

动态跟踪报告

证券市场

2009 年 A 股市场投资策略周报

2009 年 1 月 12 日

定期策略报告

不悲不亢

策略分析师助理 赵谦

电话: 021-68866295

Email: zhaoqian@guosen.com.cn

策略分析师助理 黄海培

电话: 021-68864598

Email: huanghpei@guosen.com.cn

策略分析师 崔嵘

电话: 021-6886202

Email: cuirong@guosen.com.cn

● 美股的春天已经到了，A 股的春天还会远吗？

1、美国经济目前所处的阶段：驱动康德拉季耶夫长波周期的主要因素是创新，每一个基础技术创新阶段都与一个特定的经济发展时期相对应：创新的介绍期—复苏、扩善期—繁荣、成熟期—衰退、衰落期—萧条，正是创新的生命周期引致了长波的轮回。从信息产业目前所处的阶段以及美国经济周期的表现可以看出，美国经济已经进入了萧条期，类似于 1975-1982 年的状况。2、美国股市目前所处的阶段：通过房地产周期中不同阶段行业轮动表现以及美国股票市场的一般轮动规律，我们可以得出一个明确的结论：熊市中后期表现最好的是公用事业，熊市末期和牛市初期表现最好的是金融行业和房地产信托基金（REITs）。11 月份以前，公用事业指数的表现明显好于 SP500 指数，而金融和 REITs 表现明显弱于 SP500 指数，显示 SP500 指数处于明显的熊市初期和中期阶段。但 11 月份以后，公用事业指数出现分化，电力表现已经开始落后，而 REITs 明显开始超越 SP500 指数，金融板块大部分也开始明显好于 SP500 指数，从指数的表现看，美国股市至少已经呈现出熊末牛初的特征，由于金融板块的重要性，未来还需要我们继续关注其表现。结合消费支出数据的分析，我们认为美国股市的春天已经到来，A 股的春天也已经不远，未来一段时间都是战略性建仓的良好时机，就 A 股短期而言，我们的观点是不悲不亢，因为目前处于明显的资金面宽松和业绩面恶化的对立阶段，短期趋势无法确定，需要等待市场给出自己的答案。

● 工厂订单持续下滑 失业率升至 16 年高点

美国 11 月份工厂订单环比下降 4.6%，超出市场预期的下降 2.2%。需求萎缩是工厂订单下降的主因。耐用消费品库存环比增加 0.4%，达 1992 年以来的最高水平；而非耐用消费品库存环比下降 1.4%，连续三个月下降，其中石油和煤炭降幅最大，这部分解释了近期油价反弹的原因。12 月美国非农就业人口再次暴跌 52.4 万，为第二次世界大战以来的最差表现，高于市场预期的 50 万人；失业率升至 16 年最高水平的 7.2%，高于预期的 7.1%，为 1993 年以来最高。值得注意的是，服务业就业持续大幅下降，劳动密集型服务业占就业人口的大部分，通常对裁员有缓冲作用，但近两个月数据却异常恶化。

● 除景气明确向上的行业外，银行板块开始值得重点关注

展望 09 年 1 季度：09 年 1 季度可能处于上一轮经济周期下降的末期与下一轮经济周期初期的过渡阶段，1、大部分消费类行业收入增速将处于下滑状态而且其相对估值偏高；2、大部分周期类行业仍然处于明确下行阶段。从自上而下的行业选择角度而言，唯有电气设备、部分建筑股和部分受益于 3G 投资预期拉动的通信设备股增长明确且相对估值合理。基于对短期市场走势的不确定性，因此我们目前建议超配的行业仍然是景气向上的电力设备、部分建筑股、部分受益于 3G 投资预期拉动的通信设备股以及大部分 08 年动态 PE 位于 15-20 倍且业绩增长明确的中小公司（景气独立于行业）。另外银行板块（尤其是中小银行）值得开始重点关注，我们认为市场如果突破向上，那么银行板块很有可能是贡献力度最大的板块之一。

独立性申明：

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。

目录

1 月份震荡向上概率大	4
投资策略：不悲不亢，中小银行值得重点关注	4
美股春天已到，A股的春天还会远吗？	4
从康德拉季耶夫长波周期看美国经济未来运行：已经正式步入萧条期	5
除景气明确向上业绩增长确定的行业外，银行板块开始值得重点关注	6
上周市场回顾	6
新年难改震荡格局	6
焦点事件：产业双轮驱动，珠三角欲超长三角	8
海外市场：工厂订单持续下滑 失业率升至 16 年高点	9
市场运行特征	12
A股市场	12
全球股市	13
市场估值水平	15
A股估值水平	15
“中国资产”估值比较	16
重点行业和公司点评	19
重点行业	19
有色金属	19
钢铁	19
通信运营	19
重点公司	19
浦发银行	19
金陵药业	20
免责条款：	21

图表目录

表 1: 房地产周期中股票市场典型的行业轮动状况	4
图 1: 美国股市行业轮动图	4
图 2: 熊市以来美国主要行业与SP500 指数走势图	5
图 3: 11 月 20 日以来美国主要行业与SP500 走势图	5
表 2: 康氏长波周期的划分	6
图 4: 上证A股近 1 月走势图	7
图 5: 广东省与上海市第三产业比重比较	8
图 6: 广东上海工业增加值增速对比	9
图 7: 广东上海固定资产投资增速对比	9
图 8: 美国月度失业率及非农就业人数	9
图 9: 美国月度各行业就业人口增减 (单位: 万人)	9
图 10: 美国工厂耐用品订单三个月移动平均同比增速 (1993/2-2008/11)	10
图 11: 欧元区实际GDP季度环比增长率	10
图 12: 各成份对欧元区实际GDP增长率的贡献	10
图 13: 英国和欧洲央行利率 (2004/6-2008/1/8)	11
图 14: 欧元区月度失业率 (1998/12-2008/11)	11
图 15: A股不同行业指数阶段涨跌幅	12
图 16: A股不同行业资金流量相对值	12
图 17: A股不同风格指数阶段涨跌幅	12
图 18: A股不同风格指数阶段资金流向系数	12
图 19: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名	13
图 20: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名	13
图 21: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名	14
图 22: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名	14
表 3: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览	14
图 23: 05 年以来上证指数PE估值区域 (PE-Band)	15
图 24: 05 年以来上证指数PB估值区域 (PB-Band)	15
图 25: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图	15
图 26: 行业动态PB-ROE矩阵散点图	16
图 27: 中国资产分行业PE估值比较	16
图 28: 中国资产分行业PB估值比较	16
图 29: A/H整体溢价率历史走势图	17
图 30: A/H个股溢价率对比散点图	17
表 4: 主要H股、红筹公司估值水平及近期表现一览表	17

1 月份震荡向上概率大

投资策略：不悲不亢，中小银行值得重点关注

美股春天已到，A 股的春天还会远吗？

从经济周期的角度而言，目前美国经济处于康德拉季耶夫长波周期的萧条期和房地产大周期（对于美国而言，一般 18 年左右）的下降后期。

美国自 1945 年以来的房地产周期可以大致划分为 4 个阶段：1) 1945-1961；2) 1961-1975；3) 1975-1990；4) 1990-2009。1990 年以来的房地产大周期在 06 年达到高峰，目前已经回调了 3 年，按照统计规律而言，一般调整时间大约在 3~3.5 年，因此，很明确，房地产周期已经进入到了下降周期的后期，将于 09 年中期之前见底，对此，我们将保持密切关注。

而对于房地产周期中典型的行业轮动顺序如下：

表 1：房地产周期中股票市场典型的行业轮动状况

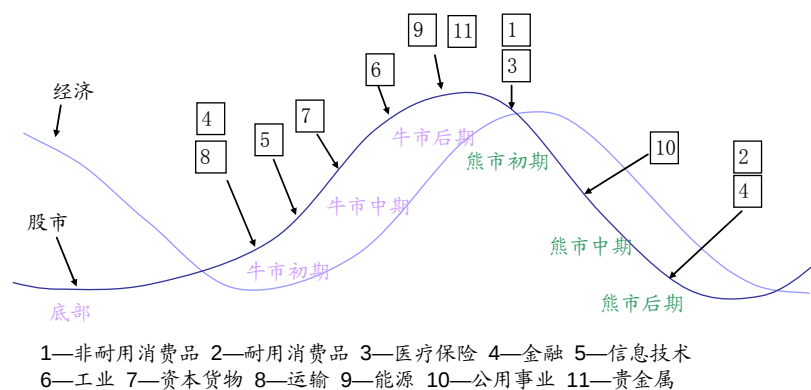
	扩张早期	扩张后期	下降早期	下降后期
表现更好的行业	金融、REITs、小盘股	工业、可选消费类	稳定的消费类、公用事业	金融、小盘股
表现更差的行业	公用事业、稳定的消费类、大盘股	金融	可选消费类、REITs	公用事业、稳定消费类、工业

数据来源：国信证券经济研究所

金融板块之所以在经济下降后期表现良好，主要原因在于 1、市场更多的开始关注经济状况触底后的好转，对资产质量恶化的预期在好转；2、经济后期，随着利率的大幅下降，信贷开始恢复，存款定期化的趋势开始弱化；3、利率下降接近底部，息差的影响已经微不足道。

直观的表示，一轮完美的行业轮动大致顺序如下，通过对于规律性的把握，我们可以通过特定行业一段时间的市场表现来佐证股市是否已经真正见底。

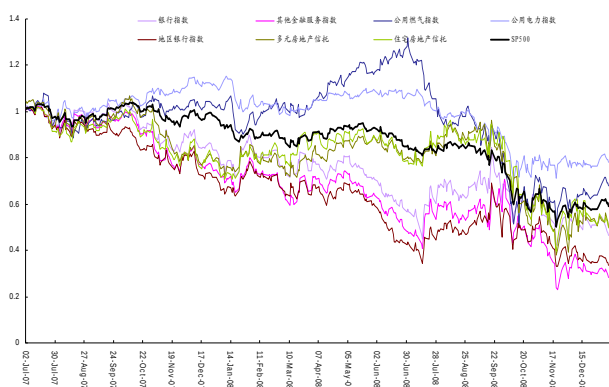
图 1：美国股市行业轮动图



数据来源：国信证券经济研究所

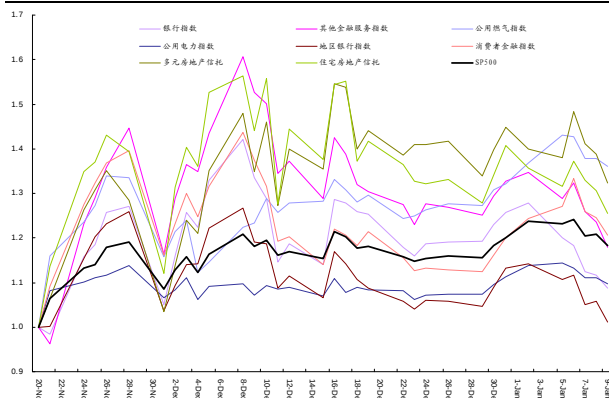
通过房地产周期中不同阶段行业轮动表现以及美国股票市场的一般轮动规律，我们可以得出一个明确的结论：熊市中后期表现最好的是公用事业，熊市末期和牛市初期表现最好的是金融行业和 REITs。因此我们可以用一段时间内这两个行业的表现来判断出当前美国股市是否已经处于底部阶段。

图 2：熊市以来美国主要行业与 SP500 指数走势图



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日

图 3：11 月 20 日以来美国主要行业与 SP500 走势图



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日

从上图可以明显地看出（大致划分为：红色代表金融、蓝色代表公用事业、黄色代表 REITs，黑色代表 SP500 指数），07 年 6 月 SP500 指数见顶以来，11 月份以前，公用事业指数的表现明显好于 SP500 指数，而金融和 REITs 表现明显弱于 SP500 指数，显示 SP500 指数处于明显的熊市初期和中期阶段。但 11 月份以后，公用事业指数出现分化，电力表现已经开始落后，而 REITs 明显开始超越 SP500 指数，金融板块大部分也开始明显好于 SP500 指数，从指数的表现看，美国股市至少已经呈现出熊末牛初的特征，由于金融板块的重要性，未来还需要我们继续关注其表现。

前几次的策略周报中我们通过对美国消费支出与股市的相关性以及消费支出的趋势分析中得出美股已经见底的概率很大，此次通过对美国股市不同阶段特征的分析更加确定了我们的结论：美国股市已经至少处于底部区域，因此，我们想表达的是：美股的春天已经到来，A 股的春天也即将到来，对于目前的 A 股市场，我们仍然维持战略性建仓的判断，而就未来一周的短期趋势而言，我们的观点是不悲不亢，因为目前处于明显的资金面宽松和业绩面恶化的对立阶段，短期趋势无法确定，需要等待市场给出自己的答案。

从康德拉季耶夫长波周期看美国经济未来运行：已经正式步入萧条期

自从人类社会进入工业化时代以来，大致已经经历了五个这样的周期，分别是：1)以纺织业为主导产业的经济周期（1780-1840）、2)以钢铁冶炼为主导产业的经济周期（1840-1892）、3)以石油和重化工业为主导产业的经济周期（1892-1948）、4)以汽车和电子计算机为主导产业的经济周期（1948-1990）、5)信息产业为主导产业的经济周期（1990-至今）。康氏长波产生的原因在于技术创新生命周期的内在扰动。荷兰经济学家冯·丹因教授认为，任何一次基础技术创新都要经历四个阶段，即新技术的介绍阶段、扩散阶段、成熟阶段和衰退阶段。每一个基础技术创新阶段都与一个特定的经济发展时期相对应：介绍—复苏、扩善—繁荣、成熟—衰退、衰落—萧条，正是创新的生命周期引致了长波的轮回。

在周期的繁荣阶段，也就是一些先进国家利用其垄断优势进行创新的阶段。由于当时只有少数几个先进的国家具有该产品的供给能力，加之人们对创新产品的需求弹性较高，整个世界对周期主导产业产品的需求大于其供给，因而在周期的繁荣时期，资本主要投入生产过程，并通过大批量生产来扩大市场份额，实现规模经济。随着时间的推移，一些后进国家通过“干中学”也渐渐掌握了生产该产品的技术，于是该产品的市场总供给将会趋于增加，而该产品的市场需求则会逐渐趋于饱和，因为从产品生命周期的角度来，该产品在此阶段已趋于成熟，而

对于趋于成熟的产品来说，其收入的需求弹性是递减的。厂商为保持产品的市场份额，不得不设法降低生产成本，因而产品和技术进入了成本竞争阶段，周期的衰退阶段便会来临。在周期的衰退阶段，一些有远见的厂商或国家可能会将资本从生产原有主导产品上撤出，去从事更新产品的研制与开发活动，这种创新活动一开始是个别的，但随后就会逐步产生示范效应而导致创新的群集。于是个别企业的创新活动最终会演变成为一场技术革命，并在此过程中产生一个新的主导产业，结果一个由新主导产业推动的新的繁荣周期又会来临。

对于先进的工业化国家来说，在繁荣期的后期，由于不断有低成本的后进国家进入市场竞争，因而在其工资成本不能降低的情况下可能出现经济衰退，但是当这些先进的工业化国家能够因此在衰退期率先进行技术创新时，那么他们便能在未来的新周期中稳获创新利润并重新实现经济的快速增长，美国二战至今经历的几次经济波动和技术创新的周期性变化说明了美国历次的经济繁荣与其在技术创新中的领先地位密不可分，而经济增速减缓甚至衰退主要是由于面临来自于后进国家的成本竞争所致。对于那些后进的国家来说，长周期对它们的影响正好相反，在繁荣期的后期，他们能够通过“干中学”以比先进工业化国家更低的成本进入国际市场竞争并取得足够大的市场份额，它们的经济就会快速增长。

从信息产业目前所处的阶段以及美国经济周期的表现可以看出，很明确美国已经进入到了萧条期，类似于 1975-1982 年的状况。

表 2: 康氏长波周期的划分

	繁荣	衰退	萧条	回升	标志创新技术
第一波	1782-1802	1815-1825	1825-1836	1838-1845	纺织机、蒸汽机
第二波	1845-1866	1866-1873	1873-1883	1883-1892	钢铁、铁路
第三波	1892-1913	1913-1929	1929-1937	1937-1948	电气、化学、汽车
第四波	1948-1966	1966-1973	1973-1982	1982-1991	汽车、计算机
第五波	1991-2001	2001-2009	2009-?	?	信息技术

数据来源：国信证券经济研究所

除景气明确向上业绩增长确定的行业外，银行板块开始值得重点关注

回顾 11 月份以来的市场表现：1、受益于 4 万亿政策刺激的工程机械、水泥相对估值已经偏高，而其未来一段时间始终还是要受到房地产投资下滑的影响；2、受益于煤价大幅下跌的火电行业面临相对估值偏高和煤价大幅下跌阶段结束的束缚；展望 09 年 1 季度：09 年 1 季度可能处于上一轮经济周期下降的末期与下一轮经济周期初期的过渡阶段，1、大部分消费类行业收入增速将处于下滑状态而且其相对估值偏高；2、大部分周期类行业仍然处于明确下行阶段。从自上而下的行业选择角度而言，唯有电气设备、部分建筑股和部分受益于 3G 投资预期拉动的通信设备股增长明确且相对估值合理。基于对短期市场走势的不确定性，因此我们目前建议超配的行业仍然是景气向上的电力设备、部分建筑股、部分受益于 3G 投资预期拉动的通信设备股以及大部分 08 年动态 PE 位于 15~20 倍且业绩增长明确的中小公司（景气独立于行业）。另外银行板块（尤其是中小银行）值得开始重点关注，我们认为市场如果突破向上，那么银行板块很有可能是贡献力度最大的板块。

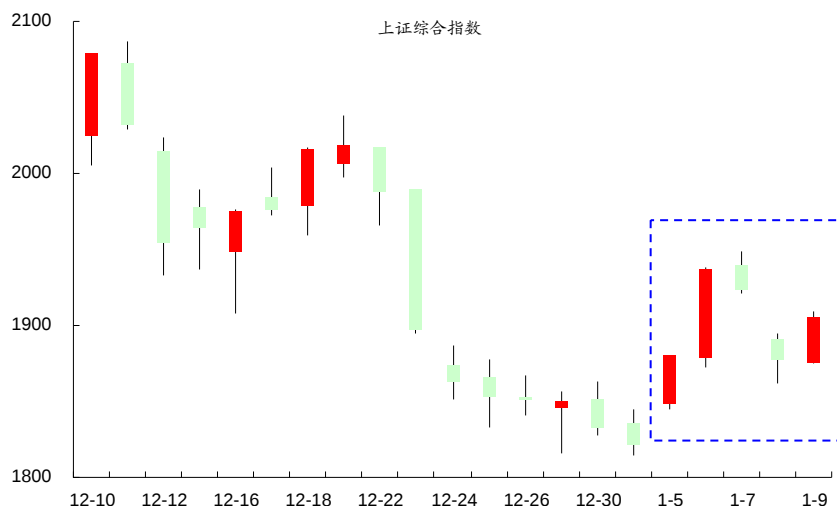
上周市场回顾

新年难改震荡格局

上周五上证综指报收于 1904.86 点，同比上涨 4.62%。煤炭、有色、房地

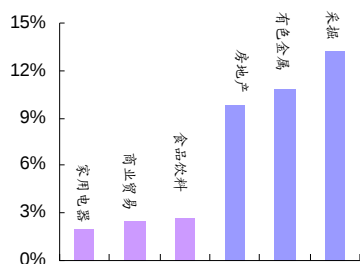
产板块拉出一波上扬行情，成功狙击了上半年尾连续阴跌的走势，形成了三阳夹两阴的震荡格局。

图 4：上证 A 股近 1 月走势图



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名



数据来源：WIND 数据库，截至 1 月 11 日

上周煤炭板块走势强劲，周涨幅达到 13.18%，超出了上证指数 8.54 个百分点。其中平煤股份、潞安环能、西山煤电等部分二线煤炭股本周涨幅均在 20% 以上。近期煤价小幅反弹是刺激该板块重新强于大盘的最主要因素：山西产煤地的坑口价近期反弹幅度在 5% 左右，中转地秦皇岛港动力煤平仓价最近半个月涨幅更大，在 5-10% 之间，消费地广州港的动力煤涨幅也在这一范围。

我们认为近期煤价的反弹主要有以下几个原因导致：1、由于上游煤炭企业主动发煤量的减少，以及春运的开始，港口的煤炭运入量在继续下降，而下游电力企业因冬季用电高峰的来临，电煤需求环比有所反弹。导致，港口的煤炭库存近期持续下降，秦皇岛港库存从最高点 923 万吨下降了 40% 多，到 520 多万吨。这是引发港口煤价较大幅度反弹的最主要因素。2、自 08 年中期开始，煤炭股价格紧随国际原油价格走势，而国际油价受中东不稳定因素，以及美国增加石油储备的影响，近期也有所反弹，从最低 30 多美元/桶，最高反弹到 50 美元/桶。3、下游钢铁库存近期也持续下降，部分钢厂开始上调钢材价格，对煤价有一定的刺激作用。

因此，短期来看，煤价和煤炭股的走势可能还会相对较强。煤炭行业中长期是否继续向好，还得密切关注发电量增速、钢价等现行指标。我们对煤炭行业及板块的中期走势依然持谨慎态度。煤价经历了 08 年下半年的大幅回落之后，09 年业绩下滑难以避免，从估值角度来看，目前主流煤炭股 09 年动态 PE 均在十几倍，与整个市场估值水平相比，没有优势。投资者短期可以适度参与煤炭股的反弹，但长期投资的时机还需等待。

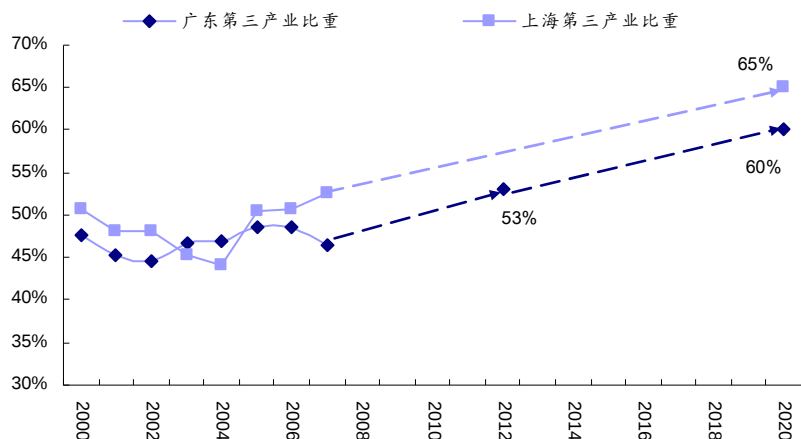
有色金属板块上周涨幅超过 10%，有色金属价格出现大幅上涨。而自前一周以来，有色金属价格就已经出现了强力反弹。这波有色金属价格的反弹主要是受原油价格反弹及商品指数基金权重调整所带动。在下游需求不旺的情况下，价格不具备持续上涨的动能。金属价格在 09 年上半年将维持底部低迷的走势，不排除中间有阶段性的反弹。这种反弹机会可能来自于突发性的供应中断（如罢工行为）、流动性大幅缓解、美元大幅贬值、原油价格快速上涨等，而更多的可能是长时间价格低迷导致从而使短期供应下降速度快于需求的下降速度。

同时，09 年将矿产品进口环节增值税税率由 13% 提高到 17%，是向国内矿产品增值税靠拢，力求公平。由于经济衰退需求下滑，对矿山原料需求也大幅减弱。提高进口矿产品增值税一方面是与国内接轨，另一方面也是维护国内矿山企业的利益，保持外贸稳定增长。而对加工贸易禁止类目录进行调整，铜精矿加工贸易的恢复将利于江西铜业、云南铜业、铜陵有色等进口铜矿冶炼企业。整体而言，政策对行业偏利好。但行业趋势依然向下，维持对行业“中性”的投资评级。

焦点事件：产业双轮驱动，珠三角欲超长三角

发改委 8 日公布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008 - 2020 年）》。纲要提出，珠三角要建设以现代服务业和先进制造业双轮驱动的主体产业群，形成产业结构高级化、产业发展集聚化、产业竞争力高端化的现代产业体系。到 2012 年，珠三角率先建成全面小康社会，人均 GDP 达到 80000 元，服务业增加值比重达到 53%，到 2020 年，珠三角地区人均地区生产总值达到 135000 元，服务业增加值比重达到 60%；城镇化水平达到 85% 左右，形成粤港澳三地分工合作、优势互补、全球最具核心竞争力的大都市圈之一。

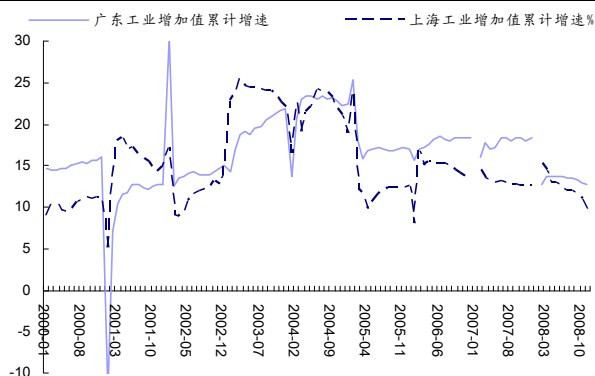
图 5：广东省与上海市第三产业比重比较



数据来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所

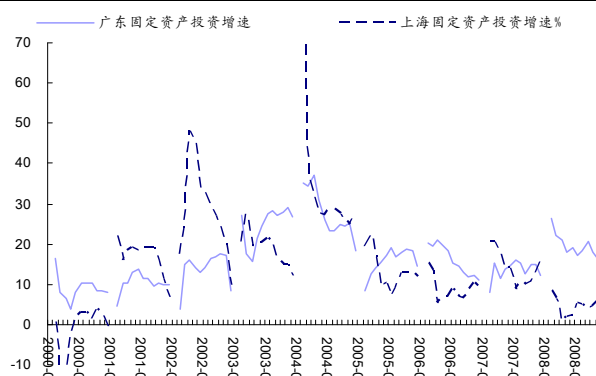
珠三角主要指广东珠江三角洲沿线的广州、深圳、珠海、佛山、江门、东莞、惠州、肇庆及中山等九个城市。土地面积占广东省 30%，年生产总值却占全省 80% 以上，也是中国经济最为发达的地区之一。广东的产业结构目前仍存在着一些突出的问题，比如低附加值的产业在整个产业结构中的比重过大。广东必须寻找新的增长点，而区域经济一体化是一个很好的突破口。

图 6: 广东上海工业增加值增速对比



资料来源: WIND 数据库, 国信证券经济研究所, 截至 1 月 11 日

图 7: 广东上海固定资产投资增速对比



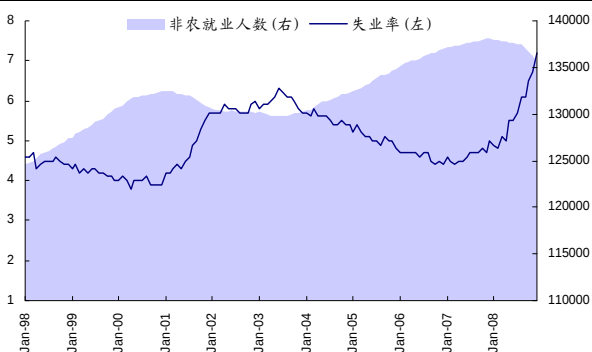
资料来源: WIND 数据库, 国信证券经济研究所, 截至 1 月 11 日

珠三角规划与长三角的规划都要求两个三角洲加快推进区域一体化的发展。但其中, 长三角“16+1”个城市分布在两省一市, 而珠三角就是广东省的九个城市, 所以珠三角在推进区域一体化方面要走得更快一点。从数据可以看出, 自 05 年以来, 广东的工业增加值和固定资产投资增速均高于上海, 可以看出国家对珠三角的重视程度。在《纲要》的指引下, 促进珠三角应对严峻挑战, 增创新优势, 更上一层楼, 未来的发展将进一步发挥对全国的辐射带动作用 and 先行示范作用。

海外市场: 工厂订单持续下滑 失业率升至 16 年高点

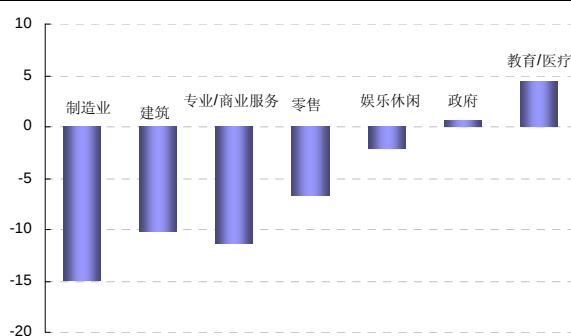
美国劳工部公布, 12 月美国非农就业人口再次暴跌 52.4 万, 为第二次世界大战以来的最差表现, 并连续 12 个月缩减, 高于市场预期的 50 万人; 失业率升至 16 年最高水平的 7.2%, 高于预期的 7.1%, 为 1993 年以来最高。值得注意的是, 服务业就业持续大幅下降, 劳动密集型服务业占就业人口的大部分, 通常对裁员有缓冲作用, 但近两个月数据却异常恶化。就业形势目前正以 1980 年代早期甚至 1970 年代中期以来所未见的程度趋于恶化, 这表明美国衰退程度严重, 甚至将超过 1981-1982 年的衰退期 (1980 年 5 月就业减少 43.1 万人)。

图 8: 美国月度失业率及非农就业人数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 9: 美国月度各行业就业人口增减 (单位: 万人)

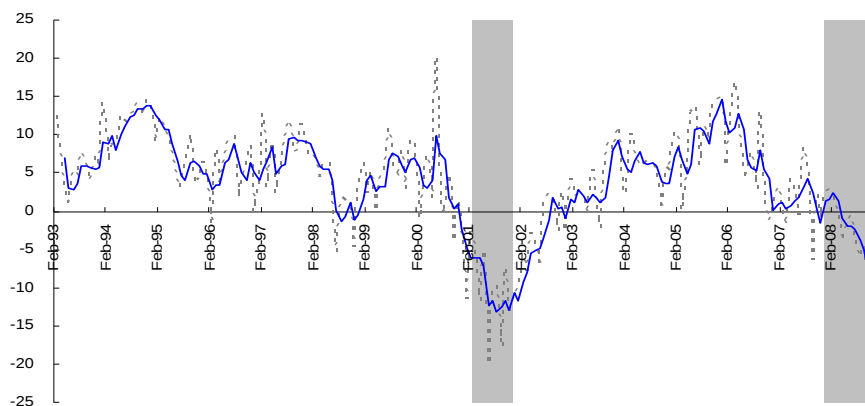


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

美国 11 月份工厂订单环比下降 4.6%, 为连续四个月下降, 降幅较前月的 6% 缩小, 但超出市场预期的下降 2.2%。需求萎缩是工厂订单下降的主因。其中, 耐用品工业订单环比下降 1.5%, 同比下降 13.7%; 非耐用品订单环比下降 7.4%。耐用品库存环比增加 0.4%, 达 1992 年以来的最高水平; 而非耐用品库存环比下降 1.4%, 连续三个月下降, 其中石油和煤炭降幅最大, 这部分解释了近期油

价反弹的原因。

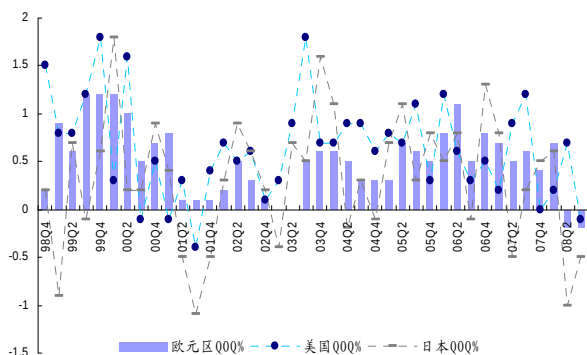
图 10: 美国工厂耐用品订单三个月移动平均同比增速 (1993/2-2008/11)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

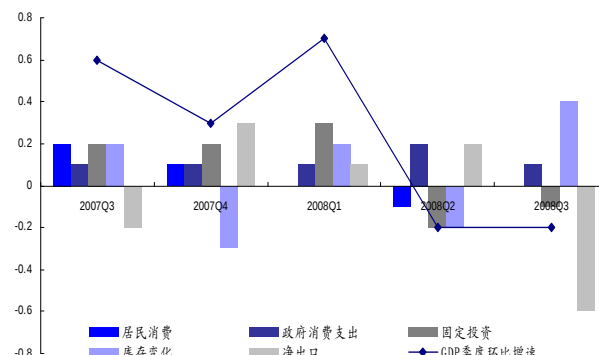
多项数据表明欧元区经济未来的表现并不会优于美国经济, 第三季度 GDP 环比增速修正值仍维持在下降-0.2%, 符合市场预期。其中, 居民消费支出持平于前季, 固定资产环比下降 0.6%。从各成分对于实际 GDP 增速的贡献来看, 净出口和固定资产投资下滑是拖累经济下滑的主要原因: 政府消费支出是 Q3 经济增长的重要支撑, 贡献 GDP0.1 个点, 低于初值; 净出口和固定资产投资分别拖累 GDP0.6 和 0.1 个点, 居民消费未贡献第三季度 GDP 增速。

图 11: 欧元区实际 GDP 季度环比增长率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

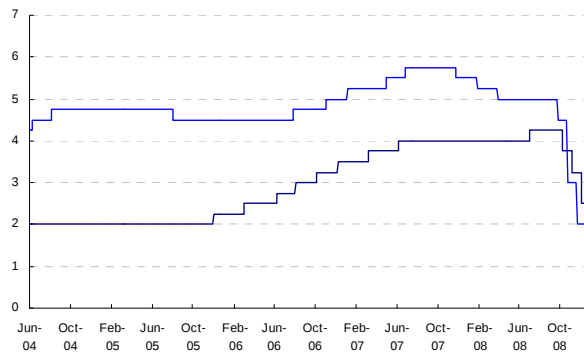
图 12: 各成份对欧元区实际 GDP 增长率的贡献



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

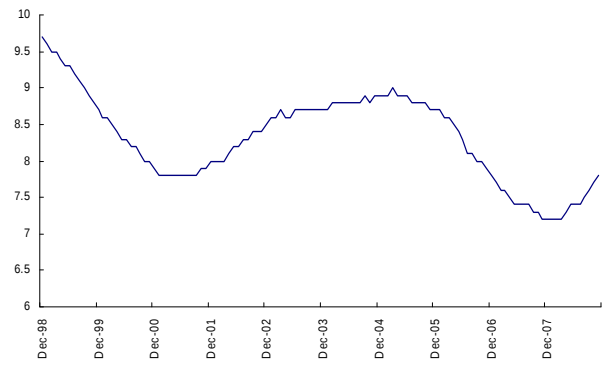
信贷紧缩导致企业削减开支, 欧元区失业率从 2008 年 3 月份的 7.2% 开始回升, 11 月失业率上升 0.1 个点, 至 7.8%, 为 2006 年底以来的最高水平, 符合市场预期。西班牙失业人数增长最快, 11 月已生至 13.4%。随着经济衰退的加深, 失业率将大幅上升, 为区内消费支出带来压力。英国央行于 1 月 8 日再次宣布降息 50bp, 至 1.5%, 基本符合市场预期, 为该央行成立三百年以来的最低水平。外汇市场在此之前已经充分反映了英国央行的降息预期, 因此在宣布降息决议之后, 英镑兑欧元及美元出现小幅反弹, 但随着英国经济基本面的持续恶化, 未来汇率依旧下行。

图 13: 英国和欧洲央行利率 (2004/6-2008/1/8)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 14: 欧元区月度失业率 (1998/12-2008/11)



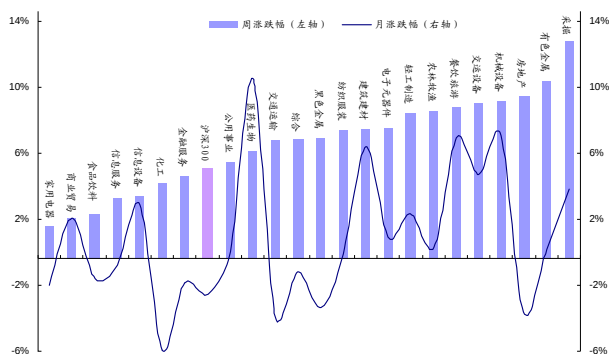
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

市场运行特征

本部分主要包括：A股不同行业、风格指数近期表现及特点；全球主要股指、主要行业指数近期表现及特点。

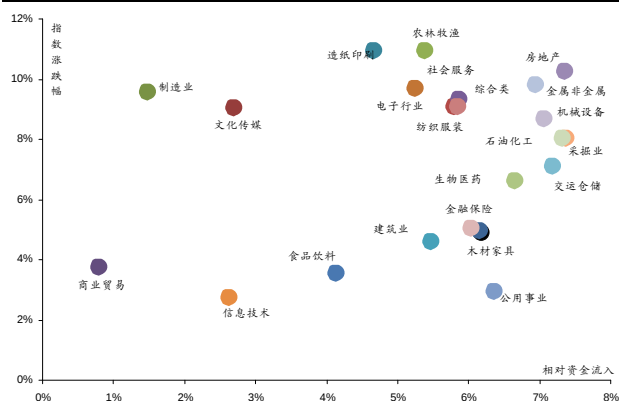
A股市场

图 15: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日

图 16: A 股不同行业资金流量相对值

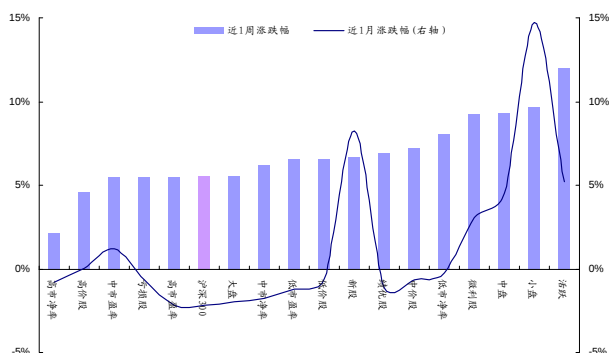


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日，

煤炭、有色、房地产板块领跑各大板块。家用电器、商业贸易、食品饮料涨幅较小。

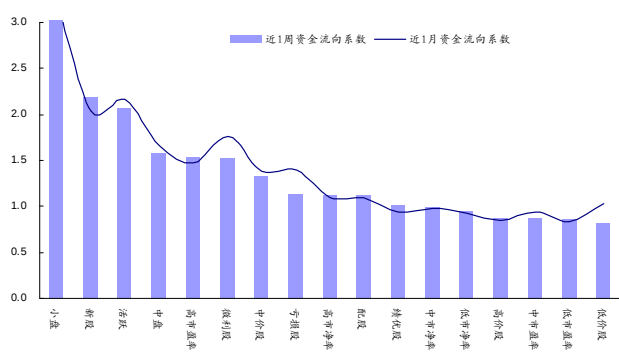
注：资金流量反映的是市场对股票超额的需求或者供给。我们把主动性买盘看成是资金流入、把主动性卖盘看成是资金流出，两者的差额如果为正，对该股票是超额需求；如果为负，则对该股票是超额供给。

图 17: A 股不同风格指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日

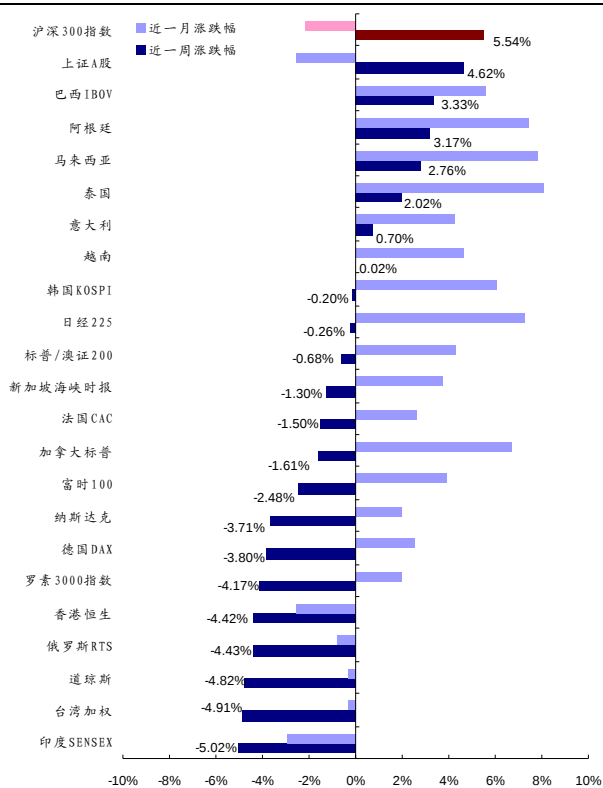
图 18: A 股不同风格指数阶段资金流向系数



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日
资金流向系数：板块成交额比重/流通市值比重

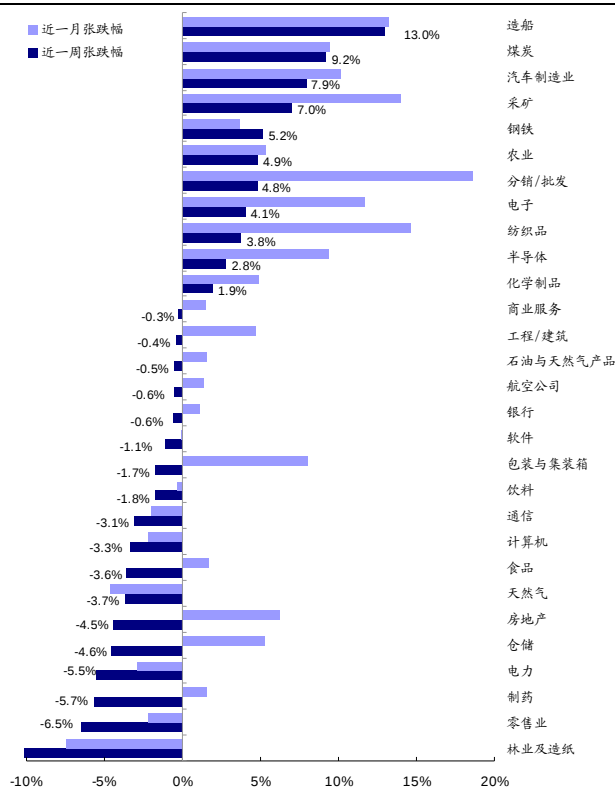
全球股市

图 19: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至1月11日

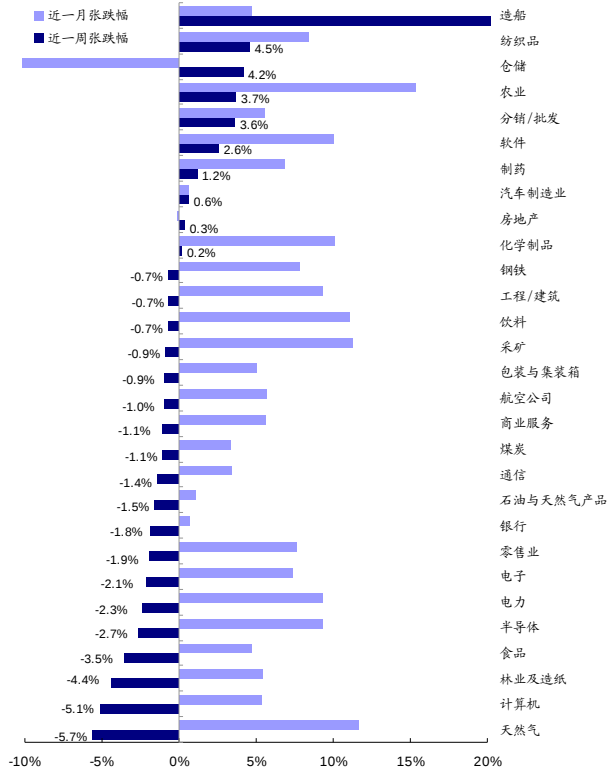
图 20: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至1月11日

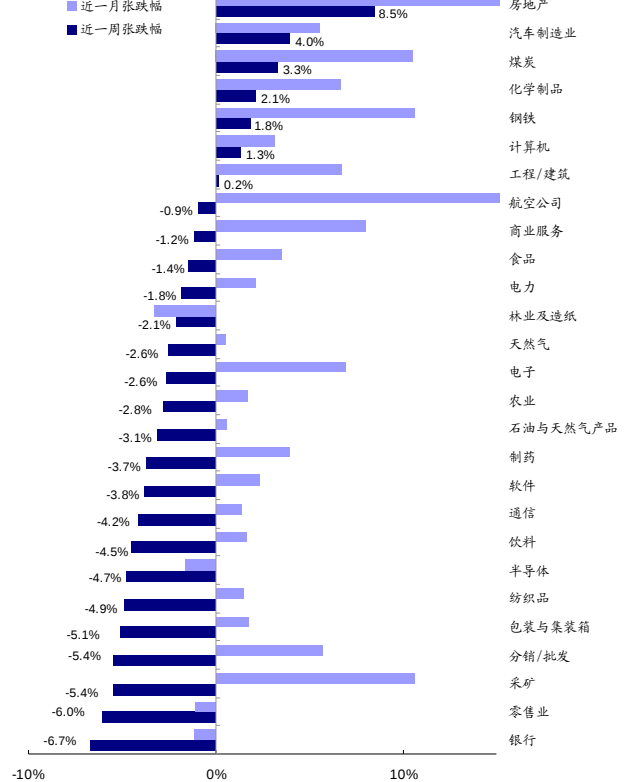
连续七周中国股市处于全球涨跌榜榜首或榜尾，成为全球波动最大的市场，这依然是体制缺位、信心不足的体现。欧洲造船板块由于前期超跌，上周反弹近50%。

图 21: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 1 月 11 日

图 22: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 1 月 11 日

表 3: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览

指数名称	07PE	08PE	07PB	08PB	1 月表现	半年表现	1 年表现	07ROE	08ROE
道琼斯	10.37	10.48	2.71	2.68	-0.35	-22.53	-31.79	26.13%	25.79%
日经 225	12.84	19.9	1.05	1.03	7.30	-32.23	-37.38	8.18%	5.18%
香港恒生	8.75	10.48	1.35	1.27	-2.58	-35.19	-46.49	15.43%	12.12%
俄罗斯 RTS	3.25	3.19	0.59	0.61	-0.79	-72.05	-72.63	18.15%	19.12%
印度 SENSEX	9.43	10.58	2.1	1.81	-2.93	-30.17	-54.84	22.27%	17.11%
沪深 300	13.47	12.28	2.08	1.95	-2.14	-35.05	-66.34	15.44%	15.88%
上证 A 股	14.78	13	2.11	2.14	-2.53	-33.32	-65.27	14.28%	16.46%
加拿大标普	10.84	9.78	1.49	1.42	6.69	-33.73	-33.36	13.75%	14.52%
富时 100	8.07	7.97	1.39	1.41	3.93	-15.45	-28.27	17.22%	17.69%
法国 CAC	8.47	8.75	1.16	1.06	2.67	-19.54	-38.57	13.70%	12.11%
德国 DAX	10.3	9.73	1.25	1.14	2.58	-22.26	-38.02	12.14%	11.72%
阿根廷	6.02	4.8	0.97	1.11	7.41	-38.13	-43.37	16.11%	23.13%
智利 ISPA	12.69	9.99	1.59	2.53	6.65	-9.46	-11.40	12.53%	25.33%
韩国 KOSPI	11.4	11.05	0.95	1.13	6.11	-25.28	-34.28	8.33%	10.23%
台湾加权	8.07	11.18	1.22	1.25	-0.31	-38.33	-44.36	15.12%	11.18%
泰国	7.46	8.1	1	1.02	8.07	-37.14	-42.36	13.40%	12.59%

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所, 截至 1 月 11 日

市场估值水平

估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

A 股估值水平

本部分主要包括：采取“PE/PB BAND”考察 A 股 PE、PB 估值区域变化；采取 PB-ROE 框架来进行 A 股和世界主要市场估值比较；采取 PB-ROE 框架来进行 A 股分行业估值对比，行业分类基准采取 GICS 行业标准。

上周略微上扬，A 股静态 PE15.7 倍，静态 PB2.4 倍左右。

图 23：05 年以来上证指数 PE 估值区域（PE-Band）



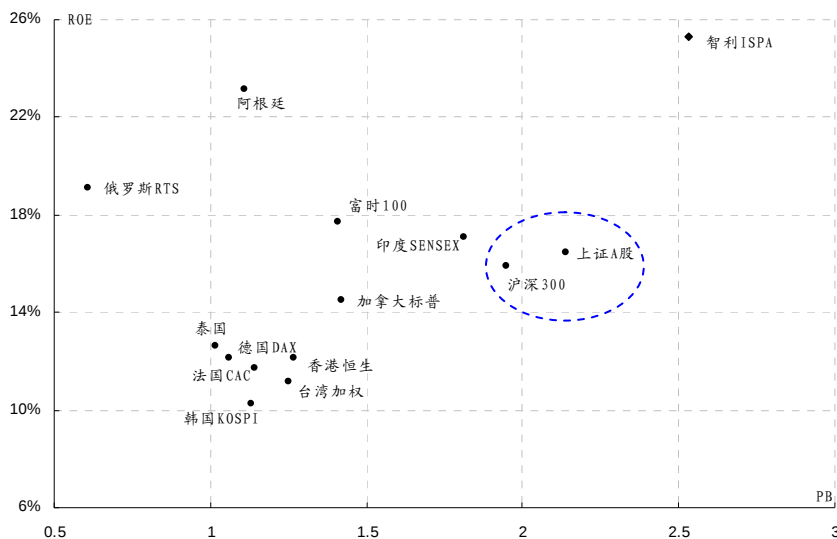
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日

图 24：05 年以来上证指数 PB 估值区域（PB-Band）



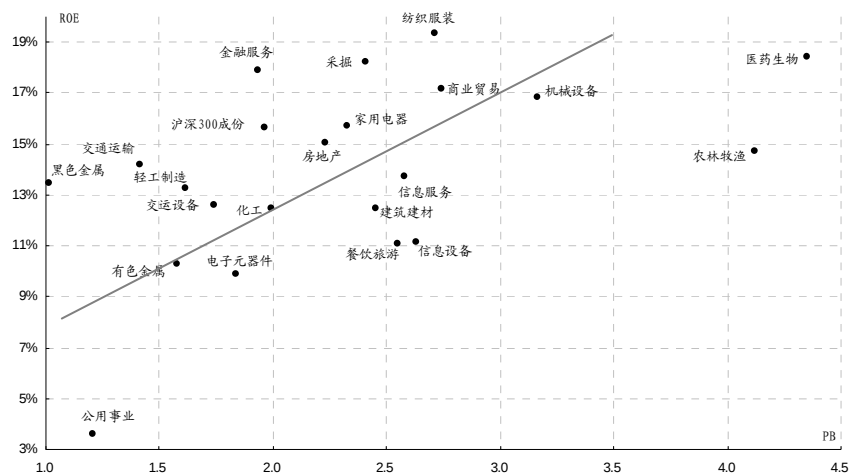
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 1 月 11 日

图 25：全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图



资料来源：Bloomberg 数据库，国信证券经济研究所，收盘价截至 1 月 11 日

图 26: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



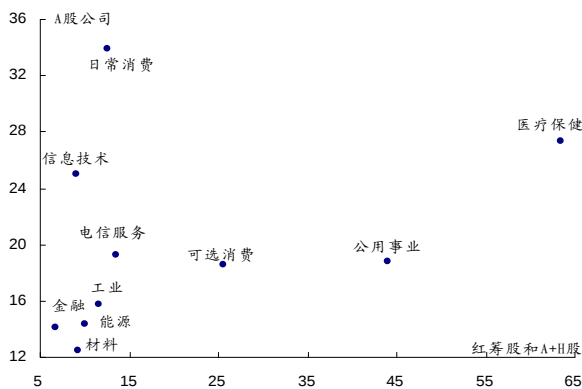
数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 1 月 11 日

从诸行业动态 PB-ROE 分布情况看, 在回归线之上的板块, 其对应于 ROE 的 PB 在全部行业中偏低, 反之亦然。如食品饮料板块对应其 ROE 的 PB 比起全部行业显得较高; 公共事业板块虽然 ROE 和 PB 都不高, 但其对应较小 ROE 的 PB 比起全部行业, 还是显得较高; 黑色金属虽 ROE 不高, 但其对应的 PB 水平依然偏低, 抗跌性较强; 采掘业虽然 ROE 较高, 但其对应的 PB 依然偏低。

“中国资产”估值比较

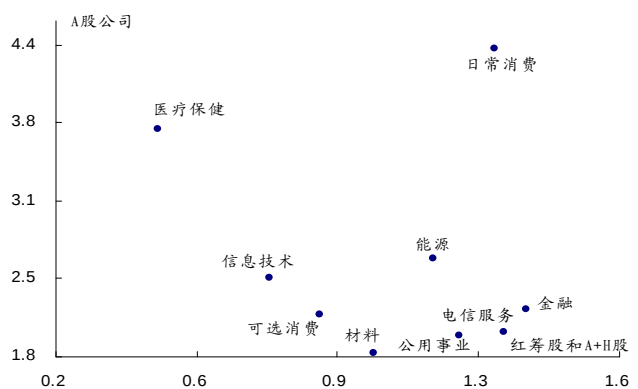
本部分主要包括: 同时在地上市 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 27: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 1 月 11 日

图 28: 中国资产分行业 PB 估值比较



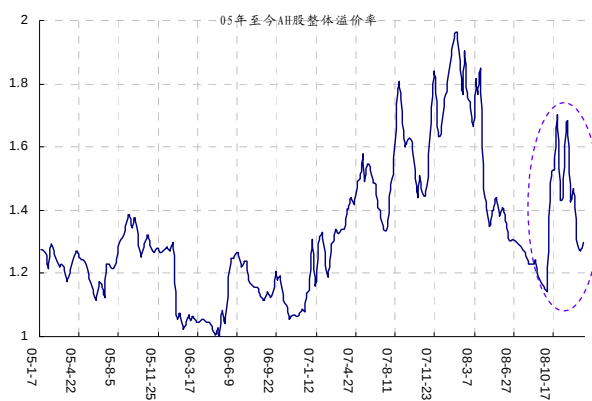
数据来源: WIND 数据库, 截至 1 月 11 日

由于所处环境相同以及香港和内地资本流动的密切性, 内地在港上市公司 (H 股、红筹公司) 是最好的国际估值比较参照系。我们以 140 家有分析师跟踪的香港红筹、国企股为样本来计算“中国资产”的国际定价水平; 以 A 股有分析师跟踪的 900 余只股票作为样本来计算“中国资产”的国内定价水平, 据此进行两者的分行业比较。PE/PB 采取样本股票整体法计算。

从 A/H 股公司的最新、上期溢价率对比情况来看, 整体溢价率由 27% 上升到 30%。其中, 皖通高速、中兴通讯、青岛啤酒等公司溢价率下降幅度比较明显。

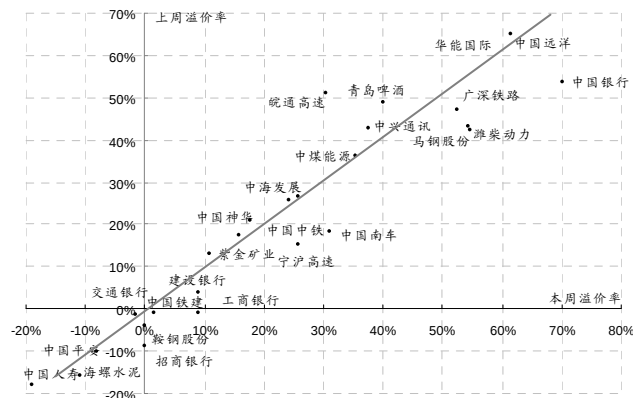
结合中国资产各个分行业 PE、PB 估值比较散点图和分行业估值表来看，目前多数行业 PE、PB 水平均高于港股。分行业看表现为结构性溢价，即信息技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平，而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比已经非常接近。

图 29: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 1 月 11 日

图 30: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 1 月 11 日

A/H 个股溢价率对比散点图选取了溢价率最低的 25 个 AH 股，对角线上的为本周溢价率低于上周溢价率个股，反之亦然。

表 4: 主要 H 股、红筹公司估值水平及近期表现一览表

所属	GICS	证券简称	PE	PB	PS	% 股息率	% ROE	% 1 月表现	% 6 月表现	% 1 年表现
材料		紫金矿业	17.8	3.2	3.4	3.3	17.8	61.8	-30.4	-64.8
材料		安徽海螺水泥股份	21.0	2.3	2.7	0.0	11.0	16.5	-35.0	-51.2
材料		江西铜业股份	3.1	0.7	0.3	7.1	24.3	34.5	-63.5	-71.7
材料		SHOUGANG	3.5	0.8	0.4	10.3	24.0	30.3	-66.7	-73.1
材料		中国铝业	6.6	0.9	0.6	6.2	12.9	30.7	-54.5	-74.9
材料		鞍钢股份	5.3	0.9	0.7	9.5	17.4	40.1	-48.9	-64.9
材料		五矿资源	3.8	0.4	0.2	3.4	9.4	33.3	-59.3	-74.8
材料		晨鸣纸业	3.2	0.4	0.3	0.0	12.4	13.0	-60.8	-65.3
材料		马鞍山钢铁股份	5.2	0.7	0.3	6.7	14.3	47.0	-42.0	-49.8
电信服务		中国移动	13.4	3.2	3.5	3.1	24.1	8.7	-29.8	-47.5
电信服务		中信 1616 集团	6.3	1.3	1.0	5.3	20.5	20.0	-58.7	-59.1
电信服务		中国联通	12.8	1.2	1.5	2.5	9.2	6.5	-31.1	-43.3
电信服务		ASIA SATELLITE	6.2	0.6	3.1	4.6	9.7	-11.2	-36.6	-48.9
工业		东方电气	8.3	17.4	0.5	1.6	210.4	6.0	-27.7	-75.9
工业		中远国际控股	1.6	0.5	1.0	4.8	28.5	47.7	-57.6	-77.1
工业		中国铁建	45.7	2.7	0.7	0.0	5.9	2.0	0.0	-6.3
工业		中国远洋	1.8	0.8	0.4	4.5	42.8	27.0	-72.1	-78.4
工业		广州广船国际股份	3.1	1.2	0.5	10.2	39.0	42.1	-65.5	-83.3
工业		潍柴动力	4.0	1.4	0.3	3.8	34.4	19.6	-56.3	-74.7
工业		中海发展股份	3.8	1.1	1.4	8.4	28.5	26.3	-69.9	-66.0
工业		深圳国际	3.5	0.6	5.0	17.6	17.0	52.7	-54.0	-68.1
工业		昆明机床	4.3	1.3	0.8	11.1	29.8	20.1	-54.7	-72.9
工业		中国建筑	6.7	1.3	0.3	26.2	19.5	46.5	-39.1	-89.7
工业		五矿建设	7.0	0.8	2.2	0.0	11.6	33.3	-53.4	-74.6
工业		中信泰富	1.7	0.3	0.3	23.2	16.0	40.0	-73.1	-82.8
工业		中远太平洋	6.3	0.8	6.4	12.1	12.5	48.5	-41.7	-65.6
工业		中国南方航空股份	4.5	0.6	0.1	0.0	13.6	47.3	-59.1	-85.8
公用事业		粤海投资	10.9	1.3	2.7	4.2	11.6	22.0	-0.3	-29.1
公用事业		华能国际电力股份	21.3	1.3	1.0	7.1	6.0	6.9	-9.9	-36.4
公用事业		华润电力	23.2	2.3	3.0	1.7	9.8	-2.0	-24.0	-43.7
公用事业		大唐发电	18.5	1.4	1.1	3.9	7.8	17.5	-26.3	-43.2
金融		SHOUGANG	2.2	0.6	1.4	0.0	25.8	38.6	-45.5	-60.9
金融		中国光大控股	4.1	1.0	3.6	1.2	23.7	30.1	-38.3	-62.1
金融		中保国际	14.2	3.4	0.7	1.1	23.9	34.7	-40.8	-45.0

所属 GICS	证券简称	PE	PB	PS	% 股息率	% ROE	% 1 月表现	% 6 月表现	% 1 年表现
金融	招商银行	8.6	2.3		2.4	26.9	13.6	-43.1	-57.4
金融	中国人寿	16.1	3.4	2.9	2.3	21.2	11.5	-18.8	-45.3
金融	中国平安	37.3	2.9	2.1	2.6	7.7	17.0	-38.1	-57.2
金融	中银香港	6.2	1.0		10.4	15.6	8.1	-57.2	-60.0
金融	建设银行	8.8	1.9	3.3	5.4	21.2	5.1	-32.3	-38.0
金融	川河集团	3.5	0.3	1.8	12.5	9.9	6.7	-45.8	-59.5
金融	交通银行	8.5	1.7		3.3	19.6	16.8	-39.7	-50.8
金融	工商银行	10.8	2.1	3.8	3.8	19.5	10.1	-24.2	-28.2
可选消费	北京发展(香港)	6.3	0.6	2.1	8.1	9.8	1.0	-50.0	-72.7
可选消费	闽港控股	17.0	1.6	12.6	0.0	9.5	63.6	-50.0	-57.7
可选消费	华润创业	8.0	1.3	0.5	3.9	16.1	20.6	-39.5	-60.9
可选消费	骏威汽车	6.6	1.3	19.3	7.4	19.1	32.9	-26.5	-53.5
可选消费	中国玻璃	9.1	0.3	0.1	6.5	3.4	-50.0	-79.3	-88.4
可选消费	大昌行集团	3.5	0.4	0.1	2.1	11.8	16.5	-52.7	-68.2
能源	中国海洋石油	6.1	1.7	2.3	5.0	28.6	15.7	-49.6	-49.1
能源	中煤能源	9.1	1.2	1.5	3.6	12.9	40.4	-59.5	-76.8
能源	中国石油股份	7.9	1.3	1.0	6.3	16.3	6.0	-38.3	-55.0
能源	中国石油化工股份	9.7	1.1	0.3	3.7	11.7	-3.5	-38.9	-61.3
能源	中国神华	9.6	1.9	2.7	11.3	19.4	18.5	-50.4	-67.5
能源	兖州煤业股份	4.1	0.9	1.2	4.5	22.7	41.0	-62.9	-66.1
能源	中海油田服务	8.4	1.2	2.3	3.0	14.6	54.3	-58.8	-68.8
日常消费	中国食品	13.1	1.7	0.6	1.9	13.1	34.1	-18.8	-48.1
日常消费	广南(集团)	3.3	0.5	0.3	6.2	13.9	10.4	-37.8	-50.7
日常消费	中国粮油控股	6.5	1.1	0.4	0.0	17.7	47.1	-30.4	-22.8
信息技术	联想集团	6.9	1.6	0.2	1.6	23.5	24.6	-61.6	-69.6
信息技术	航天控股	4.6	0.5	0.7	0.0	11.7	21.9	-51.6	-63.2
信息技术	神州数码	4.7	0.8	0.1	0.0	16.2	8.5	-57.7	-61.6
信息技术	冠捷科技	3.9		0.1	15.5		78.6	-41.3	-55.3
信息技术	中兴通讯	21.5	1.9	0.7	1.6	9.1	44.0	-43.3	-45.2
医疗保健	CHINA PHARMA	4.6		0.6	2.4		31.5	-32.7	3.1
医疗保健	广州药业股份	6.1	0.6	0.2	6.9	9.6	39.7	-50.9	-63.3

数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 1 月 11 日

重点行业和公司点评

重点行业

有色金属

- 12 月金属价格大幅下跌，其中表现最好的依然为黄金，国际、国内价格环比分别上涨了 8.2%和 7.2%。从大环境来看，金属价格不具备上涨的动能，金属价格将持续低迷，部分金属的价格底部尚未出现。未来金属价格支撑主要依赖于未来减产的力度，而价格的上涨要依赖于经济的回暖。
- 预计一季度企业业绩最低迷。基于有色金属行业趋势为王的投资特点，建议一季度低配。黄金股目前股价基本反映了当前金价和资产注入预期。股价上涨唯一的推动力是金价上涨超预期，这并非没有可能，一旦美元重返下跌通道，地缘政治等因素都会引起金价的上涨。黄金股仍是当前有色金属股票中最具投资价值的股票。

钢铁

- 国内外钢材价格企稳，原料如铁矿石、焦炭价格反弹。11 月行业月度亏损额达到 127.7 亿元。其中，亏损企业达到 48 家，亏损面扩大至 67.7%。钢铁产业振兴规划即将出台，预计主要包括淘汰落后产能、出口政策调整、鼓励企业技术改造和兼并重组等方面，而前期盛传的钢材储备计划可能因为钢材不具备战略储备条件及资金问题而告终。
- 钢铁行业目前的整体估值 PB 已进入 0.8-1.0 的合理区域，PE 达到 7 倍左右；在政策驱动及环境显著改善的预期下，需求将逐步上升，钢材价格止跌趋稳，底部基本确立。综上分析，上调行业全年的投资评级为“谨慎推荐”。投资方面，我们重点强调主题性投资，如：电网建设、城市基础设施等。围绕主题投资，近期重点推荐：新兴铸管、恒星科技。此外，可重点关注具有估值优势、与主题投资关联较大、赢利稳健类公司：华菱钢铁、武钢股份、鞍钢股份、重庆钢铁等。

通信运营

- 工信部正式发放 3 张 3G 牌照，消除了此前市场对联通获得 WCDMA 牌照的担忧。WCDMA 在三个通信制式中具有压倒性产业链优势，同时发放不同 3G 牌照是国家扶持弱者的重要途径。中国移动在 TD 上的谨慎发展策略将为联通的 3G 优势带来条件。3G 牌照正式发放之后，通信设备商普遍下挫。我们认为：虽然从短期来看设备商面临利好兑现、获利回吐的压力，但 09H1 依旧有望表现良好。原因是在此期间国内设备行业景气处于上升阶段。因此我们建议短期投资者获利了结，投资期限相对较长的投资者可以继续持有通信设备公司。
- 通信运营商股价催化剂逾行逾近，建议择机加重配置。原因是随着时间的推移行业的“迷雾”正在散去，行业监管的非对称措施有望逐步推出，体现联通优势的 WCDMA 业务有望在下半年推出。因此建议择机加重中国联通的配置比重，维持中国联通 A 股 09 年底 9 元的目标价。

重点公司

浦发银行

- 浦发银行发布 08 年业绩同比大幅预增 127.5 % 公告, 总股本因受 07 年度利润分配方案中送股方案影响增至 56.61 亿股, EPS 约 2.21 元, 基本符合预期 2.23。减免税额平滑业绩, Q4 费用支出及拨备计提力度强于前三季度。Q4 单季营业收入环比下降, 我们预计主要与季节因素和净利差缩窄相关; 费用支出和拨备计提力度强于前三季度, 单季度共列支营业费用及拨备 64.31 亿元, 环比增长 44.48%, 估计公司在出于适当调整未来收入增长基数、缓解 09 年同比增长压力考虑的同时亦受资产质量压力上升影响信贷成本也有所上升。
- 上海国资整合步伐加快增加公司增发压力释放后机遇, 公司一贯稳健的财务政策使其在经济下滑周期中凸显其相对稳定性, 但关注未来地方财政建设贷款项目的资产质量变化 (这方面公司调控及议价能力相对偏低)。我们维持公司 09 年 EPS1.69 元和 BVPS7.30 元的预测 (考虑增发摊薄因素后, 增发对 EPS 的摊薄程度约为 13 %), 09 年 PE、PB 分别为 8.12 和 1.88 倍, 估值基本合理, 维持“谨慎推荐”评级。

金陵药业

- 金陵药业近期公告《金陵药业 2008 - 2010 年奖励基金实施计划》。同时, 公司被认定为高新技术企业, 继续享受 15 % 所得税率优惠。
- 从基本面看, 公司行业地位比较突出, 但一直是一家“缺陷美”类型的公司。公司拥有国内销售额最大的心脑血管中药复方注射液“脉络宁注射液”, 其每年销售市值 (指终端消费价值) 超过 7 亿元。公司的资产质量良好, 主业本身盈利能力突出 (净利润 1.5-2.0 亿元, 脉络宁的净利润率超过 25 %)。由于现金流充沛, 公司一直进行证券投资, 造成业绩波动大。08 年市场对中药注射剂行业发展前景的过度忧虑、公司证券投资亏损使业绩大幅下滑。而实际上 08 年公司主业呈现较大幅度的恢复性增长: 主导产品脉络宁并未受到明显冲击, 在营销改善和费用控制下, 前 3 季度主营收入、主营利润、经营利润同比分别增长 16 %、26 %、84 %。09 年, 公司激励机制将促使主业继续平稳增长。在证券投资已得到基本清理的情况下, 主业业绩得以释放。
- 初步预测 08、09 年 EPS 约 0.17、0.39 元, 抛开证券投资收益, 来自主业经营的业绩约为 EPS 0.40、0.43 元, 对应 08、09 年 PE 约 15、14 倍, PB 1.6 倍。目前价位具有安全边际。公司股份有望“回归”至 8 元左右 (09 年 20X), 上调至谨慎推荐。

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征价。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

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	首席策略分析师 汤小生	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	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 胡鸿轩	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
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	电力行业首席分析师 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	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 颀	银行业分析师 谈 煊	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	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	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	传播与文化行业分析师 陈财茂

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 wancs@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 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
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
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456