

用理性战胜恐慌，用产业研究取代短期边际思维

——家电行业每周观点 20180805

行业周报

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-22169123

jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-22169171

ganjun@ebscn.com

◆引言：

上周（7月30日-8月3日）家电及整个消费板块均出现了集体大跌，家电相关个股近期下跌幅度已与16年熔断时基本相当。论及暴跌的原因，既有短期7月零售数据放缓所导致的对基本面下行拐点的担忧，也有中长期在对经济较为悲观的预期下，消费板块的抱团松动，进而转为踩踏的因素。

然而暴跌之后，我们还是要摆脱情绪影响，回归理性。短期的数据下行到底该如何看待？对中长期的展望是否过于悲观？能否通过复盘历史上几次基本面下行期，从而找到相关个股的估值锚？希望这篇报告，能够平复投资者恐慌的心。

一、如何看待空调单月下滑，全年业绩预期是否需要下修？

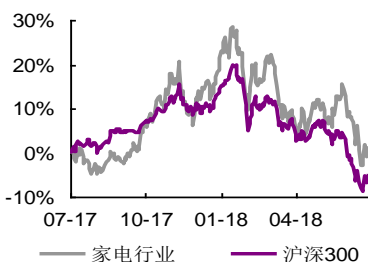
7月空调零售数据的转弱是造成市场恐慌的主要原因。考虑到厨电等需求数据前期已体现了地产的负面影响，环比变化不大。短期造成市场恐慌的一大因素主要是Q2还在超预期的空调在7月出现同比下滑。奥维周度数据显示7月空调线上销量同比-16%，线下同比-34%（但因样本较少波动较大），根据我们公司调研反馈，7月安装卡有10%左右下滑。

安装卡下滑有高基数、天气等因素扰动，需求并未断崖下跌。根据我们的“安装卡-出货”模型，此轮空调需求高增长自2016年7月启动，16H2~17H1安装卡普遍保持30~40%增长，17年7~8月达到60~80%的增速高峰，个别企业达到80~100%这样的峰值，17H2、18H1平均增速分别在20%、10%这样的水位。一方面需求逐步放缓应该是预期之内，另一方面2018年7~8月的基数较高，即使出现下滑，相较16年夏季也有大幅增长。事实上，历史上空调安装卡单月大幅波动经常出现，例如16年4月下滑近30%。抛开因线性外推导致的情绪因素，这只是因基数、天气带来的短期扰动，实际上需求并没有发生断崖式下滑。

此外，较低水位的库存也决定了本轮空调出货将伴随零售端温和下行，而非断崖下跌。与14~15年那一轮下行期所不同，15年H2因库存高企，行业步入长达一年的去库存周期，低点出货端下滑高达50~60%。而17H2~18H1，由于终端需求增速好于预期，以及渠道效率升级（如美的T+3等），库存水平远低于上一轮下行期，我们估算6月前行业库存在2~3月以内，而且考虑到6~8月安装卡规模高于出货，库存仍在消化。因此我们判断后续出货端增速将伴随零售端温和下行，而绝非断崖下跌（并且因为基数因素，7~8月即使安装卡下滑，出货端也可保持小幅增长）。

更重要的是：旺季已决定全年大局，不改稳定增长预期，基本面无需下修。由于2018年旺季大局已定（即使预估8月安装卡增速-15%），空调全年稳定增长的判断并没有改变。根据我们的模型测算，我们假设9~12月淡季安装卡增速为0，全年的安装卡增速将与去年持平。出货端保持0~5%的增速温和补库存，全年出货端增速为12%。空调龙头全年仍将实现15%以上的空调收入增长，高于年初10%的预判，全年业绩不会出现明显下修。

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

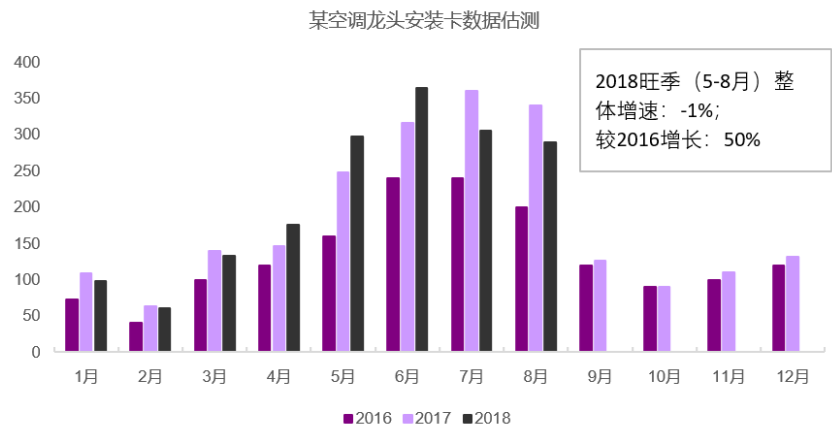
对于传统品牌来说，最好的反击是自我进化——米家空调对空调行业的影响和启示

..... 2018-07-31
弱周期下家电配置价值还在不在？——家电行业中报预览 2.0

..... 2018-07-22
从格力增持海立看空调产业链的制造壁垒——对格力增持海立事件的思考

..... 2018-07-15

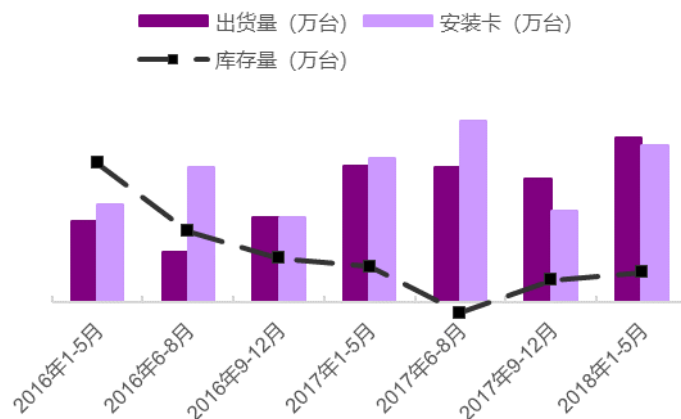
图 1：空调龙头安装卡旺季波动情况（万台）



资料来源：光大证券研究所测算

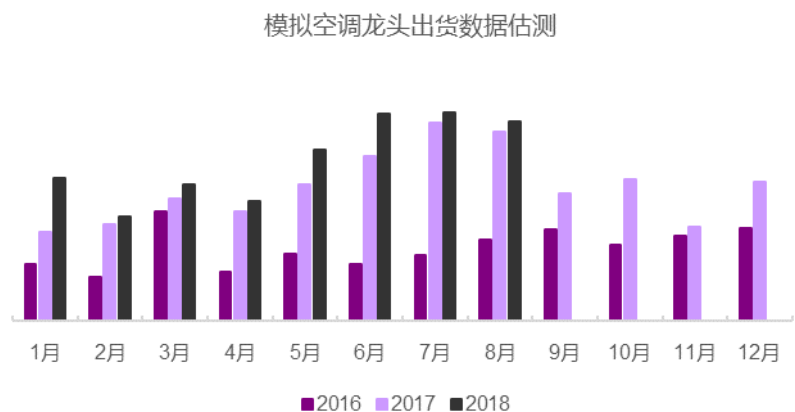
注：8月数据为我们预估，可以看到即使2018年8月继续出现15%下滑，今年旺季5~8月安装卡整体增速也仅下滑1%，较16年提升50%。

图 2：模拟空调龙头库存水平估算



资料来源：光大证券研究所测算

图 3：出货数据体现全年稳定增长预期不改（万台）



资料来源：光大证券研究所测算

注：2016年旺季因加库存的相对谨慎，出货规模显著低于安装卡，2017~18旺季单月出货规模也仅在250万套左右，低于安装卡300~350万套的水平

二、冷静看待，中长期的配置价值有没有变？

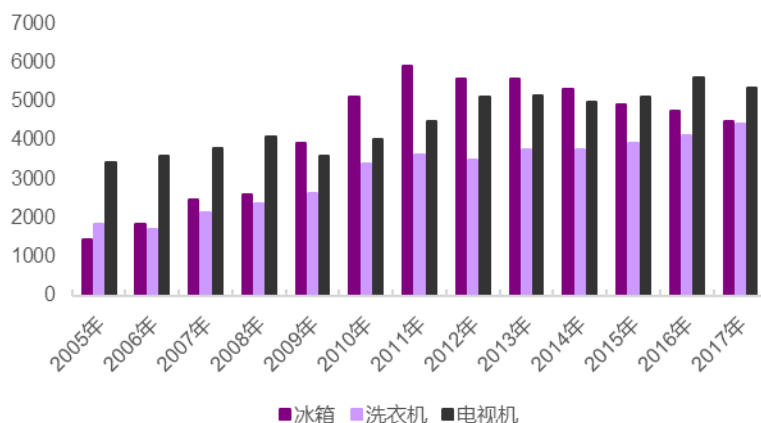
白电公司中长期的配置价值主要取决于两个核心：1) 需求是否会长期萎缩，还有没有稳定增长空间。2) 中长期 20%以上，甚至 25~30%的 ROE 能否维持？规模红利之后，是否还有红利可以挖掘？

2.1 需求层面：短期基本面下行周期不改中长期的稳定空间

家电规模的长期成长空间取决于什么？

家电是典型的半周期成长的消费股，地产影响行业成长的小周期波动，长期的规模成长空间取决于渗透率水平。因此，我们看到冰箱、洗衣机、电视的渗透率水平达到 1 左右后，行业规模便基本平稳，和地产的关联度基本消失，更多体现自身的产品升级与更换周期。而即使地产销量到达历史高点，空调中长期的空间依旧是毋庸置疑的。

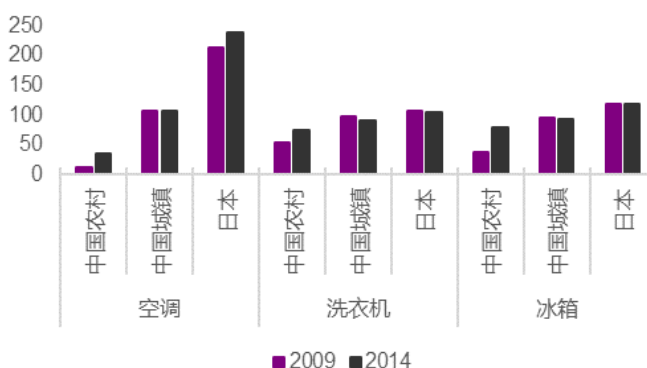
图 4：冰箱、洗衣机、电视内销规模变化（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

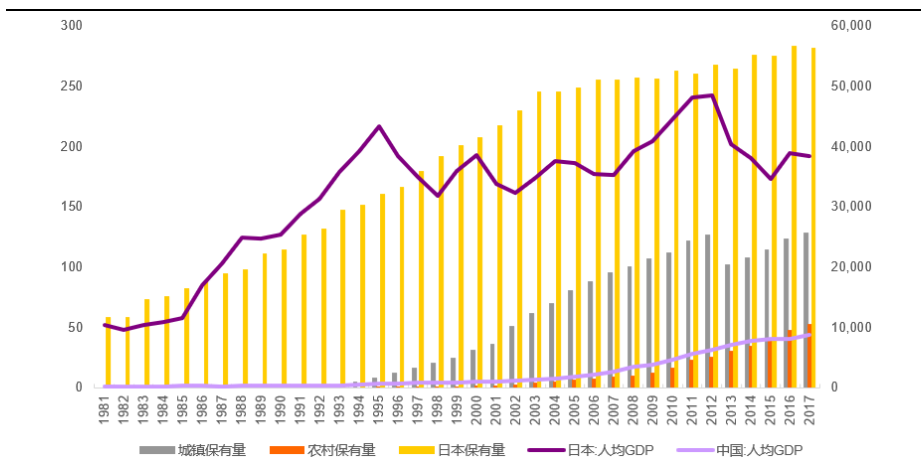
冰箱因 2011~13 年政策过分透支更换需求，后续持续下滑，而非地产因素，洗衣机与电视的内销规模基本保持平稳或小幅增长

图 5：中日主要品类保有量对比（台/百户）



资料来源：日本统计局，中国统计局，光大证券研究所

图 6：中日空调百户保有量（台）和经济水平（右轴，单位美元）对比



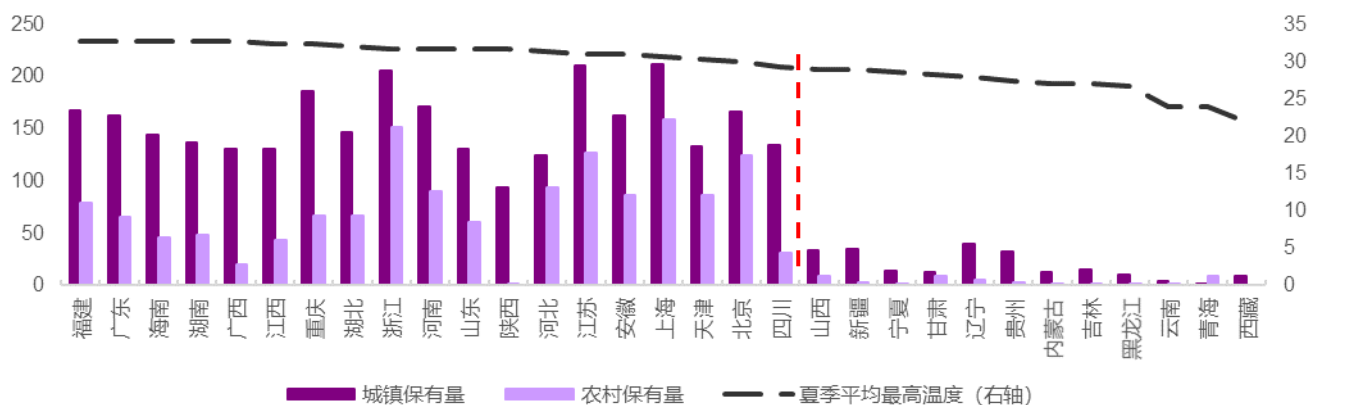
资料来源：世界银行，日本内阁府，中国统计局，光大证券研究所

注：日本空调保有量数据为两人及以上家庭

空调作为一户多机的品类，长期渗透率与经济发展/居民收入水平息息相关。对比日本，我国的空调渗透率还远低于成熟市场，并且这一渗透率水平与居民收入水平关联度很大，中长期还有明显的提升空间。因此近期市场对消费品的悲观，也可以理解为对中长期经济增长速度以及居民收入水平的悲观预期。

而从下图分区域空调保有量的数据也可以看出，经济发达地区的空调保有量显著高于经济落后地区，随着中国经济的持续增长，空调的渗透率仍有明显的提升空间。

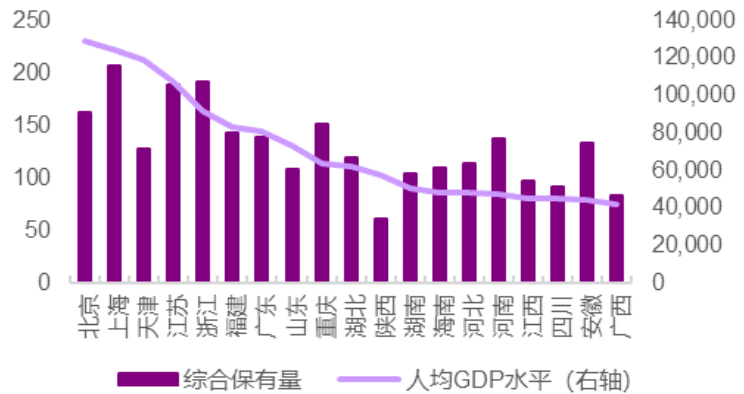
图 7：内地各省份保有量水平和夏季平均温度关系（台/百户，度）



资料来源：天气网，国家统计局，光大证券研究所整理

注：夏季平均最高温度为 6~9 月中温度较高的三个月的最高温度的均值；各省份平均温度以省会城市平均温度计入；城市保有量数据截止到 2016 年，农村地区保有量数据仅截止到 2012 年。

图 8：高温区域保有量主要受到经济水平限制（台，万元）

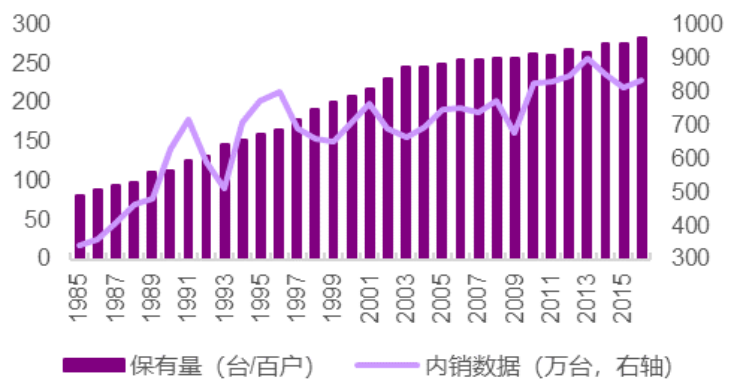


资料来源：天气网，国家统计局，光大证券研究所测算

注：综合保有量数据为城镇和农村数据加权平均所得，由于分地区数据仅分别截止到 2016 年和 2012 年，根据保有量的增速进行了估算，统一口径为 2017 年，下同。

日本地产崩盘后空调销量还有增长吗？ 下图为经历过房地产大崩盘的日本空调销售数据，可以看到，经历过地产周期性影响后，中长期销量规模仍是稳定向上的趋势。并且随着地球气候变暖，极端恶劣天气的增加，我们相信，空调及整个制冷产业的长期空间是持续存在的，并且对温度精度的控制、制冷效果、制冷环境的要求也会持续驱动产品升级的空间，行业需求的稳定增长依然存在。

图 9：日本空调户均保有量和内销出货情况

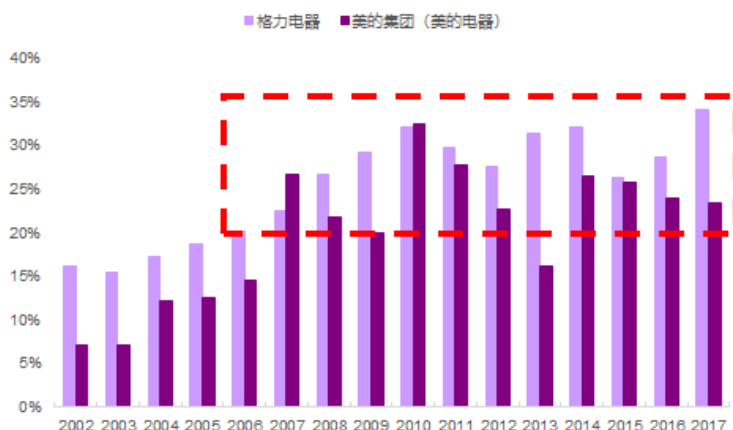


资料来源：日本冷冻空调工业协会，日本内阁府，光大证券研究所

2.2 中长期 ROE 能否保持？规模红利之后的行业驱动力？

2010 年以来白电龙头的 ROE 基本保持在 25~30% 的水平。未来 ROE 能否继续保持在高位，一方面取决于龙头的竞争壁垒是否足够深厚，另一方面取决于龙头公司还有什么增量红利可挖。

图 10：近年来白电龙头的 ROE 水平基本保持在 25~30% 的较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

空调仍是家电壁垒最为深厚的子行业。经过价格战等残酷竞争的洗礼，多年来对产业链上游的掌控以及对核心技术研发的积累，使得空调龙头积累了深厚的技术壁垒与规模成本壁垒。同时，耐用消费品较为低的购买频次也使得代际间建立的品牌壁垒短期难以撼动。这些因素决定了空调乃至白电行业（冰洗等白电也有类似的特征）依旧格局稳定，企业的净利率与 ROE 水平能够保持平稳。

这里限于篇幅，我们不再展开，关于空调行业壁垒的理解，请见我们近期另一篇深度报告《对于传统品牌来说，最好的反击是自我进化——米家空调对空调行业的影响和启示》。

规模红利之后，产业下一阶段的核心驱动力是产品升级与效率升级。我们在前期报告《后“地产红利”时代，重新定义产业研究框架》中明确提出，家电未来十年的行业驱动力将发生变化。过去靠的是经济高速增长、地产高速增长带动下的行业规模扩张的红利。而随着规模红利期逐步结束，同时在全社会渠道效率升级的大背景下，过去简单依靠深度分销和渠道扩张实现增长的逻辑逐步失效，后期的成长动力来自于产品力的提升和产业链效率升级。

效率升级背景下，龙头公司还有什么增量红利可挖？

首先，效率升级会带来竞争壁垒的进一步加深。渠道效率升级需要 IT 和物流体系的投入，也需要厂家对渠道端有较强的改造话语权，龙头公司有明确优势。效率升级之后，品牌厂商能够建立起高效的 C 端零售能力，对需求的响应及效率将大大提高。并且因为流通环节的加价率降低，门店盈利和消费者剩余得到进一步提高，带来市场份额的提升与新一轮增长红利。

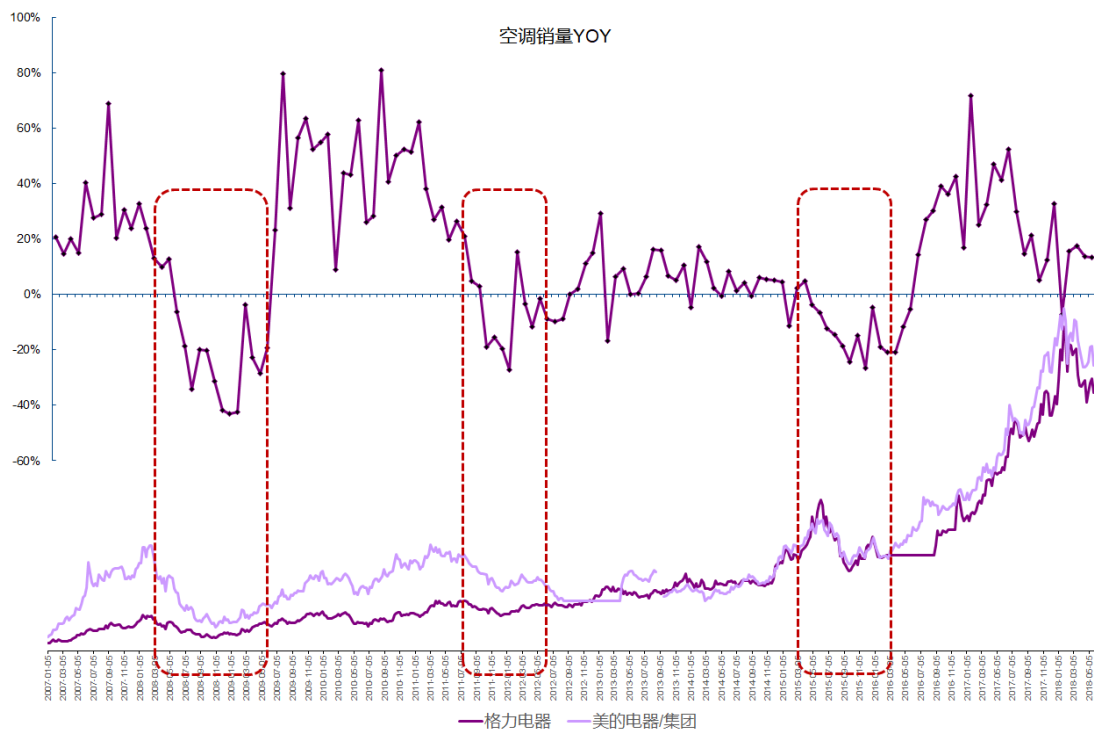
同时，产品力在未来的竞争要素中将变得更加重要。由于渠道效率的升级与信息传播的加速，我们将告别“渠道为王”的时代，产品力将成为未来竞争中的核心要素。具备研发优势、产品明显领先的品牌将出现更明显的份额弹性。

三、复盘历史数次下行期，估值的锚该怎么找

回顾 07 年以来的空调行业发展，有三次销量下行期，以及相应的股价回调。考虑到 07~08 年估值较高，且当时处于高成长周期，我们选取后面两

次下行期做分析。两次阶段性股价低谷分别出现在 2011~2012 以及 2015~2016 年。2011 年下半年到 2012 年上半年年间，由于“四万亿”财政刺激逐步退出，宏观经济面临下行压力，家电需求较差，股价出现一定的回调；2015 到 2016 年上半年，空调行业整体处于去库存阶段，龙头公司业绩增长承压，同时由于 15 年年中股灾，美的和格力的股价均出现大幅波动。

图 11：07 年以来空调行业的三次销量下行及同期龙头股价表现

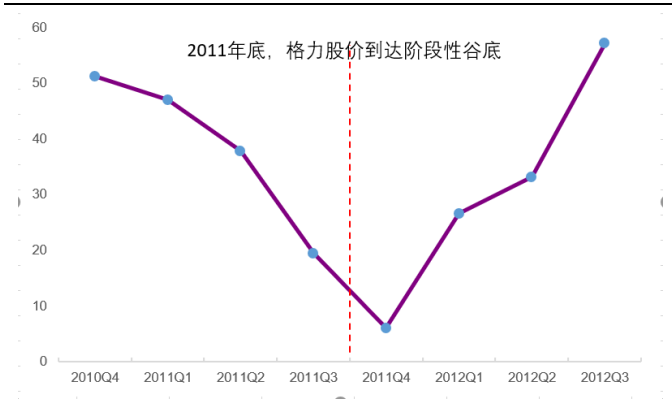


资料来源：Wind，光大证券研究所

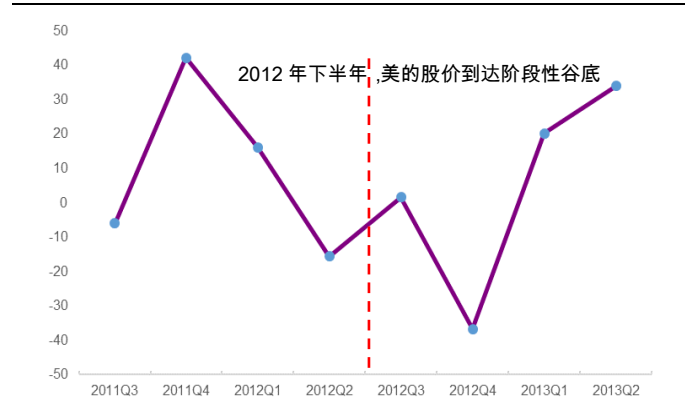
各下跌阶段，基本面下滑程度如何？11~12 年间，格力美的业绩增速从 40~50% 区间持续下滑至个位数甚至负增长，股价领先基本面率先见底；15 年去库存区间，业绩增速从 30~40% 区间持续下滑至个位数甚至负增长，股价同样领先基本面率先见底。

图 12：11-12 年下跌期格力电器各季度业绩增速 (%)

图 13：11-12 年下跌期美的电器各季度业绩增速 (%)



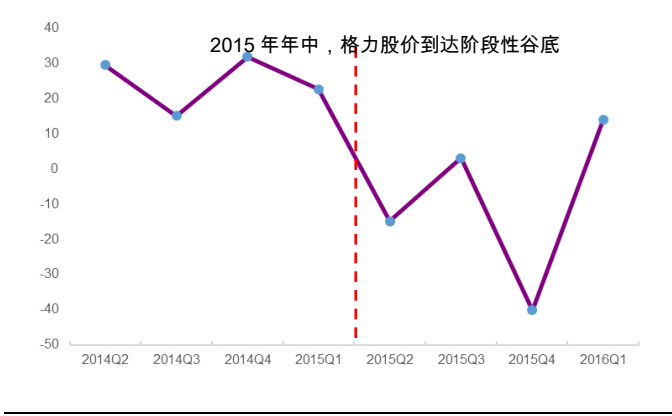
资料来源: Wind, 光大证券研究所



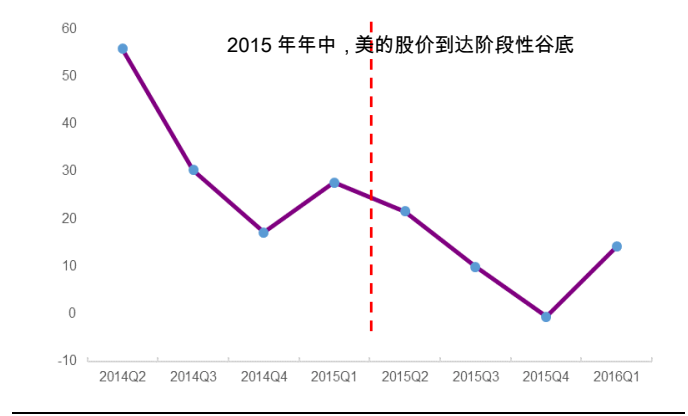
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 15 年下跌期格力电器各季度业绩增速 (%)

图 15: 15 年下跌期美的集团各季度业绩增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

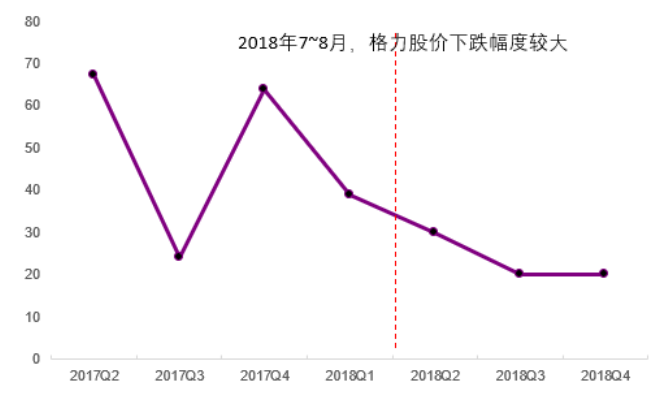


资料来源: Wind, 光大证券研究所

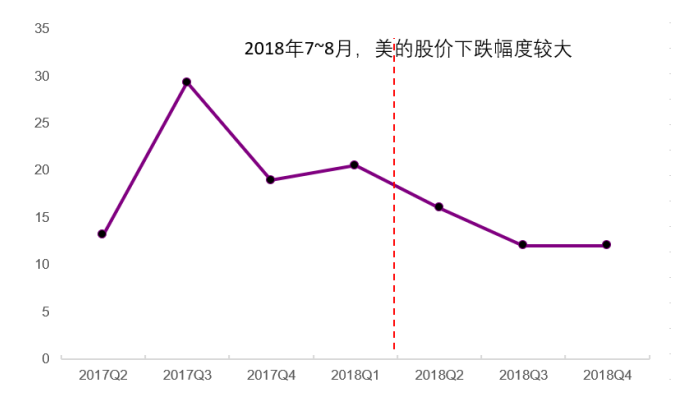
而此轮基本面下行期有何不同? 我们在前面已经分析: 1) 前期业绩增速与前两轮高点相比相对较低, 市场预期温和; 2) 由于库存水平较低, 后续出货端大概率是随零售端温和下行, 而不会出现 15 年去库存阶段空调出货 50% 以上的崩盘式下滑, 业绩增速下修也比较有限。

图 16: 18 年下半年下跌期格力电器各季度业绩增速 (%)

图 17: 18 年下半年下跌期美的集团各季度业绩增速 (%)



资料来源: Wind, 2018Q2~Q4 增速为光大证券研究所预测

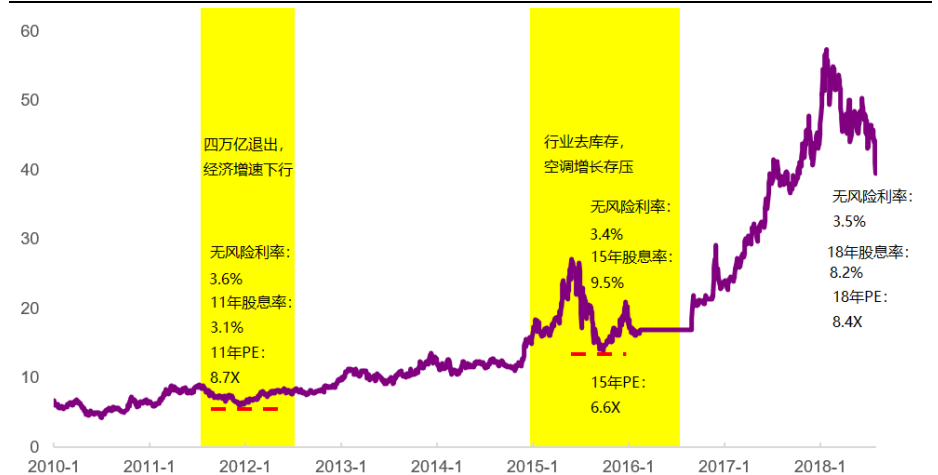


资料来源: Wind, 2018Q2~Q4 增速为光大证券研究所预测

历次下行期估值水平如何: 对比历史股息率和 PE 估值水平, 继续下行空间有限。我们对 12 年以及 15 年格力美的阶段性低点的估值水平和股息率等主要指标进行了回顾和比较。

格力电器：隐含 18 年股息率已经超过 8%，显著高于无风险利率，安全边际较高。公司目前股价对应的 PE 已经低于 11 年底股价底部的水平，略高于 15 年底部。但考虑到当时依旧较高的风险偏好，以及近两年 A 股资金结构的变化，后续下行空间相对有限；

图 18：格力电器历史股价走势复盘



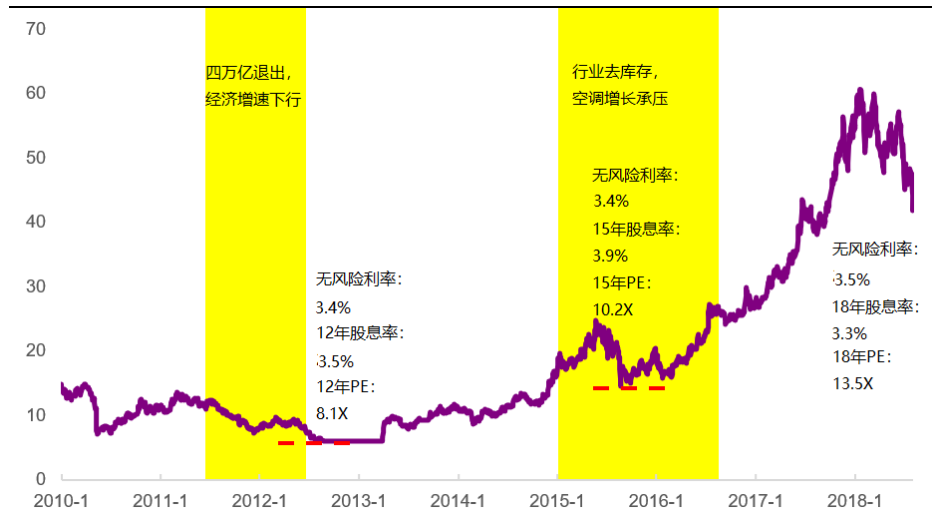
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：无风险利率统一以当期十年期国债收益率估算，下同

18 年总股息以预计归母净利润和 70% 股利支付率估算。

美的集团：估值水平方面，虽然较 12 年与 15 年底点水平较高，但是考虑到美的自身经营质量的持续提升、外资持股比例的大幅增加、中长期治理优势的溢价，以及公司推出的 40 亿股价回购，我们认为估值已经基本达到底部区间。

图 19：美的集团历史股价走势复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2013 年 9 月前为美的电器数据，下同。

18 年总股息以预计归母净利润和 45% 股利支付率估算。

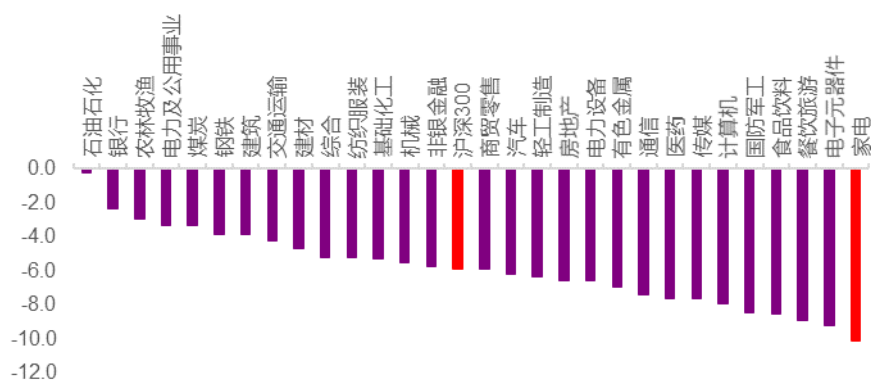
四、投资建议：用理性战胜恐慌，配置价值仍在

上周家电及整个消费板块均出现了集体大跌，家电相关个股近期下跌幅度已与 16 年熔断时基本相当。论及暴跌的原因，既有短期对 7 月零售数据

放缓所反映的基本面低于预期的担忧，也有中期对地产新调控思路下，家电作为地产后周期行业需求下行拐点的担忧，还有长期在对经济较为悲观的预期下，消费板块的抱团松动，进而转为踩踏的因素。

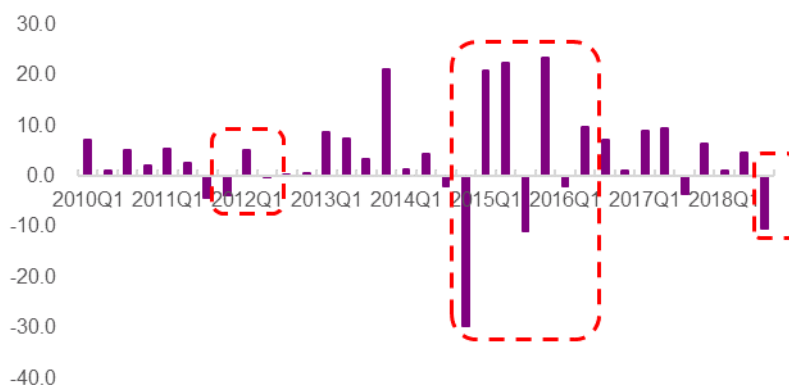
目前白电龙头已经跌至 8~13 倍估值，标杆公司格力电器隐含的 18 年股息率已经超过 8%；厨电龙头老板/华帝估值也普遍仅 13~15 倍，我们认为估值已经反映了对基本面与业绩过度悲观的预期。

图 20：上周家电板块跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：家电板块相对指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：标的指数为沪深 300

经过上文的详细分析，我们看到短期的数据波动与基本面温和下行，并没有改变龙头全年的业绩确定性，并且中长期配置价值的逻辑基础也没有发生变化。市场货币环境较前期已有一定改善，风险偏好也在继续降低。我们虽然无法左右市场短期的情绪，判断短期的股价低点，但我们认为，现阶段已不必恐慌，而应着眼中长期，用理性战胜恐慌，用中长期深度的产业研究去取代短期的边际思维。

配置建议上，白电板块依然表现出较强的业绩确定性和持续性，且资产质量上乘，在市场对稳增长、高确定性的资产配置需求上升的背景下，配置价值依旧存在：

1) 白电龙头的配置价值依旧存在：格力电器（隐含股息率超过8%）、青岛海尔（三大白中经营周期更优，具备一定阿尔法）、美的集团（中长期公司治理最优，持续回购带来安全边际）、小天鹅A（扣除净现金不足200亿市值，年产生20亿自由现金流，仍是不可多得的优质资产）。

2) 估值已经反映悲观预期，中长期成长逻辑依旧清晰的：欧普照明、华帝股份（8月4号推出股权激励，强化对未来三年收入与业绩增长的预期）、老板电器。

3) 股价底部，基本面景气度稳定或环比提升的：新宝股份、九阳股份、TCL集团。

五、周市场回顾

市场表现回顾：整体表现逊于大盘。上周沪深300指数下跌5.85%，家电板块整体下跌9.30%，行业表现逊于大盘。其中白电整机（-10.47%）、黑电整机（-8.88%）、厨电与小家电（-8.20%）、照明（-7.58%）、家电零部件（-6.12%）板块均有所下跌。

1) 本周板块表现

表1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
上周表现	-9.30%	-5.85%	-10.47%	-8.88%	-8.20%	-7.58%	-6.12%
年度至今	-24.40%	-19.90%	-22.54%	-28.32%	-26.37%	-20.08%	-29.13%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 本周个股表现

表2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	秀强股份	16.55%	华帝股份	-19.62%
第二名	海立股份	2.94%	拓邦股份	-17.17%
第三名	海联金汇	0.73%	创维数字	-17.02%
第四名	天银机电	-1.15%	飞乐音响	-16.59%
第五名	澳柯玛	-1.25%	奥佳华	-16.51%

资料来源：Wind，光大证券研究所

六、数据聚焦

产业在线6月冰箱数据——行业运行平稳 龙头表现平淡。6月冰箱产销存分别为683（-1.8%）、717（-0.6%）、401（-1.8%）万台。内销方面，6月整体-1.1%，海尔/海信科龙/美的当月销量分别同比+4.3%/+2.0%/-3.9%；出口方面，6月整体-0.0%，奥马/美的/海信科龙当月出口分别同比+8.7%/-8.5%/+2.9%。

七、风险因素

1. 宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；

- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
国际业务	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	