

雄韬股份(002733.SZ)

评级: 买入 **前次:**
目标价(元): 55
 分析师 分析师
 曾朵红 沈成
 S0740514080001 S0740514080003

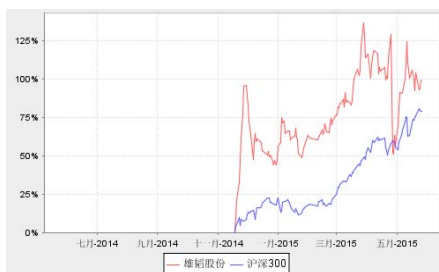
布局锂电和储能新方向, 开创雄韬新纪元

zengdh@r.qlzq.com.cn shencheng@r.qlzq.com.cn
 2015年6月12日

基本状况

总股本(百万股)	204.00
流通股本(百万股)	51.00
市价(元)	37.78
市值(百万元)	7707.12
流通市值(百万元)	1926.78

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,650.39	1,975.40	2,234.10	2,603.91	3,156.85
营业收入增速	-7.59%	19.69%	13.10%	16.55%	21.24%
净利润增长率	-0.57%	17.13%	17.45%	29.74%	26.68%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.72	0.57	0.73	0.93
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)	0.00	40.22	50.98	39.30	31.02
PEG	—	2.35	2.92	1.32	1.16
每股净资产(元)	6.19	8.16	6.12	6.85	7.78
每股现金流量	0.42	0.71	0.58	0.22	0.54
净资产收益率	13.29%	8.86%	9.25%	10.72%	11.95%
市净率	0.00	3.56	4.72	4.21	3.71
总股本(万股)	102.00	136.00	204.00	204.00	204.00

- 公司主导产品均以自主创新开发为主, 产品涵盖密封铅酸、锂离子电池两大品类; 密封铅酸蓄电池涵盖 AGM、胶体两大系列, 锂离子电池涵盖钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂三大系列; 其中磷酸铁锂动力电池为国家火炬计划重点项目和深圳市科技资助项目。目前铅酸电池是主要利润来源, 未来的发展战略是保持原有铅酸电池业务的稳定、健康发展的基础上, 集中优势资源发展锂电池, 拓展在新能源汽车与储能领域的应用。**

■ 铅酸蓄电池乃公司发展本源, 传统 UPS 电源+通讯行业领域持续稳定增长:

- ◆ UPS 电源**是传统铅酸电池的最佳应用领域, 是公司核心业务兼优势产业, 2011-2014 的占比高达 60% 以上, 主要应用于银行、电力企业等大型公用事业领域, 未来公司仍将保持在该领域的领先优势。目前主要客户包括易事特、科华恒盛等国内企业, 海外巨头 Emerson、伊顿等。UPS 电源存在三种模式:
 - ①直接卖电池给客户, 此种模式下公司仅仅是电池供应商;
 - ②与客户一起去投资建电站共同运营, 此模式对公司最为有利, 能够了解到电站的运营模式, 能收集流量数据切入到能源互联网中;
 - ③融资租赁, 即做好电站租赁给客户, 目前客户对这种模式比较感兴趣。具体操作步骤如下, 公司以电池为中心, 建立整个 UPS 的电源配套系统, 然后将系统出售给客户, 即融资租赁, 国内采用此种模式; 或者为 UPS 客户代理分期付款融资租赁模式, 这一模式在海外, 融资租赁的利息约为 10%, 而海外的财务成本仅需 6%, 在帮助客户解决现金流的同时, 公司收获颇丰。我们看好公司在 UPS 电源领域开拓创新的融资租赁带来的长足稳定的发展。

- ◆ 通信行业**也是公司的优势领域, 在公司业务占比近年约占 15%, 因受益国外市场的大力拓展以及国内通讯业务快速发展, 尤其是 3G/4G 的业务快速发展, 公司在通讯领域保持稳定增长, 为公司的铅酸市场的应用提供了基本保障。通信电池方面, 公司的外海优势明显, 2014 年海外销量约占 70%, 主要出口欧洲、美国、印度等。未来这块业务将维持稳定的发展态势, 贡献一定业绩。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

图表1: 主导产品的用途

产品类别	2014年1-6月		2013年		2012年		2011年	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
UPS 电源	57,558.96	61.74%	100,416.25	60.84%	114,253.30	63.97%	99,484.8	60.78%
通信行业	2,848.45	13.78%	22,038.91	13.35%	26,355.24	14.76%	26,969.08	16.48%
电动车等动力电池	1,508.16	1.62%	4,167.39	2.53%	6,867.79	3.85%	4,511.46	2.76%
太阳能、风能储能电池	3,697.06	3.97%	9,825.80	5.95%	7,742.89	4.34%	9,305.53	5.69%
铅酸电池合计	75,612.62	81.10%	136,448.35	68.81%	152,192.1	86.91%	140,270.94	85.70%
极板	13,365.40	14.34%	21,927.72	13.29%	15,357.69	8.60%	13,452.70	8.22%
锂电池	2,704.18	2.90%	3,688.74	2.24%	4,225.58	2.37%	5,477.11	3.35%
其他	1,580.83	1.66%	2,974.32	1.80%	3,801.50	2.13%	4,467.12	2.73%
合计	93,323.04	100.00%	185,039.13	100.00%	178,603.98	100.00%	163,667.87	100.00%

来源: 齐鲁证券研究所

图表2: 主要产品的产能、产量、销量情况

产品系列	类别	2014年1-6月	2013年	2012年	2011年	
阀控密封式铅酸蓄 电池系列	AGM 铅酸蓄电池					
	产能(万 KVAh)	137.5	275	260	230	
	产量(万 KVAh)	157.44	264.76	296.46	272.47	
	销量(万 KVAh)	152.41	265.69	287.66	271.08	
	产能利用率	114.50%	96.28%	114.02%	118.47%	
	产销率	96.81%	100.35%	97.03%	99.49%	
	GEL 胶体电池					
	产能(万 KVAh)	27.5	55	20	20	
	产量(万 KVAh)	16.49	29.32	20.97	18.90	
	销量(万 KVAh)	16.64	29.82	16.99	18.68	
	产能利用率	59.96%	53.31%	104.85%	94.50%	
	产销率	100.91%	101.71%	81.02%	98.84%	
	注: 2012 年越南雄韬通过技改增加产能30万 KVAh; 2013年发行人母公司增加产能50万 KVAh					

来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

■ 动力电池+储能电池领域协同发展, 锂电池作为新业务将开拓公司的新蓝海:

- ◆ **动力电池领域:** 我们根据现有汽车企业产能布局、产业链供需关系和基础设施建设进度综合分析, 预计 2015 年国内的电动车销售将高达 22 万辆, 增长率超 160%。随着国内电动汽车的销量高速增长, 对上游电池尤其是锂电池的需求呈同比高速增长, 我们根据现有动力锂电池企业产能布局、扩产进度和车型细分来判断, 预计 2015 年国内动力锂电池需求将达约 12.5GWh, 产值约合 250 亿, 同比增长

150%。公司目前动力电池发展采用锂电池应用于电动大巴、铅酸电池用于电动观光车等交通工具，公司未来发展重点在锂电池。动力锂电池潜在客户为五洲龙、一汽、二汽、金龙等企业，目前处于认证中，基本已通过。

◆**储能电池行业层面：**目前储能正处于产业化的初期，将经历从示范向大规模产业化的过渡。截止 2013 年底，全球储能累计装机容量达到 736MW，同比增长 12%，2014 年底达到 840.3MW，同比增长 14%，2015 年全球储能市场将加速爆发。全球来看，预计 2017 年储能新增装机有望首次达到 GW 级，市场规模约 50 亿元；到 2020 年，全球储能新增装机有望接近 7GW，市场规模有望达到 200 亿元；2015-2020 年，累计市场规模有望达到 500 亿元。随着国内外储能应用的预期火热升温，越来越多的国内企业积极进军储能产业，将助推国内储能产业的爆发。在全球新能源的格局中占据非常关键的地位，国内新能源产业对于储能的发展也愈加迫切，国内储能市场爆发临界点将至。

◆**储能电池公司层面：**目前，公司储能电池与中科恒源的光伏电站做配套应用，聚焦西北风光配套储能，中科恒源的光伏电站规模约为 10MW，该光伏电站弃电比例较高达 40~50%，输电非常困难，公司配套供给 10MWh（充放电时间 4 小时，合 2.5MW）储能电池，目前主要应用性价比较高的铅碳电池，电池的度电成本大约 0.6-0.7 元/度，低于上网电价，配套储能具有较好的经济效益。目前，投资 5MWh 储能电站盈利约 100~200 万，投资收益率约 20%。当锂电池成本降低到与铅碳电池相当且安全性解决的前提下，未来会采用磷酸储能电池，锂电池是公司重点发展方向。公司与中科恒源合作的项目金额约 2~3 亿元，预计 2015 年储能业务收入规模约 3-4 亿元，盈利能力明显高于传统业务，储能已成为公司未来战略方向。

◆**战略转型布局锂电池，聚焦储能与电动车领域：**财政部发布《关于对电池、涂料征收消费税的通知》指出，自 2016 年 1 月 1 日起，对铅蓄电池按 4% 税率征收消费税。为了应对未来发展局势，我们认为将有更多的铅酸电池企业将转型步入锂电池产业，利用原有渠道与品牌优势在产业更迭中充分受益。在锂电池与铅酸电池的竞争中，不少传统铅酸电池龙头已经开始布局锂电产业。例如，国内的天能和超威两大企业已经开始转型锂电池争抢未来市场份额。下游电动车销量暴增以及储能预期升温，而锂电池是电动车与储能电池的重点应用领域，公司积极谋求思变，大力转型布局锂电池，目前主要的技术路线磷酸铁锂，三元体系也在同步研发、生产。公司 2014 年锂电池销售收入约 7000 万，预计 2015 年、2016 年销售收入分别约达 2 亿、4 亿元，将是公司成长最快的产业。我们积极看好公司大力转型布局锂电池，凭借在铅酸电池市场开拓的渠道优势，将会给公司在储能与电动汽车领域带来巨大的成长空间。

■**深耕海外客户，境外销售渠道优势明显：**公司多年深耕海外市场，开拓众多优质、稳定的海外客户，相比国内市场，海外市场的竞争环境相对公平，给公司带来更稳定的盈利能力。目前，公司成功打造一个以中国深圳为管理中心，在中国大陆、欧洲、香港、越南、印度、美国拥有制造基地或销售服务中心，分销网络遍布全球主要国家和地区的跨国集团。在大客户群上有较大的合作优势，经过近 25 年的发展形成了长期的战略合作关系，如：施耐德集团、SUNLIGHT、INFORM、艾默生（EMERSON）、沃达丰（VODAFONE）、易达（ELTEK）、台达（DELTA）等境外大型企业。

图表 3: 营业收入的区域分布情况

单位：万元

销售区域	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
境外市场	52,983.91	56.83%	87,860.36	53.24%	118,860.69	66.55%	99,854.43	61.01%
欧洲	19,313.05	20.71%	29,994.25	18.17%	37,481.70	20.99%	30,437.62	18.60%
亚洲（除中国、印度外）	17,734.37	19.02%	33,928.92	20.56%	45,946.75	25.73%	29,649.03	18.12%
印度	5,751.41	6.17%	5,596.90	3.39%	9,679.05	5.42%	14,988.68	9.16%
美洲	7,873.09	8.44%	13,963.72	8.46%	19,287.49	10.80%	19,503.86	11.92%
澳洲	1,918.16	2.06%	3,533.24	2.14%	4,784.43	2.68%	3,239.42	1.98%
非洲	393.83	0.42%	843.32	0.51%	1,681.27	0.94%	2,035.82	1.24%
境内市场	40,249.12	43.17%	77,178.78	46.76%	59,743.28	33.45%	63,813.45	38.99%
华中	13,355.36	14.32%	23,075.81	13.98%	22,071.05	12.36%	24,230.87	14.80%
华南	14,212.23	15.24%	26,487.98	16.05%	17,648.26	9.88%	20,100.97	12.28%
华东	11,232.23	12.05%	22,683.86	13.74%	16,481.41	9.23%	16,920.91	10.34%
其他	1,449.30	1.55%	4,931.13	2.99%	3,542.57	1.98%	2,560.70	1.56%
合计	93,233.04	100%	165,039.13	100%	178,603.98	100%	163,667.87	100%

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 4: 公司主导产品的用途

产品系列	类别	用途	主要产品型号
阀控式密封铅酸蓄电池	中大密电池: 单体电池容量25Ah 以上的电池, 设计寿命CL 20 年, UPS 15 年, CTA 12 年, CT/FM/HF 10 年。其中UPS 为2V 高功率系列, HF 为12V 高功率系列, 可满足大电流放电的需求。同时, 可以生产深循环系列的产品	电信、电力、UPS, 电力负荷调整、铁路机车、铁路信号、储能, 机房等对于可靠性要求高的领域	CL100~3000 共26 个; UPS200~3000 共17 个; CT12-50~180X 共18 个; CTA12-50~150X 共8 个; 3FM33~225 共10 个; 6FM33~250 共97 个; HF12-165W~1010W 共23 个
	小密电池: 单体电池容量在24Ah 以下, 设计寿命5 年, 其中HF 为高功率系列。同时, 可以生产深循环系列的产品	UPS、应急照明、电动工具、医疗仪器、野外便携式仪器。	CP260 共1 个; CP445~200 共5 个; CP610~6140 共45 个; CP820~830 共3 个; CP1208~12650 共88 个; HP6-25W~12-116W 共10 个
	GEL 胶体电池 胶体电池: 以二氧化硅为凝胶剂, 使电解液成不流动状态。电池具有耐高低温, 深循环特点。使用寿命比AGM 电池长30% 以上	太阳能/风能储能、室外基站、船用。	CG2-200 ~ 3000 共10 个; CG12-32~200 共29 个; CG-A 共108 个。
锂离子电池	磷酸铁锂电池: 以磷酸铁锂为正极材料, 安全性高, 使用寿命长, 循环次数2000次以上, 是铅 电池的4 倍	电动汽车、UPS, 储能、电信、电动自行车等高端用户	LFP1.1Ah~200Ah, 共35 个
	钴酸锂等普通锂电池: 以钴酸锂为正极材料, 容量高, 体积小	手机、航模、电动工具, 笔记本电脑	300mAh~ 1500mAh 共85 个

来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 5: 主要产品的销售收入情况 (单位: 万元)

产品类别	2014 年 1-6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
AGM 电池	68,208.63	73.16%	122,382.89	74.15%	146,790.58	82.19%	129,755.80	79.28%
其中中大密	48,857.50	52.40%	90,006.73	54.54%	90,432.32	50.63%	84,950.38	51.90%
小密	19,351.13	20.76%	32,376.16	19.62%	56,358.26	31.55%	44,805.42	27.38%
胶体电池	7,403.99	7.94%	14,065.47	8.52%	8,428.63	4.72%	10,515.14	6.42%
铅酸蓄电池产品合计	75,612.62	81.10%	136,448.35	82.68%	155,219.21	86.91%	140,270.94	85.70%
极板	13,365.40	14.34%	21,927.72	13.29%	15,357.69	8.60%	13,452.70	8.22%

锂离子电池	2,704.18	2.90%	3,688.74	2.24%	4,225.58	2.37%	5,477.11	3.35%
其他	1,550.83	1.66%	2,974.32	1.80%	3,801.50	2.13%	4,467.12	2.73%
合计	93,233.04	100.00%	165,039.13	100.00%	178,603.98	100%	163,667.87	100%

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- **可比公司估值比较：**我们选取选取主营为铅酸电池、储能领域的南都电源（300068）、圣阳股份（002580），以及次新股鹏辉能源（300438）、先导股份（300450）、赢合科技（300457）、红相电力（300427）与双杰电气（300444）作为可比公司。

图表 6：可比公司盈利预测与估值比较（Wind 一致性预测）

公司名称	证券代码	6月11日 收盘价	EPS			PE			ROE 2015	总市值(亿)
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
南都电源	300068.SZ	28.14	0.31	0.45	0.60	89.65	62.97	47.00	6.66	170.24
圣阳股份	002580.SZ	27.88	0.26	0.40	0.83	106.86	70.28	33.46	5.69	61.23
鹏辉能源	300438.SZ	116.90	0.85	0.99	1.10	138.13	118.22	106.41	0.00	98.20
赢合科技	300457.SZ	98.41	0.69	0.86	1.00	142.69	114.59	98.55	0.00	76.76
先导股份	300450.SZ	169.81	1.26	1.64	1.71	135.10	103.39	99.46	0.00	115.47
红相电力	300427.SZ	86.91	0.75	0.86	1.07	115.83	101.14	81.55	18.61	77.06
双杰电气	300444.SZ	82.01	0.71	0.80	0.84	115.65	102.96	97.63	0.00	113.13

来源：wind, 齐鲁证券研究所

- **投资建议：**新型产业领域：战略转型强力布局锂电池产业，存外延预期，聚焦新能源汽车与储能电站等新兴产业；传统业务领域：铅酸电池业务稳健发展，开拓 UPS 融资租赁、UPS+储能、互联网创新模型。我们看好公司未来转型升级，聚焦新兴产业带来的巨大成长机会。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.57 元、0.73 元和 0.93 元，对应 PE 分别为 50.9 倍、39.3 倍和 31.2 倍，首次给予“买入”的投资评级，第一目标价位为 55 元。
- **风险提示：**政策不达预期；电动车销量低于预期；传统汽车销量不达预期；光伏销量不达预期。

图表 7: 公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,786	1,650	1,975	2,234	2,604	3,157	货币资金	213	173	597	291	292	400
增长率	9.13%	-7.6%	19.7%	13.1%	16.6%	21.2%	应收款项	372	435	471	518	610	710
营业成本	-1,501	-1,388	-1,666	-1,920	-2,215	-2,677	存货	334	299	440	416	492	589
%销售收入	84.1%	84.1%	84.3%	85.9%	85.1%	84.8%	其他流动资产	36	42	99	108	117	127
毛利	285	262	309	315	389	480	流动资产	956	950	1,607	1,333	1,511	1,827
%销售收入	15.9%	15.9%	15.7%	14.1%	14.9%	15.2%	%总资产	78.8%	78.5%	84.6%	83.6%	86.8%	90.2%
营业税金及附加	-8	-7	-7	-8	-9	-12	长期投资	2	2	2	2	2	2
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	212	215	237	209	179	150
营业费用	-75	-57	-75	-81	-96	-115	%总资产	17.5%	17.8%	12.5%	13.1%	10.3%	7.4%
%销售收入	4.2%	3.5%	3.8%	3.6%	3.7%	3.7%	无形资产	34	33	42	39	37	35
管理费用	-66	-66	-87	-94	-112	-134	非流动资产	257	260	292	262	229	199
%销售收入	3.7%	4.0%	4.4%	4.2%	4.3%	4.3%	%总资产	21.2%	21.5%	15.4%	16.4%	13.2%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	137	132	141	131	171	219	资产总计	1,212	1,209	1,899	1,595	1,741	2,025
%销售收入	7.6%	8.0%	7.1%	5.9%	6.6%	6.9%	短期借款	347	341	423	0	0	0
财务费用	-28	-34	-24	0	0	0	应付款项	236	160	279	277	310	393
%销售收入	1.6%	2.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	37	35	40	88	49	58
资产减值损失	-7	-4	-7	0	0	0	流动负债	620	537	742	365	359	451
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	8	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	3	2	2	2	其他长期负债	27	38	44	44	44	44
%税前利润	—	0.3%	2.4%	1.1%	1.2%	0.8%	负债	656	574	786	409	402	495
营业利润	101	95	112	133	173	220	普通股股东权益	541	632	1,110	1,248	1,398	1,588
营业利润率	5.6%	5.8%	5.7%	5.9%	6.6%	7.0%	少数股东权益	15	13	14	16	18	21
营业外收支	3	5	3	4	3	3	负债股东权益合计	1,212	1,219	1,909	1,673	1,819	2,104
税前利润	103	100	115	136	176	224	比率分析						
利润率	5.8%	6.1%	5.8%	6.1%	6.8%	7.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-16	-15	-15	-19	-24	-31	每股指标						
所得税率	15.9%	14.9%	13.2%	14.1%	13.7%	13.9%	每股收益 (元)	0.828	0.823	0.723	0.566	0.734	0.930
净利润	87	85	100	117	152	193	每股净资产 (元)	5.307	6.193	8.160	6.120	6.854	7.784
少数股东损益	2	1	1	2	2	3	每股经营现金净流 (元)	0.109	0.422	0.705	0.579	0.222	0.536
归属于母公司的净利润	84	84	98	115	150	190	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.220	0.220	0.000	0.000
净利率	4.7%	5.1%	5.0%	5.2%	5.8%	6.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.60%	13.29%	8.86%	9.25%	10.72%	11.95%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	6.96%	6.89%	5.15%	6.90%	8.24%	9.02%
净利润	87	85	100	117	152	193	投入资本收益率	16.40%	13.82%	12.85%	11.58%	13.11%	15.56%
少数股东损益	0	0	0	2	2	3	增长率						
非现金支出	37	37	45	37	37	37	营业总收入增长率	9.13%	-7.59%	19.69%	13.10%	16.55%	21.24%
非经营收益	29	34	19	-5	-5	-5	EBIT增长率	5.90%	-3.21%	6.51%	-6.73%	30.12%	27.87%
营运资金变动	-142	-113	-68	-31	-139	-115	净利润增长率	4.41%	-0.57%	17.13%	17.45%	29.74%	26.68%
经营活动现金净流	11	43	96	120	48	112	总资产增长率	9.21%	0.53%	56.67%	-16.02%	9.12%	16.37%
资本开支	56	34	76	2	2	3	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	62.1	68.3	68.5	68.5	68.5	68.5
其他	7	15	-38	2	2	2	存货周转天数	73.1	83.2	80.9	79.1	81.1	80.4
投资活动现金净流	-49	-19	-114	-1	0	-1	应付账款周转天数	34.0	35.0	32.3	33.7	33.7	33.2
股权募资	0	0	447	0	0	0	固定资产周转天数	39.7	45.1	38.7	33.0	23.4	15.2
债权募资	85	-20	81	-423	0	0	偿债能力						
其他	-24	-61	-132	0	-45	0	净负债/股东权益	25.66%	26.04%	-15.48%	-23.04%	-20.62%	-24.89%
筹资活动现金净流	60	-81	397	-423	-45	0	EBIT利息保障倍数	4.8	3.9	5.8	—	—	—
现金净流量	23	-57	379	-304	3	111	资产负债率	54.10%	47.12%	41.14%	24.44%	22.12%	23.51%

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。