

力帆股份 (601777. SH)

追求精益化、可持续的增长

评级: 持有 **前次:**
目标价 (元): 7-8
 分析师 分析师
 白宇 刘江啸
 S0740511110001 S0740510120006
 021-20315193 021-20315167
 baiyu@r.qlzq.com.cn liujx@r.qlzq.com.cn
 2012年10月7日

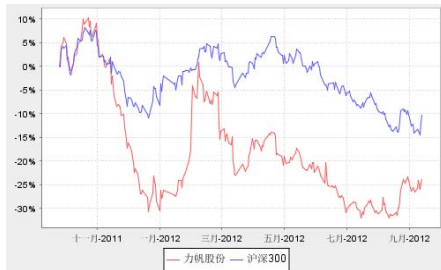
基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 951.45 |
| 流通股本(百万股) | 326.60 |
| 市价(元) | 6.95 |
| 市值(百万元) | 6612.54 |
| 流通市值(百万元) | 2269.90 |

业绩预测

| 指标 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.40 | 0.41 | 0.47 | 0.53 | 0.65 |
| 净利润增长率 | 25.25% | 2.19% | 14.93% | 11.50% | 24.41% |
| 前次预测每股收益 (元) | | | | | |
| 市盈率 (倍) | 35.03 | 16.43 | 14.23 | 12.77 | 10.26 |
| PEG | 1.39 | 7.51 | 0.95 | 1.11 | 0.42 |
| 每股净资产 (元) | 4.96 | 5.01 | 5.28 | 5.81 | 6.46 |
| 每股现金流量 | 0.18 | 0.15 | 1.23 | 1.08 | 1.33 |
| 净资产收益率 | 8.10% | 8.19% | 8.93% | 9.05% | 10.12% |
| 市净率 | 2.84 | 1.35 | 1.27 | 1.16 | 1.04 |
| 总股本 (百万股) | 951.45 | 951.45 | 951.45 | 951.45 | 951.45 |

股价与行业-市场走势对比



备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司目前业务主要有三大块构成：乘用车、摩托车、通用动力产品，2012年这三项业务毛利占比预计分别为：60%、37%、3%。摩托车行业已经进入衰退期，公司主要希望通过提升产品结构来保证稳定的利润增长；通机业务市场增长空间好于摩托车但也已经成为众多摩托车企业的转型主攻方向，竞争较为激烈。因此，公司的主要成长依赖于乘用车业务。
- 合理消化乘用车产能投放，减少其对盈利能力的冲击。上市后公司处于较快的产能投放周期，目前公司固定资产账面净值和在建工程账面净值基本相当，未来几年公司固定资产面临较大的增长压力，因此虽然公司产品销量及结构不断提升但毛利率提升将受到一定程度的限制。
- 主打 10 万元以下产品市场，在扩张上更注重产品品质和用户口碑，不单纯追求销量增长。公司目前有 4 款乘用车产品，覆盖了 A0 至 SUV 的产品区间，但是销量主力是低端 A0 级的 320 和中端产品 620，这两款产品的性价比优势明显，随着新产能的投放，销量仍有上升的空间。在新产品推出上，公司采取了更加稳健的铺货速度，个别新产品基本上属于“试销”，在小范围内推广获取用户反馈并进行改善。
- 公司一直将海外发展中国家市场作为其乘用车业务成长的重要依托。目前公司海外汽车出口占比已经接近 40% 左右。主要市场为：俄罗斯、乌拉圭、埃塞俄比亚。公司出口能力强劲：早期通过聘请职业经理人来拓展海外业务，成功的为其摩托车业务打开了东南亚等增长迅速的海外市场。历经十几年的磨练，公司的出口业务部门已经培养了一批优秀的业务人员，成为公司核心竞争力之一，这也是其乘用车拓展海外市场重要依托。
- 投资策略。我们预计公司 2012-2014 年营收分别为：89、101、119 亿；净利润分别为：4.4、4.9、6.0 亿元；对应 EPS 分别为 0.47、0.53、0.66 元。我们首次覆盖公司，给予“持有”评级。

内容目录

| | |
|------------------------------|-------|
| 乘用车业务：追求精益化、可持续的增长 | - 2 - |
| 合理消化产能投放，减少其对盈利能力的冲击 | - 2 - |
| 销售网络建设以提高单店能力为主，不盲目扩张 | - 3 - |
| 未来产品推出仍将围绕 10 万元以下产品展开 | - 3 - |
| 海外市场部分保障成长 | - 4 - |
| 投资策略 | - 4 - |

乘用车业务：追求精益化、可持续的增长

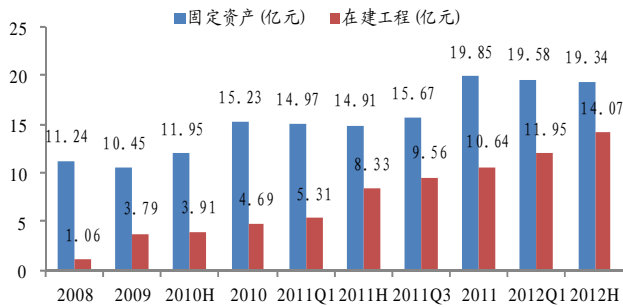
合理消化产能投放，减少其对盈利能力的冲击

- 公司乘用车产能一直不足，目前只有重庆鸳鸯一期的生产基地约 5 万台左右产能，多种产品共线生产。公司以利润最大化、客户满意度提升为原则调配各种产品生产，例如公司目前的低端产品 320 市场需求仍然较大，但是由于盈利较低，公司放弃了部分需求，以保障高端产品 620、720、X6 等车型的生产。
- 上市后公司加快了产能建设的步伐，鸳鸯二期生产基地的建设已经在试生产的过程当中，预计明年能够投放 5 万辆左右的产能。同时，公司在重庆鱼嘴也规划了 10 万台乘用车产能建设计划，目前预计在 2014 年后开始投放。
- 作为乘用车行业的新军，公司生产能力有较大的提升空间，但在经济前景不明的情况下，作为民营企业的公司投资活动谨慎度较高，如行业及公司产品需求出现较大下滑，公司固定资产释放也将放缓。
- 目前公司固定资产账面净值和在建工程账面净值基本相当，我们认为公司目前主要固定资产、在建工程账面净值基本为乘用车业务，未来几年公司固定资产面临较大的增长压力，因此虽然公司产品销量及结构不断提升但毛利率提升将受到一定程度的限制。

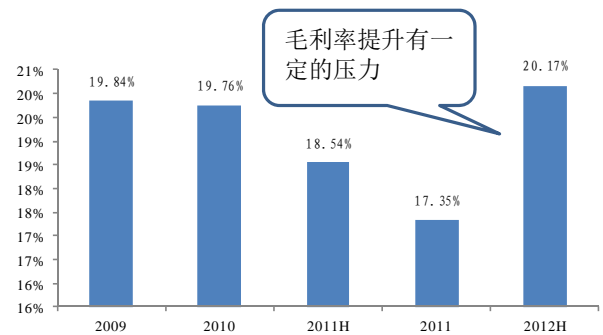
图表 1：公司生产能力建设规划

| | | 产能规划 |
|-------------|----------|---|
| 乘 用 车 | 鸳鸯 一期 | 目前主要生产基地，设计产能两班 5 万台左右 |
| | 鸳鸯 二期 | 目前试生产阶段，预计 2013 年完全投放，设计产能两班 5 万台左右 |
| | 鱼嘴 | 目前设计计划当中，预计 2014 年投产、设计产能 10 万台，是未来乘用车的主要生产基地 |
| 微 车 | 壁山 一期 | 目前产能 3 万台左右 |
| | 壁山 二期 | 设计产能 15 万台，预计 2013 年开始试生产 |

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 公司在建工程规模大, 增长快


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司毛利率近几年的变化


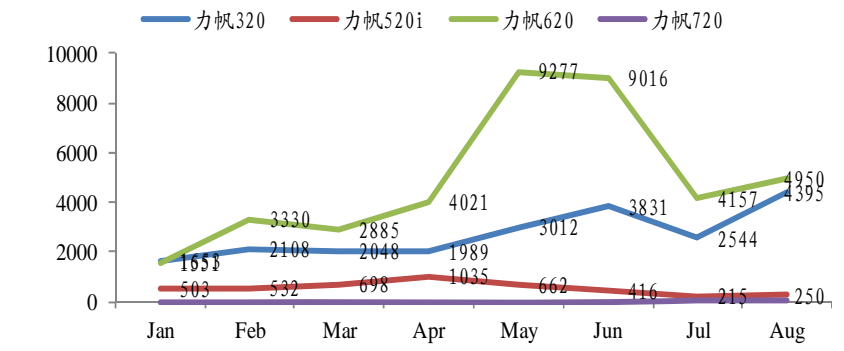
来源: 齐鲁证券研究所

销售网络建设以提高单店能力为主, 不盲目扩张

- 公司目前拥有一级销售网点 200 家左右、二级销售网点 600 家左右、服务店 100 家左右。由于公司销售网络主要布局于二三线城市, 因此 4S 店在总销售网点中占比并不是很高, 单纯的 2S 或者销售网点占了较大的比重。
- 公司今年预计新增销售网点 100 家左右, 在行业下行过程当中, 保持稳定的扩张速度, 其次公司今年经销网点主要以升级过去的二级经销商至一级经销商、扩大 4S 店的占比为主要工作重点, 公司藉此希望提升营销网络中的单店销售能力, 在质上提高公司销售水平。
- 公司在网络扩张上充分考虑经销商的经营状况, 在库存管理、经销商回款速度、同一地区经销商数量等各个方面上都尽量照顾经销商的利益。公司有专门的经销商委员会, 可以充分反映经销商各方面的意见。从目前的状况来看, 公司经销商的招募仍然保持了较好的情况。

未来产品推出仍将围绕 10 万元以下产品展开

- 公司目前有 4 款乘用车产品, 覆盖了 A0 至 SUV 的产品区间, 但是销量主力是低端 A0 级的 320 和中端产品 620, 这两款产品的性价比优势明显, 随着新产能的投放, 销量仍有上升的空间。
- 公司今年下半年开始推出了 A+级别的 720 产品以及 SUV 产品 X60。720 产品目前基本仍处于铺货阶段, 这款产品是 620 等产品的延伸, 价格比 620 高了 1 万左右, 主要竞争力在空间上。X60 公司采取了更加稳健的铺货速度, 基本上属于“试销”阶段, 在小范围内推广获取用户反馈并进行改善。
- 公司认为目前自主品牌的竞争优势仍将是在 10 万元以下的经济型轿车上, 因此未来产品推出仍将围绕这个价格段。下一个有可能的产品是价格接近 10 万元的 B 级车。

图表 4: 公司主要产品销量


来源: 齐鲁证券研究所

海外市场部分保障成长

- 公司一直将海外发展中国家市场作为其乘用车业务成长的重要依托。目前公司海外汽车出口占比已经接近 40%左右。目前主要市场为: 俄罗斯、乌拉圭、埃塞俄比亚。
 - 公司目前在俄罗斯建有一家 CKD 工厂, 销量超过 1 万辆。公司过去采用的是传统的代理经销模式, 但今年以来公司收回了部分代理权开始自己建立经销网络, 藉此来解决经销商销售能力不强的问题。
 - 公司在埃塞俄比亚拥有一家 CKD 工厂, 虽然目前埃塞俄比亚市场仍然较小 (数量约在 1000 台左右), 但由于竞争产品较少, 公司产品竞争力较强, 并且价格、盈利能力等方面均有很强保障。
 - 公司已经计划在乌拉圭新建一家 CKD 工厂, 设计产能 5 万辆, 规模较大, 目标除去乌拉圭市场外更为重要的是绕过巴西的汽车贸易壁垒而低价进入巴西市场。
- 我们认为公司出口能力强劲: 公司早期通过聘请职业经理人来拓展海外业务, 成功的为其摩托车业务打开了东南亚等增长迅速的海外市场。历经十几年的磨练, 公司的出口业务部门已经培养了一批优秀的业务人员, 成为公司核心竞争力之一, 这也是其乘用车拓展海外市场重要依托。

投资策略

- 公司目前业务主要有三大块构成: 乘用车、摩托车、通用动力产品。摩托车行业整体增长有限, 公司主要希望通过提升产品结构来保证稳定的利润增长; 通机业务市场增长空间好于摩托车但也已经成为众多摩托车企业的转型主攻方向, 竞争较为激烈。因此, 公司的主要成长依赖于乘用车业务。
- 从目前的情况来看, 公司乘用车业务仍然处于起步阶段, 虽然有了一定的规模但是仍然有较大的经营风险。面对已然降速的汽车市场, 公司希望采取稳定的发展方式, 积累经验, 在提升产品品质及客户口碑上多下功夫, 同时保持适度的利润增长。面对日趋激烈的汽车市场, 我们认为公司目前的首要任务是活下去, 而二三线城市多样的客户需求以及发展中国家出口市场是公司活下去的主要保障。
- 我们预计公司 2012-2014 年营收分别为: 89、101、119 亿; 净利润分

别为：4.4、4.9、6.0 亿元；对应 EPS 分别为 0.47、0.53、0.66 元。我们首次覆盖公司，给予“持有”评级。

图表 5: 分业务预测

| 项 目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| 乘用车 | | | | | |
| 销售数量 (件) | 66,205.00 | 116,586.00 | 130,000.00 | 150,000.00 | 180,000.00 |
| 增长率 (YOY) | 58.77% | 76.10% | 11.51% | 15.38% | 20.00% |
| 销售收入 | 2,590.18 | 4,736.00 | 5,590.00 | 6,750.00 | 8,640.00 |
| 增长率 (YOY) | 27.80% | 82.84% | 18.03% | 20.75% | 28.00% |
| 毛利率 | 19.76% | 17.35% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 销售成本 | 2,078.28 | 3,914.48 | 4,472.00 | 5,400.00 | 6,912.00 |
| 增长率 (YOY) | 27.93% | 88.35% | 14.24% | 20.75% | 28.00% |
| 毛利 | 511.89 | 821.52 | 1,118.00 | 1,350.00 | 1,728.00 |
| 增长率 (YOY) | 27.31% | 60.49% | 36.09% | 20.75% | 28.00% |
| 占总销售额比重 | 38.26% | 54.87% | 62.54% | 66.85% | 72.13% |
| 占主营业务利润比重 | 41.38% | 58.38% | 66.44% | 70.50% | 75.39% |
| 摩托车发动机及配件 | | | | | |
| 销售数量 (件) | 1,191,169.00 | 1,135,934.00 | 795,153.80 | 755,396.11 | 717,626.30 |
| 增长率 (YOY) | 7.31% | -4.64% | -30.00% | -5.00% | -5.00% |
| 销售收入 | 1,082.36 | 1,028.78 | 763.35 | 740.29 | 717.63 |
| 增长率 (YOY) | 14.44% | -4.95% | -25.80% | -3.02% | -3.06% |
| 毛利率 | 14.51% | 12.24% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 销售成本 | 925.33 | 902.90 | 664.11 | 644.05 | 624.33 |
| 增长率 (YOY) | 12.64% | -2.42% | -26.45% | -3.02% | -3.06% |
| 毛利 | 157.02 | 125.87 | 99.24 | 96.24 | 93.29 |
| 增长率 (YOY) | 26.35% | -19.84% | -21.16% | -3.02% | -3.06% |
| 占总销售额比重 | 15.99% | 11.92% | 8.54% | 7.33% | 5.99% |
| 占主营业务利润比重 | 12.69% | 8.94% | 5.90% | 5.03% | 4.07% |
| 摩托车整车及配件 | | | | | |
| 销售数量 (件) | 816,938.00 | 797,910.00 | 638,328.00 | 606,411.60 | 576,091.02 |
| 增长率 (YOY) | 23.72% | -2.33% | -20.00% | -5.00% | -5.00% |
| 销售收入 | 2,430.62 | 2,522.26 | 2,297.98 | 2,304.36 | 2,304.36 |
| 增长率 (YOY) | 23.69% | 3.77% | -8.89% | 0.28% | 0.00% |
| 毛利率 | 18.99% | 16.34% | 18.50% | 18.50% | 18.50% |
| 销售成本 | 1,969.15 | 2,110.01 | 1,872.85 | 1,878.06 | 1,878.06 |
| 增长率 (YOY) | 26.09% | 7.15% | -11.24% | 0.28% | 0.00% |
| 毛利 | 461.47 | 412.25 | 425.13 | 426.31 | 426.31 |
| 增长率 (YOY) | 14.39% | -10.67% | 3.12% | 0.28% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | 35.90% | 29.22% | 25.71% | 22.82% | 19.24% |
| 占主营业务利润比重 | 37.31% | 29.29% | 25.27% | 22.26% | 18.60% |
| 内燃机及配件 | | | | | |
| 销售数量 (件) | 472,464.00 | 403,619.00 | 383,438.05 | 402,609.95 | 422,740.45 |
| 增长率 (YOY) | 15.85% | -14.57% | -5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 销售收入 | 330.25 | 288.65 | 287.58 | 301.96 | 317.06 |
| 增长率 (YOY) | 11.92% | -12.59% | -0.37% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 16.96% | 13.08% | 14.00% | 14.00% | 14.00% |
| 销售成本 | 274.25 | 250.89 | 247.32 | 259.68 | 272.67 |
| 增长率 (YOY) | 16.31% | -8.52% | -1.43% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利 | 55.99 | 37.76 | 40.26 | 42.27 | 44.39 |
| 增长率 (YOY) | -5.54% | -32.57% | 6.62% | 5.00% | 5.00% |
| 占总销售额比重 | 4.88% | 3.34% | 3.22% | 2.99% | 2.65% |
| 占主营业务利润比重 | 4.53% | 2.68% | 2.39% | 2.21% | 1.94% |
| 销售收入小计 | 6770.40 | 8630.69 | 8938.91 | 10096.61 | 11979.05 |
| 销售成本小计 | 5533.47 | 7223.39 | 7256.28 | 8181.79 | 9687.06 |
| 毛利 | 1236.93 | 1407.30 | 1682.62 | 1914.82 | 2291.99 |
| 平均毛利率 | 18.27% | 16.31% | 18.82% | 18.96% | 19.13% |

来源：齐鲁证券研究所

图表 6: 三张表预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业总收入 | 5,329 | 6,771 | 8,630 | 8,939 | 10,097 | 11,979 | 货币资金 | 1,674 | 4,458 | 2,918 | 3,375 | 2,764 | 2,588 |
| 增长率 | -13.33% | 27.0% | 27.5% | 3.6% | 13.0% | 18.6% | 应收账款 | 1,178 | 1,791 | 2,117 | 1,993 | 2,251 | 2,671 |
| 营业成本 | -4,315 | -5,522 | -7,221 | -7,256 | -8,182 | -9,687 | 存货 | 723 | 863 | 1,186 | 1,029 | 1,161 | 1,374 |
| %销售收入 | 81.0% | 81.6% | 83.7% | 81.2% | 81.0% | 80.9% | 其他流动资产 | 153 | 210 | 257 | 258 | 289 | 339 |
| 毛利 | 1,014 | 1,249 | 1,409 | 1,683 | 1,915 | 2,292 | 流动资产 | 3,728 | 7,322 | 6,478 | 6,656 | 6,465 | 6,972 |
| %销售收入 | 19.0% | 18.4% | 16.3% | 18.8% | 19.0% | 19.1% | %总资产 | 63.7% | 72.1% | 60.0% | 56.3% | 51.2% | 49.6% |
| 营业税金及附加 | -108 | -109 | -150 | -155 | -176 | -208 | 长期投资 | 278 | 278 | 290 | 290 | 290 | 290 |
| %销售收入 | 2.0% | 1.6% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 固定资产 | 1,425 | 1,992 | 3,050 | 3,841 | 4,768 | 5,621 |
| 营业费用 | -278 | -343 | -436 | -501 | -565 | -671 | %总资产 | 24.3% | 19.6% | 28.3% | 32.5% | 37.7% | 40.0% |
| %销售收入 | 5.2% | 5.1% | 5.1% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 无形资产 | 411 | 440 | 836 | 908 | 978 | 1,045 |
| 管理费用 | -235 | -271 | -408 | -447 | -505 | -599 | 非流动资产 | 2,128 | 2,828 | 4,311 | 5,174 | 6,171 | 7,092 |
| %销售收入 | 4.4% | 4.0% | 4.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | %总资产 | 36.3% | 27.9% | 40.0% | 43.7% | 48.8% | 50.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 393 | 526 | 414 | 580 | 669 | 814 | 资产总计 | 5,855 | 10,149 | 10,789 | 11,830 | 12,635 | 14,064 |
| %销售收入 | 7.4% | 7.8% | 4.8% | 6.5% | 6.6% | 6.8% | 短期借款 | 709 | 815 | 1,523 | 120 | 120 | 120 |
| 财务费用 | -52 | -96 | -85 | -83 | -115 | -124 | 应付款项 | 2,519 | 3,250 | 3,864 | 3,969 | 4,476 | 5,302 |
| %销售收入 | 1.0% | 1.4% | 1.0% | 0.9% | 1.1% | 1.0% | 其他流动负债 | 78 | 48 | 7 | 197 | 7 | 7 |
| 资产减值损失 | -4 | -8 | -23 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 3,306 | 4,113 | 5,394 | 4,286 | 4,603 | 5,428 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 14 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 780 | 1,244 | 406 | 406 | 406 | 406 |
| 投资收益 | 10 | 10 | 15 | 20 | 20 | 20 | 其他长期负债 | 18 | 20 | 26 | 1,926 | 1,926 | 1,926 |
| %税前利润 | 2.9% | 2.3% | 3.5% | 3.9% | 3.5% | 2.8% | 负债 | 4,104 | 5,377 | 5,826 | 6,618 | 6,935 | 7,760 |
| 营业利润 | 347 | 432 | 335 | 516 | 574 | 710 | 普通股股东权益 | 1,746 | 4,718 | 4,767 | 5,025 | 5,525 | 6,147 |
| 营业利润率 | 6.5% | 6.4% | 3.9% | 5.8% | 5.7% | 5.9% | 少数股东权益 | 5 | 55 | 197 | 187 | 175 | 156 |
| 营业外收支 | 0 | 11 | 106 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 5,855 | 10,149 | 10,789 | 11,830 | 12,635 | 14,064 |
| 税前利润 | 347 | 443 | 441 | 516 | 574 | 710 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 6.5% | 6.5% | 5.1% | 5.8% | 5.7% | 5.9% | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 所得税 | -46 | -63 | -66 | -77 | -86 | -106 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 13.2% | 14.2% | 14.9% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股收益(元) | 0.406 | 0.401 | 0.410 | 0.471 | 0.526 | 0.654 |
| 净利润 | 301 | 380 | 375 | 439 | 488 | 603 | 每股净资产(元) | 2.324 | 4.958 | 5.010 | 5.281 | 5.807 | 6.461 |
| 少数股东损益 | -3 | -2 | -15 | -10 | -12 | -19 | 每股经营现金净流(元) | 0.667 | 0.182 | 0.151 | 1.227 | 1.076 | 1.334 |
| 归属于母公司的净利润 | 305 | 382 | 390 | 449 | 500 | 622 | 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.200 | 0.200 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 5.7% | 5.6% | 4.5% | 5.0% | 5.0% | 5.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 17.46% | 8.10% | 8.19% | 8.93% | 9.05% | 10.12% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 5.21% | 3.76% | 3.62% | 3.79% | 3.96% | 4.42% |
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 投入资本收益率 | 26.40% | 21.48% | 9.59% | 12.42% | 11.22% | 11.83% |
| 净利润 | 301 | 380 | 375 | 439 | 488 | 603 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | -10 | -12 | -19 | 营业总收入增长率 | -13.33% | 27.05% | 27.46% | 3.58% | 12.95% | 18.64% |
| 非现金支出 | 107 | 128 | 210 | 237 | 303 | 379 | EBIT增长率 | 18.85% | 33.70% | -21.20% | 39.89% | 15.41% | 21.66% |
| 非经营收益 | 22 | 50 | 6 | 107 | 145 | 145 | 净利润增长率 | 53.03% | 25.25% | 2.19% | 14.93% | 11.50% | 24.41% |
| 营运资金变动 | 71 | -385 | -448 | 384 | 87 | 142 | 总资产增长率 | 15.02% | 73.34% | 6.30% | 9.65% | 6.81% | 11.31% |
| 经营活动现金净流 | 501 | 173 | 143 | 1,157 | 1,012 | 1,251 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | 290 | 529 | 1,300 | 1,100 | 1,300 | 1,300 | 应收账款周转天数 | 53.0 | 47.5 | 49.3 | 49.3 | 49.3 | 49.3 |
| 投资 | -313 | 0 | -10 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 62.8 | 52.4 | 51.8 | 51.8 | 51.8 | 51.8 |
| 其他 | 30 | 33 | 49 | 20 | 20 | 20 | 应付账款周转天数 | 94.4 | 96.6 | 82.6 | 82.6 | 82.6 | 82.6 |
| 投资活动现金净流 | -573 | -496 | -1,260 | -1,080 | -1,280 | -1,280 | 固定资产周转天数 | 74.3 | 69.2 | 74.2 | 89.1 | 95.4 | 95.4 |
| 股权募资 | 120 | 2,864 | 133 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 479 | 570 | -185 | 497 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | -10.57% | -50.27% | -20.21% | -18.48% | -6.17% | -2.79% |
| 其他 | -307 | -228 | -1,142 | -127 | -356 | -165 | EBIT利息保障倍数 | 7.6 | 5.5 | 4.9 | 7.0 | 5.8 | 6.6 |
| 筹资活动现金净流 | 292 | 3,206 | -1,193 | 370 | -356 | -165 | 资产负债率 | 70.09% | 52.98% | 54.00% | 55.94% | 54.89% | 55.18% |
| 现金净流量 | 221 | 2,883 | -2,311 | 448 | -624 | -195 | | | | | | | |

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。