

深度报告

食品饮料

食品行业 2010 年中期投资策略

推荐

(维持评级)

2010 年 6 月 11 日

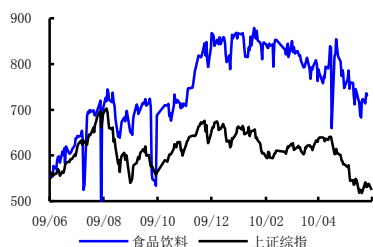
本报告的独到之处

- 从人口的年龄结构来分析未来的消费趋势
- 对健康食品行业有较多关注

行业投资策略

寻觅饮食的投资“年轮”

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《2010 年年度行业策略报告：变革的年代 升级的消费》——2010-12-17

《2009 年中期行业投资策略：从复苏到泡沫 从吃肉到喝酒》——2009-06-22

《2009 年年度行业投资策略：否极或有泰来》——2008-11-28

分析师：黄茂

电话：0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209080407

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，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

- **中国劳动力供应已到拐点 大众消费和农村消费的升级出现曙光**
截至 2009 年，中国新进入劳动年龄的人口与即将退出的人口，已经达到平衡，未来向下趋势明显。而大学招生人数的快速增长，使得未来 15 年中国新增的中低端劳动力将会下降 70%。劳动所得在社会分配中的份额将有显著提升，中低端大众消费的升级或出现爆发
- **人口老龄化与婴儿潮引动健康食品潮流**
未来 15 年，60 岁以上人口所占比例将从 14%提升到 25%以上，加上社保体系的改善，老年人保健食品需求将会有显著增长。近几年出现的结婚潮，加上房价上涨将会受到政府调控的预期，会使得婴幼儿食品进入下一个周期性高峰。
- **上半年传统消费稳定增长 新兴消费亮点不少**
09 年上半年，由于基数原因增速虽有提升，不过实际增长基本平稳。白酒、啤酒、肉类等传统消费品仍有 10-30%不等的稳定增长，葡萄酒和奶粉进口增长依旧迅猛。而健康食品和中低端消费则出于景气上升通道。
- **整体估值处于底部 新兴消费应有溢价**
目前行业平均动态市盈率大约处于 20-25 倍左右，这和 09 年初的预期动态市盈率差不多。我们认为大市值子行业的业绩和估值弹性会趋于稳定，而小市值、高空间行业应该享受估值溢价。
- **看好市场空间大与管理改善结合的个股**
我们从两条主线看好人口结构性变化带来的投资机会，一是中低端消费升级，主要是受益品种为双汇发展、青岛啤酒、燕京啤酒；另一条主线是健康食品与婴幼儿保健品，尤其是有管理改善空间的品种，主要是三元股份、ST 南方、永安药业、承德露露和金德发展。另外，白酒龙头品种，如贵州茅台、泸州老窖也有较大的估值反弹空间。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元) 2010-5-31	EPS 2010E	EPS 2011E	PE 2010E	投资评级
600519	贵州茅台	124468.34	131.88	5.99	8.00	22	推荐
000858	五粮液	94367.73	24.86	1.51	1.72	16	推荐
000568	泸州老窖	40628.14	29.14	1.25	1.60	23	谨慎推荐
000729	燕京啤酒	25064.63	20.71	0.82	0.91	25	推荐
600600	青岛啤酒	46676.46	34.55	1.43	1.73	24	谨慎推荐
000869	张裕 A	40068.01	75.99	2.81	3.57	27	推荐
000895	双汇发展	30590.62	50.48	1.83	2.35	28	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

随着中国人口年龄结构出现历史性拐点，社会主力消费人群的人口数量将逐年下滑。未来的消费增长点，主要会出现在中低端消费的升级和健康食品的大幅使用上。

核心假设或逻辑

过去 30 年的计划生育使得人口红利正面临快速的消失，而大学扩招又使得其中低端劳动力供应的下降更加剧烈。工资报酬，尤其是中低端劳动力，将会进入快速上升通道，带动相应的消费升级。

社会老龄化趋势将会日益显著，已及即将到来的下一个婴儿潮，保健食品会成为另外一个新的增长点。

与市场预期的不同之处

我们相信人口结构变化是消费需求变动一个根本原因，并是行业中首先提出的人口结构的趋势性投资机会。我们认为消费需求=人数*人均消费弹性*人均收入，人口和人均收入受到人口年龄结构影响，人均消费弹性受到现有消费水平约束。所以食品饮料的中长期大趋势受到人口年龄结构的显著影响。

股价变化的催化因素

民工荒加剧，工资水平显著上升；社保体系完善，老年人支出能力增强，相关保健消费品销售向好；

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、中国经济和房地产行业继续高速增长，收入分化水平加剧，分配格局的结构性转换未能出现；
- 2、中国经济出现衰退，失业率高企，中低端消费难以启动。

内容目录

中低端消费和农村消费将迎来“大跃进”	5
中低端劳动力供应出现“历史性”拐点	5
分配格局转变 中低端劳动力收入将有显著提升	6
农村与中低端消费市场还有广阔空间	6
人口老龄化与婴儿潮引动健康消费潮流	7
未来 15 年是中国老龄化最快的 15 年	7
我们正面临乡村婴儿潮	8
健康食品是蓬勃发展的朝阳行业	8
看好市场空间大、人力成本低的子行业	9
子行业：整体景气稳定	10
中高端消费品：未来 3-5 年处于稳定增长期	10
日用消费品：目前处于成本高点	11
行业估值及投资建议	12
绝对估值水平处于低位	12
行业投资评级与策略建议	12
重点公司推荐	13

图表目录

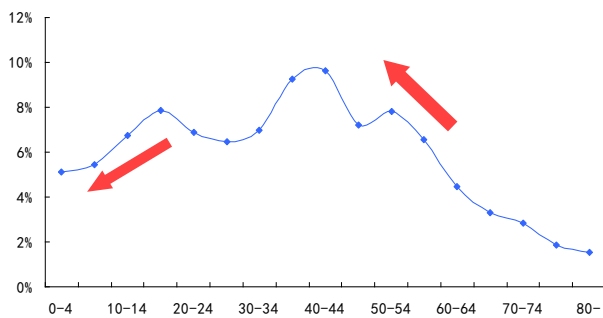
图 1: 中国人口的年龄结构分布	5
图 2: 中国劳动力人口面临向下拐点	5
图 3: 大学扩招导致中低端劳动力供应激增将下降 70%	5
图 4: 劳动报酬占 GDP 的比例不断下降	6
图 5: 2010 年主要城市最低工资标准大幅提升	6
图 6: 城市与农村人均消费量比较 (单位: 千克)	6
图 7: 城镇最高 10% 收入户相对最低 10% 消费量	6
图 8: 中国非贸易食品价格远低于国际水平 (单位: 人民币元)	7
图 9: 中国目前的人口年龄结构和日本 1990 年高度接近	7
图 10: 中国 60 岁以上人口比例将大幅增加	7
图 11: 乡村育龄妇女未来几年将显著增长	8
图 12: 中国已进入一波结婚高峰期	8
图 13: 主要子行业的消费人口趋势	9
图 14: 代表性上市公司利润总额相对工资总额倍数	10
图 15: 高端白酒终端价格仍然稳中有升	10
图 16: 葡萄酒产量保持稳定增长	10
图 17: 四大高档白酒总收入增速	11
图 18: 原装葡萄酒进口增速仍远远快于国内增长	11
图 19: 玉米产业链关系	11
图 20: 主要农产品价格上涨出现明显上涨	11
图 21: 主要下游产品价格相对玉米价格比	12
图 22: 中国玉米价格远高于国际价格	12
图 23: 食品饮料行业相对估值处于高位	12

中低端消费和农村消费将迎来“大跃进”

中低端劳动力供应出现“历史性”拐点

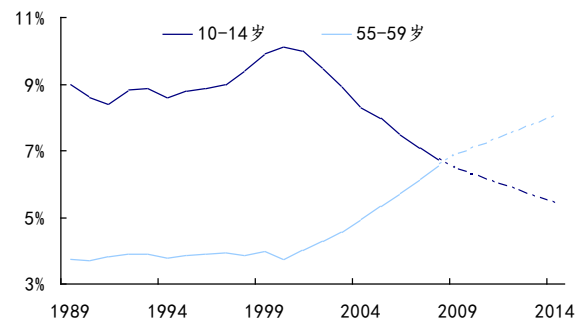
中国人口的年龄结构，受到战后生育高峰和计划生育的双重影响，呈现出中间高两段低的形态。未来，新增劳动力的下降和退休人口的增加都是不可避免的大趋势。如果按照劳动力人口是 15-60 岁来计算，截至 2009 年，中国即将进入劳动力年龄的人口（10-14 岁）与即将退休的人口（55-59 岁）已经达到平衡。中国劳动力年龄人口已经达到历史性顶点，未来将呈现加速下降的态势。

图 1：中国人口的年龄结构分布



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

图 2：中国劳动力人口面临向下拐点

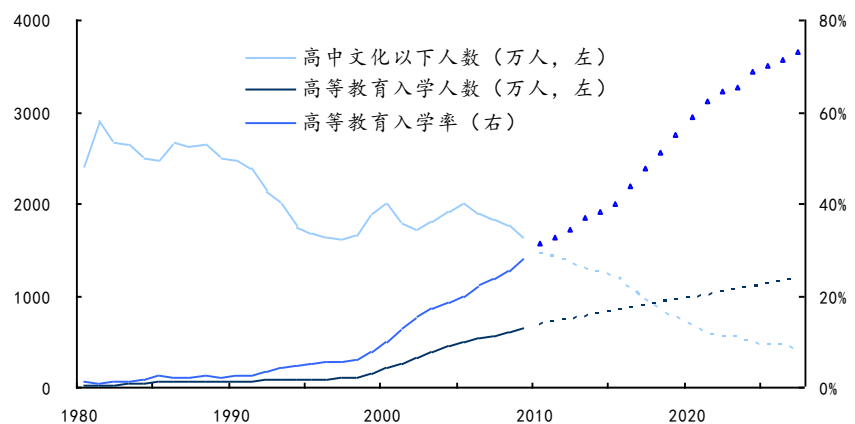


资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

我们通过历年出生人口数和相应年份的高等教育招生人数的比较可以看到，高等教育毛入学率，从 1980 年的约 1%，提升到了 2009 年 28%，到 2025 年预计会提升到 70% 左右（假设招生规模年均增加 30 万人）。而当年 18 岁而未能获得高等教育入学资格人数，从 80 年代初的 2500 万人，回落到 09 年的 1600 万人，而到 2025 年将减少到 460 万人，减少 70%。大学扩招加剧了中低端劳动力供给的下滑。

另一方面，由于历史原因，目前 40 岁以上人口的受教育程度非常低。这样未来大幅增加的退休人群中，中低端劳动力至少要占到 90%。供给减少，退出加快，中国中低端劳动力的存量，我们估计至少会以年均 3% 的速度递减。未来 15 年将会减少一半。“民工荒”将会愈演愈烈。

图 3：大学扩招导致中低端劳动力供应激将下降 70%



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

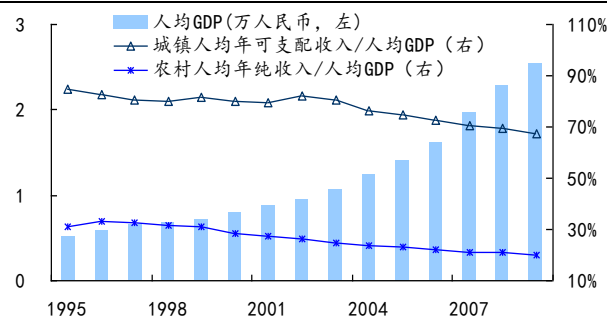
分配格局转变 中低端劳动力收入将有显著提升

在过去的 10 余年中，居民收入的增长是显著低于 GDP 的增长的，而企业利润和政府财政收入则获得了大幅提升。畸形的财富分配和相当于城镇人均收入 30% 的商品房销售额，使得中国的内需难以快速增长。

然而自 09 年以来，出口摩擦的加剧使得拉动内需成为经济可持续发展的唯一出路。政府方面提出了“提高劳动报酬在初次分配中的比重”、“建立工资集体协商制度”、“体面劳动”等口号，而民间也由于“富士康 12 跳”、“广汽本田罢工”等事件完全颠覆了过去劳动者只能被动接受工资的情况。

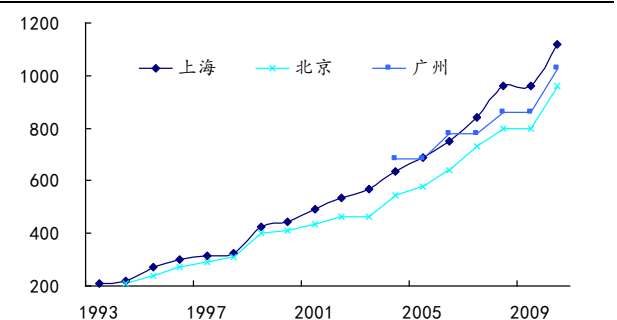
自 02 年以来，上海最低低工资水平的增长一直是低于 GDP 的增长的，但是 2010 年大幅提升 17% 之后，这一趋势首次出现逆转。而这只是全国的一个缩影。我们相信，劳动力供应减少、减少社会两极分化、拉动内需增长，将会成为未来 10 年劳动力成本大幅提升的主要逻辑。

图 4：劳动报酬占 GDP 的比例不断下降



资料来源：WIND 国信证券经济研究所

图 5：2010 年主要城市最低工资标准大幅提升

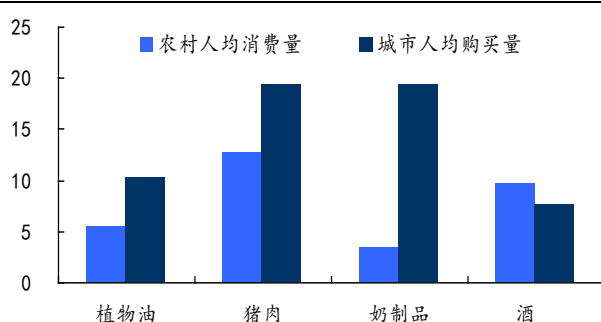


资料来源：WIND 国信证券经济研究所

农村与中低端消费市场还有广阔空间

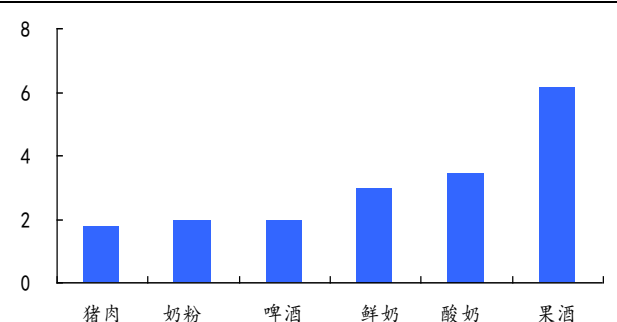
中国农村与城市，城市内部巨大的收入差距，导致巨大的消费差距。城市奶制品的人均消费量是农村的 5 倍多，植物油是 2 倍；而葡萄酒城市最高 10% 收入群体的人均消费量是最低 10% 群体的 6 倍多，鲜奶和啤酒则分别是 3 倍和 2 倍。如果中低收入群体的收入获得显著改善，则上述产品的消费量有望大幅提升。

图 6：城市与农村人均消费量比较（单位：千克）



资料来源：WIND 国信证券经济研究所

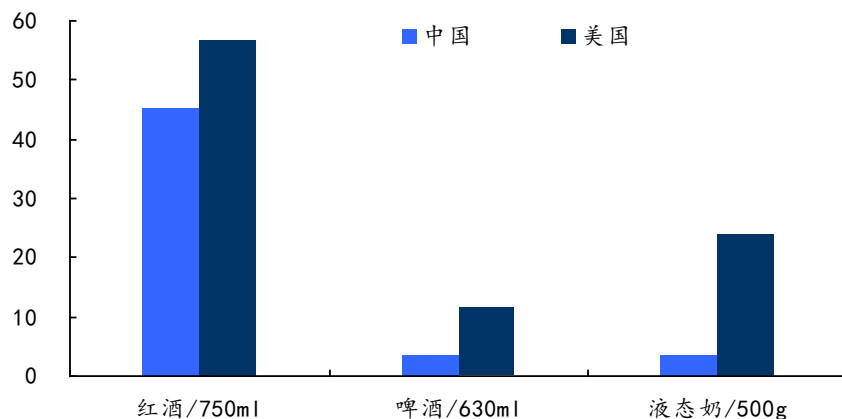
图 7：城镇最高 10% 收入户相对最低 10% 消费量



资料来源：WIND 国信证券经济研究所

不但是消费量偏低，在主要原材料价格和国际基本持平（如麦芽）、甚至更高（如玉米）的背景下，中国的中低端不可贸易食品价格仍远远低于国际水平。而可贸易的中高端消费品价格则相差不大。

图 8：中国非贸易食品价格远低于国际水平（单位：人民币元）



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

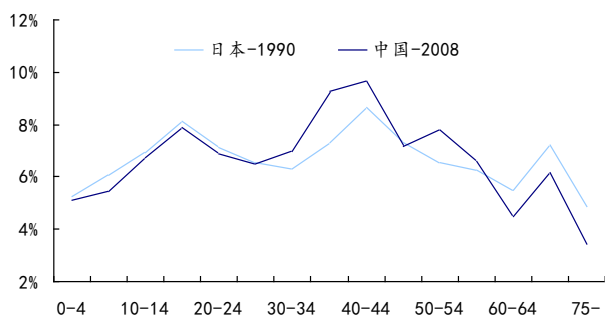
人口老龄化与婴儿潮引动健康消费潮流

未来 15 年是中国老龄化最快的 15 年

在劳动力迅速减少的同时，老年人所占的比重将会迅速增长。日本自 1970 年进入老龄化社会，中国目前的人口老龄化程度和日本 1990 年差不多。而且由于 40 岁以上中年人非常多，使得中国目前正处于老龄化的高峰期。而计划生育和高房价抑制了青年人的生育欲望，又使得中国老龄化的速度要快于日本。

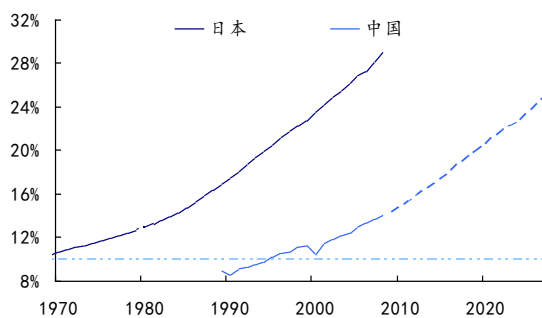
按照联合国的标准，60 岁以上人口占比超过 10%，就已进入老龄化社会。中国 1995 年进入老龄化社会，2008 年老龄人口占比达到 14%，预计到 2025 年将会达到 25%。中国人口的迅速老龄化将会影响食品饮料的整体消费格局。

图 9：中国目前的人口年龄结构和日本 1990 年高度接近



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 10：中国 60 岁以上人口比例将大幅增加

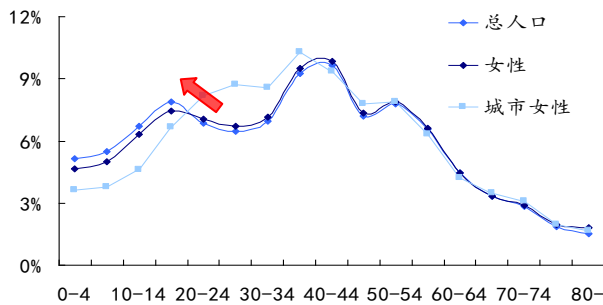


资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

我们正面临乡村婴儿潮

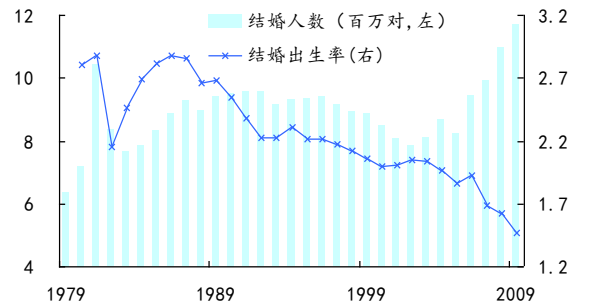
05年以来，我国进入一个结婚高峰期，到09年止累计增长近50%。按照平均结婚年龄25岁来估计，我国的结婚适龄人口以及实际结婚人数正处于一个上升周期。但是由于男女比例的失衡，以及高房价对生育的抑制作用，使得这一波出生高峰呈现出波幅偏低和低生育率的特征，尤其是在大城市。我们认为随着收入的上升和政府对房价的抑制，受到抑制的生育需求会逐步释放，未来2-3年中国必然会进入一个生育相对高峰。

图 11：乡村育龄妇女未来几年将显著增长



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 12：中国已进入一波结婚高峰期



资料来源：民政部 国家统计局

健康食品是蓬勃发展的朝阳行业

日本是老龄化最严重的国家之一，也是保健食品最发达的市场。日本保健品棋起步于上世纪70年代进入老龄化社会之时，并随着老龄化的发展保持着快速的发展。即使日本在上世纪90年代出现经济停滞，保健食品仍然保持着两位数的增长。到2009年，仅经过日本卫生省正式核准的保健食品的销售额就达到了近60亿美元。日本现有保健食品生产企业3000—4000家，产品超过两万余种。

中国人口远超过日本，而且正在进入老龄化最快的阶段。50岁以上，收入相对优厚的老龄化人群将会是健康食品的关键消费群体。有一定保健功能的健康食品将是食品饮料行业未来发展的方向。另外，婴儿潮也会刺激相应的保健食品的需求。

表 1：健康食品概念上市公司

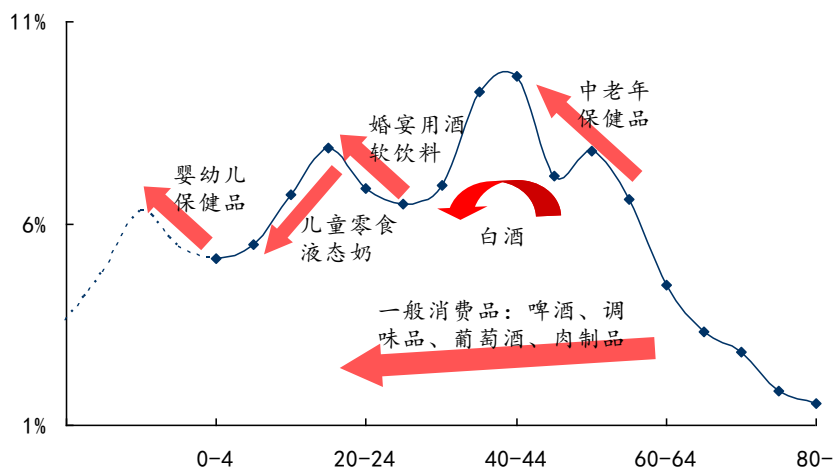
子行业	公 司	主要产品	功 效
食品添加剂	永安药业	牛磺酸（红牛）	1、维持大脑正常生理功能，促进婴幼儿大脑的发育；2、调节神经传导系统；3、参与脂类的消化代谢；4、参与内分泌活动，增加心脏收缩力，改善心血管系统功能；5、维持视觉正常功能等。
	保龄宝	低聚糖	低甜度低热量；促进双歧杆菌增殖；促进钙吸收；防龋齿。
植物蛋白饮料	ST南方	芝麻糊	补血、润肠、通乳、养发等，对老年人白发、记忆力减退有帮助。
	承德露露	杏仁露	预防心脑血管疾病；调节非特异性免疫功能；有助于溶解胆固醇；养颜美发。
食用植物油	金德发展（西王食品）	玉米油	富含人体必须的维生素E和不饱和脂肪酸，具有降低人体胆固醇、降血压、软化血管、增加人体肌肉和心脏、心血管系统的机能，预防和改善动脉硬化，减少心脏病发生等作用。
保健酒	海南椰岛	椰岛鹿龟酒	抗疲劳、免疫调节。
奶粉	三元食品	婴幼儿奶粉	中低端婴幼儿奶粉，成人奶粉。

资料来源：国信证券经济研究所

看好市场空间大、人力成本低的子行业

由于劳动年龄人口也是大部分食品饮料的基本消费人群,这意味着整个行业的市场空间都会受到压力。如下图所示,我们看好中老年、青年和婴儿三个年龄段的消费市场空间。

图 13: 主要子行业的消费人口趋势



资料来源: 国信证券经济研究所

按照龙头企业销售额增长=消费人群增长×人均消费量增长×单价提升幅度×市场份额提升幅度的公式,我们发现未来 5 年空间最大的子行业是仍是健康食品行业,啤酒、肉制品、葡萄酒等行业也有不错空间。

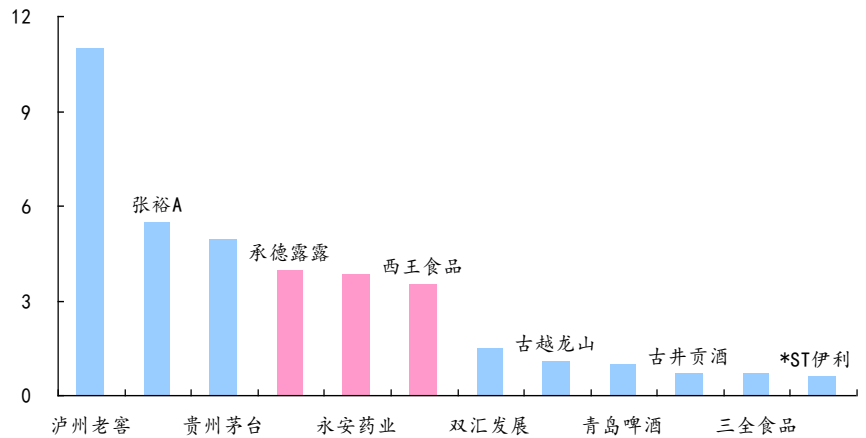
表 2: 不同子行业市场空间比较

	消费人口	目标人群 人均消费量	单价	国内龙头公司 集中度	龙头企业 市场空间
中高档白酒	稳定	稳定	大幅上升	已是寡头垄断	一般
黄酒	稳定	稳定	上升	已是寡头垄断	一般
液态奶	略有下降	小幅上升	上升	已是寡头垄断	一般
中低档白酒	稳定	稳定	上升	上升	较大
葡萄酒	上升	上升	上升	稳定或下降	较大
猪肉及制品	稳定	稳定	稳定	大幅上升	较大
啤酒	稳定	稳定	上升	上升	较大
婴幼儿保健品	上升	上升	大幅上升	稳定	很大
中老年健康食品	上升	上升	上升	稳定或提升	很大

资料来源: 国信证券经济研究所

由于未来劳动力成本面临上升压力,我们用(利润总额-投资收益)/工资总额这个比例来做一个简单分析。中高端消费品显然覆盖人力成本的能力最强,但是中间档次的健康概念食品也有不错的抵御能力,而整个液态奶行业则面临较大压力。

图 14: 代表性上市公司利润总额相对工资总额倍数



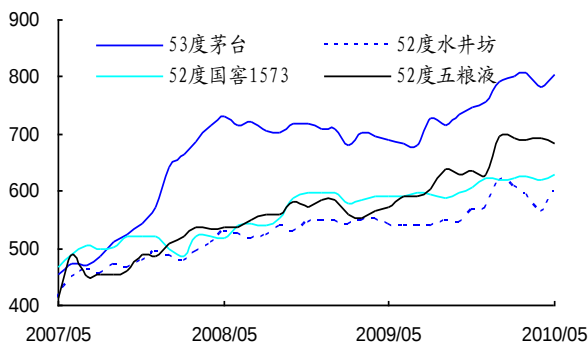
资料来源: WIND 国信证券经济研究所

子行业: 整体景气稳定

中高端消费品: 未来 3-5 年处于稳定增长期

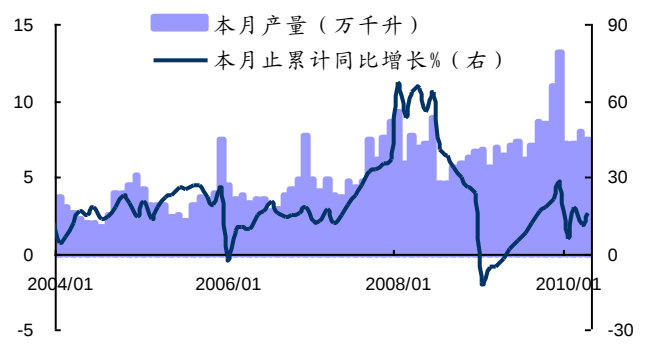
进入 2010 年, 中高端的白酒和葡萄酒仍然保持稳定增长的态势。中高端白酒价格在春季前出现了一次 10-15% 左右的价格上涨。并且在节后通过控量保证了终端价格稳中有升的局面。葡萄酒的产量增速也在金融危机的大幅调整之后, 回到了 20% 左右的稳定增长状态。

图 15: 高端白酒终端价格仍然稳中有升



资料来源: 国信证券经济研究所

图 16: 葡萄酒产量保持稳定增长

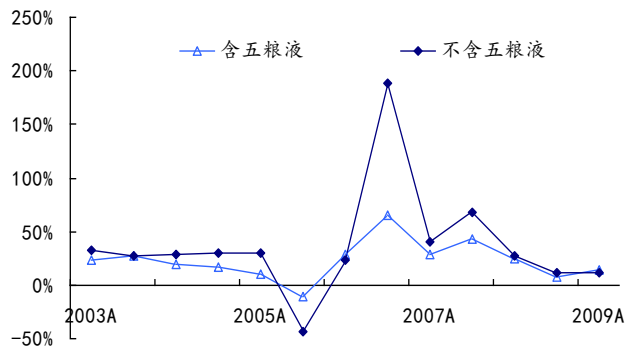


资料来源: 国信证券经济研究所

从更大的历史视野来看, 中高端消费品的增长已经从 07 年的高峰显著回落。行业的生命周期已从低基数的高增长期, 进入到稳定增长的成熟期。中国现在已经拥有全球市值最大的葡萄酒公司和第三、第四大的烈性酒生产商。虽然相对中国的人口基数而言, 这并不奇怪。但是, 相对于国外龙头企业的个位数增长和国内对酒后驾车的严厉打击, 增速放缓也是大趋势。

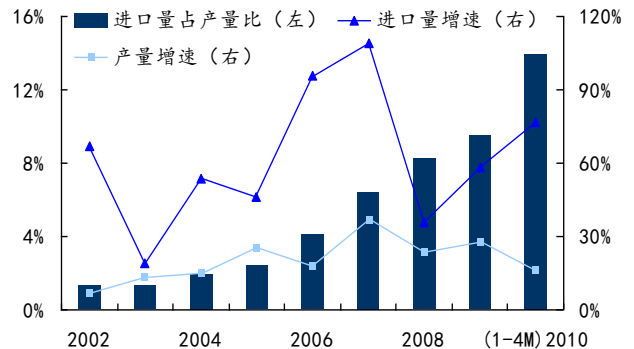
对于葡萄酒而言, 进口量增长持续高于产量的增长, 原装进口葡萄酒的市场份额已经超过 10%, 如果加上散装进口, 则将会超过 20%。进口葡萄酒会抑制国内产量爆发增长的空间。

图 17: 四大高档白酒总收入增速



资料来源: 国信证券经济研究所

图 18: 原装葡萄酒进口增速仍远远快于国内增长



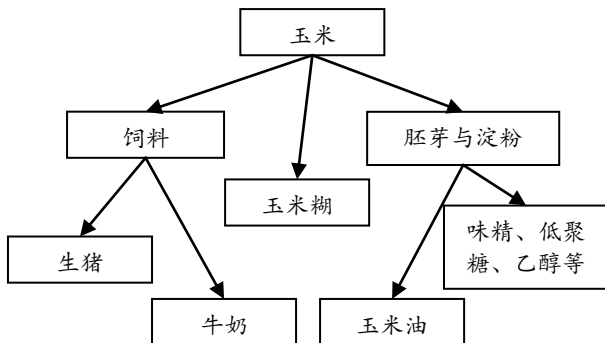
资料来源: 国信证券经济研究所

日用消费品: 目前处于成本高点

由于去年下半年和今年上半年的干旱使得今年玉米、稻谷等主要农产品面临减产, 国产玉米和稻谷价格有了比较显著的增长。长期来看, 民工荒会提高农民的预期收入, 增加农产品价格上涨的压力。今年玉米价格已经同比上涨了 20%。

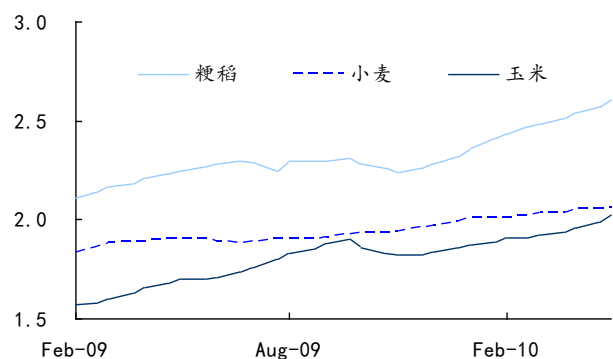
国产玉米年产值超过 3000 个亿, 是整个食品工业的主要原材料和成本来源。如果价格上涨 20%, 将会有 600 个亿的成本压力被传导到肉制品、奶制品、味精等下游产业上。另外, 大米、进口大麦等也在上涨, 使得上半年整个食品行业的产业压力比较大。

图 19: 玉米产业链关系



资料来源: 国信证券经济研究所

图 20: 主要农产品价格上涨出现明显上涨

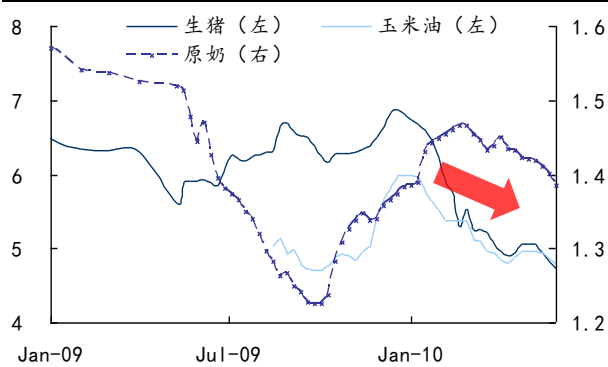


资料来源: 国信证券经济研究所

由于大宗消费品的定价能力相对偏弱, 使得下游产品的提价幅度低于成本上涨的幅度, 行业的盈利能力受到一定抑制。而且由于中国玉米价格远远高于国际市场价格, 使得下游还可能面临进口替代品的压力, 比如大包奶粉。

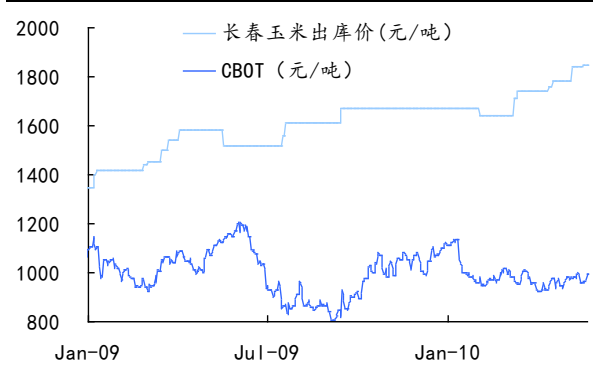
虽然, 下半年目前处于历史高位的玉米价格可能会产生一定回落。但养殖行业的长期周期, 使得存栏量在上半年的下滑, 可能会体现为下半年现有农牧产品的价格上涨。因此, 对于整个食品行业来看, 成本压力很可能在下半年继续。

图 21: 主要下游产品价格相对玉米价格比



资料来源: 国信证券经济研究所

图 22: 中国玉米价格远高于国际价格



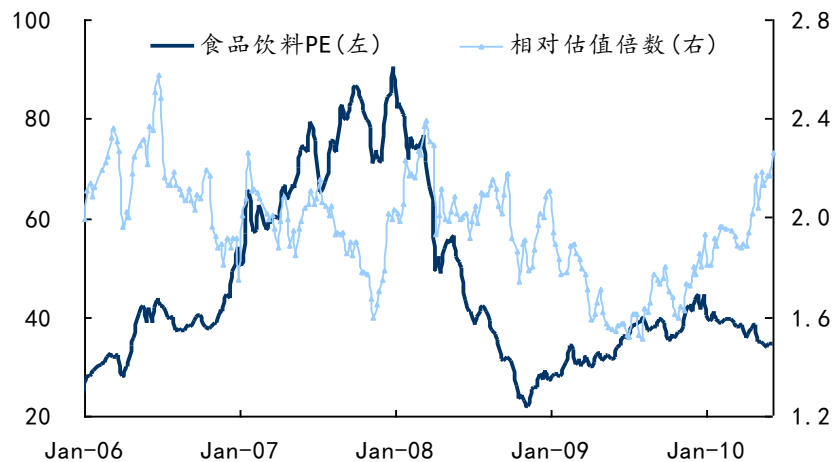
资料来源: 国信证券经济研究所

行业估值及投资建议

绝对估值水平处于低位

今年以来，由于周期性行业的股价和估值出现较大调整，使得食品饮料的相对估值水平出现一定上升，虽然主要龙头股票股价也有一定下调。尽管绝对估值处于低位，但由于中国未来 GDP 增速可能面临回落的压力，使得大盘的估值水平会逐步向发达资本市场靠拢。绝对估值水平中短期虽有反弹可能，但是空间有限，属于波段性机会

图 23: 食品饮料行业相对估值处于高位



资料来源: WIND 国信证券经济研究所

行业投资评级与策略建议

虽然行业相对估值水平不低，但是中国经济增长模式面临重大调整，内需消费型行业会受益于上述调整，而地产、银行等大市值行业增长空间并不明确。因此，我们继续维持对行业的“推荐”评级。对于行业有确定增长空间和趋势的“啤酒”、“葡萄酒”和“屠宰与肉制品”给与“推荐”评级；对于“白酒”，我们认为主要龙头企业有丰厚的业绩安全垫，不会受到经济周期的显著影响，维持“谨慎推荐”评级。“乳业”考

虑到成本的不断攀升和高人力成本的压力，给予“谨慎推荐”评级。

重点公司推荐

对于个股，我们重点推荐“双汇发展”、“贵州茅台”、“ST 南方”、“永安药业”。

双汇发展 (000895): 行业空间大 整体上市估值提升---推荐

推荐理由:

1. 肉制品行业龙头，具有较强的成本控制及定价能力；
2. 屠宰行业集中度较低，未来整合空间大，双汇具有龙头优势；
3. 中低端消费升级，低温肉制品消费量有望显著提升；
4. 集团整体上市，利润漏出停止，估值有向上修正空间。

股价催化剂:

1. 上半年生猪价格处于低位，公司利润会有较好增长；
2. 集团产能扩张较快，未来销量有望跨越式增长；
3. 整体上市草案可能会有向流通股东作进一步有利修正的可能。

盈利预测: 10-11EPS: 1.83/2.36 10-11PE: 28/22 倍 (不含整体上市)。

风险提示: 3 季度之后，生猪价格有较大上涨压力。

贵州茅台 (600519): 王者归来 业绩凯旋---推荐

推荐理由:

1. 公司经营保持强势地位，终端价格在淡季依然坚挺；
2. 茅台今年平均提价幅度在 15-20%，对业绩有相当支持；
3. 明年茅台销量有望出现较快放量；
4. 巨额预收账款，业绩释放空间较大。

股价催化剂:

1. 茅台管理层换届完成，经营理顺，有业绩释放动力；
2. 公司偏高的消费税征收水平，有望获得政府支持，向下修正，并促进业绩释放。

盈利预测: 10-11EPS: 5.99/8.00 10-11PE: 23/17 倍。

风险提示: 公司消费税征收水平调整的进度难以预计。

ST 南方 (000716): 处于拐点的健康消费企业---推荐*推荐理由:**

1. 芝麻糊主要消费者是中老年人, 符合社会老龄化趋势;
2. 公司固态产能释放, 未来有计划上液态芝麻糊项目, 拓宽消费群体, 市场可能会有较大增长;
3. 公司历史问题基本解决, 获得巨额资金, 解决了债务包袱;
4. 公司目前收入、市值较小, 市场空间大, 有较大增长空间。

股价催化剂:

1. 公司有增发动力, 有利于业绩释放;
2. 二季度会确认巨额投资收益, 未来天然气管网资产还有进一步确认投资收益空间。

盈利预测: 10-11EPS: 1.60/0.92 10-11PE: 5/9 倍。

风险提示: 大米成本上涨, 公司上半年盈利可能低于预期。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价 2010-5-31	2009	EPS		P/E		P/B			评级
				2010E	2011E	2009	2010E	2009	2010E	2011E	
贵州茅台	600519	131.88	4.57	5.99	8.00	29	22	8.60	0.00	0.00	推荐
五 粮 液	000858	24.86	0.85	1.51	1.72	29	16	6.61	0.00	0.00	推荐
泸州老窖	000568	29.14	1.20	1.25	1.60	24	23	9.56	0.00	0.00	谨慎推荐
燕京啤酒	000729	20.71	0.52	0.82	0.91	40	25	3.41	0.00	0.00	推荐
青岛啤酒	600600	34.55	0.93	1.43	1.73	37	24	5.68	0.00	0.00	谨慎推荐
张 裕 A	000869	75.99	2.14	2.81	3.57	36	27	13.19	0.00	0.00	推荐
双汇发展	000895	50.48	1.50	1.83	2.35	34	28	10.40	0.00	0.00	推荐

数据来源: 国信证券经济研究所

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研究团队(含联系人)

宏观			策略			交通运输		
周炳林	0755-82130638		崔 嵘	021-60933159		郑 武	0755- 82130422	
林松立	010-66026312		廖 喆	021-60933162		陈建生	0755- 82133766	
			黄学军	021-60933142		岳 鑫	0755- 82133766	
						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	
						李筱筠	010-66026326	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010- 66026308		孙菲菲	0755-82133400	
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	0755-82132098							
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	
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			固定收益		
李 然	010-66026322		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-60933152	
陈 健	010-66022025		李遵庆	0755-82130532		高 宇	0755- 82130876	
苏绍许	021-60933144					侯慧娣	021-60875161	
						张 旭	010-66026340	
						蔺晓熠	021-60933146	
						刘子宁	021-60933145	
指数与产品设计			投资基金			量化投资		
焦 健	0755-82133928		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
王军清	0755-82133297		彭怡萍	0755-82133528		董艺婷	021-60933155	
彭甘霖	0755-82133259		刘舒宇	0755-82133568		戴 军	0755-82133129	
阳 瑾	0755-82133538		康 亢	010-66026337		黄志文	0755-82133928	
周 琦	0755-82133568					秦国文	0755-82133528	
赵学昂	0755-66025232					林晓明	021-60933154	
						赵斯尘	021-60875174	
						程景佳	021-60933166	
						徐左乾	0755-82133090	

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 骥	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	