

东阿阿胶(000423.SZ)

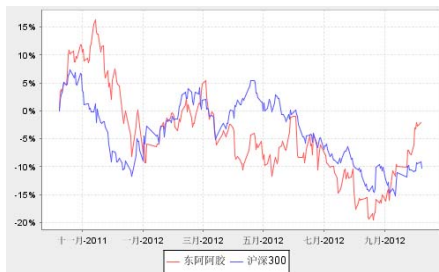
三季度超预期，全年增长逐步确定

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 46.17-46.76
 分析师 胡德军 分析师 生物医药小组
 S0740511070005
 021-20315083
 hudj@r.qlzq.com.cn
 2012年10月23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)	42.06
市值(百万元)	27508.15
流通市值(百万元)	27508.15

股价与行业-市场走势对比



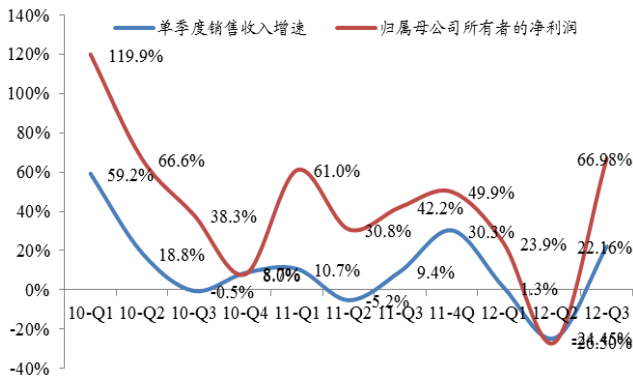
业绩预测

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	1.54	1.87	2.21
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

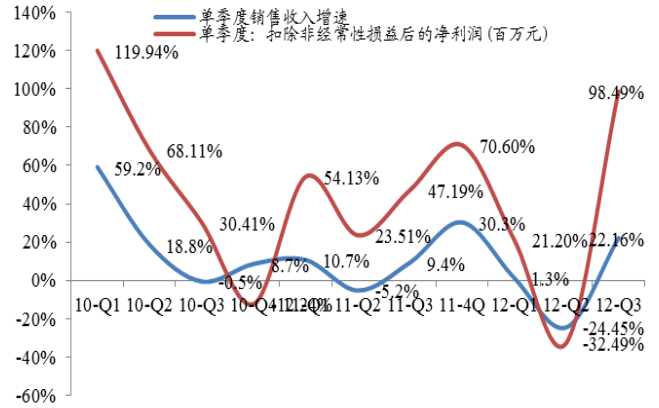
备注: 市场预测取 聚源一致预

- 公司发布2012年前三季度业绩公告，前三季度公司实现收入和净利润分别为18.61亿元和7.49亿元，同比增长分别为-0.11%和20.54%，毛利率71.58%，比去年同期上升7.6个百分点，对应EPS为1.13元；在经历二季度清理渠道和控货后公司销售在第三季度强劲复苏，全年增长趋势确立；**
- 单季度销售大幅超我们之前预期，表明阿胶下游需求旺盛，公司渠道清理和控制营销逐见成效：公司第三季度实现营收和净利润分别为7.12亿元和2.73亿元，同比增长分别为22.2%和67.0%，存货3.95亿元，与二季度相比有所下降，应收账款1.6亿元，比去年同期有所减少，预收账款达到1.9亿元，表明公司下游需求旺盛，公司经营状况良好；根据终端调研，公司三季度对部分地区终端进行了集中推广销售，加速渠道存货的消耗，使得渠道库存逐渐下降，目前渠道存货对终端价格和需求的压制效用正逐步减少，公司10月份以来延续了9月份良好的销售势头，预计第四季度营收有望向10亿元靠拢；**
- 预计2012年阿胶浆全年增速有望达到30%，阿胶块销量有望保持去年水平，增量将取决于四季度市场销售情况：公司阿胶块5月至8月份控货后9月份迎来需求高峰，其中预计9月份整个阿胶系列产品销售占到三季度80%以上，按照目前终端销售，阿胶块销量全年有望保持去年水平；另外得益于公司营销力度加强以及在医院终端的快速覆盖，目前阿胶浆产品出现短期，加上近期阿胶浆厂房检修导致供货更趋偏紧，我们预计全年阿胶浆增速有望达到30%；**
- 独特的阿胶文化和口碑将是东阿未来领先于竞争对手的关键因素：目前市场比较担心竞争不断进入带来的市场供给大幅增加的问题，对此我们认为阿胶作为一个传统的消费品，购买者对阿胶的文化和传统非常的重视，对此，我们首先看到在品牌上，同仁堂尚未对东阿构成威胁，其他竞争者更难以构成实质性冲击；其次在销量上，东阿近三年阿胶块销量已经呈现出逐年下降的趋势，这是公司一种战略，同时更是对未来阿胶系列产品的一种长远考虑，是市场定位带来的一种选择性放弃；**

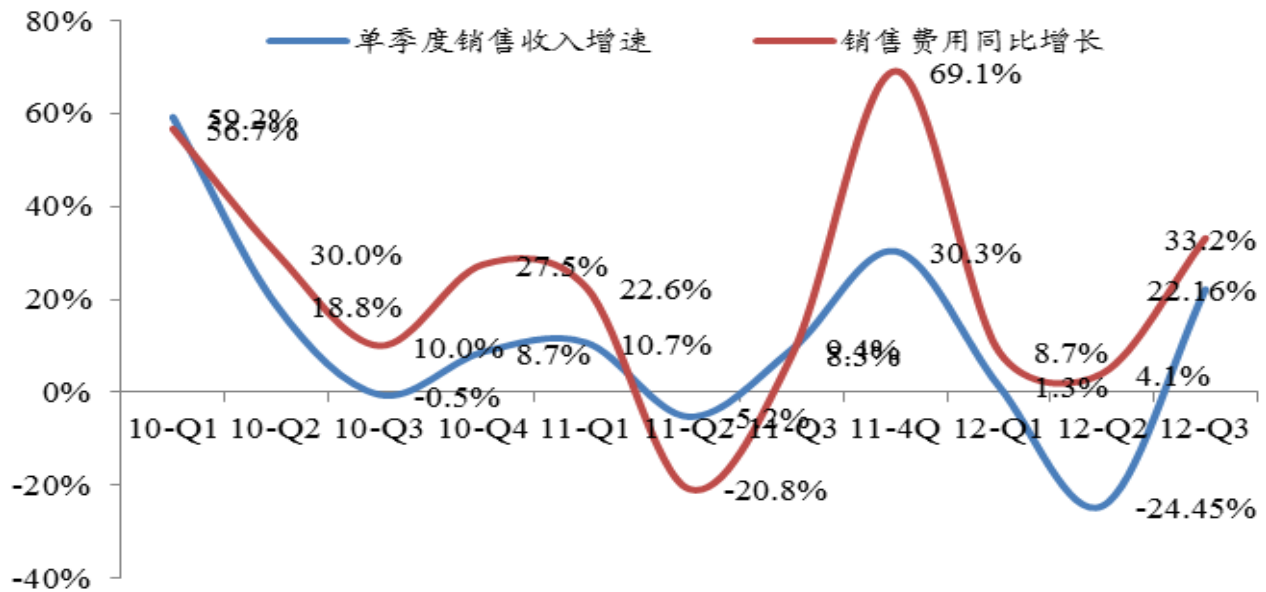
- 我们必须强调目前阿胶行业已经形成高、中和低端三板市场，新进入者在对东阿形成威胁之前首先必须跨过低端和中端两块市场，在此之前东阿都以强劲品牌力、产品力、资源和渠道控制力独霸高端领域，同时依靠产品价值提升推动业绩快速增长，预计随着消费能力不断提升，未来品牌、品质以及售后服务能力提升将成为阿胶产品价值提升重要保证；我们也看到目前在中端市场逐渐形成以福胶、同仁堂和九芝堂为主的产品群，但整体上产品力依然逊于东阿，基本立足于补血市场，尚未介入到美容和滋补领域，预计未来中端市场增长主要源于渠道扩张和抢占更多低端市场份额；
- 因此我们预计未来新进入者将很可能在低端市场展开竞争，虽然有利可图，但难以对高端市场形成冲击，从长远角度我们看好公司高端品牌战略，以及未来阿胶系类产品的多元化步伐；
- 维持前期盈利预测，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，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，目前价格依然低估，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: 公司三季度营收和净利润同比分析


来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司二季度净利润同比分析


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司销售费用和营业收入呈正相关


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 公司单季度财务分析

公司代码	000423	000423	000423	000423	000423	000423	000423	000423	000423	000423	000423		
项目	2010单季度数据				2011单季度数据				2012单季度数据			备注	备注
(百万元)	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	11-4Q	12-Q1	12-Q2	12-Q3	12-3Q同比 增减	12-3Q环 比增减
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	712.10	129.18	277.20
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%	22.16%		
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%	63.74%		
营业成本	305.4	285.9	276.9	240.6	239.2	233.0	198.0	263.2	176.3	147.50	205.09	7.06	57.58
成本率	48.0%	47.1%	52.0%	35.0%	34.0%	40.5%	34.0%	29.4%	24.7%	33.92%	28.80%	-5.17%	-5.12%
主营毛利	330.7	321.5	255.9	446.7	465.2	342.7	384.9	632.7	537.5	287.40	507.02	122.13	219.62
毛利率	52.0%	52.9%	48.0%	65.0%	66.0%	59.5%	66.0%	70.6%	75.3%	66.08%	71.20%	5.17%	5.12%
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%	31.73%		
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%	76.42%		
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	4.75	10.652	3.26	5.90227
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%	1.50%	0.00	0.40%
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	496.37	118.87	213.72
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%	69.70%	4.94%	4.71%
销售费用	85.5	106.9	111.9	177.1	104.9	84.7	121.2	299.5	114.1	88.10	161.44	40.23	73.34
销售费用同比增长	56.7%	30.0%	10.0%	27.5%	22.6%	-20.8%	8.3%	69.1%	8.7%	4.1%	33.2%		
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%	22.67%	1.88%	2.41%
管理费用	44.9	47.1	31.6	83.7	51.0	54.7	63.0	62.3	44.6	57.72	47.38	(15.63)	(10.34)
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%	6.65%	-4.16%	-6.62%
财务费用	-5.2	-6.1	-2.2	-7.3	-6.4	-3.2	-6.3	-5.5	-2.7	-7.28	-4.22	2.06	3.06
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%	-0.59%	0.48%	1.08%
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%	28.73%	-1.79%	-3.12%
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	4.06	4.07	0.00
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	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	40.69	34.33	15.83
营业利润	199.9	165.2	137.7	194.2	321.3	213.3	205.9	290.0	397.6	165.74	328.40	122.47	162.66
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%	59.47%		
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%	98.14%		
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	8.84	6.28	8.35
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	0.85	(0.58)	0.43
利润总额	201.0	165.7	138.4	196.0	321.6	213.7	207.1	294.0	397.7	165.8	336.4	129.33	170.59
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%	62.46%		
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%	102.88%		
所得税	30.8	25.0	20.8	30.4	49.9	29.8	39.8	46.6	61.1	29.58	60.57	20.80	30.99
实际税率(%)	15.3%	15.1%	15.0%	15.5%	15.5%	13.9%	19.2%	15.9%	15.4%	17.84%	18.01%		0.16%
净利润	170.2	140.7	117.6	165.6	271.7	183.9	167.3	247.3	336.5	136.22	275.82	108.53	139.60
净利润率(%)	26.7%	23.2%	22.1%	24.1%	38.6%	31.9%	28.7%	27.6%	47.1%	31.32%	38.73%	10.04%	7.41%
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%	64.88%		
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%	102.48%		
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	2.96		
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	272.86	109.46	140.07
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%	66.98%		
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%	105.48%		
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	0.42	0.17	0.21
ROE	6.7%	5.2%	4.9%	5.8%	9.3%	5.8%	5.6%	7.0%	9.3%	3.5%	7.3%		
单季度: 扣除非经常性损益后的净利润	167.00	137.84	106.77	131.78	257.40	170.24	157.15	224.82	311.98	114.92	311.93		
增长率(同比)	119.94%	68.11%	30.41%	-12.24%	54.13%	23.51%	47.19%	70.60%	21.20%	-32.49%	98.49%		
增长率(环比)	11.21%	-17.46%	-22.54%	23.42%	95.33%	-33.86%	-7.68%	43.05%	38.77%	-63.16%	171.43%		
每股收益-扣除非经常性	0.26	0.21	0.16	0.20	0.39	0.26	0.24	0.34	0.48	0.18	0.48		

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。