上海梅林(600073.SH)

ROE 上升势头不改，国企改革犹有潜力待挖

评级：增持 前次：增持

目标价（元）：-8.8

分析师 胡彦超 S0740512070001 021-20315176 huyc@r.qlzq.com.cn

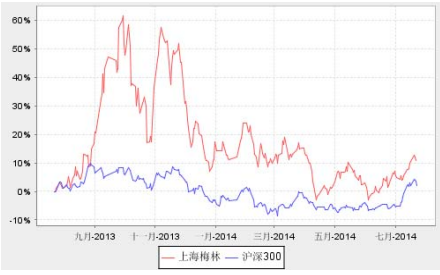
分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

2014 年 8 月 7 日

基本状况

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

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）	39,704.	44,950.	54,699.	69,845.	86,312.
营业收入增速	10.81%	13.21%	21.69%	27.69%	23.58%
净利润增长率	116.25	33.72%	25.99%	23.22%	20.81%
摊薄每股收益（元）	2.62	1.75	2.21	2.72	3.29
前次预测每股收益（元）	2.62	1.75	2.21	2.72	3.29
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	22.08	26.85	19.47	15.80	13.08
PEG	0.19	0.80	0.75	0.68	0.63
每股净资产（元）	10.67	6.52	7.28	8.40	9.79
每股现金流量（元）	4.14	1.76	2.88	3.22	3.86
净资产收益率	24.58%	26.89%	30.35%	32.40%	33.59%
市净率	5.43	7.22	5.91	5.12	4.39
总股本（百万元）	1,100.2	2,200.5	2,200.5	2,200.5	2,200.5

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **上海梅林公布 2014 年中报，上半年公司净利润增长 11.17%，基本符合我们的预期。**上半年上海梅林实现销售收入 48.33 亿元，同比增长 8.96%；实现归属上市公司股东净利润 8,388 万元，同比增长 11.17%；扣非后净利润 7,558 万元，同比增长 7.69%；对应半年 EPS=0.102 元，ROE=4.20%。

- **上半年猪价低迷，导致屠宰业务收入下滑，拖累公司整体收入增速，但食品分销业务风景亮丽。**一季度猪价深跌，虽然从 4 月中下旬猪价开始快速反弹，但就整体而言，上半年生猪价格仍下降了约 10%，从而造成占公司总体收入近 50%的屠宰业务收入下降 4.01%（上半年屠宰量仍保持了 6%-7%的增长），拖累了公司收入增速。但其中不乏亮点，公司食品分销收入同比增长 50%，主要是受益于国内对进口乳品的巨大需求，公司食品进口业务继续 Q1 的亮丽表现（食品进出口业务占公司总收入的 15%），保持超过 60%的高增长；而食品分销的另一项主业正广和饮用水，也有超过 30%的增长。

- **从盈利情况看，公司继续推进“向管理要效益”，管理改善效果显著，上半年 ROE 从 2010 年的 0.3%逐年提升至今年的 4.2%，也验证了我们之前的观点，而且 ROE 未来仍有巨大提升潜力。**冠生园、梅林罐头在上半年销售淡季净利润同比增长都超过 15%。其中梅林罐头由于一季度猪价低迷时储备了较多原料肉，提升了肉制品的毛利空间，虽然上半年收入只增长 9%，但净利却保持 16.1%的增长。而爱森、苏食即使在收入下滑的情况下（爱森同比下降 3.5%，苏食同比下降 1.8%），净利润增长在 8%左右。

- **连锁业务转型带来的费用支出阵痛影响了公司的利润增速约 8 个百分点。**各个子公司的净利润都保持较快增长，唯独子公司“正广和网购”净利下滑 60%，从上年同期的 1,017 万下降到 414 万，对公司上半年利润整体增速产生较大影响。这主要是源于其连锁业务转型带来的费用支出——从光明便利店转型为食品专营店“光明里”。截止到 6 月底，公司已完成“光明里”转型 50 余家，其中二季度转型完成超过

明显提速，而每家旧店转型改造需要的装修、设备等各种费用达 10 万元左右，而新建则需要 20-30 万元。而转型就是为了提升连锁业务的盈利能力，我们积极看好公司的这种尝试，短期带来的费用提升和对利润增速的影响只是阵痛（2014 年底达到 98 家，2015 年底达到 200 家）。

- 另外，上半年销售费用同比增长 11.32%，相对较快，主要是为了配合正广和品牌 150 周年的推广活动，加大正广和新推出的高端瓶装水 Aquarius 系列的推广以及在销售淡季对“冠生园”、“大白兔”等品牌的宣传。但三项费用率仍较为稳定，公司的费用管控能力进一步增强。

- **下半年展望，募投项目已经发力，出血点重庆梅林渐止血。（1）**公司于 2014 年 3 月发布了定增预案，虽然目前定增还没完成，募集资金未到位，但公司已经以自筹资金先行投入，其中军工路 5 万吨罐头改造项目（产能由 2.5 万吨增为 5 万吨）将于年底完成。预计届时将增厚 7 亿元的收入和 1.8 亿的毛利。而随着下半年募集资金将到位，募投的其他项目也将加速进行。**（2）**重庆梅林减亏有望，其拥有重庆主城区 40%的鲜肉市场份额，但由于历史遗留问题及管理不善等原因，长时间处于亏损，2013 年亏损 2000 万。不过从 2013 年开始，重庆梅林由王晓阳带领的职业经理团队掌管，并且在公司 2013 年底发布的股权激励范围内，今年的目标是大幅减亏，预计减亏幅度达 70%-80%，为公司利润带来很大弹性 。

- **总之，公司拥有大量历史悠久的、优质的品牌资产，股权激励实施后各个业务板块和子公司仍在积极向好，我们认为随着下半年猪价回暖以及公司转型和非公开发行的稳步推进，公司完成全年 120 亿元销售目标是大概率事件。而国内品牌猪肉进入加速发展期，基于对行业发展大背景的坚定看好，我们继续推荐猪肉品牌化加速的 A 股受益标的上海梅林。另外，上海国企改革的具体落实（2013 年 12 月发布《上海国资国企改革 20 条》的纲领性文件，2014 年 7 月发布《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》的具体细化文件），有望带来资产整合和效率提升的超预期机会，成为公司股价的催化剂。**

- **暂不考虑定增摊薄影响，预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.23、0.33、0.43 元。综合绝对和相对估值结果，12 个月目标价位 8.8 元，维持“增持”评级。**

- 推荐阅读：行业专题报告《生鲜肉品牌化进程提速，再荐双汇发展与上海梅林（2014 年 8 月）》、公司深度分析《战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青春气息（2014 年 7 月）》

图表 1：上海梅林销售收入预测总表

单位：人民币百万元

项　目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
肉及肉制品						
销售收入	3,188.22	3,969.37	6,268.94	7,158.31	8,947.30	11,171.11
增长率（YOY）	*43.11%*	*24.50%*	*57.93%*	*14.19%*	*24.99%*	*24.85%*
毛利率	9.10%	13.25%	13.10%	14.26%	14.54%	14.77%
销售成本	2,898.07	3,443.34	5,447.75	6,137.54	7,646.65	9,521.38
增长率（YOY）	*39.89%*	*18.82%*	*58.21%*	*12.66%*	*24.59%*	*24.52%*
毛利	290.15	526.03	821.19	1,020.78	1,300.65	1,649.73
增长率（YOY）	*85.79%*	*81.30%*	*56.11%*	*24.30%*	*27.42%*	*26.84%*
占总销售额比重	55.60%	50.55%	60.41%	57.76%	59.26%	60.39%
占主营业务利润比重	36.83%	47.46%	56.50%	57.89%	60.09%	61.88%
冠生园						
销售收入	1,222.58	1,540.51	1,735.85	1,997.96	2,311.64	2,686.13
增长率（YOY）	—	*26.00%*	*12.68%*	*15.10%*	*15.70%*	*16.20%*
毛利率	34.01%	29.27%	27.82%	27.30%	27.30%	27.40%
销售成本	806.78	1,089.60	1,252.94	1,452.52	1,680.56	1,950.13
增长率（YOY）	—	*35.06%*	*14.99%*	*15.93%*	*15.70%*	*16.04%*
毛利	415.80	450.91	482.91	545.44	631.08	736.00
增长率（YOY）	—	*8.44%*	*7.10%*	*12.95%*	*15.70%*	*16.63%*
占总销售额比重	21.32%	19.62%	16.73%	16.12%	15.31%	14.52%
占主营业务利润比重	52.78%	40.68%	33.23%	30.93%	29.16%	27.61%
食品分销						
销售收入	1,295.70	2,308.16	2,336.61	3,200.00	3,800.00	4,600.00
增长率（YOY）	—	*78.14%*	*1.23%*	*36.95%*	*18.75%*	*21.05%*
毛利率	4.19%	4.21%	4.89%	5.00%	5.10%	5.20%
销售成本	1,241.41	2,211.04	2,222.42	3,040.00	3,606.20	4,360.80
增长率（YOY）	—	*78.11%*	*0.51%*	*36.79%*	*18.63%*	*20.93%*
毛利	54.29	97.12	114.19	160.00	193.80	239.20
增长率（YOY）	—	*78.89%*	*17.58%*	*40.11%*	*21.13%*	*23.43%*
占总销售额比重	22.60%	29.39%	22.52%	25.82%	25.17%	24.87%
占主营业务利润比重	6.89%	8.76%	7.86%	9.07%	8.95%	8.97%
其他						
销售收入	27.60	34.24	35.08	37.00	39.00	41.00
增长率（YOY）	—	*24.03%*	*2.47%*	*5.47%*	*5.41%*	*5.13%*
毛利	27.60	34.24	35.08	37.00	39.00	41.00
增长率（YOY）	—	*24.03%*	*2.47%*	*5.47%*	*5.41%*	*5.13%*
占总销售额比重	0.48%	0.44%	0.34%	0.30%	0.26%	0.22%
占主营业务利润比重	3.50%	3.09%	2.41%	2.10%	1.80%	1.54%
销售收入小计	**5734.10**	**7852.28**	**10376.48**	**12393.28**	**15097.94**	**18498.23**
销售成本小计	**4946.26**	**6743.99**	**8923.10**	**10630.06**	**12933.42**	**15832.31**
毛利	**787.84**	**1108.29**	**1453.38**	**1763.22**	**2164.53**	**2665.93**
平均毛利率	**13.74%**	**14.11%**	**14.01%**	**14.23%**	**14.34%**	**14.41%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：销售收入分项预测1——肉及肉制品业务

肉及肉制品	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰量（万头）	133	147	226	245	271	308
肉制品产量（万吨）	4.7	5.6	6.0	7.8	11.6	15.0
总收入（百万元）	3,188	3,969	6,269	7,158	8,947	11,171
收入yoy	43.1%	24.5%	57.9%	14.2%	25.0%	24.9%
总毛利率	9.1%	13.3%	13.1%	14.3%	14.5%	14.8%
毛利率（+/-）	2.1%	4.2%	-0.2%	1.2%	0.3%	0.2%
总毛利（百万元）	290	526	821	1,021	1,301	1,650

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：梅林罐头详细预测表——未来 3 年收入复合增速 30%

梅林罐头	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
罐头产量（万吨）	4.7	4.9	5.0	5.8	7.6	9.5
产量yoy		4.3%	2.0%	16.0%	31.0%	25.0%
罐头产能	4.5	4.5	4.5	5.5	8	9
产能利用率	104%	109%	111%	105%	95%	106%
平均售价（元/吨）	22,195	23,057	25,357	26,283	28,015	28,783
价格yoy		3.9%	10.0%	3.7%	6.6%	2.7%
销售收入（百万元）	1,043	1,130	1,268	1,524	2,129	2,734
收入yoy	19.5%	8.3%	12.2%	20.2%	39.7%	28.4%
单位成本（元/吨）	18,550	16,465	17,845	18,240	19,695	20,378
单位成本yoy		-11.2%	8.4%	2.2%	8.0%	3.5%
毛利率	16.4%	28.6%	29.6%	30.6%	29.7%	29.2%
毛利率（+/-）	6.8%	12.2%	1.0%	1.0%	-0.9%	-0.5%
毛利（百万元）	171	323	376	466	632	798
单位毛利（元/吨）	3,645	6,592	7,512	8,043	8,320	8,405

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：爱森详细预测表——未来 3 年收入复合增速 26%

爱森	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪（万头）	29	37	46	55	66	83
屠宰量yoy	11.5%	27.6%	24.3%	19.6%	20.0%	25.8%
屠宰产能	30	50	70	80	100	100
产能利用率	97%	74%	66%	69%	66%	83%
头均售价（元/头）	1,712	1,736	1,999	2,023	2,176	2,234
价格yoy	9.5%	1.4%	15.1%	1.2%	7.6%	2.7%
收入（百万元）	497	642	919	1,113	1,436	1,854
收入yoy	22.2%	29.3%	43.2%	21.0%	29.1%	29.1%
头均成本（元/头）	1,333	1,354	1,616	1,606	1,732	1,769
成本yoy	7.0%	1.6%	19.3%	-0.6%	7.8%	2.1%
毛利率	22.1%	22.0%	19.2%	20.6%	20.4%	20.8%
毛利率（+/-）	1.8%	-0.2%	-2.8%	1.5%	-0.2%	0.4%
毛利（百万元）	110	141	176	229	293	386
头均毛利（元/头）	379	382	383	417	444	465

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：苏食详细预测表——未来 3 年收入复合增速 23%

苏食	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪（万头）	-	75	78	85	95	110
屠宰量yoy	-		4.0%	9.0%	11.8%	15.8%
屠宰产能	-	120	120	120	150	150
产能利用率	-	63%	65%	71%	63%	73%
头均售价（元/头）	-	1,725	1,860	1,889	2,040	2,170
价格yoy	-		7.8%	1.6%	8.0%	6.4%
屠宰收入（百万元）	1,137	1,294	1,451	1,606	1,938	2,387
屠宰收入yoy	46.6%	13.8%	12.1%	10.7%	20.7%	23.2%
头均成本（元/头）	-	1,607	1,747	1,762	1,911	2,042
成本yoy	-		8.7%	0.9%	8.5%	6.8%
屠宰毛利率	4.6%	6.9%	6.1%	6.7%	6.3%	5.9%
屠宰毛利率（+/-）	-0.7%	2.3%	-0.8%	0.6%	-0.4%	-0.4%
屠宰毛利（百万元）	52	89	88	108	122	141
头均毛利（元/头）	-	119	113	127	129	128
其他收入（百万元）	661	552	727	950	1200	1700
其他收入yoy	1.2%	-16.5%	31.7%	20.5%	21.7%	22.8%
其他收入毛利率	13.0%	14.3%	14.4%	14.0%	14.2%	14.1%
其他收入毛利(百万元)	86	79	104	133	150	200
总收入（百万元）	1,798	1,846	2,177	2,556	3,138	4,087
总收入yoy	25.9%	2.6%	18.0%	17.4%	22.8%	30.2%
总毛利率	7.7%	9.1%	8.9%	9.4%	8.7%	8.3%
总毛利（百万元）	139	168	193	241	272	341

来源：齐鲁证券研究所（注:2011-12 年为备考盈利数据）

图表 6：重庆梅林详细预测表——未来 3 年收入复合增速 9%

重庆梅林（原今普）	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪（万头）	104	110	102	105	110	115
屠宰量yoy	6.1%	5.8%	-7.3%	2.9%	4.8%	4.5%
屠宰产能	270	300	300	300	300	300
产能利用率	39%	37%	34%	35%	37%	38%
头均售价（元/头）	1,585	1,552	1,867	1,872	2,040	2,170
价格yoy	14.6%	-2.1%	20.3%	0.3%	9.0%	6.4%
收入（百万元）	1,648	1,707	1,904	1,966	2,244	2,496
收入yoy	21.7%	3.6%	11.5%	3.2%	14.2%	11.2%
头均成本（元/头）	1,577	1,496	1,792	1,792	1,946	2,062
成本yoy	15.8%	-5.1%	19.8%	0.0%	8.6%	5.9%
毛利率	0.5%	3.6%	4.0%	4.3%	4.6%	5.0%
毛利率（+/-）	-1.0%	3.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
毛利（百万元）	9	62	77	85	103	125
头均毛利（元/头）	9	56	75	80	94	109

来源：齐鲁证券研究所

图表7：销售收入分项预测2——休闲食品业务（冠生园）

冠生园	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入（百万元）	1,223	1,541	1,736	1,998	2,312	2,686
收入yoy	18.8%	26.0%	12.7%	15.1%	15.7%	16.2%
毛利率	34.0%	29.3%	27.8%	27.3%	27.3%	27.4%
毛利率（+/-）	3.8%	-4.7%	-1.5%	-0.5%	0.0%	0.1%
毛利（百万元）	416	451	483	545	631	736

来源：齐鲁证券研究所

图表8：销售收入分项预测3——食品分销业务

食品分销	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
进出口业务						
收入（百万元）	1,296	1,588	1,553	2,200	2,500	2,900
收入yoy	-5.4%	22.6%	-2.2%	41.7%	13.6%	16.0%
正广和网购（含饮用水业务）						
收入（百万元）	-	720	784	1,000	1,300	1,700
收入yoy	-		8.8%	27.6%	30.0%	30.8%
总收入（百万元）	1,296	2,308	2,337	3,200	3,800	4,600
总收入yoy	-5.4%	78.1%	1.2%	37.0%	18.8%	21.1%
总毛利率	4.2%	4.2%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%
总毛利率（+/-）		0.0%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%
总毛利（百万元）	54	97	114	160	194	239

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：上海梅林财务预测三张报表

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销货净收入	**6,339**	**7,852**	**10,376**	**12,393**	**15,098**	**18,498**
增长率	*27.03%*	*23.9%*	*32.1%*	*19.4%*	*21.8%*	*22.5%*
销货成本	-5,325	-6,630	-8,799	-10,513	-12,796	-15,673
% 收入	*84.0%*	*84.4%*	*84.8%*	*84.8%*	*84.8%*	*84.7%*
毛利	1,014	1,222	1,578	1,880	2,302	2,826
% 收入	*16.0%*	*15.6%*	*15.2%*	*15.2%*	*15.2%*	*15.3%*
销售及行政费用	-867	-994	-1,243	-1,465	-1,753	-2,120
% 收入	*13.7%*	*12.7%*	*12.0%*	*11.8%*	*11.6%*	*11.5%*
EBITDA	147	228	335	415	549	706
% 收入	*2.3%*	*2.9%*	*3.2%*	*3.4%*	*3.6%*	*3.8%*
折旧与摊销	-78	-92	-112	-117	-137	-160
% 收入	*1.2%*	*1.2%*	*1.1%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
EBIT	68	136	223	298	412	546
% 收入	*1.1%*	*1.7%*	*2.2%*	*2.4%*	*2.7%*	*3.0%*
利息费用	-79	-50	-86	-71	-70	-77
投资收益	189	35	32	27	30	30
税前经营收益	179	121	169	255	372	499
% 收入	*2.8%*	*1.5%*	*1.6%*	*2.1%*	*2.5%*	*2.7%*
其他非经营收益	9	47	35	36	38	43
税前利润	**188**	**169**	**204**	**291**	**410**	**542**
% 收入	*3.0%*	*2.1%*	*2.0%*	*2.3%*	*2.7%*	*2.9%*
所得税	-36	-39	-39	-56	-78	-103
所得税率	*19.3%*	*23.3%*	*19.2%*	*19.1%*	*19.1%*	*19.0%*
少数股东损益	-1	-11	10	44	61	81
归属于普通股股东净利润	**152**	**140**	**155**	**191**	**270**	**357**
净利率	*2.4%*	*1.8%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.8%*	*1.9%*

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	152	129	165	235	332	439
少数股东损益	0	0	0	44	61	81
非现金支出	110	101	116	116	139	162
非经营收益	-133	38	69	40	31	37
营运资金变动	16	-229	-143	73	-149	-151
经营活动现金净流	**145**	**39**	**207**	**508**	**415**	**567**
资本开支	63	123	136	240	340	345
投资	-1,264	-121	80	0	0	0
其他	79	49	37	27	30	30
投资活动现金净流	**-1,249**	**-194**	**-19**	**-213**	**-310**	**-315**
股权募资	1,508	0	0	0	0	0
债权募资	26	211	190	-221	207	90
其他	-43	-164	-206	-110	-151	-161
筹资活动现金净流	**1,491**	**47**	**-16**	**-330**	**57**	**-71**
现金净流量	**387**	**-108**	**171**	**-35**	**161**	**181**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,214	964	1,079	1,000	1,100	1,200
应收款项	708	844	744	864	1,094	1,341
存货	681	868	985	1,107	1,382	1,735
其他流动资产	249	228	281	312	358	416
流动资产合计	2,852	2,904	3,089	3,283	3,934	4,692
%总资产	*61.7%*	*55.2%*	*55.6%*	*55.5%*	*57.8%*	*60.2%*
长期投资	308	287	285	285	285	285
固定资产	1,085	1,327	1,424	1,563	1,783	1,980
无形资产	365	735	758	776	800	832
非流动资产合计	1,767	2,353	2,471	2,629	2,872	3,102
%总资产	*38.3%*	*44.8%*	*44.4%*	*44.5%*	*42.2%*	*39.8%*
资产总计	**4,618**	**5,257**	**5,559**	**5,912**	**6,806**	**7,794**
短期借款	1,070	1,475	1,596	1,378	1,588	1,679
应付款项	1,415	1,566	1,679	2,063	2,510	3,073
其他流动负债	48	-64	-157	-152	-197	-253
流动负债	2,533	2,977	3,118	3,289	3,901	4,498
长期贷款	39	68	10	7	5	4
其他长期负债	45	146	177	177	177	177
负债	**2,617**	**3,190**	**3,305**	**3,473**	**4,083**	**4,679**
普通股股东权益	**1,844**	**1,876**	**1,983**	**2,125**	**2,346**	**2,654**
少数股东权益	157	191	271	315	376	458
负债股东权益合计	**4,618**	**5,257**	**5,559**	**5,913**	**6,805**	**7,791**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	0.306	0.187	0.189	0.233	0.328	0.434
每股净资产(元)	3.699	2.508	2.411	2.583	2.852	3.226
每股经营现金净流(元)	0.291	0.052	0.252	0.564	0.429	0.591
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	8.27%	7.47%	7.83%	9.01%	11.52%	13.47%
总资产收益率	3.30%	2.67%	2.79%	3.24%	3.97%	4.59%
投入资本收益率	3.47%	4.43%	7.22%	9.48%	11.36%	13.35%
增长率						
主营业务收入增长率	27.03%	23.87%	32.15%	19.44%	21.82%	22.52%
EBIT增长率	-4.20%	98.96%	63.96%	33.62%	37.98%	32.64%
净利润增长率	88.17%	-8.10%	10.85%	23.28%	41.10%	32.30%
总资产增长率	24.00%	13.83%	5.75%	6.34%	15.13%	14.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.7	23.8	21.8	19.0	20.0	20.0
存货周转天数	42.8	42.0	37.9	38.0	39.0	40.0
应付账款周转天数	32.8	28.8	22.8	22.5	22.5	22.5
固定资产周转天数	50.4	45.7	40.2	35.9	32.0	28.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.27%	27.99%	23.35%	15.77%	18.08%	15.50%
EBIT利息保障倍数	1.9	4.6	3.9	4.1	5.4	6.3

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。