

金宇集团 (600201.SH)

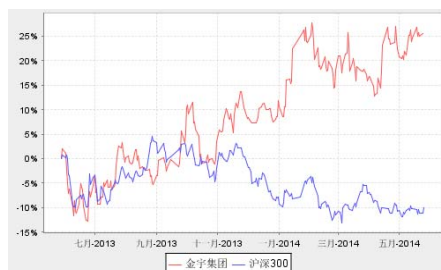
行业大机遇，公司大机会

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **48.25**
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014 年 5 月 27 日

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 285.85 |
| 流通股本(百万股) | 280.81 |
| 市价(元) | 28.96 |
| 市值(百万元) | 8278.36 |
| 流通市值(百万元) | 8132.40 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|---------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 556.48 | 671.38 | 1,112.66 | 1,541.57 | 1,938.42 |
| 营业收入增速 | -3.41% | 20.65% | 65.73% | 38.55% | 25.74% |
| 净利润增长率 | -12.72% | 92.34% | 50.24% | 42.77% | 33.40% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.46 | 0.89 | 1.34 | 1.92 | 2.56 |
| 前次预测每股收益(元) | — | — | — | — | — |
| 市场预测每股收益(元) | — | — | — | — | — |
| 偏差率(本次-市场/市场) | — | — | — | — | — |
| 市盈率(倍) | 30.70 | 28.84 | 22.83 | 15.99 | 11.99 |
| PEG | — | 0.31 | 0.45 | 0.37 | 0.36 |
| 每股净资产(元) | 3.83 | 4.56 | 5.63 | 7.54 | 10.10 |
| 每股现金流量 | 0.37 | 2.31 | -2.03 | -1.33 | 0.86 |
| 净资产收益率 | 12.12% | 19.57% | 23.86% | 25.41% | 25.31% |
| 市净率 | 3.72 | 5.65 | 5.45 | 4.06 | 3.03 |
| 总股本(百万股) | 280.81 | 280.81 | 280.81 | 280.81 | 280.81 |

备注: 市场预测取 聚源一 预期

投资要点

- 2013 年下半年,我们将金宇集团纳入我们齐鲁农业团队股票池核心推荐序列,公司业绩不断超预期已经验证了我们推荐的核心逻辑。但在路演的过程中,我们发现市场关心的是:仅仅依赖于口蹄疫市场苗这单一产品,是否能支撑公司 80 亿的市值。
- 自 4 月份以来我们通过《兽药专题报告—四个维度看兽药,最好的农业子行业》、《金宇研究简报—产品力铸就核心竞争,四大因素驱动业绩增长》等一系列报告来阐述行业的发展和公司业绩增长路径。同时,我们也通过组织专家电话会议、路演、调研以及报告等多种形式来传达我们的观点和推荐逻辑。本篇报告我们将继续通过“行业的机遇”和“公司在做什么”两个层次来解决各位投资者的疑问,我们的答案应该是明确的:在中国的兽药疫苗行业,一定会诞生市值超 100 亿的公司。
- 行业的机遇:口蹄疫市场苗是中国兽用疫苗行业变革的起点,行业的价值提升机会刚刚开始。
 - 本质上,口蹄疫市场苗带给兽用疫苗行业的冲击类似于当年先玉 335 对中国玉米种业的冲击,“产品创新”+“价值营销”带来玉米种子行业价值实现一次巨大的飞跃。口蹄疫市场苗成功的意义在于:
 - (1) 疫病防控效果显著提升,养殖行业效率提升;
 - (2) 企业盈利能力提升,将更多资本投入到生产工艺改造上;
 - (3) 用市场手段解决疫病防控问题得到政府认可。2015 年国内猪瘟和高致病蓝耳有望取消政府招标,高品质市场苗将迎来再次爆发增长的机遇。
 - 在中国规模养殖提升的背景下,规模养殖企业对高品质疫苗产品需求出现爆发式增长,行业规模增长快慢取决于高品质疫苗的推出进度以及技术服务的支持力度,需求不是问题,行业规模增长仍有很大空间。

- **口蹄疫市场苗是第一个，但不是最后一个。**此前路演中，大家关注的问题是：未来还有没有像口蹄疫市场苗这样的产品。我们与专家沟通的结论是，很多国家运用中国的猪瘟毒株生产的疫苗净化了猪瘟疫病，但中国却没有，这表明我们的生产工艺有很大问题，此前我们的产品竞争是低效竞争，如果现有的猪瘟、伪狂犬、猪圆环、腹泻以及蓝耳能够在生产工艺上得到提升，这些产品足够支撑我们现有企业未来数年的业绩增长。

■ 金宇集团在做什么：“引进来，走出去”的国际化战略

- **引进来：**（1）公司 5 月份邀请瑞辉动保中国区前总经理王总出任金宇保灵总经理，负责公司产品技术引进、生产工艺改造和技术服务团队搭建；（2）公司与多家外资巨头合作，提升生产工艺改进，目前猪瘟、猪伪狂犬、猪圆环的生产工艺改造已经启动，预计在未来 1-2 年高端市场苗将逐步推向市场；（3）大力拓展牛羊反刍动物领域的技术引进力度，与诗华合作的牛羊布病疫苗进展顺利，未来在其他牛羊产品上仍将进一步增加产品储备，以满足规模化高速提升的牛羊养殖行业对高品质疫苗的需求；（4）公司猪口蹄疫市场苗的成功得益于生产工艺改造的先发优势和产品的品质优势，未来公司将着重打造营销技术服务团队，利用口蹄疫市场苗的口碑优势，巩固其他猪用及牛羊疫苗的渠道优势。
- **走出去：**公司网站披露与盖茨基金、中非基金、兰研所合作的非洲疫苗项目进展顺利，未来公司将利用其生产工艺优势将大力拓展非洲新型市场机会。就市场空间而言，中国市场好于欧美市场，非洲市场好于中国市场，非洲养殖集中度低，规模化刚处于起步阶段，疫病较中国更为复杂，疫苗需求量大，非洲的兽药疫苗市场仍是一块带开垦的处女地。

- **我们认为金宇集团未来的增长路径是非常明晰的。**（1 聚焦高品质市场苗产品，口蹄疫市场苗仅仅是起步，未来其他疫苗产品将陆续推出；（2）通过加大技术服务力度，拓展和巩固渠道资源；（3）技术引进、生产工艺改造和技术服务团队搭建的模式：利用行业变革机遇，整合国内技术并加以改造，通过并购拓展销售渠道资源，与外资巨头合作引进技术并提升生产工艺。

- **未来 2 年增长保持高增长是大概率事件。**（1）2014 年，猪口蹄疫市场苗继续放量增长，我们预计销售量有望达到 7000 万头份以上，牛三价疫苗政府招标和市场苗同步放量，销售额有望达到 2.6 亿元；（2）2015 年，猪口蹄疫市场苗继续保持 40%的增速水平，牛羊布病疫苗、猪瘟和猪圆环高端疫苗推向市场。

- 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.34/1.92/2.56 元，公司未来 3 年业绩复合增速将达到 56%，按 PEG=0.65 计算，给予公司 36X2014PE，目标价 48.25 元，维持“买入”评级，当前时点继续积极推荐金宇集团的高速成长机会。**未来股价潜在催化剂：**（1）2 季度业绩继续超预期增长；（2）行业并购整合带来的估值提升机会；（3）2015 年猪瘟和猪蓝耳疫苗全面取消招标，市场苗规模将快速增长。

- **风险提示：**（1）政策风险，口蹄疫市场苗被政府管制；（2）产品质量风险；（3）下游养殖景气度长期低迷。

图表 1: 金宇集团三张报表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业总收入 | 576 | 556 | 671 | 1,113 | 1,542 | 1,938 |
| 增长率 | -14.05% | -3.4% | 20.6% | 65.7% | 38.5% | 25.7% |
| 营业成本 | -181 | -182 | -197 | -332 | -456 | -572 |
| %销售收入 | 31.4% | 32.6% | 29.4% | 29.8% | 29.6% | 29.5% |
| 毛利 | 395 | 375 | 474 | 781 | 1,085 | 1,367 |
| %销售收入 | 68.6% | 67.4% | 70.6% | 70.2% | 70.4% | 70.5% |
| 营业税金及附加 | -32 | -25 | -7 | -11 | -15 | -19 |
| %销售收入 | 5.5% | 4.5% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 营业费用 | -78 | -88 | -108 | -156 | -200 | -233 |
| %销售收入 | 13.6% | 15.8% | 16.1% | 14.0% | 13.0% | 12.0% |
| 管理费用 | -95 | -91 | -118 | -167 | -216 | -252 |
| %销售收入 | 16.5% | 16.3% | 17.6% | 15.0% | 14.0% | 13.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 190 | 171 | 241 | 447 | 654 | 863 |
| %销售收入 | 32.9% | 30.7% | 35.9% | 40.2% | 42.4% | 44.5% |
| 财务费用 | -22 | -25 | -20 | -12 | -30 | -29 |
| %销售收入 | 3.8% | 4.5% | 3.0% | 1.1% | 1.9% | 1.5% |
| 资产减值损失 | -2 | 0 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 2 | 82 | 1 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.2% | 1.2% | 27.3% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 166 | 148 | 297 | 436 | 624 | 835 |
| 营业利润率 | 28.9% | 26.5% | 44.2% | 39.2% | 40.5% | 43.1% |
| 营业外收支 | 5 | 6 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 税前利润 | 171 | 154 | 300 | 441 | 629 | 840 |
| 利润率 | 29.7% | 27.6% | 44.7% | 39.6% | 40.8% | 43.3% |
| 所得税 | -24 | -25 | -51 | -66 | -94 | -126 |
| 所得税率 | 14.0% | 16.4% | 16.9% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 147 | 129 | 249 | 375 | 535 | 714 |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | -2 | -2 | -3 | -4 |
| 归属于母公司的净利润 | 149 | 130 | 251 | 377 | 538 | 718 |
| 净利率 | 25.9% | 23.4% | 37.4% | 33.9% | 34.9% | 37.0% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润 | 147 | 129 | 249 | 375 | 535 | 714 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | -2 | -3 | -4 |
| 非现金支出 | 42 | 38 | 47 | 37 | 40 | 46 |
| 非经营收益 | 25 | 20 | -67 | 20 | 39 | 34 |
| 营运资金变动 | -29 | -83 | 420 | -1,003 | -987 | -553 |
| 经营活动现金净流 | 185 | 103 | 649 | -573 | -376 | 236 |
| 资本开支 | 39 | 116 | 115 | 24 | 90 | 85 |
| 投资 | 0 | 0 | 107 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | 2 | 14 | 1 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -38 | -114 | 7 | -23 | -90 | -85 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 17 | -71 | -140 | 580 | 226 | -37 |
| 其他 | -22 | -23 | -113 | -30 | -123 | -39 |
| 筹资活动现金净流 | -5 | -94 | -253 | 550 | 103 | -76 |
| 现金净流量 | 142 | -105 | 403 | -46 | -362 | 75 |
| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 420 | 315 | 712 | 668 | 308 | 388 |
| 应收账款 | 63 | 151 | 249 | 149 | 211 | 266 |
| 存货 | 793 | 889 | 157 | 1,472 | 2,250 | 2,819 |
| 其他流动资产 | 46 | 51 | 43 | 96 | 117 | 134 |
| 流动资产 | 1,322 | 1,407 | 1,162 | 2,385 | 2,886 | 3,606 |
| %总资产 | 76.6% | 74.7% | 67.9% | 81.5% | 82.9% | 84.9% |
| 长期投资 | 79 | 61 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 固定资产 | 251 | 337 | 410 | 410 | 458 | 505 |
| %总资产 | 14.6% | 17.9% | 24.0% | 14.0% | 13.2% | 11.9% |
| 无形资产 | 65 | 62 | 65 | 57 | 64 | 61 |
| 非流动资产 | 404 | 476 | 550 | 542 | 597 | 641 |
| %总资产 | 23.4% | 25.3% | 32.1% | 18.5% | 17.1% | 15.1% |
| 资产总计 | 1,725 | 1,883 | 1,712 | 2,927 | 3,483 | 4,247 |
| 短期借款 | 413 | 325 | 120 | 250 | 476 | 439 |
| 应付账款 | 219 | 339 | 186 | 432 | 311 | 378 |
| 其他流动负债 | 99 | 75 | 112 | 206 | 122 | 143 |
| 流动负债 | 731 | 738 | 419 | 888 | 909 | 959 |
| 长期借款 | 2 | 20 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 其他长期负债 | 1 | 47 | 1 | 451 | 451 | 451 |
| 负债 | 734 | 805 | 430 | 1,349 | 1,370 | 1,420 |
| 普通股股东权益 | 988 | 1,076 | 1,282 | 1,580 | 2,118 | 2,836 |
| 少数股东权益 | 4 | 2 | 0 | -2 | -5 | -10 |
| 负债股东权益合计 | 1,725 | 1,883 | 1,712 | 2,927 | 3,483 | 4,247 |
| 比率分析 | | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.532 | 0.464 | 0.893 | 1.342 | 1.916 | 2.557 |
| 每股净资产 (元) | 3.517 | 3.831 | 4.565 | 5.627 | 7.543 | 10.100 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.660 | 0.367 | 2.312 | -2.032 | -1.328 | 0.855 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.280 | 0.280 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 15.13% | 12.12% | 19.57% | 23.86% | 25.41% | 25.31% |
| 总资产收益率 | 8.66% | 6.93% | 14.66% | 12.88% | 15.45% | 16.90% |
| 投入资本收益率 | 17.96% | 13.67% | 31.28% | 24.35% | 20.72% | 22.37% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | -14.05% | -3.41% | 20.65% | 65.73% | 38.55% | 25.74% |
| EBIT增长率 | 35.73% | -9.87% | 41.05% | 85.34% | 46.20% | 31.99% |
| 净利润增长率 | 29.73% | -12.72% | 92.34% | 50.24% | 42.77% | 33.40% |
| 总资产增长率 | 8.59% | 9.13% | -9.09% | 70.99% | 19.01% | 21.93% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 40.4 | 58.0 | 76.0 | 39.0 | 40.0 | 40.0 |
| 存货周转天数 | 1,558.8 | 1,690.9 | 968.6 | 1,620.0 | 1,800.0 | 1,800.0 |
| 应付账款周转天数 | 139.0 | 156.8 | 168.4 | 135.0 | 90.0 | 90.0 |
| 固定资本周转天数 | 149.5 | 157.7 | 131.8 | 76.0 | 49.9 | 41.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -0.48% | 2.69% | -45.38% | 2.68% | 29.71% | 18.09% |
| EBIT利息保障倍数 | 8.7 | 6.8 | 12.0 | 37.9 | 22.1 | 30.2 |
| 资产负债率 | 42.55% | 42.77% | 25.11% | 46.09% | 39.34% | 33.44% |

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图 2： 金宇集团主营业务销售预测表

单位：人民币百万元

| 项 目 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 生物疫苗 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 335.54 | 309.31 | 393.34 | 433.63 | 630.01 | 1,078.46 | 1,508.63 | 1,904.83 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -7.82% | 27.17% | 10.24% | 45.29% | 71.18% | 39.89% | 26.26% |
| 毛利率 | 57.27% | 64.40% | 68.40% | 65.03% | 71.99% | 71.00% | 71.00% | 71.00% |
| 销售成本 | 143.36 | 110.12 | 124.28 | 151.62 | 176.47 | 312.75 | 437.50 | 552.40 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -23.19% | 12.86% | 22.00% | 16.38% | 77.23% | 39.89% | 26.26% |
| 毛利 | 192.18 | 199.19 | 269.06 | 282.01 | 453.54 | 765.71 | 1,071.13 | 1,352.43 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 3.65% | 35.08% | 4.81% | 60.82% | 68.83% | 39.89% | 26.26% |
| 占总销售额比重 | 49.55% | 46.66% | 69.11% | 79.36% | 94.50% | 96.93% | 97.86% | 98.27% |
| 占主营业务利润比重 | 68.32% | 63.62% | 69.03% | 76.65% | 96.29% | 98.05% | 98.68% | 98.94% |
| 房地产 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 197.36 | 172.97 | 130.83 | 70.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -12.36% | -24.36% | -46.19% | -100.00% | — | — | — |
| 毛利率 | 36.72% | 51.41% | 74.17% | 88.94% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 销售成本 | 124.89 | 84.05 | 33.79 | 7.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -32.70% | -59.80% | -76.95% | -100.00% | — | — | — |
| 毛利 | 72.47 | 88.92 | 97.04 | 62.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 22.70% | 9.13% | -35.48% | -100.00% | — | — | — |
| 占总销售额比重 | 29.14% | 26.09% | 22.99% | 12.88% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 占主营业务利润比重 | 25.76% | 28.40% | 24.90% | 17.02% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 物业管理 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 13.64 | 19.96 | 27.49 | 28.25 | 22.84 | 20.55 | 19.52 | 20.50 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 46.33% | 37.73% | 2.77% | -19.17% | -10.00% | -5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 64.59% | 79.71% | 70.53% | 70.93% | 60.69% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 销售成本 | 4.83 | 4.05 | 8.10 | 8.21 | 8.98 | 8.22 | 7.81 | 8.20 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -16.15% | 100.00% | 1.40% | 9.30% | -8.43% | -5.00% | 5.00% |
| 毛利 | 8.81 | 15.91 | 19.39 | 20.04 | 13.86 | 12.33 | 11.71 | 12.30 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 80.59% | 21.87% | 3.35% | -30.85% | -11.02% | -5.00% | 5.00% |
| 占总销售额比重 | 2.01% | 3.01% | 4.83% | 5.17% | 3.43% | 1.85% | 1.27% | 1.06% |
| 占主营业务利润比重 | 3.13% | 5.08% | 4.97% | 5.45% | 2.94% | 1.58% | 1.08% | 0.90% |
| 能源 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 4.83 | 4.05 | 8.10 | 7.36 | 8.32 | 9.15 | 9.61 | 10.09 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -16.15% | 100.00% | -9.15% | 13.08% | 10.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | -17.81% | -18.52% | 26.67% | 3.91% | 5.04% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 销售成本 | 5.69 | 4.80 | 5.94 | 7.07 | 7.90 | 8.70 | 9.13 | 9.59 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -15.64% | 23.75% | 19.04% | 11.76% | 10.04% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利 | -0.86 | -0.75 | 2.16 | 0.29 | 0.42 | 0.46 | 0.48 | 0.50 |
| 增长率 (YOY) | N/A | -12.79% | -388.00% | -86.68% | 45.62% | 9.21% | 5.00% | 5.00% |
| 占总销售额比重 | 0.71% | 0.61% | 1.42% | 1.35% | 1.25% | 0.82% | 0.62% | 0.52% |
| 占主营业务利润比重 | -0.31% | -0.24% | 0.55% | 0.08% | 0.09% | 0.06% | 0.04% | 0.04% |
| 羊绒业务 | | | | | | | | |
| 销售收入 | 125.81 | 156.62 | 9.41 | 6.75 | 5.49 | 4.50 | 3.80 | 3.00 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 24.49% | -93.99% | -28.32% | -18.60% | -18.04% | -15.56% | -21.05% |
| 毛利率 | 6.92% | 6.27% | 22.32% | 44.27% | 58.51% | 55.00% | 55.00% | 55.00% |
| 销售成本 | 117.11 | 146.80 | 7.31 | 3.76 | 2.28 | 2.03 | 1.71 | 1.35 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 25.35% | -95.02% | -48.57% | -39.40% | -11.11% | -15.56% | -21.05% |
| 毛利 | 8.70 | 9.82 | 2.10 | 2.99 | 3.21 | 2.48 | 2.09 | 1.65 |
| 增长率 (YOY) | N/A | 12.87% | -78.62% | 42.18% | 7.58% | -22.95% | -15.56% | -21.05% |
| 占总销售额比重 | — | — | — | — | — | — | — | — |
| 占主营业务利润比重 | — | — | — | — | — | — | — | — |
| 销售收入小计 | 677.18 | 662.91 | 569.17 | 546.39 | 666.65 | 1112.66 | 1541.57 | 1938.42 |
| 销售成本小计 | 395.88 | 349.82 | 179.42 | 178.45 | 195.62 | 331.69 | 456.15 | 571.54 |
| 毛利 | 281.30 | 313.09 | 389.75 | 367.93 | 471.03 | 780.97 | 1085.41 | 1366.88 |
| 平均毛利率 | 41.54% | 47.23% | 68.48% | 67.34% | 70.66% | 70.19% | 70.41% | 70.52% |

来源：公司公告、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。