

好当家(600467.SH)

海参销售淡季，海蜇量减价升

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **17.12**

分析师

谢刚

S0740210090003

021-58208304

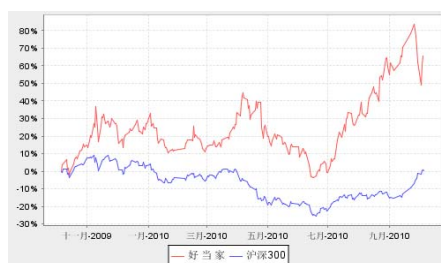
xiegang@qlzq.com.cn

2010年10月22日

基本状况

总股本(百万股)	633.60
流通股本(百万股)	633.60
市价(元)	13.28
市值(百万元)	8414.21
流通市值(百万元)	8414.21

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	474.96	528.29	723.13	887.21	1095.07
营业收入增速	-38.63%	11.23%	36.88%	22.69%	23.43%
净利润增长率	-38.3%	-39.48%	67.14%	72.63%	42.41%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.12	0.20	0.34	0.49
前次预测每股收益(元)	0.20	0.12	0.20	0.34	0.49
市盈率(倍)	26.88	82.95	66.84	38.72	27.19
PEG	-0.70	-2.10	1.00	0.53	0.64
每股净资产(元)	1.91	1.93	2.02	2.17	2.46
每股现金流量	0.21	0.19	0.22	0.27	0.35
净资产收益率	10.29%	6.17%	9.51%	11.61%	15.68%
市净率	2.77	5.12	6.58	6.11	5.40
总股本(百万股)	633.60	633.60	633.60	633.60	633.60

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

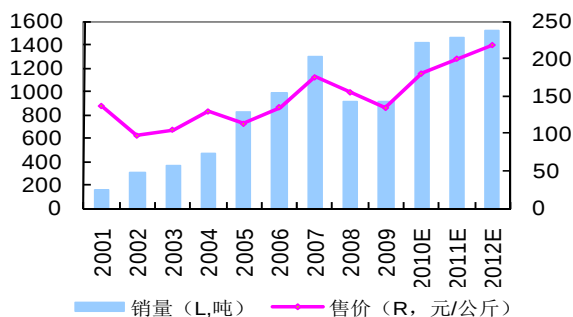
- **好当家 2010 年 3 季度财报出炉。**期内共实现销售额 526.21 百万元，同比增长 32.13%；归属母公司净利润 77.60 百万元，折合 EPS 为 0.122 元，同比增长 6.62%，符合我们预期，但大幅低于市场预期。
- **尽管三季度差强人意，但我们仍然对好当家 2011~2012 年向上的业绩高弹性持乐观态度。主要是基于：**
 - **3 季度是海参销售淡季，4 季度量价齐升可期。**海参一般在 10 月中下旬才开始捕捞销售，在 12 月下旬因海参要冬眠而停止捕捞，预计在海参集中捕捞的 4 季度公司海参可销售 700 多吨海参，全年可达 1400 吨左右；与此同时，随着海参秋冬进补高峰的到来，预计 2010 年海参销售价格有望保持在 200-220 元/公斤左右，较春季海参价格上涨 10-20%。
 - **3 季度海蜇量减价升，销售额略有下降，利润率上升 4.3 个百分点。**3 季度为海蜇的传统销售旺季，由于今年 3 季度威海地区降雨前后不均，导致海蜇行业性减产 30%以上，海蜇价格也大幅走高，从 9.6 元/公斤涨到 13 元/公斤，涨幅约 35%，我们预计好当家今年海蜇销售额较去年同期略有下降。从 7-9 月份的单季毛利率来看，2010 年毛利率为 17.56%，要高于 09 年同期的 13.27%，估计也是海蜇提价所致。
 - **2011 年将是海蜇新一轮扩张的起点。**我们预计 2011 年 6 月份在海蜇养殖季节到来之前，好当家 2500 亩海蜇将率先投苗，这标志着公司海蜇养殖扩张进入新一轮扩张，基于海蜇每年 75-80%的利润率，我们认为海蜇将成为好当家盈利增长弹性的主要来源之一。
 - **当然，好当家明年业绩高弹性的另一来源为——海参苗扩养和成参采收率的提高。**好当家拥有 3.5 万亩海参养殖面积并完全利用，按照公司每年 8000 多万枚的投苗密度和行业单产水平，好当家完全满产应该有 3.5 亿元海参销售额，但去年海参只有 1.25 亿元，今年预计有 2.54 亿元，提升空间还较大。

- 我们维持好当家 10-12 年净利润 125.88、217.31、309.47 百万元，同比增长 67.14%、72.63%、42.41%，维持 10-12 年的 EPS 为 0.20、0.34、0.49 元，维持目标价 17.12 元。
- 市场对好当家的盈利预期标准已经由 2010 年转向 2011 年，虽然按照我们的盈利预测，好当家明年估值压力依然高过獐子岛、东方海洋，但各块业务的高弹性及明年 1 季度可能的扩张催化剂使得机构投资者仍然看好公司的增长前景，我们维持“买入”评级。

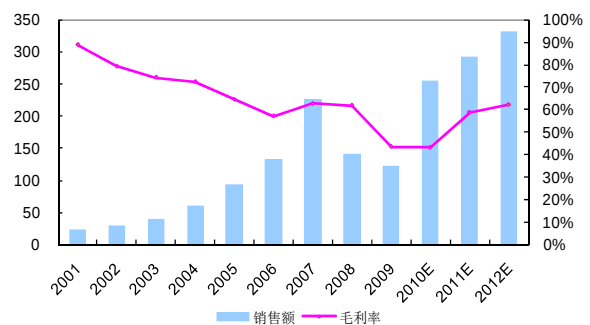
图表 1：好当家海参投苗参数假定

投苗年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
投苗量（万头）	1000	3000	5500	3200	3500	6000	8000	8000	8000
捕捞年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
存活率	65%	65%	65%	65%	65%	40%	35%	35%	35%
成参规格（两/头）	2.00	1.50	1.20	1.80	1.80	1.54	1.80	1.80	1.80
可捕捞量（吨）	650	1462.5	2145	1872	2031.75	1824.9	2520	2520	2520
捕捞率	71%	56%	46%	69%	56%	55%	56%	58%	60%
实际销量（吨）	464	822	980	1290	1145	1010	1411	1462	1512

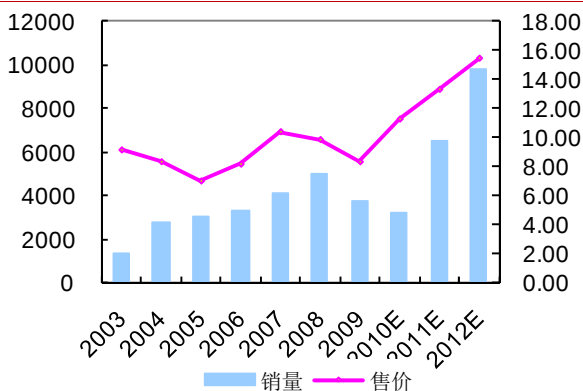
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：好当家海参销量及售价(吨, 元/公斤)


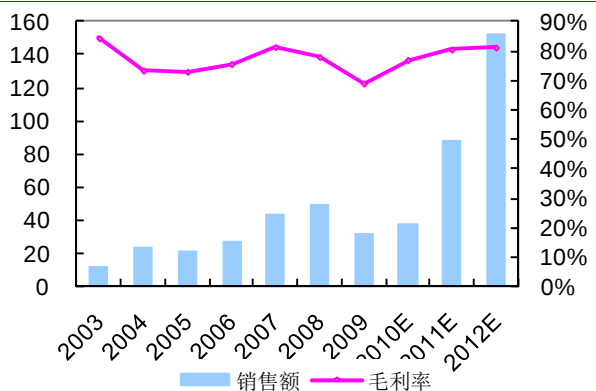
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：好当家海参销售额及毛利率(百万元)


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：好当家海蜇销量及售价(吨, 元/公斤)


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：好当家海蜇销售额及毛利率(百万元)


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：好当家销售收入预测表

项 目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
海参												
平均售价（元/公斤）									70.678644			
增长率（YOY）	N/A	-28.99%	8.16%	23.23%	-12.76%	19.71%	29.51%	-29.73%	0.84%	45.16%	11.11%	9.11%
销售数量（吨）												
增长率（YOY）	N/A	92.20%	21.84%	25.31%	77.30%	19.22%	31.63%	-11.24%	-11.77%	39.69%	3.57%	3.45%
销售收入（百万元）	21.60	29.48	38.85	59.99	92.78	132.41	225.73	140.80	125.27	254.02	292.32	329.95
增长率（YOY）	N/A	36.48%	31.78%	54.41%	54.67%	42.71%	70.48%	-37.63%	-11.03%	102.77%	15.08%	12.87%
毛利率												
销售成本（百万元）	2.38	6.11	9.94	16.53	32.91	56.68	84.18	53.56	70.68	144.45	120.38	124.53
增长率（YOY）	N/A	156.72%	62.71%	66.27%	99.09%	72.24%	48.50%	-36.37%	31.95%	104.38%	-16.67%	3.45%
毛利（百万元）	19.22	23.37	28.91	43.46	59.87	75.73	141.56	87.24	54.59	109.56	171.94	205.42
增长率（YOY）	N/A	21.59%	23.70%	50.33%	37.77%	26.48%	86.93%	-38.37%	-37.42%	100.69%	56.93%	19.47%
占总销售额比重	9.59%	10.74%	11.41%	14.98%	16.25%	20.54%	28.33%	29.88%	23.71%	35.13%	32.95%	30.13%
占主营业务利润比重	23.24%	25.12%	30.02%	34.71%	46.50%	51.17%	56.54%	48.78%	40.73%	56.30%	57.15%	50.79%
海蜇												
平均售价（元/公斤）												
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-8.78%	-15.79%	16.42%	26.99%	-5.15%	-15.40%	35.00%	18.00%	16.00%
销售数量（吨）												
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	108.86%	10.39%	6.75%	26.76%	19.41%	-23.67%	-13.67%	100.01%	50.01%
销售收入（百万元）	0.00	0.00	12.27	23.38	21.73	27.01	43.48	49.24	31.80	37.06	87.46	152.19
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	90.52%	-7.04%	24.28%	60.97%	13.26%	-35.43%	16.55%	136.01%	74.01%
毛利率												
销售成本（百万元）	0.00	0.00	1.91	6.21	5.86	6.56	8.07	10.80	9.84	8.49	16.98	28.52
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-5.64%	12.01%	23.06%	33.82%	-8.95%	-13.67%	100.01%	67.93%
毛利（百万元）	0.00	0.00	10.36	17.17	15.88	20.45	35.40	38.44	21.96	28.57	70.48	123.67
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-7.54%	28.80%	73.14%	8.58%	-42.87%	30.08%	146.71%	75.47%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	3.60%	5.84%	3.81%	4.19%	5.46%	10.45%	6.02%	5.12%	9.86%	13.90%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	10.76%	13.71%	12.33%	13.82%	14.14%	21.49%	16.39%	14.68%	23.42%	30.58%
鲍鱼												
平均售价（元/公斤）												
增长率（YOY）	N/A	-51.05%	15.51%	-1.14%	3.64%	28.69%	0.00%	-16.67%	-40.00%	20.00%	11.11%	15.00%
销售数量（吨）												
增长率（YOY）	N/A	60.12%	-48.59%	48.72%	-70.07%	70.13%	87.23%	-33.33%	19.32%	5.00%	-4.76%	308.57%
销售收入（百万元）	15.17	11.89	7.06	10.38	3.22	7.05	13.20	7.33	5.25	6.62	7.00	28.60
增长率（YOY）	N/A	-21.62%	-40.62%	47.03%	-68.98%	118.95%	87.23%	-44.44%	-28.41%	26.00%	5.82%	308.57%
毛利率												
销售成本（百万元）	3.01	3.06	1.57	1.87	0.93	1.06	1.98	1.32	1.58	1.65	1.58	6.44
增长率（YOY）	N/A	1.66%	-48.69%	19.14%	-50.28%	13.72%	87.23%	-33.33%	19.32%	5.00%	-4.76%	308.57%
毛利（百万元）	12.16	8.83	5.49	8.51	2.29	5.99	11.22	6.01	3.68	4.96	5.43	22.17
增长率（YOY）	N/A	-27.38%	-37.83%	55.00%	-73.09%	161.68%	87.23%	-46.41%	-38.89%	35.00%	9.35%	308.57%
占总销售额比重	6.74%	4.33%	2.07%	2.59%	0.56%	1.09%	1.66%	1.56%	0.99%	0.91%	0.79%	2.61%
占主营业务利润比重	14.70%	9.49%	5.70%	6.80%	1.78%	4.05%	4.48%	3.36%	2.74%	2.55%	1.80%	5.48%
牙鲆鱼												
平均售价（元/公斤）												
增长率（YOY）	N/A	-14.90%	0.86%	-3.88%	-2.94%	-15.91%	-2.00%	-2.04%	-4.17%	10.87%	4.90%	4.67%
销售数量（吨）												
增长率（YOY）	N/A	31.14%	0.23%	-14.94%	-52.38%	-75.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入（百万元）	55.79	62.26	62.94	51.46	23.79	5.00	4.90	4.80	4.60	5.10	5.35	5.60
增长率（YOY）	N/A	11.60%	1.09%	-18.23%	-53.78%	-78.98%	-2.00%	-2.04%	-4.17%	10.87%	4.90%	4.67%
毛利率												
销售成本（百万元）	24.25	33.29	35.85	35.14	18.63	4.11	4.07	4.07	3.95	4.33	4.49	4.64
增长率（YOY）	N/A	37.28%	7.69%	-1.99%	-46.99%	-77.96%	-0.81%	0.00%	-3.04%	9.58%	3.67%	3.42%
毛利（百万元）	31.54	28.97	27.09	16.33	5.16	0.89	0.83	0.73	0.65	0.77	0.86	0.96
增长率（YOY）	N/A	-8.15%	-6.49%	-39.72%	-68.40%	-82.67%	-7.48%	-12.09%	-10.49%	18.71%	11.83%	11.15%
占总销售额比重	24.78%	22.60%	18.49%	12.85%	4.17%	0.78%	0.62%	0.67%	0.67%	0.71%	0.60%	0.51%
占主营业务利润比重	38.13%	31.13%	28.13%	13.04%	4.01%	0.60%	0.33%	0.41%	0.49%	0.40%	0.29%	0.24%
其他养殖品种												
销售收入（百万元）	31.49	44.03	39.07	48.04	51.26	40.39	51.42	46.62	52.64	50.00	47.00	43.70
增长率（YOY）	N/A	39.82%	-11.25%	22.93%	6.72%	-21.21%	27.31%	-9.33%	12.90%	-5.01%	-6.01%	-7.01%
毛利率												
销售成本（百万元）	16.66	19.70	20.57	22.13	28.06	27.38	22.07	13.38	14.005	14.93	13.99	12.96
增长率（YOY）	N/A	18.24%	4.45%	7.59%	26.78%	-2.43%	-19.39%	-39.36%	7.60%	3.67%	-6.32%	-7.32%
毛利（百万元）	14.83	24.33	18.50	25.90	23.20	13.01	29.35	33.24	38.24	35.07	33.01	30.74
增长率（YOY）	N/A	64.05%	-23.96%	39.99%	-10.42%	-43.92%	125.57%	13.25%	15.03%	-8.28%	-5.87%	-6.88%
占总销售额比重	13.99%	16.04%	11.48%	11.99%	8.98%	6.26%	6.45%	9.89%	9.96%	6.91%	5.30%	3.99%
占主营业务利润比重	10.42%	13.41%	7.58%	9.41%	5.25%	2.62%	5.37%	11.37%	9.70%	6.64%	5.63%	4.45%
养殖业务合计												
销售收入（百万元）	124.05	147.66	160.19	193.24	192.78	211.86	338.73	248.80	219.56	352.79	439.13	560.04
增长率（YOY）	N/A	19.03%	8.49%	20.63%	30.56%	9.63%	75.71%	17.44%	-35.18%	60.68%	76.50%	#DIV/0!
毛利率												
销售成本（百万元）	46.30	62.16	69.84	81.88	86.38	95.79	120.37	83.14	100.24	173.85	157.11	177.09
增长率（YOY）	N/A	34.25%	12.37%	17.23%	5.50%	10.89%	25.66%	-30.93%	20.80%	73.09%	-9.46%	12.50%
毛利（百万元）	77.75	85.50	90.35	111.37	106.40	116.07	218.36	165.66	119.12	178.94	282.02	382.96
增长率（YOY）	N/A	9.97%	5.67%	23.26%	-4.46%	9.09%	88.12%	-24.14%	-28.09%	50.22%	57.44%	35.94%
占总销售额比重	55.10%	53.79%	47.05%	48.24%	33.76%	32.86%	42.51%	52.80%	41.56%	48.79%	49.50%	51.14%
占主营业务利润比重	54.60%	47.12%	37.00%	40.44%	24.06%	23.36%	39.96%	56.67%	30.21%	33.86%	48.05%	55.45%
食品加工业												
销售收入（百万元）	101.07	126.84	180.29	207.33	378.28	389.10	400.58	155.42	207.54	266.76	336.20	415.33
增长率（YOY）	N/A	25.49%	42.14%	15.00%	82.45%	2.86%	2.95%	-61.20%	33.53%	28.53%	26.03%	23.53%
毛利率												
销售成本（百万元）	96.11	119.29	174.34	193.51	355.92	366.72	382.33	153.24	203.73	260.53	326.68	403.56
增长率（YOY）	N/A	24.12%	46.15%	11.00%	83.93%	3.04%	4.26%	-59.92%	32.95%	27.88%	25.39%	23.53%
毛利（百万元）	4.96	7.55	5.95	13.82	22.36	22.38	18.25	2.18	3.81	6.23	9.53	11.77
增长率（YOY）	N/A	52.07%	-21.18%	132.35%	61.72%	0.09%	-18.46%	-88.07%	74.88%	63.58%	53.04%	23.53%
占总销售额比重	44.90%	46.21%	52.95%	51.76%	66.24%	60.34%	50.28%	32.99%	39.28%	37.89%	37.93%	37.93%
占主营业务利润比重	3.49%	4.16%	2.44%	5.02%	5.05%	4.50%	3.34%	0.74%	0.97%	1.18%	1.62%	1.70%
捕捞业												
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.83	57.43	66.96	94.17	103.59	111.87	119.71
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31.02%	16.59%	-10.00%	10.00%	8.00%	7.00%
毛利率												
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	34.28	43.68	55.94	85.11	94.14	102.23	109.99
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	27.41%	28.06%	52.16%	10.61%	8.59%	7.59%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.55	13.75	11.02	9.06	9.44	9.64	9.72
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	43.96%	-19.83%	-17.82%	4.28%	2.08%	0.79%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.80%	7.21%	14.21%	17.83%	14.32%	12.61%	10.93%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.92%	2.52%	3.77%	2.30%	1.79%	1.64%	1.41%
其他												
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.03	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	7.03%	N/A	N/A	N/A
毛利率												
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.98	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4.98%	N/A	N/A	N/A
销售总收入（百万元）	225.12	274.50	340.48	400.58	571.06	644.77	796.73	471.18	528.29	723.13	887.21	1095.0

图表 7：好当家三张报表

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)							
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	645	774	475	528	723	887	1,095	货币资金	42	75	44	100	200	389	804
增长率		20.0%	-38.6%	11.2%	36.9%	22.7%	23.4%	应收账款	19	31	20	28	38	48	63
主营业务成本	-497	-514	-273	-394	-529	-586	-691	存货	212	281	353	432	547	685	883
%销售收入	77.0%	66.5%	57.5%	74.6%	73.1%	66.1%	63.1%	其他流动资产	22	9	10	16	20	24	31
毛利	148	259	202	134	195	301	404	流动资产	294	396	426	577	805	1,146	1,781
%销售收入	23.0%	33.5%	42.5%	25.4%	26.9%	33.9%	36.9%	%总资产	21.5%	26.1%	27.2%	31.3%	40.4%	50.8%	63.3%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-4	长期投资	0	43	43	41	40	40	43
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,015	1,016	1,037	1,164	1,086	1,008	930
营业费用	-7	-6	-7	-10	-16	-21	-28	%总资产	74.1%	67.0%	66.1%	63.2%	54.5%	44.7%	33.1%
%销售收入	1.1%	0.8%	1.5%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	无形资产	61	59	60	59	59	58	58
管理费用	-24	-19	-37	-35	-35	-39	-32	非流动资产	1,076	1,120	1,142	1,266	1,187	1,109	1,034
%销售收入	3.8%	2.4%	7.8%	6.7%	4.9%	4.4%	3.0%	%总资产	78.5%	73.9%	72.8%	68.7%	59.6%	49.2%	36.7%
息税前利润 (EBIT)	115	233	156	87	141	238	340	资产总计	1,370	1,516	1,568	1,843	1,992	2,255	2,815
%销售收入	17.9%	30.1%	32.9%	16.4%	19.6%	26.8%	31.1%	短期借款	270	224	167	340	186	0	0
财务费用	-16	-19	-12	-11	-16	-19	-26	应付款项	68	84	66	100	127	159	205
%销售收入	2.5%	2.4%	2.6%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%	其他流动负债	26	41	59	128	145	166	196
资产减值损失	0	-1	-24	-3	0	0	0	流动负债	364	348	292	567	458	325	401
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	35	28	10	10	210	510	810
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	7	7	13	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	406	383	314	577	668	835	1,211
营业利润	99	213	120	73	125	219	315	普通股股东权益	916	1,085	1,209	1,221	1,280	1,376	1,557
营业利润率	15.4%	27.5%	25.3%	13.8%	17.3%	24.6%	28.7%	少数股东权益	48	49	45	44	44	44	45
营业外收支	2	-1	10	4	5	5	5	负债股东权益合计	1,370	1,516	1,568	1,843	1,992	2,255	2,815
税前利润	101	211	130	77	130	224	320	比率分析							
利润率	15.6%	27.3%	27.4%	14.7%	18.0%	25.2%	29.2%		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-5	-7	-7	-3	-5	-6	-9	每股指标							
所得税率	4.9%	3.3%	5.4%	3.7%	3.6%	2.8%	3.0%	每股收益	0.233	0.318	0.196	0.119	0.199	0.343	0.488
净利润	96	204	123	75	126	218	310	每股净资产	2.313	1.712	1.909	1.928	2.020	2.172	2.457
少数股东损益	3	3	-2	-1	0	0	1	每股经营现金净流	0.399	0.300	0.213	0.187	0.221	0.267	0.349
归属于母公司的净	92	202	124	75	126	217	309	每股股利	0.100	0.050	0.035	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	14.3%	26.0%	26.2%	14.3%	17.4%	24.5%	28.3%	回报率							
现金流量表 (人民币百万元)								净资产收益率	10.09%	18.58%	10.29%	6.17%	9.51%	11.61%	15.68%
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	6.74%	13.29%	7.94%	4.09%	6.11%	7.09%	8.68%
净利润	92	204	123	75	121	160	245	投入资本收益率	8.76%	16.24%	10.29%	5.17%	7.68%	9.00%	10.98%
少数股东损益	3	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	47	56	77	87	88	88	88	主营业务收入增长率	12.91%	20.02%	-38.63%	11.23%	32.61%	26.81%	31.65%
非经营收益	18	21	16	3	14	20	33	EBIT增长率	4.75%	99.17%	-32.86%	-44.54%	58.31%	31.52%	52.34%
营运资金变动	-2	-91	-81	-46	-84	-99	-144	净利润增长率	16.72%	118.18%	-38.26%	-39.48%	61.55%	31.36%	52.69%
经营活动现金净流	158	190	135	119	140	169	221	总资产增长率	26.50%	10.69%	3.42%	17.49%	8.08%	13.21%	24.84%
资本开支	-204	-63	-70	-208	-4	-5	-5	资产管理能力							
投资	-1	0	0	-1	0	0	0	应收账款周转天数	8.3	7.5	10.9	11.0	11.0	11.0	11.0
其他	0	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	150.5	174.8	423.5	400.0	400.0	400.0	400.0
投资活动现金净流	-205	-63	-70	-209	-4	-5	-5	应付账款周转天数	29.7	33.1	46.3	46.0	46.0	46.0	46.0
股权募资	7	0	276	0	0	0	0	固定资产周转天数	562.0	478.4	777.2	716.5	499.8	362.2	250.8
债权募资	67	-53	-351	166	47	114	300	偿债能力							
其他	-33	-56	-15	-20	-83	-89	-101	净负债/股东权益	27.31%	15.66%	10.64%	19.74%	14.84%	8.53%	0.38%
筹资活动现金净流	40	-109	-90	147	-36	25	199	EBIT利息保障倍数	7.2	12.4	12.8	7.8	8.5	9.4	10.7
现金净流量	-7	18	-24	56	100	189	415	资产负债率	29.64%	25.25%	20.04%	31.34%	33.56%	37.02%	43.06%

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。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501