

## 张裕 A (000869.SZ)

业绩大幅超预期，海外收购落地打开进口

酒业务成长空间

评级：**买入**

前次：**买入**

目标价(元)：**47.75**

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qizq.com.

021-20315176

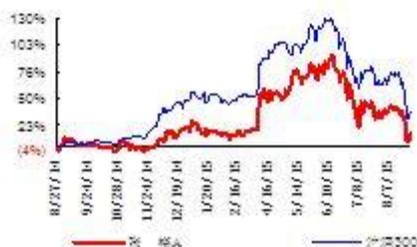
huyc@r.qizq.com.cn

2015年8月28日

### 基本状况

总股本(百万股)	685.46
流通股本(百万股)	453.46
市价(元)	33.99
市值(百万元)	23299
流通市值(百万元)	23299

### 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)	4,320.9	4,156.7	4,941.6	5,876.4	6,861.6
营业收入增速	-23.44	-3.80%	18.88%	18.92%	16.77%
净利润增长率	-38.38	-6.72%	16.28%	15.43%	18.00%
摊薄每股收益(元)	1.53	1.43	1.66	1.91	2.26
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)	17.66	24.44	26.68	18.21	15.43
PEG	—	—	1.64	1.18	0.86
每股净资产(元)	9.06	9.98	11.20	13.11	15.37
每股现金流量(元)	1.07	0.92	2.03	0.74	1.95
净资产收益率	16.88%	14.29%	14.81%	14.60%	14.70%
市净率	2.98	3.49	3.95	2.66	2.27
总股本(百万元)	685.46	685.46	685.46	685.46	685.46

备注：市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- **张裕公布 2015 年中报，上半年公司收入增长 22.75%，净利润增长 16.93%，大幅超出市场预期。**上半年公司实现销售收入 28.26 亿元，同比增长 22.75%，实现属于母公司所有者的净利润 7.46 亿元，同比增长 16.93%，对应 EPS 为 1.09 元，同比增长 17.20%。加权平均净资产收益率为 10.11%，比上年同期增加 0.34 个百分点。其中，Q2 公司实现销售收入 10.01 亿元，同比增长 26.23%，实现属于母公司所有者的净利润 2.16 亿元，同比增长 20.00%，大幅超出市场预期。
- **上半年收入增长主要源于产品结构和营销策略调整驱动的产品销量增长，尤其是中低档葡萄酒保持了较好的增长势头。**我们认为在行业调整期，公司准确把握市场消费趋势，调整营销策略和产品结构，大力发展中低档产品，完善营销渠道等及时措施是成功扭转公司业绩的主要原因。
- **葡萄酒：完善酒庄酒营销体系，强化中低档产品营销力度。**上半年葡萄酒业务实现 22.02 亿元，同比增长 24.75%。在酒庄酒方面，公司对其营销体系和考核办法进行完善，并明确酒庄酒的营销负责人，我们预计上半年酒庄酒增速可以达到 5%-10% 左右，实现逆势增长。在中低端产品方面，公司加大对解百纳、醉诗仙、贵馥酒等中低档品牌的媒体和市场推广力度，产品竞争力得到很好的提升，我们预计上半年中端解百纳增速在 20% 左右，低端普通干红增速可达 25% 左右。
- **白兰地：加快覆盖力度，实施多品类战略。**上半年白兰地业务实现 5.19 亿元，同比增长 11.05%。在渠道方面，公司加快白兰地推广系统建设，建立起覆盖全国主要城市的白兰地营销体系。在产品品类方面，公司 5 月底推出新品多名利，形成了以富郎多干邑、多名利、可雅和金奖四大白兰地品牌的多层次、多品类品牌战略。

- **渠道拓展：专卖店启动“天使投资计划”，全力打造中高端消费模式。**目前国内葡萄酒的商超渠道高达 60%，但这一主流渠道只能满足中低端消费人群，而国际葡萄酒的发展经验表明专卖店才是中高端消费的主要渠道。因此，专卖店渠道的搭建是张裕向中高端市场转型的必然选择。公司计划在今年建设 500 家葡萄酒连锁专卖店，为此公司全力启动“天使投资计划”，并提供 60 万元创业基金，全力打造葡萄酒行业新消费模式。我们认为，张裕全力打造先锋国际酒庄联盟专卖店是对行业长期消费趋势的深度把握，公司看重的是未来中高端市场的占位，这对其长期业绩的提升来说是一大战略布局。
- **利润增速低于收入增速源于产品结构和营销推广的强化，我们认为中低端产品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。**继 2015 年 Q1 业绩出现的明显改善，公司中报更是加快复苏，中低档干酒类销量的大幅增加导致毛利率维下滑 0.23pct 至 67.0%。营销力度的加大导致销售费用同比增长 34.36%，使得利润增速低于收入增速。未来，公司会继续将营销资源向中低端产品进行适当倾斜。
- **海外收购尘埃落定，大幅提升公司进口酒竞争实力，未来进口酒业务达到总收入的 30% 目标值得期待。**公司今日公告披露，决定以 2625 万欧元现金收购爱欧集团 75% 的股权。**正如我们 8 月 25 日葡萄酒行业深度报告《葡萄酒行业深度跟踪：上半年进口酒量升价跌、性价比再凸显，有望倒逼张裕海外战略加速》中所预计的**，上半年进口酒大幅增长必将倒逼公司加快海外布局的进度。此次收购标的年生产葡萄酒 1.6 万吨，拥有多品牌和生产高性价比产品优势。我们认为，本次海外标的成功收购加上张裕的超强渠道能力，公司的进口酒产销一体化模式很快可以实现，未来进口酒业务的增长空间巨大。
- **爱欧集团简介——年收入接近 3 亿元人民币的西班牙百年红酒企业：**爱欧集团位于西班牙著名的葡萄酒产区一里奥哈，由李威罗家族创立并延续至今已有一个多世纪，目前由家族第四代和第五代共同管理，经营团队年富力强，是里奥哈产区前五大生产商之一，以出产性价比高的里奥哈酒著称，年生产能力 1.6 万吨，拥有包括“爱欧公爵”在内共 7 个主要品牌，以红酒为主，兼顾粉红和白葡萄酒，产品 55% 的销售额来自于出口，销往北美、欧洲、亚洲、大洋洲等 40 个国家；45% 销售额来自于西班牙国内。2013-2014 年爱欧集团实现营业收入分别为 3580、3593 万欧元，实现净利润分别为 117、137 万欧元。
- **收购影响：**爱欧集团位于西班牙最著名的里奥哈葡萄酒产区，葡萄原料供应充足，产品质量优良而成本较低，市场覆盖欧美等多个国家和地区，产品表现出良好的性价比和市场竞争能力，其绝大部分产品与中国主流葡萄酒消费需求较为吻合，而中国市场是其薄弱环节，无论从产品、原料，还是销售渠道上与本公司均有较好互补性，通过本次收购能够产生较好协同效应。且目前爱欧集团规模适中，未来产能扩充弹性较大。
- **盈利预测：**公司所聘请的独立财务顾问—西班牙 GBS 投资银行预计，在未计入任何协同效应可能产生潜在销售的情况下，爱欧集团预计将实现销售额情况如下：2015 年 3536 万欧元，2016 年 3695 万欧元，2017 年 3853 万欧元，2018 年 4000 万欧元，2019 年 4146 万欧元；预计将实现净利润情况如下：2015 年 193 万欧元，2016 年 278 万欧元，2017 年 301 万欧元，2018 年 317 万欧元，2019 年 343 万欧元。

图表 1：爱欧集团主要合并财务数据

项目（单位：欧元）	2014年	2013年
营业收入	3593	3580
毛利润	962	930
息税折旧摊销前利润	262	234
息税前利润	163	161
税前利润	139	135
净利润	137	117
项目（单位：欧元）	2014年12月31日	2013年1月1日
净资产	892	765
负债	1145	1012
总资产	2037	1777

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- **展望 2015 整个年度，公司核心增长点将源于如下关键词：中低端产品、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 20-25% 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，其中低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 20% 的增长是大概率事件。
- **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，2015 年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。目前公司海外布局已经落地，解决了所有权这一进口酒商的痛点。并且，进口酒商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。我们认为，2015 年公司的进口酒业务增长会有大幅提升。
- **考虑到公司产品销量的向好和未来进口酒业务的增长空间，上调 2015-17 年盈利预测，预计 2015-17 年 EPS 为 1.66、1.91、2.26 元，同比增长 16%、15%、18%，目标价 47.75 元，对应 2016 年 25xPE，重申“买入”评级。**葡萄酒行业正在加速复苏，而张裕是首要受益者，上半年公司业绩已经积极向好，未来 2-3 年盈利会逐步回升。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，与进口酒商相竞争存在的不确定性。

**图表 1: 张裕销售预测表**

<b>高档（酒庄酒）</b>							
平均售价（万元/吨）	21.33	20.51	20.00	20.20	20.20	20.00	
增长率（YOY）	—	-3.85%	-2.50%	1.00%	0.00%	-1.00%	
销售数量（吨）	6,400.00	4,100.00	3,600.00	3,780.00	3,893.40	4,010.20	
增长率（YOY）	—	-35.94%	87.80%	5.00%	3.00%	3.00%	
销售收入	1,365.33	841.02	720.00	763.56	786.47	801.96	
增长率（YOY）	—	-38.40%	-14.39%	6.05%	3.00%	1.97%	
毛利率	87.37%	83.77%	82.75%	83.09%	82.92%	82.41%	
销售成本	172.48	136.53	124.20	129.11	134.31	141.10	
增长率（YOY）	—	-20.84%	-9.03%	3.95%	4.03%	5.06%	
毛利	1,192.85	704.49	595.80	634.45	652.16	660.86	
增长率（YOY）	—	-40.94%	-15.43%	6.49%	2.79%	1.33%	
占总销售额比重	24.19%	19.46%	17.32%	15.45%	13.38%	11.69%	
占主营业务利润比重	28.11%	23.78%	21.40%	19.13%	16.46%	14.12%	
<b>解百纳</b>							
平均售价（万元/吨）	7.07	7.00	7.06	7.14	8.14	9.14	
增长率（YOY）	—	-0.95%	0.86%	1.13%	15.30%	28.01%	
销售数量（吨）	28,172.00	20,000.00	18,500.00	22,200.00	25,530.00	29,359.50	
增长率（YOY）	—	-29.01%	-7.50%	20.00%	38.00%	32.25%	
销售收入	1,990.92	1,400.00	1,306.10	1,585.08	2,078.14	2,683.46	
增长率（YOY）	—	-29.68%	-6.71%	21.36%	59.11%	69.29%	
毛利率	82.00%	77.36%	75.81%	76.32%	78.81%	80.75%	
销售成本	358.35	317.00	315.98	375.38	440.33	516.50	
增长率（YOY）	—	-11.54%	-0.32%	18.80%	39.35%	37.59%	
毛利	1,632.57	1,083.00	990.12	1,209.70	1,637.82	2,166.96	
增长率（YOY）	—	-33.66%	-8.58%	22.18%	65.42%	79.13%	
占总销售额比重	35.27%	32.40%	31.42%	32.08%	35.36%	39.11%	
占主营业务利润比重	38.48%	36.55%	35.56%	36.48%	41.33%	46.30%	
<b>大众餐酒</b>							
平均售价（万元/吨）	2.51	2.40	2.53	2.53	2.48	2.48	
增长率（YOY）	—	-4.27%	5.54%	0.02%	-2.00%	0.00%	
销售数量（吨）	47,677.00	45,437.00	46,398.00	60,317.40	75,396.75	86,706.26	
增长率（YOY）	—	-4.70%	2.12%	30.00%	62.50%	43.75%	
销售收入	1,195.26	1,090.49	1,175.26	1,528.18	1,872.02	2,152.83	
增长率（YOY）	—	-8.77%	7.77%	30.03%	59.29%	40.88%	
毛利率	65.02%	53.58%	51.44%	51.94%	50.47%	50.22%	
销售成本	418.13	506.17	570.70	734.48	927.29	1,071.71	
增长率（YOY）	—	21.06%	12.75%	28.70%	62.48%	45.91%	
毛利	777.14	584.32	604.57	793.70	944.74	1,081.12	
增长率（YOY）	—	-24.81%	3.46%	31.28%	56.27%	36.21%	
占总销售额比重	21.18%	25.24%	28.27%	30.92%	31.86%	31.37%	
占主营业务利润比重	18.32%	19.72%	21.71%	23.93%	23.84%	23.10%	
<b>葡萄酒合计</b>							
销售收入小计	4551.51	3331.51	3201.36	3876.82	4736.63	5638.25	
销售成本小计	948.96	959.70	1010.88	1238.98	1501.92	1729.32	
毛利	3602.55	2371.81	2190.49	2637.85	3234.71	3908.93	
平均毛利率	79.15%	71.19%	68.42%	68.04%	68.29%	69.33%	
<b>白兰地</b>							
平均售价（万元/吨）	2.11	2.17	2.17	2.19	2.19	2.17	
增长率（YOY）	—	2.74%	0.02%	1.00%	0.00%	-1.00%	
销售数量（吨）	40,659.00	37,713.00	37,462.00	43,081.30	47,389.43	52,128.37	
增长率（YOY）	—	-7.25%	-0.67%	15.00%	10.00%	10.00%	
销售收入	859.12	818.69	813.42	944.79	1,039.27	1,131.76	
增长率（YOY）	—	-4.71%	-0.64%	16.15%	22.76%	8.90%	
毛利率	62.38%	63.63%	65.89%	66.50%	66.00%	65.31%	
销售成本	323.24	297.74	277.46	316.52	353.40	392.63	
增长率（YOY）	—	-7.89%	-6.81%	14.08%	11.65%	11.10%	
毛利	535.89	520.95	535.96	628.26	685.87	739.13	
增长率（YOY）	—	-2.79%	2.88%	17.22%	9.17%	7.77%	
占总销售额比重	15.22%	18.95%	19.57%	19.12%	17.69%	16.49%	
占主营业务利润比重	12.63%	17.58%	19.25%	18.94%	17.31%	15.79%	
<b>其他</b>							
销售收入	233.37	170.75	141.95	120.00	100.55	91.68	
毛利率	44.72%	41.02%	40.68%	41.82%	41.49%	35.65%	
销售成本	129.00	100.70	84.20	69.82	58.83	59.00	
增长率（YOY）	—	-21.94%	-16.39%	-17.08%	-30.13%	-15.50%	
毛利	104.37	70.05	57.75	50.18	41.72	32.68	
占总销售额比重	4.13%	3.95%	3.41%	2.43%	1.71%	1.34%	
占主营业务利润比重	2.46%	2.36%	2.07%	1.51%	1.05%	0.70%	
<b>总计</b>							
销售收入小计	5644.00	4320.95	4156.73	4941.61	5876.45	6861.69	
销售成本小计	1401.19	1358.14	1372.53	1625.32	1914.15	2180.95	
毛利	4242.81	2962.81	2784.20	3316.29	3962.30	4680.74	
平均毛利率	75.17%	68.57%	66.98%	67.11%	67.43%	68.22%	

来源：齐鲁证券研究所

**图表 2：财务报表摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>5,644</b>	<b>4,321</b>	<b>4,157</b>	<b>4,942</b>	<b>5,876</b>	<b>6,862</b>
增长率	-6.37%	-23.4%	-3.8%	18.9%	18.9%	16.8%
营业成本	-1,401	-1,358	-1,372	-1,625	-1,914	-2,181
%销售收入	24.8%	31.4%	33.0%	32.9%	32.6%	31.8%
<b>毛利</b>	<b>4,242</b>	<b>2,963</b>	<b>2,784</b>	<b>3,316</b>	<b>3,962</b>	<b>4,681</b>
%销售收入	75.2%	68.6%	67.0%	67.1%	67.4%	68.2%
营业税金及附加	-318	-236	-269	-297	-382	-444
%销售收入	5.6%	5.5%	6.5%	6.0%	6.5%	6.5%
营业费用	-1,449	-1,141	-1,006	-1,230	-1,516	-1,777
%销售收入	25.7%	26.4%	24.2%	24.9%	25.8%	25.9%
管理费用	-254	-245	-257	-301	-369	-430
%销售收入	4.5%	5.7%	6.2%	6.1%	6.3%	6.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,221</b>	<b>1,340</b>	<b>1,252</b>	<b>1,487</b>	<b>1,696</b>	<b>2,030</b>
%销售收入	39.3%	31.0%	30.1%	30.1%	28.9%	29.6%
财务费用	20	19	17	-17	16	11
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.4%	0.3%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-3	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>2,238</b>	<b>1,357</b>	<b>1,267</b>	<b>1,470</b>	<b>1,712</b>	<b>2,041</b>
营业利润率	39.7%	31.4%	30.5%	29.8%	29.1%	29.7%
营业外收支	32	40	36	37	38	38
<b>税前利润</b>	<b>2,270</b>	<b>1,397</b>	<b>1,303</b>	<b>1,507</b>	<b>1,750</b>	<b>2,079</b>
利润率	40.2%	32.3%	31.3%	30.5%	29.8%	30.3%
所得税	-569	-349	-325	-370	-437	-530
所得税率	25.1%	25.0%	24.9%	24.6%	25.0%	25.5%
<b>净利润</b>	<b>1,701</b>	<b>1,048</b>	<b>978</b>	<b>1,137</b>	<b>1,312</b>	<b>1,549</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,701</b>	<b>1,048</b>	<b>978</b>	<b>1,137</b>	<b>1,312</b>	<b>1,549</b>
净利率	30.1%	24.3%	23.5%	23.0%	22.3%	22.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>1,701</b>	<b>1,048</b>	<b>978</b>	<b>1,137</b>	<b>1,312</b>	<b>1,549</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	147	152	156	13	15	17
非经营收益	1	-29	-98	-12	-24	-24
营运资金变动	-547	-436	34	254	-797	-205
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,302</b>	<b>735</b>	<b>1,070</b>	<b>1,391</b>	<b>507</b>	<b>1,337</b>
资本开支	868	961	1,237	855	917	926
投资	0	-17	0	0	0	0
其他	658	418	254	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-210</b>	<b>-560</b>	<b>-983</b>	<b>-855</b>	<b>-917</b>	<b>-926</b>
股权筹资	10	16	0	0	0	0
债权筹资	0	243	273	-300	16	-16
其他	-796	-1,040	-357	-24	-316	-14
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-786</b>	<b>-781</b>	<b>-83</b>	<b>-324</b>	<b>-300</b>	<b>-30</b>
<b>现金净流量</b>	<b>306</b>	<b>-606</b>	<b>4</b>	<b>211</b>	<b>-710</b>	<b>382</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>2,227</b>	<b>1,368</b>	<b>1,145</b>	<b>1,357</b>	<b>646</b>	<b>1,028</b>
应收款项	256	356	315	418	461	541
存货	2,269	2,121	2,087	1,951	2,972	3,374
<b>其他流动资产</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>41</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>69</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,804</b>	<b>3,899</b>	<b>3,589</b>	<b>3,792</b>	<b>4,146</b>	<b>5,012</b>
%总资产	59.1%	48.7%	40.3%	37.9%	36.7%	38.3%
长期投资	5	0	0	0	0	0
固定资产	2,696	3,444	4,385	5,211	6,063	6,921
%总资产	33.2%	43.0%	49.2%	52.1%	53.7%	52.8%
无形资产	439	475	668	721	809	898
非流动资产	3,319	4,102	5,323	6,202	7,142	8,088
%总资产	40.9%	51.3%	59.7%	62.1%	63.3%	61.7%
<b>资产总计</b>	<b>8,123</b>	<b>8,002</b>	<b>8,912</b>	<b>9,994</b>	<b>11,288</b>	<b>13,100</b>
短期借款	151	243	300	0	16	0
应付款项	1,246	950	1,053	1,178	1,404	1,623
其他流动负债	593	344	262	683	423	483
流动负债	1,989	1,537	1,615	1,861	1,843	2,107
长期贷款	0	0	209	209	209	209
其他长期负债	74	94	85	85	85	85
<b>负债</b>	<b>2,064</b>	<b>1,631</b>	<b>1,909</b>	<b>2,155</b>	<b>2,137</b>	<b>2,401</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,913</b>	<b>6,208</b>	<b>6,840</b>	<b>7,676</b>	<b>8,988</b>	<b>10,537</b>
少数股东权益	146	163	163	163	163	163
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,123</b>	<b>8,002</b>	<b>8,912</b>	<b>9,994</b>	<b>11,288</b>	<b>13,100</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	2.481	1.529	1.426	1.659	1.915	2.259
每股净资产(元)	8.626	9.057	9.979	11.198	13.112	15.371
每股经营现金净流(元)	1.900	1.072	0.920	2.029	0.739	1.951
每股股利(元)	1.100	0.500	0.440	0.440	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.77%	16.88%	14.29%	14.81%	14.60%	14.70%
总资产收益率	20.94%	13.10%	10.97%	11.38%	11.63%	11.82%
投入资本收益率	41.77%	19.15%	14.74%	16.75%	14.56%	15.30%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-6.37%	-23.44%	-3.80%	18.88%	18.92%	16.77%
EBIT增长率	-10.74%	-39.64%	-6.60%	18.79%	14.05%	19.68%
净利润增长率	-10.82%	-38.38%	-6.72%	16.28%	15.43%	18.00%
总资产增长率	11.34%	-1.50%	11.38%	12.13%	12.95%	16.05%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	8.5	13.2	14.2	12.9	13.4	13.3
存货周转天数	524.2	590.0	559.6	563.8	566.8	564.6
应付账款周转天数	72.3	78.4	81.9	79.1	79.9	80.0
固定资产周转天数	113.7	164.0	206.5	213.8	207.0	202.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-34.27%	-17.65%	-9.08%	-14.64%	-4.61%	-7.65%
EBIT利息保障倍数	-111.5	-71.7	-72.5	89.0	-107.4	-186.9
资产负债率	25.40%	20.38%	21.42%	21.57%	18.93%	18.33%

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。