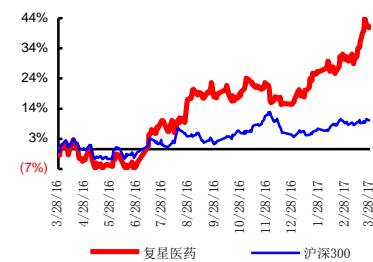


复星医药(600196)/生物制品
收购 Gland 74%股权，构建制剂国际化平台
评级：买入(维持)
市场价格：30.98
目标价格：37.98
分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
联系人：张天翼
Email：zhangty@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	2,495
流通股本(百万股)	2,393
市价(元)	30.98
市值(百万元)	77,299
流通市值(百万元)	74,132

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 复星医药(600196)——“走出去+引进来”，坚定推进创新药战略- (中泰证券_江琦、张天翼) 20170906
- 2 复星医药(600196)——收购“Sandoz 产品包+斯迈康渠道”，制剂发展有望加速- (中泰证券_江琦、张天翼) 20170903
- 3 复星医药(600196)——收入和经营性现金流快速增长，有质量的业绩成长- (中泰证券_江琦、张天翼) 20170829

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,609	14,629	17,498	22,445	26,522
增长率 yoy%	4.85%	16.02%	19.61%	28.27%	18.16%
净利润	2,460	2,806	3,211	3,959	4,665
增长率 yoy%	16.43%	14.05%	14.45%	23.29%	17.83%
每股收益(元)	1.06	1.16	1.29	1.59	1.87
每股现金流量	0.70	0.87	0.92	1.37	1.48
净资产收益率	14.22%	13.12%	12.46%	13.31%	13.56%
P/E	22.10	19.91	24.07	19.52	16.57
PEG	1.34	1.42	1.67	0.84	0.93
P/B	3.14	2.61	3.00	2.60	2.25

备注：

投资要点

- 今日，公司公告，与印度 Gland 现有股东及相关方签署《第三次修正案》，将交易调整为：公司出资不超过 10.913 亿美元收购 Gland 约 74% 股权，其中包括 Gland 依诺肝素于美国上市销售所支付的不超过 2,500 万美元的或有对价。本次交易终止日延长至 2017 年 10 月 3 日。
- 预计交易将于近期完成交割，Gland 有望于 4 季度开始并表，将增厚公司业绩。根据印度外商投资相关政策，本次交易调整方案无需提交印度外国投资促进委员会(FIPB)、印度经济事务内阁委员会(CCEA)审核批准。根据约定，各方将于交割先决条件达成后的第 17 天进行交割。Gland 有望于 2017 年 4 季度并表。Gland 2017 财年(2016Q2-2017Q1)收入约 14.92 亿元，同比增长 9.88%；净利润约 4.14 亿元，同比增长 31.92%。我们预计，Gland 2017 全年(自然年)净利润有望达到 5 亿元，未来随着新品种不断获批上市，有望保持 25% 左右增速。
- Gland 是高水准制剂出口企业，从未收到过 FDA 警告信。Gland 有丰富的产品储备，确保未来保持快速增长，同时重磅品种依诺肝素正在申请美国上市。Gland 有丰富的产品储备，包括 100 个在审评 ANDA 品种和 71 个在筹备 ANDA 品种。我们预计不考虑依诺肝素 2017 年(自然年)5 亿净利润，如依诺肝素获批业绩将超预期。美国依诺肝素共有 4 家生产企业。Teva 生物类似药 2014 年 11 月上市第 1 年，销售收入超过 13 亿美元。Gland 依诺肝素正在申请美国上市，我们保守预计上市首年有望获得 1 亿美元以上的市场份额，净利润 1500-2000 万美元，Gland 业绩增速有望显著加快。
- Gland 擅长在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力，将成为公司重要的国际化药品生产制造及注册平台。我们认为，公司和 Gland 产品协同和互补效应强，未来公司的产品(尤其是单抗等品种)有望借助 Gland 的成熟体系进入全球市场；同时 Gland 获得 FDA 等机构认证的产品有望通过公司的渠道开拓国内市场。
- 盈利预测与投资建议：我们预计公司 2017-2019 归母净利润分别为 32.11 亿元、39.59 亿元和 46.65 亿元，同比分别增长 14.45%、23.29% 和 17.83%；扣非净利润分别为 24.11 亿元、31.59 亿元和 38.65 亿元，同比分别增长 15.22%、31.02% 和 22.35%。公司主业维持稳定快速增长，单抗生物类似药研发投入 7 年进入兑现期，通过收购 Gland 进入规范国家市场，估值有望持续提升，目前对应 2018 年整体估值 19.5 倍，扣非估值 24 倍。我们给予 2018 年扣非 30 倍 PE，对应目标价 37.98 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：外延并购不达预期；新药研发失败的风险。

Gland 是优质的制剂出口企业，业绩有望保持快速增长

Gland 是印度最优秀的制剂出口企业之一

- Gland 在印度专业从事生产制造注射剂药品同类公司中处于领先地位。** Gland 主要从事注射剂药品的生产制造业务，是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，并获得全球各大法规市场的 GMP 认证，其业务收入主要来自于美国和欧洲。Gland 目前主要通过共同开发、引进许可，为全球各大型制药公司提供注射剂仿制药品的生产制造服务等。**Gland 生产标准极高，QA、QC 体系完善，从未收到过 FDA 警告信。**

图表 1: Gland 发展历程一览

时间	事件
1978年	Gland成立，在印度生产肝素，并为药企提供CMO服务
1996年	和德国Vetter合作，建立印度第一家预充式注射器生产基地
1998年	Dundigal生产基地投入运营
2000年	首次和规范市场签订CMO订单；在Dundigal设立第一家研发中心
2001年	全球首个依诺肝素生物类似药在印度上市
2002年	依诺肝素在巴西等半规范市场上市
2003年	Dundigal生产基地获得美国FDA认证
2007年	酮咯酸注射剂进入美国市场
2010年	肝素进入美国市场
2011年	阿泽红霉素注射剂进入澳大利亚市场；罗库溴铵在新西兰获批上市
2012年	Dundigal生产基地获得英国和欧盟认证；在Bollarum设立第二家研发中心
2013年	替罗非班进入欧洲市场；Visakhapatnam肿瘤中心获得美国FDA认证
2014年	Pashamylaram培南类生产基地投产；Dundigal生产基地增加眼科和自动化包装生产线；胺碘酮注射剂进入加拿大市场

来源：公司网站，中泰证券研究所

图表 2: Gland 核心竞争力

国际标准的医药研发基地	四大产品线	服务
1998年建立印度第一家现代化预填充注射器基地	肝素系列	CDMO
印度第一家获得美国FDA批准的注射剂药品生产制造企业	抗生素系列	CMO
通过FDA认证的肿瘤中心	心血管以及麻醉药	技术转让
	抗感染以及消化系统	

来源：公司网站，中泰证券研究所

丰富的在申报品种确保 Gland 未来保持快速增长

- Gland 有丰富的产品储备，为未来保持快速增长奠定坚实的基础。**目前，Gland 共有 76 个产品在规范市场上市（包括 26 个属于 Gland 的 ANDA 批件）、159 个产品在半规范市场上市。此外，公司有丰富的产品储备，包括 100 个在审评 ANDA 品种和 71 个在筹备 ANDA 品种。我们预计，未来 Gland 将不断有新产品获批上市，促进业绩保持快速增长。

图表 3: Gland 核心产品一览

中文名	适应症	销量 (百万支)		收入 (百万美元)		收入 (百万元)	
		2015财年	2016财年	2015财年	2016财年	2015财年	2016财年
肝素钠	抗凝血药	48.31	51.87	44.9	50.79	305.32	345.37
依诺肝素钠注射液	预防静脉血栓栓塞性疾病	11.8	14.3	25.53	31.33	173.60	213.04
罗库溴铵注射液	肌松药	3.63	6.13	9.41	15.22	63.99	103.50
万古霉素	抗感染	1.57	9.87	3.71	14.5	25.23	98.60
重组人胰岛素	糖尿病	3.86	10.37	6.48	14.05	44.06	95.54
乙酰半胱氨酸鼻剂	咯痰困难	2.9	2.16	8.39	9.05	57.05	61.54
顺式阿曲库铵注射液	肌松药	0.97	0.79	7.43	7.08	50.52	48.14

按照1美元=6.8元换算

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: Gland ANDA 批件一览

Appl Type/Number	Holder	Subject	品种	适应症
202930	GLAND PHARMA LTD	ZOLEDRONIC ACID	唑来膦酸	实体肿瘤骨转移和多发性骨髓瘤的骨骼损害
204205	GLAND PHARMA LTD	METOPROLOL TARTRATE	酒石酸美托洛尔	抗心律失常药、抗高血压药
204216	GLAND PHARMA LTD	KETOROLAC TROMETHAMINE	酮咯酸氨丁三醇	镇痛
204217	GLAND PHARMA LTD	ZOLEDRONIC ACID	唑来膦酸	实体肿瘤骨转移和多发性骨髓瘤的骨骼损害
204520	GLAND PHARMA LTD	GEMCITABINE	吉西他滨	抗肿瘤
205323	GLAND PHARMA LTD	HEPARIN SODIUM	肝素钠	抗凝血
205390	GLAND PHARMA LTD	VECURONIUM BROMIDE	维库溴铵	麻醉用药
205694	GLAND PHARMA LTD	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	万古霉素	抗感染
206141	GLAND PHARMA LTD	MEROPENEM	美罗培南	抗感染
207239	GLAND PHARMA LTD	TRANEXAMIC ACID	氨甲环酸	原发性纤维蛋白溶解所致出血
207321	GLAND PHARMA LTD	DEXRAZOXANE	右雷佐生	减轻或减少蒽环类抗生素化疗引起的心肌毒性
207322	GLAND PHARMA LTD	POLYMYXIN B	多粘菌素B	抗感染
207324	GLAND PHARMA LTD	CARBOPLATIN	卡铂	抗肿瘤
207325	GLAND PHARMA LTD	OXALIPLATIN	奥沙利铂	抗肿瘤
207326	GLAND PHARMA LTD	PACLITAXEL	紫杉醇	抗肿瘤
65501	GLAND PHARMA LTD	AZITHROMYCIN	阿奇霉素	抗感染
76722	GLAND PHARMA LTD	KETOROLAC TROMETHAMINE	酮咯酸氨丁三醇	镇痛
76774	GLAND PHARMA LTD	HALOPERIDOL	氟哌啶醇	精神分裂症
77161	GLAND PHARMA LTD	AMIODARONE HYDROCHLORIDE	盐酸胺碘酮	严重的心律失常
77190	GLAND PHARMA LTD	MILRINONE LACTATE	乳酸米力农	小儿充血性心力衰竭
77283	GLAND PHARMA LTD	ADENOSINE	腺苷	心动过速
79224	GLAND PHARMA LTD	ONDANSETRON	昂丹司琼	止吐药
90648	GLAND PHARMA LTD	ONDANSETRON	昂丹司琼	止吐药
90696	GLAND PHARMA LTD	MIDAZOLAM HYDROCHLORIDE	盐酸咪达唑仑	麻醉用药
90699	GLAND PHARMA LTD	LABETALOL HYDROCHLORIDE	盐酸拉贝洛尔	原发性高血压和心绞痛
90850	GLAND PHARMA LTD	MIDAZOLAM HYDROCHLORIDE	盐酸咪达唑仑	麻醉用药

来源: FDA, 中泰证券研究所

图表 5: Gland DMF 批件一览

Appl Type/Number	Holder	Subject	品种	适应症
MF 023173	GLAND PHARMA LTD	TIROFIBAN HYDROCHLORIDE	盐酸替罗非班	不稳定型心绞痛
MF 023839	GLAND PHARMA LTD	HEPARIN SODIUM USP	肝素钠	抗凝血
MF 025400	GLAND PHARMA LTD	ARGATROBAN MONOHYDRATE	阿加曲班	急性缺血性脑梗死
MF 027282	GLAND PHARMA LTD	INDOMETHACIN SODIUM USP	吲哚美辛钠	解热镇痛药
MF 027823	GLAND PHARMA LTD	IRON DEXTRAN COMPLEX	右旋糖酐铁	缺铁性贫血
MF 027826	GLAND PHARMA LTD	DEXRAZOXANE (PROCESS-II)	右丙亚胺	接受阿霉素治疗的女性转移性乳腺癌
MF 027972	GLAND PHARMA LTD	REGADENOSON	瑞加德松	心血管造影剂
MF 028030	GLAND PHARMA LTD	ARGATROBAN MONOHYDRATE (PROCESS-II)	阿加曲班	急性缺血性脑梗死
MF 028424	GLAND PHARMA LTD	SODIUM PHENYLACETATE	苯乙酸钠	制造青霉素
MF 028608	GLAND PHARMA LTD	DEXMEDETOMIDINE HYDROCHLORIDE USP	盐酸右美托咪定	麻醉
MF 029550	GLAND PHARMA LTD	LEVOTHYROXINE SODIUM USP	左甲状腺素钠	甲状腺激素缺乏的替代治疗
MF 029637	GLAND PHARMA LTD	IRON SUCROSE COMPLEX	蔗糖铁	补铁
MF 029787	GLAND PHARMA LTD	FULVESTRANT USP	氟维司群	乳腺癌
MF 029814	GLAND PHARMA LTD	FOSCARNET SODIUM USP	膦甲酸钠	抗病毒
MF 031028	GLAND PHARMA LTD	ZIPRASIDONE MESILATE TRIHYDRATE	甲磺酸齐拉西酮	精神分裂

来源: FDA, 中泰证券研究所

图表 6: Gland 有丰富的产品储备

申报地区		获批	在审评	在筹备
美国	DMF	6	12	9
	ANDA	53	100	71
加拿大		3	12	13
欧洲		5	6	14
澳大利亚&新西兰		6	11	13
南非			9	

来源: 公司网站, 中泰证券研究所

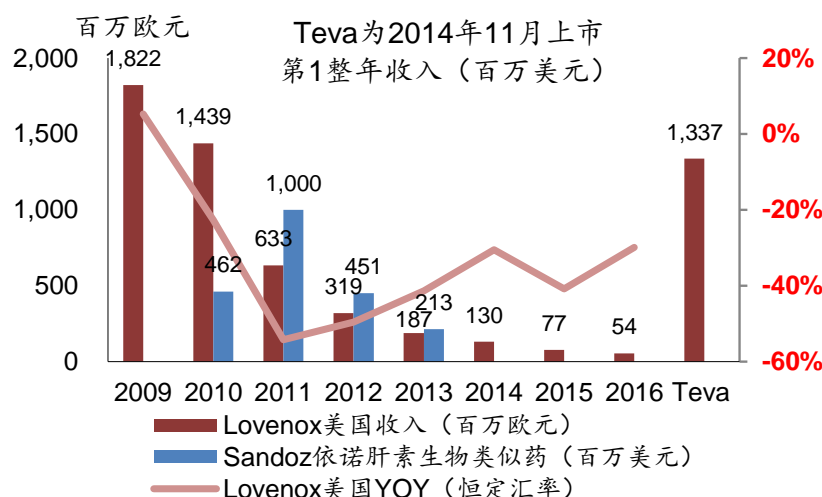
潜力大品种依诺肝素有望获批在美国上市, 显著增厚 Gland 业绩

- Gland 依诺肝素正在申请美国上市, 上市首年有望获得 1 亿美元以上的市场份额, 净利润 1500-2000 万美元, 将显著增厚 Gland 业绩。**美国依诺肝素共有 4 家生产企业 (赛诺菲原研药 Lovenox、赛诺菲 Lovenox 生物类似药、Sandoz、Watson/Amphastar、Teva)。我们估计美国依诺肝素市场超过 15 亿美元。赛诺菲原研药受到生物类似药冲击不断下滑, Teva 生物类似药上市第 1 年 (2014 年 11 月-2015 年 11 月), 销售收入超过 13 亿美元。

图表 7: 美国依诺肝素生物类似药

生产商	获批/上市时间
Sandoz	2010年7月
Watson/Amphastar	2011年9月
Teva	2014年11月

来源: FDA, 中泰证券研究所

图表 8: 美国依诺肝素市场 (不包括 Watson/Amphastar 产品)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

Gland 有望于 2017 年 Q4 并表, 显著增厚公司利润

- 我们预计 Gland 有望于 2017Q4 开始并表, 扣除财务成本, 仍将显著增厚公司业绩。不考虑依诺肝素获批, 预计 Gland 2017 年 (自然年) 有望实现净利润 5 亿元, 同比增长 30% 以上。公司拟为全资子公司复星实业向 Australia and New Zealand Banking Group Limited、Standard Chartered Bank (Hong Kong) Limited、NATIXIS (Hong Kong Branch)、BNP Paribas (acting through its Hong Kong Branch)、Westpac Banking Corporation 申请的期限为 12 个月、总额不超过 8 亿美元的贷款提供连带责任保证。我们预计公司美元贷款成本为 2% 左右, 全年利息费用约 1.1 亿元。扣除财务成本, 仍将显著增厚公司业绩。

图表 9: Gland 净利润快速增长 (百万元)

	2015财年	2016财年	2017财年
Gland收入	1,002	1,358	1,492
YOY		35.53%	9.88%
Gland净利润	209.30	313.60	413.70
YOY		49.83%	31.92%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

公司整合式发展，协同性将逐渐体现

Gland 将成为公司制剂出口的平台，推进公司产品国际化

- **Gland 具备在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力，将成为公司重要的国际化药品生产制造及注册平台。我们认为，公司和 Gland 产品协同和互补效应强。**
 1. 公司拥有丰富的原料药资源，包括肝素钠、罗库溴铵、培美曲塞等；子公司复宏汉霖是国内领先的单抗生物类似药产业化平台，已获得 6 个产品 10 个适应症的临床批件；重庆药友口服制剂生产线已通过 FDA 认证未来公司的产品。
 2. Gland 专注于注射剂的研发、生产及销售，在研产品线储备充足；Gland 具备法规市场注册及销售能力，每年超过 20 项 ANDA 申请；Gland 建立了严格的标准化生产流程，获得全球各个法规市场的 GMP 认证。
- **未来公司的产品（包括单克隆抗体等）有望借助 Gland 的成熟体系进入全球市场，同时 Gland 获得 FDA 等机构认证的产品有望通过公司的渠道开拓国内市场。**

盈利预测与投资建议：

- 我们预计公司 2017-2019 归母净利润分别为 32.11 亿元、39.59 亿元和 46.65 亿元，同比分别增长 14.45%、23.29%和 17.83%；扣非净利润分别为 24.11 亿元、31.59 亿元和 38.65 亿元，同比分别增长 15.22%、31.02%和 22.35%。公司主业维持稳定快速增长，单抗生物类似药研发投入 7 年进入兑现期，通过收购 Gland 进入规范国家市场，估值有望持续提升，目前对应 2018 年整体估值 19.5 倍，扣非估值 24 倍。我们给予 2018 年扣非 30 倍 PE，对应目标价 37.98 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**外延并购不达预期；新药研发失败的风险。

图表 10: 复星医药盈利预测 (百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,026	12,609	14,629	17,498	22,445	26,522
增长率	20.30%	4.8%	16.0%	19.6%	28.3%	18.2%
营业成本	-6,719	-6,308	-6,718	-8,001	-10,470	-12,396
% 销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	45.7%	46.6%	46.7%
毛利	5,307	6,301	7,910	9,497	11,976	14,127
% 销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	54.3%	53.4%	53.3%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-165	-223	-257
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
营业费用	-2,300	-2,815	-3,704	-4,506	-5,589	-6,392
% 销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	25.8%	24.9%	24.1%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,765	-3,434	-3,978
% 销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.8%	15.3%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,473	1,742	2,062	2,730	3,500
% 销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	11.8%	12.2%	13.2%
财务费用	-379	-450	-401	-113	-9	67
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	0.6%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-334	-70	-79	0	0	0
公允价值变动收益	-11	-2	12	0	0	0
投资收益	1,925	2,347	2,125	2,174	2,315	2,449
% 税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	50.6%	44.5%	39.6%
营业利润	2,394	3,297	3,399	4,123	5,035	6,015
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	23.6%	22.4%	22.7%
营业外收支	324	75	172	172	172	172
税前利润	2,718	3,372	3,572	4,295	5,207	6,188
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	24.5%	23.2%	23.3%
所得税	-348	-501	-350	-530	-576	-724
所得税率	12.8%	14.9%	9.8%	12.3%	11.1%	11.7%
净利润	2,370	2,871	3,221	3,765	4,631	5,463
少数股东损益	257	411	416	554	672	798
归属于母公司的净利润	2,113	2,460	2,806	3,211	3,959	4,665
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	18.4%	17.6%	17.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,696	4,029	5,996	13,679	17,865	23,584
应收款项	2,175	2,348	2,621	3,038	3,577	4,230
存货	1,605	1,649	1,671	2,020	2,524	2,989
其他流动资产	198	1,291	477	470	436	478
流动资产	7,674	9,316	10,764	19,206	24,402	31,281
% 总资产	22.3%	23.8%	24.6%	37.2%	43.0%	49.5%
长期投资	14,405	17,234	18,850	18,850	18,850	18,850
固定资产	5,681	5,765	6,305	6,001	5,764	5,442
% 总资产	16.5%	14.7%	14.4%	11.6%	10.2%	8.6%
无形资产	6,180	6,562	7,144	6,877	6,967	6,880
非流动资产	26,672	29,876	33,003	32,432	32,286	31,876
% 总资产	77.7%	76.2%	75.4%	62.8%	57.0%	50.5%
资产总计	34,346	39,192	43,768	51,639	56,688	63,157
短期借款	3,951	7,334	5,650	1,824	1,824	1,824
应付款项	3,107	2,467	2,799	3,261	4,242	4,968
其他流动负债	1,890	-264	1,659	2,748	2,185	2,464
流动负债	8,948	9,537	10,109	11,498	8,251	9,256
长期贷款	771	1,676	2,183	7,383	7,383	7,383
其他长期负债	2,091	5,020	5,241	4,917	4,917	4,917
负债	11,811	16,233	17,532	23,798	20,551	21,556
普通股股东权益	20,107	20,471	23,176	24,227	31,852	36,517
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,614	4,286	5,084
负债股东权益合计	34,346	39,192	43,768	51,639	56,688	63,157

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.914	1.063	1.162	1.287	1.587	1.870
每股净资产 (元)	6.739	7.479	8.858	10.332	11.919	13.789
每股经营现金净流 (元)	0.519	0.701	0.874	0.922	1.365	1.481
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.56%	14.22%	13.12%	12.46%	13.31%	13.56%
总资产收益率	6.30%	6.62%	6.58%	6.36%	7.13%	7.52%
投入资本收益率	10.82%	11.15%	12.51%	16.14%	20.85%	27.13%
增长率						
营业总收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	19.61%	28.27%	18.16%
EBIT 增长率	7.05%	23.57%	18.23%	18.34%	32.41%	28.20%
净利润增长率	33.51%	16.43%	14.05%	14.45%	23.29%	17.83%
总资产增长率	18.86%	10.88%	14.70%	17.98%	9.78%	11.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.5	46.9	46.2	46.5	41.0	41.0
存货周转天数	87.4	94.1	90.2	92.1	88.0	88.0
应付账款周转天数	49.6	52.3	54.3	53.3	53.8	53.5
固定资产周转天数	124.5	135.8	123.5	103.5	75.0	58.3
偿债能力						
净负债/股东权益	22.65%	34.57%	21.18%	-3.85%	-15.63%	-27.95%
EBIT 利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	18.3	290.7	-52.4
资产负债率	46.27%	46.73%	42.64%	41.78%	38.74%	36.32%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,370	2,871	3,221	3,765	4,631	5,463
少数股东损益	0	0	0	554	672	798
非现金支出	898	728	819	749	796	823
非经营收益	-1,582	-1,903	-1,677	-2,134	-2,303	-2,437
营运资金变动	-486	-74	-253	-81	282	-155
经营活动现金净流	1,200	1,621	2,110	2,854	4,078	4,494
资本开支	992	1,214	1,860	6	477	242
投资	-1,801	-1,076	-575	0	0	0
其他	315	420	-12	2,174	2,315	2,449
投资活动现金净流	-2,478	-1,870	-2,447	2,168	1,838	2,207
股权募资	1,466	116	2,728	2,055	0	0
债权募资	3,087	2,004	571	1,374	0	0
其他	-2,682	-1,532	-1,773	-214	-1,058	-185
筹资活动现金净流	1,872	587	1,526	3,215	-1,058	-185
现金净流量	594	338	1,189	8,237	4,858	6,516

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。