

公司研究

新股研究

建议询价区间: 8.49-10.19元

钨资源储量与产业链一体化优势显著

——章源钨业(002378)新股研究

核心观点

申购建议:

公司合理股价为 9.43-11.32 元。考虑到限售期的影响,建议按 10% 的折扣价申购,建议申购价为 8.49-10.19 元。

主要依据:

公司钨资源储量丰富,钨产业链完整。公司是国内少数拥有完整钨行业产业链的厂商之一,系国内钨粉及碳化钨粉前二名供应商、硬质合金前四名供应商。公司保有钨储量 9.60 万吨,占全国总量的 5.33%;公司已建立了从钨上游采矿、选矿,中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系,产业链核心环节技术处于国内领先水平。

公司钨制品主业贡献业绩 95% 以上,受危机影响近 3 年毛利率逐步下滑。公司主要产品包括碳化钨粉、仲钨酸铵、钨粉及合金等钨制品,钨制品主业贡献业绩 95% 以上;近几年在钨销售价格波动较大的环境下,公司营业收入实现稳中有升主要得益于产销量的扩张;同时在金融危机影响下,公司钨品销售价格的下降幅度大于钨精矿加权成本及外购 APT 价格的下降幅度,导致近几年公司主业毛利率由 25.86% 逐步下滑至 17.39%。

钨属于不可再生的稀缺性与战略性资源,未来需求稳中有升。钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源,中国的钨资源储量占全球探明的钨矿产资源储量近 70%,近年来占世界钨产量约 80%;公司所处的赣州市钨矿资源丰富,素有“世界钨都”之称,高品质黑钨矿保有储量约占全国同类矿的 70%,世界的 60%。随着国内外经济企稳复苏,全球钨下游需求行业如钢铁、汽车、机械加工、钻探、飞机和国防等行业将恢复增长,钨品的需求有望持续增长。

募投项目助推公司业绩与竞争力成长。此次募投 3.62 亿元用于 3 个项目:1) 3.10 亿元投资高性能、高精度涂层刀片技术改造工程(一期)项目,项目建成后可形成年产涂层刀片 100 吨/年;2) 0.31 亿元投建淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目,用于提高 W03 回收率 1.5%,锡回收率 2%,并综合回收铜、钼、锌、铅精矿;3) 0.22 亿元用于研发中心技术改造项目,旨在提高公司自主创新,合作开发能力。

预计公司 2010-2012 年净利润的年均复合增速为 27.94%,预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.38 元、0.51 元、0.62 元。我们认为,给予公司 2010 年 25-30 倍的动态估值较为合理,公司合理股价为 9.43-11.32 元。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1072	1402	1676	1917
同比增速(%)	21.94%	30.84%	19.49%	14.42%
净利润(百万)	118	162	218	264
同比增速(%)	32.19%	36.88%	34.92%	21.32%
EPS(元)	0.28	0.38	0.51	0.62

基础数据

总股本(万股)	42821
流通A股(万股)	4300
总市值(亿元)	
总资产(亿元)	14.25
每股净资产(元)	1.68
建议询价区间(元)	8.49-10.19

研究员:肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940209090162

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。

1、本次发行一般情况

图表 1: 本次发行基本情况

公司名称	崇义章源钨业股份有限公司
公司简称	章源钨业
发行地	深圳
发行日期	2010. 3. 19
申购代码	002378
发行股数	不超过4,300万股, 占发行后总股本的10.04%
发行方式	网下询价, 上网定价
发行后总股本	42,821万股
每股盈利(2009)	0.31元
发行后全面摊薄每股收益(2009)	0.28元
发行前每股净资产	1.68元

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

2、公司概况

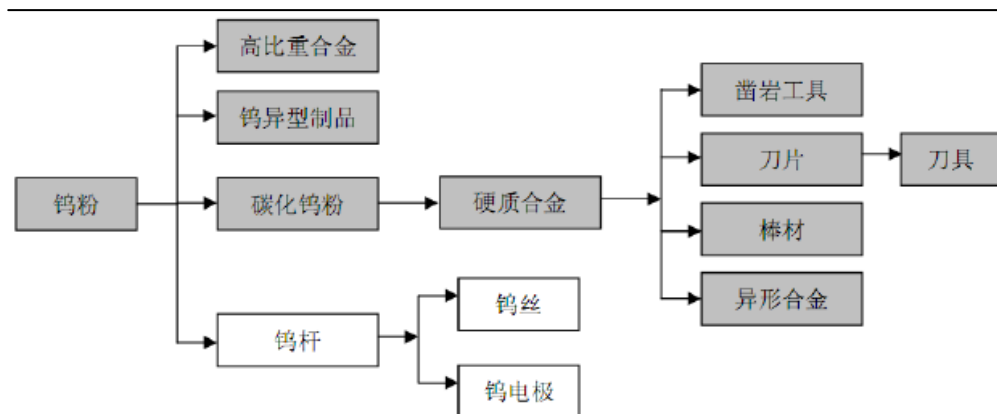
2.1、公司钨资源储量丰富, 钨产业链完整

公司是国内少数拥有完整钨行业产业链的厂商之一, 系国内钨粉及碳化钨粉前二名供应商、硬质合金前四名供应商。公司拥有 5 个探矿权矿区、4 座采矿权矿山、5 个钨冶炼及精深加工厂, 2007 年公司主要产品销量占国内市场的比重分别为: 钨粉及碳化钨粉销售 1,610 吨, 占 16.06%、硬质合金(含混合料)销售 1,277 吨, 占 6.87%。

截至 2008 年 12 月 31 日, 公司所辖矿区在开采范围内保有钨储量 9.60 万吨, 占全国总量的 5.33%, 按照静态计算, 公司钨储量能确保在现有条件下约 30 年的开采能力; 公司已建立了从钨上游采矿、选矿, 中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系, 产业链核心环节技术处于国内领先水平。

依托完整产业链优势, 公司具备经营钨精矿、APT、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨材、硬质合金及其工具等全系列钨产品的能力, 完备的钨产品组合系列确保公司能满足不同客户的多层次需求; 公司产业链核心环节技术工艺处于国内领先或国际先进水平。冶炼环节运用“黑白钨精矿分解”、“离子交换新工艺”及“氨回收及脱氨转化”等技术工艺, APT 的碱单耗、吨用水量及氨排放指标均大大优于国内先进水平, 具有良好的节能减排效应; 下游精深加工环节中, 公司能生产国际先进水平的纯度大于 99.995% 的钨粉和晶粒度小于 100 纳米的碳化钨粉, 晶粒度小于 400 纳米的超细晶粒硬质合金。

图表 2: 公司为国内少数拥有完整钨行业产业链的厂商之一



资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

备注: 加底纹部分为公司覆盖产业链环节。

2.2、公司实际控制人为黄泽兰先生

公司控股股东为章源控股，持有公司发行前 90.60%的股份；公司实际控制人为黄泽兰先生，其持有章源控股 94%的股权，通过章源控股间接控制公司发行前 90.60%的股份。黄泽兰先生拥有 30 年以上的资深钨行业经历，是中国有色金属工业协会理事、中国钨业协会理事、主席团主席。

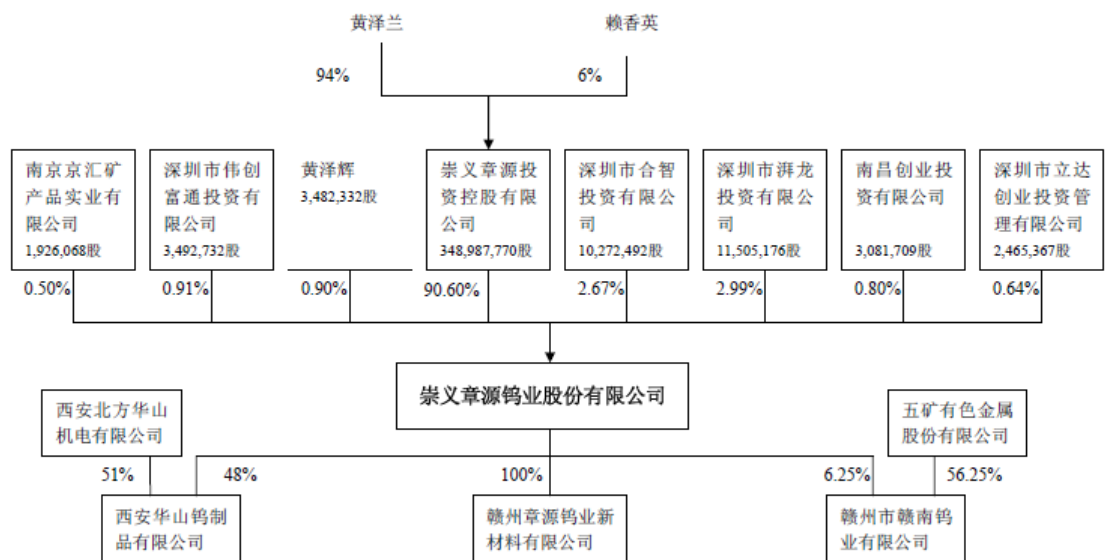
图表 3：公司发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数(股)	持股比例	持股数(股)	持股比例
有限售条件流通股	385,213,646	100.00%	385,213,646	89.96%
其中：				
崇义章源投资控股有限公司	348,987,770	90.60%	348,987,770	81.50%
深圳市湃龙投资有限公司	11,505,176	2.99%	11,505,176	2.69%
深圳市合智投资有限公司	10,272,492	2.67%	10,272,492	2.40%
深圳市伟创富通投资有限公司	3,492,732	0.91%	3,492,732	0.82%
黄泽辉	3,482,332	0.90%	3,482,332	0.81%
南昌创业投资有限公司	3,081,709	0.80%	3,081,709	0.72%
深圳市立达创业投资管理有限公司	2,465,367	0.64%	2,465,367	0.58%
南京京汇矿产品实业有限公司	1,926,068	0.50%	1,926,068	0.45%
无限售条件流通股	0	0	43,000,000	10.04%
总股本	385,213,646	100.00%	428,213,646	100.00%

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

公司拥有章源钨业新材料全资子公司、持股 48%西安华山钨制品及 6.25%赣南钨业两家公司。

图表 4：章源钨业发行人股权结构及控股、参股子公司



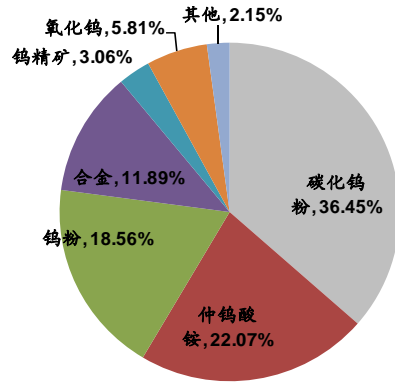
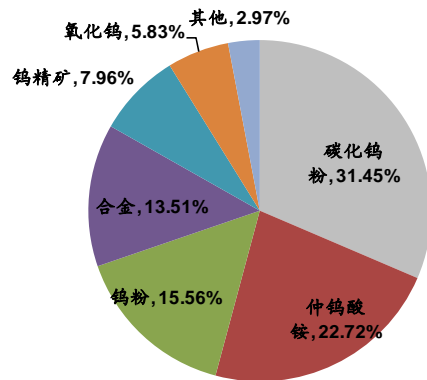
资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

2.3、公司主营业务钨制品贡献业绩 95%以上

目前公司主要产品包括碳化钨粉、仲钨酸铵、钨粉及合金等钨制品，2009 年以上四大产品销售收入分别为 3.91 亿元、2.34 亿元、1.60 亿元、1.39 亿元，分别占公司主营业务收入的 31.45%、22.72%、15.56%、13.51%；占公司营业毛利总额的比例分别为 36.45%、22.07%、18.56%、11.89%。钨制品主业贡献公司业绩 95%以上。

图表 5: 2009 年公司收入占比

图表 6: 2009 年公司毛利占比



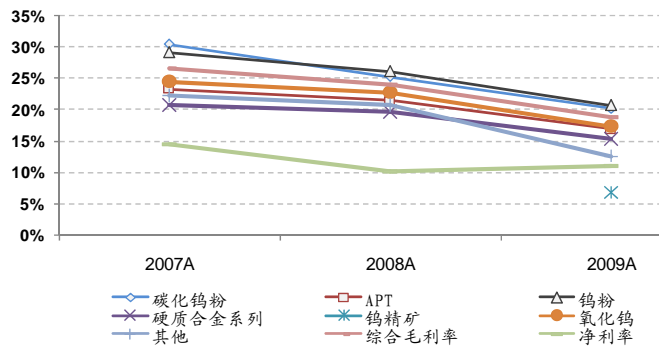
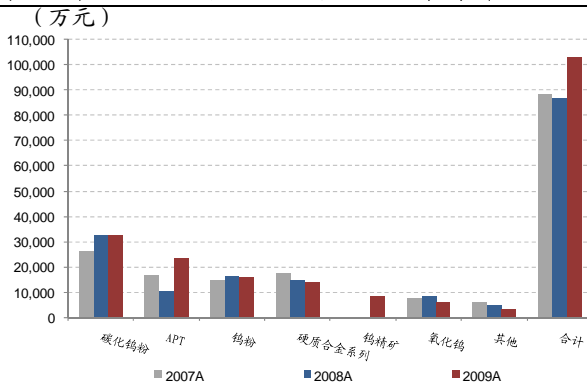
资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

2007-2009 年公司营业收入分别为 9.00 亿元、8.79 亿元、10.72 亿元 (参加图表 7), 在受行业景气度影响导致产品销售价格波动较大的环境下, 公司产品销售量持续较快增长是近三年公司营业收入实现稳中有升的主要动力。

2007-2009 年公司钨制品综合毛利率分别为 25.86%、23.53%、17.39%, 呈现逐年下降趋势。钨品销售价格、钨精矿价格变动及外购比例、仲钨酸铵 (APT) 外购数量及价格、原材料单耗、产品销售结构是影响公司毛利率变动的主要因素。2009 年钨精矿加权成本及外购 APT 价格的下降幅度小于公司钨品销售价格的下降幅度, 是导致 2009 年公司毛利率下降的主要原因。

图表 7: 产销量的增长是保持收入稳中有升的主要因素

图表 8: 近几年毛利率受钨制品价格下降而降低



资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

3、行业发展趋势及公司竞争力分析

3.1、钨制品: 性能独特, 为不可替代的战略性金属

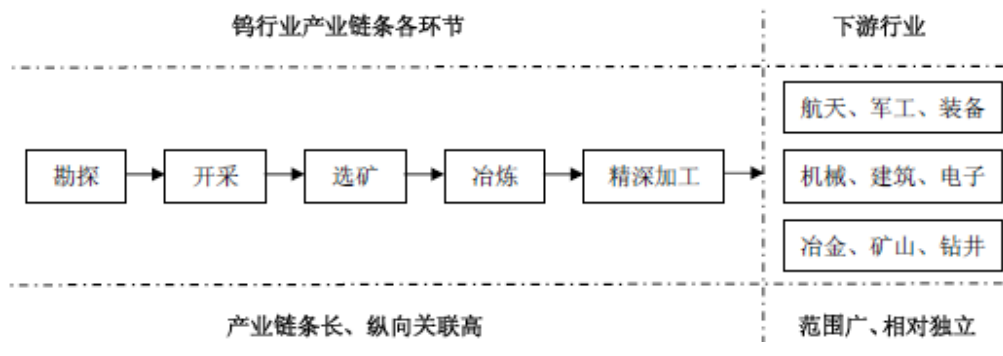
钨是自然界熔点最高的金属之一, 熔点高达 3,410℃, 钨的最大特点是高密度, 同时具有良好的高温强度和导电、传热性能。钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源, 用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性, 用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件, 被誉为“工业的牙齿”。其硬质合金广泛应用于军工、航空航天、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯、建筑等领域, 钨丝是照明、电子等行业的关键材料。在上述应用领域, 目前尚未发现钨的直接替代品, 因而可以说, 钨为不可替代的战略性金属。

钨行业产业链条较长, 主要包括勘探、开采、选矿、冶炼、精深加工等环节, 钨行业

价值链分布呈现“两头高、中间低”的特点，上游钨矿采选和下游高端硬质合金（特别是高精度、高性能刀具）的利润水平较高，冶炼、制粉、中低档硬质合金及钨材利润水平相对较低。

钨制品主要包括钨精矿（WO₃365%）、仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、硬质合金、钨条、钨丝及钨铁等。

图表 9：钨产业链较长，价值链分布呈现“两头高、中间低”特点



资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

图表 10：钨制品广泛应用于诸多重要领域

应用领域	相关钨制品需求
机械制造	高性能、高精度硬质合金等。
钢铁工业	硬质合金轧辊、模具、刀具及特殊钢生产所需的钨等。
汽车	高质量、高档次和高精度的切削刀具、孔加工刀具用硬质合金；耐震钨丝、钨触头材料等。
国防	钨基合金、硬质合金等。
航空航天	高档次、高精度硬质合金等。
信息产业	高性能钨材、钨触头材料等。
矿山采掘、冶炼	矿用硬质合金、钨制品等。
石油、化工	矿用硬质合金、含钨催化剂等。

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

3.2、钨属于不可再生的稀缺性资源，中国绝对储量优势显著

目前，全球钨探明总储量仅为 289.8 万吨（目前全球钨矿探明储量可供开采年限已不足 40 年，其中黑钨矿更为稀缺），属极其稀缺资源，全球已知的 20 多种钨矿物中，具有工业价值的仅有白钨矿和黑钨矿两种，黑钨矿属优质钨矿，白钨矿属难选矿石，二者占全球钨资源比例分别为 73% 和 25% 左右。作为一种重要的不可再生的稀缺战略资源，美国、俄罗斯等大国先后建立了钨的战略储备。

中国的钨资源储量丰富，在全球探明的钨矿产资源储量中占比近 70%，居全球首位；我国的钨年产量居世界第一，近年来占世界钨产量约 80%。全国已探明储量广泛分布在 21 个省（区），但储量相对集中。各省区储量依次为：湖南 35.8%、江西 18.8%、河南 10.0%、广东 6.5%、广西 5.7%、福建 5.3%。截至 2006 年底，上述 6 省区合计储量占全国总保有资源储量的 82.1%。公司所处的赣州市钨矿资源丰富，素有“世界钨都”之称，高品质黑钨矿保有储量约占全国同类矿的 70%，世界的 60%，现已发现并探明有储量的矿山 106 处。

图表 11: 中国钨矿资源储量占全球近 70%

国家	探明储量		储量基础	
	(吨)	占比 (%)	(吨)	占比 (%)
中国	1,800,000	62.1	4,200,000	67.9
加拿大	260,000	9	490,000	7.9
俄罗斯	250,000	8.6	420,000	6.8
美国	140,000	4.8	200,000	3.2
玻利维亚	53,000	1.8	100,000	1.6
全球总计	2,898,000	100	6,185,000	100

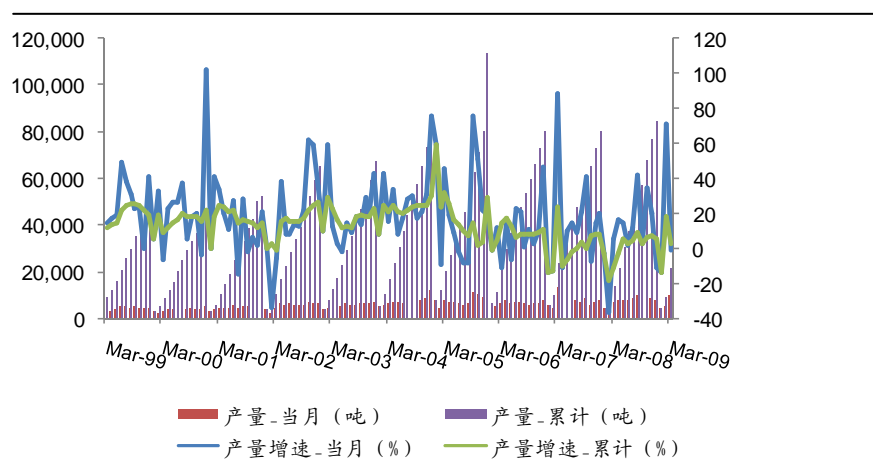
资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

3.3、钨需求: 稳中有升, 消费结构基本成熟

几年来国内钨的消费量逐步上升, 2003 年国内钨金属消费量为 16,902 吨, 2006 年国内钨金属消费总量为 25,994 吨, 增长 53.8%, 2007 年, 我国钨消费量略高于 25,000 吨, 与 2006 年基本持平。近十年以来, 我国钨精矿折含量(折三氧化钨 65%)产量基本保持稳中有升态势, 近 2 年年产量约 8 万吨左右。

目前我国钨的消费结构大致为: 硬质合金占 51%、特殊钢占 30%、钨材加工占 13%、化工占 6%。

图表 12: 近十年我国钨精矿折含量(折三氧化钨 65%)产量稳中有升



资料来源: 国家统计局、国都证券研究所

随着国内外经济企稳复苏, 全球钨下游需求行业如钢铁、汽车、机械加工、钻探、飞机和国防等行业将恢复增长, 钨品的需求有望持续增长。

3.4、公司核心竞争力: 资源储量丰富、产业链完整及技术研发领先

1) 资源储量丰富: 公司拥有淘锡坑钨矿、新安子钨锡矿、大余石雷钨矿、天井窝钨矿四个采矿权矿山。截至 2008 年 12 月 31 日, 公司四矿山合计可开采面积为 39.2654 平方公里, 公司所辖矿区在开采范围内保有钨储量 9.60 万吨, 占全国总量的 5.33%, 按照静态计算, 公司钨储量能确保在现有条件下约 30 年的开采能力; 公司四矿山钨品位平均为 2.104%, 其中淘锡坑钨矿钨品位高达 2.600%, 是国内少见的大储量、高品位钨矿山; 公司四矿地质条件简单, 易于采选。另外, 公司还拥有东峰、石圳、白溪、碧坑和长流坑五个探矿权矿区, 合计可勘探面积 143.54 平方公里。

2) 拥有完整的钨产业链: 建立了从钨上游采矿、选矿, 中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系, 受益于产业链的规模经营, 公司在金属回收率、单位生产原材料消耗及综合成本等方面处于国内领先水平。依托完整的产业链优势, 本公司具备经营钨精矿、APT、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨材、硬质合金及其工具等全系列、高质量钨产品的能

力,完备的钨产品组合系列确保公司能满足不同客户的多层次需求,建立稳定的客户基础。并且,公司下游精深加工产品销售量逐年上升,2009年度,公司下游精深加工产品销售额为6.53亿元,占总销售收入高达63.50%。

3) 技术研发领先: 公司产业链核心环节技术工艺处于国内领先或国际先进水平。冶炼环节运用“黑白钨精矿分解”、“离子交换新工艺”及“氨回收及脱氨转化”等技术工艺,每吨APT的碱单耗、吨用水量及氨排放指标均大大优于国内先进水平;公司“白(黑)钨矿洁净高效制取超高性能钨粉体成套技术及产业化”获得国家科学技术进步二等奖。自主研发一大批具有国际领先水平的技术和工艺,“球形、单晶、超细仲钨酸铵粉体的制取技术”荣获江西省科技进步一等奖,纳米钨粉、纳米碳化钨粉、球形铸造碳化钨粉、超细晶硬质合金挤压棒材、带多螺旋内冷却孔挤压棒材等研发成果均达到国际先进水平。此外,公司积极参与行业标准制定,正主持《纳米钨粉》行业标准的起草工作。

4、募投项目分析

公司拟将此次募集资金中的3.62亿元投向3个项目(图表15): 1) 3.10亿元投资高性能、高精度涂层刀片技术改造工程(一期)项目,该一期项目建成后,可形成年产涂层刀片100吨(1,000万片/年)的生产能力; 2) 0.31亿元投建淘锡坑钨矿区精选厂生产线技术改造项目,用于提高WO₃回收率1.5%,锡回收率2%,并综合回收铜、钼、锌、铅精矿; 3) 0.22亿元用于研发中心技术改造项目(一期),旨在提高公司自主创新,合作开发能力。

图表 13: 公司 IPO 募投项目分析

拟投资项目	拟投资金额 (万元)	建设周期 (年)	目前公司 产能	新增产 能	全部达产后 新增收入 (万元)	净利润 (万元)	投资回收期 (年)
高性能、高精度涂层刀片技术改造工程(一期)项目	31,000	1.75	200吨/年	100吨/年	19,145	6,658	5.53
年产3万吨铝箔生产线项目	3,093	1.00			2,280	1,012	4.18
研发中心技术改造项目(一期)	2,150	1.00					
合计	36,243				21,425	7,670	

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

5、盈利预测

我们预计公司2010-2012年营业收入、归属于母公司净利润的年均复合增速分别约为16.93%、27.94%,按发行后公司总股本42,821万股计算,预计2010-2012年公司实现每股收益分别为0.38元、0.51元、0.62元。

图表 14: 章源钨业盈利预测 (单位: 万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	90,032	87,903	107,185	140,237	167,568	191,732
YOY%	/	-2.37%	21.94%	30.84%	19.49%	14.42%
减: 营业成本	66,038	66,725	86,941	112,807	131,759	148,746
毛利率	26.65%	24.09%	18.89%	19.56%	21.37%	22.42%
营业税金及附加	582	725	465	631	838	1,150
销售费用	897	752	802	1,154	1,489	1,789
管理费用	4,139	4,693	3,945	6,193	7,252	8,132
财务费用	3,757	4,408	3,382	443	582	799
期间费用率 (%)	9.77%	11.21%	7.58%	5.55%	5.56%	5.59%
资产减值损失	-411	69	-61	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0
投资收益	169	154	404	0	0	0
二、营业利润	15,199	10,685	12,113	19,010	25,648	31,116
YOY% /		-29.70%	13.36%	56.94%	34.92%	21.32%
加: 营业外收入	393	271	1,576	0	0	0
减: 营业外支出	419	143	146	0	0	0
三、利润总额	15,173	10,814	13,543	19,010	25,648	31,116
减: 所得税	2,044	1,884	1,739	2,851	3,847	4,667
四、净利润	13,129	8,930	11,804	16,158	21,801	26,449
归属于母公司的净利润	13,129	8,930	11,804	16,158	21,801	26,449
YOY(%) /		-31.98%	32.19%	36.88%	34.92%	21.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利率 (%)	14.58%	10.16%	11.01%	11.52%	13.01%	13.79%
总股本 (万股)	42,821	42,821	42,821	42,821	42,821	42,821
五、每股收益 (元)	0.31	0.21	0.28	0.38	0.51	0.62

资料来源: 国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

目前国内 A 股上市公司中主营业务与章源钨业类似可比的上市公司主要有厦门钨业、金钼股份、包钢稀土、锡业股份、宝钛股份、东方钽业等 (估值比较参见图表 15), 按 2010 年 3 月 15 日收盘价计算, 可比上市公司的 2010 年、2011 年动态市盈率均值分别为 45 倍、31 倍。可比上市公司 3 年 CAGR 平均值为 58%; 结合我们对公司未来三年净利润年均复合增速约 27.94% 的预测, 我们认为, 给予公司 2010 年 25-30 倍的动态估值较为合理, 按我们预计公司 2010 年的每股收益 1.03 元计算, 公司合理股价为 9.43-11.32 元。考虑到限售期的影响, 建议按 10% 的折扣价申购, 建议申购价为 8.49-10.19 元。

图表 15: 同类可比上市公司的估值比较 (以 2010 年 3 月 15 日收盘价计算)

公司简称	代码	股价	总市值 百万元	EPS				P/E				CAGR (09-11)	P/B
				2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E		
新疆众和	600888	18.53	6,524	0.28	0.52	0.62	0.73	66	36	30	25	18%	3.4
东阳光铝	600673	8.67	7,174	0.14	0.08	0.33	0.47	62	110	26	19	144%	3.9
南山铝业	600219	11.12	18,356	0.38	0.37	0.56	0.73	29	30	20	15	40%	1.6
海亮股份	002203	13.64	5,457	0.44	0.32	0.48	0.46	31	43	28	30	20%	3.8
罗普斯金	002333	27.17	4,260	0.35	0.80	1.00	1.25	78	34	27	22	25%	13.4
均值	-	-	-	-	-	-	-	53	51	26	22	49%	5.2

数据来源: 天相投资分析系统、国都证券研究所

备注: 计算均值时剔除了包钢稀土、宝钛股份的低基数高成长个股。

7、风险提示

1) 宏观经济或下游需求波动导致行业景气度变化的风险: 公司的钨产品广泛应用于国民经济各个行业, 主要包括装备制造、机械加工、冶金矿山、军工和电子通讯行业等, 如果宏观经济出现周期性大幅波动, 将对钨行业的市场需求产生较大影响;

2) 钨精矿供应及价格风险: 近三年公司外购钨精矿占钨精矿总量的比例分别为 58.07%、50.53%、67.57%, 期间钨精矿市场价格涨幅较大并持续处于高位, 对公司毛利率水平和经营业绩产生影响, 若未来国内外钨精矿价格发生剧烈变化, 将会给本公司产业链各环节产品的生产成本带来一定不确定性;

3) 海外市场出口波动风险: 近三年公司国外市场销售占总销售额已达 18.73%、19.07%、13.19%。未来国家对钨出口贸易资质和配额调整、出口税收政策变化及汇率波动将对公司收入与利润产生一定影响。

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±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

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, 投资者据此操作, 风险自负。

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-电气设备	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	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			