

2017年05月17日

天坛生物 (600161.SH)

管理改善、吨浆利润提升和采浆量增长多重因素驱动公司未来几年业绩快速增长

■天坛生物是我们2017年首推标的之一。我们于4月17日发布了24页重磅《天坛生物深度报告：重大资产重组有序推进，公司有望迎来经营拐点具有巨大预期差》。

■首先，在整个医保控费、招标降价背景下，相比其他处方药，血制品仍然具有抵御行业风险的属性，关于市场担心的白蛋白降价问题，我们会以定量测算，消除市场疑虑。除了白蛋白，其他血制品仍处于供不应求态势，静丙本次医保目录扩大多个适应症，随着临床推广，未来需求空间巨大，参考国外静丙用量可知；凝血因子Ⅷ仍然严重供不应求，本次高价药谈判目录把重组人凝血因子Ⅷ纳入其中，已经说明问题。其次，我们认为，公司是血制品行业中未来几年增速最快的公司之一，主要来自投浆量增长和吨浆利润提升两个驱动因素实现。

投浆量方面，公司未来3年采浆量有望增速达到20%~25%，如果考虑到外延式并购和新设浆站超预期，有望实现更快增速；吨浆利润方面，旗下几家血制品企业还具有巨大提升空间，根据CDE披露，成都蓉生凝血因子Ⅷ已进入快速审批通道，有望年内获批，明年大概率实现销售，有望提升13万元以上的吨浆利润。上海所已经拥有凝血因子Ⅷ、PPC和纤维蛋白原的批文，未来公司若能实现血浆组分调拨，整体有望实现100万以上的吨浆利润，提升空间巨大。

■关于市场普遍担心的白蛋白是否有降价问题，我们认为，短期看，白蛋白仍然处于供需平衡状态，看不到降价压力。且国产白蛋白只比进口白蛋白价格高20元/瓶。最差情况，我们认为，白蛋白若降价10元每瓶，按照吨浆产出2600瓶计算，吨浆利润下降约2.6万元，按照成都蓉生2017年权益投浆量630吨测算，仅影响净利润1300万~1640万元左右，相比成都蓉生2017年预计5.5亿元的净利润，影响几乎可以忽略不计。

■凝血因子Ⅷ预计2017年底有望上市（纳入快速审批通道），按照2017年成都蓉生630吨权益浆量，吨浆利润提升13万元，则整体净利润将增加8200万元，如果考虑未来集团内组分调拨的实现，净利润会增加更多。

■事实上，天坛生物目前由于批文数量较少+此前管理效率欠佳等多重因素，除了成都蓉生外，整体吨浆利润较低。未来，随着公司管理层更换后管理加强、批文数量增加、获批组分调拨等因素的催化，吨浆利润还有巨大提升空间，特别是中生三所，还有较大的提升空间，相

公司快报

证券研究报告

生物医药

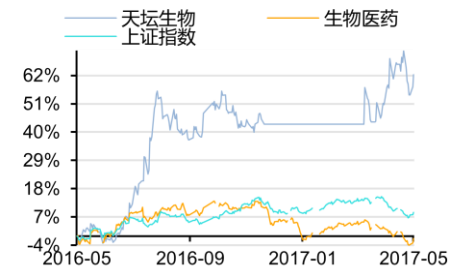
投资评级 **买入-A**
维持评级

12个月目标价：**60.00元**
股价（2017-05-16） **44.70元**

交易数据

总市值(百万元)	23,041.37
流通市值(百万元)	23,041.37
总股本(百万股)	515.47
流通股本(百万股)	515.47
12个月价格区间	26.69/47.27元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.76	16.56	44.48
绝对收益	7.66	13.45	54.59

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn
010-83321076

相关报告

天坛生物：年报业绩亮眼，血制品专家接任总经理有望迎来经营拐点	2017-04-27
天坛生物：重大资产重组有序推进，公司有望迎来经营拐点具有巨大预期差	2017-04-17
天坛生物：中报业绩亮眼，高纯静丙价值存在预期差	2016-08-31
天坛生物：王者归来，价值重估	2016-08-02
天坛生物：血制品龙头王者归来	2016-03-17

比这些，白蛋白降价影响完全可以忽略，按照每吨血浆产出 2600 瓶白蛋白，白蛋白每降价 10 元/瓶，吨浆利润仅下降 2.6 万，相比提升空间几乎可以忽略，况且进口白蛋白也仅仅比国产白蛋白便宜 20 元，如果不定量测算白蛋白降价影响，会给市场误认为一旦降价将会盈利大幅下降的错觉，实际上测算清楚后，反而看清楚白蛋白降价的影响微乎其微，相比其他产品获批和提价带来的增厚。事实上，白蛋白在我国本来就是血制品中的一个特殊异类，这个产品是唯一可以进口的血制品，且进口比例近 60%，在国外属于静丙等其他产品的附属品，因此才造成了国内白蛋白看似不紧缺甚至过剩的情况，其他血制品的供需情况完全不同，因此不必过度担心。

■公司具有显著估值优势，吨浆市值和 PE 等多个指标领先全行业，尤其在公司未来几年采浆量保持高速增长及吨浆利润仍有稳步提升空间的预期下。从吨浆市值的角度，相较于博雅生物 6000 万元、华兰生物 2600 万元，公司的吨浆市值仅 2350 万元，明显被低估。站在当前时点，无论是估值还是吨浆市值，都具有较大的提升空间。

■投资建议：我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 47.16%、27.08%、18.52%；暂不考虑集团内部血浆组分调拨预期，净利润分别为 6.59、8.50、10.82 亿元，对应当前市值，PE 分别为 36X、28X、22X；我们预计第二步资产重组将在明年一季度完成，届时公司将成为中生股份旗下唯一的血制品平台，且经营激励机制将逐步改善。维持买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 60.00 元。

详细内容请见本报告正文和我们此前发布的深度报告和跟踪报告。

■风险提示：白蛋白降价压力；行政审批事项较多，有可能导致重组方案的实施慢于预期；流通股东对方案对价不满意，致使重组方案进程受阻。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,618.0	2,095.7	3,084.0	3,919.1	4,645.0
净利润	10.0	261.8	659.1	849.6	1,082.2
每股收益(元)	0.02	0.51	1.28	1.65	2.10
每股净资产(元)	3.77	4.26	5.56	7.20	9.30

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,309.4	88.0	35.0	27.1	21.3
市净率(倍)	11.9	10.5	8.0	6.2	4.8
净利润率	0.6%	12.5%	21.4%	21.7%	23.3%
净资产收益率	5.2%	12.4%	29.3%	27.4%	25.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.8%	9.7%	25.8%	61.5%	58.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

1. “量价齐升”结束了吗？

2016年全国采浆总量超过7000吨，同比增长超过20%，血制品供应紧绷的态势有所缓解，不可否认，在采浆维持高位增长，医保控费趋严的背景下，整个血制品行业来看，“量价齐升”不宜再给过高的预期。但是，相比其他处方药面临的恶劣环境，血制品仍然具有抵御行业系统性风险的优势，且仍然能够实现增长。

而血制品行业，我们认为，公司是血制品中未来几年增速最快的公司之一，对于公司而言，“量价齐升”的逻辑才刚刚开始。血制品企业的业绩大致分为两个要素：采浆量和吨浆利润，基本就是“量”和“价”的两个维度。我们认为，未来三年，公司浆量每年提升20%，吨浆利润提升8-10%将是大概率事件，公司有望实现30%左右的复合增长。

1.1. 未来三年维持20%左右的浆量复合增速将是大概率事件

从浆量来看，根据中生集团的十三五规划，2020年采浆总量将内生增长至2400吨以上，相对2016年实现翻番，年复合增速达到20%。那么，我们就来探究一下这种规划的可行性。中生集团下属五家血制品公司2016年合计采浆1171吨，其中成都蓉生在采浆站18个，采浆683吨，平均单站采浆38吨，超过行业平均水平（30吨），与行业龙头华兰生物（45吨）相比差距并不大，可见，作为国资背景的成都蓉生的浆站运营效率是不输于民营企业的。三所+中泰在采浆站27个，去年采浆488吨，平均单站采浆仅18吨。我们认为，这主要是由于血制品原先在中生集团体内并不属于核心业务，集团管理层领导也多为疫苗出身，加之传统的国企属性，各浆站站长没有动力拓展浆员，造成运营效率的低下。目前，成都蓉生总经理付道兴已升任上市公司总经理，未来5大血制品资产实现整合后，将接受上市公司的统一管理，蓉生管理模式将向三所进行输出。我们认为，三所下属浆站的管理理顺之后，有望看齐蓉生的单站采浆水平，加上蓉生原有浆站每年5-10%的内生增速以及新增浆站的预期（目前待采浆站4个，未来每个子公司每年有望新增1个浆站），2020年实现2400吨以上的采浆将是大概率事件。

1.2. 白蛋白降价压力不大，吨浆利润有望显著提升，白蛋白即使降价影响也非常小

从吨浆利润来看，成都蓉生一季度预计投浆171吨（按照去年采浆量1/4计算），实现净利润1.41亿元，吨浆利润82万元左右，而这仅仅依靠白蛋白、静丙两大品种，没有凝血因子类产品的贡献，这种盈利能力在全行业来看处于绝对领先的水平。此外，2016年成都蓉生以新工艺申报的凝血因子Ⅷ已经完成临床，今年4月13日被纳入第十五批优先评审名单，我们预计公司有望于下半年拿到生产批文并完成车间GMP认证，年底前实现上市。蓉生按照新工艺申报的凝血因子Ⅷ，收率有望达到700瓶/吨（200IU），当前招标价约390元左右，有望贡献吨浆收入27.3万元，按照50%净利率来算，吨浆利润有望增厚13.15万元。

目前市场普遍担心白蛋白降价影响公司业绩，我们认为，白蛋白的供需目前在一二线城市基本均衡，去年在山东疫苗事件及两票制落地的影响下，血制品流通渠道逐步向正规化发展，加之去年采浆量的大幅增长，造成短期内正规渠道高白蛋白库存压力增大，这种情况不一定会成为中长期趋势。即便短期内渠道库存造成降价压力，我们认为对公司的影响也微乎其微，假设每瓶白蛋白降价10元，按照吨浆产出2600瓶计算，吨浆利润下降约2.6万元，影响非常有限。在Ⅷ因子上市的强预期之下，白蛋白降价所带来的负面影响足以对冲，而这已经考虑了最不利的情况。

上海、武汉、兰州三所及贵州中泰的利润水平目前仍然较低，我们认为，纳入成都蓉生统一管理之后，通过技术渗透、品牌一体化、堵截国企跑冒滴漏等手段，吨浆利润有望出现显著提升，白蛋白、静丙两大品种的文号五家公司全部持有，加上上海所的Ⅷ因子和纤维蛋白原，吨浆利润短期提升至60万元左右将是大概率事件，随着浆量的扩张，边际成本将显著降低，未来三年吨浆利润有望持续提升。

事实上，天坛生物目前由于批文数量较少+此前管理效率欠佳等多重因素，除了成都蓉生外，整体吨浆利润较低，未来，随着公司管理层更换后管理加强、批文数量增加、组分调拨等因素的催化，吨浆利润还有巨大提升空间，特别是三个所。相比这些，白蛋白降价完全可以忽略，按照每吨血浆产出 2600 瓶白蛋白，白蛋白每降价 10 元/瓶，吨浆利润仅下降 2.6 万，相比提升空间几乎可以忽略，况且进口白蛋白也仅仅比国产白蛋白便宜 20 元，如果不定量测算表白蛋白降价影响，会给市场误认为一旦降价将会盈利大幅下降的错觉，实际上测算清楚后，反而看清楚白蛋白降价的影响微乎其微，相比其他产品获批和提价带来的增厚。事实上，白蛋白在我国本来就是血制品中的一个特殊异类，这个产品是除了重组人凝血八因子外唯一可以进口的血制品，且进口比例超过 60%，在国外属于静丙等其他产品的附属品，因此才造成了国内白蛋白看似不紧缺甚至过剩，其他血制品都不会出现这种情况，因此不必担心。

2. 集团内组分调拨纳入预期，血浆资源利用效率有望实现最大化

2.1. 冷沉淀调拨几乎不存在障碍，凝血因子文号共享可以期待

我们认为，公司重组完成后进行内部组分调拨已经可以纳入预期。公司在公告中明确提出：在贵州中泰未取得新产品生产文号之前，可通过将贵州中泰冷沉淀价拨至成都蓉生，以提前实现血浆的综合利用，发挥协同效应。可见，公司在申请组分调拨方面拥有充足的把握。从可行性来看，华兰生物允许从重庆子公司向河南总部调拨冷沉淀，河北大安获批向绿十字（中国）调拨冷沉淀用于生产人凝血因子Ⅷ，为了解决凝血因子类产品供应不足的问题，政府在冷沉淀调拨方面的政策是足够宽松的，民营企业尚且允许调拨，我们认为公司作为血制品央企龙头，实现调拨的可能性更大。因此我们判断，公司未来 1-2 年将陆续获得子公司间的组分调拨批文，2018 年后有望实现血浆组分的集团内调拨，各子公司的血浆文号基本得以共享，整体吨浆利润有望提升至 90-100 万元，按照 2020 年 1560 吨的权益浆计算，净利润水平有望达到 15 亿元左右。

2.2. 依靠央企血制品龙头身份优势打破调拨壁垒，享受规模化生产红利

公司下属 5 家血制品公司，全国范围内独此一家，牌照的数量将形成得天独厚的优势。一方面在浆站审批方面会在 5 个注册地省份获得倾斜，另一方面就是依靠调拨实现各个血制品品种的规模化发展。由于血制品公司的蛋白提取能力不同，甚至同一公司的不同厂区的提取能力也不同，为提高血浆资源利用效率，国外允许血制品公司将组分跨区域、跨公司调拨，将多余的组分交由有提取能力的企业。因此，国外血制品公司的组分交易十分频繁，公司内部的组分调拨更是司空见惯，通常会在某个地区建造一所超级工厂（例如凝血因子生产基地），然后把全球各地的血浆全部调到此处生产，最大限度的利用规模化优势以摊薄成本。而我国目前尚未全面放开血浆组分的调拨，对企业的特别需求一事一批（如华兰生物获得冷沉淀的调拨资格），血浆资源亦不可跨企业使用，造成了极大的资源浪费。天坛未来有望依靠“国家队”的政策优势，率先打破这一壁垒，享受集团内组分调拨所带来的规模化生产红利，实现盈利能力的跨越式发展。

3. 血制品行业集中度提升将是中长期发展趋势，龙头企业将充分享受整合红利

在国外，90 年代初期，白蛋白、免疫球蛋白及高纯凝血因子三大品类制备工艺已经基本成熟，血液制品的现代化产品线雏形初现。随着血制品使用范围的扩大，产能不足的问题开始凸显。在此背景下，血制品公司快速涌现，根据 MRB 的数据，全球血制品企业最多时达到 102 家之多（除去中国）。而后，随着供需缺口的缩小以及各国政府监管趋严，血制品行业在 21 世

纪初掀起并购狂潮，寡头格局逐渐形成。一轮洗牌之后只剩下不到 20 家企业。2004 年之后，随着静丙适应症的不断推出，其使用范围大幅拓宽，成为带动血制品行业发展的新引擎。此外，FDA 着手对混乱的血制品行业进行整顿，关停 25% 浆站，主动降低产能，导致血制品价格回升，在此背景下，血制品行业的发展二度迎来黄金期，龙头企业进一步发展壮大。目前，全球四大血制品龙头 CSL、Baxalta、Grifols、Octapharma 四大龙头公司占据了过半的市场份额，单家企业浆量规模超过 5000 吨，血制品收入达到 200-300 亿。与这些国际龙头相比，我国血制品企业还相距甚远，龙头缺位，产能过于分散，若要实现跨越式追赶，复刻跨国血制品公司的外延并购之路将是唯一途径。

近年来，随着上海莱士收购邦和、同路，高特佳收购广东丹霞，我国血制品行业的并购大潮已经拉开序幕，未来随着白蛋白供需拐点的到来（唯一允许进口的品种，供需拐点必将先于其他品种到来），一些主要依靠白蛋白盈利的、采浆规模较小的血制品企业将失去生存的土壤，应运而生的就是血制品行业的洗牌。在此背景下，率先实现规模化生产且品种齐全的龙头公司将有望取得先发优势。我们预见，未来 5 年血制品行业 CR4 市占率有望达到 50-60%，而现有浆站数量最多，品种最为齐全的血制品国家队天坛生物大概率将是其中一员。根据批签发数量及平均市场价测算，中国 2016 年血液制品市场规模约 260 亿人民币，考虑到目前供需缺口仍有接近 50%，未来 5 年血制品收入规模有望实现翻番，达到 500 亿元左右的规模，公司有望在这块巨大蛋糕的市场切分中担任重要角色。在行业整合的赛道竞争上，我们有理由期待大市值龙头公司的诞生。

4. 盈利预测与投资建议

盈利预测与投资建议

公司具有显著估值优势，吨浆市值和 PE 等多个指标领先全行业，尤其在公司未来几年采浆量保持高速增长及吨浆利润仍有稳步提升空间的预期下。从吨浆市值的角度，相较于博雅生物 6000 万元、华兰生物 2600 多万元，公司的吨浆市值仅 2350 万元，明显被低估。站在当前时点，无论是估值还是吨浆市值，都具有较大的提升空间。

我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 47.16%、27.08%、18.52%；暂不考虑集团内部血浆组分调拨预期，净利润分别为 6.59、8.50、10.82 亿元，对应当前市值，PE 分别为 36X、28X、22X；我们预计第二步资产重组将在明年一季度完成，届时公司将成为中生股份旗下唯一的血制品平台，且经营激励机制将逐步改善。维持买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 60.00 元。

5. 风险提示

白蛋白降价压力；行政审批事项较多，有可能导致重组方案的实施慢于预期；流通股东对方案对价不满意，致使重组方案进程受阻。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,618.0	2,095.7	3,084.0	3,919.1	4,645.0	成长性					
减:营业成本	831.7	980.0	1,387.8	1,704.8	1,904.5	营业收入增长率	-11.4%	29.5%	47.2%	27.1%	18.5%
营业税费	8.7	28.3	41.6	52.9	62.7	营业利润增长率	-36.2%	95.9%	232.7%	30.8%	27.1%
销售费用	90.7	128.3	182.0	250.8	306.6	净利润增长率	-92.2%	2523.8%	151.8%	28.9%	27.4%
管理费用	321.4	445.1	249.8	325.3	390.2	EBITDA 增长率	-4.4%	34.3%	113.8%	26.6%	24.1%
财务费用	111.4	96.0	-	-	-	EBIT 增长率	-26.7%	54.2%	162.1%	30.8%	27.1%
资产减值损失	72.3	62.0	38.0	35.0	11.0	NOPLAT 增长率	-42.6%	111.9%	176.0%	30.8%	27.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	4.1%	-45.1%	33.3%	18.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	0.8%	9.2%	42.0%	37.7%	34.9%
营业利润	181.8	356.1	1,184.8	1,550.3	1,970.1	利润率					
加:营业外净收支	16.2	21.5	15.2	-3.5	0.2	毛利率	48.6%	53.2%	55.0%	56.5%	59.0%
利润总额	197.9	377.6	1,200.0	1,546.8	1,970.3	营业利润率	11.2%	17.0%	38.4%	39.6%	42.4%
减:所得税	82.4	74.6	186.0	239.8	305.4	净利润率	0.6%	12.5%	21.4%	21.7%	23.3%
净利润	10.0	261.8	659.1	849.6	1,082.2	EBITDA/营业收入	30.2%	31.3%	45.5%	45.3%	47.5%
						EBIT/营业收入	18.1%	21.6%	38.4%	39.6%	42.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	539	434	279	209	168
货币资金	563.6	660.3	1,290.6	1,738.0	2,890.2	流动营业资本周转天数	46	73	6	-10	41
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	427	323	240	235	294
应收账款	168.1	264.1	249.9	185.6	72.5	应收账款周转天数	46	37	30	20	10
应收票据	61.6	51.3	0.1	65.2	12.2	存货周转天数	196	167	90	70	98
预付账款	8.2	14.9	23.6	23.7	29.2	总资产周转天数	1,296	980	632	500	511
存货	944.3	1,000.0	542.0	973.4	1,565.9	投资资本周转天数	810	654	351	228	240
其他流动资产	12.1	11.0	10.1	11.1	10.7	投资回报率					
可供出售金融资产	46.0	46.0	45.0	45.6	45.5	ROE	5.2%	12.4%	29.3%	27.4%	25.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	5.2%	20.1%	22.4%	22.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	4.8%	9.7%	25.8%	61.5%	58.6%
投资性房地产	36.7	34.3	34.3	34.3	34.3	费用率					
固定资产	2,611.5	2,444.8	2,335.0	2,222.4	2,113.5	销售费用率	5.6%	6.1%	5.9%	6.4%	6.6%
在建工程	849.6	906.8	205.5	248.9	279.2	管理费用率	19.9%	21.2%	8.1%	8.3%	8.4%
无形资产	192.0	188.3	180.6	172.8	165.1	财务费用率	6.9%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	32.4%	31.9%	14.0%	14.7%	15.0%
资产总额	5,631.9	5,783.2	5,041.6	5,845.2	7,341.8	偿债能力					
短期债务	330.0	270.0	-	-	-	资产负债率	60.3%	57.8%	31.3%	18.3%	12.3%
应付账款	525.4	392.5	702.3	547.9	213.9	负债权益比	151.8%	136.9%	45.5%	22.5%	14.0%
应付票据	82.9	69.7	315.8	157.7	371.3	流动比率	1.24	1.68	1.45	2.93	5.18
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.57	0.84	1.08	1.98	3.41
长期借款	1,779.5	1,912.3	-	-	-	利息保障倍数	2.63	4.71	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	3,395.7	3,342.3	1,576.7	1,072.5	904.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	294.7	246.5	601.4	1,058.9	1,641.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	515.5	515.5	515.5	515.5	515.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,438.4	1,689.9	2,348.1	3,198.3	4,280.4						
股东权益	2,236.2	2,441.0	3,465.0	4,772.6	6,437.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.02	0.51	1.28	1.65	2.10
净利润	115.6	303.0	659.1	849.6	1,082.2	BVPS(元)	3.77	4.26	5.56	7.20	9.30
加:折旧和摊销	196.1	205.2	218.7	227.0	236.3	PE(X)	2,309.4	88.0	35.0	27.1	21.3
资产减值准备	72.3	62.0	-	-	-	PB(X)	11.9	10.5	8.0	6.2	4.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-45.9	132.0	101.1	-2,139.6	40.5
财务费用	123.8	99.1	-	-	-	P/S	14.2	11.0	7.5	5.9	5.0
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	40.5	33.5	15.9	12.5	9.8
少数股东损益	105.6	41.2	354.9	457.5	582.7	CAGR(%)	124.5%	76.5%	64.9%	124.5%	76.5%
营运资金的变动	106.4	-211.7	970.6	-786.7	-599.0	PEG	18.6	1.2	0.5	0.2	0.3
经营活动产生现金流量	473.3	428.4	2,203.4	747.4	1,302.2	ROIC/WACC	0.4	0.7	1.9	4.6	4.4
投资活动产生现金流量	-300.2	-209.3	601.0	-150.6	-149.9	REP	14.6	7.7	5.4	1.7	1.5
融资活动产生现金流量	-567.5	-159.5	-2,174.0	-149.4	-0.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034