

商誉减值集中爆发，行业盈利增速放缓

——计算机行业 2018 年年报及 2019 年一季度综述

分析师： 王洪磊

SAC NO: S1150516070001

2019 年 5 月 6 日

证券分析师

 王洪磊
 022-28451975
 wanghl@bhq.com

助理分析师

 王磊
 SAC No: S1150119010017
 wanglei3271@bhq.com
 张源
 SAC No: S1150118080012
 zhangyuan3337@bhq.com

子行业评级

软件	看好
硬件	看好
IT 服务	看好

重点品种推荐

用友网络	增持
广联达	增持
恒生电子	增持
科大讯飞	增持
华宇软件	增持

投资策略:

1) 业绩层面。2018 年和 2019 年一季度，行业营收及利润情况整体表现平稳，2018 年行业业绩增速下滑明显，而 2019 年一季度行业收入和利润增速回升。从毛利率及净利率水平看，2018 年和 2019 年一季度毛利率和净利率均出现小幅下滑，但整体仍处于合理区间，行业盈利能力良好。从费用情况看，受研发支出加大、员工薪酬增加等多重因素影响，期间费用率出现小幅波动，但波动幅度较小，整体看行业的期间费用率处于合理区间。从业绩表现来看，行业 2015 年迎来的并购大潮使得 2018 年计提的商誉减值较去年增长 389.80%，导致 2018 年归母净利、扣非后净利润增速受到影响。虽然目前并购热度有所减退，但业绩承诺不达标导致的商誉减值等问题依然严重，加之监管趋严、并表贡献递减等因素影响，一定程度上使行业业绩增速存在波动，进而拖累了行业的业绩表现。

2) 估值层面。目前，计算机行业（中信）估值（整体法，TTM）为 73.11 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 452.07%。机构资金持仓占比出现小幅提升，2019Q1 配置比例上升至 2017 年以来相对高点位置，可见市场风险偏好明显提升。我们认为，目前多方面因素如云计算、区块链、自主可控、工业互联网等概念以及国家政策对于科技创新及企业信息化的支持力度都将使计算机行业继续迎来估值上升期。

3) 投资建议方面。我们认为，虽然行业整体估值已位于近两年高点，但行业内公司估值分化严重。受益于政策的密集出台、新一代信息技术的推动、以及科创板加速落地对市场情绪的提振等因素影响，行业“向上”趋势基本确立，建议投资者积极关注业绩增长确定性高且估值相对合理的优质标的和存在边际改善可能的公司，股票池推荐：用友网络（600588）、广联达（002410）、恒生电子（600570）、科大讯飞（002230）、华宇软件（300271）。

风险提示：宏观经济风险、新一代信息技术突破受阻、政策落地低于预期。

目 录

1. 2018 年业绩表现不佳	5
1.1 营收及利润增速小幅提升	5
1.2 盈利能力出现小幅下降，期间费用率略有上升	6
1.3 应收账款周转率有所下降，现金流情况基本稳定	8
2. 2019 年一季度业绩表现平稳	9
2.1 营收及利润增速情况良好，利润增速呈现两极分化	9
2.2 净利率小幅下滑，期间费用率轻微下降	10
2.3 营运情况稳定，现金流情况持续好转	12
3. 2018 年迎来商誉减值爆发高峰	13
3.1 并购减速，对行业业绩贡献减小	13
3.2 商誉资产持续积累，减值风险集中爆发	14
4. 从业人员数量、研发投入持续增长	15
4.1 计算机从业人数持续增长，为行业发展带来后续动力	15
4.2 计算机行业研发投入保持快速增长	16
5. 2019Q1 仓位上升，行业迎来估值上升期	17
5.1 计算机行业基金持仓配置比例上升	17
5.2 行业迎来估值上升期	18
6. 投资策略	19

图 目 录

图 1: 2015-2018 年 BH 计算机行业营收增速(%).....	6
图 2: 2015-2018 年 BH 计算机行业归母净利润增速(%).....	6
图 3: 2018 年行业内营收增速区间	6
图 4: 2018 年行业内归母净利润增速区间	6
图 5: 2015-2018 年 BH 计算机行业毛利率 (%)	7
图 6: 2015-2018 年 BH 计算机行业净利率 (%)	7
图 7: 2015-2018 年 BH 计算机行业期间费用率 (%)	7
图 8: 2015-2018 年 BH 计算机行业销售费用率 (%)	8
图 9: 2015-2018 年 BH 计算机行业管理费用率 (%)	8
图 10: 2015-2018 年 BH 计算机行业应收账款周转率	8
图 11: 2015-2018 年 BH 计算机行业经营现金流净额/营业收入.....	8
图 12: 2015-2018 年 BH 计算机预收账款及增速	9
图 13: 2016-2019 年一季度计算机行业营收增速	10
图 14: 2016-2019 年一季度计算机行业归母净利润增速	10
图 15: 2019Q1 行业内营收增速区间	10
图 16: 2019Q1 行业内归母净利润增速区间	10
图 17: 2016-2019 一季度计算机行业毛利率(%).....	11
图 18: 2016-2019 一季度计算机行业净利率(%).....	11
图 19: 2016-2019 一季度计算机行业期间费用率情况 (%)	11
图 20: 2016-2019 一季度计算机及子行业销售费用率 (%)	12
图 21: 2016-2019 一季度计算机及子行业管理费用率(%).....	12
图 22: 2016-2019 年一季度计算机行业应收账款周转率	12
图 23: 2016-2019 年一季度计算机行业经营现金流净额/营业收入.....	12
图 24: 2016Q1-2019Q1 BH 计算机预收账款及增速	13
图 25: 2014-2018 年计算机行业重大重组事件统计图	14
图 26: 2013-2018 年计算机行业商誉资产情况统计图	14
图 27: 2013-2018 年计算机行业公司商誉减值损失	15
图 28: 2013-2018 年计算机行业员工数量情况	16
图 29: 2013-2018 年计算机行业员工薪酬情况	16
图 30: 2014-2018 年计算机行业研发支出情况	17
图 31: 2014-2018 年计算机行业研发支出占营收比重及资本化率	17
图 32: 2013Q1-2019Q1 基金对申万计算机行业的持仓占比	18
图 33: 计算机行业估值及估值溢价率	18
图 34: 计算机行业 2015 年以来估值区间	19

表 目 录

表 1: 2018 年计算机板块业绩增速情况	5
表 2: 2019 年一季度计算机板块业绩增速	9

1. 2018 年业绩表现不佳

1.1 营收及利润增速小幅提升

2018 年，计算机板块营业收入增速中位数为 13.29%，同期沪深 300、中小板、创业板的营业收入增速中位数分别为 10.87%、11.33%和 16.00%，从营收增速情况看，计算机行业整体增速属于合理水平。利润方面，计算机行业的营业利润和归母净利润增速中位数分别为 0.00%和 4.83%，营业利润增速在各板块中最低，但归母净利润增速仅次于沪深 300。与 2017 年行业的营业利润增速（33.57%）和归母净利润增速（11.68%）相比，2018 年计算机行业整体营业利润增速和归母净利润增速均大幅下降，整体来看行业业绩下滑明显。

表 1：2018 年计算机板块业绩增速情况

板块名称	营业收入同比增长率 (%)	营业利润同比增长率 (%)	归母净利润同比增长率 (%)
全部 A 股	10.10	1.73	3.78
沪深 300	10.87	4.61	5.21
中小企板	11.33	2.96	3.22
创业板	16.00	1.12	2.82
BH 计算机	13.29	0.00	4.83

资料来源：Wind 渤海证券

2015~2018 年，计算机行业营收增速中位数呈先升后降态势，已由 2015 年的 17.78%上升至 2016 年的 19.21%，再陆续降低至 2018 年的 13.29%。而从归母净利润增速中位数来看，2018 年归母净利润增速的中位数为 6.69%，同比下降 6.50pct。我们判断主要归因于三个方面：第一，2018 年并购热度持续下滑，导致并表业绩大幅减少；第二，业绩对赌集中到期，由于并购标的业绩对赌不及预期，计提商誉减值拖累业绩表现；第三，整体经济不景气，抑制了企业的 IT 需求，进而影响计算机行业的整体业绩。

图 1: 2015-2018 年 BH 计算机行业营收增速(%)

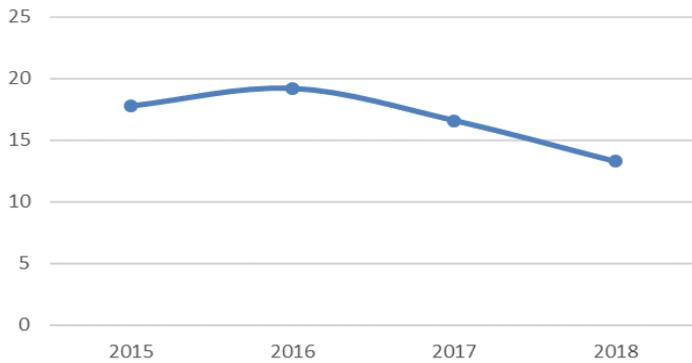
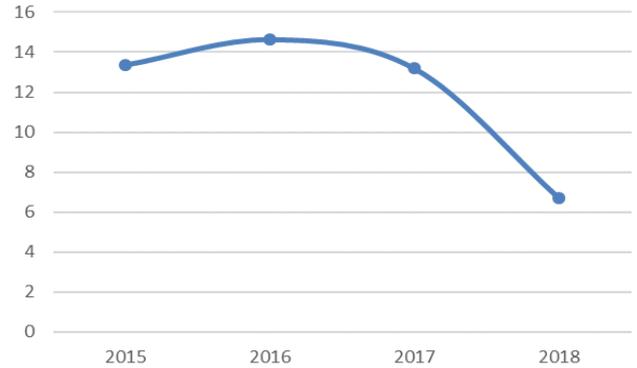


图 2: 2015-2018 年 BH 计算机行业归母净利润增速(%)

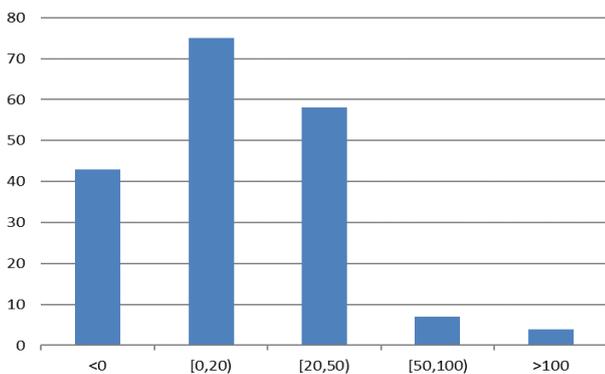


资料来源: wind 渤海证券

资料来源: wind 渤海证券

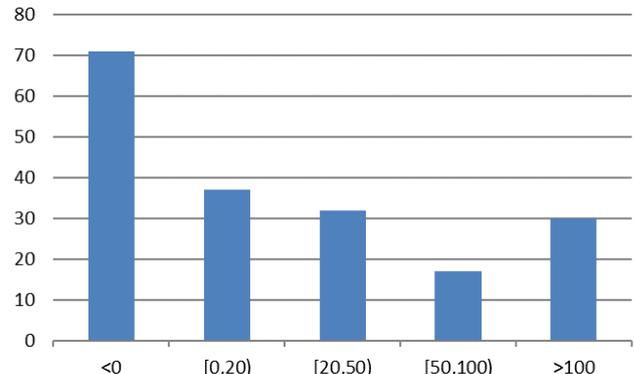
从行业内公司营收及归母净利润增速区间统计情况看, 归母净利润增速分布呈现出两极分化。1) **营收增速**。行业内营收增速超过 50% 的公司数量为 11 家, 增速同比下滑的公司数量为 43 家, 其余公司营收增速主要落在 [0,20) 和 [20,50) 区间内, 分别为 75 家和 58 家; 2) **归母净利润增速**。行业内归母净利润增速超过 50% 的公司数量为 30 家, 增速同比下滑的公司数量为 82 家, 其余公司归母净利润增速主要落在 [0,20) 和 [20,50) 区间内, 分别为 37 和 38 家。由此可见, 与营收增速的区间分布相比, 归母净利润增速的区间分布更为分散。

图 3: 2018 年行业内营收增速区间



资料来源: wind 渤海证券

图 4: 2018 年行业内归母净利润增速区间



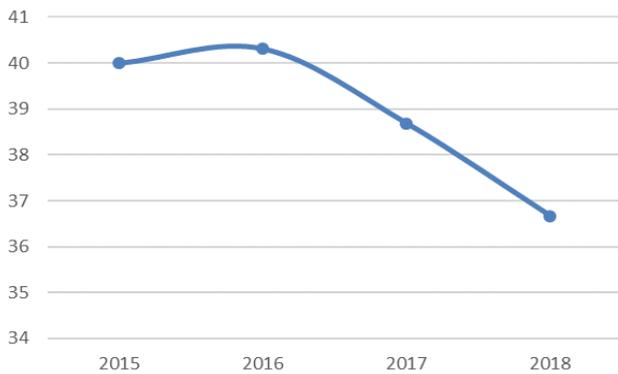
资料来源: wind 渤海证券

1.2 盈利能力出现小幅下降, 期间费用率略有上升

毛利率方面, 近几年行业毛利率出现了较大波动, 2018 年行业毛利率中位数为 36.67%, 较 2017 年下降 2.02pct。我们认为, 行业毛利率下滑主要源自行业竞争加剧和下游需求不景气。净利率方面, 2018 年行业净利率中位数为 9.19%, 较 2017 年下滑约 1.06pct。综合毛利率和净利率情况来看, 行业盈利能力出现一

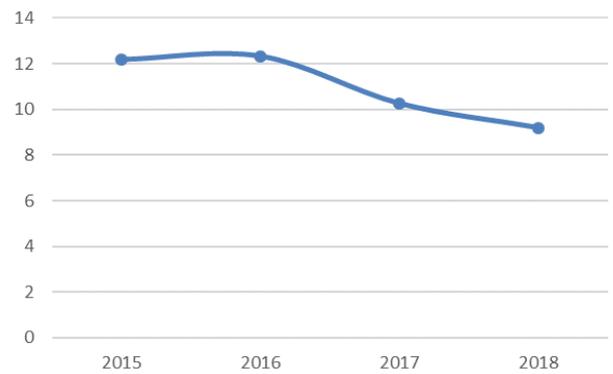
定程度下降。

图 5: 2015-2018 年 BH 计算机行业毛利率 (%)



资料来源: wind 渤海证券

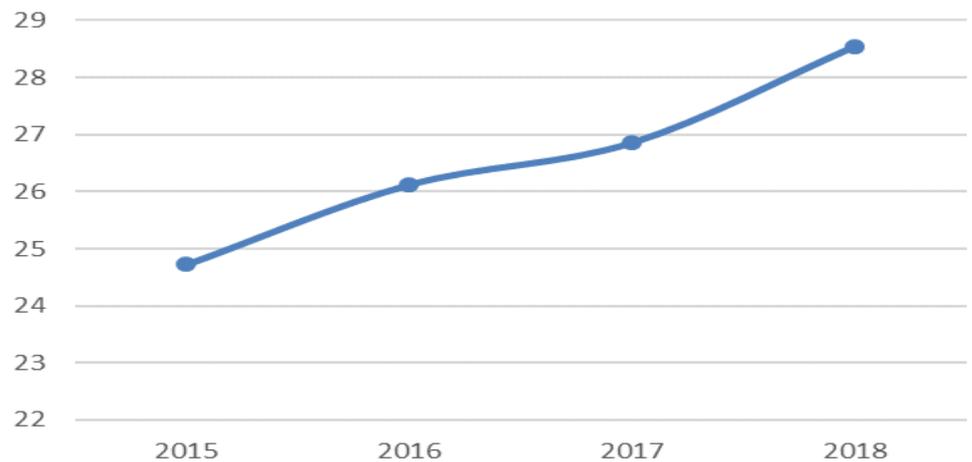
图 6: 2015-2018 年 BH 计算机行业净利率 (%)



资料来源: wind 渤海证券

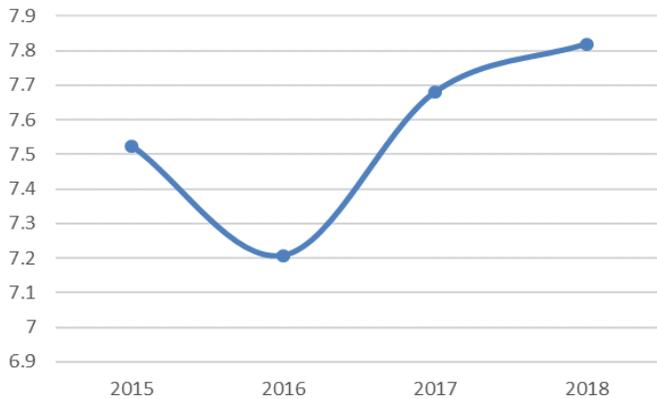
期间费用率方面, 2018 年行业期间费用率较 2017 年有所上升。具体来看, 行业销售费用率小幅上升至 7.82%; 为了确保比较口径一致, 经调整后的管理费用率同样小幅上升, 2018 年行业管理费用率中位数上升至 18.44%。整体来看, 我们认为计算机行业 2018 年期间费用率上升主要系研发投入加大、人员薪酬增加所致, 但整体仍维持在合理水平。

图 7: 2015-2018 年 BH 计算机行业期间费用率 (%)



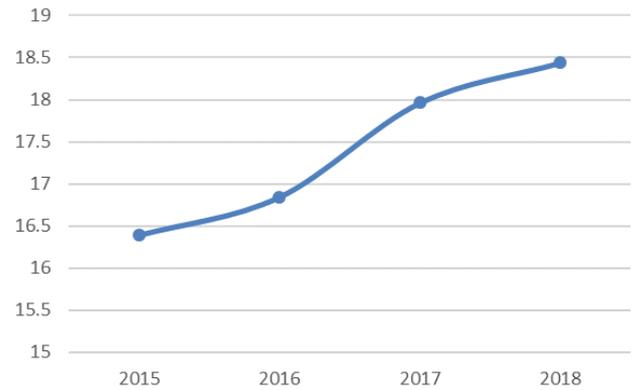
资料来源: wind 渤海证券

图 8: 2015-2018 年 BH 计算机行业销售费用率 (%)



资料来源: wind 渤海证券

图 9: 2015-2018 年 BH 计算机行业管理费用率 (%)

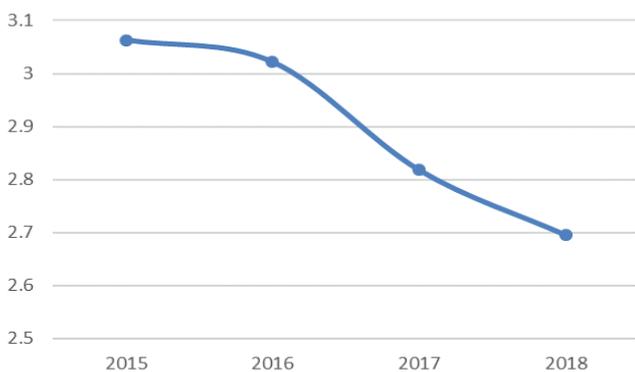


资料来源: wind 渤海证券

1.3 应收账款周转率有所下降，现金流情况基本稳定

2018 年，计算机行业应收账款周转率继续有所下降，行业的应收账款规模大、应收账款周转率低的特征明显，回款情况存在一定程度的恶化。经营性现金流净额/营业收入方面，2018 年较 2017 年上升了 0.81pct，经营性现金流净额占营业收入比重为 6.36%，行业内上市公司收入质量略有改善。

图 10: 2015-2018 年 BH 计算机行业应收账款周转率



资料来源: wind 渤海证券

图 11: 2015-2018 年 BH 计算机行业经营现金流净额/营业收入



资料来源: wind 渤海证券

从行业的预收账款情况看，2018 年行业预收账款中位数为 6867.54 万元，同比增长 15.18%，预收账款增速有所上升。一方面是部分企业的产品议价能力增强，另一方面是来自于行业内部分企业的云转型，带动预收账款增加。

图 12: 2015-2018 年 BH 计算机预收账款及增速



资料来源: wind 渤海证券

2. 2019 年一季度业绩表现平稳

2.1 营收及利润增速情况良好，利润增速呈现两极分化

从行业 2019 年一季度情况来看，行业业绩表现平稳，营业收入、营业利润和归母净利润增速中位数分别为 18.13%、18.58%和 14.08%，营收增速较去年同期略有下降。

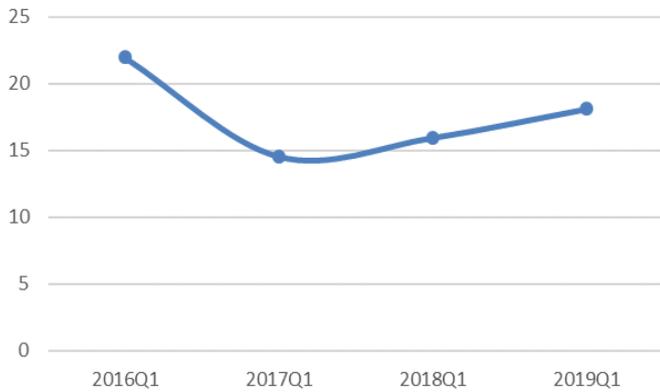
表 2: 2019 年一季度计算机板块业绩增速

板块名称	营业收入同比增长率(%)	营业利润同比增长率 (%)	归母净利润同比增长率 (%)
全部 A 股	8.46	8.57	8.36
沪深 300	13.62	11.67	11.23
中小企业板	8.37	4.94	5.64
创业板	12.37	7.47	9.87
BH 计算机	18.13	18.58	14.08

资料来源: Wind 渤海证券

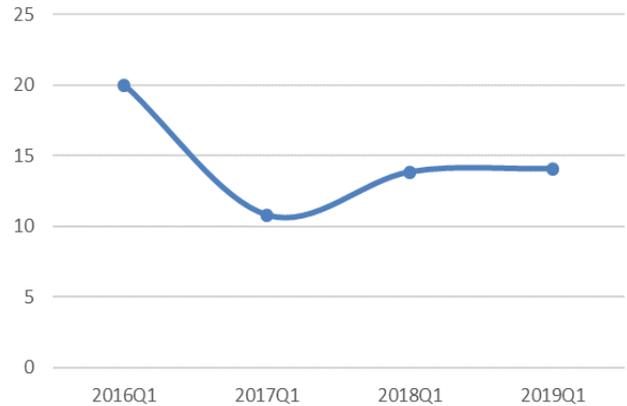
2019 年一季度，行业营收增速相较去年同期有所提升，为 18.13%。归母净利润增速也较 2018 年一季度有小幅上升，为 14.08%。2019 年一季度的收入增速整体维持比较稳定。

图 13: 2016-2019 年一季度计算机行业营收增速



资料来源: wind 渤海证券

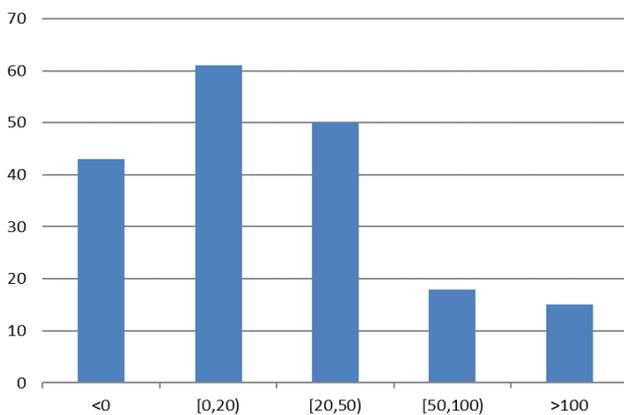
图 14: 2016-2019 年一季度计算机行业归母净利润增速



资料来源: wind 渤海证券

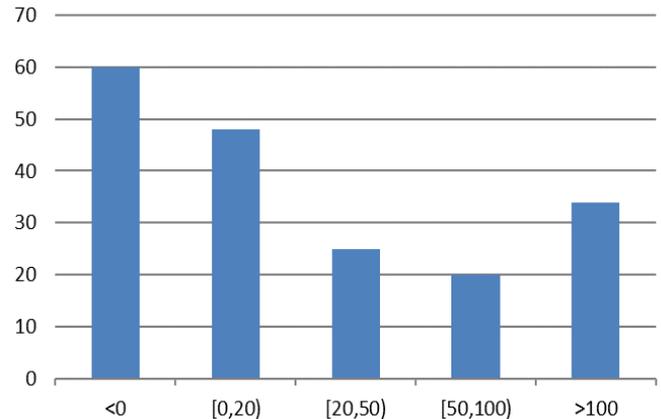
从行业内公司营收及归母净利润增速区间统计情况看, 归母净利润增速的区间分布更为分散。1) **营收增速**。行业内营收增速超过 50% 的公司数量为 33 家, 增速同比下滑的公司数量为 43 家, 其余公司营收增速主要落在 [0,20] 和 [20,50] 区间内, 分别为 61 家和 50 家; 2) **归母净利润增速**。行业内归母净利润增速超过 50% 的公司数量为 54 家, 增速同比下滑的公司数量为 60 家, 其余公司归母净利润增速主要落在 [0,20] 和 [20,50] 区间内, 分别为 48 和 25 家。

图 15: 2019Q1 行业内营收增速区间



资料来源: wind 渤海证券

图 16: 2019Q1 行业内归母净利润增速区间

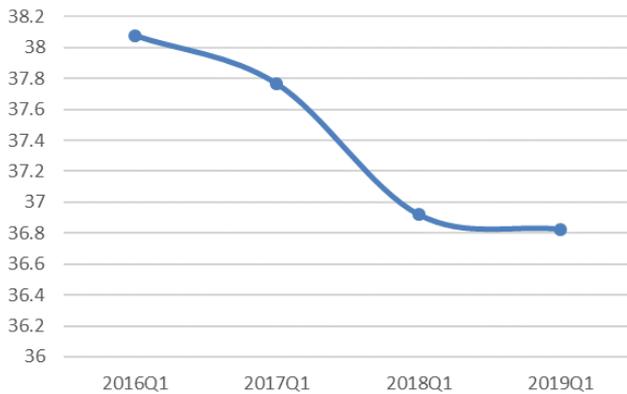


资料来源: wind 渤海证券

2.2 净利率小幅下滑, 期间费用率轻微下降

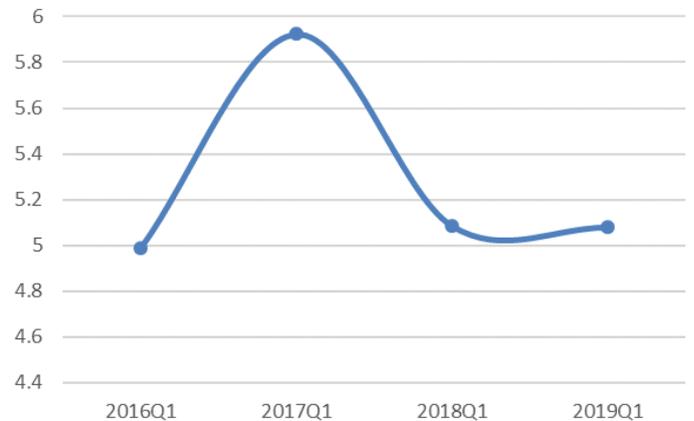
从毛利率和净利率情况看, 2019 年一季度行业毛利率下滑 0.10 个百分点至 36.82%, 净利率下滑 0.01 个百分点至 5.08%, 行业毛利率、净利率整体平稳。

图 17: 2016-2019 一季度计算机行业毛利率(%)



资料来源: wind 渤海证券

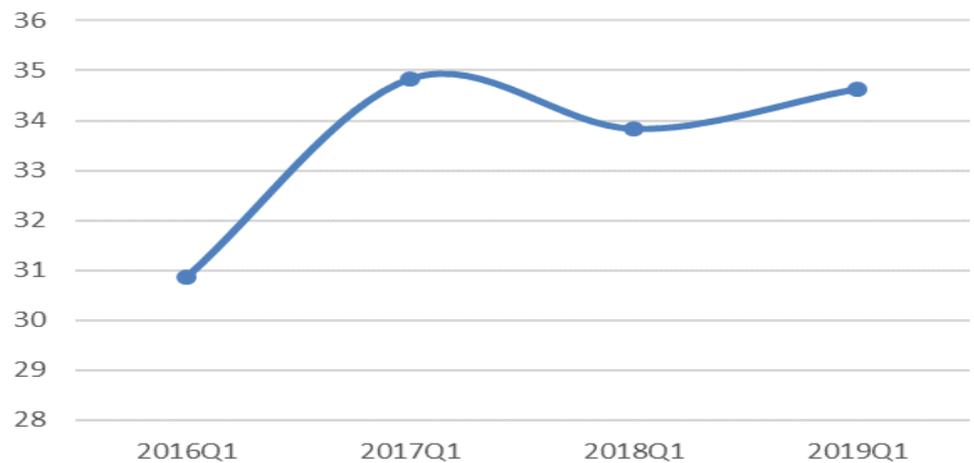
图 18: 2016-2019 一季度计算机行业净利率(%)



资料来源: wind 渤海证券

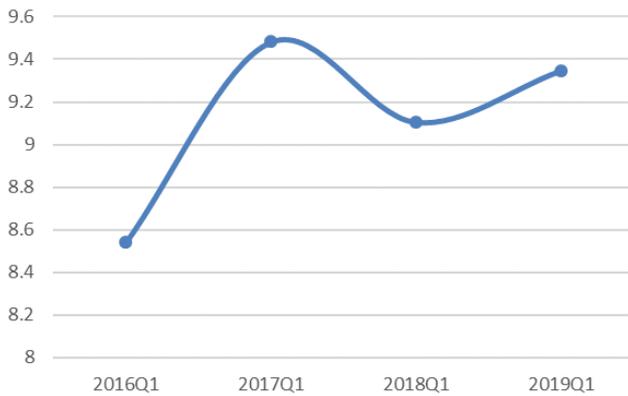
费用率方面, 2019 年一季度, 行业期间费用率较 2018 年同期上升 0.80 个百分点至 34.63%。由于一季度为行业传统淡季, 收入确认较少, 但人员工资、产品营销、渠道管理等多种支出较大, 因此费用率依然较高。整体看, 行业内公司费用管控良好, 期间费用率处于合理水平。

图 19: 2016-2019 一季度计算机行业期间费用率情况 (%)



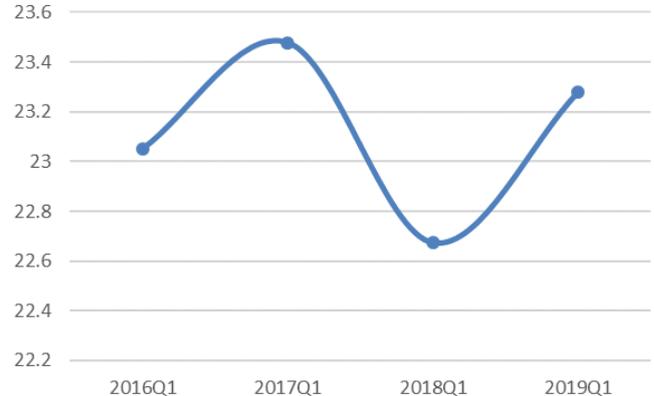
资料来源: wind 渤海证券

图 20: 2016-2019 一季度计算机及子行业销售费用率 (%)



资料来源: wind 渤海证券

图 21: 2016-2019 一季度计算机及子行业管理费用率 (%)

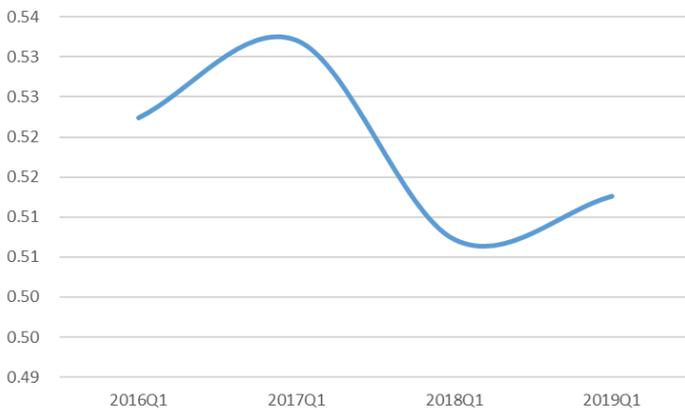


资料来源: wind 渤海证券

2.3 营运情况稳定，现金流情况持续好转

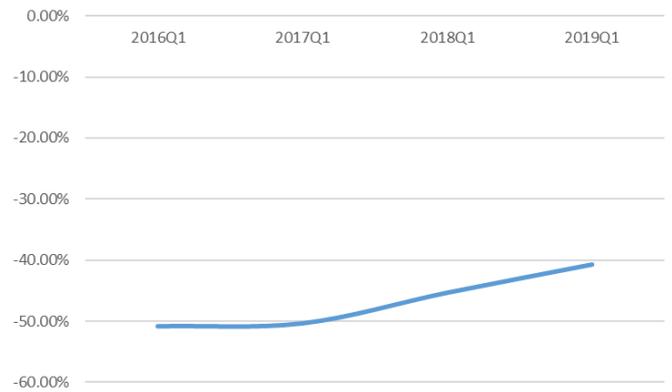
2019 年一季度，计算机行业应收账款周转率较上年有所提升。经营性现金流净额/营业收入方面，2019 年一季度经营性现金流量净额/营业收入小幅回升，说明一季度行业内公司现金流情况有所好转。

图 22: 2016-2019 年一季度计算机行业应收账款周转率



资料来源: wind 渤海证券

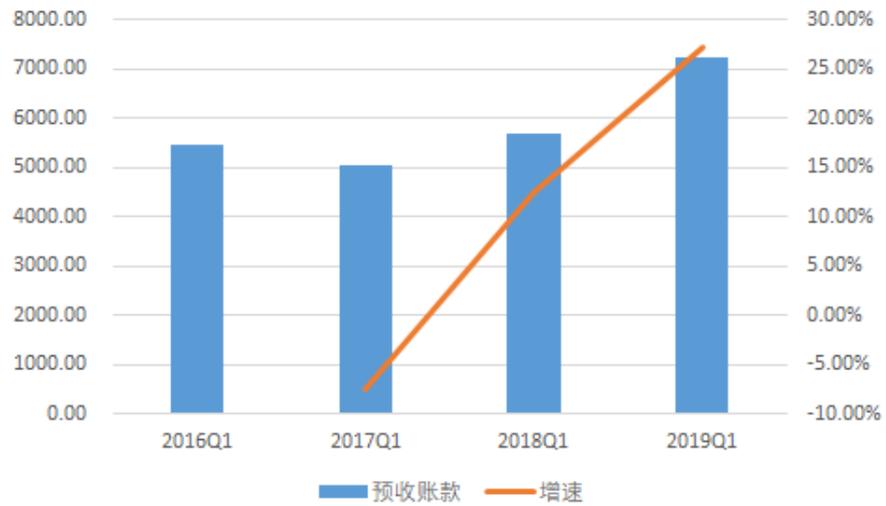
图 23: 2016-2019 年一季度计算机行业经营现金流净额/营业收入



资料来源: wind 渤海证券

从行业的预收账款情况看，2019 年一季度行业预收账款中位数为 7224.99 万元，同比增长 27.21%。我们认为，预收账款及预收账款增速的增加在一定程度上预示着行业下游需求增加，公司获取订单能力提升。

图 24: 2016Q1-2019Q1 BH 计算机预收账款及增速



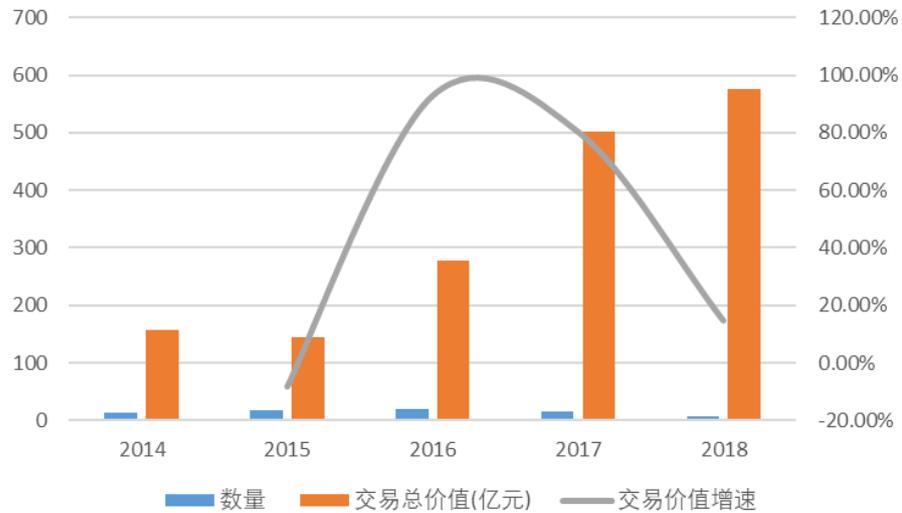
资料来源: wind 渤海证券

3. 2018 年迎来商誉减值爆发高峰

3.1 并购减速，对行业业绩贡献减小

据统计，并购已经成为计算机行业业绩增长的重要来源，业绩贡献已占总体净利润的 1/5-1/4。计算机行业在经历了 2015、2016 年并购大年之后，受限于监管政策等因素的影响，2018 年完成的重大重组事件为 7 起，交易总价值为 575.56 亿元，相较于 2017 年完成的 16 起重大重组事件减少了 9 起。2018 年虽然重大并购事件完成数有所下降，但交易总价值稳中有涨，增速较 2017 年下滑 65.61 个百分点。我们预计，受限于市场和并购政策等的影响，预计 2019 年及以后计算机行业的并购数量和金额仍将呈现稳步回落态势。

图 25: 2014-2018 年计算机行业重大重组事件统计图

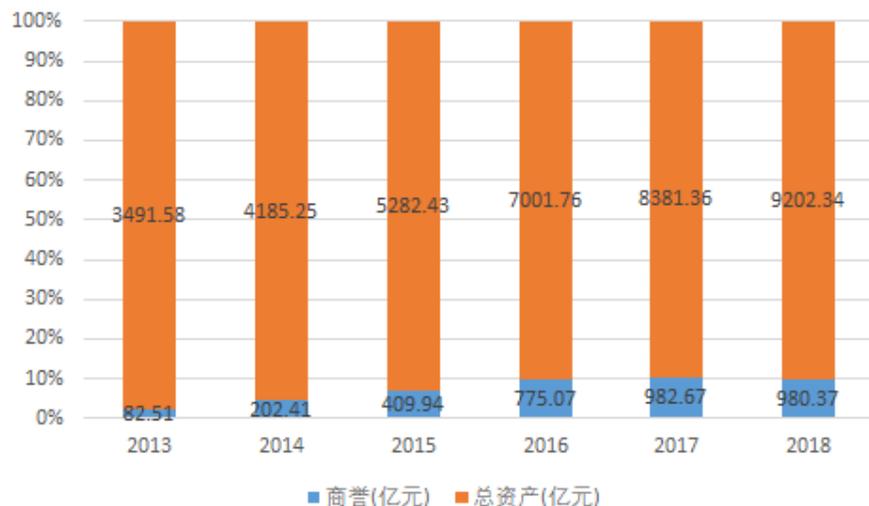


资料来源: wind 渤海证券

3.2 商誉资产持续积累，减值风险集中爆发

截至 2018 年末，计算机行业商誉资产总值为 980.37 亿元，较 2017 年下降 0.23 个百分点，占 2018 年总资产的比重为 10.65%，较 2017 年下降了 1.07 个百分点，行业并购减速也降低了商誉增速，商誉占比较去年已出现下降。

图 26: 2013-2018 年计算机行业商誉资产情况统计图

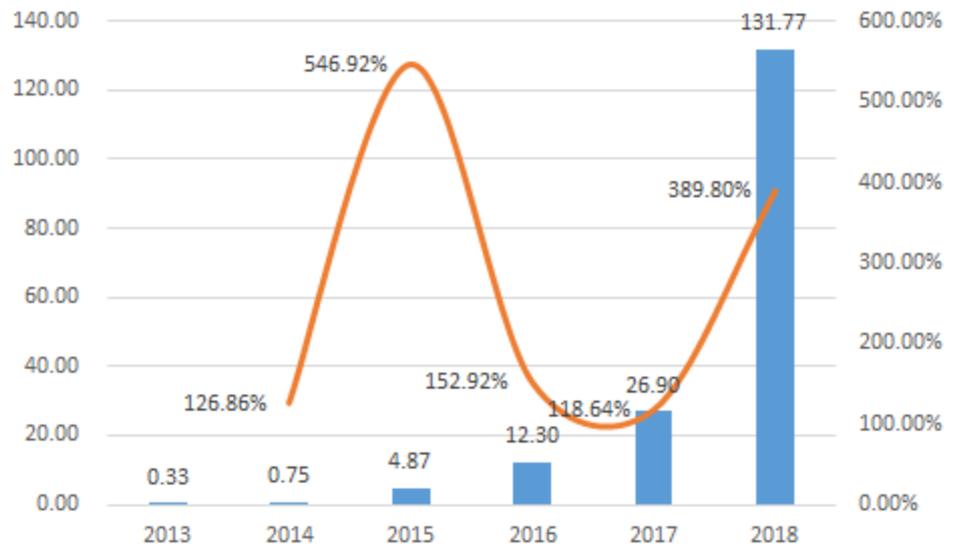


资料来源: wind 渤海证券

由于近几年业绩承诺集中到期，商誉减值风险将加速暴露。2018 年计算机行业上市公司披露的商誉减值损失达到 131.77 亿元，同比增长 389.80%。可以看

到，自 2014 年以来披露的商誉减值损失呈现爆发式增长，增长率均超过 100%。总结来看，2018 年并购数量减少，对公司业绩的拉动作用较弱、业绩承诺不达标带来的商誉减值风险将加大行业增长压力。

图 27：2013-2018 年计算机行业公司商誉减值损失



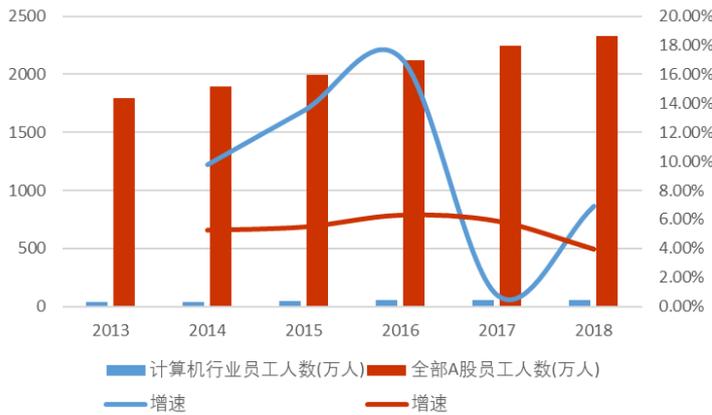
资料来源：wind 渤海证券

4. 从业人员数量、研发投入持续增长

4.1 计算机从业人数持续增长，为行业发展带来后续动力

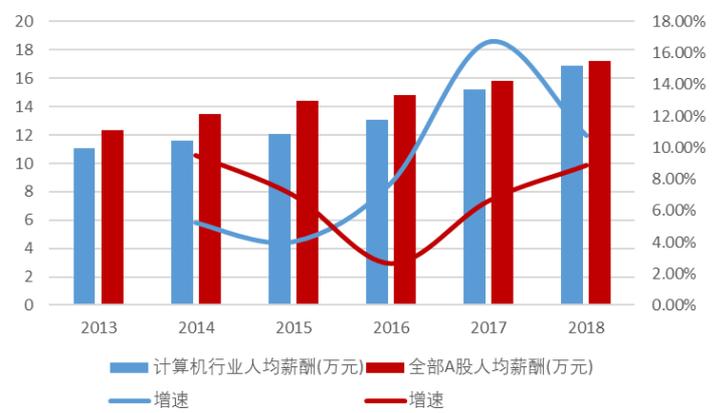
从上市公司雇佣的员工数量来看，我们选取的 187 家上市公司在 2018 年的员工总数为 58.49 万人，同比增长 6.89%，高于同期全部 A 股公司员工人数增速 2.94 个百分点，计算机行业上市公司的员工增速高于 A 股公司的员工增速说明计算机公司的扩张、发展速度高于全部行业平均速度。从上市公司的员工薪酬来看，2018 年计算机行业上市公司的人均薪酬为 16.86 万元，较上年同期增长 10.78%，增速高于同期 A 股公司。

图 28: 2013-2018 年计算机行业员工数量情况



资料来源: wind 渤海证券

图 29: 2013-2018 年计算机行业员工薪酬情况



资料来源: wind 渤海证券

4.2 计算机行业研发投入保持快速增长

2018 年计算机行业上市公司研发支出总额为 476.21 亿元，同比增长 21.67%，研发支出占营业收入比重的中位数为 10.06%。全部 A 股公司 2018 年研发支出总额为 7277.69 亿元，研发投入同比增长 21.94%，高于计算机行业整体增速 0.27 个百分点。2018 年全部 A 股公司研发投入占营业收入比重的中位数为 3.73%，比 2017 年增加了 0.13 个百分点，但远低于计算机行业 10.06% 的水平。

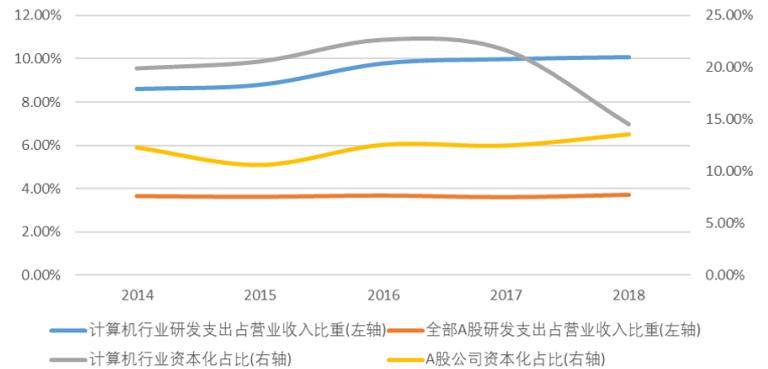
研发支出资本化分为两个阶段，分别是研究阶段和开发阶段，其中研究阶段的费用计入当期损益，开发阶段的费用计入开发支出，如果开发成功则将其转入无形资产，如果失败则转入当期损益。也就是说，研发支出资本化水平可以反映上市公司对研发投入的重视程度和研发“成功”的“多少”。2018 年计算机行业研发投入资本化率为 14.56%，比上年同期下降 7.08 个百分点，并且高于 A 股公司同期 13.60% 的研发投入资本化率，意味着计算机行业研发投入的转化率更高。

图 30: 2014-2018 年计算机行业研发支出情况



资料来源: wind 渤海证券

图 31: 2014-2018 年计算机行业研发支出占营收比重及资本化率



资料来源: wind 渤海证券

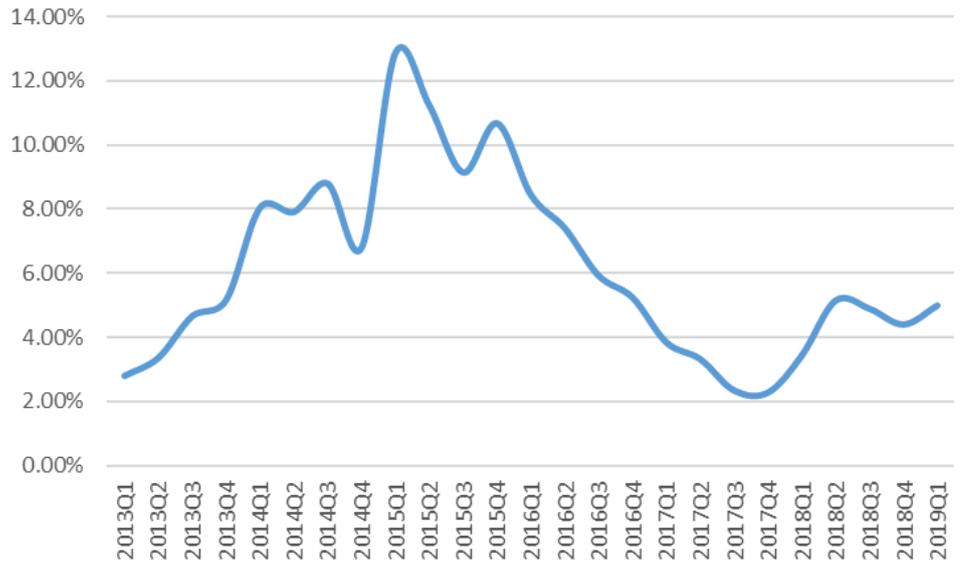
5. 2019Q1 仓位上升，行业迎来估值上升期

5.1 计算机行业基金持仓配置比例上升

据我们统计，以基金为代表的机构投资者对计算机行业(SW)的持仓比重在 2013 年之前处于阶段性低位，对计算机行业持仓市值比在 2%左右。而自 2013 年 Q1 开始，基金持仓比例持续走高，至 2015 年 Q1 达到了 12.88%。之后随着监管政策趋紧以及市场风险偏好的下降，基金持仓占比开始走低，从 2015 年 Q1 的 12.88%下滑到 2017 年 Q4 的 2.29%。

自 2018 年以来，随着人工智能、生物识别、云计算及虚拟现实等行业热点的出现，伴随着国家密集出台鼓励科技创新的政策，市场对计算机板块的风险偏好提升，2018 年 Q1 的基金持仓占比回升到 3.45%，2019 年 Q1 达到 5%，环比上涨 0.59 个百分点，市场资金开始流入计算机行业。

图 32: 2013Q1-2019Q1 基金对申万计算机行业的持仓占比

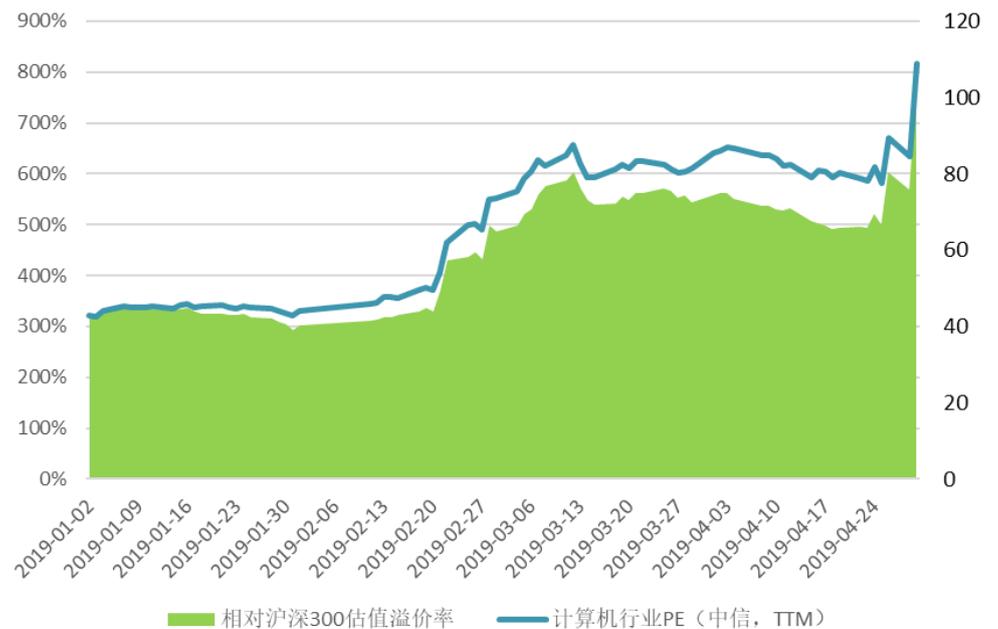


资料来源: wind 渤海证券

5.2 行业迎来估值上升期

截至 4 月 30 日, 计算机行业 (中信) 估值 (整体法, TTM) 为 108.78 倍, 相对于沪深 300 的估值溢价率为 765.16%。

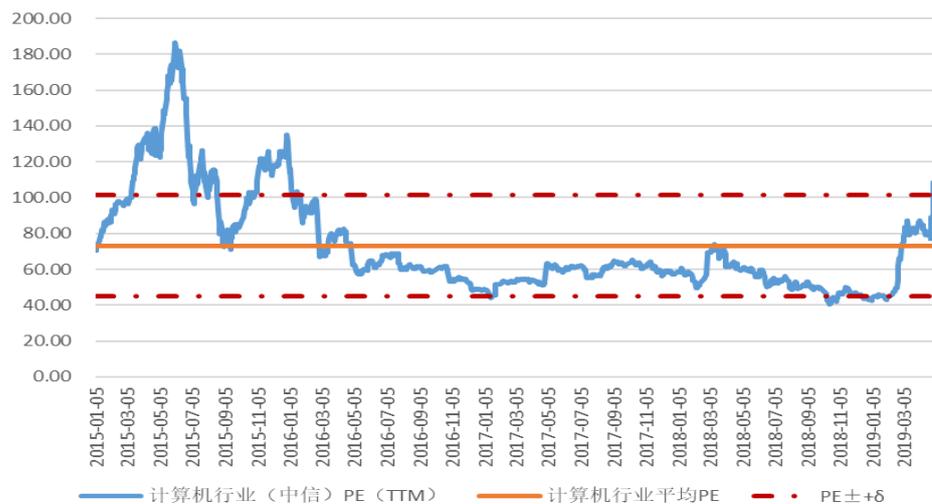
图 33: 计算机行业估值及估值溢价率



资料来源: wind 渤海证券

2015 年以来，计算机行业平均 PE（整体法，TTM）为 73.11 倍， δ 为 28.30，估值区间为 44.81-101.41 倍，目前水平高于 2015 年以来行业估值均值。估值溢价率方面，近三年行业相对于沪深 300 估值溢价率均值为 452.07%，标准差为 171.03%，估值溢价率区间为 281.04%-623.10%。我们认为，目前多方面因素如云计算、区块链、自主可控、工业互联网等概念以及国家政策对于科技创新及企业信息化的支持力度都将使计算机行业继续迎来估值上升期。

图 34：计算机行业 2015 年以来估值区间



资料来源：wind 渤海证券

6. 投资策略

1) 业绩层面。2018 年和 2019 年一季度，行业营收及利润情况整体表现平稳，2018 年行业业绩增速下滑明显，而 2019 年一季度行业收入和利润增速回升。从毛利率及净利率水平看，2018 年和 2019 年一季度毛利率和净利率均出现小幅下滑，但整体仍处于合理区间，行业盈利能力良好。从费用情况看，受研发支出加大、员工薪酬增加等多重因素影响，期间费用率出现小幅波动，但波动幅度较小，整体看行业的期间费用率处于合理区间。从业绩表现来看，行业 2015 年迎来的并购大潮使得 2018 年计提的商誉减值较去年增长 389.80%，导致 2018 年归母净利润、扣非后净利润增速受到影响。虽然目前并购热度有所减退，但业绩承诺不达标及商誉减值等问题依然严重，加之监管趋严、并表贡献边际递减等因素影响，在一定程度上使行业业绩增速发生波动，进而拖累了行业的业绩表现。

2) 估值层面。目前，计算机行业（中信）估值（整体法，TTM）为 73.11 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率为 452.07%。目前机构资金持仓占比出现小幅提升，

2019Q1 配置比例上升至 2017 年以来相对高点位置，可见市场风险偏好明显提升。我们认为，目前多方面因素如云计算、区块链、自主可控、工业互联网等概念以及国家政策对于科技创新及企业信息化的支持力度都将使计算机行业继续迎来估值上升期。

3) 投资建议方面。我们认为，虽然行业整体估值已位于近两年高点，但行业内公司估值分化严重。受益于政策的密集出台、新一代信息技术的推动、以及科创板加速落地对市场情绪的提振等因素影响，行业“向上”趋势基本确立，建议投资者积极关注业绩增长确定性高且估值相对合理的优质标的和存在边际改善可能的公司，股票池推荐：用友网络（600588）、广联达（002410）、恒生电子（600570）、科大讯飞（002230）、华宇软件（300271）。

风险提示：宏观经济风险、新一代信息技术突破受阻、政策落地低于预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123
李元玮
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn