

上海梅林(600073.SH)

大涨点评：被低估的未来综合性肉食龙头，

重申买入

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**-21.3**

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qlzq.com.cn

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

2015年10月14日

基本状况

总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	822.74
市价(元)	12.69
市值(百万元)	11899.79
流通市值(百万元)	10440.57

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)	10,376.	10,590.	11,494.	26,837	29,435.
营业收入增速	32.15%	2.07%	8.53%	133%	9.74%
净利润增长率	10.85%	-14.53%	60.2%	105%	21.8%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.14	0.23	0.46	0.57
前次预测每股收益(元)	0.19	0.14	0.23	0.36	0.43
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	46.51	66.26	36.26	33.26	27.49
PEG	4.29	—	0.28	3.68	1.31
每股净资产(元)	2.42	3.27	3.54	3.84	4.21
每股现金流量(元)	0.25	0.17	0.34	0.35	0.47
净资产收益率	7.81%	4.33%	9.28%	9.33%	10.29%
市净率	3.63	2.87	3.36	3.10	2.83
总股本(百万元)	822.74	937.73	937.73	937.73	937.73

备注：假设2016年收购SFF实现全年并表

核心观点

- **事件：昨日上海梅林大涨6.82%，市场的偏见正逐步消除，但公司仍是被低估的未来中国牛羊猪综合性肉食龙头（并表后收入将超过双汇的一半，但目前市值不到双汇的1/5）。**
- **新梅林、新起点，肉类航母扬帆起航。**我们之前一直强调的效率提升逻辑随着新管理层的上任更加强化，原牛奶集团沈总非常市场化、注重效益，改变国企单纯追求收入的发展模式。且公司战略逐步清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链，而市场之前的偏见就在于公司管理效率低下和业务繁杂。同时光明集团聚焦肉类产业，志在打造肉类航母，将在股权激励、海外并购等方面给予公司大力支持。短期看资产注入和海外收购并表将带来业绩的大幅增厚，预计公司2016年收入突破250亿、利润翻番，长期来看公司效率持续提升和肉类战略不断推进，梅林有望成长为中国牛羊猪肉综合性肉食龙头（具体请参见我们10月9日深度报告）。
- **拟收购新西兰最大肉企SFF集团，公司牛肉战略全面落地。**9月16日公司发布重大资产购买预案，拟以现金形式收购新西兰最大肉类企业SFF集团50%股权。此次收购是公司新管理层上任后牛肉产业链战略的全面落地，有助于公司控制新西兰近1/3的优质牛源和1/4的羊肉资源。若能顺利完成本次海外收购，梅林短期内将迅速成为中国最大的牛羊肉综合加工企业。我国牛羊行业空间很大，牛肉接近5000亿、羊肉接近2000亿，行业足以承载百亿级公司的诞生。但目前国内尚无全国化领导品牌，行业仍然处于较为初级竞争阶段，品牌化、冷鲜化都刚刚起步。而现阶段制约国内牛肉企业规模壮大的原因主要在于牛源问题，国内外禀赋差距决定了未来竞争成败在于海外布局；羊肉自给率相对较高，不过随着我国羊肉产量趋于稳定，进口量也逐渐加大，尤其是新西兰、澳大利亚等国进口关税取消，其质优价廉的产品竞争力在逐步加强。

- **短期看点：资产注入和海外收购并表，公司业绩将大幅增厚。**短期资产注入和海外收购并表将大幅增厚公司业绩，预计公司 2016 年收入突破 250 亿元，利润实现翻番。(1) 生猪养殖及牛奶集团相关资产注入预计 Q4 进行并表，且预计猪价明年仍维持高景气，按照 2016 年头均盈利 400 元和 100 万头生猪计算，公司将实现利润增厚 2 亿元。(2) 收购 SFF 集团 50% 股权预计明年二季度前实现并表，预计 2016 年 SFF 集团实现销售收入 105 亿元、净利润 2 亿元，公司将实现利润增厚 1 亿元。
- **目标市值 200 亿元，对应股价 21.3 元，维持“买入”评级。**采用分部估值法，分别给予公司传统业务 100 亿元估值、生猪养殖资产 50 亿元估值、SFF 海外资产 50 亿元估值，目标市值总计 200 亿元。预计公司 2015 年收入为 115（全年并表假设下为 144 亿元）、268、294 亿元，同比增长 8.5%、133%、9.7%；实现净利润 2.13（全年并表假设下为 3.08 亿元）、4.36、5.31 亿元，同比增长 60.2%、105%、21.8%，对应 EPS 分别为 0.23、0.46、0.57 元。
- **风险提示：食品安全问题、猪价大幅波动、海外并购审批风险。**

图表 1：梅林近期报告汇总

日期	报告	类型
20151009	《牛肉战略全面落地，肉类航母扬帆起航》	公司深度
20150811	《业绩受非经营因素拖累，Q4 注入资产并表将显著增厚，食品饮料国企改革的优选标》	公司点评
20150721	《享受猪价上涨和国企改革双重向上弹性，重申“买入”》	公司点评
20150715	《资产注入接近完成，光明集团参与配股、计划增持、推动激励彰显支持决心》	跟踪报告
20150525	《上海食品国企改革先锋，下半年国企改革主题有望迎来催化，重申“买入”》	公司点评
20150429	《做强主业、做大利润、做响品牌》	调研报告
20150422	《业绩释放动力加大，坚定看好公司改革进程》	公司点评
20150331	《Q4 业绩骤降是题中应有之意，2015 轻装上阵打造肉类航母》	公司点评
20150327	《大股东注入相关资产，肉类航母扬帆起航》	深度报告
20150204	《上海国资改革迈出“关键一步”，公司潜力有望加速释放》	公司点评

来源：齐鲁证券研究所

- **附 10 月 9 日上海梅林电话会议纪要：**
- **1、牛羊肉品牌属性难以形成，怎么打造品牌溢价？**
- A：做冷鲜肉，上海梅林有成功经验，十年前在上海打造了爱森品牌（猪肉），很受消费者欢迎。牛羊肉目前还没有形成品牌化的市场，进口来看也只是产地属性，新西兰或者澳洲，都没有品牌。通过和银蕨合作首先解决品质问题，然后逐步打造品牌。
- **2、简单介绍一下 SFF 的情况？**
- A：SFF 是新西兰最大的牛羊肉企业，是一个类似于恒天然的合作制企业，拥有 19 家屠宰场，分别位于北岛和南岛，牛肉、羊肉、鹿肉占比分别为 45%，45%，10%，出口额仅次于恒天然。
- **3、对 SFF 增资，投入后有什么变化，它们目前资金面好像比较紧张？**

- A: 增资扩股, 并不是买的老股, 2.6 亿元新币, 一部分偿还银行贷款, 还有一部分后续发展使用。后续发展有几块规划, 一方面联豪获得稳定的原料供应, 另一方面主要协助它更多的进入中国市场, 比如下水之前作为废料, 未来都可以进口到中国, 提高利润率水平。
- **4、养殖资产的情况, 年出栏有多少头猪, 其权益占比多少, 未来扩产的计划?**
- A: 整个生猪出栏 80 万头, 现有的, 权益占比 51%, 通过和上农设立新公司, 梅林控股进行运作。生猪养殖水平在是国内比较领先的, 采取轻资产模式, 还可以享受国家补贴。光明集团之前就对养殖有了规划, 这次直接把上农划入了上市公司。本次注入进来 80 万头, 爱森、苏食、重庆那边现有 20 万头, 即今年的规模是 100 万头左右。明年还会有扩产, 和光明集团合作, 采取租赁的形式。
- **5、聚集肉业, 未来业务会不会剥离的更清楚一些?**
- A: 总体上看, 光明集团对公司的定位就是做肉业, 猪肉、牛羊肉, 牛羊肉未来肯定会做大的。至于其他业务的剥离, 从管理层看会去考虑, 但还没有形成具体方案。最终的考虑还要看光明集团, 什么时候去执行还在研究。
- **6、亏损公司的减亏情况, 怎么提升盈利水平?**
- A: (1) 怎么减亏, 是管理层必须要考虑的问题, 一直在想方案。目前主要是三家: 荣成、捷克、和重庆, 前两个是罐头, 后一个是屠宰。公司制定了不同的对策来做, 重庆已经花了很大的力气, 中报中已经有所好转, 预计 1-2 年内会盈利。至于罐头, 主要是市场问题, 当时的投资和预想没有达到, 预计 1-2 年内也会有改观。(2) 盈利水平较低, 第一次重组就认识到这个问题, 除了亏损企业的拖累外, 行业属性也决定了利润率相对较低, 但公司一直在研究怎么提升盈利水平。比如目前一些项目投资收益 2-3 年就见效, 销售利润率可以达到 8%-9%。未来收购也将着重利润率比较高的品牌产业, 比如做高端牛肉产品。新的三年规划重点就在提升盈利水平, 主要两个方面: 一、亏损企业减亏, 二、加大投入利润率水平较高的肉制品加工。
- **7、目前 SFF 的产能利用率情况? 考虑协同, 未来能达到什么样的利润率水平, 时间的规划?**
- A: (1) 农业企业, 不是工业, 屠宰淡旺季之分, 2-4 月为旺季, 旺季利用率较高, 7-8 月夏季相对比较低, 即随着季节性有一个波动。公司那边已经针对产能利用率进行改进, 关闭一些产能利用率较低的工厂, 比如运输半径比较长、供给比较低的工厂。(2) 收购 SFF 的时候, 刚刚是它扭亏的时点, 亏损主要由于前两年固定价格采购导致。毛利率水平还是比较平稳, 合理毛利率水平 13%-15%, 主要是财务费用导致净利率比较低, 利息率达到 9%, 进入以后财务费用减少就会形成直接它的利润。最重要的是看未来协同, 通过梅林进口也能把中间环节减少掉, 但不能量化。
- **8、介绍一下联豪的情况, 牛排制品增长很快?**
- A: 联豪机制也比较活, 经营团队有股权。12 年底牛奶集团收购, 以前几百万, 目前为止 3 个亿的销售, 每年增幅在翻倍。盈利情况也比较好, 预计 2000 万的利润。联豪的销售方式也值得推广, 轻资产的销售模式、委托加工, 渠道线上线下都有, 全国性的网络。收购 SFF 后, 和联豪的对接将是非常好的。目前联豪遇到问题, 消费者指责这次买的比较老、上次买的比较嫩, 品质不是很稳定, 是一直困扰我们的问题, 因为来自于澳洲、新西兰、巴西不同国家, 将来 SFF 可以直接做牛排进口过来。
- **9、新西兰羊肉价格波动的原因, 定价的关键因素? 2015 年后不再采取固定价格采购, 供应商抵触?**
- A: (1) 主要取决于出口国的羊肉供给, 大部分是出口的, 其中中国占据最大的份额, 2012 年中国的羊肉供给增加, 导致价格下跌。(2) 固定采购价格实际上是不常见的, 一般都是随行就市的, SFF 管理层之前判断失误, 采取了这种方式, 新西兰比较大的 4 家屠宰场, 只有 SFF 采取了固定采购价格。
- **10、OIO 的审批问题, 会不会有风险?**

- A: 我们收购的是屠宰企业, 不会很多的涉及到土地和牧场问题, 之前的有个案例没有带来好的效应, 所以收购被否了。OIO 的审批最重要的看重能给社会带来好处, 收购 SFF 其总量会增加, 向中国加大出口, 整个的盈利水平会上去。虽然 OIO 的审批不是我们能掌控的, 但我们很有信心。
- **11、50%的供应商是 SFF 的股东, 关联交易有多少? 之前联豪向新西兰、澳洲、巴西等国采购, 未来所有的原材料会不会都向 SFF 进口?**
- A: 16000 家供应商, 其中 6000 多个农户是 SFF 的股东, 但这种供应不是独家的, 是市场化的, 也可以向其他三家供应。只向 SFF 采购没有这种承诺, 但会优先向 SFF 采购原材料, 这样肉质可以保证。澳大利亚 2019 年关税才会变成 0, 目前对新西兰是有优势的。
- **12、羊肉市场空间有多大? SFF 经营管理怎么去做, 从财务指标上看效率也不是很高?**
- A: (1) 2014 年牛肉消费总量为 426 万吨, 中国的进口主要是冷冻羊肉, 进口来源于分别为新西兰 57%、澳大利亚 40%。对羊肉没有具体测试过, 但对牛肉有一个预测, 预计 2020 年消费总量 1400 万吨, 目前有 500-700 万吨的缺口。(2) 财务指标上看确实是, 不过换了新的 CEO, 2014 年上任, 新西兰本地人, 德意志投行出身, 农业方面也有经验。上来后就开始改变, 取消固定羊肉采购价格。我们 9 月份去了新西兰, 见了管理层, 对他们的评价还是非常认可的。
- **13、新西兰人工成本很高, 有没有考虑直接进口活牛屠宰?**
- A: 人工成本高, 但就单位养殖的综合成本看可能并不高, 新西兰全草饲, 土地很便宜, 牛肉的养殖成本比中国低很多。而就屠宰加工环节看, 自动化的水平非常高, 所以整体中国并不一定就低。也和政府讨论过这个问题, 不能收购后导致新西兰的就业降低。综合考虑来看, 屠宰还是会放在新西兰, 梅林主要是发挥下游渠道的协同。
- **14、SFF 管理层的利益怎么去绑定?**
- A: 管理层不是股东, 只是职业经理人。我们也去考量, 做了尽调, 管理层还是比较有效的, 现有的职位和奖金都会保留。这些人如果留任, 还会有留任奖励, 这些都是原有的。和董事会也交流了, 不过交易还没完成, 还没达成具体的方案, 但未来的激励会去考虑。
- **15、国企改革的进展, 上市公司股权激励规划?**
- A: 9 月 2 日公告, 通过股东会, 终止了原有的计划, 因为经营层变化、业务范围发生很大的扩张, 如果调整价格或数量不符合国资精神, 所以撤掉。现在正在做新的激励方案, 要 6 个月, 前期做相关准备。具体是股权激励还是员工持股, 根据最新的国资方案和精神, 希望在激励这块能有比较大的力度。
- **16、目前国内的生猪屠宰产能是过剩的, 公司的产能规划?**
- A: 三年前政府开始清理小屠宰厂, 比如江苏省计划集中到十几家甚至更少, 但实际远远没有按照操作进行, 国内屠宰产能还是过剩的, 我们的屠宰没有完全铺开, 没有这么大的包袱。目前就三个工厂, 完全满足需求, 爱森上海工厂, 苏州淮安的工厂以及重庆梅林。新西兰都是定点的, 不能随意开设, 根据一个范围的供给量和供给半径。

图表 2：上海梅林销售收入预测总表
产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
肉及肉制品						
销售收入	3,969.37	6,268.94	6,065.14	6,668.93	18,758.70	20,353.13
增长率 (YOY)	78.18%	57.93%	-3.25%	9.96%	181.28%	8.50%
毛利率	13.25%	13.10%	13.89%	14.17%	23.07%	23.40%
销售成本	3,443.34	5,447.75	5,222.63	5,724.01	14,430.31	15,589.92
增长率 (YOY)	66.22%	58.21%	-4.13%	9.60%	152.10%	8.04%
毛利	526.03	821.19	842.50	944.92	4,328.39	4,763.21
增长率 (YOY)	236.84%	56.11%	2.60%	12.16%	358.07%	10.05%
占总销售额比重	50.55%	60.41%	57.25%	58.02%	69.64%	69.14%
占主营业务利润比重	47.46%	56.50%	53.92%	55.34%	80.59%	80.19%
冠生园						
销售收入	1,540.51	1,735.85	2,002.28	2,215.00	2,510.00	2,780.00
增长率 (YOY)	—	12.68%	15.35%	10.62%	13.32%	10.76%
毛利率	29.27%	27.82%	27.90%	28.10%	27.60%	28.00%
销售成本	1,089.60	1,252.94	1,443.64	1,592.59	1,817.24	2,001.60
增长率 (YOY)	—	14.99%	15.22%	10.32%	14.11%	10.15%
毛利	450.91	482.91	558.64	622.42	692.76	778.40
增长率 (YOY)	—	7.10%	15.68%	11.42%	11.30%	12.36%
占总销售额比重	19.62%	16.73%	18.90%	19.27%	9.32%	9.44%
占主营业务利润比重	40.68%	33.23%	35.75%	36.45%	12.90%	13.10%
食品分销						
销售收入	2,308.16	2,336.61	2,490.00	2,120.00	3,580.00	4,050.00
增长率 (YOY)	—	1.23%	6.56%	-14.86%	68.87%	13.13%
毛利率	4.21%	4.89%	5.00%	4.80%	4.80%	5.00%
销售成本	2,211.04	2,222.42	2,365.50	2,018.24	3,408.16	3,847.50
增长率 (YOY)	—	0.51%	6.44%	-14.68%	68.87%	12.89%
毛利	97.12	114.19	124.50	101.76	171.84	202.50
增长率 (YOY)	—	17.58%	9.03%	-18.27%	68.87%	17.84%
占总销售额比重	29.39%	22.52%	23.50%	18.44%	13.29%	13.76%
占主营业务利润比重	8.76%	7.86%	7.97%	5.96%	3.20%	3.41%
其他 (包含饲料)						
销售收入	34.24	35.08	37.00	490.67	2,089.78	2,252.68
增长率 (YOY)	—	2.47%	5.47%	1226.14%	325.90%	7.80%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	7.80%	8.50%	8.70%
销售成本	0.00	0.00	0.00	452.40	1,912.14	2,056.69
增长率 (YOY)	—	—	—	—	322.67%	7.56%
毛利	34.24	35.08	37.00	38.27	177.63	195.98
增长率 (YOY)	—	2.47%	5.47%	3.44%	364.12%	10.33%
占总销售额比重	0.44%	0.34%	0.35%	4.27%	7.76%	7.65%
占主营业务利润比重	3.09%	2.41%	2.37%	2.24%	3.31%	3.30%
销售收入小计	7852.28	10376.48	10594.42	11494.60	26938.47	29435.81
销售成本小计	6743.99	8923.10	9031.78	9787.24	21567.85	23495.72
毛利	1108.29	1453.38	1562.64	1707.37	5370.62	5940.09
平均毛利率	14.11%	14.01%	14.75%	14.85%	19.94%	20.18%

来源：齐鲁证券研究所（注：资产注入按 2015 年全年并购估计）

图表 3: 上海梅林财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	7,852	10,376	10,591	11,495	26,938	29,436
增长率	23.87%	32.1%	2.1%	8.5%	134.4%	9.3%
营业成本	-6,722	-8,911	-9,017	-9,787	-21,568	-23,496
% 销售收入	85.6%	85.9%	85.1%	85.1%	80.1%	79.8%
毛利	1,131	1,466	1,574	1,707	5,371	5,940
% 销售收入	14.4%	14.1%	14.9%	14.9%	19.9%	20.2%
营业税金及附加	-36	-35	-40	-46	-108	-118
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-696	-877	-936	-999	-2,795	-3,015
% 销售收入	8.9%	8.4%	8.8%	8.7%	10.4%	10.2%
管理费用	-263	-331	-340	-374	-1,756	-1,899
% 销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	136	223	259	289	712	909
% 销售收入	1.7%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	3.1%
财务费用	-50	-86	-107	-60	-83	-76
% 销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.5%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-10	-4	-41	-20	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	32	31	15	20	20
% 税前利润	20.5%	15.8%	17.5%	4.9%	2.4%	2.0%
营业利润	111	165	143	224	647	851
营业利润率	1.4%	1.6%	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%
营业外收支	57	39	37	80	200	150
税前利润	169	204	180	304	847	1,001
利润率	2.1%	2.0%	1.7%	2.6%	3.1%	3.4%
所得税	-39	-39	-51	-60	-182	-210
所得税率	23.3%	19.2%	28.2%	19.8%	21.6%	21.0%
净利润	129	165	129	244	664	791
少数股东损益	-11	10	-4	30	229	259
归属于母公司的净利润	140	155	133	213	436	531
净利率	1.8%	1.5%	1.3%	1.9%	1.6%	1.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	163	129	244	664	791
少数股东损益	0	0	0	30	229	259
非现金支出	101	116	172	161	167	192
非经营收益	38	66	79	23	-61	-17
营运资金变动	-229	-142	-220	21	-452	-136
经营活动现金净流	39	203	159	478	547	1,089
资本开支	123	136	127	245	230	240
投资	-121	77	-200	0	0	0
其他	49	36	39	15	20	20
投资活动现金净流	-194	-23	-288	-230	-210	-220
股权募资	0	0	994	0	0	0
债权募资	211	190	11	1,046	466	-689
其他	-164	-203	-197	-126	-215	-209
筹资活动现金净流	47	-13	808	920	251	-899
现金净流量	-108	167	679	1,169	588	-30

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	964	1,067	1,735	2,874	3,233	2,944
应收款项	844	740	767	802	1,953	2,134
存货	868	981	808	1,019	2,305	2,575
其他流动资产	228	333	466	473	709	748
流动资产	2,904	3,121	3,777	5,168	8,199	8,400
% 总资产	55.2%	54.1%	57.3%	63.3%	71.6%	70.8%
长期投资	287	326	327	327	327	327
固定资产	1,327	1,422	1,480	1,645	1,887	2,055
% 总资产	25.2%	24.7%	22.5%	20.2%	16.5%	17.3%
无形资产	735	758	824	843	866	898
非流动资产	2,353	2,648	2,810	2,994	3,259	3,459
% 总资产	44.8%	45.9%	42.7%	36.7%	28.4%	29.2%
资产总计	5,257	5,769	6,587	8,162	11,458	11,859
短期借款	1,475	1,596	1,591	2,640	3,108	2,420
应付款项	1,566	1,669	1,363	1,908	4,386	4,782
其他流动负债	-64	66	92	-132	-390	-432
流动负债	2,977	3,331	3,046	4,417	7,105	6,770
长期贷款	68	10	24	21	19	18
其他长期负债	146	177	192	192	192	192
负债	3,190	3,518	3,262	4,629	7,315	6,980
普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,223	3,603	4,078
少数股东权益	191	267	258	288	517	776
负债股东权益合计	5,257	5,774	6,585	8,140	11,434	11,833

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.187	0.189	0.142	0.227	0.465	0.567
每股净资产 (元)	2.508	2.417	3.270	3.437	3.842	4.349
每股经营现金净流 (元)	0.052	0.247	0.169	0.478	0.339	0.885
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	7.47%	7.81%	4.33%	6.62%	12.09%	13.03%
总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	2.62%	3.81%	4.49%
投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	7.78%	15.12%	17.83%
增长率						
营业总收入增长率	23.87%	32.15%	2.07%	8.53%	134.36%	9.27%
EBIT 增长率	98.96%	63.96%	15.87%	11.69%	146.29%	27.69%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	60.66%	104.28%	21.98%
总资产增长率	13.83%	9.83%	14.05%	23.91%	40.38%	3.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.8	21.8	20.8	19.0	20.0	20.0
存货周转天数	42.0	37.9	36.2	38.0	39.0	40.0
应付账款周转天数	28.8	22.8	23.8	22.5	22.5	22.5
固定资产周转天数	45.7	40.1	44.7	47.0	21.8	21.2
偿债能力						
净负债/股东权益	27.99%	23.86%	-3.62%	-6.05%	-2.56%	-10.42%
EBIT 利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	4.8	8.6	12.0
资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	56.87%	63.98%	58.98%

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。