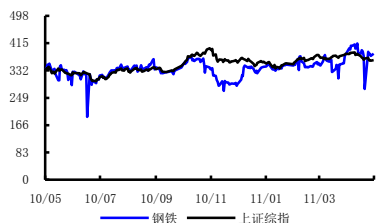


证券研究报告—动态报告

钢铁
钢铁行业月报
谨慎推荐

(维持评级)

2011年5月10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：

《钢铁行业 2 季度投资策略：行业市值及 PB 超跌期待修复》——2011-4-11

《地震突发利好我国钢铁业》——2011-3-17

《钢铁行业月报：钢价上涨延续，行业估值超跌》——2011-2-15

《钢铁行业月报：矿价上涨与补库需求推升钢价》——2011-1-25

证券分析师：郑东

电话：010-66025270

E-mail: zhengdong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120023

证券分析师：秦波

电话：010-66026317

E-mail: qinbo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120039

行业月报

电力紧张及限电将缓和供给

旺季来临钢材库存下降钢价震荡上行

4 月后钢铁需求进入旺季，国内主要钢材品种库存持续下降。我们测算了“重点城市库存量—全国粗钢日均产量比值”，该比值 2006 年以来平均为 6.35 天，最低为 2007 年 11 月的 4 天，目前为 7.89 天，虽然也处于较高水平，但较 3 月初 9.83 天的库存量已经明显下降。在此背景下，4 月主要钢材价格均出现了不同程度的上涨。截至到 5 月 3 日，国内螺纹钢 4940 元/吨，环比涨 209 元/吨涨幅 4.64%；线材 4874 元/吨，环比涨 181 元/吨涨幅 3.86%；热轧 4911 元/吨，环比涨 158 元/吨涨幅 3.32%；中厚板 5000 元/吨，环比涨 147 元/吨涨幅 3.03%；冷轧 5638 元/吨，环比基本持平。

矿石及焦炭价格依旧维持高位，未受国际商品市场暴跌影响

截至 5 月 3 日，我国铁矿石平均价格 1232 元/吨，焦炭平均价格 1900 元/吨，与 4 月同期基本持平，未受到近期国际商品市场暴跌的影响。我们认为短期内大宗商品市场的暴跌可能更多的是在美国反恐获得标志性进展等突发事件的诱发下，大宗商品长期上涨之后积累风险的快速释放。中长期来看，全球通胀的压力短期内难以消除，资源品长期走强的基础没有因为突发事件而发生改变，铁矿石价格在未来 2-3 年内也难以下调。

用电紧张和局部限电，二季度供需关系将有所缓和

2 季度钢铁行业处于消费旺季，目前钢材库存特别是螺纹钢、线材库存已经明显下降，而近期出现的用电紧张在一定程度上预示着接下来用电高峰期可能会面临更严重的用电困局。钢铁行业用电量占我国发电量的 14% 左右，用电紧张也将使得一些地方小钢铁企业生产受到影响，会直接影响供给。整体来看，二季度钢铁行业供需环境将有改观。

钢铁行业年报、季报分析：资源优势与品种优势公司优势明显

我们总结分析了 2010 年及 2011 年 1 季度钢铁行业上市公司年报、季报情况，基本的结论是拥有资源优势、产品优势的公司钢铁板块上市公司中盈利名列前茅，此类公司包括宝钢股份、大冶特钢、八一钢铁、新兴铸管等，更为详细的分析可以参见报告的正文部分。

维持“谨慎推荐”评级，重点关注低估值及长材类企业

经过今年以来的持续上涨后，钢铁板块的平均 PB 已经为 1.55 倍，全部 A 股平均 PB 为 2.6 倍左右，钢铁板块 PB 为全部 A 股 PB 的 0.6 倍，已经非常接近该比值的历史平均值 0.61。但如果剔除攀钢钒钛、包钢股份、济南钢铁、莱钢股份等因为重组而股价表现明显优于行业的个股，钢铁板块的平均 PB 为 1.32，是 A 股 PB 的 0.5 倍，仍有一定的低估值。

就全年来看，由于我们认为全年钢铁行业盈利仍有较多不确定性，我们仍维持行业“谨慎推荐”投资评级。但我们建议重点关注消费旺季及供给出现缓和情况下的阶段性机会。在二季度行业趋势阶段性向好的背景下，我们建议重点关注低 PB 低吨钢市值的个股比如河北钢铁、新兴铸管、八一钢铁、酒钢宏兴等高长材比例企业也值得重点关注；攀钢钒钛作为纯粹资源型企业，受短期市场影响而股价下跌，其长期投资的吸引力更为显现。

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。

国内钢市：旺季来临钢材库存下降、钢价震荡上行

价格

受钢铁需求旺季来临的影响，国内主要钢材品种价格在4月份均出现了不同程度的上涨。截至到5月3日，国内螺纹钢均价4940元/吨，较4月同期上涨219元/吨，涨幅4.64%；线材均价4874元/吨，较4月同期上涨181元/吨，涨幅3.86%；热轧均价4911元/吨，较4月同期上涨158元/吨，涨幅3.32%；中厚板均价5000元/吨，较4月同期上涨147元/吨，涨幅3.03%；冷轧均价5638元/吨，较4月同期上涨4元/吨，涨幅0.07%。

产量

中国钢铁工业协会5月9日公布的旬报显示，4月下旬钢协会会员企业粗钢日均产量为164.4万吨，旬环比增加1.2%，当旬全国粗钢日均产量为194.1万吨，旬环比增加1.9%。旬报同时显示4月全国累计粗钢日均产量为193.1万吨，相当于7.05亿吨/年的生产水平，环比3月191.2万吨/日6.98亿吨/年增加1%左右。由于价格上涨和订单好转，4月以后钢厂生产基本处于满负荷状态，但各地限电潮的提前来临使得部分中小钢厂不得不又面临被动减产的困境，部分大型钢铁企业也受到一定的影响。我们预计随着用电旺季的逐步到来，钢铁生产可能会受到进一步的影响。当然，由于钢铁供应的阶段性的非正常下降将带来钢材价格的上涨，进而又会反过来刺激钢铁企业生产的恢复。因此粗钢产量也将存在一个动态的平衡。

库存

截至5月6日，Mysteel统计的重点城市螺纹钢库存为607.66万吨，月环比降77.05万吨，降幅11.25%；线材库存172.35万吨，月环比降40.94万吨，降幅19.20%；热轧库存439.09万吨，月环比降31.24万吨，降幅6.64%；冷轧库存164.28万吨，月环比降0.37万吨，降幅0.22%；中板库存147.25万吨，月环比降9.25万吨，降幅5.91%。

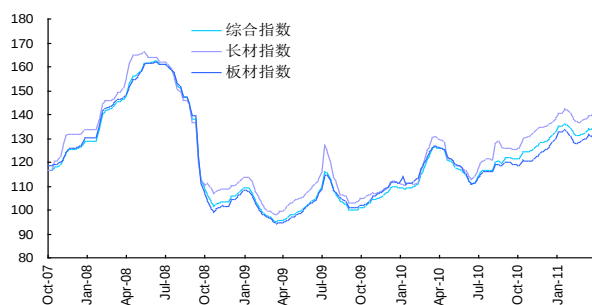
对库存及产量关系的一个量化分析

我们根据Mysteel统计的库存数据，除以全国当月粗钢产量，得到一个“**重点城市统计库存--粗钢产量比值**”，该比值2006年以来平均是20.89%。在2006-2008年钢铁需求旺盛年份期间，该比值长期在20%一下最低为13%左右。2010年以来，该比值长期在20%以上最高时达到33%左右。目前，该比值已经从今年3月初的33.4%下降到目前的25.44%。

从另外一个角度来看，我们也测算了“**重点城市库存量—全国粗钢日均产量比值**”，该比值为天数意指目前重点城市的库存量相当于全国多少天的产量水平。该比值2006年以来平均值6.35天，最低时为2007年11月为4天。目前该比值为7.89天，虽然也处于较高水平，但是较3月初9.83天的库存量已经明显下降。

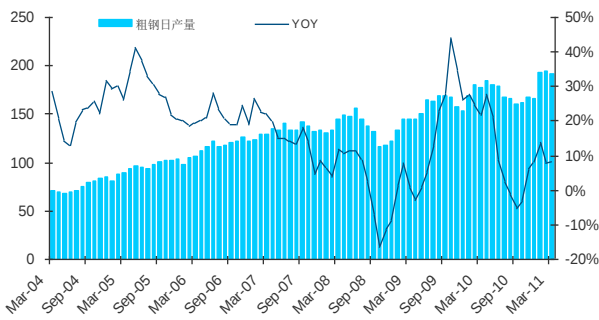
整体来看我们认为近期库存下降趋势比较明显，而分品种中长材库存下降幅度大于板材库存，而板材中热轧、中厚板库存下降幅度又好于冷轧板，因此螺纹钢、线材等建筑用长材的前景更为明确。预计随着各种项目开工逐步进入高峰期，未来长材库存仍将继续下降，而如果出现用电紧张影响到以建筑用钢材为主的中小钢企的生产，则建筑用钢材二季度供应将更为缓和，其价格有望得到更好支撑。

图 1: CISA 钢材价格指数



数据来源：中钢协，国信证券经济研究所

图 2: 我国月度粗钢产量（单位：万吨）



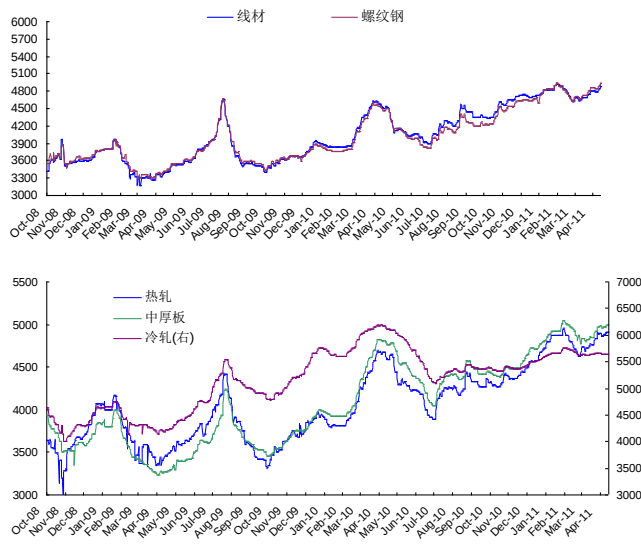
数据来源：Wind，国信证券经济研究所

表 1: 国内主要钢铁品种平均价格比较（价格单位：元/吨）

	螺纹钢	热轧	冷轧	线材	中厚板
3-May-11	4940	4911	5638	4874	5000
1 周前	4849	4881	5636	4788	4970
1 月前	4721	4753	5634	4693	4853
1 季前	4841	4868	5653	4831	4926
1 年前	4469	4593	6115	4498	4758
1 年内最高	4943	4961	6196	4930	5042
1 年内最低	3814	3888	5080	3896	4043
价格差额					
1 周前	91	30	2	86	30
1 月前	219	158	4	181	147
1 季前	99	43	(15)	43	74
1 年前	471	318	(477)	376	242
1 年内最高	(3)	(50)	(558)	(56)	(42)
1 年内最低	1126	1023	558	978	957
变化比例(%)					
1 周前	1.88	0.61	0.04	1.80	0.60
1 月前	4.64	3.32	0.07	3.86	3.03
1 季前	2.05	0.88	(0.27)	0.89	1.50
1 年前	10.54	6.92	(7.80)	8.36	5.09
1 年内最高	(0.06)	(1.01)	(9.01)	(1.14)	(0.83)
1 年内最低	29.52	26.31	10.98	25.10	23.67

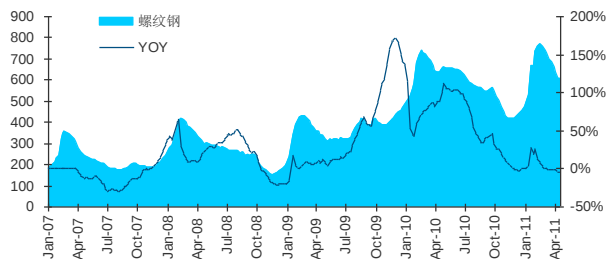
资料来源：安泰科、国信证券经济研究所 “()”内数值为负

图 3: 主要钢铁品种价格走势（单位：元/吨）



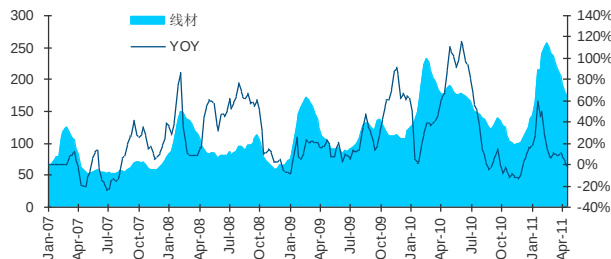
资料来源：安泰科、国信证券经济研究所

图 4: 螺纹钢库存量走势（单位：万吨）



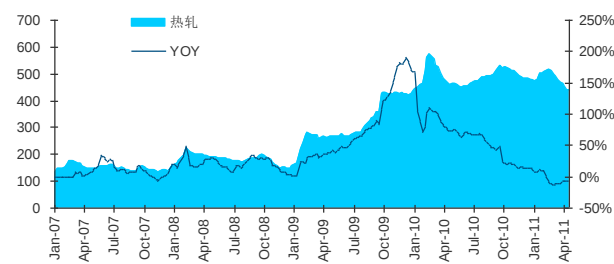
资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所

图 5: 线材库存量走势（单位：万吨）



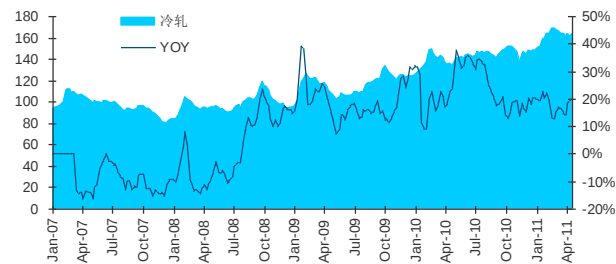
资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所

图 6: 热轧库存量走势 (单位: 万吨)



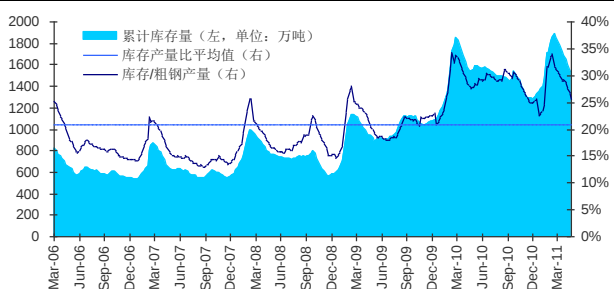
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所

图 7: 冷轧库存量走势 (单位: 万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所

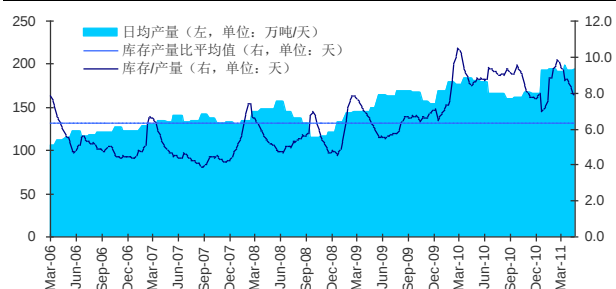
图 8: 重点城市库存 / 粗钢月产量 比值走势



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所

注: 图中库存量为 Mysteel 统计的重点城市库存量, 不是全国钢材库存量。目前全国钢材库存量没有统计数据

图 9: 重点城市库存 / 粗钢日均产量 比值走势



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所

原料市场: 矿石及焦炭价格高位震荡

过去一周黄金、石油以及其它众多大宗商品及原材料价格出现暴跌, 美国原油期货价格短短一周内从 114.83 美元/桶下跌到 98.04 美元/桶, 跌幅达到了 15% 左右。而美元指数近期也是连续两日大幅上涨, 从 72.70 上涨到 74.91, 两天上涨了 3%。

我们认为短期内大宗商品市场的暴跌从基本面来看似乎很难解释, 可能更多的是在美国反恐获得标志性进展等突发事件的诱发下, 商品市场长期上涨之后积累的风险快速释放。中长期来看, 全球通胀的压力短期内难以消除, 资源品长期走强的货币基础没有因为突发事件而发生改变。

而就近期我国铁矿石、焦炭价格走势来看, 目前并未受到商品市场暴跌的影响。截至 5 月 6 日, 我国铁矿石平均价格 1232 元/吨, 焦炭平均价格 1900 元/吨, 与 4 月同期基本持平。而巴西、澳洲到我国的海运价格也基本维持平稳。

就铁矿石未来走势来看, 虽然从供需面来看 2012 年以后全球面临一定的铁矿石供应增加的压力, 但是由于铁矿石市场被三大矿山企业高度垄断, 市场格局很难在短期内扭转。而我们也认为, 通胀的压力不会因为短期市场的波动而发生根本性的转变。在此预期下, 我们认为铁矿石价格也难以下调。

表 2: 国内铁矿石、焦炭均价 (单位: 元/吨) 及海运价格比较 (单位: 美元/吨)

	铁矿石 平均	焦炭 平均	图巴朗- 北仑	西澳- 北仑	原材料 成本
6-May-11	1232	1900	19	8	2626
1 周前	1232	1900	19	8	2626
1 月前	1229	1900	20	8	2622
1 季前	1220	2000	18	7	2648
1 年前	1115	1900	25	10	2449
1 年内最高	1299	2065	34	14	2784
1 年内最低	923	1735	16	6	2139
价格差额					
1 周前	0	0	0	(0)	0
1 月前	3	0	(1)	0	4
1 季前	12	(100)	1	1	(22)
1 年前	117	0	(6)	(2)	177
1 年内最高	(67)	(165)	(15)	(6)	(158)
1 年内最低	308	165	3	2	487
变化比例(%)					
1 周前	0.0%	0.0%	0.0%	-2.6%	0.0%
1 月前	0.2%	0.0%	-5.3%	0.7%	0.2%
1 季前	1.0%	-5.0%	3.9%	13.4%	-0.8%
1 年前	10.5%	0.0%	-23.9%	-22.8%	7.2%
1 年内最高	-5.2%	-8.0%	-43.9%	-44.9%	-5.7%
1 年内最低	33.4%	9.5%	17.5%	25.6%	22.7%

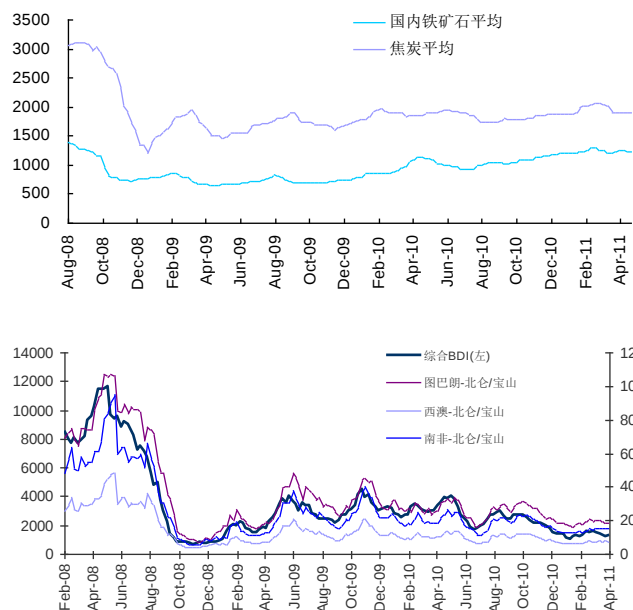
资料来源: 安泰科、国信证券经济研究所 “()”内数值为负
注: 原料成本只计算了铁矿石和焦炭成本

图 11: 铁矿石国内现货、进口现货价格比较 (单位: 元/吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 10: 国内铁矿石、焦炭均价及海运价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 安泰科、国信证券经济研究所

图 12: 全国铁矿石库存走势 (单位: 万吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

国际市场: 钢价略有回调

国际市场整体来看处于价格略微回调的形势。截止到 4 月 26 日, 除美国市场中厚板价格走强外, 其它钢材品种价格环比 3 月同期均出现了一定程度的下跌, 热轧板、冷轧板下跌幅度超过 1%; 北欧市场除中厚板上涨了 1.31% 外, 其他钢材品种价格均出现了较大程度的下跌, 热轧、冷轧、螺纹钢和线材分别下跌 4.37%、9.00%、3.57% 和 2.63%。

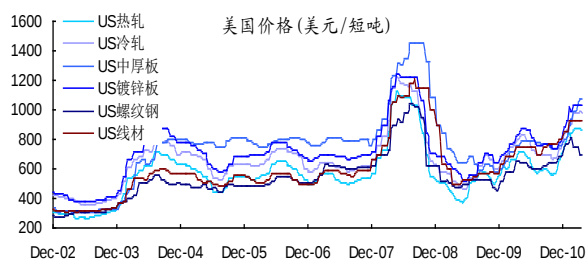
另外从产量来看, 全球 3 月份粗钢产量为 1.29 亿吨, 同比增长 5.85%, 环比上涨 10.1%; 1-3 月全球粗钢总产量为 3.72 亿吨, 同比增长 8.8%。需求方面, 根据美国钢材服务中心 (MSCI) 发布的数据显示, 3 月份发送钢材量 380 万吨, 同比上升 18.4%; 库存方面, 3 月份库存量为 802 万吨, 同比上升了 23.5%, 环比增加了 23.6%。

表 3: 国际钢铁价格走势 (单位: 美国-美元/短吨, 北欧-欧元/吨)

全球价格	美国 热轧	美国 冷轧	美国 中厚板	美国 镀锌板	美国 螺纹钢	美国 线材	北欧 热轧	北欧 冷轧	北欧 中厚板	北欧 镀锌板	北欧 螺纹钢	北欧 线材
26-Apr-11	865	970	1070	1020	690	930	602.5	657.5	775	800	540	555
1 周前	867.5	985	1070	1030	690	930	595	680	790	800	540	555
1 月前	875	980	1015	1030	745	930	630	722.5	765	805	560	570
1 季前	805	862.5	815	922.5	765	855	585	680	720	755	545	540
1 年前	720	803.33	755	835	647.5	745	605	677.5	0	710	530	540
1 年内最高	875	985	1070	1030	810	930	652.5	730	800	825	585	575
1 年内最低	560	667.5	735	732.5	595	695	485	575	620	700	455	435
价格差额												
1 周前	(3)	(15)	0	(10)	0	0	8	(23)	(15)	0	0	0
1 月前	(10)	(10)	55	(10)	(55)	14	(28)	(65)	10	(5)	(20)	(15)
1 季前	60	108	255	98	(75)	28	18	(23)	55	45	(5)	15
1 年前	145	167	315	185	43	200	(3)	(20)	775	90	10	15
1 年内最高	(10)	(15)	0	(10)	(120)	0	(50)	(73)	(25)	(25)	(45)	(20)
1 年内最低	305	303	335	288	95	203	118	83	155	100	85	120
变化比例												
1 周前	-0.29%	-1.52%	0.00%	-0.97%	0.00%	0.00%	1.26%	-3.31%	-1.90%	0.00%	0.00%	0.00%
1 月前	-1.14%	-1.02%	5.42%	-0.97%	-7.38%	0.00%	-4.37%	-9.00%	1.31%	-0.62%	-3.57%	-2.63%
1 季前	7.45%	12.46%	31.29%	10.57%	-9.80%	8.77%	2.99%	-3.31%	7.64%	5.96%	-0.92%	2.78%
1 年前	20.14%	20.75%	41.72%	22.16%	6.56%	24.8%	-0.41%	-2.95%	#DIV/0!	12.68%	1.89%	2.78%
1 年内最高	-1.14%	-1.52%	0.00%	-0.97%	-14.81%	0.00%	-7.66%	-9.93%	-3.13%	-3.03%	-7.69%	-3.48%
1 年内最低	54.46%	45.32%	45.58%	39.25%	15.97%	33.8%	24.23%	14.35%	25.00%	14.29%	18.68%	27.59%

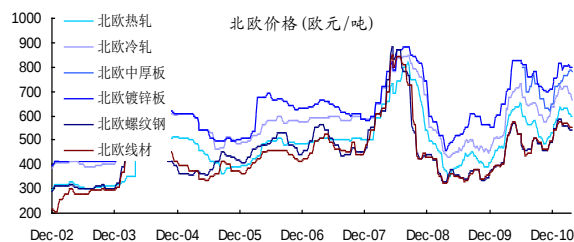
资料来源: SBB、国信证券经济研究所 (表示负数)

图 13: 美国钢铁价格走势 (单位: 美元/短吨)



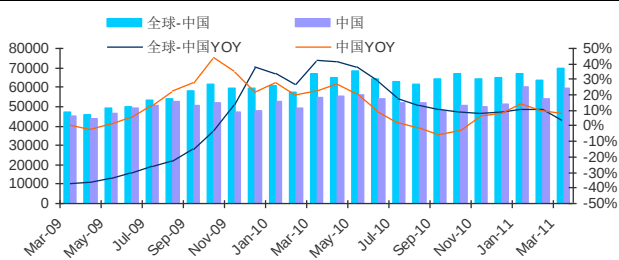
资料来源: SBB、国信证券经济研究所

图 14: 北欧钢铁价格走势 (单位: 欧元/吨)



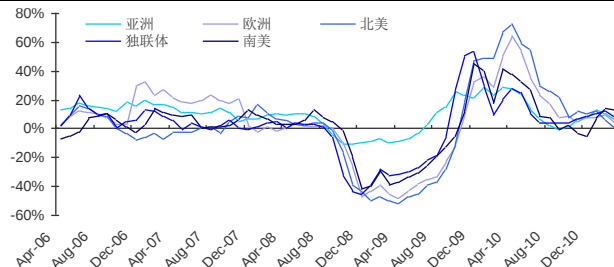
资料来源: SBB、国信证券经济研究所

图 15: 全球粗钢产量走势 (单位: 万吨)



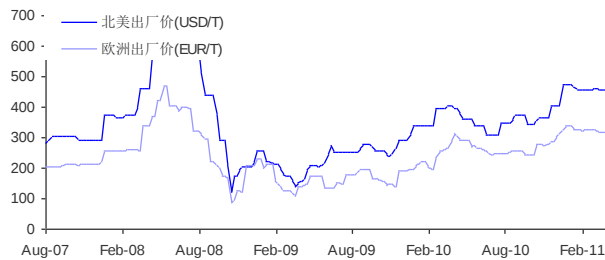
资料来源: 国信证券经济研究所

图 16: 全球分地区粗钢产量同比增速走势



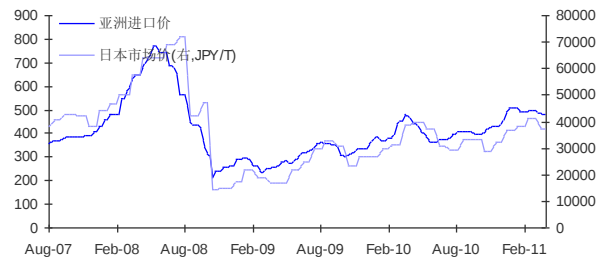
资料来源: 国信证券经济研究所

图 17: 欧美废钢出厂价格走势



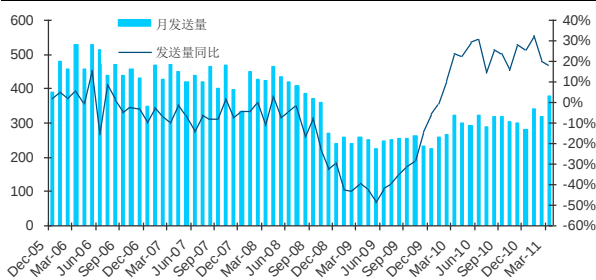
资料来源: 国信证券经济研究所

图 18: 亚洲废钢价格走势



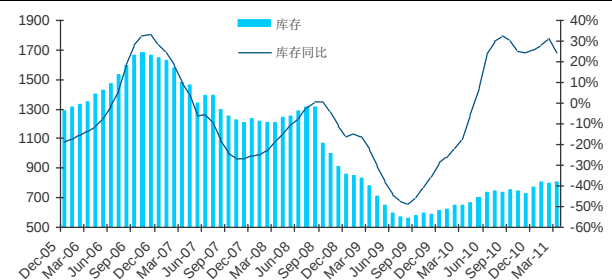
资料来源: 国信证券经济研究所

图 19: 美国钢材服务中心月度钢材发货量 (单位: 万吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 20: 美国钢材服务中心钢材库存量走势 (单位: 万吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

电力紧张并局部门限电将缓和行业供需结构

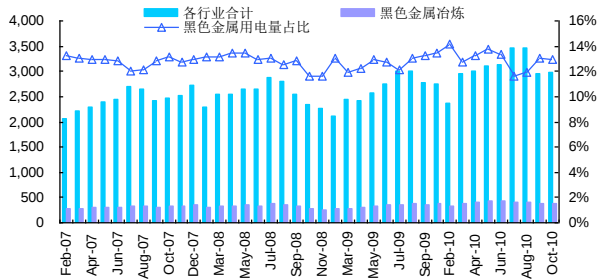
今年 3、4 月份以来,我国浙江、湖南、江西、重庆、贵州、广东等地均不同程度的出现用电紧张态势,纷纷采取错峰用电和限电措施。传统的用电高峰多在 7-8 月份,今年这样的用电紧张情况较往年有一定程度的提前,显示出电力供应的紧张程度有可能超越往年。

火力发电是我国的电力主力。但从统计数据来看,我国火电总装机容量增速近三年来均表现较为低速而稳定,年均增速保持在 8.4% 左右,电力总装机容量也表现较为稳定,年均增速在 10.5% 左右。但在 2010 年,我国用电量增速就达到了 15%。就 2011 年来看,根据国信证券电力行业研究员作出的预测,我们预计全年电力需求增速将在 12% 左右。如果接下来宏观经济形势不出现大的变化,则用电紧张的局面可能难以避免。

钢铁行业作为我国四大高耗能行业之一,其用电量占了我国发电总量的 13% 左右。而从我国钢铁生产分布于用电量分布情况来看,我国粗钢生产大省比如河北、山东、江苏、辽宁等省份,均为我国电力消耗大省,也是我国历年来发电量小于用电量的省份。

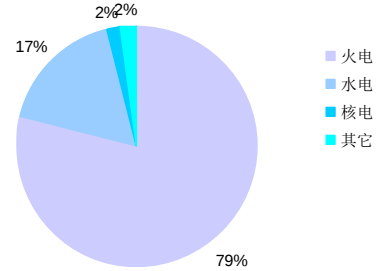
因此,限制钢铁行业的用电量每次都成为各个地方解决阶段性电力紧张的必要手段之一,而电力供应的紧张导致钢铁生产的下降,也成为我国在钢铁产能过剩的背景下,阶段性改善供需关系的重要原因之一。

图 21: 全社会用电合计及黑色金属用电量比较 (亿千瓦时)



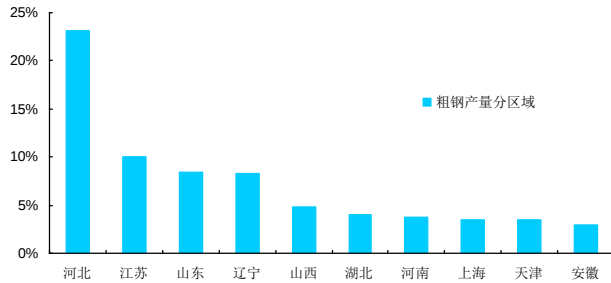
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 22: 我国发电来源结构分布图



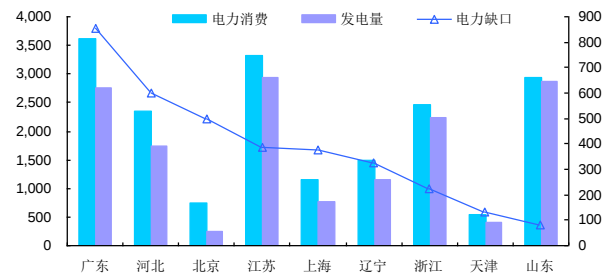
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 23: 部分省份粗钢产量占全国产量比例情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 24: 我国发电量与用电量分区域对比 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

表 4: 各地区限电及节能减排影响调查

地区	省份	具体措施	钢厂具体影响
华北	华北	暂无限电措施。	钢厂暂无限电影响。
华东	浙江	温州地区对工厂等生产型企业供电五天, 限电二天; 金华采取“开六停一”; 嘉兴则采用“开七停七”或者“开十停十”。	宁钢: 受到拉闸限电的影响产量减少了 5% 左右, 不过目前限电幅度还不是很大, 只是对企业在高峰时段进行限电。另外热轧线加热炉检修可能会影响一些产量。
华东	山东	暂无限电措施。	暂无影响。不过济钢、莱钢、莱钢永锋在 5 月均有生产线检修计划。
西北	甘肃	暂无限电措施。	钢厂暂无限电影响
华东	江西	江西电网则从 3 月 29 日开始, 实施有序用电, 对高耗能、低产出的用电大户严格执行错峰、错峰用电措施, 江西在用电高峰时期电力缺口达 130 万千瓦左右。	1、萍钢: 4 月初已经开始限电, 目前钢厂各高炉还在正常运作, 但是轧钢车间每天只排两个班 (原先三个班), 影响产量 12 万吨左右。 2、新钢: 减少 10% 的用电负荷, 受此影响钢材产量减少了 5% 左右。由于钢厂有余热发电, 限电对生产无直接影响。
西南		重庆、贵州有电力缺口, 四川、云南暂无影响。	受电力供应紧张影响, 重钢、水钢均有生产线限产。
华中	湖南	实行有序用电, 依次保障民生用电、公共服务用电、商业用电, 最后保障工业用电。对钢铁、铁合金、等八个高耗能行业实行差别电价, 对超过用电限额标准的企业还将实行惩罚性电价。	1、湘钢: 由于电力供应不足, 湘钢目前生产受影响较大, 一条线材和一条板材生产线已受限, 用电高峰时需对三条生产线限产。 2、涟钢: 电力紧张, 生产暂无影响, 不过产线有常规检修。
华南	广东	将对钢铁、水泥、平板玻璃等八大耗能产业进行限电	广州裕丰: 四月份因限电影响对一条棒材线进行间歇性检修, 一周内开四天停三天, 预计影响产量 3 万吨, 五月份恢复正常供电。

资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

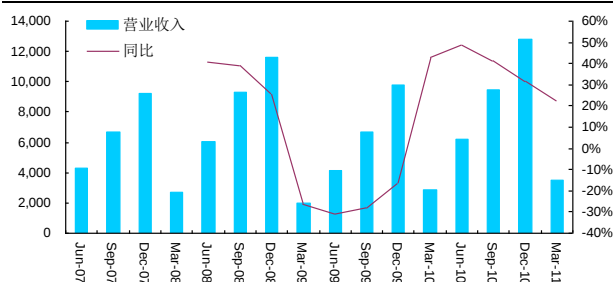
钢铁行业年报、季报分析

2010 年盈利已逐步好转，但仍处于较低水平

2010 年，钢铁行业 30 家上市公司累计实现营业收入 12827 亿元，同比增长 31.4%；实现净利润 282 亿元，同比增长 185%；毛利率、净利率分别为 8.33%、2.20%，较 2009 年同期分别高出 0.81、1.19 个百分点；三项费用率 5.33%，较 2009 年同期降低 0.69 个百分点。这些都显示出钢铁行业盈利有所好转，但是和 2007 年、2008 年相比，钢铁行业利润还是大幅下降。

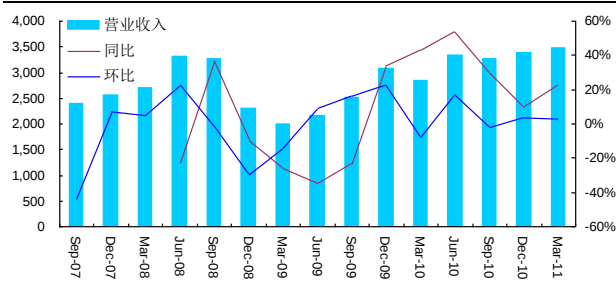
2011 年第一季度，30 家上市公司实现营业收入 3480 亿元，同比增长 22.38%；实现净利润 74.5 亿元，同比下降 16.88%；平均毛利率、净利率分别为 7.89%、2.14%，同比分别下降 1.41、1.01 个百分点；三项费用率 4.97%，同比下降 0.23 个百分点。当然，从 2011 年第一季度的环比表现来看，30 家上市公司净利润环比增加 28 亿元增长 65%，但整体来说仍然处于微利状态。

图 25：钢铁板块累计营业收入走势（单位：亿元）



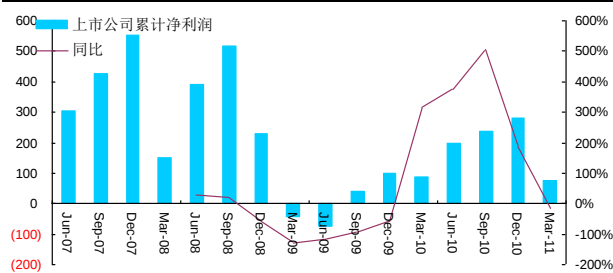
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 26：钢铁板块单季度营业收入走势（单位：亿元）



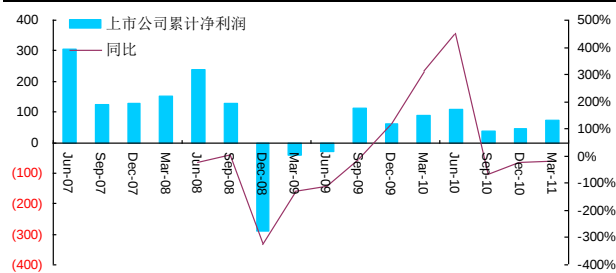
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 27：钢铁板块累计净利润走势（单位：亿元）



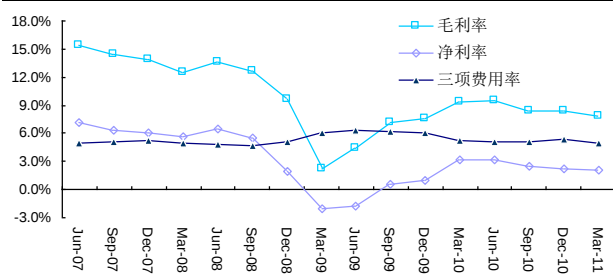
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 28：钢铁板块单季度净利润走势（单位：亿元）



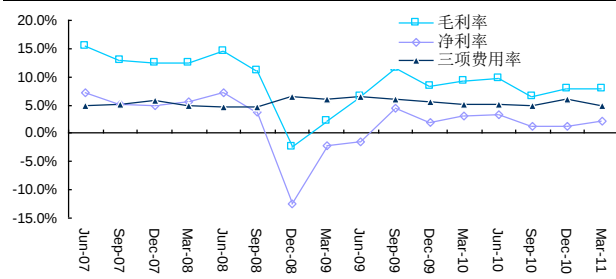
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 29：钢铁板块累计毛利率、净利率、三项费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 30：钢铁板块单季毛利率、净利率、三项费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

表 5：钢铁行业 30 家上市公司累计利润表（单位：亿元）

	一、 营业总 收入	营业收 入	二、 营业总 成本	营业成 本	营业 税	销 售 费 用	管 理 费 用	财 务 费 用	资 产 减 值 损 失	三、 其他 经营 收益	四、 营业 利润	五、 利润 总额	六、 净利 润	股东 的净 利润
报表数据														
2007-Q3	6,975	6,973	6,390	5,979	44	92	187	73	12	0	604	603	438	423
2007-Q4	9,654	9,651	8,919	8,327	65	129	275	102	17	0	757	751	569	547
2008-Q1	2,827	2,827	2,635	2,480	19	33	73	33	(4)	0	196	195	156	152
2008-Q2	6,301	6,300	5,802	5,456	40	69	164	69	3	0	507	504	399	386
2008-Q3	9,754	9,751	9,089	8,536	62	105	244	115	24	0	674	670	528	512
2008-Q4	12,161	12,158	11,894	11,001	72	141	317	158	202	0	282	282	235	223
2009-Q1	2,091	2,090	2,135	2,043	7	24	68	34	(41)	0	(43)	(41)	(42)	(42)
2009-Q2	4,385	4,384	4,474	4,190	17	51	154	70	(9)	0	(76)	(72)	(73)	(75)
2009-Q3	7,055	7,054	7,016	6,558	25	83	243	106	(0)	0	60	65	41	37
2009-Q4	9,762	9,759	9,669	9,028	33	118	332	137	18	0	122	129	99	94
2010-Q1	2,844	2,843	2,738	2,580	8	33	78	36	2	0	112	115	90	87
2010-Q2	6,179	6,178	5,943	5,589	17	71	171	76	17	0	247	253	200	195
2010-Q3	9,440	9,438	9,168	8,642	26	108	261	110	20	0	289	296	237	232
2010-Q4	12,827	12,823	12,514	11,758	35	151	378	154	36	0	341	355	282	275
2011-Q1	3,480	3,479	3,391	3,206	8	36	93	44	4	0	93	95	75	72
单季度利润表														
2007-Q3	2,509	2,521	2,341	2,191	20	32	68	28	2	0	175	176	127	123
2007-Q4	2,679	2,678	2,528	2,348	20	37	88	29	4	0	153	149	130	124
2008-Q1	2,827	2,827	2,635	2,480	19	33	73	33	(4)	0	196	195	156	152
2008-Q2	3,474	3,473	3,167	2,977	21	36	90	35	6	0	312	308	243	234
2008-Q3	3,452	3,451	3,287	3,080	22	36	80	46	22	0	167	167	130	126
2008-Q4	2,408	2,407	2,805	2,464	10	36	73	44	177	0	(393)	(388)	(293)	(289)
2009-Q1	2,091	2,090	2,135	2,043	7	24	68	34	(41)	0	(43)	(41)	(42)	(42)
2009-Q2	2,294	2,294	2,339	2,148	9	27	86	36	32	0	(33)	(32)	(31)	(32)
2009-Q3	2,670	2,669	2,542	2,367	9	32	89	37	9	0	135	138	115	112
2009-Q4	2,706	2,705	2,653	2,470	8	35	90	31	19	0	62	64	58	57
2010-Q1	2,844	2,843	2,738	2,580	8	33	78	36	2	0	112	115	90	87
2010-Q2	3,335	3,334	3,205	3,009	9	38	93	40	15	0	135	138	110	108
2010-Q3	3,261	3,260	3,226	3,052	8	37	90	34	3	0	42	44	37	37
2010-Q4	3,387	3,385	3,346	3,116	9	42	118	44	15	0	53	59	45	43
2011-Q1	3,480	3,479	3,391	3,206	8	36	93	44	4	0	93	95	75	72

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

资源与产品优势公司业绩领先行业

30 家上市公司中，单纯从净利润来看，宝钢股份无论 2010 年还是 2011 年第一季度，都是钢铁板块盈利最为明显的公司：2010 年，宝钢股份净利润 129 亿，而钢铁行业上市公司累计净利润才 275 亿，宝钢股份净利润占钢铁上市公司净利润的 47%；而 2011 年第一季度，宝钢股份同样实现净利润 30.7 亿，钢铁行业上市公司累计实现净利润 72 亿，宝钢股份净利润占钢铁上市公司净利润的 43%。

从毛利率来看，西宁特钢、攀钢钒钛、宝钢股份、酒钢宏兴、大冶特钢等均处于行业前列。其中一类为拥有资源优势的企业比如西宁特钢，2011 年 1 季度毛利率高达 20.8%，此外攀钢钒钛毛利率 14.5%、酒钢宏兴毛利率 12.4%；另一类为产品优势明显的企业，如宝钢股份 1 季度毛利率达到 11.2%、大冶特钢毛利率 11%。

但从费用控制角度来看，杭钢股份、三钢闽光、马钢股份、大冶特钢、新兴铸管、宝钢股份等费用控制较好，今年 1 季度三项费用均在 4% 以内。西部的钢铁企业费用普遍较高，攀钢钒钛、西宁特钢三项费用率均在 10% 以上，攀钢钒钛更是高达 12.4%，较高的三项费用率，直接侵蚀了公司的大部分毛利。

从 ROE 角度来看，大冶特钢仍然位居钢铁行业之首。2010 年 ROE 为 24.5%，今年一季度也达到了 24.4%。此外，八一钢铁、方大特钢、西宁特钢、新兴铸管、

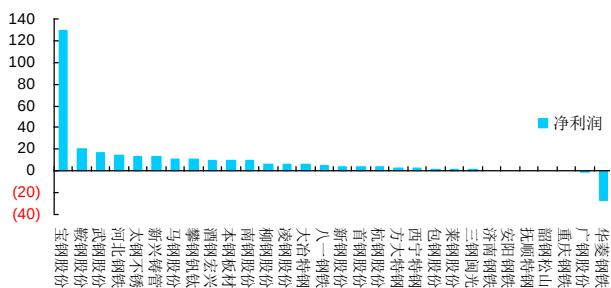
酒钢宏兴等，ROE 水平也相对较高。大型钢铁企业中，只有宝钢股份的 ROE 在 10%以上，达到了 11.5%。

资产负债率上升，行业存货增加

从 30 家公司的资产负债情况来看,全行业近年来资产负债率有逐渐上升趋势,截止到 2011 年第一季度,上市钢铁企业累计负债率为 63.13%,其中八一钢铁、济南钢铁、华菱钢铁、西宁特钢、攀钢钒钛、包钢股份、河北钢铁等资产负债率都在 70%以上。

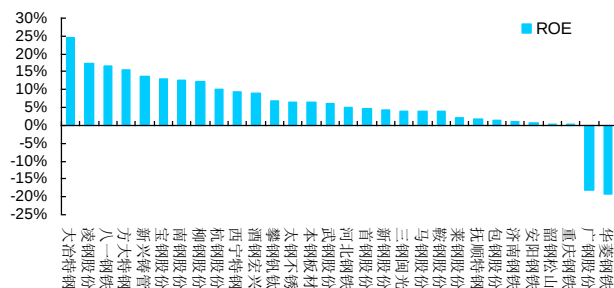
企业库存也随着企业规模的增加而增加,截止到 2011 年 1 季度末,30 家钢铁上市公司累计库存规模为 2444 亿元,创金融危机以来的最高水平,也非常接近 2008 年 3 季度末 2503 亿元的库存水平。

图 31: 2010 年钢铁上市公司净利润比较 (单位: 亿元)



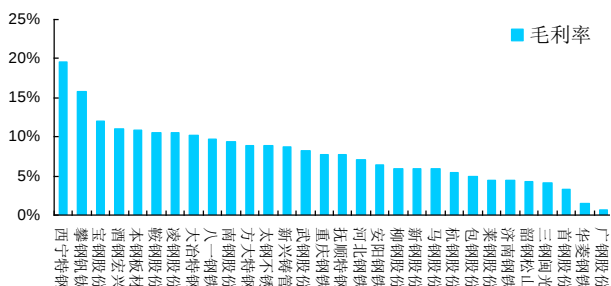
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 32: 2010 年钢铁板块上市公司 ROE 水平比较



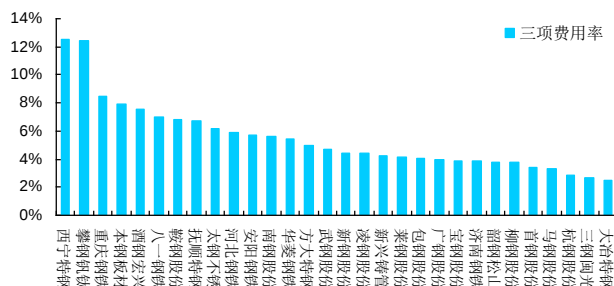
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 33: 2010 年钢铁板块上市公司毛利率比较



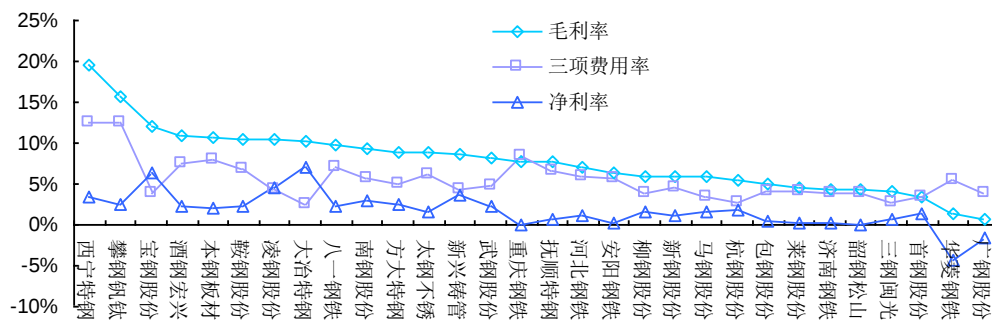
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 34: 2010 年钢铁板块上市公司三项费用率比较



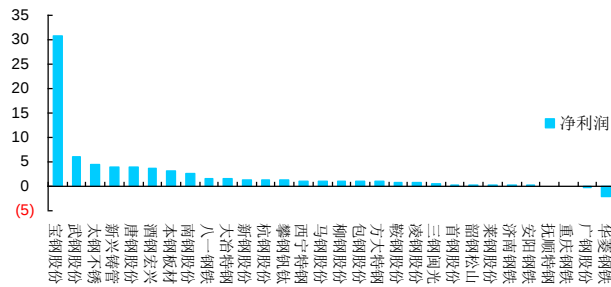
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 35: 2010 年钢铁板块上市公司吨钢毛利、净利、三项费用走势



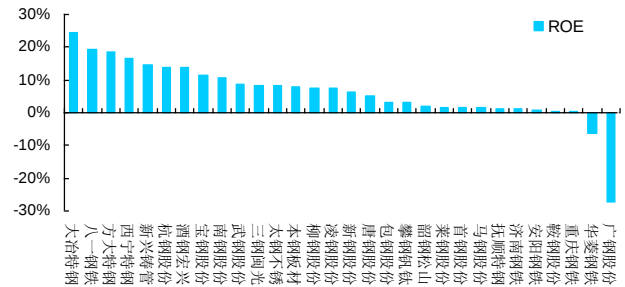
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 36: 2011 年 1 季度钢铁公司净利润比较 (单位: 亿元)



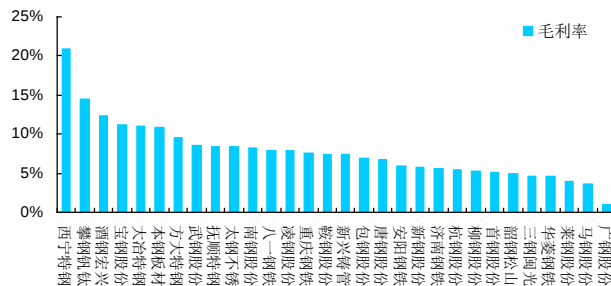
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 37: 2011 年一季度钢铁板块上市公司 ROE 水平比较



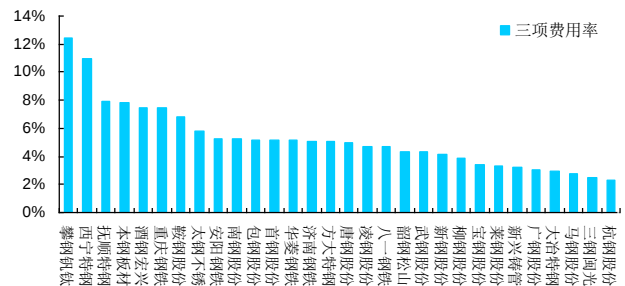
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 38: 2011 年一季度钢铁板块上市公司毛利率比较



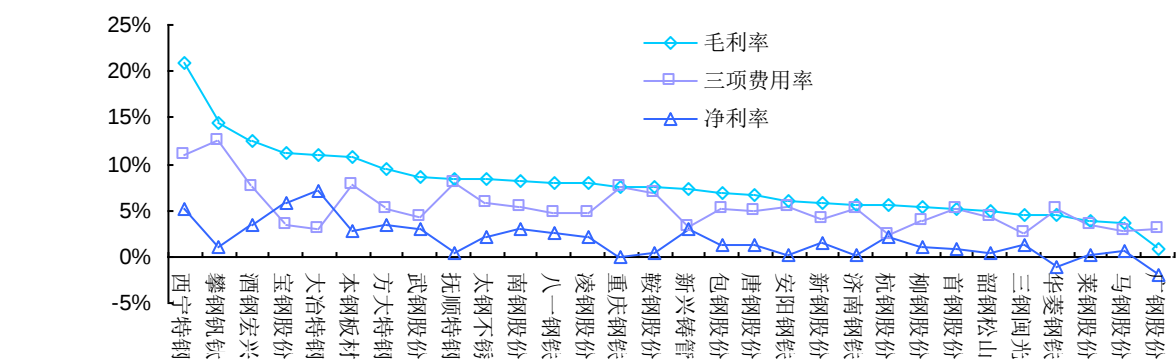
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 39: 2011 年一季度钢铁板块上市公司三项费用率比较



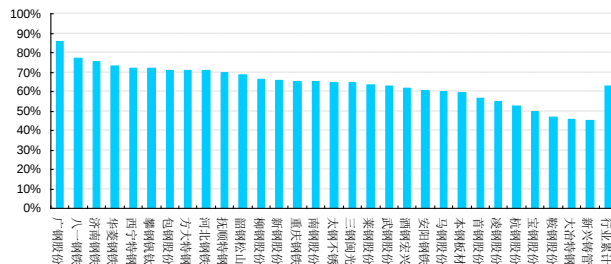
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 40: 2011 年一季度钢铁板块上市公司吨钢毛利、净利、三项费用走势



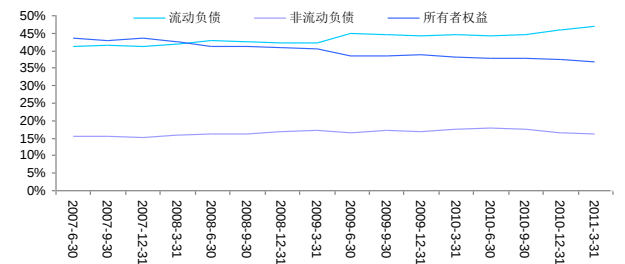
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 41: 2011 年 1 季度末各上市公司资产负债率对比



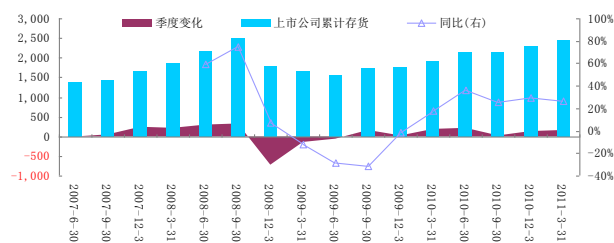
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 42: 近年来钢铁板块上市公司负债及股东权益走势



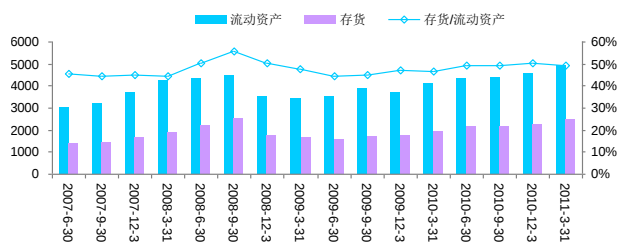
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 43: 钢铁上市公司累计库存走势 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 44: 钢铁上市公司库存及流动资产变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

表 6: 钢铁行业上市公司累计资产占比分析

资产占比分析	2009-3-31	2009-6-30	2009-9-30	2009-12-31	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31
流动资产	34.74%	34.19%	35.36%	33.97%	36.50%	37.59%	37.83%	37.68%	39.79%
非流动资产	65.26%	65.81%	64.64%	66.03%	63.50%	62.41%	62.17%	62.32%	60.21%
流动负债	42.18%	44.98%	44.51%	44.29%	44.48%	44.30%	44.52%	45.98%	46.85%
非流动负债	17.12%	16.53%	17.13%	16.96%	17.44%	17.77%	17.59%	16.55%	16.28%
所有者权益	40.70%	38.48%	38.36%	38.76%	38.08%	37.93%	37.88%	37.47%	36.87%
总资产	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
流动资产/流动负债	0.82	0.76	0.79	0.77	0.82	0.85	0.85	0.82	0.85
存货/流动资产	47.69%	44.45%	44.82%	47.32%	46.57%	49.52%	49.12%	50.26%	49.39%
流动资产 (亿元)	3443.11	3533.03	3841.98	3707.96	4146.37	4316.67	4394.21	4528.95	4949.61
流动负债 (亿元)	4179.79	4647.88	4835.28	4834.70	5052.87	5086.90	5171.82	5526.80	5828.47
存货 (亿元)	1642.18	1570.34	1721.91	1754.70	1930.81	2137.60	2158.28	2276.03	2444.48

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

投资策略——维持“谨慎推荐”评级

今年持续上涨之后，板块部分公司依旧低估

今年以来，钢铁板块累计上涨 15.58%，为 A 股众多周期性行业中上涨幅度最大的板块。其中，二季度以来虽然上证指数、深成指分别下跌了 2.19%、3.94%，但钢铁板块依然录得 1.58% 的涨幅，而在此期间板块最高涨幅一度达到 10% 左右。对于钢铁板块的上涨，我们仍然维持在 4 月 11 日发布的二季度策略报告《行业市值与 PB 超跌期待修复》中所做出的判断，认为钢铁板块的上涨更多是 2010 年下跌幅度过大（达到 40%）、同时 2011 年以来钢铁行业经营状况逐步改善，进而带动钢铁板块过低的估值水平与市场估值水平的修正所致。

经过今年以来的持续上涨后，钢铁板块的平均 PB 已经为 1.55 倍，全部 A 股平均 PB 为 2.6 倍左右，钢铁板块 PB 为全部 A 股 PB 的 0.6 倍，已经非常接近该比值的歷史平均值 0.61。但是，如果剔除掉攀钢钒钛、包钢股份、济南钢铁、莱钢股份等因为重组而股价表现明显优于行业平均水平的个股外，按照今年一季报计算，钢铁板块的平均 PB 只有 1.32，为 A 股 PB 的 0.5 倍，仍然有一定的低估。

二季度趋势向好，重点关注低估值、高长材比例的公司

就二季度来看，我们判断钢铁行业的供需形势将有好转趋势，主要原因是二季度进入传统开工旺季钢铁需求将逐步提升，而目前国内部分地区在尚未进入用电高峰阶段就已经出现用电紧张局面，因此未来一旦进入用电高峰期，电荒将直接影响钢材的供给，进而更进一步的阶段性改善供需关系。

从市场来看，在经过二季度以来上涨及之后的下跌之后，部分公司的估值水平再次出现较强吸引力，重点包括三类公司：

- 1) 绝对股价低、吨钢市值低的公司，包括河北钢铁、华菱钢铁、韶钢松山等；
- 2) 具有较高的长材比例，在二季度开优势更为明显的公司，比如新兴铸管、八一钢铁、酒钢宏兴等；
- 3) 攀钢钒钛近期因为大宗商品市场的调整，股价出现较大幅度下跌，使得公司更具长期投资吸引力。

就行业来看，虽然我们认为二季度阶段性的供需改善值得期待，但是全年来看钢铁的供需形势仍然具备较大的不确定性，我们维持行业“谨慎推荐”的投资评级。

表 7: A 股部分行业区间涨跌幅 (截至 2011-5-8)

代码	简称	09 年 08 月 4 日 后涨跌幅	过去一周 涨跌幅	过去一月 涨跌幅	过去一季 涨跌幅	年初至今涨跌幅
000001.SH	上证综指	-17.29%	-1.64%	-4.79%	2.32%	1.99%
000300.SH	沪深 300	-17.58%	-2.23%	-6.11%	1.43%	-0.22%
399001.SZ	深证成指	-12.91%	-1.99%	-6.38%	0.63%	-3.14%
801020.SI	采掘	-15.58%	-7.27%	-12.29%	0.20%	-5.69%
801030.SI	化工	-17.34%	0.06%	0.22%	8.06%	2.71%
801040.SI	黑色金属	-29.13%	0.35%	-1.28%	14.03%	17.40%
801050.SI	有色金属	-0.65%	-4.75%	-13.33%	0.49%	-8.73%
801060.SI	建筑建材	10.04%	-1.09%	-7.97%	1.50%	3.89%
801070.SI	机械设备	26.75%	-1.41%	-9.74%	-3.26%	-6.17%
801090.SI	交运设备	11.37%	-2.09%	-9.01%	-6.91%	-3.27%
801110.SI	家用电器	53.61%	1.13%	-3.14%	17.17%	11.92%
801140.SI	轻工制造	16.32%	-0.80%	-3.13%	8.24%	3.19%
801170.SI	交通运输	-14.62%	1.18%	-1.14%	1.91%	2.61%
801180.SI	房地产	-28.53%	-0.09%	-6.61%	7.41%	5.83%
801190.SI	金融服务	-27.92%	-3.40%	-5.90%	4.34%	2.91%

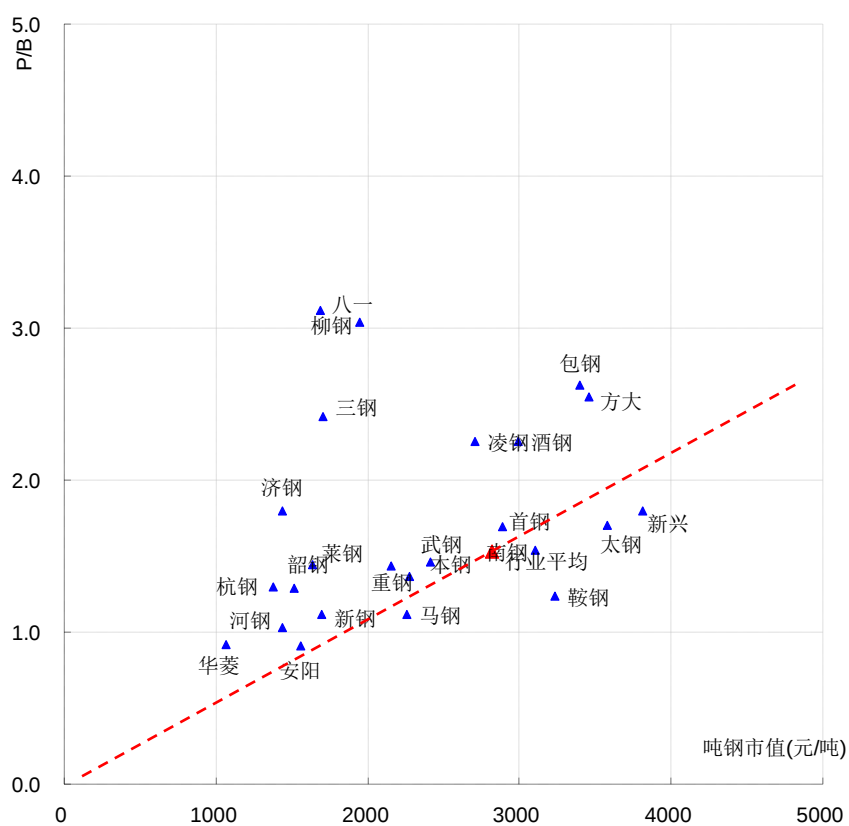
资料来源: Wind、国信证券经济研究所

表 8: 钢铁行业上市公司区间涨跌幅比较 (截至 2011-5-8)

代码	简称	历史 最高价	08 年 最低价	现价	现价 VS. 历 史最高价格	现价 VS. 08 年最低价格	现价 VS.09 年 8 月 4 日价
801040.SI	黑色金属	7749	1780	3219	-58.64%	80.85	-29.13%
600005.SH	武钢股份	23.08	3.92	4.51	-80.46%	15.05%	-60.48%
000898.SZ	鞍钢股份	34.55	5.05	7.66	-77.83%	51.68%	-59.13%
000932.SZ	华菱钢铁	14.7	3.19	4.39	-70.14%	37.62%	-56.27%
000709.SZ	河北钢铁	18.12	3.69	4.75	-73.79%	28.73%	-55.96%
000717.SZ	韶钢松山	16.61	2.56	4.23	-74.53%	65.23%	-51.93%
000825.SZ	太钢不锈	22.09	2.93	5.99	-72.88%	104.44%	-49.64%
600569.SH	安阳钢铁	14.9	2.43	4.13	-72.28%	69.96%	-44.93%
600808.SH	马钢股份	15.32	3.12	3.84	-74.93%	23.08%	-44.47%
600282.SH	南钢股份	13.79	2.28	4.63	-66.42%	103.07%	-43.93%
601003.SH	柳钢股份	13.7	2.16	5.76	-57.96%	166.67%	-42.92%
002110.SZ	三钢闽光	20.92	4.69	11.35	-45.75%	142.00%	-42.54%
000959.SZ	首钢股份	10.19	2.68	4.42	-56.62%	64.93%	-38.21%
601005.SH	重庆钢铁	10.09	2.7	4.85	-51.93%	79.63%	-37.82%
600307.SH	酒钢宏兴	36.7	3.63	12.14	-66.92%	234.44%	-31.27%
600782.SH	新钢股份	23.86	3.2	7.36	-69.15%	130.00%	-30.79%
600019.SH	宝钢股份	21.59	4.08	6.89	-68.09%	68.87%	-29.70%
600231.SH	凌钢股份	15.62	3.22	9.68	-38.03%	200.62%	-29.46%
600117.SH	西宁特钢	26.57	3.29	9.86	-62.89%	199.70%	-28.09%
600399.SH	抚顺特钢	16.6	2.59	7.38	-55.54%	184.94%	-26.20%
600126.SH	杭钢股份	10.75	2.98	6.04	-43.81%	102.68%	-24.71%
600022.SH	济南钢铁	14.81	2.34	5.82	-60.70%	148.72%	-23.42%
000761.SZ	本钢板材	17.96	3.48	8.53	-52.51%	145.11%	-18.31%
600102.SH	莱钢股份	24.84	4.64	11.46	-53.86%	146.98%	-18.27%
600581.SH	八一钢铁	19.7	3.29	15.00	-23.86%	355.93%	1.12%
000778.SZ	新兴铸管	18.23	4.23	10.80	-40.76%	155.32%	2.63%
600894.SH	广钢股份	10.67	2.1	7.85	-26.43%	273.81%	6.51%
600507.SH	长力股份	12.47	1.93	6.56	-47.39%	239.90%	20.59%
600010.SH	包钢股份	10.57	2.09	7.97	-24.60%	281.34%	40.56%
000629.SZ	攀钢钢钒	14.73	6.7	12.13	-17.65%	81.04%	43.30%
000708.SZ	大冶特钢	20.85	3.64	16.64	-20.19%	357.14%	58.47%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所

图 45: 钢铁行业上市公司 PB 、 吨钢市值比较 (2011-5-8)



资料来源: 国信证券经济研究所

注: 如果将公司所处坐标与原点连接成一条直线, 则该直线将是公司吨钢市值、PB 的运动轨迹, 其斜率 = 钢铁产量/公司净资产, 即公司净资产越低而钢铁产量越高, 则斜率越大。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价 2011-5-9	EPS				P/E		P/B		评级
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2010	2011E	2012E	
河北钢铁	000709	4.73	0.21	0.22	0.27	23	22	1.11			谨慎推荐
攀钢钒钛	000629	12.20	0.19	0.48	0.93	66	26	4.40			推荐
新兴铸管	000778	11.10	0.70	0.85	0.97	16	13	2.03			推荐
八一钢铁	600581	15.04	0.69	1.05	1.29	22	14	3.41			推荐
恒星科技	002132	16.17	0.17	0.63	0.83	97	26	7.96			推荐
大冶特钢	000708	16.71	1.25	1.48	1.73	13	11	2.96			推荐
酒钢宏兴	600307	12.79	0.23	0.36	0.42	56	35	4.88			谨慎推荐
太钢不锈	000825	6.06	0.24	0.31	0.37	25	20	1.58			谨慎推荐
鞍钢股份	000898	7.70	0.28	0.38	0.76	27	29	1.03			谨慎推荐
宝钢股份	600019	6.89	0.74	0.85	0.93	9	8	1.15			推荐
武钢股份	600005	4.50	0.17	0.21	0.30	27	21	1.61			谨慎推荐

数据来源：国信证券经济研究所

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李扬之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	