

产能周期末端的徘徊

钢铁行业 7 月月报

钢铁 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2011-07-15

首选股票

目标价 评级

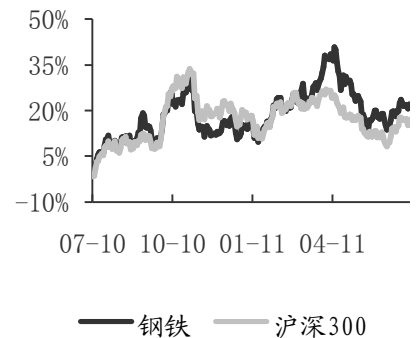
报告关键点:

- 产能利用率的持续提升暗示行业处于产能周期末端
- 新产能周期: 钢价上涨, 吨钢折旧减少, 矿价成本缓和
- 三季度下游需求不乐观
- 维持钢铁行业“同步大市-A”的评级

报告摘要:

- 我们认为钢铁行业处于本轮产能周期的末端, 产能过剩的情况已经缓解, 逐渐趋向供需平衡。产能周期末端或新产能周期启动最明显的特征便是产能的短缺和兴建, 由于我国对新上钢铁产能审批较为严格, 因此未来产能周期启动应该表现为产能利用率持续提升, 并且现在已略见端倪。长材价格上涨+库存下降在之前的旺季也会体现, 而今年不同的情况是钢厂满负荷运作导致产量高企, 行业产能利用率持续维持在90%以上。下游的需求并没有来得比往年强劲, 因此考虑到目前经济周期的特点, 可以推断钢铁行业产能过剩的情况已大幅缓解。
- 钢铁进入新产能周期将至少伴随三方面重要的变化: 钢价上涨, 吨钢折旧减少, 矿价成本缓和。供应阶段性受限、价格下跌、港口库存累积、通货膨胀高企这些现象叠加在一起, 我们认为矿石的价格已经出现松动, 原因是矿石的供应已经不再那么紧张。我们认为随着供应的不断放量, 目前天平已逐渐向钢铁行业倾斜, 矿石价格出现松动。且我国钢铁产能过剩情况的大幅缓解、全球钢铁产能利用率处于高位、我国钢铁产量可能的下行趋势也将抑制铁矿石进一步的上涨空间。
- 由于钢铁处于产能周期的末端, 产能过剩和铁矿石成本这两个长期制约行业盈利能力的因素已经出现缓和, 因此下游需求成为了决定行业盈利能否提振的关键因素。但从PMI和PMI: 新订单连续的环比下滑以及下游行业的需求来看, 我们对三季度钢铁的需求存在担忧。
- 钢铁行业下半年尤其是三季度可能的超预期因素来自于保障房建设和限电两方面, 分别对应了需求端和供给端。我们预计保障房拉动钢材需求达到1860万吨, 保障房建设相对去年的增量大致相当于2010年商品房新开工面积的9%, 如果房地产的销售情况较好, 那么房地产投资的下滑可能不会很剧烈, 这样保障房的增量能够保障建筑钢材的需求情况。
- 产能周期末端属于黎明前的黑暗, 趋势性投资机会尚需等待。由于三季度钢铁行业的需求不乐观, 中报和三季度盈利都不乐观, 因此我们维持钢铁行业“同步大市-A”的评级。但我们认为行业的PB已经接近08年的底部, 行业吨钢市值(以2010年产量衡量)仅2675元/吨, 低估值也为行业提供了安全边际; 而且铁矿石现货价三季度可能出现松动, 我们认为行业大幅跑输指数的可能性很小。推荐新钢股份、新兴铸管、攀钢钒钛、宝钢股份。
- 风险提示: 房地产投资发生大幅下滑, 保障房建设低于预期的风险

12个月行业表现



衡昆

010-66581658
执业证书编号

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

前期研究成果

- 钢铁行业数据周报(2011年7月11日)
2011-07-11
- 钢铁行业数据周报(2011年07月04日)
2011-07-04
- 钢铁: 政策超预期带来交易性机会
2010-09-07

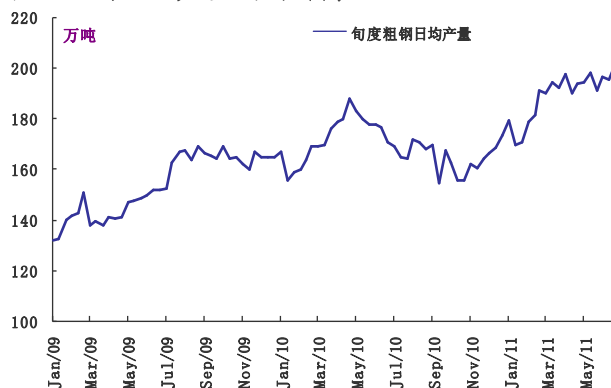
1. 产能周期末端——黎明前的黑暗

1.1 产能利用率的持续提升暗示产能周期末端

在新经济周期启动的背景下，传统的周期性行业都在去产能化的尾部或已经出现了产能短缺的端倪，钢铁行业也不例外。我们认为钢铁行业处于本轮产能周期的末端，产能过剩的情况已经大幅缓解，逐渐趋向供需平衡。直观来看，我国大致在 2002 年下半年开始启动新一轮经济周期，由于传导至钢铁这类的上游行业会存在些时滞，我国钢铁行业大致在 2003 年开启了新一轮产能周期，迎来了量价齐增的高速发展期。在目前我国新一轮经济周期启动的背景下，由此大致判断我国钢铁行业处于本轮产能周期的末端，并且微观数据上也印证了这一特征。

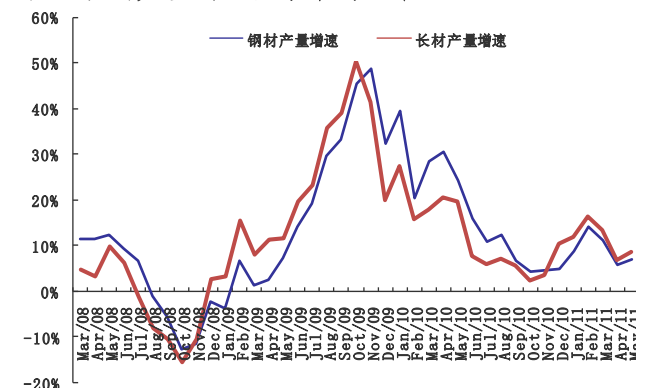
产能周期末端或新产能周期启动最明显的特征便是产能的短缺和兴建，由于我国对新上钢铁产能审批较为严格，因此未来产能周期启动应该表现为产能利用率持续提升，并且现在已略见端倪，钢铁行业产能过剩的情况已经出现缓解。今年以来长材盈利维持相对高位，库存同比下降了 15%。而与之对应的是日均粗钢产量屡创新高，上半年产量同比增长 10%，甚至在 6 月下旬的淡季创下日均粗钢产量 202 万吨的记录，且长材产量增速持续快于平均增速（与盈利较好、节能减排结束有关）。长材价格上涨+库存下降在之前的旺季也会体现，而今年不同的情况是钢厂满负荷运作导致产量高企，行业产能利用率持续维持在 90% 以上。下游的需求并没有来得比往年强劲，因此考虑到目前经济周期的特点，可以推断钢铁行业产能过剩的情况已大幅缓解，将逐渐趋向供需平衡。产能过剩情况的大幅缓解、叠加板材盈利能力处于底部使得行业盈利下行的空间不大。

图 1 日均粗钢产量屡创新高



数据来源：中钢协 安信证券研究中心

图 2 长材产量增速快于平均水平

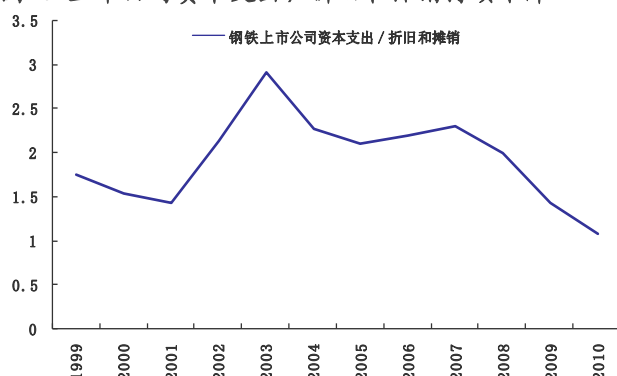


数据来源：CEIC 安信证券研究中心

钢铁行业自 08 年金融危机以来，产能增加缓慢。国内无论大小钢厂近三年来的产能增加都较少，这主要来自两方面的原因：行业微利的状态和国家对新建产能的审批。行业微利的局面使得产业资本对钢铁行业避而远之是更为根本的原因，小企业对盈利状态更为敏感、调整更为灵活，由于小企业通常集中于生产长材且生产建设周期更短，因此长材更加市场化，也更能体现钢铁行业真实的产能周期，今年旺季长材的高产能利用率也体现了我国钢铁行业处于产能周期末端的特征。

大企业的产能投放周期也基本结束，未来新建产能的动力减弱：在长协矿改为季度定价并趋向指数化的背景下，长协矿的优势逐渐变得微乎其微，大钢企不再享有铁矿石的红利，也在成本线附近挣扎，没有动力去新建产能。且预计随着首钢京唐等一批新建板材厂的持续亏损，国家对大钢企新上钢铁产能的审批也将更加严格。从钢铁上市公司资本支出/折旧和摊销 2008 年以后持续的下降趋势也可以看出未来大钢企新产能的投放将大幅放缓。

图 3 上市公司资本支出 / 折旧和摊销持续下降



数据来源: wind 安信证券研究中心

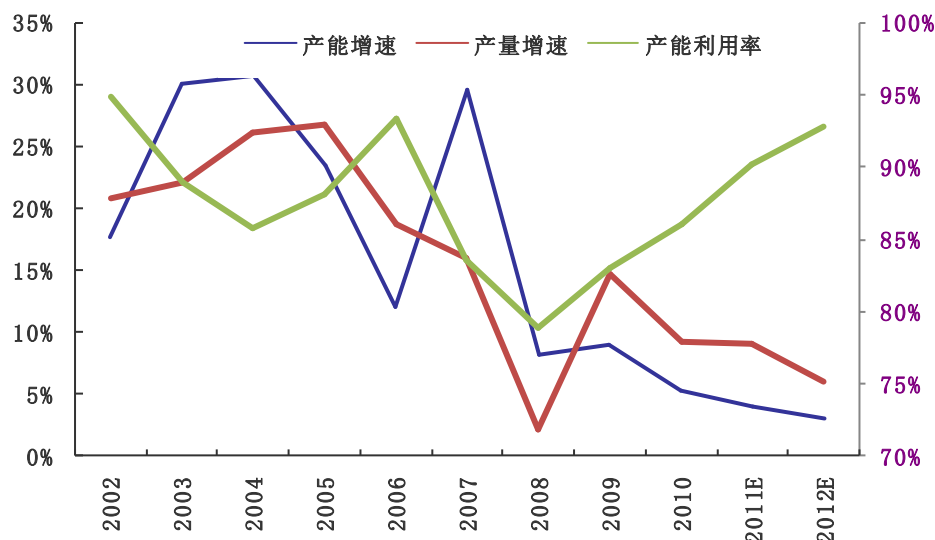
图 4 钢铁行业固定资产投资增速低位运行



数据来源: CEIC 安信证券研究中心

预计钢铁产能利用率将持续上升。根据产能和产量增速的对比，可以看出 2008 年是钢铁行业产能利用率的拐点，之后逐步回升，由于 2011、2012 年产能投放进一步放缓，并伴随新经济周期的启动，我们预计 2012 年的产能利用率甚至有可能接近 93%。由于对我国钢铁产能的统计不完善，因此具体的产能利用率的估计也会有偏差，但只要不发生 2004 年投资的大幅下滑或 2008 年的金融危机，钢铁产能利用率上升的势头就是明确的。

图 5 行业产能利用率将持续提升

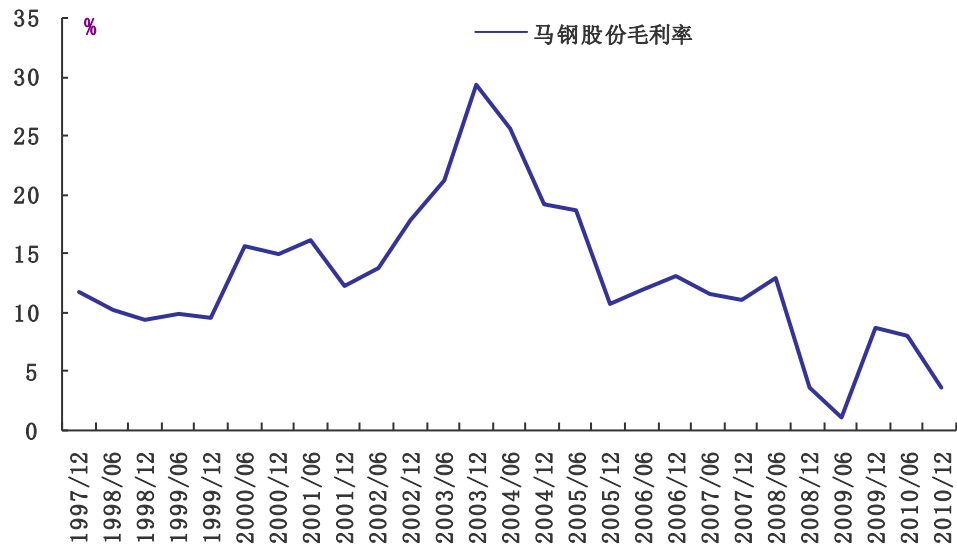


数据来源: Mysteel, CEIC 安信证券研究中心

1.2 新产能周期：钢价上涨，吨钢折旧减少，矿价成本缓和

未来钢铁行业启动新一轮产能周期无疑会带来巨大的变化。以马钢股份为例，从 2003 年开始，毛利率水平出现大幅上升，盈利能力出现系统性的抬升。并且伴随行业 2003 年三季报盈利大幅度的超预期，行业指数迎来了近 50% 的涨幅。尽管目前的情况与上一轮产能周期兴起前有很大的差异：钢铁行业过了高速发展期；存在产能过剩；上游铁矿石成本高企。但由于钢铁行业业绩的高弹性，我们仍然认为新一轮产能周期启动将可能带来业绩平台式的提升，摆脱行业微利的状态。

图 6 2003 年开始马钢股份毛利率大幅上升

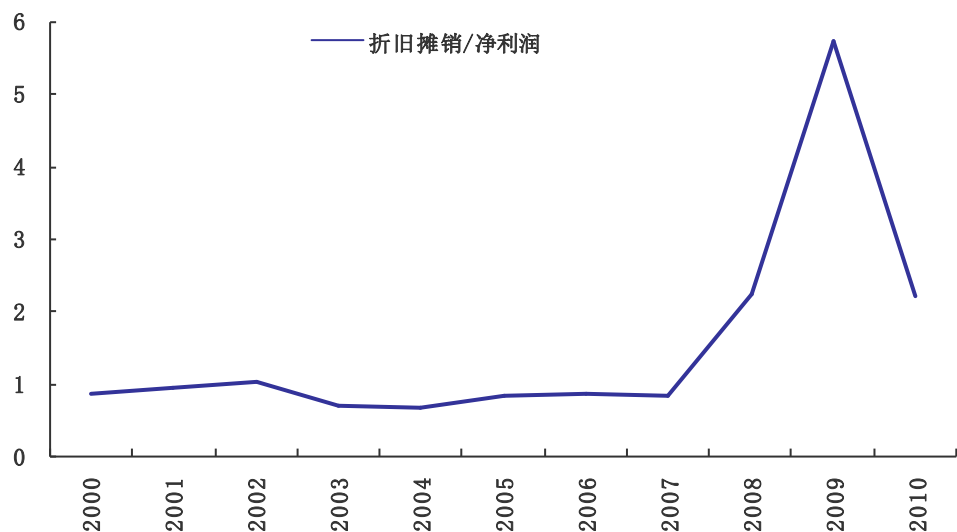


数据来源: wind, 安信证券研究中心

钢铁进入新产能周期将至少伴随三方面重要的变化: 钢价上涨, 吨钢折旧减少, 矿价成本缓和; 由于目前仍处于上一轮产能周期的末端, 上述变化还不是非常明显, 但已略见端倪, 相信未来将会更加明显。

未来的前两点变化比较直观: 由于钢铁行业将逐渐趋向供需平衡, 甚至出现产能短缺, 因此会带来钢价的上行; 吨钢折旧的减少有两方面的原因: 一是最近三年新建产能的大幅减少, 叠加原来一些设备折旧计提完毕; 二是随着钢铁产能利用率的持续提升, 吨钢折旧会大幅减少, 这可能是更为重要的原因。由于钢铁行业处于微利的状态, 即使在 2010 年比较正常的年份, 折旧摊销也超过净利润的两倍, 贡献了现金流的主要部分。因此吨钢折旧减少带来的毛利率的提升、净利润的增加及 ROE 的提升是值得期待的。

图 7 折旧摊销贡献了现金流的主要部分

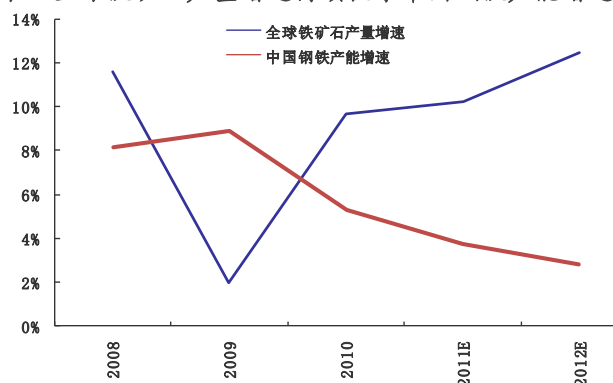


数据来源: wind, 安信证券研究中心

吨钢折旧的减少会确定性地增强盈利能力, 而钢价的提振是否能提高盈利还需要考察

成本是否跟进。我们认为成本也将出现缓和，天平正逐渐向钢铁行业倾斜：一方面，铁矿石产能释放速度加快，在 2012 年下半年和 2013 年的产能集中释放可能使得供需关系逆转；另外，我国钢厂的建设投产周期大致为两年，而国外大型矿山的投产周期需要五年，钢铁产能周期和铁矿石产能周期的不匹配使得在钢铁处于产能周期即将启动时，铁矿石产能相对过剩的概率最大。在这个阶段，由于钢铁产能增速处于底部，且新建产能还未能释放，铁矿石的需求增速会降到比较低的水平，而之前盈利丰厚带来产能的大量投放，最有可能使得供需逆转。

图 8 全球铁矿石产量增速持续快于中国钢铁产能增速



数据来源：Mysteel, AME 安信证券研究中心

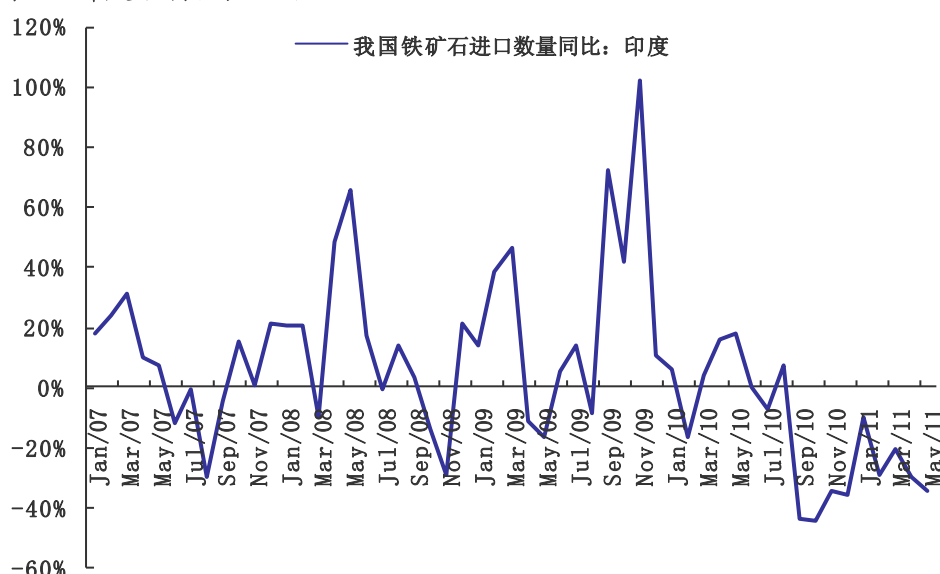
图 9 铁矿石固定资产投资增速持续快于钢铁



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

今年矿价在诸多利好因素下仍然下跌，目前来看铁矿石价格已经出现松动。年初至今国内现货铁矿石价格下跌了 4%，矿价下跌的背景是今年第一季度铁矿石的生产遇到了困难，因台风重创了澳大利亚西北部海岸以及铁矿资源丰富的 Pilbara 地区，而全球的海运铁矿石中约有 40% 来自该地区。这与澳洲发生洪灾后焦煤的价格走势大相径庭，当然也与对焦煤的生产冲击更大有关。印度（占我国 2010 年铁矿石进口量的 16%）也限制铁矿石出口，导致供应端受到一定影响。

图 10 印度限制铁矿石出口



数据来源：wind, 安信证券研究中心

供应阶段性受限、价格下跌、港口库存累积、通货膨胀高企这些现象叠加在一起，我们认为矿石的价格已经出现松动，原因是矿石的供应已经不再那么紧张。我们认为随

着供应的不断放量，目前天平已逐渐向钢铁行业倾斜，矿石价格已经出现松动。且我国钢铁产能过剩情况的大幅缓解、全球钢铁产能利用率处于高位、我国钢铁产量可能的下行趋势也将抑制铁矿石进一步的上涨空间。未来发生根本性的供需逆转还需要供应的大幅集中性放量或者铁矿石需求的大幅下滑，这可能在 2012 年下半年或 2013 年会体现的非常明显。

钢铁行业启动新一轮产能周期，将会伴随毛利率的提升，而钢铁高弹性的特征将会使得 EPS 的增厚幅度非常可观，如果行业吨钢净利增加 100 元，平均增厚 EPS 为 0.34 元，这对于微利的钢铁行业无疑是业绩的巨大提振。在未来钢价上涨，吨钢折旧减少，矿价成本缓和的背景下，我们认为钢铁行业启动新一轮产能周期时，这样的提振幅度是能够达到的。

表 1 行业高弹性，吨钢市值低

	股本（万股）	市值（亿）	2010 年钢产量（万吨）	吨钢净利增加 100 元增厚 EPS (元)	吨钢市值(元/吨)
莱钢股份	92227	92	773	0.84	1193
八一钢铁	76645	111	633	0.83	1747
三钢闽光	53470	56	421	0.79	1323
新钢股份	139343	102	847	0.61	1208
安阳钢铁	239368	88	1095	0.46	807
华菱钢铁	301565	122	1355	0.45	901
杭钢股份	83894	47	360	0.43	1312
凌钢股份	80400	73	340	0.42	2159
河北钢铁	687678	316	2401	0.35	1318
大冶特钢	44941	73	133	0.30	5500
韶钢松山	166952	66	482	0.29	1361
鞍钢股份	723481	492	2087	0.29	2357
济南钢铁	312048	151	827	0.27	1830
重庆钢铁	173313	76	452	0.26	1681
新兴铸管	191687	205	419	0.22	4877
广钢股份	76241	74	159	0.21	4654
柳钢股份	256279	138	533	0.21	2597
酒钢宏兴	409136	228	807	0.20	2829
方大特钢	130053	84	256	0.20	3261
马钢股份	770068	270	1470	0.19	1839
南钢股份	387575	157	677	0.17	2324
西宁特钢	74122	80	127	0.17	6288
武钢股份	1009378	417	1662	0.16	2508
宝钢股份	1751205	1061	2526	0.14	4201
首钢股份	296653	131	425	0.14	3085
抚顺特钢	52000	43	67	0.13	6384

数据来源：wind，公司公告 安信证券研究中心

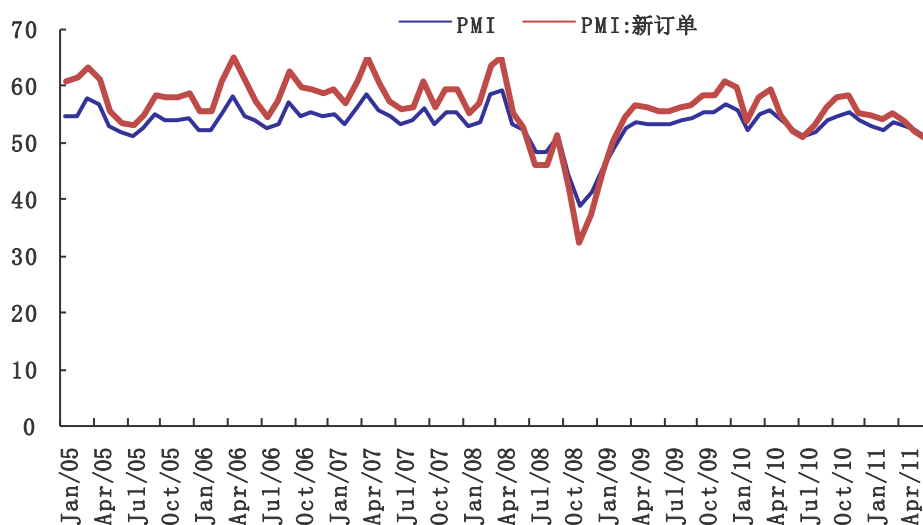
2. 三季度下游需求不乐观

由于钢铁处于产能周期的末端，产能过剩和铁矿石成本这两个长期制约行业盈利能力的因素已经出现缓和，因此下游需求成为了决定行业盈利能否提振的关键因素。但从 PMI 和 PMI: 新订单连续的环比下滑以及下游行业的需求来看，我们对三季度钢铁的需求存在担忧。

以冷轧为例，受到汽车的冲击最为明显。在小排量车购置税减免优惠政策取消、北京的摇号限购政策、油价高企、汽车消费信贷紧缩等诸多不利因素影响下，今年以来汽车行业的景气程度下滑剧烈，汽车销量和产量的增速都大幅下滑，并且还看不到汽车行业复苏的迹象。这也极大影响了冷轧的需求，使得今年上半年冷轧的价格、库存情况明显弱于其他品种，且三季度的盈利能力也堪忧。汽车景气的企稳回升可能至少要

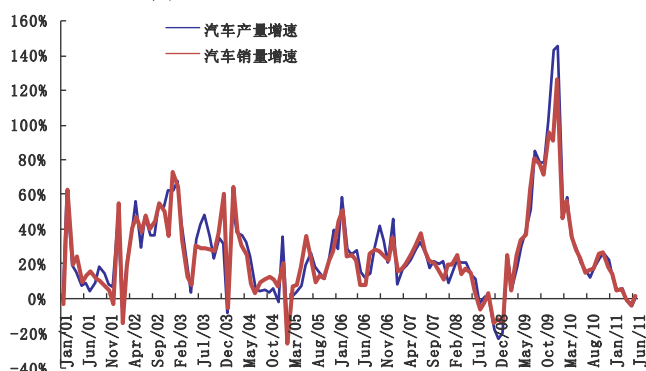
在三季度末四季度初才会出现。

图 11 PMI、PMI 新订单连续环比下滑



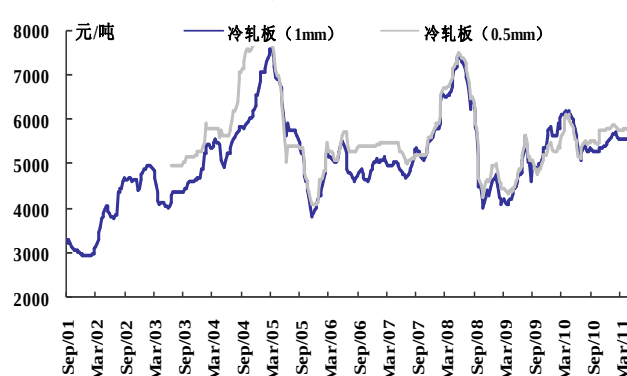
数据来源: wind 安信证券研究中心

图 12 汽车产量、销量增速同比增速大幅下滑



数据来源: wind 安信证券研究中心

图 13 冷轧价格走势疲软

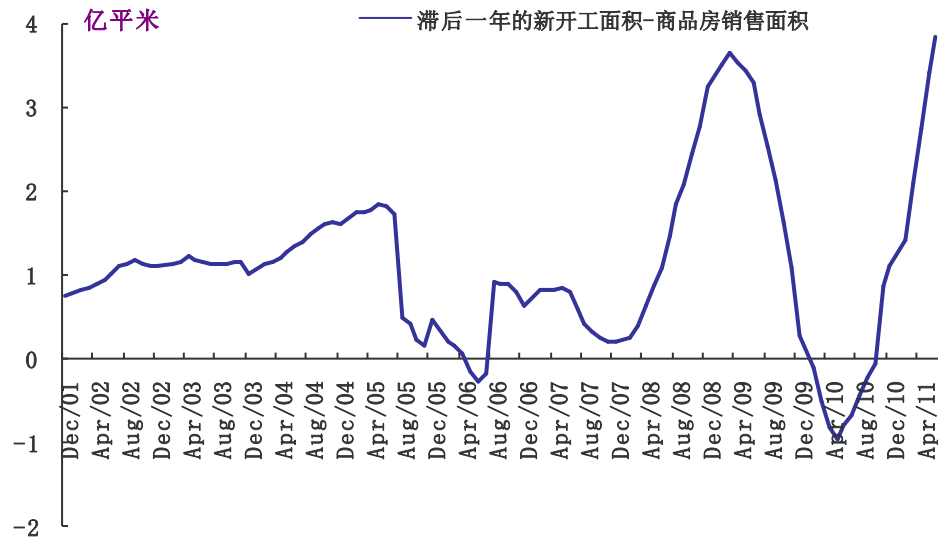


数据来源: mysteel 安信证券研究中心

展望 2011 年三季度，需求不容乐观。根据安信策略的观点，今年的情况跟 2010 年有比较大的差异，一方面政策的刺激力度在减弱；另一方面，在信贷紧缩的背景下，汽车、地产、工程机械的需求都受到抑制。如果以 2004 年-2005 年上半年的信贷紧缩周期为例，我们很难看到信贷相关的可选消费需求有很大上升。

下半年需求最大的不确定性在于房地产，房地产是目前库存积累最严重的行业，并且还没有开始去库存化进程。从上市公司季报或者国家统计局统计的商品住宅新开工面积与商品住宅新开工面积剪刀差来看，地产库存处于累积阶段而非去化阶段；结合目前的房地产企业现金流以及销售情况分析，房地产企业的现金流已经趋向紧张；如果三季度商品房成交量没有出现有效放大，那么存货的积累叠加现金流短缺，导致房地产投资调整行为在所难免，这将对钢铁的需求形成巨大冲击。6 月份房地产投资的下滑也提示了风险。

图 14 地产库存处于累积阶段



数据来源: wind 安信证券研究中心

3. 三季度超预期因素可能来源于保障房和限电

钢铁行业下半年尤其是三季度可能的超预期因素来自于保障房建设和限电两方面，分别对应了需求端和供给端。

需求端超预期的因素来自于保障房建设的力度是否加大。由于住建部要求 11 月底前保障房必须全部开工，今年的保障房建设任务分配较去年更为明确、细致，且与地方政府的政绩挂钩，担负着应对潜在的房地产投资下滑风险的任务，因此我们认为今年的保障房完成情况会好于去年。我们按照今年实际完工达到 40%，即完工 400 万套，加上去年未完工的 220 万套，今年总共建设完工的保障房达到 620 万套。在 7 级抗震强度下普通住宅建筑钢筋用量：小高层 11~12 层标准为 50~52 公斤/平米，按照保障房平均每套 60 平米，每平方米用钢 50kg 计算，则保障房对应 3.72 亿平米，带来的钢材需求达到 1860 万吨，这部分需求集中于螺纹钢和线材。保障房建设相对去年的增量大致相当于 2010 年商品房新开工面积的 9%，如果房地产投资发生大幅下滑，保障房带来的增量是无法弥补的；但如果房地产的销售情况较好，那么房地产投资的下滑可能不会很剧烈，这样保障房的增量能够保障建筑钢材的需求情况。

供给端超预期的因素来自于限电是否结合淘汰落后产能。从目前的用电荒来看，对钢铁产量的影响比较有限，粗钢产量屡创新高。即使到了暑期用电高峰，正常的限电对钢铁的影响也不大，因为缺电主要是华东地区，华东地区集中了大中型钢厂，一方面地方政府不大会大规模地限电大中型钢厂，另一方面大中型钢厂自备电的比例都非常高，加上本身年中钢厂也要进行适度的检修，因此正常限电的影响不大。

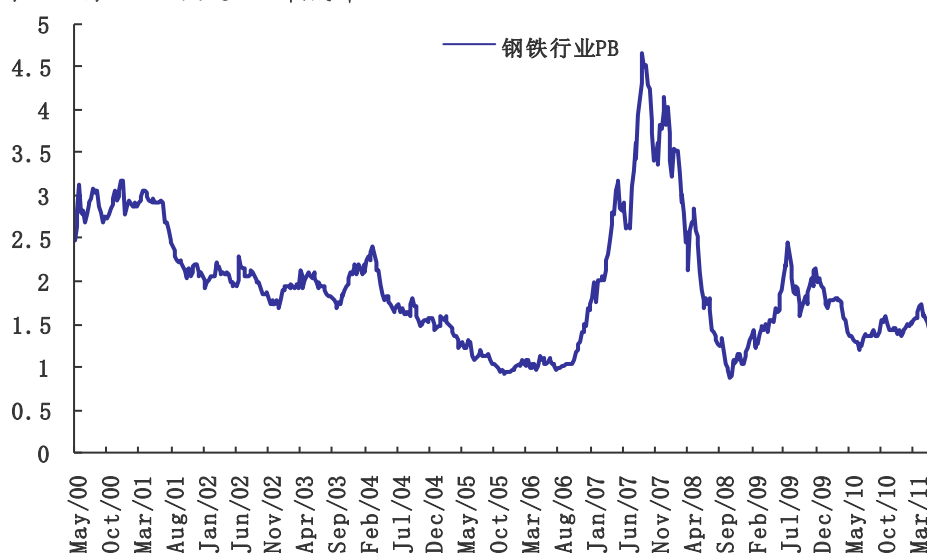
今年钢铁行业淘汰落后产能目标任务再次调高为：炼铁 3122 万吨，炼钢 2794 万吨，淘汰的目标较高，在行业产能过剩情况已经大幅缓解的情况下，这样的淘汰力度会加速钢铁行业走向供需平衡。但执行情况仍存有很大的疑虑。去年 9 月，拉闸限电结合了淘汰落后产能使得 2010 年 9 月日均粗钢产量环比下降 5.5%。今年的限电如果也结合淘汰落后产能，对河北等地的小钢厂拉闸限电，则会造成产量下降，供需改善，钢价上行，并使得铁矿石需求不济，矿价下跌，带来钢铁上市公司盈利的改善。但我们认为今年重演去年的拉闸限电的可能性不大，一方面去年的方式饱受争议，另一方面现在通货膨胀处于高位，拉闸限电带来大宗商品价格上涨，推高 PPI 与目前的调控方向不相符。

4. 投资评级与建议

产能周期末端属于黎明前的黑暗，趋势性投资机会尚需等待。由于三季度钢铁行业的需求不乐观，中报和三季度盈利都不乐观，因此我们维持钢铁行业“同步大市-A”的评级。但我们认为行业的 PB 已经接近 08 年的底部，行业吨钢市值（以 2010 年产量衡量）仅 2675 元/吨（若以产能衡量，并剔除特钢类公司将更低），低估值也为行业提供了安全边际；而且铁矿石现货价三季度可能出现松动，我们认为行业大幅跑输指数的可能性很小。下半年钢铁行业的机会可能来自于：四季度协议矿价下跌带来钢铁行业的盈利出现回升；保障房建设加速；限电结合淘汰落后产能带来产量的收缩、钢价上行、矿价下跌。

我们认为估值偏低的股票将会获得相对行业的超额收益，推荐新钢股份、新兴铸管、攀钢钒钛、宝钢股份。新钢股份低估值高弹性，在行业盈利好转时将极大受益，且有转股动力；新兴铸管长期看点：铸管龙头盈利稳定+涉足深加工带来的产品差异化，中期看点：新疆战略+资源战略，短期看点：离心浇铸复合管近期投产；攀钢钒钛：钒钛的资源价值有望得到提升，钛的价格上涨带来中报的业绩可能超预期，大股东 10.55 元的增持价提供了一定的安全边际。宝钢股份：盈利较稳定、估值优势提供了安全边际。

图 15 行业 PB 接近 08 年底部



数据来源：wind，安信证券研究中心

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034