

东阿阿胶(000423.SZ)

战略调整带来短期业绩波动

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 46.17-46.76
 分析师 胡德军
 S0740511070005
 021-20315083
 hudj@r.qizq.com.cn
 2012年8月16日

基本状况

总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	654.02
市价(元)	38.19
市值(百万元)	24977.08
流通市值(百万元)	24977.08

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,463.7	2,758.8	2,838.7	3,524.8	4,289.8
营业收入增速	17.88%	11.98%	2.90%	24.17%	21.70%
净利润增长率	48.72%	47.05%	17.57%	21.52%	18.28%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.31	1.54	1.87	2.21
前次预测每股收益(元)	0.89	1.31	1.75	2.20	2.58
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	57.40	32.81	27.29	22.46	18.99
PEG	1.18	0.70	1.55	1.04	1.04
每股净资产(元)	4.19	5.24	6.47	8.04	9.96
每股现金流量	0.97	1.09	1.66	1.99	2.34
净资产收益率	21.22%	25.01%	23.77%	23.25%	22.22%
市净率	12.18	8.20	6.49	5.22	4.22
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

备注: 市场预测取 聚源一致预

股价与行业-市场走势对比



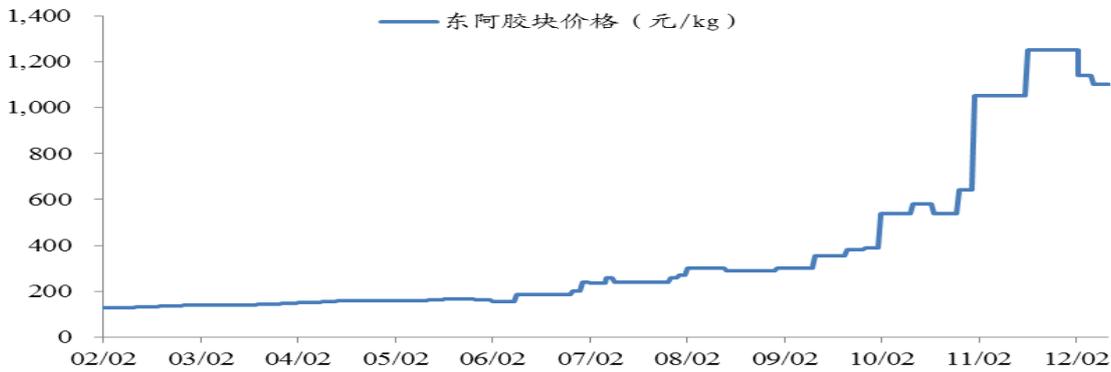
- 公司发布 2012 年业绩中报, 上半年公司实现收入和净利润分别为 11.49 亿元和 4.66 亿元, 同比增长分别为 -10.25% 和 3.66%, 上半年毛利率 71.81%, 比去年同期上升 8.7 个百分点, 对应 EPS 为 0.71 元; 数据表明公司业绩整体呈现放缓之势, 一方面主要为公司从 5 月份开始对阿胶块实行控货缘故, 阿胶块出货量大幅下降, 另一方面阿胶浆提价由于受到各地物价局备案因素的影响, 进程上低于我们之前预期;
- 从单季度看, 公司二季度实现营收和净利润分别为 4.35 亿元和 1.33 亿元, 同比增长分别为 -24.5% 和 -26.5%, 公司二季度业绩下滑主要由于公司主动控货清理渠道导致的阿胶块出货量大幅下降所致, 我们预计公司今年上半阿胶块销量低于 500 吨, 价格平均提升幅度应该在不超过 10%; 按照公司目前的规划, 四季度之前公司将根据市场状况酌情进行供货, 因此我们判断在二三季度阿胶块只有少量出货, 预计三季度极有可能复制二季度的销售情况;
- 但我们对阿胶块全年销售其实不必太悲观,
 - 首先: 阿胶销售具有很强的季节性, 在公司主动进行渠道清理的情况下, 四季度极有可能存在大幅放量的可能, 未来有两个重要的信息值得我们关注, 一是 9 月份以后各地经销商拿货的热情程度, 也就是走大货的频率; 第二是药店终端销售情况, 目前我们在终端看到的单店一周平均销售量约在 3-5 斤, 如果在四季度单店周销量超过 10 斤, 我们基本可以判断四季度销量恢复的可能性将非常大;
 - 其次我们看到目前阿胶整体已经开始呈现多元化之势, 今年阿胶原粉的销售一直保持高速增长态势, 全年销售肯定过亿, 作为阿胶的替代产品, 阿胶原粉优势表现为: 1、阿胶原粉在服用上省略了熬制和打粉的过程, 方便性优势非常明显; 2、通过改进剂型使得消费者在服用频率上也大幅提升、消费周期大幅缩短; 3、在消费群体上, 让更多青年人能够接受阿胶产品, 实现了消费群体快速扩张;

4、在价格上，由于阿胶原粉含水量只有 5%（通常阿胶块含水量接近 12%），从性价比上更高，因此作为礼品和调理产品更易于被现代人接受；

➤ 最后我们必须看到目前阿胶产业正在呈现两极分化的格局，以毒胶囊事件为主因的质量控制风险正在行业内蔓延，而消费者对产品品牌和质量的重视程度日益增加，因此以东阿为高端的产品在市场接受度，认可度均呈现出高出一筹的态势，根据我们对终端调研的结果，消费者对品牌的认知度远远大于阿胶本身产品对其的吸引力，也就是说在相同条件下，消费者更看重是品牌和品质，在这一点上，我们认为目前东阿在整个阿胶产业已经走在也行业的前列；

- 同时我们也看到今年阿胶浆提价的日程低于市场预期，作为医保药品，价格一直是受到严格的管制严格，虽然今年公司出厂价提价的可能性正在减少，但随着各地物价局审批的逐渐完成，预计 2013 年完成阿胶浆提价 30% 的可能性非常大；
- 我们认为 2012 年是公司一个调整年，在经历了 2006 到 2011 年的大幅提价之后，公司面临一个渠道库存积压以及竞争对手不断蚕食低端市场的局面，在这种情况下，公司及时调整战略，通过清理渠道库存，大力发展阿胶衍生产品系列，在企业发展上逐渐摆脱了单纯提价的简单模式，阿胶产业正逐步呈现出多元化增长的势头；
- 我们调整盈利预测，保守预计公司 2012-2014 年净利润分别为 10.07 亿元、12.23 亿元和 14.47 亿元，同比分别增长 17.57%、21.52%和 18.28%，对应 EPS 分别为 1.54 元、1.87 元和 2.21 元，和我们之前预期分别下调了 12%、15%和 14%，我们认为公司是一个极具品牌力和产品衍生能力的领袖型公司，短期公司战略调整不影响长期投资价值，继续给予“买入”评级，目标价为 46.17-46.76 元。
- 风险提示：阿胶块提价后带来的销售量下滑的风险，包括资源缺乏带来的驴皮供应不足，提价后消费支付能力不足以及竞争对手的降价带来的产品销量不畅等；国家药品价格政策以及医改可能带来的不可预测的调整风险；食品安全风险，包括阿胶假冒产品可能对公司产品带来的负面影响等；

图表 1: 阿胶块药材市场走势图



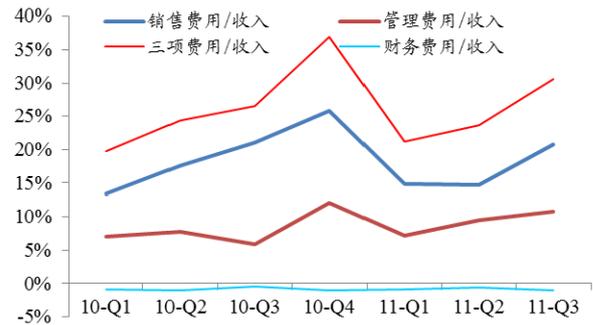
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司二季度营收和净利润同比分析



来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司二季度净利润同比分析



来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 键入图表的标题

项目	2010单季度数据				2011单季度数据				2012单季度数据		备注	备注
	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	11-Q4	12-Q1	12-Q2	12-2Q同比 增减	12-2Q环 比增减
(百万元)												
主营业务收入	636.2	607.5	532.8	687.3	704.4	575.6	582.9	895.9	713.8	434.90	(140.74)	(278.93)
增长率(同比)	59.2%	18.8%	-0.5%	8.7%	10.7%	-5.2%	9.4%	30.3%	1.3%	-24.45%		
增长率(环比)	0.6%	-4.5%	-12.3%	29.0%	2.5%	-18.3%	1.3%	53.7%	-20.3%	-39.08%		
营业成本	305.4	285.9	276.9	240.6	239.2	233.0	198.0	263.2	176.3	147.50	(85.47)	(28.83)
成本率	48.0%	47.1%	52.0%	35.0%	34.0%	40.5%	34.0%	29.4%	24.7%	33.92%	-6.56%	9.21%
主营毛利	330.7	321.5	255.9	446.7	465.2	342.7	384.9	632.7	537.5	287.40	(55.27)	(250.11)
毛利率	52.0%	52.9%	48.0%	65.0%	66.0%	59.5%	66.0%	70.6%	75.3%	66.08%	6.56%	-9.21%
增长率(同比)	86.6%	49.8%	6.2%	16.3%	40.6%	6.6%	50.4%	41.6%	15.5%	-16.13%		
增长率(环比)	-13.9%	-2.8%	-20.4%	74.5%	4.1%	-26.3%	12.3%	64.4%	-15.0%	-46.53%		
主营业务税金及附加	5.6	6.1	3.6	8.0	7.7	5.1	7.4	11.2	9.0	4.750	-0.36	-4.22
占销售收入百分比	0.9%	1.0%	0.7%	1.2%	1.1%	0.9%	1.3%	1.2%	1.3%	1.09%	0.00	-0.16%
主营业务利润	325.2	315.4	252.3	438.7	457.5	337.6	377.5	621.5	528.5	282.65	(54.91)	(245.89)
营业利润率	51.1%	51.9%	47.4%	63.8%	65.0%	58.6%	64.8%	69.4%	74.0%	64.99%	6.35%	-9.05%
销售费用	85.5	106.9	111.9	177.1	104.9	84.7	121.2	299.5	114.1	88.10	3.43	(25.99)
销售费用/收入	13.4%	17.6%	21.0%	25.8%	14.9%	14.7%	20.8%	33.4%	16.0%	20.26%	5.55%	4.27%
管理费用	44.9	47.1	31.6	83.7	51.0	54.7	63.0	62.3	44.6	57.72	3.03	13.12
管理费用/收入	7.1%	7.8%	5.9%	12.2%	7.2%	9.5%	10.8%	7.0%	6.2%	13.27%	3.77%	7.02%
财务费用	-5.2	-6.1	-2.2	-7.3	-6.4	-3.2	-6.3	-5.5	-2.7	-7.28	(4.04)	(4.54)
财务费用/收入	-0.8%	-1.0%	-0.4%	-1.1%	-0.9%	-0.6%	-1.1%	-0.6%	-0.4%	-1.67%	-1.11%	-1.29%
三项费用/收入	19.7%	24.3%	26.5%	36.9%	21.2%	23.6%	30.5%	39.8%	21.8%	31.85%	8.21%	10.01%
资产减值损失	0.0	0.0	-0.3	4.7	4.7	-0.9	0.0	-2.7	0.0	0.00	0.94	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.0	0.0	26.4	13.7	18.0	10.9	6.4	22.2	25.0	24.87	13.95	-0.16
营业利润	199.9	165.2	137.7	194.2	321.3	213.3	205.9	290.0	397.6	165.74	(47.56)	(231.87)
增长率(同比)	118.5%	65.7%	30.4%	11.6%	60.7%	29.2%	49.6%	49.3%	23.8%	-22.30%		
增长率(环比)	14.9%	-17.4%	-16.6%	41.1%	65.4%	-33.6%	-3.5%	40.8%	37.1%	-58.32%		
加: 营业外收入	1.2	0.7	0.9	2.9	0.6	0.6	2.6	13.3	0.4	0.49	(0.11)	0.04
减: 营业外支出	0.2	0.2	0.2	1.1	0.3	0.2	1.4	9.3	0.4	0.42	0.18	0.03
利润总额	201.0	165.7	138.4	196.0	321.6	213.7	207.1	294.0	397.7	165.8	(47.85)	(231.86)
增长率(同比)	119.2%	67.5%	30.3%	11.0%	60.0%	29.0%	49.6%	50.0%	23.7%	-22.40%		
增长率(环比)	13.8%	-17.6%	-16.5%	41.6%	64.1%	-33.6%	-3.1%	42.0%	35.3%	-58.30%		
所得税	30.8	25.0	20.8	30.4	49.9	29.8	39.8	46.6	61.1	29.58	-0.18	-31.55
实际税率(%)	15.3%	15.1%	15.0%	15.5%	15.5%	13.9%	19.2%	15.9%	15.4%	17.84%		2.47%
净利润	170.2	140.7	117.6	165.6	271.7	183.9	167.3	247.3	336.5	136.22	(47.67)	(200.30)
净利润率(%)	26.7%	23.2%	22.1%	24.1%	38.6%	31.9%	28.7%	27.6%	47.1%	31.32%	-0.62%	-15.82%
增长率(同比)	120.5%	64.4%	35.7%	5.1%	59.7%	30.7%	42.2%	49.3%	23.8%	-25.92%		
增长率(环比)	8.0%	-17.3%	-16.4%	40.8%	64.1%	-32.3%	-9.0%	47.9%	36.1%	-59.52%		
少数股东损益	3.2	2.6	2.7	3.4	2.9	3.2	3.9	4.1	3.4	3.4		
归属母公司所有者的净利润	167.0	138.1	114.9	162.2	268.9	180.7	163.4	243.2	333.2	132.79	(47.88)	(200.38)
增长率(同比)	119.9%	66.6%	38.3%	8.0%	61.0%	30.8%	42.2%	49.9%	23.9%	-26.50%		
增长率(环比)	11.2%	-17.3%	-16.8%	41.2%	65.7%	-32.8%	-9.6%	48.8%	37.0%	-60.14%		
摊薄每股收益(元)	0.26	0.21	0.18	0.25	0.41	0.28	0.25	0.37	0.51	0.20	(0.07)	(0.31)

来源: 齐鲁证券研究所

附表 1: 公司销售收入盈利预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	2,090	2,464	2,759	2,839	3,525	4,290
增长率	23.97%	17.9%	12.0%	2.9%	24.2%	21.7%
营业成本	-1,069	-1,109	-933	-821	-1,037	-1,295
%销售收入	51.2%	45.0%	33.8%	28.9%	29.4%	30.2%
毛利	1,021	1,355	1,825	2,018	2,488	2,994
%销售收入	48.8%	55.0%	66.2%	71.1%	70.6%	69.8%
营业税金及附加	-18	-23	-31	-30	-39	-47
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-379	-482	-610	-628	-780	-949
%销售收入	18.1%	19.5%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
管理费用	-177	-207	-231	-238	-296	-360
%销售收入	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	447	643	953	1,122	1,373	1,639
%销售收入	21.4%	26.1%	34.5%	39.5%	39.0%	38.2%
财务费用	16	21	21	20	24	26
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	0	-7	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	40	57	57	57	57
%税前利润	1.3%	5.7%	5.5%	4.8%	3.9%	3.3%
营业利润	470	697	1,031	1,198	1,454	1,721
营业利润率	22.5%	28.3%	37.4%	42.2%	41.2%	40.1%
营业外收支	3	4	6	5	5	5
税前利润	473	701	1,036	1,202	1,459	1,726
利润率	22.6%	28.5%	37.6%	42.4%	41.4%	40.2%
所得税	-66	-107	-166	-182	-221	-264
所得税率	14.0%	15.3%	16.0%	15.1%	15.1%	15.3%
净利润	406	594	870	1,021	1,238	1,462
少数股东损益	15	12	14	14	15	15
归属于母公司的净利润	392	582	856	1,007	1,223	1,447
净利率	18.7%	23.6%	31.0%	35.5%	34.7%	33.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	406	594	870	1,021	1,238	1,462
少数股东损益	0	0	0	14	15	15
非现金支出	44	55	49	57	61	67
非经营收益	-23	-60	-45	-62	-62	-62
营运资金变动	384	47	-165	67	62	62
经营活动现金净流	812	636	710	1,097	1,314	1,543
资本开支	120	136	217	95	92	97
投资	-19	-1,149	-27	0	0	0
其他	5	26	57	57	57	57
投资活动现金净流	-135	-1,259	-186	-38	-35	-39
股权募资	724	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	50	0	0	0
其他	-127	-217	-204	-23	-196	-196
筹资活动现金净流	597	-217	-154	-23	-196	-196
现金净流量	1,274	-840	369	1,036	1,083	1,307

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,982	1,133	1,503	2,524	3,593	4,885
应收款项	180	205	133	194	234	287
存货	204	194	311	185	241	307
其他流动资产	89	970	1,334	1,301	1,316	1,334
流动资产	2,455	2,502	3,281	4,205	5,384	6,814
%总资产	78.3%	69.5%	77.6%	81.0%	84.0%	86.6%
长期投资	124	427	162	162	162	162
固定资产	393	484	582	621	650	680
%总资产	12.5%	13.5%	13.8%	12.0%	10.1%	8.6%
无形资产	129	131	151	155	161	166
非流动资产	680	1,096	946	989	1,024	1,059
%总资产	21.7%	30.5%	22.4%	19.0%	16.0%	13.4%
资产总计	3,135	3,598	4,226	5,194	6,409	7,872
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	455	550	474	461	587	732
其他流动负债	167	169	211	367	414	467
流动负债	622	719	685	828	1,001	1,199
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	62	66	66	66	66
负债	667	780	751	894	1,067	1,265
普通股股东权益	2,398	2,743	3,424	4,234	5,261	6,512
少数股东权益	70	74	51	65	80	95
负债股东权益合计	3,135	3,598	4,226	5,194	6,409	7,872

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.599	0.890	1.309	1.539	1.870	2.212
每股净资产 (元)	3.667	4.195	5.235	6.474	8.045	9.957
每股经营现金净流 (元)	1.242	0.972	1.085	1.656	1.987	2.336
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	16.32%	21.22%	25.01%	23.77%	23.25%	22.22%
总资产收益率	12.49%	16.18%	20.26%	19.38%	19.09%	18.38%
投入资本收益率	106.15%	43.31%	44.10%	58.88%	73.29%	88.78%
增长率						
营业总收入增长率	23.97%	17.88%	11.98%	2.90%	24.17%	21.70%
EBIT增长率	34.28%	43.74%	48.21%	17.73%	22.42%	19.35%
净利润增长率	36.39%	48.72%	47.05%	17.57%	21.52%	18.28%
总资产增长率	65.60%	14.76%	17.47%	22.89%	23.39%	22.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.5	18.7	12.2	14.4	13.7	13.9
存货周转天数	67.3	65.4	98.7	82.4	85.0	86.4
应付账款周转天数	43.7	58.1	59.7	49.9	52.9	55.2
固定资产周转天数	58.8	55.7	57.6	61.0	49.5	40.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.31%	-40.22%	-43.24%	-58.71%	-67.27%	-73.94%
EBIT利息保障倍数	-27.4	-30.8	-44.4	-57.0	-56.9	-64.2
资产负债率	21.28%	21.69%	17.78%	17.22%	16.65%	16.08%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1: 财务预测简表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
阿胶及系列						
销售收入	1,262.00	1,801.51	2,289.41	2,748.10	3,404.73	4,163.72
增长率 (YOY)	20.06%	42.75%	27.08%	20.04%	23.89%	22.29%
毛利率	66.94%	67.77%	70.83%	69.17%	69.47%	68.84%
销售成本	417.22	580.63	667.82	847.29	1,039.44	1,297.55
增长率 (YOY)	12.22%	39.17%	15.02%	26.87%	22.68%	24.83%
毛利	844.78	1,220.88	1,621.59	1,900.81	2,365.29	2,866.16
增长率 (YOY)	24.35%	44.52%	32.82%	17.22%	24.44%	21.18%
占总销售额比重	63.99%	73.37%	84.67%	96.81%	96.59%	97.06%
占主营业务利润比重	78.56%	80.99%	89.95%	94.20%	95.08%	95.72%
医疗器械						
销售收入	75.47	78.36	89.22	93.68	98.37	103.28
增长率 (YOY)	53.39%	3.83%	13.86%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	52.50%	49.41%	41.42%	46.91%	43.93%	43.03%
销售成本	35.85	39.64	52.27	49.73	55.16	58.84
增长率 (YOY)	36.94%	10.57%	31.85%	-4.85%	10.91%	6.68%
毛利	39.62	38.72	36.95	43.95	43.21	44.44
增长率 (YOY)	72.11%	-2.27%	-4.56%	18.93%	-1.68%	2.86%
占总销售额比重	3.83%	3.19%	3.30%	3.30%	2.79%	2.41%
占主营业务利润比重	3.68%	2.57%	2.05%	2.18%	1.74%	1.48%
药用辅料						
销售收入	53.15	58.21	56.80	59.64	62.62	65.75
增长率 (YOY)	-2.60%	9.52%	-2.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.07%	13.94%	18.94%	17.05%	16.92%	17.86%
销售成本	40.89	50.10	46.04	49.47	52.02	54.01
增长率 (YOY)	-6.73%	22.51%	-8.09%	7.45%	5.16%	3.82%
毛利	12.26	8.11	10.76	10.17	10.60	11.74
增长率 (YOY)	14.26%	-33.81%	32.58%	-5.48%	4.22%	10.80%
占总销售额比重	2.69%	2.37%	2.10%	2.10%	1.78%	1.53%
占主营业务利润比重	1.14%	0.54%	0.60%	0.50%	0.43%	0.39%
销售收入 (百万元)						
销售收入	797.64	755.05	577.49	249.40	274.34	288.06
增长率 (YOY)	22.49%	-5.34%	-23.52%	-56.81%	10.00%	5.00%
毛利率	22.07%	31.45%	22.30%	23.25%	23.25%	23.25%
销售成本	621.60	517.55	448.73	191.42	210.56	221.09
增长率 (YOY)	7.20%	-16.74%	-13.30%	-57.34%	10.00%	5.00%
毛利	176.04	237.50	128.76	57.99	63.78	66.97
增长率 (YOY)	146.62%	34.91%	-45.79%	-54.97%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	40.44%	30.75%	21.36%	8.79%	7.78%	6.71%
占主营业务利润比重	16.37%	15.76%	7.14%	2.87%	2.56%	2.24%
内部抵消						
销售收入	-216.08	-237.91	-309.00	-312.09	-315.21	-330.97
增长率 (YOY)	0.73%	10.10%	29.88%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利率	-1.25%	-0.92%	-1.55%	-1.55%	-1.55%	-1.55%
销售成本	-218.78	-240.09	-313.79	-316.93	-320.10	-336.10
增长率 (YOY)	-2.77%	9.74%	30.70%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利	2.70	2.18	4.79	4.84	4.89	5.13
增长率 (YOY)	-74.29%	-19.26%	119.70%	1.00%	1.00%	5.00%
占总销售额比重	-10.96%	-9.69%	-11.43%	-10.99%	-8.94%	-7.72%
占主营业务利润比重	0.25%	0.14%	0.27%	0.24%	0.20%	0.17%
销售收入小计	1972.18	2455.22	2703.92	2838.74	3524.85	4289.84
销售成本小计	896.78	947.82	901.07	820.98	1037.08	1295.39
毛利	1075.40	1507.40	1802.85	2017.76	2487.77	2994.45
平均毛利率	54.53%	61.40%	66.68%	71.08%	70.58%	69.80%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。