

张裕 A (000869.SZ)

评级: 买入 前次: 增持

目标价(元): 56.7

分析师

胡彦超

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

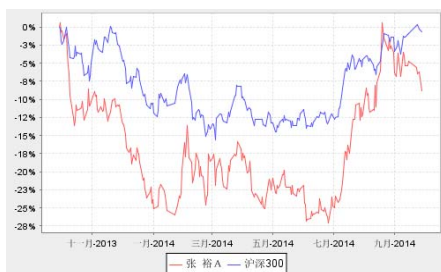
2015年4月28日

业绩下滑大幅收窄, 2015年有望加速恢复
基本状况

总股本(百万股)	685.46
流通股本(百万股)	453.46
市价(元)	46.00
市值(百万元)	20838.00
流通市值(百万元)	31510.00

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,643.5	4,320.9	4,256.5	4,722.6	5,248.6
营业收入增速	-6.37%	-23.44%	-1.49%	10.95%	11.14%
净利润增长率	-10.82%	-38.38%	-5.88%	12.48%	6.83%
摊薄每股收益(元)	2.48	1.53	1.44	1.62	1.73
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)					
市盈率(倍)	18.94	17.66	24.22	21.53	20.16
PEG	—	—	—	1.73	2.95
每股净资产(元)	8.63	9.06	10.00	11.62	13.34
每股现金流量(元)	1.90	1.07	1.90	1.20	1.39
净资产收益率	28.77%	16.88%	14.40%	13.94%	12.96%
市净率	5.45	2.98	3.49	3.00	2.61
总股本(百万元)	685.46	685.46	685.46	685.46	685.46

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- 公司公布 2014 年年报, 基本符合我们预期。**公司实现营业收入 41.57 亿元, 同比减少 3.80%, 并未到达公司制定的 46 亿元目标; 归属母公司的净利润 9.78 亿元, 同比减少 6.72%; 每股收益 1.43 元, 同比减少 6.54%; 加权平均净资产收益率 13.96%, 比上年度减少 2.49 个百分点。每股经营活动产生的现金流量净额 1.56 元, 同比增长 45.57%。公司分红预案为每 10 股派发现金红利 4.4 元。
- 高利润率酒庄酒的销量下滑是收入和净利润微降的主要原因。**2014 年以酒庄酒为代表的高价位高毛利产品销量下降导致公司收入和净利润出现小幅下滑, 2014 年利润增速小于收入增速。具体来看, 葡萄酒业务销售收入 32 亿元, 收入下滑 3.9%, 销量增长 5.7%, 销售均价下滑导致毛利率下滑 2.8pct 至 68.4%; 白兰地业务销售收入 8 亿元, 收入下滑 0.7%, 销量下滑 0.6%, 毛利率提升 3.6pct 至 64.9%; 综合毛利率下滑 1.66pct 至 67.1%。
- 2014 年业绩下滑大幅收窄, 源于中低价位产品销量的增长, 我们认为大众餐酒份额的提升是未来发展的必然趋势, 而产品的成功转型会带来业绩的持续增长。**与 2013 年比, 2014 年已经出现了明显的改善, 基本上与上年持平: 公司继续实施了“稳步发展中高档葡萄酒, 大力发展低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒”的经营战略, 在努力促进原有中高档葡萄酒发展的同时, 将营销资源向适应市场需求的中低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒进行了适当倾斜。
- 总结 2014 年, 我们认为张裕是走出行业低谷的典型代表, 公司已经初步完成产品的中低端化转型, 渠道扁平化升级效果初显。**产品上重心逐步转向中低端, 及时推出 68 元“醉诗仙”低端大单品, 中高端继续以解百纳、酒庄酒为主要品类; 渠道上重心逐步由经销向直销转变, 及时对经销商数量进行优化调整, 终端掌控能力会持续加强。

- **展望 2015 年,公司核心增长点将源于如下关键词:中低端产品、起泡酒、郊区市场、进口酒市场**
- **中低端产品（尤其是大众餐酒）是公司增长的主要驱动力，2015 年预计保持 15-20%的增速。**我们认为，张裕在国内行业中的龙头的地位不可撼动，通过内部的战略调整、业务转型、渠道优化、种植技术的升级等积极性努力，其中高档产品在市场上的优势将会越来越显著，特别是大众餐酒，并且 2015 年中低端产品实现两位数增长是大概率事件。
- **起泡酒是 2015 年公司业绩增长的潜在主力。**凭借低酒精度、个性化体验、受众面广等独特优势，起泡酒近三年进口量保持 20% 以上的增长。尽管目前起泡酒在进口酒中的占比仍然很小，但其高速增长势头不可忽视，未来发展潜力巨大。在 2014 年年报中公司明确表示要加大起泡酒的营销力度，基于产品的特质和行业的高成长性，我们认为起泡酒销量的快速增长助推公司 2015 年业绩腾飞是有可能的。
- **郊区市场仍有较大增长潜力。**张裕对郊区市场的渠道部署逐渐从简单的覆盖转向深度分销。目前，葡萄酒的消费主要还是集中在沿海和一二线城市，随着此轮行业的调整，葡萄酒整体价格的下移和性价比的提高，行业渗透率有望得以提高。我们认为，张裕有望受益于郊区市场的增长红利，助推业绩加速恢复。
- **进口酒市场提前布局，业绩增长即将显现。**在行业进入新常态阶段，抢占进口酒市场将成为内资企业未来的一大增长点。进口酒在渠道建设方面很难和内资企业的分销体系相抗衡。作为内资的龙头，张裕将充分受益销售规模优势和强大的渠道体系，而提前布局进口酒市场更是明智之举。我们认为，2015 年公司的进口酒业务增长会有大幅提升。
- **维持盈利预测，预计 2015-16 年 EPS 为 1.62/1.73 元，同比增长 12.5%/6.8%，目标价 56.7 元，对应 2015 年 35xPE，给予“买入”评级。**葡萄酒行业逐步回暖，而张裕是首要受益者，目前公司业绩基本触底，未来 2-3 年虽有一定的增长承压，但盈利会逐步回升。长期来看，公司主营产品的顺利转型以及其在进口酒市场的巨大潜力，张裕未来将会保持较高的稳定成长性。
- **风险提示：**转型的速度和效果不达预期，与进口酒相竞争存在的不确定性；新增资产的盈利能力和带来的现金和财务费用压力存在不确定性。

图表 1: 张裕销售收入分项详细预测——高档酒 (酒庄酒)

高档 (酒庄酒)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (吨)	7350	6400	3000	2550	2200	2000
销量yoy		-12.93%	-53.13%	-15.00%	-13.73%	-9.09%
平均售价 (万元/吨)	21.556	21.333	20.513	20.000	20.000	20.000
价格yoy		-1.03%	-3.85%	-2.50%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	1584.37	1365.33	615.38	510.00	440.00	400.00
收入yoy		-13.82%	-54.93%	-17.12%	-13.73%	-9.09%
单位成本 (万元/吨)	2.655	2.695	3.165	3.300	3.400	3.500
单位成本yoy		1.51%	17.44%	4.27%	3.03%	2.94%
销售成本 (百万元)	195.14	172.48	94.95	84.15	74.80	70.00
毛利率 (%)	87.68%	87.37%	84.57%	83.50%	83.00%	82.50%
毛利率 (+/-)		-0.32%	-2.80%	-1.07%	-0.50%	-0.50%
毛利 (百万元)	1389.22	1192.85	520.43	425.85	365.20	330.00
单位毛利 (万元/吨)	18.901	18.638	17.348	16.700	16.600	16.500

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 张裕销售收入分项详细预测——解百纳

解百纳	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (吨)	30053	28172	22000	20200	23000	26000
销量yoy		-6.26%	-21.91%	-8.18%	13.86%	13.04%
平均售价 (万元/吨)	7.068	7.067	7.066	7.06	7.066	7.066
价格yoy		-0.01%	-0.01%	-0.08%	0.08%	0.00%
销售收入 (百万元)	2124.15	1990.92	1554.52	1426.12	1625.18	1837.16
收入yoy		-6.27%	-21.92%	-8.26%	13.96%	13.04%
单位成本 (万元/吨)	1.282	1.272	1.585	1.648	1.698	1.772
单位成本yoy		-0.78%	24.61%	3.97%	3.03%	4.36%
销售成本 (百万元)	385.28	358.35	348.70	332.90	390.54	460.72
毛利率 (%)	81.86%	82.00%	77.57%	76.66%	75.97%	74.92%
毛利率 (+/-)		0.14%	-4.43%	-0.91%	-0.69%	-1.05%
毛利 (百万元)	1738.87	1632.57	1205.82	1093.22	1234.64	1376.44
单位毛利 (万元/吨)	5.786	5.795	5.481	5.412	5.368	5.294

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 张裕销售收入分项详细预测——大众餐酒

大众餐酒	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量(吨)	50199	47677	46354	49500	54500	60500
销量yoy		-5.02%	-2.77%	6.79%	10.10%	11.01%
平均售价(万元/吨)	2.507	2.507	2.507	2.533	2.684	2.758
价格yoy		0.00%	0.00%	1.04%	5.96%	2.76%
销售收入(百万元)	1258.49	1195.26	1162.09	1253.84	1462.78	1668.59
收入yoy		-5.02%	-2.77%	7.89%	16.66%	14.07%
单位成本(万元/吨)	0.896	0.877	1.114	1.179	1.224	1.276
单位成本yoy		-2.12%	27.02%	5.83%	3.82%	4.25%
销售成本(百万元)	449.78	418.13	516.38	583.61	667.08	771.98
毛利率(%)	64.26%	65.02%	55.56%	53.45%	54.40%	53.73%
毛利率(+/-)		0.76%	-9.45%	-2.11%	0.94%	-0.66%
毛利(百万元)	808.71	777.14	645.71	670.23	795.70	896.61
单位毛利(万元/吨)	1.611	1.630	1.393	1.354	1.460	1.482

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 张裕销售收入分项详细预测——白兰地

白兰地	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量(吨)	42414	40659	37713	42000	47050	53000
销量yoy		-4.14%	-7.25%	11.37%	12.02%	12.65%
平均售价(万元/吨)	1.788	2.113	2.172	2.206	2.284	2.345
价格yoy		18.18%	2.79%	1.57%	3.54%	2.67%
销售收入(百万元)	758.36	859.12	819.13	926.52	1074.62	1242.85
收入yoy		13.29%	-4.66%	13.11%	15.98%	15.65%
单位成本(万元/吨)	0.677	0.795	0.790	0.805	0.830	0.870
单位成本yoy		17.43%	-0.63%	1.90%	3.11%	4.82%
销售成本(百万元)	287.14	323.24	297.93	338.10	390.52	461.10
毛利率(%)	62.14%	62.38%	63.63%	63.51%	63.66%	62.90%
毛利率(+/-)		0.24%	1.25%	-0.12%	0.15%	-0.76%
毛利(百万元)	471.22	535.89	521.19	588.42	684.11	781.75
单位毛利(万元/吨)	1.111	1.318	1.382	1.401	1.454	1.475

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 张裕销售收入分项详细预测——其他

其他	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	302.64	233.37	169.87	140.00	120.00	100.00
销售成本 (百万元)	121.65	128.80	100.04	83.00	70.00	59.00
毛利率 (%)	59.80%	44.81%	41.11%	40.71%	41.67%	41.00%
毛利 (百万元)	180.99	104.57	69.83	57.00	50.00	41.00

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 张裕销售预测表

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
高档 (酒庄酒)						
平均售价 (万元/吨)	21.56	21.33	20.51	20.00	20.00	20.00
增长率 (YOY)	—	-1.03%	-3.85%	-2.50%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	7,350.00	6,400.00	3,000.00	2,550.00	2,200.00	2,000.00
增长率 (YOY)	—	-12.03%	40.88%	-15.00%	-13.73%	-9.09%
销售收入	1,584.37	1,365.33	615.38	510.00	440.00	400.00
增长率 (YOY)	—	-13.82%	-54.03%	-17.12%	-13.73%	-9.09%
毛利率	87.68%	87.37%	84.57%	83.50%	83.00%	82.50%
销售成本	195.14	172.48	94.95	84.15	74.80	70.00
增长率 (YOY)	—	-11.01%	-44.05%	-11.37%	-11.11%	-6.42%
毛利	1,389.22	1,192.85	520.43	425.85	365.20	330.00
增长率 (YOY)	—	-14.14%	-50.37%	-18.17%	-14.24%	-9.44%
占总销售额比重	26.28%	24.19%	14.24%	11.98%	9.32%	7.62%
占主营业务利润比重	30.27%	28.11%	17.56%	15.02%	11.67%	9.63%
解百纳						
平均售价 (万元/吨)	7.07	7.07	7.07	7.06	7.07	7.07
增长率 (YOY)	—	-0.01%	-0.01%	-0.08%	0.08%	0.08%
销售数量 (吨)	30,053.00	28,172.00	22,000.00	20,200.00	23,000.00	26,000.00
增长率 (YOY)	—	-6.26%	-21.01%	-8.18%	13.80%	28.71%
销售收入	2,124.15	1,990.92	1,554.52	1,426.12	1,625.18	1,837.16
增长率 (YOY)	—	-6.27%	-21.02%	-8.20%	-11.54%	28.82%
毛利率	81.86%	82.00%	77.57%	76.66%	75.97%	74.92%
销售成本	385.28	355.35	348.70	332.90	390.54	460.72
增长率 (YOY)	—	-8.00%	-2.09%	-4.53%	8.03%	38.40%
毛利	1,738.87	1,635.57	1,205.82	1,093.22	1,234.64	1,376.44
增长率 (YOY)	—	-6.11%	-20.14%	-9.34%	-12.33%	25.01%
占总销售额比重	35.24%	35.27%	35.98%	33.50%	34.41%	35.00%
占主营业务利润比重	37.89%	38.48%	40.70%	38.57%	39.45%	40.18%
大众餐酒						
平均售价 (万元/吨)	2.51	2.51	2.51	2.53	2.68	2.76
增长率 (YOY)	—	0.00%	0.00%	1.04%	5.95%	2.76%
销售数量 (吨)	50,199.00	47,677.00	46,354.00	49,500.00	54,500.00	60,500.00
增长率 (YOY)	—	-5.02%	-2.77%	6.79%	10.10%	22.22%
销售收入	1,258.49	1,195.26	1,162.09	1,253.84	1,462.78	1,668.59
增长率 (YOY)	—	-5.02%	-2.77%	7.89%	16.66%	33.08%
毛利率	64.26%	65.02%	55.56%	53.45%	54.40%	53.73%
销售成本	449.78	418.13	516.38	583.61	667.08	771.98
增长率 (YOY)	—	-7.04%	23.50%	13.02%	14.30%	32.26%
毛利	808.71	777.14	645.71	670.23	795.70	896.61
增长率 (YOY)	—	-3.90%	-16.01%	3.80%	18.72%	33.78%
占总销售额比重	20.88%	21.18%	26.89%	29.46%	30.97%	31.79%
占主营业务利润比重	17.62%	18.32%	21.79%	23.64%	25.42%	26.17%
葡萄酒合计						
销售收入小计	4967.00	4551.51	3332.00	3189.96	3527.96	3905.75
销售成本小计	1030.21	948.96	960.03	1000.65	1132.42	1302.70
毛利	3936.80	3602.55	2371.97	2189.30	2395.54	2603.05
平均毛利率	79.26%	79.15%	71.19%	68.63%	67.90%	66.65%

白兰地						
平均售价 (万元/吨)	1.79	2.11	2.17	2.21	2.28	2.35
增长率 (YOY)	—	18.18%	2.70%	1.57%	3.54%	2.07%
销售数量 (吨)	42,414.00	40,659.00	37,713.00	42,000.00	47,050.00	53,000.00
增长率 (YOY)	—	-4.14%	-7.25%	11.37%	12.02%	12.05%
销售收入	758.36	859.12	819.13	926.52	1,074.62	1,242.85
增长率 (YOY)	—	13.20%	-4.66%	13.11%	15.08%	15.05%
毛利率	62.14%	62.38%	63.63%	63.51%	63.66%	62.90%
销售成本	287.14	323.24	297.93	338.10	390.52	461.10
增长率 (YOY)	—	12.57%	-7.63%	13.48%	15.50%	18.07%
毛利	471.22	535.89	521.19	588.42	684.11	781.75
增长率 (YOY)	—	13.72%	-2.74%	12.00%	16.20%	14.27%
占总销售额比重	12.58%	15.22%	18.96%	21.77%	22.75%	23.68%
占主营业务利润比重	10.27%	12.63%	17.59%	20.76%	21.86%	22.82%
其他						
销售收入	302.64	233.37	169.87	140.00	120.00	100.00
毛利率	59.80%	44.81%	41.11%	40.71%	41.67%	41.00%
销售成本	121.65	128.80	100.04	83.00	70.00	59.00
增长率 (YOY)	—	5.88%	-22.33%	-17.03%	-15.00%	-28.02%
毛利	180.99	104.57	69.83	57.00	50.00	41.00
占总销售额比重	5.02%	4.13%	3.93%	3.29%	2.54%	1.91%
占主营业务利润比重	3.94%	2.46%	2.36%	2.01%	1.60%	1.20%

来源：齐鲁证券研究所

图表 1: 张裕财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	8,028	8,844	4,321	4,268	4,723	6,249	货币资金	2,533	2,227	1,368	1,754	1,551	1,819
增长率	20.00%	-6.4%	-23.4%	-1.6%	11.0%	11.1%	应收账款	259	256	356	341	283	318
营业成本	-1,439	-1,401	-1,358	-1,422	-1,593	-1,823	存货	1,756	2,069	2,121	1,951	2,405	2,756
% 销售收入	23.2%	24.0%	31.4%	33.4%	33.7%	34.7%	其他流动资产	93	52	54	60	64	73
毛利	4,588	4,242	2,963	2,835	3,130	3,426	流动资产	4,641	4,804	3,900	4,107	4,303	4,966
% 销售收入	70.1%	76.2%	68.6%	66.6%	66.3%	66.3%	% 总资产	63.0%	60.1%	48.7%	48.1%	43.0%	44.4%
营业税金及附加	-362	-318	-236	-239	-263	-292	长期投资	5	5	0	0	0	0
% 销售收入	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	固定资产	2,058	2,696	3,444	4,123	4,826	5,527
营业费用	-1,503	-1,449	-1,141	-1,103	-1,230	-1,368	% 总资产	28.2%	32.2%	43.0%	48.4%	49.2%	49.4%
% 销售收入	24.9%	26.7%	26.4%	26.9%	26.0%	26.1%	无形资产	412	439	475	480	495	509
管理费用	-235	-254	-245	-213	-243	-272	非流动资产	2,655	3,319	4,102	4,792	5,505	6,220
% 销售收入	3.0%	4.6%	6.7%	6.0%	6.1%	6.2%	% 总资产	36.4%	40.0%	51.3%	51.9%	56.1%	55.6%
息税前利润 (EBIT)	2,488	2,221	1,340	1,280	1,394	1,494	资产总计	7,298	8,123	8,002	8,898	9,807	11,188
% 销售收入	41.3%	39.3%	31.0%	30.1%	29.6%	28.9%	短期借款	81	151	243	0	0	0
财务费用	45	20	19	1	50	51	应付账款	1,060	1,246	950	994	1,118	1,259
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.0%	-1.0%	-1.0%	其他流动负债	891	593	344	796	471	523
资产减值损失	-14	-3	-2	0	0	0	流动资产	2,032	1,989	1,537	1,790	1,589	1,782
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	114	74	94	94	94	94
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,148	2,084	1,881	1,884	1,883	1,878
营业利润	2,518	2,238	1,357	1,281	1,444	1,544	普通股股东权益	5,014	5,913	6,208	6,952	7,962	9,147
营业利润率	41.3%	39.7%	31.4%	30.1%	30.6%	29.4%	少数股东权益	136	146	163	163	163	163
营业外收入	22	32	40	35	36	36	负债股东权益合计	7,298	8,123	8,002	8,898	9,807	11,188
税前利润	2,640	2,270	1,387	1,316	1,480	1,581	比率分析						
利润率	42.1%	40.2%	32.3%	30.9%	31.3%	30.1%	每股指标	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-632	-569	-349	-329	-370	-395	每股收益 (元)	3.617	2.481	1.529	1.439	1.619	1.729
所得税率	24.0%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产 (元)	9.508	8.626	9.057	9.996	11.615	13.345
净利润	1,907	1,701	1,048	987	1,110	1,185	每股经营现金流 (元)	2.856	1.900	0.920	1.895	1.202	1.392
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	1,907	1,701	1,048	987	1,110	1,186	回报率	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润率	31.6%	30.1%	24.3%	23.2%	23.6%	22.6%	净资产收益率	38.04%	28.77%	16.88%	14.40%	13.94%	12.96%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	26.14%	20.94%	13.10%	11.09%	11.31%	10.80%
净利润	1,907	1,701	1,048	987	1,110	1,185	投入资本收益率	69.23%	41.77%	19.15%	18.23%	15.89%	14.95%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
非现金支出	119	147	152	7	7	7	营业总收入增长率	20.96%	-6.37%	-23.44%	-1.49%	10.95%	11.14%
折旧及摊销	-94	1	-29	-26	-36	-36	EBIT增长率	32.17%	-10.74%	-39.64%	-4.50%	8.91%	7.16%
资产减值准备	-456	-547	-436	332	-257	-202	净利润增长率	32.98%	-10.82%	-38.38%	-5.88%	12.48%	8.83%
经营活动的现金流	1,608	1,802	736	1,289	824	864	总资产增长率	21.94%	11.34%	-1.50%	11.21%	10.21%	14.05%
资本开支	754	888	961	662	684	686	资产管理能力	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
投资	199	0	-17	0	0	0	应收账款周转天数	6.9	8.5	13.2	10.6	11.1	11.3
其他	45	658	418	0	0	0	存货周转天数	386.8	524.2	590.0	534.2	551.1	552.0
投资活动的现金流	-610	-210	-680	-682	-684	-688	应付账款周转天数	62.0	72.3	78.4	73.6	75.0	75.1
股权融资	0	10	16	0	0	0	固定资产周转天数	87.1	113.7	164.0	182.6	180.7	178.3
债权融资	0	0	243	-243	0	0	偿债能力	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
其他	-738	-796	-1,040	-9	-343	0	资产负债/股东权益	-47.61%	-34.27%	-17.65%	-25.00%	-19.09%	-19.54%
筹资活动的现金流	-738	-788	-781	-262	-343	0	EBIT利息保障倍数	-55.9	-111.5	-71.7	-1,500.3	-28.1	-29.5
现金净流量	268	308	-808	338	-202	288	资产负债率	29.41%	25.40%	20.38%	21.17%	17.16%	16.77%

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。