

2018年10月11日

医药生物第四季度策略报告

做多窗口已现，医药跟随式上涨需精选个股

联系信息

张文录
分析师

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

1 《策略报告:市场点评-情绪躁动终被证伪,反弹还需数据支撑》 2018-10-09

2 《策略报告:策略·大势研判-降准对冲股市下跌风险,人民币汇率可能破7》 2018-10-08

3 《策略报告:主要指数估值持续修复-A股估值跟踪》 2018-10-07

4 《策略报告:财通证券10月投资组合及研究综述-财通十月金股组合》 2018-09-29

5 《策略报告:行业比较·景气跟踪-油价继续上行,六大发电集团日均耗煤量下跌》 2018-09-29

● 前三季度过山车的医药行情分析

上半年对周期的悲观而买消费作为防御,恰逢一月份系统性风险带来的极大安全边际、流感疫情等一季度业绩的爆发,而到五月底医药估值达到了38倍,危险的区域,很难坚守住。随着去杠杆、贸易战等引起的市场系统性风险的持续,社零增速的大幅下滑、疫苗之殇和带量采购政策等引来三波杀跌,其中也掺杂一些悲观预期,中美关系紧张对医药技术引进的悲观、原局长引咎辞职等带来的新药审批趋严的不确定性等。

● 目前跌倒什么位置了?

医药估值在行业内部相对底部,相对其他行业较贵。目前医药行业TTM-PE估值24.6倍,已经低于2012年1月估值底部的25.4倍,相对本行业已经进入大底部区域。相对沪深300的估值溢价率为132%,处于均衡态势。相对于2010年1月的70%的估值溢价率差距还很大,如没有特别大的外力因素,估值溢价率很可能继续下降,但这并不代表一定会继续下跌。

● 市场将中级别反弹,医药处于中间梯队。

中美贸易战的影响告一段落,国内稳杠杆、财政刺激稳定基建、货币政策定向调整和减税等政策将刺激周期行业或许是领涨主力,医药跟随上涨。八月上旬基建刺激、十月7日降准100个基点,和市场预期的大规模减税政策对周期行业的刺激性更大。人民币汇率破7预期上升,大宗商品原油突破85美元/桶,输入性通胀的预期带动其他原油、煤炭和有色的大宗商品品种普涨。这些带来石油化工、基建、有色和煤炭行业超跌反弹,增量资金有限的情况下消费或许是跟随式上涨。

● 跟随式上涨的医药有投资主线么?

目前还找不到特别强的主力线条。一般市场经过一波五年以上大牛熊后,受宏观经济影响最小是消费股,经历过熊市后股价依然坚挺而估值仍然较高,需要在市场走牛前阶段消化估值。所以,我们一是自下而上选择规避行业政策风险、估值合理为上,二是做政策修复预期的超跌反弹个股。医药零售和医疗服务等瑕疵少,在一波大级别调整中也较为抗跌,市场上涨过程中这个板块的波动率相对较小。

● 重点推荐标的

华兰生物(四价流感疫苗和狂犬疫苗等业绩爆发点、血制品业务趋于稳定);东诚药业(类风湿和肿瘤PET用药渗透率提升空间大);健帆生物(血液和重肝病领域血液净化渗透率提升空间大);我武生物(抗过敏领域渗透率提升空间大);欧普康视(角膜塑形镜渗透率提升空间大,国家政策支持);白云山(王老吉利润率提升空间大,现金储备丰富);华海药业(带量采购龙头、利空出尽);京新药业(带量采购受益公司之一,业绩高速增长可期);九州通(医药分销龙头中增速最快、FBBC业务具有爆发力);一心堂(经营稳健的医药零售公司)

● 风险提示:带量采购政策对降药价幅度过大、市场系统性风险

内容目录

1、医药行业从低估到高估到回归均衡态势	3
1.1 2 月份底部告诫长期投医药应该关注什么	3
1.2 3 月份提出药不能停，要超配	3
1.3 过快上涨后在行情将见顶前告诫医药将进入调整期。	4
1.4 社零增速大幅下降引来第一波杀跌	5
1.5 疫苗之殇、带量采购等带来医药行业第二波、第三波杀跌	6
2、做多窗口已现，医药跟随式上涨需精选个股	6
2.1 通晓过去，预知未来：今年前三季度涨跌原因解析	6
2.2 目前跌倒什么位置了？	7
2.3 市场将中级别反弹，医药处于中间梯队	7
2.4 跟随式上涨的医药有投资主线么？	7
2.5 重点推荐标的组合	7

图表目录

图 1：医药工业收入增速对比 GDP 增速情况	4
图 2：医药生物行业相对沪深 300 估值溢价率	4
图 3：投资标的组合	8

1、医药行业从低估到高估到回归均衡态势

1.1 2月份底部告诫长期投医药应该关注什么

2月4日，我们在《财通证券医药生物行业周报：简单明了的一段话写给上市公司掌舵者》提出，长期研究医药行业要坚守的信念：做好仿制药一致性评价，短期赚钱但是不一定能赚到估值，给企业留出三到五年转型创新的时间；常规带金销售将被医保局等的带量采购慢慢取代，仿制药将慢慢变成“制造业”，传统医药公司估值下滑到20倍以下甚至15倍也是正常的。

原文如下：“很简单的一段话告诉医药上市公司掌舵者时间不多了，企业掌舵者要赶快谋求新的出路，还有三到五年时间。我们认为，这一届CFDA将带来颠覆式的改革，表现为创新和供给侧改革，基本是日本模式的复刻。创新全面与欧美接轨，宽进严出。创新药审批全球同步，甚至很多地方已经超越国际，比如这几年兴起的液体活检技术，全球首个肝癌分子诊断产品在中国问世；创新药上市后医保谈判，价格符合中国消费能力。供给侧改革，一致性评价带来的是行业大洗牌，这并不代表短期受益者会被投资者追捧，这只是一个三到五年的过渡阶段，给企业转型的时间窗口。创新和供给侧改革理顺后，下一个三到五年我们认为卫生体制将发生重大变化，招标将被取缔，取而代之的是覆盖全国网络的药交所模式，仿制药将基本不再需要销售人员，仿制药公司将变成制造业，变得微利。

资本市场投资行为分析：目前A股市场主力资金是保险、外资和国家队等长期受益资金，特别外资和保险的投资期限较长，更喜欢从三到五年看问题，所以更喜欢具有细分领域绝对优势的大龙头；另一个，A股IPO常态化的进程不会改变，而更加严厉的是开始实质性研究退市制度。所以大部分没有创新能力和独特地位的中小公司将被边缘化、仙股化，表现为估值长期处于低位，以前大家认为20倍的动态估值是医药行业的底部，但目前来看15倍的时代已经到来，股票市场供过于求。”

1.2 3月份提出药不能停，要超配

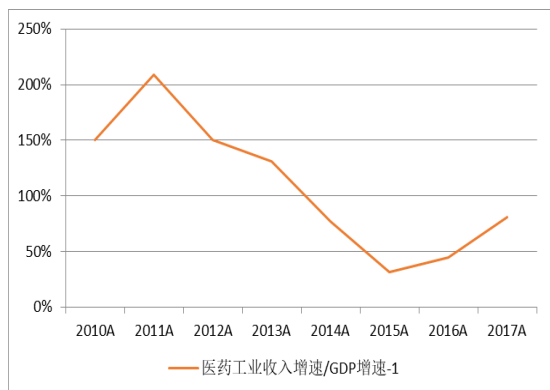
我们在3月11日的周报《财通证券医药生物行业周报：医药行业会走出独立行情吗？》强调，医药行业要超配，而且不只是以大为美，很多优质的中小市值公司都有机会，而不是被边缘化。超配原因是创新药进入收获期和一致性评价进口替代。目前来看进口替代这个逻辑要平衡带量采购政策能否在执行中有缓和，不要使仿制药价格断崖式下滑，避免快速变为“制造业”，给企业留出转身时间；另外，原局长的离任对创新药的审批条件是否收紧要观察，我们更倾向于创新药审评可能要收紧，避免重蹈当年郑筱庾时代的仿制药审批覆辙。

原文如下：“2018 年年度策略我们强调今年医药行业一定是超配的行业。为什么？本质上是不仅仅是创新和一致性评价的政策红利，如果只是这样去年大市值的公司 在估值上就已经预期完了。更重要的是创新和一致性评价（进口替代等）带来业绩的增长 2018 年开始已经兑现期，国家医保谈判的品种已经开始进入快速放量阶段，降价影响在四季度大部分公司已经消化完毕，谈判品种进入放量阶段，这是其一；其二，国家医保费用吃紧，不够用，进口替代的步伐在行政指导下在加速，一致性评价通过的品种放量更快，这是其二。这两个事情决定了今年主要医药公司的业绩增速比去年都要往上调。在大消费领域，全年确定性逐级上调的，医药确定性更强。行业说完了，那接下来买什么？2018 年买什么，依然买龙头！！小市值龙头比大市值龙头赚钱效应从全年来看更好，主要的影响因素还是小市值龙头估值低，有能力戴维斯双击。2017 年可看的公司太少了，大票风格把很多优质的小“独角兽”都给烧死了，前一阶段的非理性下跌把很多小市值龙头都往二十几倍靠，这不正常，这正是黎明前的黑暗，是较好的进场时机。去年风格是二八开，今年应该扩散一点到三七开，可看的公司多了。

1.3 过快上涨后在行情将见顶前告诫医药将进入调整期。

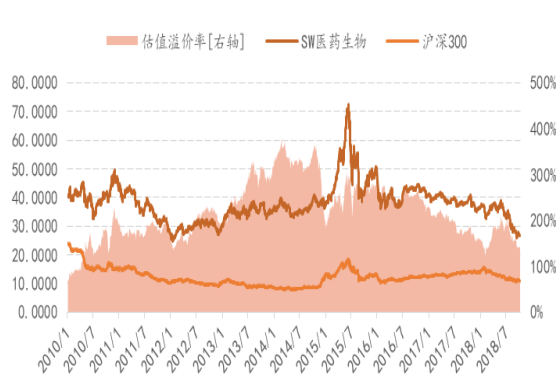
我们在 5 月 21 日的周报《财通证券医药生物行业周报：医药进入休整期，精选低估预期差个股》，在市场见顶前一周告诫医药将进入调整期。医药行业景气度受到一致性评价和创新等政策支持红利依旧，但行业估值已经到接近 40 倍的历史中枢了，太贵，需要消化行业估值。2011-2015 年医药工业收入增速相对 GDP 增速从 209%降低到 32%，但受到创业板等因素影响估值溢价率并没有下来，而是从 200%的中枢上升到 300%的中枢。但目前创业板“科技股”已经逐渐被识破，医药工业收入增速相对 GDP 增速也很难超过 100%（目前是 70-80%），所以 200% 的估值溢价率很难维持住，终于在一些事件的带动下开始暴露系统性风险并加速下跌。目前估值溢价率在 140%，相对处于均衡状态。

图 1：医药工业收入增速对比 GDP 增速情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 2：医药生物行业相对沪深 300 估值溢价率



数据来源：Wind、财通证券研究所

原文如下：“第一，板块轮动，资金存量博弈，短期周期板块将修复估值。消费是中国成功跨越中等收入陷阱的最大推动力，存在巨大的发展潜力，但短期对宏观经济的悲观预期需要修复。在存量资金博弈的情况下此消彼长，国内4月份社融数据等转暖、下游需求的回升，原油价格突破70美金、全球通胀预期抬头等因素刺激下，有色、煤炭等周期和资源股回升。

第二，医药行业的景气度依然很高，创新和一致性评价（进口替代）的政策红利2018年开始进入业绩兑现期，但短期需要消化估值，才能更有上行底气。A股医药过去10年的TTM-PE中枢近40倍，目前在38倍，接近中枢位置。在全球处于利率上行阶段，目前医药的估值继续向上的空间不大，将围绕中枢消化估值。

第三，医药行业2018Q1的高增长二季度是否可以持续受到怀疑，在二三季度传统的医药消费淡季下，投资者有一定的兑现收益的意愿。2017A/2018Q1医药制剂类上市公司的主营业务收入同比增长17%、26%，扣非后净利润同比增长12%、25%。2017A扣非后净利润增速只有12%，而一季度为25%，四季度很差（发生在消费旺季），而一季度很高（也是消费旺季）。究其原因主要有三：一是因为大部分代理制公司为了迎合两票制由低开转为高开票的过程需要去库存，一季度有补库存的需求；二，医保费用吃紧，大部分医院在第四季度特别是十一、十二两个月份收紧进药以控制医保；第三，流感大爆发带来的一季度业绩超预期，与流感相关的公司一季度业绩都爆发。以上三个原因解释了四季度旺季不旺、一季度旺季过旺的原因。”

1.4 社零增速大幅下降引来第一波杀跌

我们在6月18日周报《财通证券医药生物行业周报：5月社零增速大降，医药与消费承压》，此后消费股开始整体疲软。

原文如下：“5月社零增速大降，医药与消费承压。5月份社零名义与实际同比增速分别是8.5%与6.8%，增速回落0.9与1.1pp，单月增速创下15年以来最低值。在固定资产投资和出口增速放缓的时期，扩大内需消费的口号也受到了重大冲击。财政支出决定医保支出能力、内需消费（居民购买力）决定医疗健康非医保部分的消费能力，两方面的下滑短期难言乐观。接下来两个月进入中报密集披露阶段，相对钢铁、化工和有色等低估值周期股来说，医药显得性价比并不高。无论宏观环境（PE要下台阶）还是医药大环境没有那么乐观：医药大环境是财政部下来的领导将更加严厉医保控费，医保支出增速下一台阶带动医药工业增速下一台阶；创新药的上市或许将直面竞争大量进口创新药，生物类似物每一个品种都是多家在做，先发优势有多大需进一步考量。一致性评价将洗牌仿制药行业，凭借规模优势将实现利润增长上一台阶。美国的创新能力值得我们学习，美国的医保制度我们不能学习，那是一个被医疗保险“绑架”的社会，那么高医疗支出（低价格

仿制药、超高价格创新药)并没有带来人均寿命的提升。日本的经验正在值得我们学习,中等医疗支出(低价格仿制药、中等价格创新药),高人均寿命。想象一下十年后最终诞生几个“TAKEDA”(武田制药),能在全全球有竞争力,几十个企业有特色的专科药公司做创新药、License in 和仿制药赚钱。如果未来是那样,那么现在的恒瑞、中国生物制药、石药集团等公司值得见证成长,另外几十家企业目前要交学费学习新药投资与研发,想要在交学费的同时还要跨越式发展,钱从哪来,做好仿制药和一致性评价。**创新药和生物类似物在估值上已经体现较充分,短期保持仰望的眼神。**

1.5 疫苗之殇、带量采购等带来医药行业第二波、第三波杀跌

我们在9月16日《财通证券医药生物行业周报:带量采购利空打压行业估值,行业进入筑底阶段》提出:带量采购影响中长期估值,短期龙头白马快速杀跌是行业杀估值表现。

原文如下:“带量采购会使得未来三到五年医药行业增速下降,影响中长期估值,短期市场对带量采购反应过激主要是因为相对其他行业医药龙头白马估值水平还是过高,体现为杀估值。短期率先通过一致性评价的企业将享受政策红利,带量采购以价换量、期间销售费用将大幅下降,使得企业盈利能力上升,但随着其他通过一致性评价企业的加入,报价的逐步走低,盈利前景不确定性加大。这个过程需要三到五年,国家也希望就此实现行业整合、产业升级,为创新药发展腾出空间和时间。**对于低估值仿制药企业,通过一致性评价后盈利能力的上升如能抵消未来估值下降,带来阶段性投资机遇。**”

前车之鉴,日本是我们学习典范:老龄化不等于高医疗支出。医药行业的前景主要看医疗费用支出水平,中国的医疗支出主要是政府财政支出在增加,支出增速中性预计未来五年在10%的复合增速,要慢下来,行业估值也要下来。政府需要支出的地方太多,医疗行业是养老之外的次刚性支出。日本从1995年之后进行仿制药再评价后,仿制药处方量占比持续上升,医疗费用在严重老龄化的社会也得到了有效控制,日本65岁以上老人占比已经达到了28%,医疗支出占比GDP仅为10.3%,预期平均寿命83.3岁;中国65岁以上老人占比12%,达到日本老龄化水平需要20年以上,但医疗开支占比GDP已经达到了6.4%,控费势在必行。方式就在于仿制药降价,去除中间不正当利益分配,为创新药纳入医保提供空间。

一级市场估值进入下降阶段,二级市场估值进入筑底阶段。医药行业短期的吸引力在下降,目前25.8倍的估值相对沪深300的10.9倍估值溢价137%,溢价率偏高,中期来看全行业估值在筑底阶段。

2、做多窗口已现,医药跟随式上涨需精选个股

2.1 通晓过去,预知未来:今年前三季度涨跌原因解析

从上一章节我们了解到今年医药行业为什么涨、为什么跌？总结来看，上半年对周期的悲观而买消费作为防御，恰逢一月份系统性风险带来的极大安全边际、流感疫情等一季度业绩的爆发，而到五月底医药估值达到了 38 倍，危险的区域，很难坚守住。随着去杠杆、贸易战等引起的市场系统性风险的持续，社零增速的大幅下滑、疫苗之殇和带量采购政策等引来三波杀跌，其中也掺杂一些悲观预期，中美关系紧张对医药技术引进的悲观、原局长引咎辞职等带来的新药审批趋严的不确定性等。

2.2 目前跌倒什么位置了？

医药估值在行业内部相对底部，相对其他行业较贵。目前医药行业 TTM-PE 估值 24.6 倍，已经低于 2012 年 1 月估值底部的 25.4 倍，相对本行业已经进入大底部区域。相对沪深 300 的估值溢价率为 132%，处于均衡态势。相对于 2010 年 1 月的 70% 的估值溢价率差距还很大，如没有特别大的外力因素，估值溢价率很可能继续下降，但这并不代表一定会继续下跌。

2.3 市场将中级别反弹，医药处于中间梯队

中美贸易战的影响告一段落，国内稳杠杆、财政刺激稳定基建、货币政策定向调整和减税等政策将刺激周期行业或许是领涨主力，医药跟随上涨。八月上旬基建刺激、十月 7 日降准 100 个基点，和市场预期的大规模减税政策对周期行业的刺激性更大。人民币汇率破 7 预期上升，大宗商品原油突破 85 美元/桶，输入性通胀的预期带动其他原油、煤炭和有色的大宗商品品种普涨。这些带来石油化工、基建、有色和煤炭行业超跌反弹，增量资金有限的情况下消费或许是跟随式上涨。

2.4 跟随式上涨的医药有投资主线么？

目前还找不到特别强的主力线条。一般市场经过一波五年以上大牛熊后，受宏观经济影响最小是消费股，经历过熊市后股价依然坚挺而估值仍然较高，需要在市场走牛前阶段消化估值。所以，我们一是自下而上选择规避行业政策风险、估值合理为上，二是做政策修复预期的超跌反弹个股。医药零售和医疗服务等瑕疵少，在一波大级别调整中也较为抗跌，市场上涨过程中这个板块的波动率相对较小。

2.5 重点推荐标的组合

重点推荐标的：华兰生物（四价流感疫苗和狂犬疫苗等业绩爆发点、血制品业务趋于稳定）；东诚药业（类风湿和肿瘤 PET 用药渗透率提升空间大）；健帆生物（血液和重肝病领域血液净化渗透率提升空间大）；我武生物（抗过敏领域渗透率提升空间大）；欧普康视（角膜塑形镜渗透率提升空间大，国家政策支持）；白云山（王老吉利润率提升空间大，现金储备丰富）；华海药业（带量采购龙头、利空出尽）；京新药业（带量采购受益公司之一，业绩高速增长可期）；九州通（医药分销龙头中增速最快、FBBC 业务具有爆发力）；一心堂（经营稳健的零售公司）。

图 3：投资标的组合

生物药	002007.SZ	华兰生物	34.99	0.88	1.19	1.52	40	29	23	四价流感疫苗独家，今年将贡献10亿收入增量、3亿利润增量；狂苗将获批，明年流感+狂苗将带来16亿收入，5亿元以上利润；血制品行业触底，未来将平稳增长。短期爆发型	买入
化学制药	002675.SZ	东诚药业	8.29	0.25	0.35	0.46	33	24	18	18F-FDG、云克注射液处于快速放量周期中，这两块业务占比公司利润2/3，三年复合30%可期，长期受益于肿瘤和类风湿等免疫疾病领域增长	买入
医疗器械	300529.SZ	健帆生物	40.11	0.68	0.98	1.29	59	41	31	国内血液灌流龙头企业，持续深耕血液净化领域；二十余年技术沉淀掌握核心技术，学术型销售团队夯实增长基础；治疗渗透率提升+新产品+新适应症打开数倍成长空间。	买入
生物药	300357.SZ	我武生物	39.83	0.64	0.85	1.02	62	47	39	消费升级，抗过敏市场进入高速增长阶段；含服蛋白类脱敏药物（针对南方的过敏原）独步市场；针对北方过敏原花蒿的新药2018年有望上市，再造一个我武生物；点刺试剂系列产品在研，成为潜在增长点；管理优化控费力度较大；脱敏治疗渐受医疗界认可有效率高	买入
医疗器械	300595.SZ	欧普康视	30.45	0.67	0.94	1.24	45	32	25	政策促进，近视防控政策层级高、目标明确、问责制，指南给力，大大亲自指示；贸易战对美产品加税，长期政策促进进口替代；扣非增速超预期，不受医保控费影响；儿童消费，生育放开长期促进；行业空间很大，增速高；研发销售产能三驾马车齐步推进；眼视光外延协同性强	买入
食品饮料	600332.SH	白云山	33.37	1.27	2.29	2.05	26	15	16	王老吉利润率仍处于上升通道中，目前只有9%左右，长期20%可期（参考承德露露等）；传统老字号、金戈等带领大南药稳健增长；公司现金储备145亿，弱势下更有利于公司对外扩张。	买入
化学制药	600521.SH	华海药业	14.36	0.51	0.52	0.69	28	28	21	缙沙坦事件对业绩影响已基本体现，长期有利原料药、制剂出口业务。一致性评价最受益企业，“70%份额带量采购试点”最利好市场份额小，有价格优势的品牌企业。	买入
化学制药	002020.SZ	京新药业	9.92	0.36	0.46	0.57	28	22	17	降脂和精神神经4个品种瑞舒伐他汀、舍曲林、左乙拉西坦和普拉克索受益于通过一致性评价，40亿元以上进口替代空间；精神神经科两个新药处于全球III、II期临床。利润加速，底部拐点型	买入
医药流通	600998.SH	九州通	14.44	0.77	0.70	0.89	20	22	18	最受益于分级诊疗和处方外流的全国性商业龙头，因其业务近65%在基层医院和药店，三年复合增速保持30-40%；FBBC业务独一家，业务爆发式增长，1500亿市场，新零售概念，有估值弹性	买入
医药零售	002727.SZ	一心堂	22.51	0.74	0.97	1.21	30	23	19	医药零售是承接处方外流的第二终端，基层医院是第一终端，所以本质上药店行业估值目前整体向上空间不大，一级市场的高估值抬高了二级市场的估值溢价水平，这时候大幅扩张是要承受估值波动的风险的，更青睐于稳健经营的公司。	买入

数据来源：财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。