



## 估值已现安全边际，核心品种发力，仍位于强力买入评级

### 建议理由

鱼跃医疗从2011年三季度开始，相对于我们覆盖公司的估值溢价逐步下滑，主要因为业绩增速的下降；公司当前的估值水平处在历史的低位（参见图表4），很大原因是投资者对其业绩回暖的信心不足。当前市场对其观点的分歧也孕育了投资机会，我们认为公司今年二季度的业绩将企稳，三季度开始将重回快速增长：1）占公司收入30%的制氧机在内外销的联动下，全年收入增速将超过50%；2）血糖仪及试纸已面世，6月份开始有望发力；空气净化器也在进一步调试，三季度起将逐步上量；3）公司的主要原材料铝、铜和水银等产品的价格呈现下跌趋势，但公司一般有2个月左右的原材料库存，所以毛利率的提升将从二季度开始逐步体现。

### 推动因素

- 制氧机外销大订单的启动：外资家用医疗器械产品的利润率通常较低（参见图表5），他们一直在寻求中国企业代工以降低成本，而鱼跃医疗是其理想的合作伙伴；随着公司产能的进一步扩大，公司有能力承接更多的外销订单，我们预测今年制氧机出口销量将超过6万台。
- 新产品即将发力：公司将在OTC和医院两条线同时推广血糖仪及试纸，为了对产品稳定性有更好的把握，公司仍在一些医院做进一步的测试，预计6月份将发力销售；空气净化器仍在进一步调试模具，三季度将集中推广，鱼跃的销售思路是以消毒为亮点区别于现有家电产品，以医疗设备的专业身份做精家用净化消毒市场，我们认为，突出亮点做专市场将是鱼跃很好的市场突破口。

### 估值

我们维持对公司的收入和盈利预测，基于Director's Cut的12个月目标价维持人民币25.4元不变（隐含31%的上行空间），重申强力买入。

### 主要风险

新产品的推广进程和效果低于预期；原材料价格重回升势。

### 所属投资名单

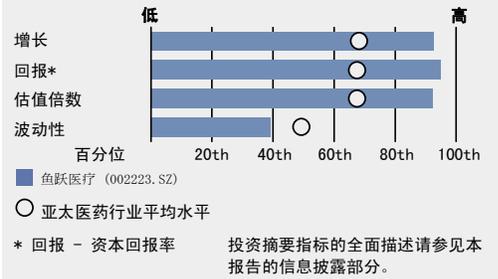
亚太买入名单

亚太强力买入名单

### 行业评级：中性

钱凤奇 (分析师) 执业证书编号: S1420510120002  
+86(21)2401-8929 fengqi.qian@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司  
杜玮, Ph.D (联系人) 执业证书编号: S1420110030007  
+86(21)2401-8928 wei.du@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

### 投资摘要



### 主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	19.46
12个月目标价格 (Rmb)	25.40
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	7,957.7 / 1,258.8
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb)	0.55	0.74	0.99	1.27
每股盈利增长 (%)	38.4	34.4	32.9	28.7
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.55	0.74	0.99	1.27
每股基本盈利 (Rmb)	0.55	0.74	0.99	1.27
市盈率 (X)	35.1	26.2	19.7	15.3
市净率 (X)	7.2	5.9	4.7	3.8
EV/EBITDA (X)	41.9	20.3	14.8	11.3
股息收益率 (%)	0.5	0.7	0.9	1.2
净资产回报率 (%)	23.0	24.9	26.7	27.5
CROCI (%)	31.0	33.0	33.9	34.7

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(2.7)	(26.1)	(27.3)
相对于深证A股指数	(5.7)	(15.8)	(8.5)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为5/15/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

# 鱼跃医疗：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	1,170.5	1,661.2	2,134.9	2,725.0	现金及等价物	329.7	298.9	383.8	496.1
主营业务成本	(754.9)	(1,042.7)	(1,321.4)	(1,677.2)	应收账款	330.3	468.8	602.4	768.9
销售、一般及管理费用	(198.8)	(272.2)	(343.4)	(438.3)	存货	194.4	268.5	340.3	431.9
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	13.4	13.4	13.4	13.4
其它营业收入/ (支出)	(1.7)	(2.4)	(3.1)	(4.0)	<b>流动资产</b>	<b>867.8</b>	<b>1,049.6</b>	<b>1,339.9</b>	<b>1,710.4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>241.7</b>	<b>377.6</b>	<b>512.3</b>	<b>661.5</b>	固定资产净额	334.8	489.3	620.0	787.2
折旧和摊销	(26.5)	(33.6)	(45.3)	(56.0)	无形资产净额	79.4	74.0	68.6	63.2
<b>EBIT</b>	<b>215.2</b>	<b>343.9</b>	<b>467.0</b>	<b>605.5</b>	长期投资	6.6	7.3	8.0	8.7
利息收入	4.5	4.5	4.1	5.2	其它长期资产	8.3	8.3	8.3	8.3
财务费用	(1.9)	0.0	0.0	0.0	<b>资产合计</b>	<b>1,296.9</b>	<b>1,628.6</b>	<b>2,044.9</b>	<b>2,577.8</b>
联营公司	0.7	0.7	0.7	0.7	应付账款	173.7	240.0	304.1	386.0
其它	42.0	5.0	5.0	5.0	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前利润</b>	<b>260.5</b>	<b>354.1</b>	<b>476.8</b>	<b>616.5</b>	其它流动负债	13.2	27.3	45.4	66.4
所得税	(32.6)	(47.8)	(69.7)	(92.4)	<b>流动负债</b>	<b>186.9</b>	<b>267.2</b>	<b>349.4</b>	<b>452.3</b>
少数股东损益	(1.4)	(2.0)	(2.6)	(3.4)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>226.4</b>	<b>304.3</b>	<b>404.5</b>	<b>520.7</b>	其它长期负债	2.7	2.7	2.7	2.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>226.4</b>	<b>304.3</b>	<b>404.5</b>	<b>520.7</b>	<b>负债合计</b>	<b>189.6</b>	<b>269.9</b>	<b>352.1</b>	<b>455.0</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>226.4</b>	<b>304.3</b>	<b>404.5</b>	<b>520.7</b>	<b>普通股权益</b>	<b>1,098.3</b>	<b>1,347.6</b>	<b>1,679.0</b>	<b>2,105.7</b>
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.55	0.74	0.99	1.27	少数股东权益	9.0	11.1	13.7	17.1
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.55	0.74	0.99	1.27	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>1,296.9</b>	<b>1,628.6</b>	<b>2,044.9</b>	<b>2,577.8</b>
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.55	0.74	0.99	1.27	<b>每股净资产 (Rmb)</b>	<b>2.69</b>	<b>3.30</b>	<b>4.11</b>	<b>5.15</b>
每股股息 (Rmb)	0.10	0.13	0.18	0.23					
股息支付率 (%)	18.1	18.1	18.1	18.1					
自由现金流收益率 (%)	0.0	0.8	1.8	2.3					
<b>增长率和利润率 (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>比率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>
主营业务收入增长率	32.4	41.9	28.5	27.6	GROCI (%)	31.0	33.0	33.9	34.7
EBITDA增长率	24.0	56.2	35.7	29.1	净资产回报率 (%)	23.0	24.9	26.7	27.5
EBIT增长率	24.4	59.9	35.8	29.7	总资产回报率 (%)	19.2	20.8	22.0	22.5
净利润增长率	40.7	34.4	32.9	28.7	平均运用资本回报率 (%)	33.3	32.9	34.1	35.4
每股盈利增长	38.4	34.4	32.9	28.7	存货周转天数	93.6	81.0	84.1	84.0
毛利率	35.5	37.2	38.1	38.5	应收账款周转天数	76.1	87.8	91.6	91.8
EBITDA利润率	20.6	22.7	24.0	24.3	应付账款周转天数	73.3	72.4	75.1	75.1
EBIT利润率	18.4	20.7	21.9	22.2	净负债/股东权益 (%)	(29.8)	(22.0)	(22.7)	(23.4)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
<b>现金流量表 (Rmb mn)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>估值</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12E</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>
优先股股息前净利润	226.4	304.3	404.5	520.7	基本市盈率 (X)	35.1	26.2	19.7	15.3
折旧及摊销	26.5	33.6	45.3	56.0	市净率 (X)	7.2	5.9	4.7	3.8
少数股东权益	1.4	2.0	2.6	3.4	EV/EBITDA (X)	41.9	20.3	14.8	11.3
运营资本增减	(136.2)	(146.4)	(141.3)	(176.3)	企业价值/总投资现金 (X)	11.8	6.5	5.2	4.0
其它	(21.2)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	股息收益率 (%)	0.5	0.7	0.9	1.2
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>97.0</b>	<b>192.9</b>	<b>310.4</b>	<b>403.1</b>					
资本开支	(93.5)	(132.7)	(170.6)	(217.8)					
收购	0.0	(50.0)	0.0	0.0					
剥离	26.1	0.0	0.0	0.0					
其它	2.0	0.0	0.0	0.0					
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(65.4)</b>	<b>(182.7)</b>	<b>(170.6)</b>	<b>(217.8)</b>					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	0.0	(40.9)	(55.0)	(73.1)					
借款增减	(32.8)	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(1.6)	0.0	0.0	0.0					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(34.4)</b>	<b>(40.9)</b>	<b>(55.0)</b>	<b>(73.1)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(30.7)</b>	<b>84.8</b>	<b>112.3</b>					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

钱风奇

fengqi.qian@ghsl.cn

杜玮, Ph.D

wei.du@ghsl.cn

作者感谢沈文婷对本报告的贡献。

## 制氧机是公司成长的顶梁柱

公司从2005年推出制氧机以来，通过终端的培育做大了制氧机市场，将当年市场容量的不到3万台的小品种，培育成2011年近30万台的大市场，鱼跃是其中最大的功臣，也是最大的受益者。

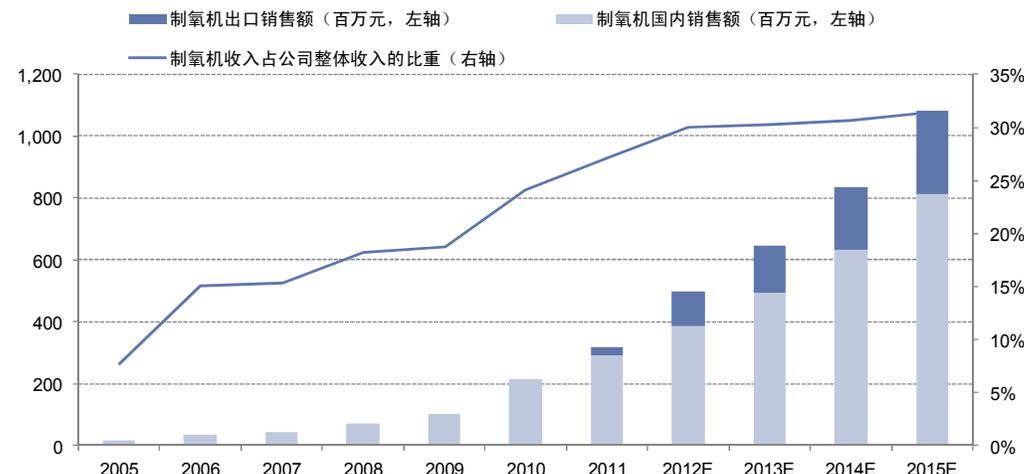
通过市场调研，我们观察到，中国制氧机的市场收入增速仍然维持在25%-30%，且这一态势有望持续；同时，很多经销商和医疗器械零售商认为，中国制氧机市场如果在更多消费群体中加深拓展，市场容量在达到100万台前，增速不会减缓；因此我们认为，**鱼跃的制氧机未来3年在国内市场的销售额增速将维持在25%以上。**

随着公司产能的进一步释放，以及国际战略的逐步加快，外销将是非常大的看点。外资企业由于其较低的利润率水平，转移生产线的意愿强烈，我们认为鱼跃将有机会承接更多的出口订单；我们预测，**公司2011-15年制氧机出口收入的复合增长率将达到70%。**

**总体而言，公司制氧机在2015年前收入增长将维持在30%以上，支撑着公司的长期快速发展。**

**图表1: 制氧机出口收入占比将逐步上升**

鱼跃制氧机的销售及增长情况



\*制氧机收入的历史数据是根据公司招股说明书及市场调研数据的推测值

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

欧姆龙(6645.OS, 未覆盖)于近期推出了制氧机，之前投资者也非常担忧其对鱼跃的产品会带来冲击，而我们认为欧姆龙不会对鱼跃的产品造成较大的影响，主要因为：（1）该产品是由浙江龙飞代工的，产品质量并没有欧姆龙老品种那样有竞争力；同时外观不好看，在市场上的竞争力不是很强；（2）由于不是欧姆龙的传统优势产品，公司不会发力推广，我们认为欧姆龙此次意在拓展产品线，在市场试水；（3）如果欧姆龙真有意做大，那能拓宽消费者人群覆盖，带动行业增长，对于制氧机市场的前景来看是好事。

## 两大新产品均有较大的市场空间

### （1）血糖仪

血糖仪是家用医疗器械中的大品种，根据三诺(300298.SZ, 未覆盖)生物招股说明书的测算，中国市场规模接近30亿元，其中医院和OTC各半：1）医院市场被强生、罗氏、雅培等外资产品垄断，合计占市场份额95%左右；2）国产产品的主要可运作市场是OTC市场，当前国内产品占OTC市场份额超过50%，且进口替代的趋势已经形成，其中三诺生物和北京怡成是最大的两家国内厂家。

面对这一大市场，鱼跃的长期战略是激进的，但短期的推广步骤较谨慎，以确保产品的稳定性；我们认为，再经过1个月左右时间的测试后，鱼跃将大规模的将产品推向市场，公司给经销商的扣率较好，产品将凭借强大的销售渠道在市场上很有竞争力，今年有望实现近4,000万的销售收入。

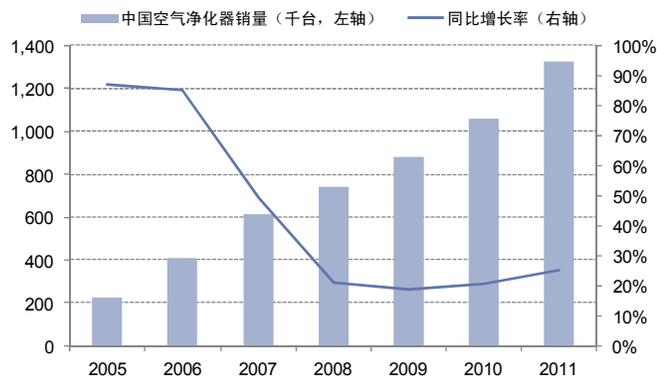
**(2) 空气净化器**

中国当前空气净化器的销售主要集中在家电渠道，根据 Euromonitor 的数据统计，2011 年空气净化器的销量超过 130 万台，销售额近 30 亿元，且行业收入增速每年维持在 20% 以上，是一个市场规模大且有增长前景的品种。

鱼跃此次以消毒为卖点，区别于现有家电产品，希望精耕专业市场。我们认为公司的这一策略充分的认识到了自身的优势和不足：1) 优势：拥有医疗器械证的专业产品，给需要消毒效果的消费者充分的认知，做这一专业领域的龙头；2) 不足：短期很难吸引习惯于追求品牌和在家电渠道购买产品的消费者。面对该市场空间，鱼跃没必要成为美的等企业，占据那么大的市场份额，只要在消毒专业市场抢占一定的份额也已足够。

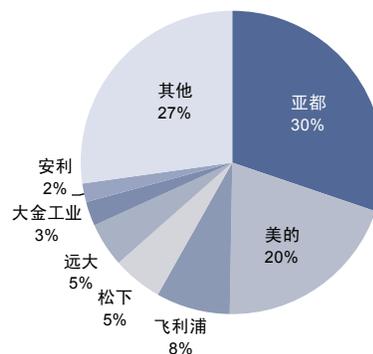
公司当前正在进一步调试模具以改善性能，预计三季度也将发力，全年实现 5,000 万左右的销售额。

**图表2: 空气净化器的市场规模近 30 亿元**  
中国空气净化器的销量情况



资料来源: Euromonitor、高华证券研究预测

**图表3: 亚都和美的占据市场 50% 的份额**  
2011 年空气净化器的中国市场份额情况



资料来源: Euromonitor、高华证券研究预测

**当前估值水平具备安全边际**

公司从 2008 年上市以来，随着业绩的超预期，以及投资者对公司经营能力和销售通路优势的认可，估值一路上行；而从 2011 年 8 月以来，随着公司业绩增速的下滑，估值逐步下挫，相对我们覆盖公司的估值溢价也逐步消失。

我们认为公司今年二季度的业绩将企稳，三季度开始将恢复快速增长，2012 年净利润增长率 34%。2013/14 年在核心品种、新产品和出口的带动下，净利润增速仍将维持在 33%/29%。

因此，我们认为公司业绩拐点将现，当前估值处在较低水平，是长期配置公司的较好时点。

**图表4: 鱼跃医疗当前估值处在历史较低水平**

鱼跃医疗未来 12 个月的预期市盈率变化及相对我们覆盖 A 股医药公司的溢价变化



资料来源: DataStream、高华证券研究预测

**图表5: A 股家用医疗器械企业的利润率和市盈率都高于跨国企业**

A 股及部分跨国家用医疗器械公司的财务数据对比

公司	代码	评级	股价	市值 百万美元	EPS增长率 2012-14E CAGR	市盈率		毛利率 2012E	净利率 2012E	净资产收益率 2012E
						2012E	2013E			
鱼跃医疗	002223.SZ	买入*	19.62 人民币	1,238	31%	26	19	37%	18%	22%
三诺生物	300298.SZ	-	40.66 人民币	556	24%	30	24	70%	42%	49%
九安医疗	002432.SZ	-	9.76 人民币	364	18%	40	29	32%	13%	3%
欧姆龙	6645.OS	-	1726 日元	4,974	18%	14	11	38%	4%	8%
英维康	IVC	-	15.01 美元	478	19%	10	9	29%	3%	8%
<b>平均值</b>					<b>22%</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>41%</b>	<b>16%</b>	<b>18%</b>

- 注: 1) 星号表示该股位于我们的亚太强力买入名单上  
 2) 除鱼跃以外, 其它公司未覆盖, 预测来自万得和彭博  
 3) 欧姆龙以 3 月 31 日为财年截止日; 其他公司均以 12 月 31 日为财年截止日  
 4) 九安医疗和英维康的 EPS 增长率为 2012-13E 数值  
 5) 价格信息以 2012 年 5 月 14 日收盘价为准  
 6) 更多信息披露请至 <http://www.gs.com/research/hedge.html>。

资料来源: 彭博、万得资讯、高华证券研究预测

## 信息披露附录

### 申明

我们，钱风奇、杜玮, Ph.D, 在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

### Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

## 信息披露

### 相关的股票研究范围

钱风奇：中国医疗保健行业 杜玮, Ph.D: 中国医疗保健行业

中国医疗保健行业：北京双鹭药业、康哲药业、海王星辰、泰凌医药、中国制药、华润三九、神威药业、莱美药业、广州药业 (H)、益佰制药、江苏恒瑞医药、恩华药业、鱼跃医疗、昆明制药、乐普医疗、迈瑞公司、山东东阿阿胶、山东威高集团、上海科华生物、上海医药、海普瑞、新华医疗、四环医药、先声药业、中国生物制药、国药控股、联邦制药、天津天士力、人福医药、药明康德、云南白药、海正药业、华海药业、浙江新和成

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：鱼跃医疗 (Rmb19.46)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的未来前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR):** 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

## 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。