

防御通胀 首选消费

——2011 年主题投资策略

核心观点

通胀逐步升温

2011 年通胀恶化的可能性很小,但预计上半年通胀仍将维持较高水平。除翘尾因素外,货币扩张、输入性通胀及经济转型也构成主要推动因素。此外,负利率将较长时间存在,这也将一定程度上推升通胀压力。

通胀环境下的投资选择

海外的经验: 分析美国、韩国案例发现,在通胀处于温和或较高水平时,市场并不必然走熊。不过,从扣除通胀之后的真实回报来看,股市出现负收益的概率较大。由此可见,要想在股市上跑赢 CPI,把握结构性行情尤为重要。

上游资源品保值性能良好: 历史数据表明,原油、锡、铅、铜与黄金均表现出较好的通胀防御能力。

展望 2011 年,供需基本面相对较好的铜、锡、原油、煤炭,以及以金融属性为主的黄金值得投资者关注。此外,在新兴产业快速发展的背景下,具备资源与技术优势的小金属企业值得重点关注。

消费行业强调稀缺与高端: 垄断稀缺资源的消费类企业有望在温和通胀中不断提升盈利能力。对于具备品牌优势的高端消费品,消费群体对价格变动不敏感,公司拥有良好的成本转嫁能力。

关注价格管制风险: 若通胀压力保持在较高水平,则资源价格改革仍将推迟,而且农产品、食品等必需消费品的价格很可能受到临时干预。投资者须关注石油、煤炭、农产品、乳制品等行业可能面临的阶段性压力。

投资建议: 首选消费, 关注小金属

上游资源品与大消费行业是通胀预期下值得关注的两大类行业。相比而言,我们更看好符合经济转型趋势的大消费行业。

综合考虑行业前景及上市公司整体情况,我们建议投资者重点关注高端品牌类饮料、独家中药品种、高档海产品、品牌服装与小金属。

“通胀防御” 主题重点行业

大类行业	行业
上游资源品	石油开采、煤炭
	贵金属
	基本金属与小金属
大消费行业	景点类旅游股
	拥有核心地段商业物业的商业股
	高端品牌类饮料
	品牌服装
	独家中药品种
	高档海产品
	珠宝首饰类奢侈品

研究员: 张翔

电话: 010-84183370

Email: zhangxiang@guodu.com

执业证书编号: S0940208050098

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

正文目录

一	通胀逐步升温	4
1	货币扩张仍是通胀主因	4
2	输入性通胀压力渐增	6
3	经济转型助推通胀	7
4	负利率与通胀互相强化	8
二	通胀环境下的投资选择	9
1	海外之鉴：股指真实回报多为负值	9
2	上游资源品保值性能良好	11
3	消费行业强调稀缺与高端	12
4	关注价格管制风险	13
三	防御通胀，首选消费	14

图表目录

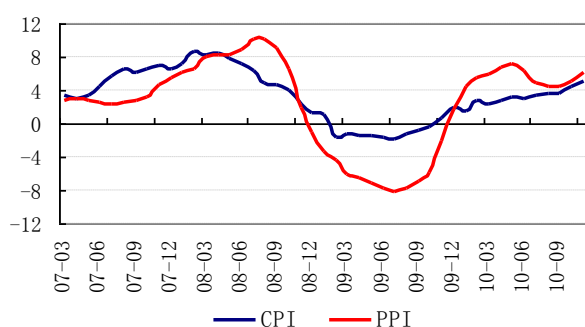
图表 1	CPI 与 PPI 同比增速	4
图表 2	PMI 购进价格指数	4
图表 3	2011 年上半年 CPI 翘尾因素较高	4
图表 4	近三年各月新增人民币贷款	5
图表 5	贷款余额及 M1、M2 同比增速	5
图表 6	CPI 增速见顶比 M1 滞后 6-16 个月	5
图表 7	历年新增信贷规模	5
图表 8	新增外汇占款的构成	5
图表 9	主要经济体均维持较低官方利率	6
图表 10	美欧港三个月同业拆借利率	6
图表 11	LME 金属三个月期货月度价格	6
图表 12	CBOT 主要农产品期货走势	6
图表 13	FAO 全球食品价格指数	7
图表 14	CRB 期货指数与 PPIRM 增速对比	7
图表 15	经济转型引发成本推动型通胀	7
图表 16	农林牧渔服务业平均工资与其他行业的差距依然较大	8
图表 17	部分省份月最低工资标准:最低一档	8
图表 18	粮食最低收购价不断提高(每百斤)	8
图表 19	货币当局对负利率有较高的忍耐度	9
图表 20	美国历年 GDP 与 CPI 增速	10
图表 21	美国不同通胀水平时的股指表现	10
图表 22	韩国历年 GDP 与 CPI 增速	10
图表 23	韩国不同通胀水平时的股指表现	11
图表 24	美国近 19 年煤炭、原油与天然气价格走势	11
图表 25	LME 铜铝铅锡近 20 年走势(起点设为 100)	12
图表 26	黄金与原油价格比维持在历史均值附近	12
图表 27	饮料行业销售毛利率	13
图表 28	服装行业销售毛利率	13
图表 29	阿胶及片仔癀系列产品毛利率稳中有升	13
图表 30	07 年、08 年国内汽油价格调整滞后于市场变化	14
图表 31	“通胀防御”主题重点行业及代表性公司	14

一 通胀逐步升温

2010 年中国经济经历了通胀水平逐步上升的过程。CPI 同比增速已由 2009 年第四季度的 0.7% 上升至近三个月的 4.4%。PPI 同比增速与 PMI 购进价格指数重新回到较高水平，则表明企业面临较大的成本上升压力。事实上，居民所感受到的实际通胀压力远比 CPI 指标来得强烈。

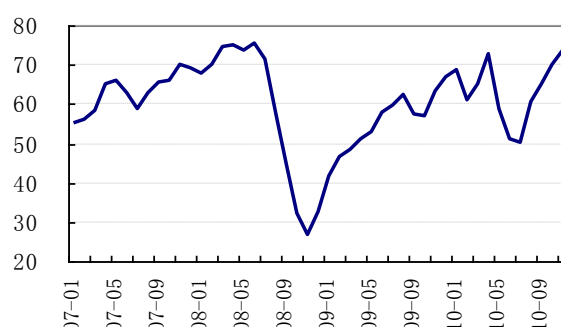
展望 2011 年，通胀恶化的可能性很小，但预计上半年通胀仍将维持较高水平。这其中不仅有翘尾因素的作用，而且货币扩张、输入性通胀及经济转型也构成主要推动因素。

图表 1 CPI 与 PPI 同比增速



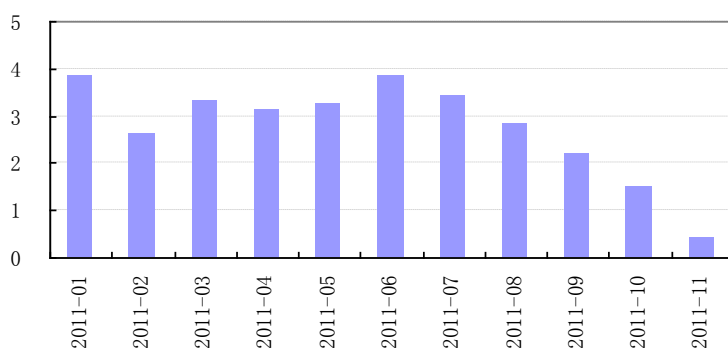
资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 2 PMI 购进价格指数



资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 3 2011 年上半年 CPI 翘尾因素较高



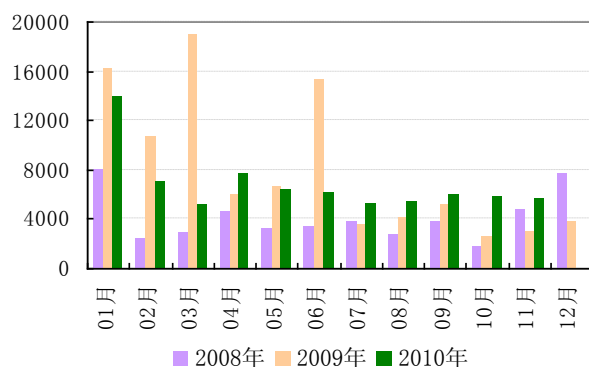
数据来源：Wind、国都证券研究所

1 货币扩张仍是通胀主因

通胀在很大程度上是货币现象。本轮通胀与近两年货币供应量的快速增长有密切关系。截至今年 11 月底，人民币贷款余额较 08 年底增长 56%，M2 则增长 49%。

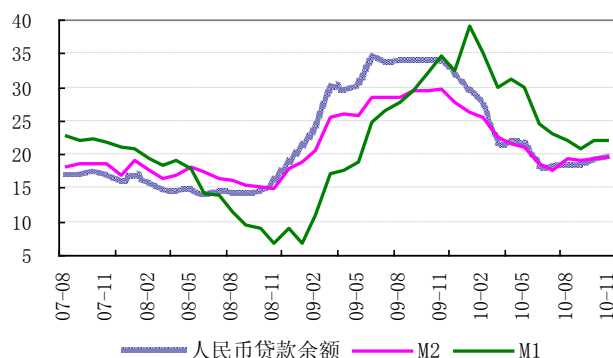
从历史上三次事例来看，CPI 增速见顶比 M1 滞后 6-16 个月。就本轮货币周期而言，M1 增速已于 2010 年 1 月见顶，但由于货币投放严重过量，CPI 见顶很可能滞后至明年上半年才会出现。

图表4 近三年各月新增人民币贷款



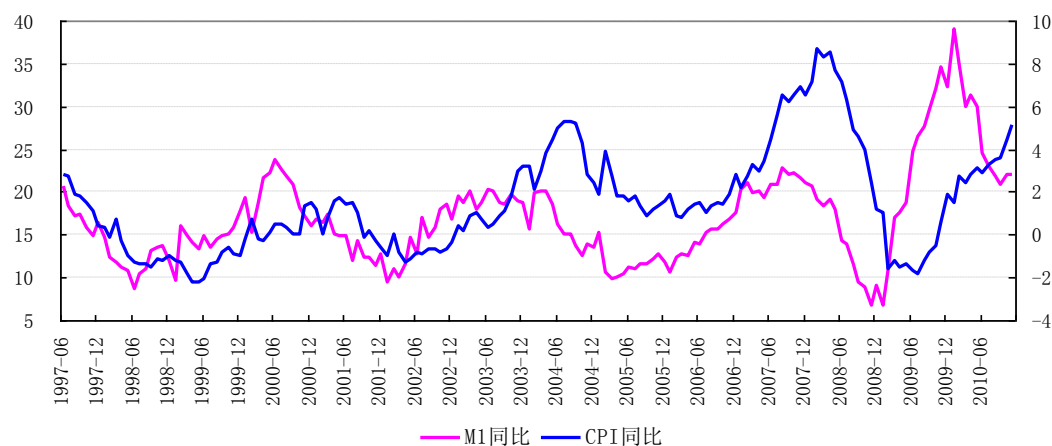
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表5 贷款余额及 M1、M2 同比增速



资料来源: Wind、国都证券研究所

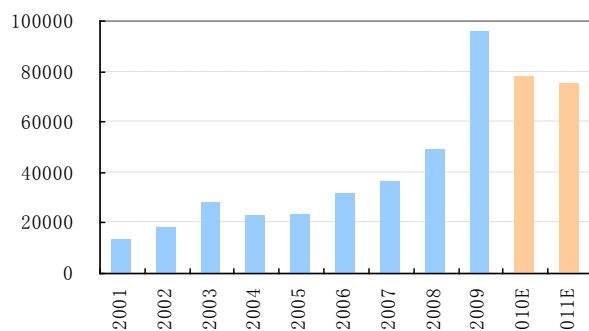
图表6 CPI 增速见顶比 M1 滞后 6-16 个月



数据来源: Wind、国都证券研究所

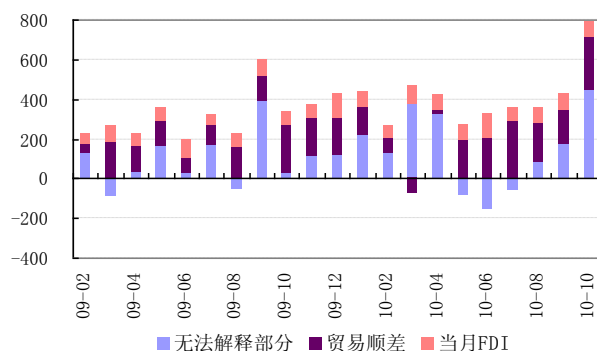
就 2011 年而言, 由于已开工项目存在刚性的后续信贷需求, 而且“十二五”开局之年地方政府仍有较大投资冲动, 信贷投放不可能明显收紧。预计全年新增贷款仍将达到 7.5 万亿元的较高规模。同时考虑到贸易顺差与热钱流入所带来的外汇占款, 货币扩张的空间依然存在。

图表7 历年新增信贷规模



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表8 新增外汇占款的构成



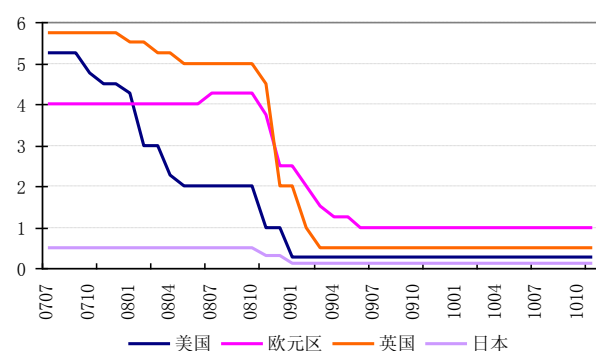
资料来源: Wind、国都证券研究所

2 输入性通胀压力渐增

海外主要经济体经济复苏十分缓慢，失业率居高不下，各国央行均倾向于长时间维持宽松货币政策。特别是美国房地产市场持续低迷，为刺激楼市回暖，美联储仍将尽力维持较低的长期利率。总的来看，至少未来半年内海外市场流动性泛滥的格局不会改变。

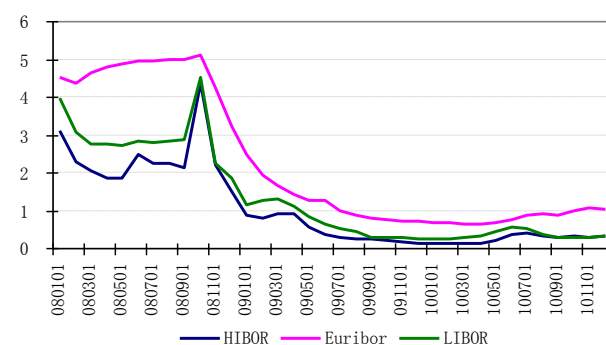
虽然美元指数自 11 月初开始反弹，但鉴于美国经济复苏态势并未显著强于欧元区，预计美元指数未来不具备持续走强的基础。因此，美元大幅反弹拖累大宗商品的风险相对较小。事实上，考虑到美国债务庞大，且寄望扩大出口以提振经济，中长期而言美元趋弱的态势很难改变。

图表 9 主要经济体均维持较低官方利率



资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 10 美欧港三个月同业拆借利率



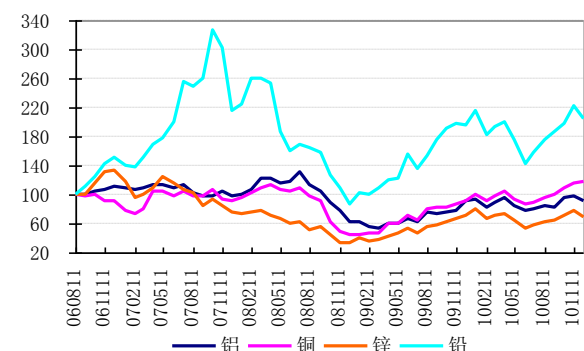
资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

由于全球流动性泛滥格局有望延续，同时也因为新兴经济体稳步复苏，黄金、白银等贵金属，以及工业金属、农产品、原油等大宗商品整体走强的可能性较大。

需要注意的是，强劲的经济形势与充裕的流动性是出现大宗商品牛市的重要前提。目前并不具备宏观经济的支撑，指望流动性催生大宗商品的大规模行情并不现实。未来相对较强的品种将是下游需求率先改善的原油、铜及农产品。

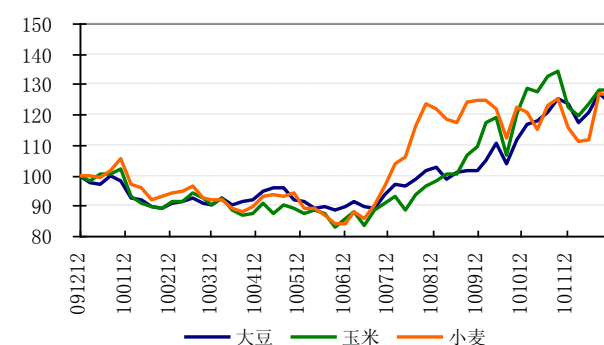
伴随海外大宗商品价格的上涨，国内面临的输入性通胀压力将逐步显现。回顾历史可以看到，07 年至 08 年上半年 CRB 期货指数持续上涨引发 PPIRM(原材料燃料动力购进价格指数)同比增速连创新高。

图表 11 LME 金属三个月期货月度价格



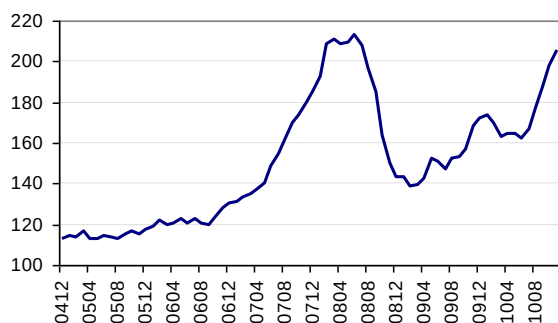
资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 12 CBOT 主要农产品期货走势



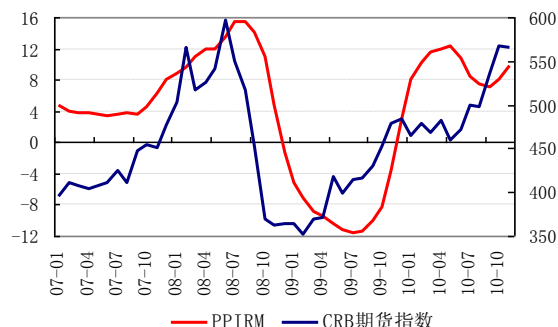
资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 13 FAO 全球食品价格指数



资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 14 CRB 期货指数与 PPIRM 增速对比



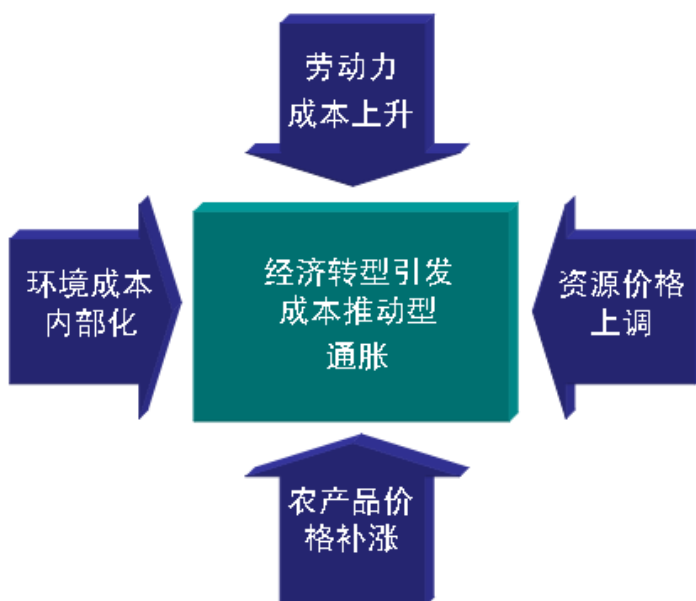
资料来源：Wind、国都证券研究所

3 经济转型助推通胀

2000 年至 2009 年我国 GDP 维持了 8.2% 以上的较高增速，在这 10 年期间有 7 年的 CPI 增速保持在 1.9% 以下。高增长、低通胀构成我国经济发展的良好环境。但是，回顾来看，低通胀的一个客观因素是我国生产要素价格受到了抑制。人口红利及收入分配失衡造就了廉价的劳动力，水、电、气等基础资源品价格也长期受到管制，特别是农产品价格长期以来被明显压低。此外，由于环境成本外部化，企业生产无须考虑环境保护与治理，因此导致生态质量严重下降。

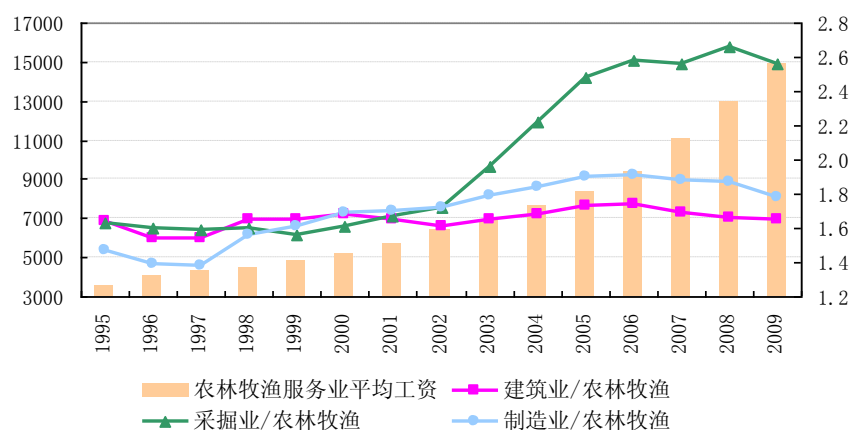
在经济转型的背景下，劳动力成本将恢复性上涨，资源价格也将迎来全面上调，农产品价格则将在政策引导下逐步体现其真实成本。与此同时，环境成本也将内部化，纳入企业的投入产出范畴。成本上涨压力无疑会相继传导至工业品、消费品以及服务业，进而引发成本推动型的通胀压力。

图表 15 经济转型引发成本推动型通胀



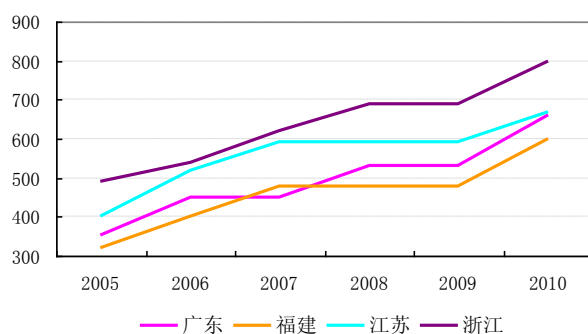
数据来源：国都证券研究所

图表 16 农林牧渔服务业平均工资与其他行业的差距依然较大



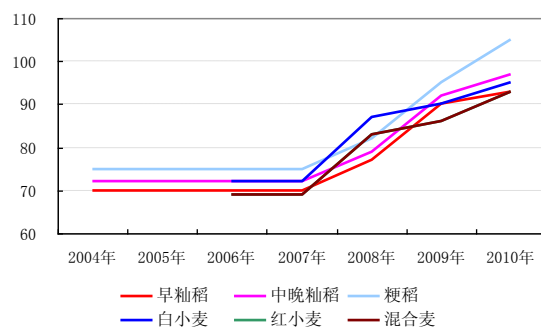
数据来源：国都证券研究所

图表 17 部分省份月最低工资标准:最低一档



资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 18 粮食最低收购价不断提高(每百斤)



资料来源：Wind、国都证券研究所

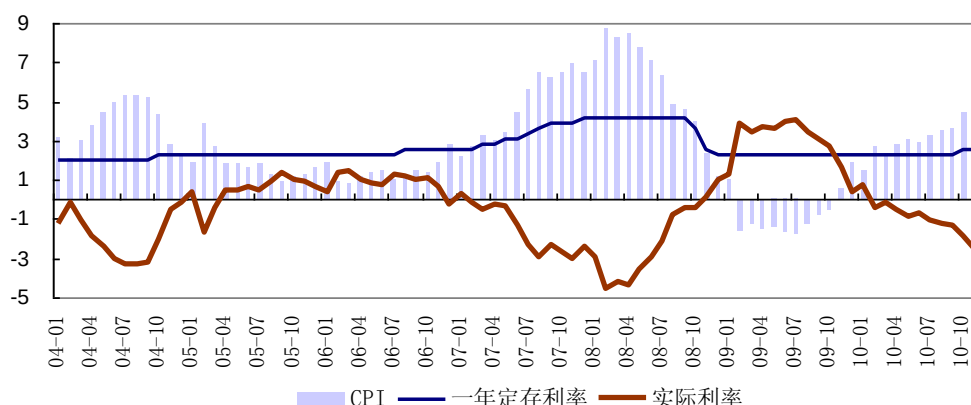
4 负利率与通胀互相强化

CPI 涨幅超过存款利率导致实际利率为负，而负利率反过来又对通胀预期构成强化作用，引发社会大众对商品或资产的追逐。如果是炒作艺术品或金融资产，并不会影响物价，但如果民间资金流向农产品或房地产市场，则将直接或间接导致通胀压力进一步加大。很显然，纠正负利率是管理通胀预期应有的手段。

不过，负利率并不必然触发货币当局的加息政策。鉴于经济仍处复苏阶段，特别是出口仍存在较大的不确定性，而且地方融资平台背负了大量负债，预计管理层在加息的力度与节奏上会较为谨慎。回顾 08 年可以看到，当预期高通胀不会持续太长时间的情况下，管理层并不会贸然加息，而是容忍了较长时间的负利率。

我们认为，2011 年管理层会兼顾“稳增长”与“抑通胀”，因此加息力度很可能低于市场预期。这意味着负利率将长时间存在，并将在一定程度上推升通胀压力。

图表 19 货币当局对负利率有较高的忍耐度



数据来源：Wind、国都证券研究所

二 通胀环境下的投资选择

对于 2011 年通胀水平的预测，宏观分析师之间存在一定分歧，低至 3.5%，高至 5%。但平均水平达到 4%，较 2010 年进一步上升。

由于明年起将启用调整后的 CPI 权重体系，准备把握未来 CPI 走势并不容易。但无论怎样，通胀水平趋于上升已是大势所趋。货币因素与输入性因素构成中短期压力，而劳动力成本上升、生产要素价格上涨等伴随经济转型所产生的通胀因素将长期存在。

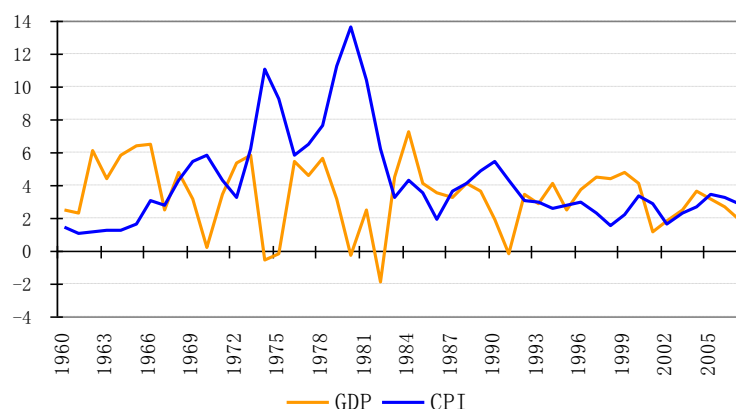
在通胀升温的背景下，A 股投资应有趋利避害的相应考虑。

1 海外之鉴：股指真实回报多为负值

观察美国在 1960 年-2007 年期间通胀形势的演化，可以发现，在通胀处合理水平的 1960 年-1967 年及 1992 年-2007 年，标普 500 指数复合年化收益率分别为 6.1% 和 8.2%。显然，这种通胀环境对股票市场十分有利。

当然，我们更为关注通胀处温和水平及较高水平时的市场表现。美国在 1968 年-1972 年及 1983 年-1991 年期间平均通胀分别处于 4.63% 和 3.91% 的温和水平，标普 500 指数复合年化收益率分别为 4.1% 和 12.8%。在通胀压力较高的 1973 年-1982 年，标普 500 指数复合年化收益率仅有 1.8%。

图表 20 美国历年 GDP 与 CPI 增速



数据来源：Bloomberg、国都证券研究所

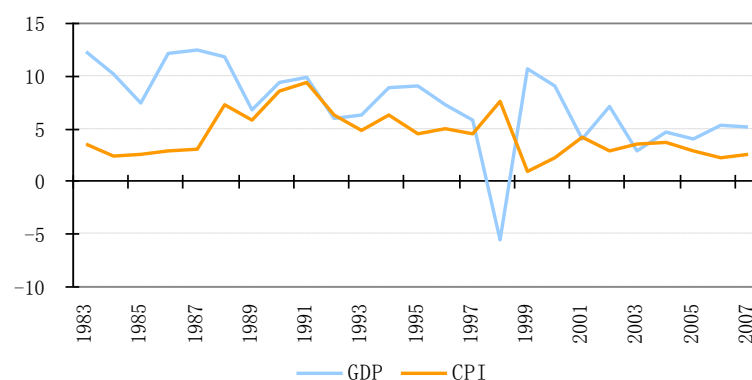
图表 21 美国不同通胀水平时的股指表现

通胀形势	合理通胀	温和通胀	较高通胀	温和通胀	合理通胀
期间	1960-1967	1968-1972	1973-1982	1983-1991	1992-2007
CPI 水平	1.09%-3.03% 平均 1.70%	3.27%-5.84% 平均 4.63%	5.77%-13.58% 平均 8.76%	1.93%-5.4% 平均 3.91%	1.55%-3.38% 平均 2.67%
标普 500 指数 复合年化收益率	6.1%	4.1%	1.8%	12.8%	8.2%

数据来源：Bloomberg、Wind、国都证券研究所

观察韩国数据可以发现，韩国经济在由两位数增长（1983 年-1988 年）转向个位数增长（1989 年以后）的阶段，经历了阶段性的通胀上升。其中 1988 年-1992 年期间平均通胀处在 7.4% 的较高水平，韩国股指复合年化收益率为 5.3%；1993 年-1996 年期间平均通胀处在 5.1% 的温和水平，韩国股指复合年化收益率为 -1.0%。

图表 22 韩国历年 GDP 与 CPI 增速



数据来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 23 韩国不同通胀水平时的股指表现

通胀形势	较高通胀	温和通胀	合理通胀
期间	1988-1992	1993-1996 (剔除 97-98 年)	1999-2007
CPI 水平	5.70%-9.33% 平均 7.40%	4.49%-6.27% 平均 5.12%	0.83%-4.08% 平均 2.73%
韩国 KOSPI 指数 复合年化收益率	5.3%	-1.0%	14.5%

数据来源：Bloomberg、Wind、国都证券研究所

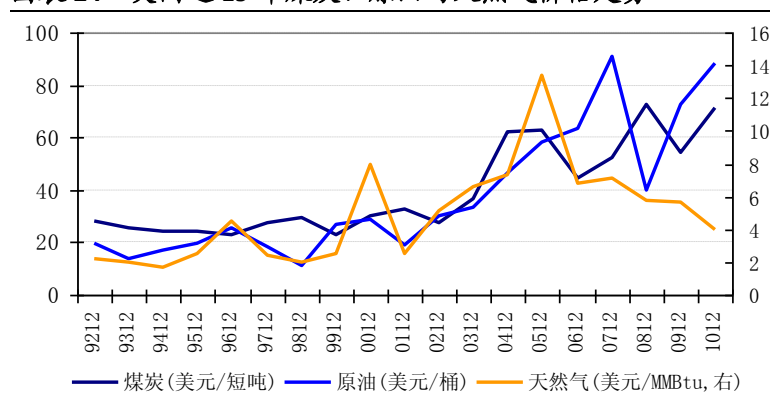
综合以上对美国、韩国共计 5 个时间段的观察，我们可以看到，在通胀处于温和或较高水平时，市场并不必然走熊。事实上，5 个时间段中仅有 1 个时间段出现负收益。不过，从扣除通胀之后的真实回报来看，多达 4 个时间段出现股市负收益。这意味着要想在股市上跑赢 CPI，把握结构性行情尤为重要。

2 上游资源品保值性能良好

在通胀环境中，具备稀缺属性的能源、有色金属等上游资源品无疑是保值的良好品种。不过，基本面的供需关系决定了各品种之间的巨大差异。从历史数据来看，天然气和铝表现很弱，而原油、锡、铅、铜与黄金均表现出较强的通胀防御能力。其中黄金尤其值得一提。黄金本身没有太多工业用途，但凭借稀缺性与高度的社会认同度，依然体现了良好的保值功能。目前黄金与原油价格的比值为 15.6 倍，与近 25 年来 16 倍的平均水平十分接近。

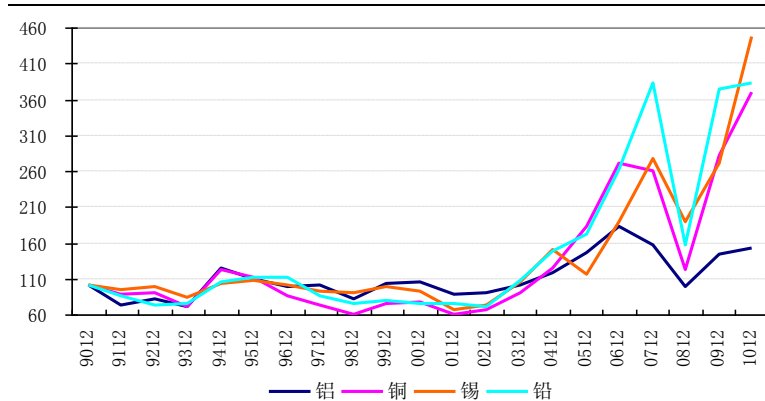
资源股的长期投资价值毋庸置疑，但中短期而言，工业属性偏强的品种仍将受到实体经济的显著影响。结合当前经济形势来看，供需基本面相对较好的铜、锡、原油、煤炭，以及以金融属性为主的黄金，值得投资者关注。此外，在新兴产业快速发展的背景下，具备资源与技术优势的小金属企业值得重点关注。

图表 24 美国近 19 年煤炭、原油与天然气价格走势



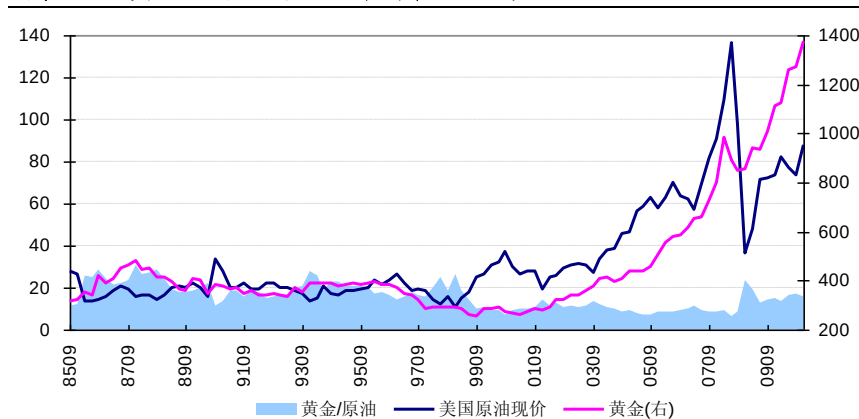
数据来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 25 LME 铜铝铅锡近 20 年走势（起点设为 100）



数据来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 26 黄金与原油价格比维持在历史均值附近



数据来源：Bloomberg、国都证券研究所

3 消费行业强调稀缺与高端

“十二五”调结构、扩内需的政策环境赋予消费行业良好的发展前景。我们看好消费行业未来整体表现，但更为看好其中具备稀缺或高端属性的公司。此类公司有望抵御通胀或受益于温和通胀。

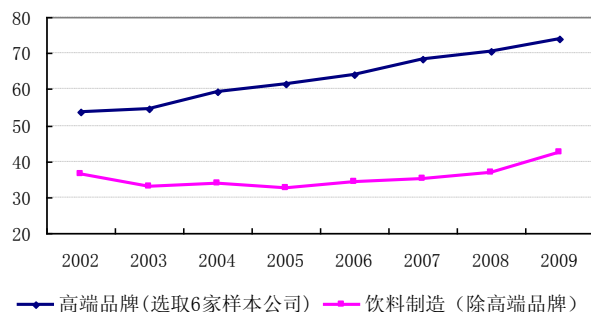
首先，垄断稀缺资源的消费类企业有望在温和通胀中不断提升盈利能力。例如拥有稀缺类景点资源的旅游股、在重点城市核心地段拥有商业物业的商业股。物价上涨对此类企业经营成本的影响较为有限，而它们却可以凭借其拥有的稀缺资源来分享通胀带来的收益。

其次，对于具备品牌优势的高端消费品，消费群体对价格变动不敏感，公司拥有良好的成本转嫁能力。如高端白酒与葡萄酒、品牌服装、独家中药品种、高档水产品、珠宝首饰类奢侈品。

我们分别考察了饮料与服装行业高端品牌企业的历年盈利能力，从统计数据来看，高端品牌的销售毛利率相比行业内其他企业的优势呈现不断扩大的态势。此外，

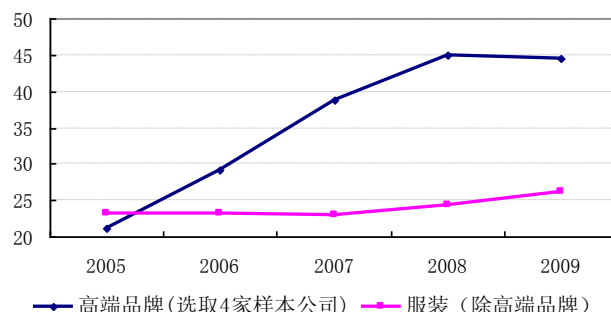
对于东阿阿胶、片仔癀等拥有独家中药品种的中药企业，我们也可观察到其独家品种的毛利率多年以来稳中趋升。

图表 27 饮料行业销售毛利率



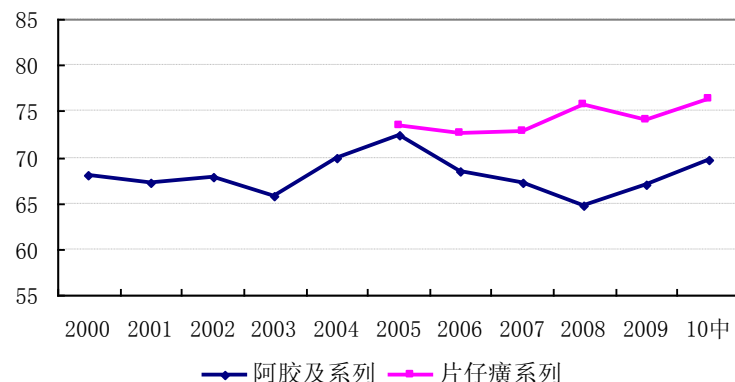
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 28 服装行业销售毛利率



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 29 阿胶及片仔癀系列产品毛利率稳中有升



数据来源: Wind、国都证券研究所

4 关注价格管制风险

由于管理层需要兼顾“稳增长”、“控通胀”等多重政策目标，因此在应对通胀压力时不会完全依赖货币政策，行政性价格管制也是其常用措施。

回顾 08 年，面对严峻的通胀形势，国家发改委于 1 月 15 日公布了《关于对部分重要商品及服务实行临时价格干预措施的实施办法》，纳入干预范围的商品包括成品粮及粮食制品、食用植物油、猪肉和牛羊肉及其制品、牛奶、鸡蛋、液化石油气等重要商品。虽然价格干预只是临时性质，但短期仍会对部分农业、乳制品上市公司的盈利能力带来不利影响。

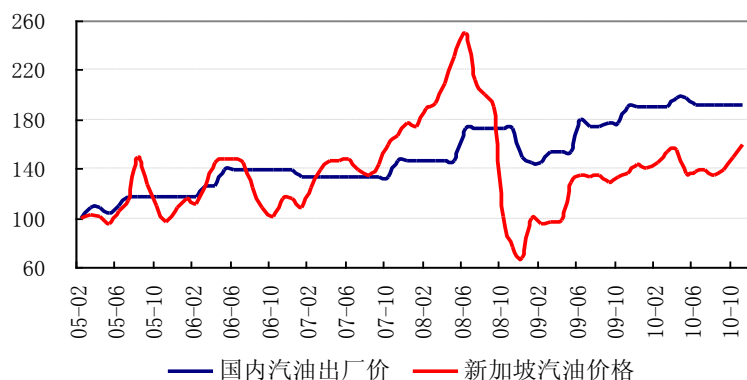
当然，对于国有企业居主导地位的成品油、煤炭、天然气、电力等行业，实施价格管制更具可行性，也易于贯彻。我们注意到，在 07 年、08 年国际原油价格大幅上涨之时，国内汽油价格调整明显滞后于市场化定价的国家。

就目前形势而言，国家尚无必要进行大范围的价格管制，因此国家发改委只是有选择性地调控，包括要求食用油和面粉的主要生产企业不得涨价，以及重点电煤

合同价格维持上年水平不变，不得以任何形式变相涨价。此外，住建部也提出，房屋租赁合同期内，出租人不得单方随意提高租金。

展望明年，若通胀压力保持在较高水平，则资源价格改革仍将推迟，而且农产品、食品等必需消费品的价格很可能受到临时干预。投资者须关注石油、煤炭、农产品、乳制品等行业可能面临的阶段性压力。

图表 30 07 年、08 年国内汽油价格调整滞后于市场变化



数据来源：Wind、国都证券研究所

三 防御通胀，首选消费

我们在上面具体分析了通胀防御主题下值得关注的两大类行业，即上游资源品与大消费行业。相比而言，我们更为看好大消费行业。中国经济已进入以“调结构、扩内需”为重要特征的转型阶段，消费行业面临广阔的发展空间。投资消费行业，不仅仅是着眼于通胀防御，更是期待分享消费行业优质企业的快速成长。

综合考虑行业前景及上市公司整体情况，我们建议投资者重点关注高端品牌类饮料、独家中药品种、高档海产品、品牌服装与小金属。

图表 31 “通胀防御”主题重点行业及代表性公司

大行业	行业	代表性公司
上游资源品	石油开采、煤炭	西山煤电、昊华能源、山煤国际、潞安环能
	贵金属	中金黄金、山东黄金、恒邦股份
	基本金属与小金属	江西铜业、锡业股份、厦门钨业、云南锗业、东方钽业、包钢稀土
大消费行业	景点资源股	峨眉山、丽江旅游、黄山旅游
	拥有核心地段商业物业的商业股	王府井、友谊股份、中兴商业
	高端品牌类饮料	贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、张裕

	品牌服装	美邦服饰、罗莱家纺、报喜鸟
	独家中药品种	东阿阿胶、云南白药、片仔癀、马应龙
	高档海产品	獐子岛、好当家、东方海洋
	珠宝首饰类奢侈品	潮宏基、老凤祥

资料来源：Wind、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com