

深度报告
纺织服装
服装
希努尔(002485)

合理价值: 21.66-27.36 元

2010年9月17日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	200/50
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,602/11164
发行价格(元)	0.00
发行股本(百万股)	50

财务数据

净资产值(百万元)	446
每股净资产(元)	2.97
资产负债率	53%

相关研究报告:

分析师: 方军平

电话: 021-60933158

E-mail: fangjp@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080426

新股分析

民营品牌男装龙头

● 民营品牌男装龙头

公司主营“希努尔”品牌西服、衬衫（正装占比90%）及部分休闲服饰的生产和销售，产品销售通路为直营店、加盟店、团体订购、贴牌和网上直销，平均占比为15%、46%、16%、23%和0.02%。2009年公司收入8.5亿元，净利润1.11亿元，本次IPO 5000万股后自然人王金波为公司实际控制人。公司已经建立起品牌服饰运营的日常流程，拥有569家加盟店18家直营店，门店布局主要集中在北方城市。主打自主品牌“希努尔”。

● 国内正装消费增速 13%，品牌竞争格局基本定型

正装整体消费目前进入平稳期，注重高品质和性价比成为行业的主基调。2004-2009年我国西服、西裤、衬衫的消费量年复合增长率分别为6.8%、4.8%和3.7%。西服品牌排名靠前的主要为观奇、依文、卡巴蒂尼、armani、维克多等，国内中档西服品牌主要在街边店渠道销售为主，西裤和衬衫第一梯队已经基本固定，九牧王、虎都在西裤领域，雅戈尔、皮尔卡丹在衬衫领域的龙头地位稳固。

● 渠道拓展和产品提价推动公司持续成长

正装行业的成长特性和竞争格局决定其发展之路在产品研发和品牌提升基础上价格提升，渠道拓展和深入营销带动的份额提高。我们预计公司产品年可提价幅度为8%-12%，加盟渠道拓展速度5%-10%。

● 合理价值在 21.66-27.36 元/股之间

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.76 元、1.00 元和 1.23 元，结合绝对估值和相对估值，我们测算公司合理价值为 21.66-27.36 元/股。

独立性声明:

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。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	888	850	1,059	1,346	1,671
(+/-%)	0.6%	-4.3%	24.6%	27.2%	24.1%
净利润(百万元)	105	111	152	199	246
(+/-%)	45.1%	6.2%	37.1%	31.0%	23.6%
每股收益(元)	0.70	0.74	0.76	1.00	1.23
EBIT Margin			18.4%	18.8%	19.2%
净资产收益率(ROE)	26.98%	24.89%	9.7%	11.8%	13.4%
市盈率(PE)			28.5	21.7	17.6
EV/EBITDA			20.9	16.0	12.7
市净率(PB)			2.76	2.57	2.36

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	3
估值与投资建议.....	4
绝对估值法：20.75-22.58 元/股.....	4
相对估值法：27.36 元/股.....	5
民营品牌男装龙头.....	5
业务模式：内销品牌公司.....	7
国内正装消费增速 13%，品牌竞争格局基本定型.....	7
未来三年国内正装市场年均增长 12.44%-13.77%.....	7
正装行业竞争格局：竞争格局基本定型.....	9
渠道拓展和产品提价推动公司持续成长.....	11
加盟网点年均增速 5-10%推动规模扩张.....	13
募投资金大幅提升直营比重.....	13
盈利预测假设.....	14
核心判断的主要风险.....	14
附表 1：财务预测与估值.....	15
国信证券投资评级.....	16
免责条款.....	16

图表目录

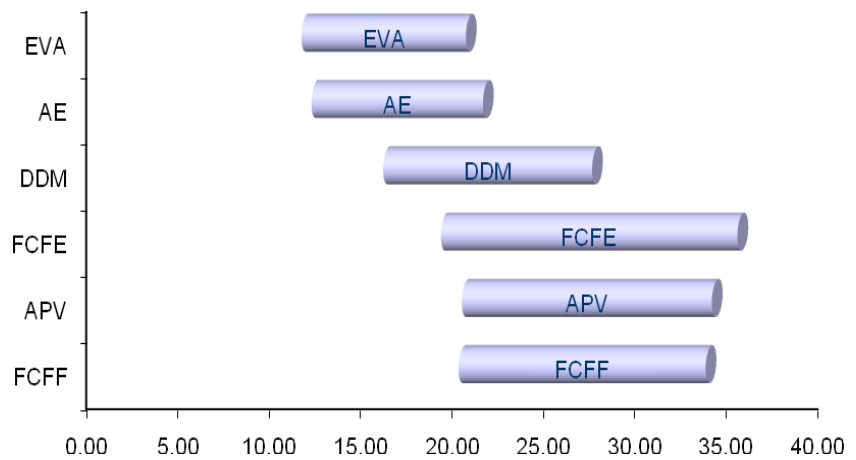
图 1: 折现率变化在 $\pm 10\%$ 、永续增长率变化在 $\pm 15\%$ 的情况下各估值法的合理价值	4
表 1: 三阶段模型主要假设	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件	4
表 3: DDM 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 6: 发行后公司持股结构	6
表 7: 公司主要贴牌生产合作厂商	6
表 8: 2007-1H2010 公司分产品收入结构	6
表 9: 2007-1H2010 公司分产品毛利率	7
图 2: 2008 年按城市级别划分的男装市场规模及人均消费	8
图 3: 2004-1H2010 我国大型商场男西服销量及同比	8
图 4: 2004-1H2010 我国大型商场西裤销量及同比	9
图 5: 2004-1H2010 我国大型商场男衬衫销量及同比	9
图 6: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-华北	10
图 7: 大型商场西服销售额前 10 名品牌份额-北京 2006	10
图 8: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-东北	11
图 9: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-华北	11
表 10: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-华东	12
图 10: 2004-1H2010 我国大型商场服装零售价格及同比	12
图 11: 2007-1H2010 公司主导产品价格, 元/套	13
图 12: 国内男装主要品牌零售网点数	13
表 11: 公司营销网络建设项目	14

估值与投资建议

绝对估值法：20.75-22.58 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。基于保守测算，我们假定公司在 2013 年之前将获得高于行业发展的下轨速度，综合各种估值方法得出公司合理价值为 20.75-22.58 元/股。

图 1：折现率变化在±10%、永续增长率变化在±15%的情况下各估值法的合理价值



资料来源：国信证券经济研究所

表 1：三阶段模型主要假设

会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	-4.31%	24.58%	27.15%	24.12%	20.96%	17.80%	14.64%	11.48%	8.32%	5.16%	2.00%
销货成本/营业收入	59.14%	57.74%	56.81%	55.72%	55.72%	55.72%	55.72%	55.72%	55.72%	55.72%	55.72%
管理费用率	5.10%	5.04%	4.60%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%
所得税税率	9.76%	22.00%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比例	57.01%	20.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	2.25%	Ke	8.8%
行业平均 Beta	0.8740	E/(D+E)	99.51%
公司市值 (E)	4000	D/(D+E)	0.49%
债务总额(D)	20	WACC	8.81%
Kd	6%		

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: DDM 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	7.8%	8.3%	8.83%	9.3%	9.8%
1.5%	27.21	24.76	22.66	20.83	19.23
1.0%	25.73	23.53	21.63	19.96	18.50
0.5%	24.45	22.46	20.73	19.20	17.84
0.0%	23.34	21.52	19.92	18.51	17.25
-0.5%	22.35	20.69	19.21	17.89	16.71
-1.0%	21.48	19.94	18.57	17.33	16.23
-1.5%	20.71	19.27	17.99	16.83	15.78

资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	7.8%	8.3%	8.83%	9.3%	9.8%
1.5%	35.16	31.70	28.73	26.16	23.92
1.0%	33.03	29.93	27.25	24.91	22.85
0.5%	31.18	28.39	25.94	23.80	21.91
0.0%	29.58	27.03	24.79	22.81	21.05
-0.5%	28.16	25.82	23.76	21.92	20.28
-1.0%	26.91	24.75	22.83	21.12	19.58
-1.5%	25.79	23.78	22.00	20.39	18.94

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值法: 27.36 元/股

我们预测公司 2010-2012 年每股盈利为 0.76 元、1.00 元和 1.23 元。参考目前 A 股男装品牌公司定价, 我们测算公司相对估值为 $0.76 \times 36 = 27.36$ 元。

表 5: A 股品牌服饰公司估值

证券简称	收盘价	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2009PE	2010PE	2011PE	PB
报喜鸟	25.54	0.74	0.84	1.07	34.5	30.6	23.8	4.52
凯撒股份	29.20	0.73	0.73	0.96	40.0	39.9	30.3	3.77
七匹狼	34.25	0.72	0.96	1.22	47.6	35.7	28.1	6.73
美邦服饰	27.69	0.60	0.73	0.97	46.2	38.0	28.5	10.65
平均					42.1	36.0	27.7	6.42

资料来源: wind, 国信证券经济研究所, 数据截止 2010-7-28

我们取绝对估值中值与相对估值, 我们测算公司合理价值为 21.66-27.36 元/股。

民营品牌男装龙头

公司主营“希努尔”品牌西服、衬衫(正装占比90%)及部分休闲服饰的生产和销售, 产品销售通路为直营店、加盟店、团体订购、贴牌和网上直销, 2007-2009 年分别平均占比为 15%、46%、16%、23%和 0.02%。2007-2009 年公司贴牌收

入占比分别为28%、22%和15%，平均23%。2009年公司收入8.5亿元，净利润1.11亿元，位列2008-2009年度中国服装行业竞争力10强企业名单第4位。本次IPO发行5000万股用于营销网络及设计研发中心建设，发行后自然人王金波为公司实际控制人。

表 6: 发行后公司持股结构

股东名称	持股数量 (万股)	股份比例
新郎希努尔集团股份有限公司	8,442	42.21%
新郎·希努尔国际(集团)有限公司	5,058	25.29%
江苏华西集团公司	720	3.60%
山东新郎欧美尔家居置业有限公司	225	1.13%
北京淡水河投资有限公司	225	1.13%
北京国鼎瑞丰投资有限公司	150	0.75%
青岛金合众科实业有限公司	75	0.38%
勒堡织造(深圳)有限公司	52.5	0.26%
宁波保税区富诚国际贸易有限公司	52.5	0.26%
IPO	5000	25.00%
合计	20,000	100.00%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

表 7: 公司主要贴牌生产合作厂商

贴牌产品	主要贴牌厂家
西装上衣、西裤	Marks&Spencer PLC; Tommy Hilfiger Licensing LLC; Perry Ellis International; Canda International OHG; Gerry Weber Far East Limited; Itochu Textile Klein, gotedavid; (China) Co.,Ltd; Topman; AOKI INC; Calvin
女大衣	J.C. PENNY PURCHASING CORP.

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

表 8: 2007-1H2010 公司分产品收入结构

产品类别	1H2010		2009		2008		2007	
	营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例
西服套装	191,907,519	48.84%	377,973,443	44.86%	400,573,273	45.53%	394,502,078	45.13%
休闲西装	66,955,923	17.04%	174,435,730	20.70%	189,437,006	21.53%	186,822,015	21.37%
西裤	50,001,379	12.72%	101,802,783	12.08%	104,823,831	11.91%	130,804,759	14.96%
衬衫	48,378,424	12.31%	82,998,871	9.85%	78,473,371	8.92%	80,177,222	9.17%
棉服茄克	2,015,834	0.51%	26,314,248	3.12%	27,673,985	3.15%	24,374,603	2.79%
针织衫	16,032,327	4.08%	36,811,969	4.37%	36,012,364	4.09%	30,372,829	3.47%
其他	17,677,652	4.50%	42,302,517	5.02%	42,799,493	4.86%	27,181,473	3.11%
合计	392,969,058	100.00%	842,639,560	100.00%	879,793,324	100.00%	874,234,979	100.00%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

表 9: 公司分产品毛利率

	1H2010	2009	2008	2007
西服套装	48.90%	45.61%	43.11%	42.58%
休闲西装	29.63%	28.38%	30.49%	18.11%
西裤	20.60%	27.04%	29.42%	23.69%
衬衫	50.90%	45.88%	44.50%	45.15%
棉服茄克	35.78%	33.91%	27.18%	39.88%
针织衫	38.94%	34.81%	28.60%	38.03%
其他	27.37%	18.16%	10.19%	9.27%
合计	40.82%	37.61%	36.19%	33.49%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

业务模式：内销品牌公司

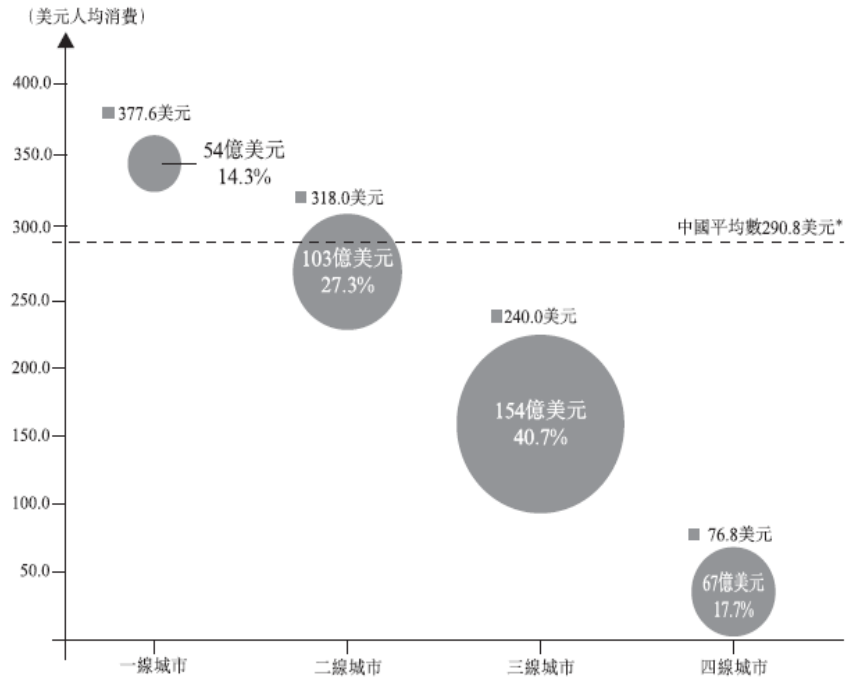
公司已经建立起品牌服饰运营的日常流程。公司直营、加盟、团购品牌服饰内销收入占比达77%，截止2010-6-30公司拥有569家加盟店18家直营店合计网点587家，门店布局主要集中在山东、河北、河南等北方城市。直营、加盟毛利率分别达到65%和37%。公司每年举行两次大型的订货会，春夏订货会大约在每年度的10月底或11月初举行，秋冬订货会一般在每年度的3月底或4月初举行，6月或7月开补充订货会。截止2010-6-30，公司拥有员工4200人，生产员工占比71%，销售人员占比10%。自1999年至2008年8月，聘请著名影星张国立先生担任公司品牌形象代言人。2007年1月至今，聘请意大利名模Nikolas Michael先生担任公司新的形象代言人。在公司的设立和发展过程中，先后创建了“新郎”、“新郎·希努尔”、“希努尔”等品牌。随着公司规模不断扩大和国际化品牌战略的实施，公司从2006年完全采用了“希努尔”品牌。

国内正装消费增速 13%，品牌竞争格局基本定型

未来三年国内正装市场年均增长 12.44%-13.77%

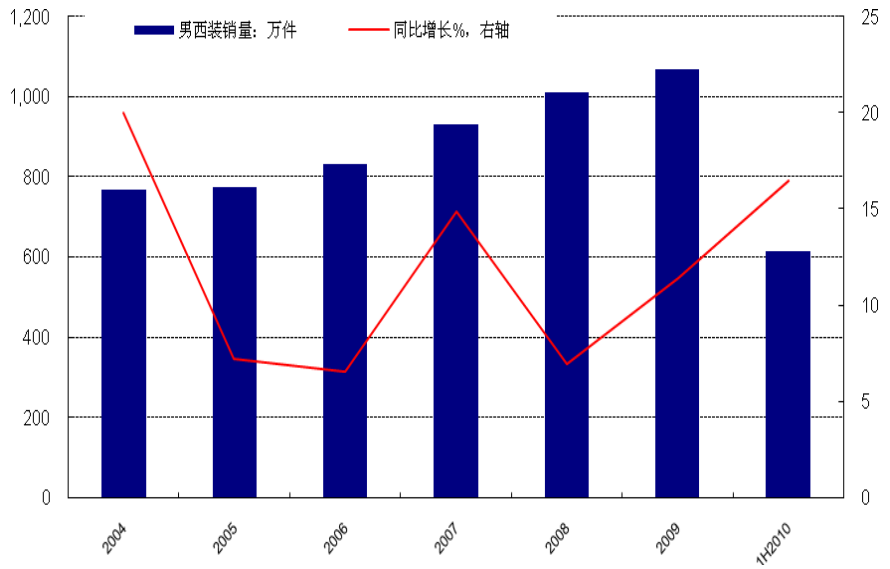
作为国民服饰消费升级的初始类别，伴随着国内正装企业的研发、设计、质量控制、品牌和后续服务的提高，我国正装消费经历了从国外品牌占主导到国内品牌全线升级的替代过程。正装整体消费的高增长长期2004年基本结束，目前进入平稳期。伴随消费者的理性化，国内正装消费正逐步走向差异化，休闲化趋势，注重高品质和性价比成为行业的主基调。从我国大型商场正装的零售数据看，2004-2009年我国西服、西裤、衬衫的消费量年复合增长率分别为6.84%、4.76%和3.65%。参考国内服饰的提价因素、消费权重、经济增速、消费弹性，我们预计未来3年我国正装消费年均增速为12.24%-13.77%。

图 2: 2008 年按城市级别划分的男装市场规模及人均消费



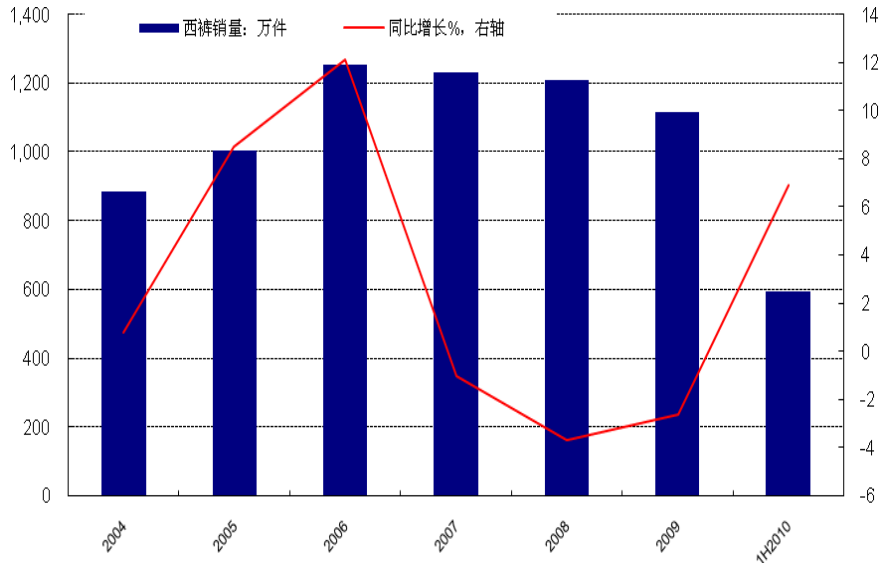
数据来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所

图 3: 2004-1H2010 我国大型商场男西服销量及同比



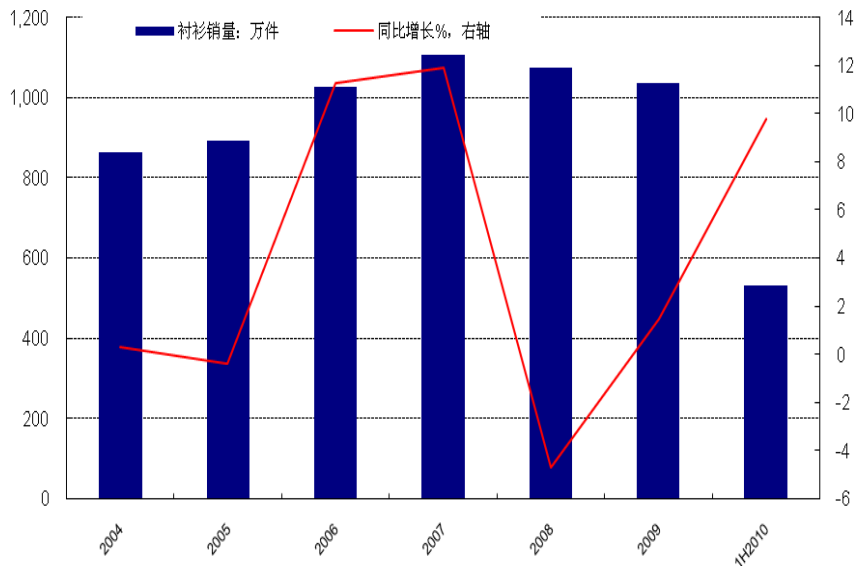
数据来源: 中华商业信息中心, 国信证券经济研究所

图 4: 2004-1H2010 我国大型商场西裤销量及同比



数据来源: 中华商业信息中心, 国信证券经济研究所

图 5: 2004-1H2010 我国大型商场男衬衫销量及同比



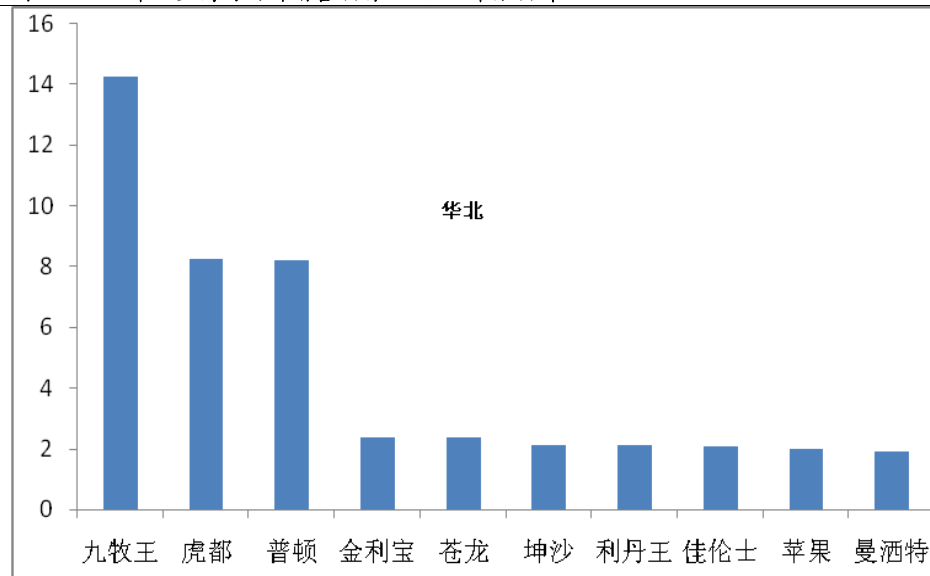
数据来源: 中华商业信息中心, 国信证券经济研究所

正装行业竞争格局: 竞争格局基本定型

从国内大型商场的正装销售品牌看, 近 3 年西服品牌排名靠前的主要为观奇、依文、卡巴蒂尼、armani、维克多等, 国内中档西服品牌主要在街边店渠道销售为主, 部分国内品牌如雅戈尔、报喜鸟在局部区域挤进商场前十。西裤和衬衫销售看, 第一梯队已经基本固定, 九牧王、虎都连续 3 年稳占全国 6 大销售区域西裤销售的前 2 名。雅戈尔、皮尔卡丹在全国衬衫销售形成稳定的第一阵营, 虎豹、海螺在各

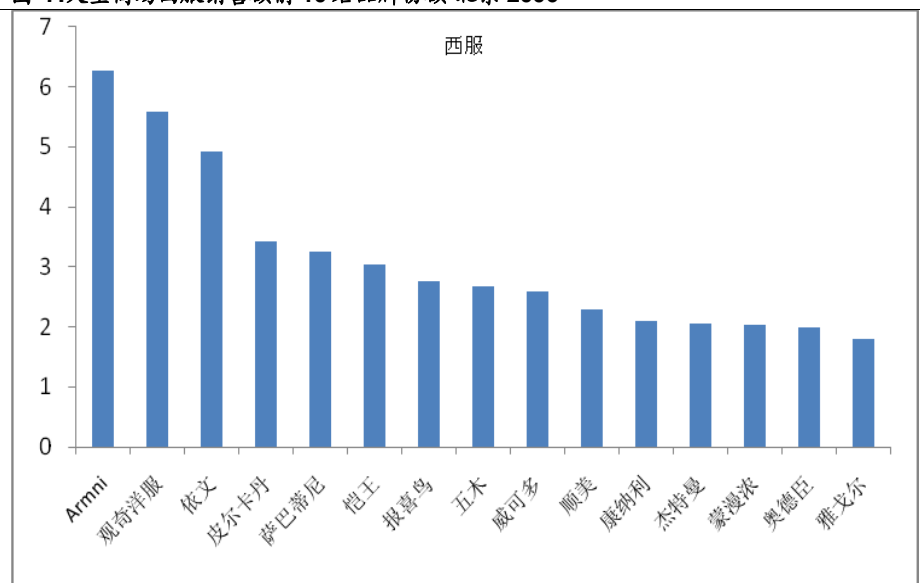
自强势区域份额稳定靠前。

图 6: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-华北



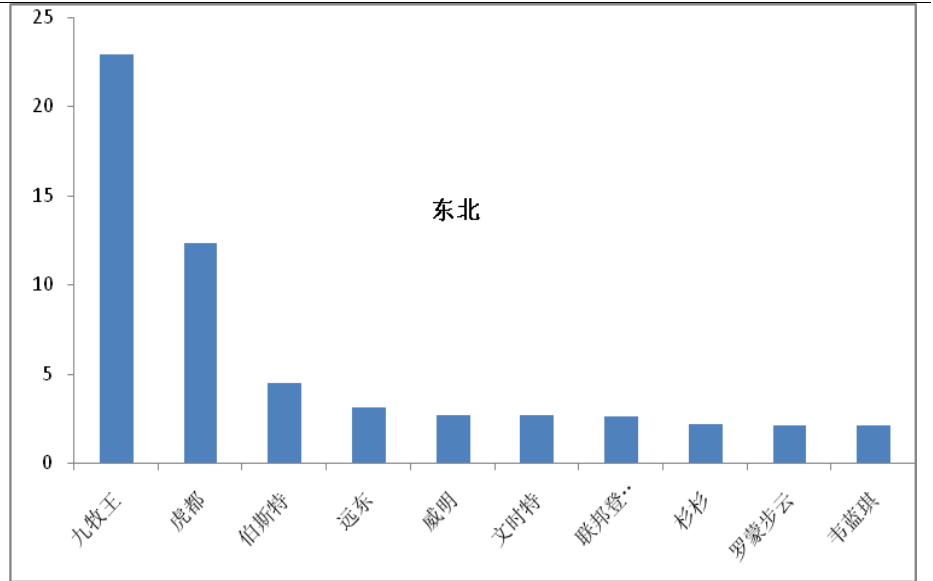
数据来源：中国纺织报，国信证券经济研究所

图 7: 大型商场西服销售额前 10 名品牌份额-北京 2006



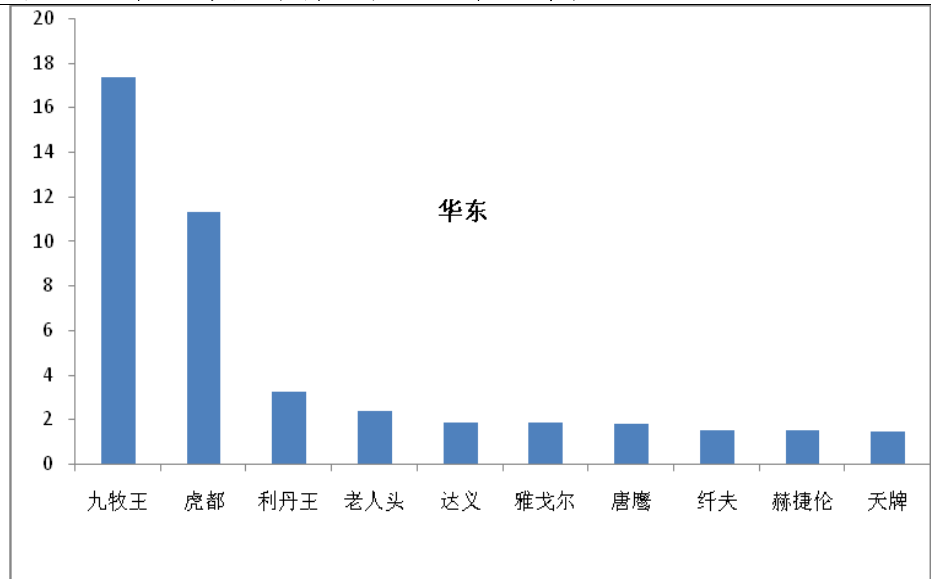
数据来源：中国纺织报，国信证券经济研究所

图 8: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-东北



数据来源：中国纺织报，国信证券经济研究所

图 2: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-华东



数据来源：中国纺织报，国信证券经济研究所

渠道拓展和产品提价推动公司持续成长

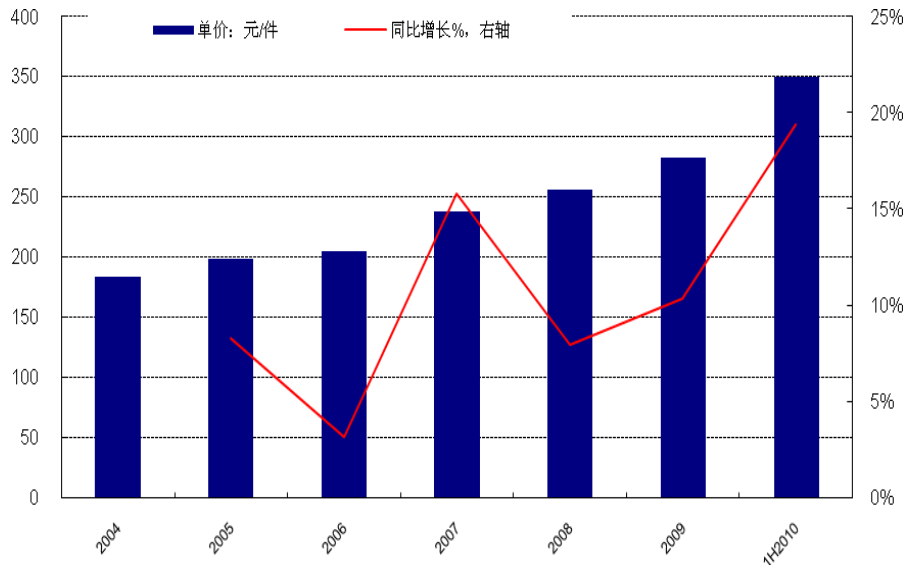
正装行业的成长特性和竞争格局决定了正装公司的发展之路主要集中在：基于产品研发和品牌提升基础上价格提升，渠道拓展和深入营销带动的份额提高。公司西服两件套平均出厂价259元，零售价集中在500-700元/套，目标位二、三线城市，随着募集资金项目的建设，公司品牌将借助渠道规模和品牌投入的增长得到持续提高，并进而推动产品价格的提升。参考行业及可比公司，我们预计公司产品年可提价幅度为8%-12%。

表 10: 2007 年大型商场西裤销售额前 10 名品牌份额-华东

主打价位	主要品牌	产品特性及市场状况	竞争策略及运作方式
1000 元以下	红豆 新郎 伟志	产品价位相对较低, 在国内市场主要占据中低档市场或区域市场	利用价格优势主要进入二、三级市场
1000-2000 元	雅戈尔 罗蒙 杉杉	产品价位较高, 在国内市场主要占据中档市场, 市场覆盖面较广	利用直营网点较多及价格、促销、广告等手段与本公司展开竞争
2000-3000 元	威克多 庄吉 法派 夏蒙 顺美、报喜鸟	产品价位相对较高, 主要占据中高档市场	采用特许加盟经营方式, 利用产品、服务、促销、价格、广告等手段与本公司展开竞争
5000 元以上	HugoBoss Dunhill Armani Zegna Cerruti1881	产品价位很高, 属国际一流品牌, 知名度高, 占据高档市场	利用品牌、资金等优势在大中城市建立旗舰店, 同时选择特许经营方式进入中国市场

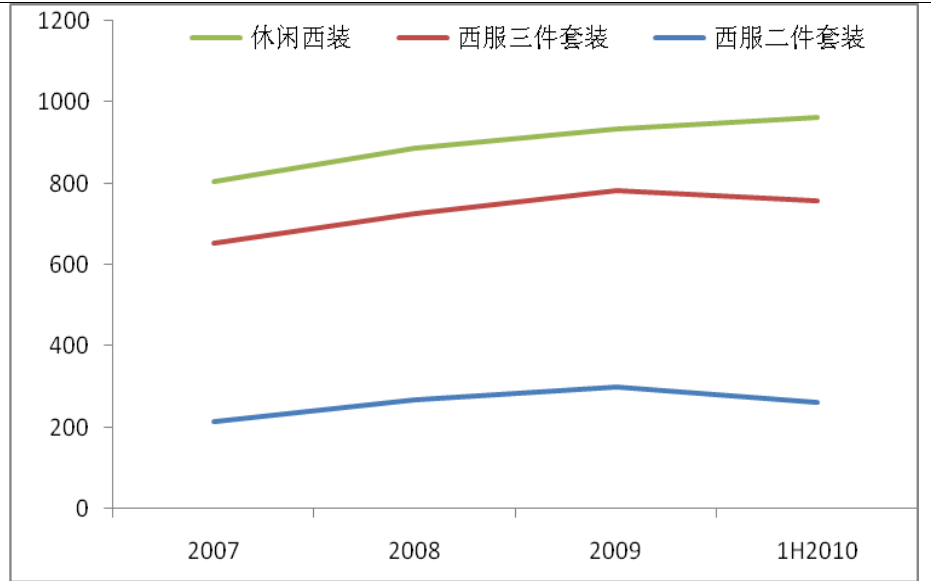
数据来源: 中国纺织报, 国信证券经济研究所

图 10: 2004-1H2010 我国大型商场服装零售价格及同比



数据来源: 中华商业信息中心, 国信证券经济研究所

图 11 2007-1H2010 公司主导产品价格, 元/套

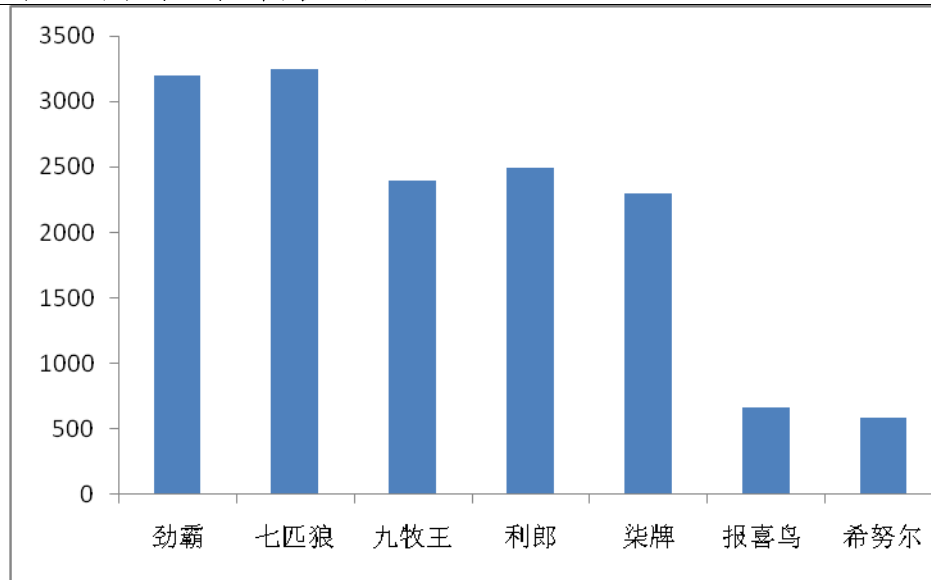


数据来源: 招股书、国信证券经济研究所

加盟网点年均增速 5-10%推动规模扩张

公司目前拥有 587 家营业网点, 可比上市公司报喜鸟上市前 2006 年的 551 家网点相当。目前公司渠道主要集中在华北和东北部分城市, 未来全区域扩张前景依然可期。

图 12: 国内男装主要品牌零售网点数



数据来源: 各公司网站, 国信证券经济研究所

募投资金大幅提升直营比重

公司拟用 IPO 募集资金中 5.45 亿元投入营销网络建设用于新增 46 各直营旗舰店, 项目成熟期 3 年, 完成后可年增收收入 3.36 亿元。

表 11: 公司营销网络建设项目

店铺类型	数量(个)	购买面积	租赁面积	合计面积
旗舰店	10	9,000	-	9,000
直营店	36	6,850	16,330	23,180
合计	46	15,850	16,330	32,180

数据来源: 招股说明书、国信证券经济研究所

盈利预测假设

我们的盈利预测主要假设包括:

- 1, 公司加盟门店 2010-2012 加盟店分别新增 16 家、40 家和 55 家, 直营门店按募投资金项目进展
- 2, 公司加盟毛利率稳定
- 3, 保守预期公司现有所得税优惠到期后, 2010 后所得税率将回归至 25%

核心判断的主要风险

- 1、公司募集资金项目投入进度低于预期;
- 2、公司直营开拓费用超预期;

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	185	952	700	714
应收款项	66	82	105	130
存货净额	223	271	339	413
其他流动资产	78	64	81	100
流动资产合计	552	1369	1225	1357
固定资产	349	462	798	893
无形资产及其他	15	15	14	14
投资性房地产	42	42	42	42
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	959	1888	2080	2306
短期借款及交易性金融负债	200	0	0	0
应付款项	144	175	219	267
其他流动负债	129	105	131	161
流动负债合计	473	280	351	428
长期借款及应付债券	20	20	20	20
其他长期负债	20	21	22	23
长期负债合计	40	41	42	43
负债合计	513	320	392	471
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	446	1568	1687	1835
负债和股东权益总计	959	1888	2080	2306

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.74	0.76	1.00	1.23
每股红利	0.42	0.15	0.40	0.49
每股净资产	2.97	7.84	8.44	9.18
ROIC	22%	19%	17%	17%
ROE	25%	10%	12%	13%
毛利率	37%	40%	40%	41%
EBIT Margin	17%	18%	19%	19%
EBITDA Margin	20%	21%	22%	23%
收入增长	-4%	25%	27%	24%
净利润增长率	6%	37%	31%	24%
资产负债率	53%	17%	19%	20%
息率	1.9%	0.9%	2.5%	3.0%
P/E	29.3	28.5	21.7	17.6
P/B	7.3	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	22.1	20.9	16.0	12.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	850	1059	1346	1671
营业成本	532	638	805	988
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	134	172	225	287
管理费用	44	54	62	74
财务费用	11	(0)	(9)	(7)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	123	195	262	329
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	123	195	262	329
所得税费用	12	43	63	82
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	111	152	199	246

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	111	152	199	246
资产减值准备	4	1	4	2
折旧摊销	30	28	41	58
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	11	(0)	(9)	(7)
营运资本变动	(39)	(41)	(32)	(38)
其它	(4)	(1)	(4)	(2)
经营活动现金流	108	138	209	267
资本开支	(109)	(141)	(381)	(154)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(109)	(141)	(381)	(154)
权益性融资	0	1000	0	0
负债净变化	(20)	0	0	0
支付股利、利息	(63)	(30)	(80)	(99)
其它融资现金流	221	(200)	0	0
融资活动现金流	55	770	(80)	(99)
现金净变动	54	767	(252)	14
货币资金的期初余额	131	185	952	700
货币资金的期末余额	185	952	700	714
企业自由现金流	9	(3)	(179)	107
权益自由现金流	210	(203)	(172)	112

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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询价。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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
				岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	陈健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn