

证券研究报告—动态报告

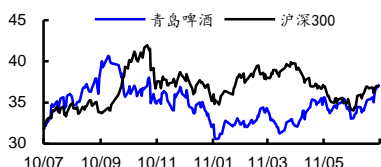
食品饮料

饮料

青岛啤酒(600600)
推荐

(维持评级)

2011年7月19日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本(百万股)	1,351.0/278.5
总市值(百万元)	50,243.1/34,720.1
沪深300/深圳成指	2,816.69/12,490.55
12个月最高/最低(元)	40.67/30.57

相关研究报告:

《青岛啤酒-600600-行业整合破冰, 提价窗口迫近》——2010-12-8

《青岛啤酒-600600-中报点评: 销量稍逊, 产能扩张预期加强》——2010-8-15

《青岛啤酒09年报点评: 资产计提见底, 投入将显著加强》——2010-4-9

《青岛啤酒09年三季报点评: 高毛利率与低费用率仍将维持》——2009-11-2

证券分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120030

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。

更新报告

成本见顶估值见底 销量给力 12年发力

●国内外大麦价格出现见顶回落态势

受去年啤酒大麦价格大涨的影响, 今年澳洲、法国和中国的大麦播种面积都有了明显增长。加之欧债危机、日本地震等导致啤酒需求不振, 使得今年国际啤酒麦价格出现了见顶回落态势。澳麦和法麦报价分别从前期高点大幅回落了30%和18%。中国啤酒产量11年也有望上升20%, 带动企业12年成本明显回落。

●换帅促使销量业绩爆发增长 12-13年仍有再融资可能

自青啤去年更换营销方面主要领导后, 公司强化了中低端品牌营销, 销量增速突破20%, 超过行业增速一倍, 这是03年以来所未见的。公司提出3年销量突破1000万千升的目标, 并通过收购和搬迁扩建的模式低费用扩张, 有利于短期业绩。按照公司的上述销量目标, 公司未来3年尚需115-125亿的现金, 12-13年有启动再融资释放业绩的动力。

●行业增速创新高 公司估值处于历史底部

1-5月啤酒行业利润总额增长48%, 创下近10年的新高。而公司的动态PE仅26倍, 创下历史的新低, 同时也是目前行业中11年PE最低的股票之一。此外, 目前A股还相对H股折价9%, 也是历史最低的位置。

●行业中长期空间超过白酒 估值应有一定溢价

目前中国的啤酒吨酒单价不到欧美的一般, 日本的1/15。我们估算青啤的极限市值可以达3700亿, 还有7倍多空间。而白酒要有同样的空间, 未来人均消费额将会达到2400元。啤酒中长期空间更大, 估值应比白酒有一定溢价而非折价。

●上调12年EPS 目标价45.6~51.3元

考虑成本下降, 我们将12年盈利预测上调10%。青啤11-13年EPS分别为1.41、1.90、2.48元, 对应动态PE依次为26、20和15倍。公司近期可能有较大型的机构交流活动, 给短期股价带来催化剂。我们给予青啤未来6个月45.6—51.3元的目标价, 相当于12年24-27倍, 还有20-35%的空间, 维持“推荐”。

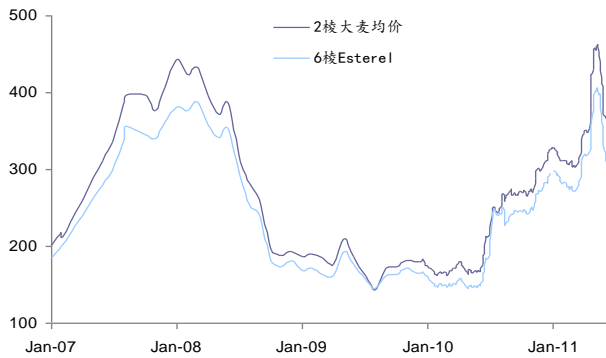
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18,026.11	19,897.83	24,854	29,271	34,975
(+/-%)	12.50%	10.38%	24.9%	17.8%	19.5%
净利润(百万元)	1,250.01	1,520.48	1908	2567	3343
(+/-%)	78.69%	21.64%	25.5%	34.6%	30.2%
每股收益(元)	0.93	1.13	1.41	1.90	2.47
EBIT Margin	10.18%		10.16%	11.90%	13.01%
净资产收益率(ROE)	14.90%	15.83%	17.14%	19.67%	21.72%
市盈率(PE)	40.19	33.04	26.3	19.6	15.0
EV/EBITDA	21.66		19.0	14.0	10.8
市净率(PB)	5.99	5.23	4.5	3.8	3.3

下半年大麦价格将见顶回落

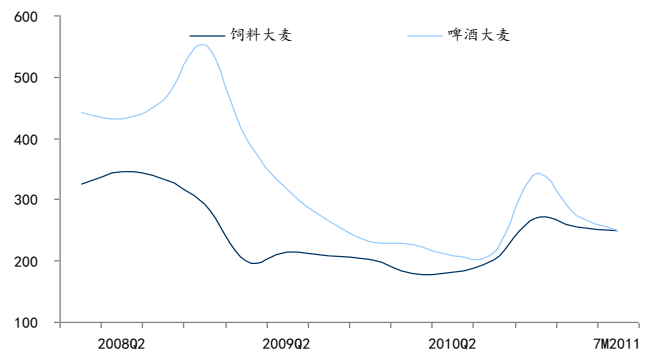
中国啤酒大麦的主要进口来源国，依次是澳大利亚、法国和加拿大。6月以来，法国啤酒大麦报价已从前期高点大幅回落了 15-20%，2 棱大麦的均价已回落到 358 美元/吨(约合 2300 元/吨)。一季度澳洲啤酒大麦出口均价 274 澳元/吨(约合 1836 人民币元/吨)，比 10 年四季度大幅下降约 68 澳元。而近期澳洲啤酒大麦当地收购报价仅 216-226 澳元/吨(约合 1480-1550 元/吨)，即使考虑运费和中间商利润，也远低于目前国产大麦 2000-2100 元/吨的水平。

图 1: 法国啤酒大麦价格冲高回落 (单位: 美元/吨)



资料来源: Malteurop

图 2: 澳洲啤酒大麦价格明显回落 (单位: 澳元/吨)



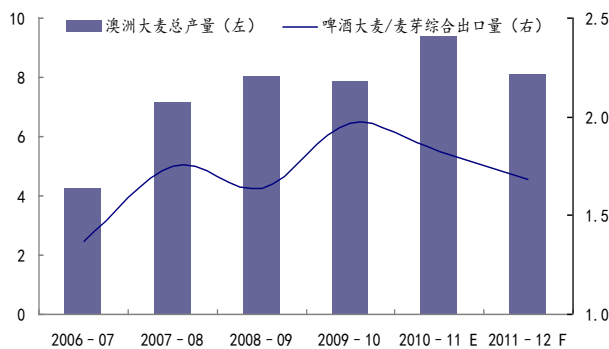
资料来源: 澳洲农业经济局、澳洲大麦局

依据法国农业部发布数据，2011 年法国春季大麦播种面积可能比上年增长 7.3%，达到 45 万公顷。由于欧洲干旱，导致包括大麦在内的农产品普遍减产，大麦价格暴涨，预计今年秋季大麦播种面积也会有一定增加。

按照澳洲农业经济局的预计，2011-12 年度澳洲大麦的种植面积比 10-11 年度仍有小幅上升，但是由于干旱带来的单产下降，导致预计产量和出口量有一定下滑。但即使这样，今年的预期收获量仍将会高于过去 5 年的平均水平。

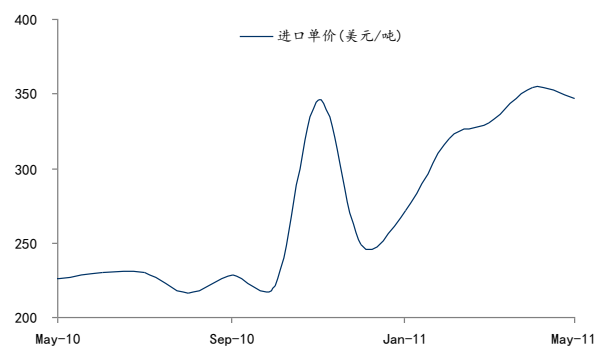
虽然今年全球性的干旱对大麦生产带来不利的影 响，但是上述预期已经充分反映在前期的价格中，随着收获季节的临近，前期悲观预期可能会得到逐步的修正，价格有望见顶回落。

图 3: 11-12 年澳洲大麦仍会是一个高产的年份



资料来源: 澳洲农业经济局

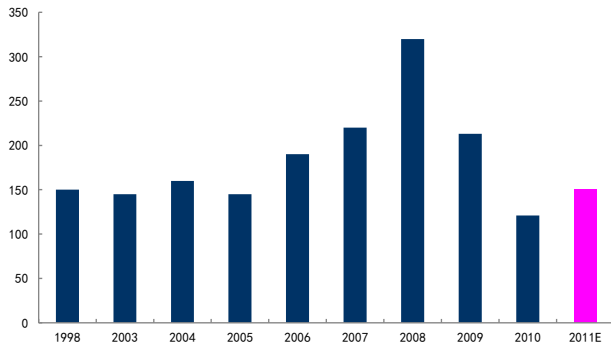
图 4: 5 月进口大麦价格有见顶态势



资料来源: 中国海关

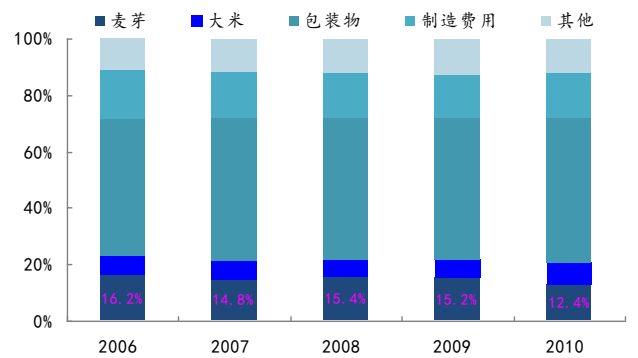
就国产啤酒大麦而言，由于过去两年种植面积大幅下降，以及 10 年大麦收购价大幅回升，大大提高了农民 11 年的种植积极性。据专家预计，今年国产啤酒大麦产量有望增长 20% 以上。另外，过去 5 年通过产品结构调整等方式，大麦/麦芽占青啤的成本已从 16% 下降 12%，短期的成本波动已经完全可以通过小幅提价来充分消化了。

图 5: 11 年国产啤酒大麦产量将见底回升



资料来源：酿酒工业协会 国信证券经济研究所整理

图 6: 麦芽成本对青啤的影响已显著减小

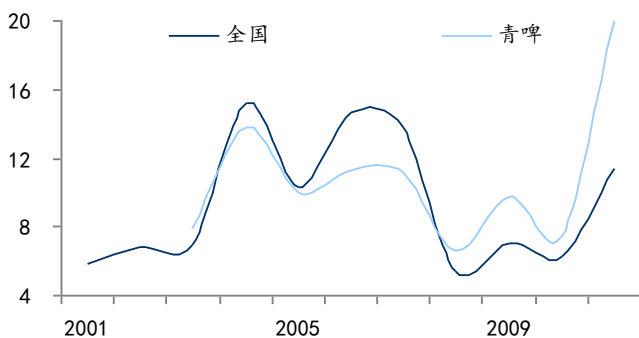


资料来源：青岛啤酒年报

青啤换帅业绩发力 12-13 年或有再融资需求

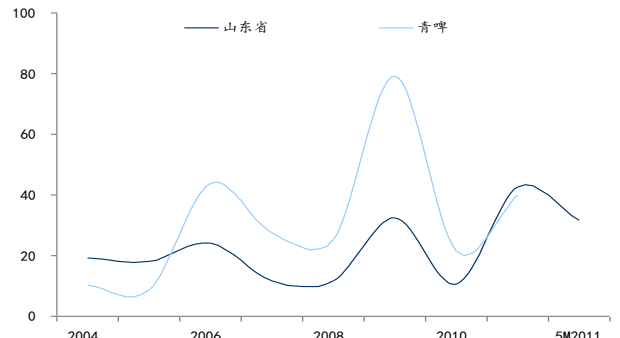
随着主管青啤营销 10 余年的严旭离任，青啤进入了一个新的时代，新一届的领导层在保持主品牌高速增长的同时，强化了非主品牌的营销，重点提升市场占有率。11 年开始，青啤的销量增速就大幅发力，超过了行业增速近一倍。这是 03 年以来的首次。另外，从山东省的情况来看，青啤上半年的利润增速虽然有所回落，但有望保持 25-30% 的较快增长，这在短期成本压力大的情况下是非常难得的。

图 7: 上半年青啤产量增速大幅跑赢行业



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所估计

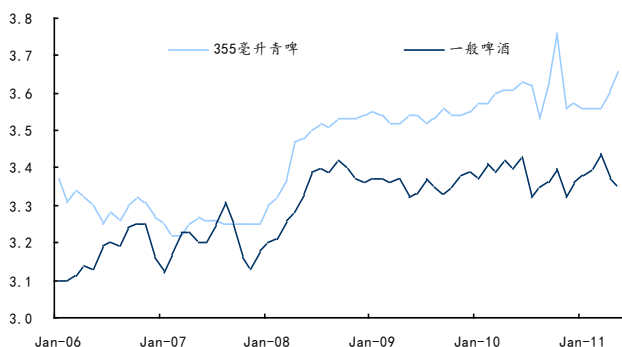
图 8: 上半年青啤利润仍有可能呈现快速增长



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所估计

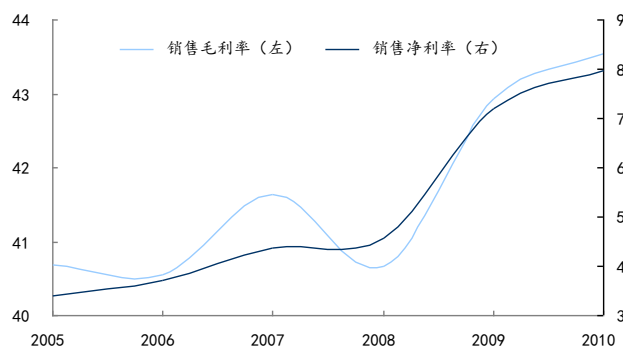
在产品档次上，青啤主品牌和一般啤酒的价格差距正在逐渐扩大，尤其是今年的部分中高端产品提价。随着产品价格的稳步提升，青啤 05 年以来虽然成本几起几落，但是最终的净利润率保持了稳步提升的态势。

图 9: 青啤主品牌价格和主流产品逐渐拉开差距



资料来源: CEIC

图 10: 青啤过去 5 年盈利能力提升跨越成本周期(单位: %)



资料来源: 公司年报

青啤今年提出了 3 年销量突破 1000 万千升的计划, 年均销量复合增长率需要超过 16%。完成上述目标, 青啤至少还需要兴建或收购 500-600 万千升的产能, 按照兴建每 10 万千升产能需要 1.8 个亿固定资产投资来估算, 并考虑更高成本的收购, 青啤 11-13 年至少需要再投资 100-110 个亿, 加上 14 年初有 15 个亿的债券到期, 粗略估计期间总资金需求为 115-125 个亿。而 10 年底公司 76 个亿的现金估计未来全部需要补充流动资金, 11-13 年通过经营盈利和折旧等能获得大约 110-130 个亿现金, 能够满足需求。但是如果公司要考虑 14 年之后的发展, 在 12 年下半年到 13 年开始考虑再融资是非常可能的, 因此公司 12-13 年可能会有较强的业绩释放动力。

另外, 公司今年以来基本都是通过既有产能搬迁扩建的方式, 这样通过利用现有渠道扩展既有市场, 风险小见效快, 更多是蚕食周边的弱势品牌。因此, 我们认为青啤的这一轮产能扩张, 其竞争烈度会相对较小, 并保证业绩的稳定增长。

表 1: 过去 12 个月青啤扩张以收购和既有产能扩建为主

项目	开工或收购时间	地点	新增产能(万千升)
青啤福州搬迁扩建项目	2010.7	福州	30
青啤石家庄新建项目	2010.7	石家庄	40
青啤厦门扩建项目	2010.8	厦门	12
青啤二厂新增灌装产能项目	2010.8	青岛	10
收购嘉禾啤酒太原啤酒厂	2010.9	太原	20
青啤珠海搬迁扩建项目	2010.9	珠海	30
青啤长沙纯生啤酒生产基地项目	2010.11	长沙	20
收购山东新银麦啤酒公司 100%股权	2010.12	山东	55
青啤扬州搬迁扩建项目	2011.1	扬州	15
收购紫金滩酒业(新安江)80%股权	2011.3	杭州	20
青啤滕州搬迁扩建项目	2011.4	枣庄	20
青啤宿迁搬迁扩建项目	2011.5	宿迁	20
青啤武威搬迁扩建项目	2011.5	武威	20
青啤广东揭阳新建项目	2011.6	揭阳	30
青啤台州搬迁扩建项目	2011.6	台州	30
合计			372

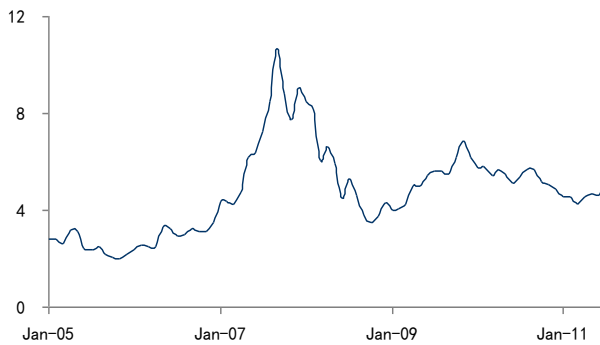
资料来源: 国信证券经济研究所整理

按照多重标准 青啤都已是在估值底部

由于青啤股价有约 20 个月基本处于横盘状态，而利润却在不断增长，使得所有的估值指标都经过了大幅的调整。目前 25 倍动态 PE、30 倍静态 PE (TTM) 已经是青啤历史最低估值水平，09 年底青啤动态市盈率曾达到 40 倍。而且，青啤的估值仅相当于行业平均估值的 3/4，也属于较低水平。

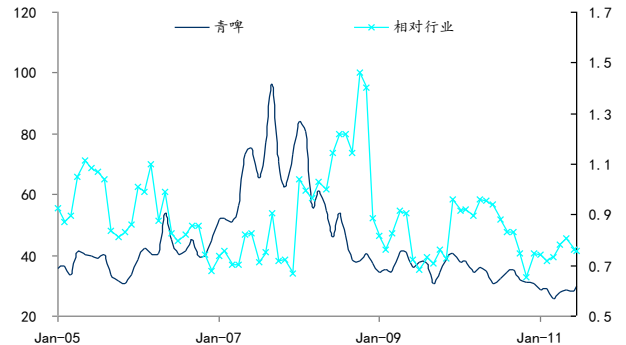
另外，尽管市净率会随着企业盈利能力的提升而同步上升，青啤的 PB 虽不是历史底部，但也是近年来的低点。

图 11: 公司 PB 处于较低水平



资料来源: WIND

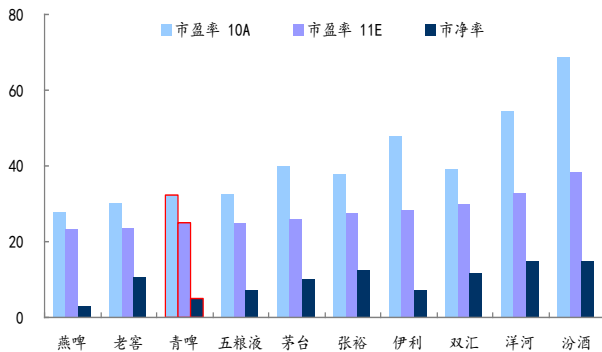
图 12: 公司 PE (TTM) 水平处于历史底部



资料来源: WIND

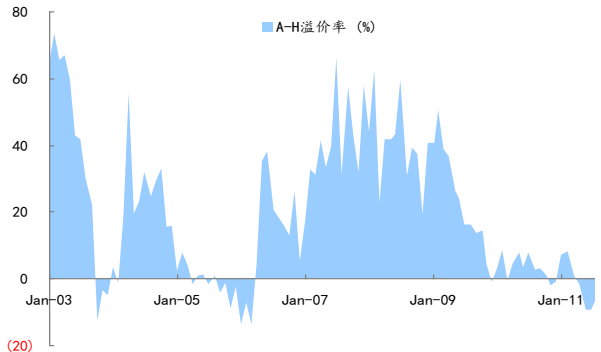
在食品饮料行业中，目前动态市盈率低于和等于 25 倍的仅有 4 家公司，其中啤酒就占了两家。在行业的 60 只股票中，青啤的估值基本处于最低的位置。和 H 股相比，目前 A 股还有 9% 的折价，这也是历史最低的水平。

图 13: 啤酒行业动态市盈率在行业内也是最低的



资料来源: WIND

图 14: 公司 A-H 股处于负溢价状态



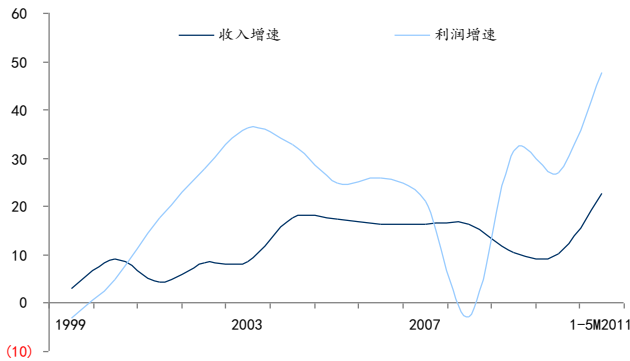
资料来源: WIND

11 年啤酒行业出现加速增长

1-5 月啤酒行业收入和利润总额分别增长 23% 和 48%，这是近几年行业利润增速的高峰。我们分析，期间费用率的下滑是利润快速增长的主要原因。这也从过去 8 年行业的毛利率和利润率变化趋势上可以看出。在行业竞争压力加大，毛利率下滑的同时，大多数企业通过压缩费用，获得了明显的利润率提升。从区域上看，啤酒

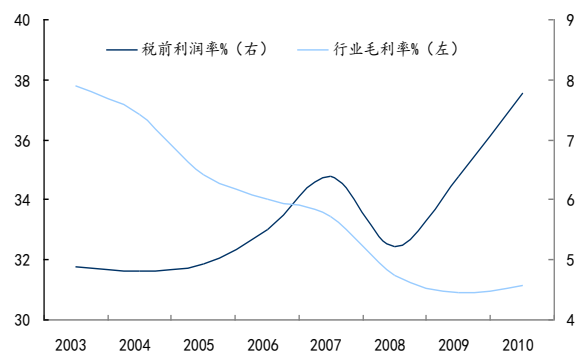
大省山东、湖北、江苏和内蒙都出现大幅增长。

图 13: 11 年前 5 月啤酒行业增速创出新高 (单位: %)



资料来源: 国家统计局

图 14: 行业压缩费用, 盈利能力稳定提升



资料来源: 国家统计局

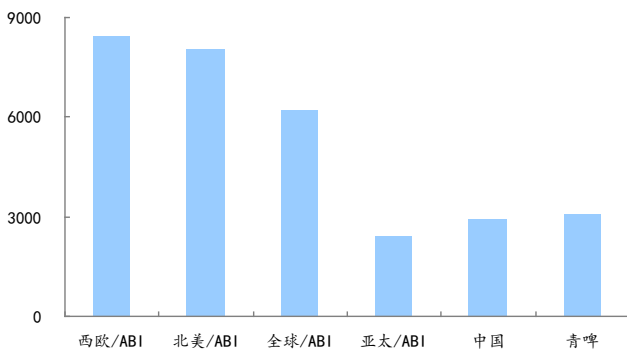
中国啤酒市场长期空间超过白酒 支持估值溢价

啤酒价格在全球呈现明显的梯度分布。由于高额消费税, 日本啤酒的出厂价接近 5 万人民币/千升, 欧美地区吨酒单价也达到 8000 元以上, 经济较为落后的南美、中东欧也有 4000 元, 而中国仅 3000 元左右, 还有极大地提升空间。同时, 作为啤酒行业最重要指标的 EBITDA Margin (息税折旧摊销前利润率), 青啤和国际巨头也有很大差距。

如果未来啤酒价格提升 50%, 青啤的利润可以提高 5 倍。如果按照未来中国人均消费量可以达到目前日本的 80 升, 青啤的市场份额达到 30%, 利润水平达到百威英博目前的 800 元/吨, 届时青啤的市盈率回落到 15 倍, 则届时青啤市值可以达到 3700 亿, 相比现在的 500 亿总市值, 还有 7 倍多空间。

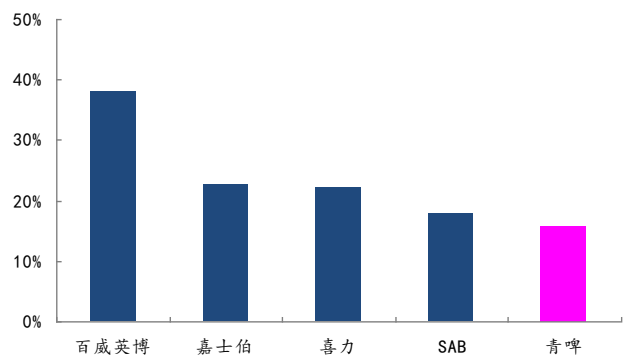
事实上, 如果未来上市白酒企业整体也有 7 倍多空间, 其市值将会接近 4.8 万亿, 其净利润将要达到 2400-3000 亿, 收入规模至少要达到 1 万亿。届时白酒行业的整体销售额至少要达到 3 万亿, 人均年消费近 2400 元, 而届时啤酒才人均消费 400 元。就绝大多数国家的经验而言, 烈性酒和啤酒的消费额会大致相当。因此, 我们相信啤酒的中长期空间更为广阔。

图 15: 中国啤酒单价远低于全球平均水平 (ABI=百威英博)



资料来源: ABI, 国信证券研究所整理

图 16: 青啤 EBITDA 利润率和国际巨头仍有一定差距



资料来源: 相关公司年报

风险提示

去年 4 季度青岛啤酒采购的高价大麦对 3 季度业绩仍有压力。

盈利预测与估值

我们假设 11-13 年青啤销量分别增长 18%、15%和 15%，啤酒毛利率分别为 43.0%、44.4%和 45.1%。我们将青啤 11 和 12 年盈利预测分别上调 3.1%和 9.9%，则 11-13 年 EPS 分别为 1.41、1.90、2.48 元，同比增长 25%、34%、30%，当前股价对应动态市盈率依次为 26、20 和 15 倍。

中报我们预期青啤仍有近 30%的较快增长，中报后公司可能有较大型的投资者交流活动，给股价带来催化剂。我们认为大麦成本下降趋势，以及啤酒良好的中长期成长空间，都会促使公司估值回到历史一般估值区间。我们认为，未来 6 个月公司合理估值应该达到 12 年 24-27 倍，即 45.6—51.3 元，相对目前股价还有 20-35% 的空间，维持“推荐”。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	7598	7203	7051	7208
应收款项	291	340	401	479
存货净额	1942	2564	2921	3409
其他流动资产	63	497	585	699
流动资产合计	9895	10605	10959	11795
固定资产	5797	8454	11367	14558
无形资产及其他	1319	1275	1231	1187
投资性房地产	614	614	614	614
长期股权投资	153	153	153	153
资产总计	17777	21101	24323	28306
短期借款及交易性金融负债	214	200	200	200
应付款项	1333	1709	1947	2273
其他流动负债	4468	5642	6469	7583
流动负债合计	6016	7551	8617	10056
长期借款及应付债券	1275	1275	1275	1275
其他长期负债	766	966	1116	1216
长期负债合计	2042	2242	2392	2492
负债合计	8057	9793	11008	12547
少数股东权益	117	179	260	364
股东权益	9603	11129	13055	15395
负债和股东权益总计	17777	21101	24323	28306

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.13	1.41	1.90	2.47
每股红利	0.19	0.28	0.48	0.74
每股净资产	7.11	8.24	9.66	11.40
ROS	8%	8%	9%	10%
ROE	16%	17%	20%	22%
毛利率	44%	43%	44%	45%
EBIT Margin	10%	10%	12%	13%
EBITDA Margin	13%	13%	15%	17%
收入增长	10%	25%	18%	19%
净利润增长率	21%	25%	35%	30%
资产负债率	46%	47%	46%	46%
息率	0.5%	0.8%	1.3%	2.0%
P/E	33.0	26.3	19.6	15.0
P/B	5.2	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	22.8	19.0	14.0	10.8

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	19898	24854	29271	34975
营业成本	11234	14213	16333	19269
营业税金及附加	1663	2013	2342	2728
销售费用	3918	4834	5649	6715
管理费用	1079	1312	1508	1758
财务费用	5	(35)	(33)	(33)
投资收益	10	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(72)	(60)	(55)	(50)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	1936	2467	3428	4498
营业外净收支	187	200	150	150
利润总额	2123	2667	3578	4648
所得税费用	539	682	908	1174
少数股东损益	64	77	102	130
归属于母公司净利润	1520	1908	2567	3343

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1520	1908	2567	3343
资产减值准备	4	(72)	0	0
折旧摊销	556	672	950	1304
公允价值变动损失	72	60	55	50
财务费用	5	(35)	(33)	(33)
营运资本变动	1415	579	709	859
其它	49	134	82	104
经营活动现金流	3616	3280	4363	5660
资本开支	(612)	(3279)	(3874)	(4501)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(612)	(3279)	(3874)	(4501)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(18)	0	0	0
支付股利、利息	(262)	(382)	(642)	(1003)
其它融资现金流	(198)	(14)	0	0
融资活动现金流	(757)	(396)	(642)	(1003)
现金净变动	2247	(395)	(152)	156
货币资金的期初余额	5351	7598	7203	7051
货币资金的期末余额	7598	7203	7051	7208
企业自由现金流	3195	(167)	366	1041
权益自由现金流	2979	(155)	390	1065

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
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	唐俊杰	021-60875160
		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	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
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				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏		袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn