最新房价与出租率统计数据

项 目	09 年 2 月	同比增减值	本年本月止 累计	同比增减值
1.出租率 (%)	46.15	1.97	42.31	-7.38
其中: 星级饭店	43.28	0.25	39.82	-9.42
(五星级)	47.23	-0.83	43.63	-11.76
(四星级)	42.57	-1.23	38.43	-11.80
(三星级)	40.72	2.05	37.18	-7.10
(二星级)	42.39	-1.49	41.25	-7.79
(一星级)	50.32	5.60	47.48	-2.17
2.平均房价(元/间天)	454.04	-13.43	451.03	-16.97
其中: 星级饭店	547.21	-9.41	542.38	-12.46
(五星级)	945.10	-18.78	931.87	-21.96
(四星级)	518.16	-9.33	512.93	-11.50
(三星级)	299.94	-3.24	305.86	-3.55
(二星级)	208.21	-1.34	210.10	-0.93
(一星级)	162.94	3.95	150.80	-4.19

资料来源: 上海市旅游事业管理委员会

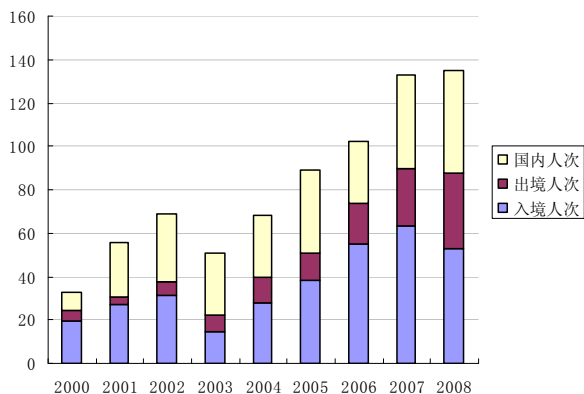
旅行社: 毛利率下行压力较大

受经济危机影响, 入境游客下滑, 对旅行社影响明显。根据国家旅游局对全国 15 家大型旅行社的抽样监测, 09 年前两个月, 一半以上旅行社入境游业务下滑, 其中五家旅行社同比降幅超过 30%。同时, 国内旅游产品降价促销, 增量不征收, 加上 09 年 5 月 1 日将实行的新《旅行社条例》降低行业准入门槛, 将可能对旅行社毛利率构成较大影响。

以中青旅为例, 2003 年 SARS 导致入境旅游与国内旅游下滑, 中青旅的旅行社业务毛利率从 2002 年的 14.3% 下降到 2003 年的 9.1%, 直到 2004 年才有所反弹。

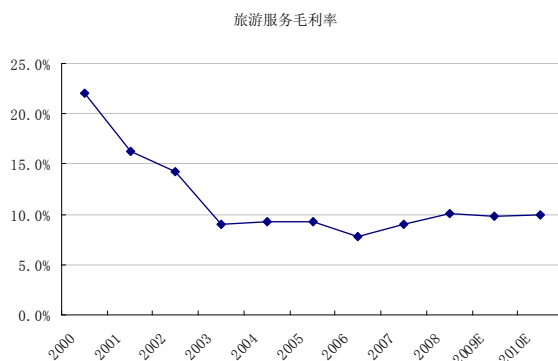
我们预计 2009 年旅行社的毛利率可能略有下降，其中以经营入境业务为主的旅行社下降幅度可能较大。

图 8：中青旅 2000-2008 年接待游客情况（万）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 9：中青旅旅游服务业务毛利率



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所，已经剔除 03 年 SARS 等造成的奇异值

投资建议：推荐确定性增长公司及外延式扩张公司

总体而言，目前旅游行业仍处于复苏通道中。复苏的进程主要取决于全球经济与中国经济的复苏程度，但其中中央与各地采取的一系列刺激旅游的政策，有望加速这一进程。

在行业复苏过程中，我们相对还是看好处于产业链强势地位的旅游景区，尤其是具有独特资源的景区。对酒店业、旅行社行业均持审慎态度，认为其复苏至少要等到 2010 年之后。

然而旅游行业的景气复苏，我们认为已经在现阶段估值中做了较为充分的反应。按照当前股价计算，国信跟踪的 9 家旅游行业重点公司 2009 年平均 PE 为 33 倍，2010 年为 27 倍。我们认为从总体上已经较为充分反映了企业的盈利能力和未来的成长。考虑到行业持续增长的前景，给予旅游行业“谨慎推荐”评级。对于其中成长性较为确定的景区子行业，给予“推荐”评级。

在公司选择上，主要有两条线索，一个是选择 2009-2010 年业绩增长较为确定、成长幅度较大的景区公司。代表性公司为黄山旅游（游客增长与门票提价提升业绩，推荐）、峨眉山（游客恢复增长与索道提价驱动业绩增长，谨慎推荐）、锦江股份（世博会核心受益，推荐）。另一个是选择具有外延式成长可能的公司，主要是桂林旅游（可能继续定向增发整合桂林地区旅游资源，谨慎推荐），以及华天酒店（管理架构发生明显变化、可能成为集团乃至湖南省酒店资产整合平台，谨慎推荐）。

表 6：重点公司盈利预测及估值

公司名称	最新评级	昨日收盘价	EPS				PE		总市值 (百万)
			2008A	2009_1QE	2009E	2010E	2008A	2009E	
华天酒店	谨慎推荐	10.65	0.36	0.05	0.38	0.43	30	28	3,949
峨眉山 A	谨慎推荐	8.43	0.03	0.01	0.20	0.25	248	41	1,983
桂林旅游	谨慎推荐	9.75	0.13	-0.01	0.25	0.30	75	39	1,726
丽江旅游	中性	13.64	0.46	0.06	0.35	0.40	30	39	1,355
三特索道	中性	7.09	0.09	-0.02	0.14	0.20	75	50	851
黄山旅游	推荐	15.77	0.46	0.00	0.55	0.68	34	29	7,433
中青旅	中性	10.26	0.31	0.11	0.46	0.48	33	22	4,261
首旅股份	中性	16.12	0.75	0.22	0.88	0.99	22	18	3,730
锦江股份	推荐	13.52	0.45	0.12	0.50	0.60	30	27	8,156

资料来源：国信证券经济研究所。红色的字体表示年报尚未公布，盈利为预测值。

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

免责条款

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			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021- 68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
银行			房地产			信息技术		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		肖利娟	010-82252322	
黄 飙	0755-82133476		陈 林	0755-82133343		王俊峰	010-82254205	
谈 煊	010- 82254212		区瑞明	0755-82130678		凌 晨	021-68866233	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轩	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021- 68866253		皮家银	021- 68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严 平	021- 68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
滕云								
农业			煤炭			建筑		
张 如	021-68866233		李 然	0755-82130833-1822		邱 波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮 敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张 旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨 涛	0755-82133339		戴 军	021-68864585		林晓明		
国信证券经济研究所机构销售部								
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	
庞 博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦 骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝 彬	0755-82133456		刘 塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				