

关注高端白酒价格走向 布局低估值大众品龙头

—— 食品饮料行业四季度投资策略

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019年09月16日

证券分析师

刘瑀
022-23861670
liuyu@bhzq.com

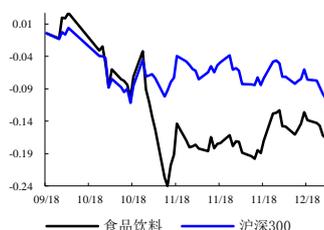
子行业评级

白酒	看好
其他饮料	看好
食品	中性

重点品种推荐

五粮液	增持
今世缘	增持
涪陵榨菜	增持
伊利股份	增持

最近一季度行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 年初至今涨幅局首，估值位于历史中位

今年以来（截至到2019年9月11日），食品饮料板块整体上涨63.66%，沪深300指数上涨30.54%，行业跑赢沪深300指数33.12个百分点，位列中信29个一级行业首位。子板块中，白酒上涨90.13%，其他饮料上涨19.92%，食品上涨33.69%。

截至9月11日，食品饮料板块绝对PE和PB分别为32/6.46，相对沪深300估值溢价率为2.62/4.17。板块近10年PE中位数为30.23，PB中位数4.93，目前板块整体估值略高于中位数。

● 企业质量分化明显，各项数据小幅波动

从行业2019年上半年情况来看，行业业绩表现整体符合预期。营业收入、营业利润和归母净利润增速分别达到12.96%、19.68%和20.43%，营收及归母净利润增速相较去年均有一定程度下降。

从毛利率和净利率情况来看，2019年上半年行业毛利率下滑0.87个百分点至46.43%，净利率上升0.85个百分点至18.82%，二者均在合理范围波动。

● 投资建议

从板块整体看，目前估值在30倍这一中位水平，估值略高于长期平均值但仍属于合理水平。从配置上看来，近期高端白酒批价由于中秋前后放货导致批价小幅波动，批价走势仍有待进一步观察，但我们认为高端白酒大概率无虞，仍将是行业中最确定的板块。在大众品方面，虽然中报显示部分细分领域龙头业绩不达预期，但对于消费品我们建议将时间轴拉长，不要过度放大由于短期经营瑕疵所带来的业绩波动。综上，我们仍给予行业“看好”的投资评级，推荐五粮液（000858）、今世缘（603369）、伊利股份（600887）以及涪陵榨菜（002507）。

● 风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

目 录

1.酒类价格稳定，成本环境良好	5
1.1 白酒	5
1.2 啤酒&葡萄酒	6
1.3 乳制品	8
1.4 肉制品	9
1.5 成本环境	10
2.年初至今涨幅局首，估值位于历史中位	12
2.1 行情回顾	12
2.2 估值	13
2.3 北向资金跟踪	13
3. 2019 年中报业绩略有下降	15
3.1 企业质量分化明显，各项数据小幅波动	15
3.2 基金持股比例继续放大	17
4.投资建议	19
5.风险提示	19

图 目 录

图 1: 飞天茅台 (53 度) 出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	5
图 2: 五粮液(52 度)出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	5
图 3: 二线白酒价格走势 (单位: 元/瓶)	5
图 4: 二线白酒价格走势 (单位: 元/瓶)	5
图 5: 白酒 (折 65 度) 产量及其增速 (单位: 万千升)	6
图 6: 白酒 (折 65 度) 销量及产销率 (单位: 万千升)	6
图 7: 啤酒产量及其增速 (单位: 万千升)	6
图 8: 啤酒进口数量及其增速 (单位: 万千升)	6
图 9: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)	7
图 10: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)	7
图 11: 我国葡萄酒产量及同比情况 (单位: 万千升)	7
图 12: 我国葡萄酒进口量及同比情况 (单位: 万千升)	7
图 13: Liv-ex100 红酒指数	7
图 14: Liv-ex50 红酒指数	7
图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	8
图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	8
图 17: 主产区生鲜乳均价	8
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势	8
图 19: 牛奶及酸奶零售价走势	9
图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势	9
图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)	9
图 22: 22 省市猪粮比	9
图 23: 生猪存栏变动趋势	10
图 24: 鲜、冷藏肉产量及其变动趋势 (单位: 万吨)	10
图 25: 全国豆粕价格走势 (单位: 元/公斤)	10
图 26: 全国玉米价格走势 (元/公斤)	10
图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)	11
图 28: 玻璃价格指数	11
图 29: 行业年初至今涨跌排行	12
图 30: 食品饮料板块估值走势	13
图 31: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	13
图 32: 北向资金净流入情况 (单位: 亿元)	13
图 33: CS 食品饮料 2016H1-2019H1 营收及净利润增速情况	15
图 34: 2019H1 行业内营收增速区间	16
图 35: 2019H1 行业内归母净利润增速区间	16
图 36: CS 食品饮料 2016H1-2019H1 毛利率以及净利率情况	16
图 37: CS 食品饮料 2016-2019H1 销售费用率	17
图 38: CS 食品饮料 2016-2019H1 管理费用率	17
图 39: CS 食品饮料 2016-2019 年 H1 应收账款周转率	17
图 40: CS 食品饮料 2016-2019 年 H1 经营现金流净额/营业收入	17
图 41: 2015Q1-2019Q2 基金持股比例统计	18

图 42: 2015Q1-2019Q2 食品饮料各细分子板块基金持股比例统计18

表 目 录

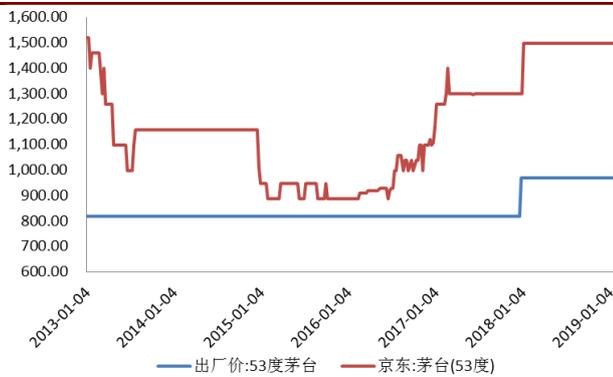
表 1: cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅 (截至 3 月 13 日)12
表 2: 沪 (深) 股通标的北向资金持股数量变动情况14

1. 酒类价格稳定，成本环境良好

1.1 白酒

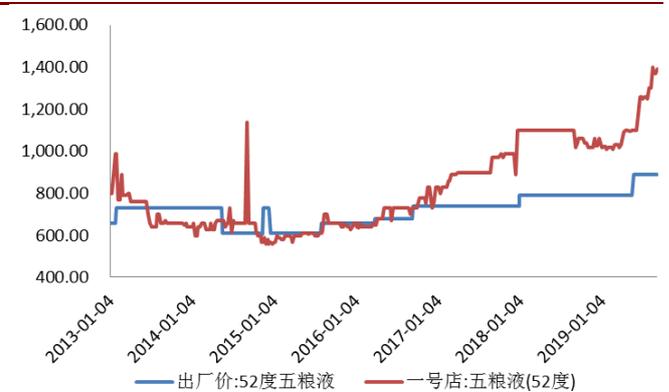
高端及次高端白酒价格总体保持稳定。高端白酒方面，2019年8月贵州茅台出厂价为969元/瓶，零售均价1499元/瓶；2019年8月五粮液出厂价889元/瓶，零售均价1347元/瓶，价格一路走高。次高端类白酒方面，5月洋河梦之蓝零售均价559元/瓶，环比基本持平；8月水井坊零售均价523元/瓶，环比基本持平。

图 1：飞天茅台（53度）出厂价及零售价（单位：元/瓶）



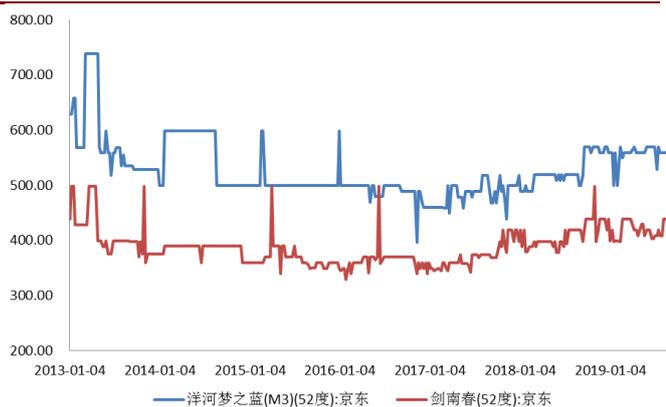
资料来源：Wind，渤海证券

图 2：五粮液(52度)出厂价及零售价（单位：元/瓶）



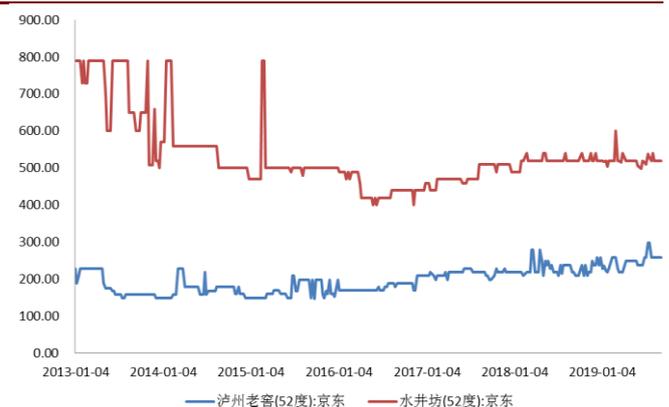
资料来源：Wind，渤海证券

图 3：二线白酒价格走势（单位：元/瓶）



资料来源：Wind，渤海证券

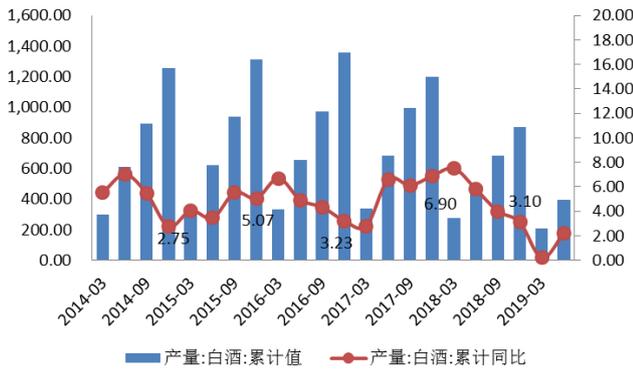
图 4：二线白酒价格走势（单位：元/瓶）



资料来源：Wind，渤海证券

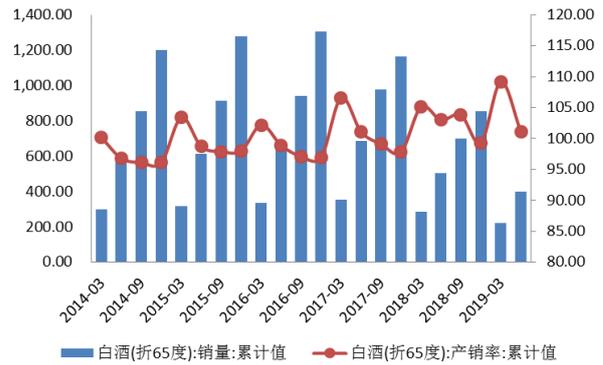
白酒产量方面，2019年上半年白酒产量达到397.6万千升，同比增长2.2%；2019年上半年白酒销量达到397.97万千升，产销率达101.1%，同比持平。

图 5: 白酒(折 65 度)产量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 白酒(折 65 度)销量及产销率(单位: 万千升)

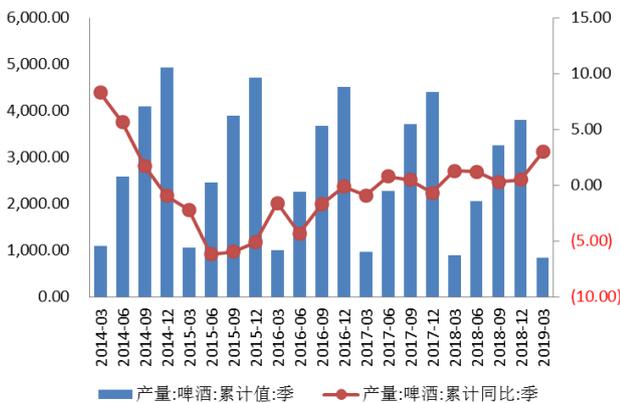


资料来源: Wind, 渤海证券

1.2 啤酒&葡萄酒

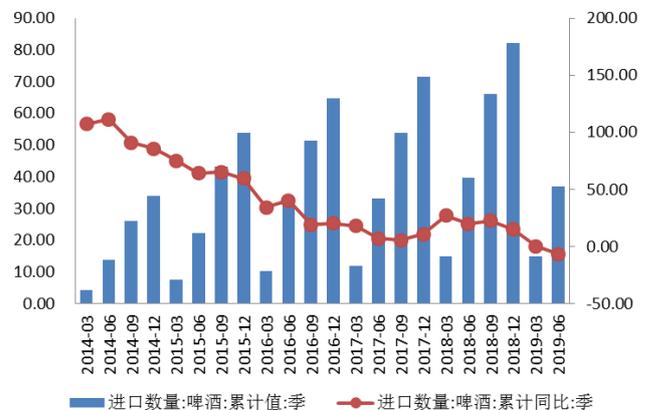
啤酒产量小幅上涨, 2019 年上半年我国啤酒产量达到 1948.8 万千升, 同比小幅上涨 0.8%; 2019 年一季度啤酒进口数量 36.91 万千升, 同比下滑 6.8%。整体来看, 啤酒产量边际改善, 进口啤酒数量继续下滑。

图 7: 啤酒产量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

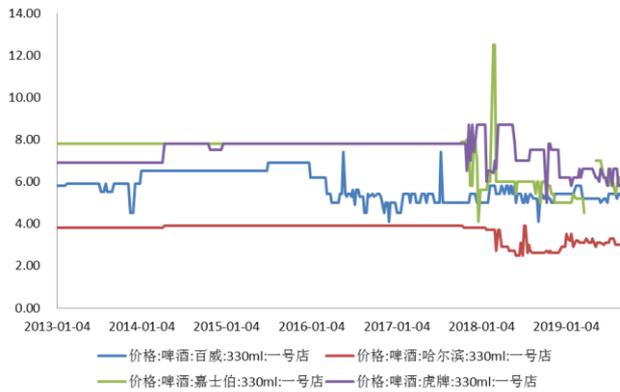
图 8: 啤酒进口数量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

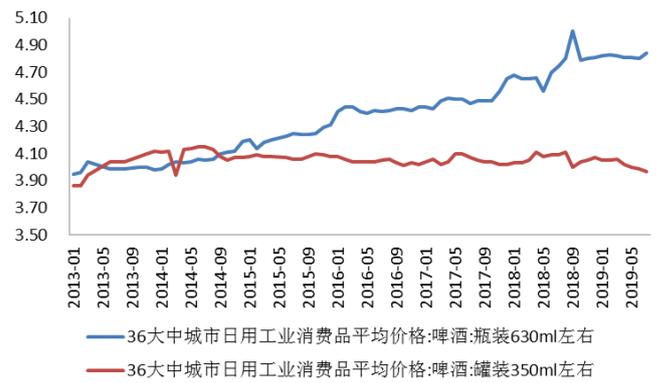
价格方面, 2019 年 7 月啤酒终端零售价格环比有所回落。其中哈尔滨啤酒(330ml) 7 月价格同比下降 1.48%, 百威价格同比下降 7.69%, 嘉士伯同比下降 3.33%, 虎牌同比下降 4.38%。2019 年 7 月, 630ml 瓶装啤酒平均零售价格 4.84 元, 同比上涨 2.11%; 350ml 罐装啤酒平均零售价格 3.97 元, 同比下降 2.93%。

图 9: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 10: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

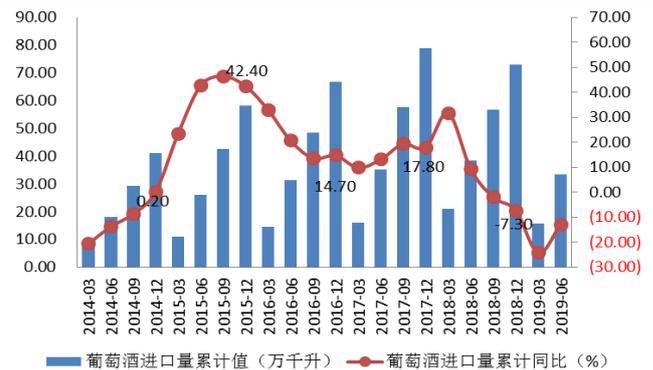
葡萄酒产量及进口数量整体仍然呈现下降趋势，并且降速有所扩大。产量方面，2019 年上半年我国葡萄酒产量为 23.7 万千升，同比下降 23.1%。进口数量方面，2019 年上半年葡萄酒进口量达到 33.55 万千升，同比下降 12.9%。

图 11: 我国葡萄酒产量及同比情况 (单位: 万千升)



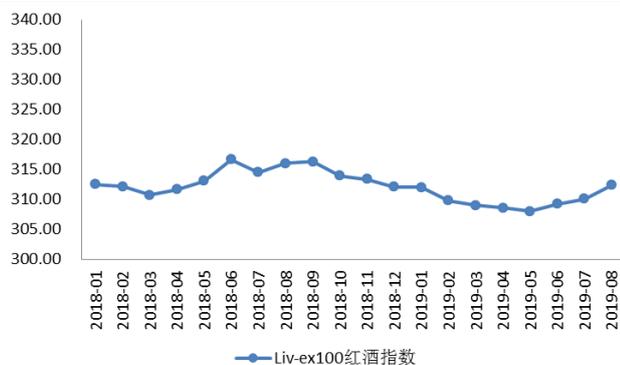
资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 我国葡萄酒进口量及同比情况 (单位: 万千升)



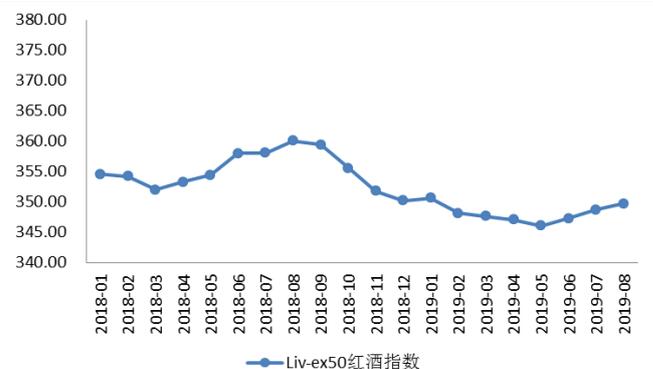
资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: Liv-ex100 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: Liv-ex50 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

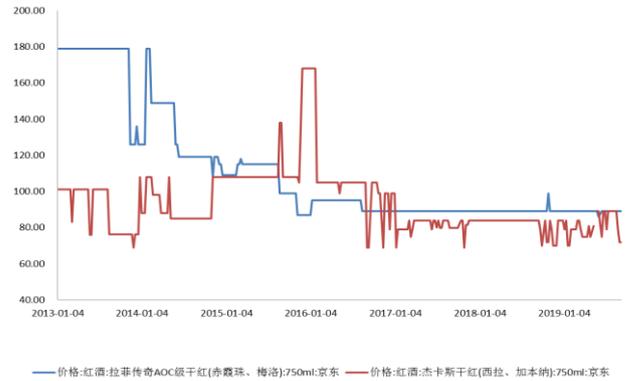
8月葡萄酒价格呈小幅波动。其中,张裕干红(赤霞珠)8月终端零售均价 30.34元, 同比上涨 1.2%; 张裕干红(特选蛇龙珠)8月终端零售均价 96.8元, 同比下降 1.22%。

图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

1.3 乳制品

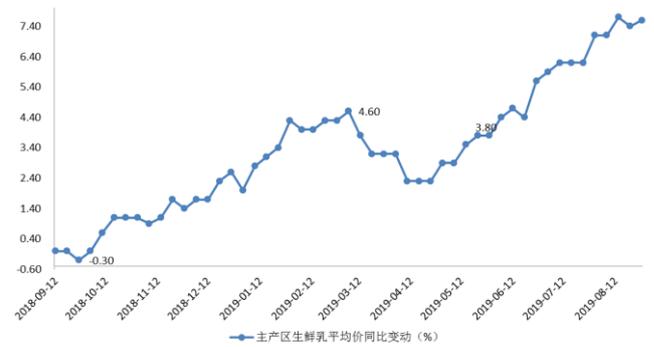
乳制品方面, 生鲜乳价格小幅上扬, 整体呈现平稳趋势。7 月份生鲜乳平均价格 达到 3.59 元/公升, 同比上升 6.32%。

图 17: 主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind, 渤海证券

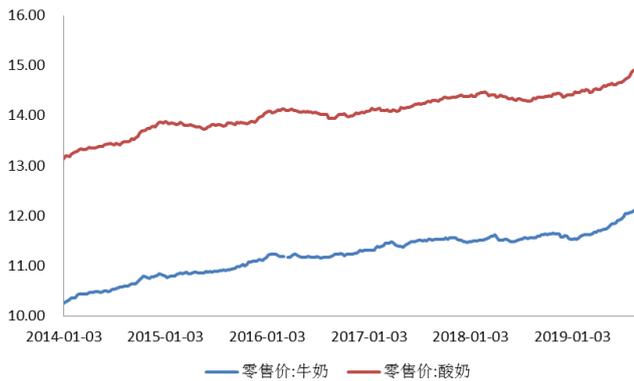
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

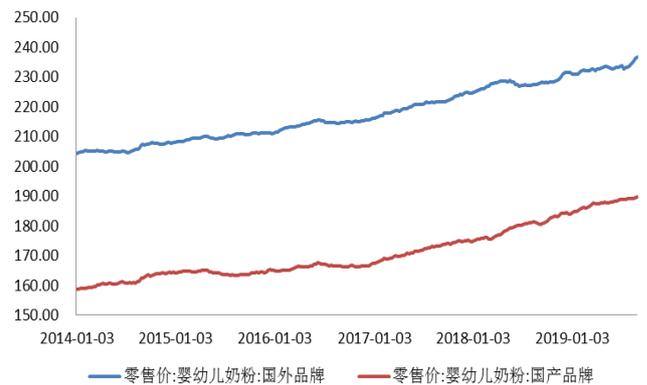
牛奶、酸奶及婴幼儿奶粉价格长期呈现缓慢上涨趋势。8月牛奶平均价格为 12.14 元/升, 同比上涨 4.89%; 酸奶平均价格为 14.93 元/升, 同比上涨 4.22%。2019 年 8 月国产品牌婴幼儿奶粉零售价达到 189.34 元/升, 同比上涨 4.55%; 国外品 牌婴幼儿奶粉零售价达到 227.42 元/升, 同比上涨 3.47%。

图 19: 牛奶及酸奶零售价走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势

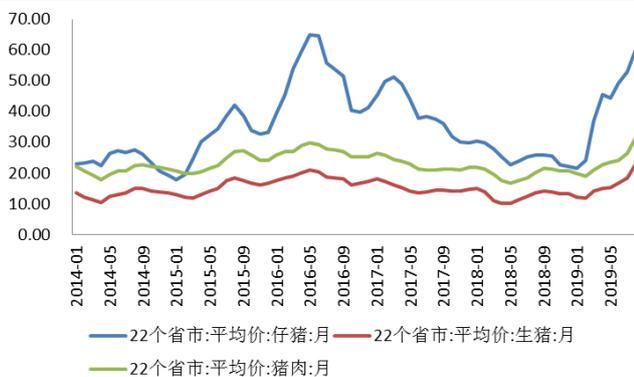


资料来源: Wind, 渤海证券

1.4 肉制品

8 月猪肉价格继续趋势性的上涨周期，生猪存栏数量同比降幅继续扩大，猪粮比创历史新高。2019 年 8 月，仔猪、生猪、猪肉平均价格达到 59.70 元/公斤、22.81 元/公斤以及 31.38 元/公斤，分别同比上涨 131.07%、67.33%以及 56.23%，猪肉价格继续走高。8 月猪粮比平均达 11.25，同比上涨 61.45%，创下近十年来新高。

图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势（单位：元/公斤）



资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 22 省市猪粮比



资料来源: Wind, 渤海证券

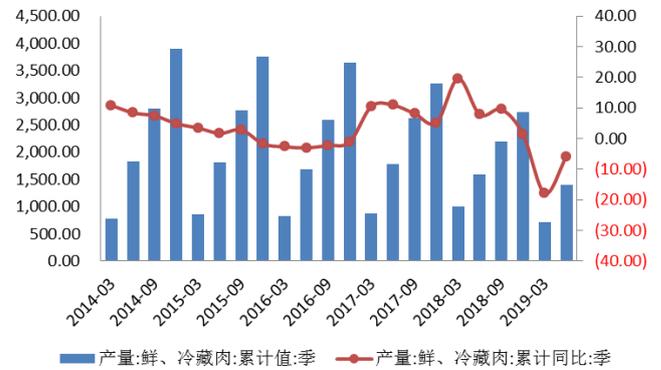
7月生猪存栏数量继续大幅下滑，环比下降9.4个百分点，同比下降32.2个百分点。鲜、冷藏肉产量2019年上半年达到1400.3万吨，同比下降5.9%。

图 23: 生猪存栏变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 鲜、冷藏肉产量及其变动趋势(单位:万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

1.5 成本环境

8月玉米价格稳定，豆粕价格有所下降。8月玉米全国均价达到2.03元/公斤，环比持平，同比持平；8月豆粕全国均价达到3.04元/公斤，环比微幅上涨，同比下跌9.74%。

图 25: 全国豆粕价格走势(单位:元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

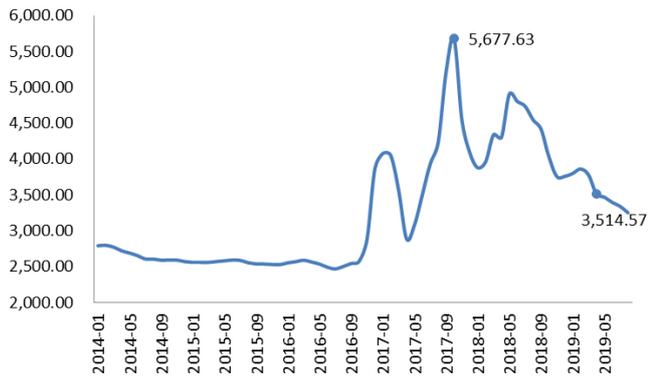
图 26: 全国玉米价格走势(元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

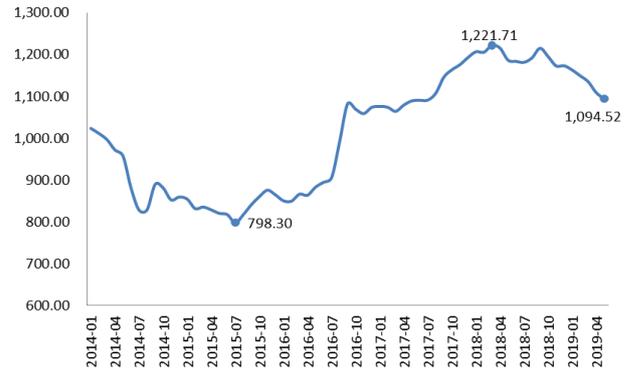
8月玻璃价格指数有所反弹，瓦楞纸价格继续下降。2019年8月，玻璃价格平均指数环比上涨2.43%，同比下降5.06%。8月瓦楞纸市场价达到3250.4元/吨，环比下降2.64%，同比下降28.49%。

图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 28: 玻璃价格指数



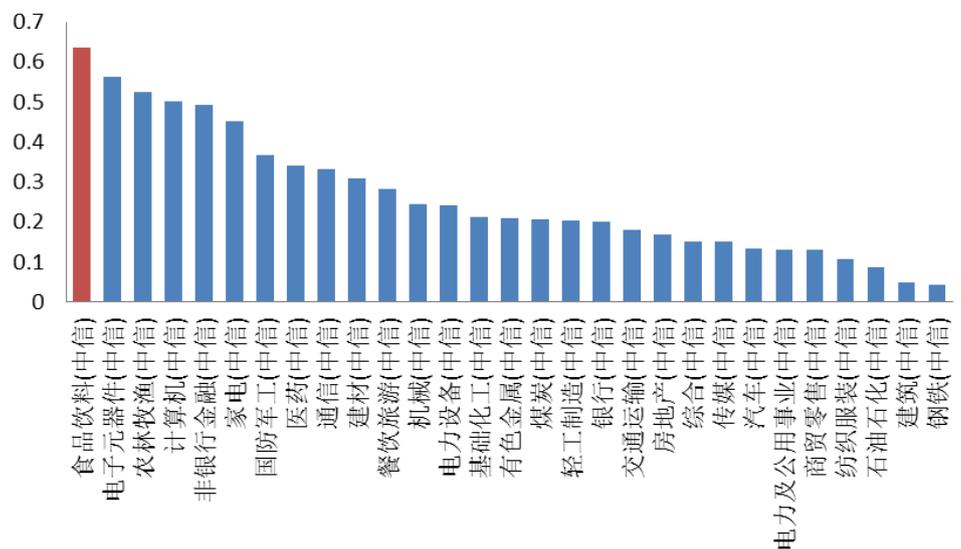
资料来源: Wind, 渤海证券

2.年初至今涨幅局首，估值位于历史中位

2.1 行情回顾

今年以来（截至到 2019 年 9 月 11 日），食品饮料板块整体上涨 63.66%，沪深 300 指数上涨 30.54%，行业跑赢沪深 300 指数 33.12 个百分点，位列中信 29 个一级行业首位。子板块中，白酒上涨 90.13%，其他饮料上涨 19.92%，食品上涨 33.69%。

图 29：行业年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，双塔食品、五粮液及泸州老窖涨幅居前，*ST 西发、百洋股份以及*ST 中葡跌幅居前。

表 1：cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅（截至 3 月 13 日）

涨跌幅前五名	年初至今涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	年初至今涨跌幅 (%)
双塔食品	214.29%	*ST 西发	-43.40%
五粮液	158.49%	百洋股份	-31.86%
泸州老窖	119.15%	*ST 中葡	-19.05%
古井贡酒	113.72%	*ST 莲花	-17.46%
百润股份	109.04%	湖南盐业	-8.80%

资料来源：Wind，渤海证券

2.2 估值

截至9月11日，食品饮料板块绝对PE和PB分别为32/6.46，相对沪深300估值溢价率为2.62/4.17。板块近10年PE中位数为30.23，PB中位数4.93，目前板块整体估值略高于中位数。

图 30: 食品饮料板块估值走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 31: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价

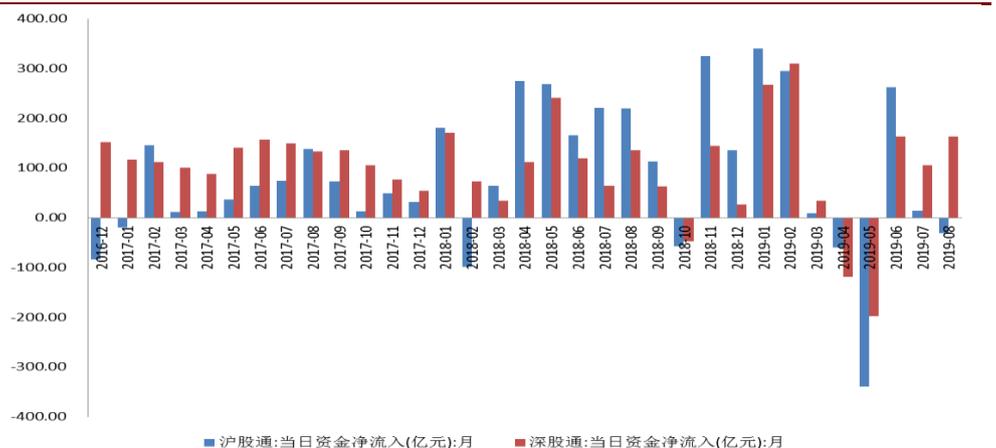


资料来源: Wind, 渤海证券

2.3 北向资金跟踪

5月沪(深)股通或因前期获利较为丰厚,资金大幅净流出,6-8月北向资金净流入金额均为正,显示资金持续加仓A股。2019年8月沪股通净流出资金30.93亿元,深股通净流出资金162.99亿元。

图 32: 北向资金净流入情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

上月,北向资金对陆股通标的增仓幅度较大的为恰恰食品,增持数量占流通股比例达到4.01%,其次为珠江啤酒和千禾味业,而减持较明显的为涪陵榨菜,减持

数量占流通股比例达到 2.47%。

表 2: 沪(深)股通标的北向资金持股数量变动情况

股票代码	股票名称	持股数量(万股)	占流通股比例(%)	占流通股比例(%)	占流通股比例变动情况
		2019-02-28	2019-01-31	2019-02-28	
600887.SH	伊利股份	71,517.1825	13.8621	12.9554	-0.9067
000858.SZ	五粮液	29,694.6426	16.1149	17.8090	1.6941
603288.SH	海天味业	16,441.6015	22.7715	24.1721	1.4006
002304.SZ	洋河股份	11,152.5825	21.0675	21.6675	0.6000
600519.SH	贵州茅台	10,209.6782	23.0922	22.7077	-0.3845
600298.SH	安琪酵母	9,798.1417	23.1041	21.8705	-1.2336
002507.SZ	涪陵榨菜	7,130.1438	17.8158	15.3491	-2.4667
600872.SH	中炬高新	6,812.8322	12.5531	13.2884	0.7353
000895.SZ	双汇发展	6,422.2912	6.6628	7.2814	0.6186
000848.SZ	承德露露	5,157.6958	7.8910	8.8890	0.9980
600779.SH	水井坊	3,838.3373	21.7234	21.3434	-0.3800
000568.SZ	泸州老窖	3,690.3563	5.1715	5.1755	0.0040
600600.SH	青岛啤酒	3,430.3866	12.1830	13.5886	1.4056
603369.SH	今世缘	3,394.4778	4.4490	5.5654	1.1164
002557.SZ	洽洽食品	2,994.8158	8.0892	12.0990	4.0098
300146.SZ	汤臣倍健	2,725.4839	4.0937	3.8702	-0.2235
000729.SZ	燕京啤酒	2,633.7262	2.1051	2.2943	0.1892
600809.SH	山西汾酒	2,609.9899	9.7671	10.2721	0.5050
603589.SH	口子窖	2,426.5211	6.5883	6.7577	0.1694
603866.SH	桃李面包	1,834.4262	8.6955	10.1023	1.4068
000860.SZ	顺鑫农业	1,759.9315	5.0559	3.8548	-1.2011
600305.SH	恒顺醋业	1,638.0866	2.7633	3.7756	1.0123
000596.SZ	古井贡酒	993.5076	7.1969	8.8551	1.6582
002461.SZ	珠江啤酒	957.9734	0.5738	3.2802	2.7064
600597.SH	光明乳业	954.2888	1.1360	1.6115	0.4755
600132.SH	重庆啤酒	797.5984	3.7760	4.1201	0.3441
002568.SZ	百润股份	787.6136	3.0508	3.4407	0.3899
000639.SZ	西王食品	752.6944	1.3288	1.4711	0.1423
603198.SH	迎驾贡酒	705.3134	1.7158	3.4790	1.7632
002570.SZ	贝因美	571.1942	1.1895	1.1895	0.0000
600559.SH	老白干酒	556.1703	0.9650	0.9710	0.0060
002626.SZ	金达威	551.5478	0.2409	2.4749	2.2340
600073.SH	上海梅林	525.8239	1.5090	0.9014	-0.6076
603517.SH	绝味食品	503.3716	1.0487	2.1964	1.1477
600197.SH	伊力特	497.7121	1.7640	1.9271	0.1631
603027.SH	千禾味业	472.8305	0.2504	2.5387	2.2883
000799.SZ	酒鬼酒	414.8320	0.2535	1.8503	1.5968
600299.SH	安迪苏	324.4991	1.3570	1.1237	-0.2333

资料来源: Wind, 渤海证券

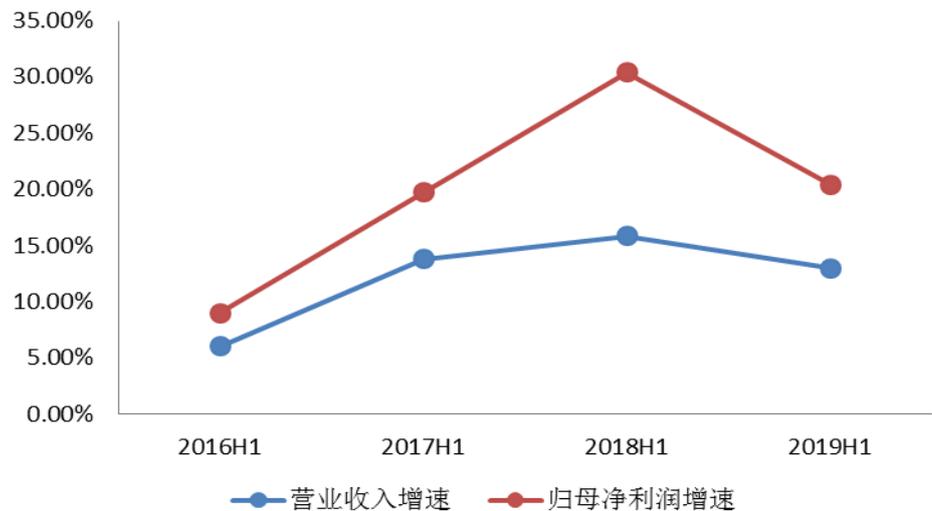
请务必阅读正文之后的免责声明

3. 2019 年中报业绩略有下降

3.1 企业质量分化明显，各项数据小幅波动

从行业 2019 年上半年情况来看，行业业绩表现整体符合预期。营业收入、营业利润和归母净利润增速分别达到 12.96%、19.68%和 20.43%，营收及归母净利润增速较去年均有一定程度下降。我们认为，行业业绩增速有所下降一方面与宏观经济因素有关，另一方面也与去年企业的高基数、部分企业库存高企短期难以消化有关。

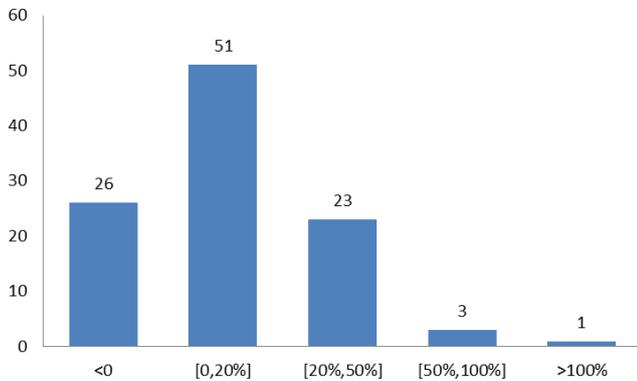
图 33: CS 食品饮料 2016H1-2019H1 营收及净利润增速情况



资料来源: Wind, 渤海证券

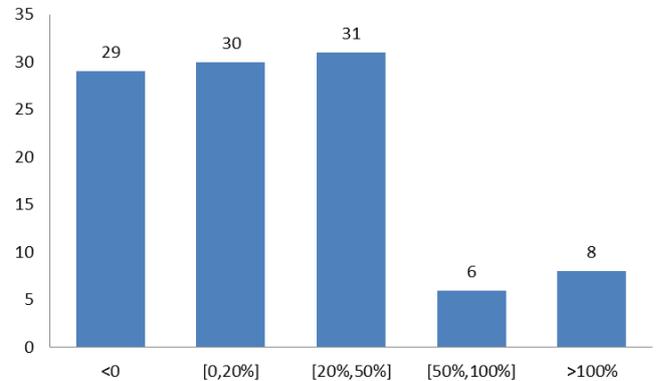
从行业内公司营收及归母净利润增速区间统计情况来看，7 成以上公司保持了健康的发展态势。1) **营收增速**。行业内营收增速超过 30% 的公司数量为 13 家，增速同比下滑的公司数量为 26 家，其余公司营收增速主要落在 [0,10%] 和 [10%,30%] 区间内，分别为 25 家和 40 家；2) **归母净利润增速**。行业内归母净利润增速超过 50% 的公司数量为 14 家，增速同比下滑的公司数量为 29 家，其余公司归母净利润增速主要落在 [0,20%] 和 [20%,50%] 区间内，分别为 30 家和 31 家。

图 14: 2019H1 行业内营收增速区间



资料来源: Wind, 渤海证券

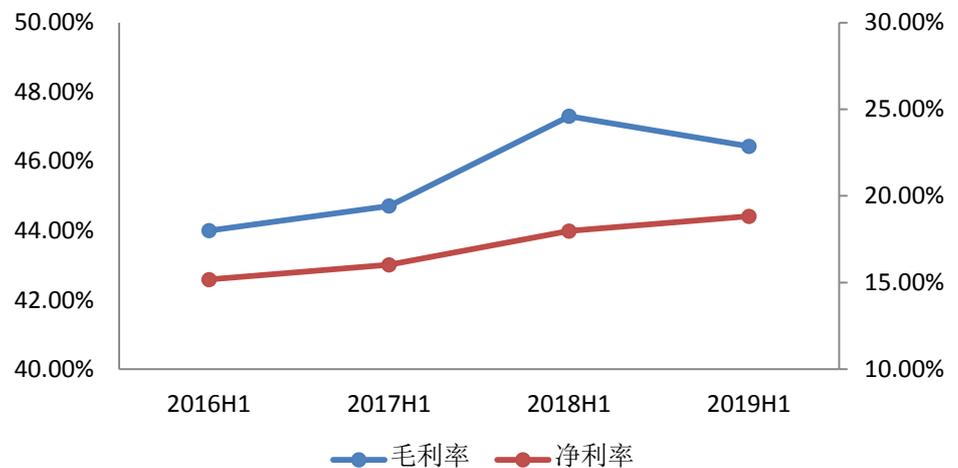
图 35: 2019H1 行业内归母净利润增速区间



资料来源: Wind, 渤海证券

从毛利率和净利率情况来看, 2019 年上半年行业毛利率下滑 0.87 个百分点至 46.43%, 净利率上升 0.85 个百分点至 18.82%, 二者均在合理范围波动。

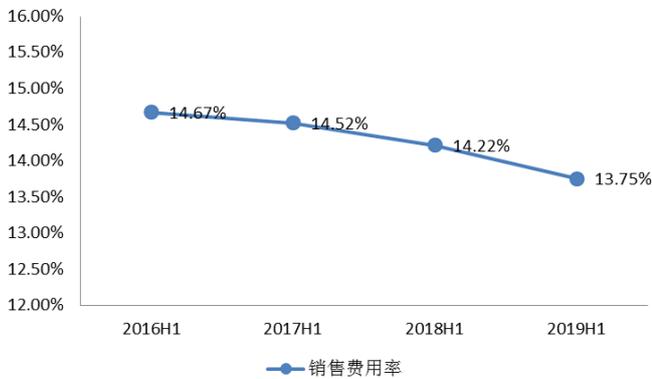
图 36: CS 食品饮料 2016H1-2019H1 毛利率以及净利率情况



资料来源: Wind, 渤海证券

费用率方面, 2019 年上半年, 行业期间费用率较 2018 年同期下降 1.11 个百分点至 18.25%。其中, 销售费用率及管理费用率均有一定程度的下降。从近几年情况来看, 食品饮料行业期间费用率长期呈现下降趋势。

图 37: CS 食品饮料 2016-2019H1 销售费用率



资料来源: Wind, 渤海证券

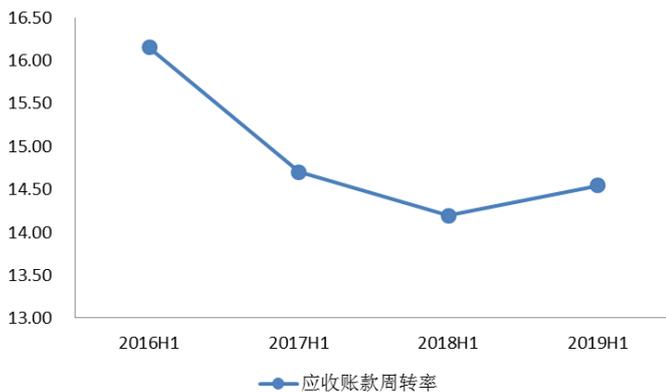
图 28: CS 食品饮料 2016-2019H1 管理费用率



资料来源: Wind, 渤海证券

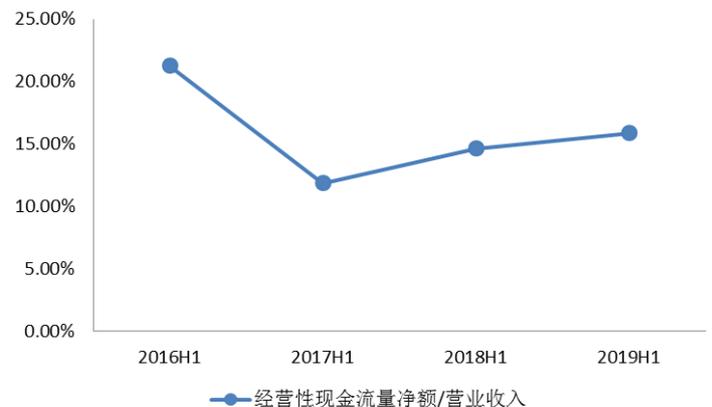
2019 年上半年, 食品饮料行业应收账款周转率较上年小幅回升, 由去年同期的 14.19 次上涨到 14.54 次。经营性现金流量净额/营业收入方面, 2019 年上半年经营性现金流量净额/营业收入小幅上涨, 表明上半年行业内公司现金流情况有所好转。

图 39: CS 食品饮料 2016-2019 年 H1 应收账款周转率



资料来源: Wind, 渤海证券

图 40: CS 食品饮料 2016-2019 年 H1 经营现金流净额/营业收入



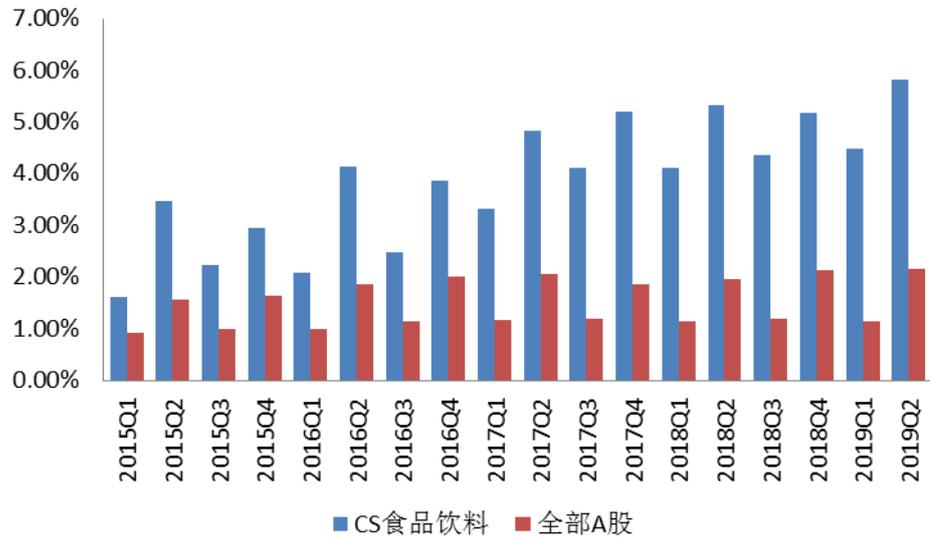
资料来源: Wind, 渤海证券

3.2 基金持股比例继续放大

根据统计, 以基金为代表的机构投资者对 CS 食品饮料的持股比例在 2019Q2 创下新高达到 5.81%, 环比增长 1.32 个百分点, 此前该比例也一直呈增长趋势。2019Q2 基金对全部 A 股的持股比例为 2.16%, 显示机构对于食品饮料板块明显

超配。

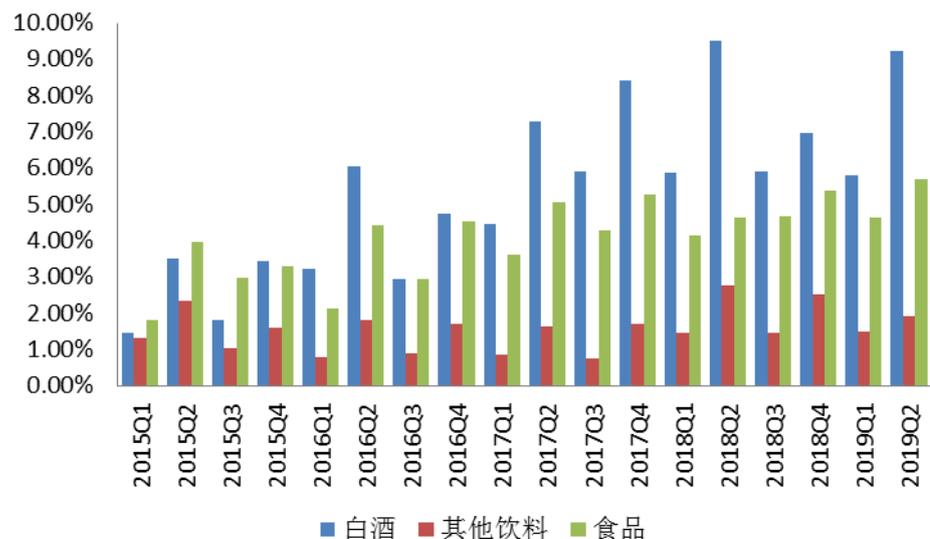
图 41: 2015Q1-2019Q2 基金持股比例统计



资料来源: Wind, 渤海证券

从细分子板块来看, 基金持股比例最高的为白酒, 达到 9.24%, 环比提高 3.46 个百分点, 但是同比小幅下降 0.27 个百分点, 从趋势上来看未能超越前期高点。食品一项基金持股比例也有继续放大迹象, 而其他饮料则呈现波动。

图 42: 2015Q1-2019Q2 食品饮料各细分子板块基金持股比例统计



资料来源: Wind, 渤海证券

4.投资建议

从板块整体看，目前估值在 30 倍这一中位水平，估值略高于长期平均值但仍属于合理水平。从配置上看来，近期高端白酒批价由于中秋前后放货导致批价小幅波动，批价走势仍有待进一步观察，但我们认为高端白酒大概率无虞，仍将是行业中最确定的板块。在大众品方面，虽然中报显示部分细分领域龙头业绩不达预期，但对于消费品我们建议将时间轴拉长，不要过度放大由于短期经营瑕疵所带来的业绩波动。综上，我们仍给予行业“看好”的投资评级，推荐五粮液(000858)、今世缘(603369)、伊利股份(600887)以及涪陵榨菜(002507)。

5.风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。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。

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
王磊
+86 22 2845 1802

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

徐勇
+86 10 6810 4602
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

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
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

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

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