

2013年6月24日
黎莹
C0051@capital.com.tw
目标价(元)
24.00
公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2013/6/24)	19.68		
深证成份指数(2013/6/24)	7588.52		
股价 12 个月高/低	23.03/14.63		
总发行股数 (百万)	432.65		
A 股数 (百万)	340.45		
A 市值 (亿元)	89.60		
主要股东	湖南爱尔医疗 投资有限公司 (44.45%)		
每股净值 (元)	3.58		
股价/帐面净值	5.79		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-8.8	8.6	-0.2

近期评等

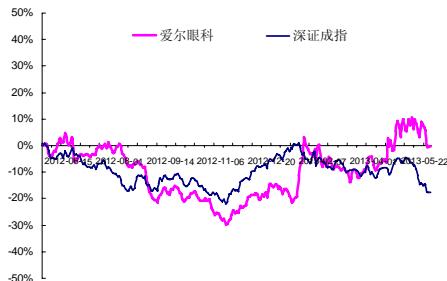
出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

医疗服务	71%
验光配镜	17%
药品	12%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	29.5%
社保	2.9%
券商集合理财	1.7%

股价相对大盘走势

年度截止 12 月 31 日

		2010	2011	2012	2013 F	2014 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	120	172	183	233	302
同比增减	%	30.08%	42.90%	6.33%	27.23%	30.02%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.28	0.40	0.42	0.54	0.70
同比增减	%	30.08%	42.90%	6.33%	27.23%	30.02%
A 股市盈率(P/E)	X	72	50	47	36.4	28
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.15	0.10	0.15	0.15
GON 股息率 (Yield)	%	0.75%	0.75%	0.50%	0.75%	0.75%

爱尔眼科(300015.SZ)
Buy 买入
乘政策春风，打造医疗服务连锁王国
结论与建议：

- **国内最大眼科专科医院：**爱尔眼科是中国第一家 IPO 上市的医疗机构，也是中国最大规模的眼科医疗机构，集团总部位于湖南省长沙市，目前已在全国范围内布局了 44 家专业眼科医院。业务包括医疗服务、药品销售和视光服务；医疗服务为主要利润来源，2012 年营收和毛利占比分别为 71% 和 74%。
- **民营医疗机构受益政策春风：**近年随着医疗需求的不断释放，医疗资源的供给相对不足，放开并鼓励民间资本进入医疗领域为政策支持方向。民营医疗机构快速发展，2005-2011 年民营医院数量增速 CAGR 为 17.4%，民营医院诊疗人次增速 CAGR 为 20.7%，均快于公立医院的-2.2% 和 7.7%。公司为行业内龙头，将乘政策春风迎来大发展。
- **“湖南范本”打造成功，可复制性强为公司不断做大的基因：**1、由于我国大部分人口集中在地级市，未来随着收入水准的提高和均衡，地级市将是公司业绩提升的主要来源。2012 年湖南地级市场规模已超过省会城市长沙爱尔医院的收入规模，同时，我们预计湖南省地级市医院未来 3 年收入复合增速达 35%，远超长沙爱尔 15% 的增速，公司已成功打造“湖南范本”。2、基于统一的“爱尔”的品牌认可度、湖南成熟的“多级连锁”管理体系，以及眼科对设备投入的依赖高于对医生个人技术水准的依赖，不受制于人才瓶颈，复制性强，我们认为其他区域将复制“湖南范本”的成功，公司具有不断做大规模的基因。3、公司目前运营的连锁医院已经达到 44 家，预计未来每年的新建医院数量在 5 家以上。
- **刚性需求驱动，2013 以来“准分子手术”已逐步恢复：**准分子手术仍然是目前矫正近视最好的方法之一，是希望摘掉眼镜提高视力的群体的最佳选择，同时随着手术方法和设备的不断改进，未来手术的安全性和稳定性还将不断提高。随着消费者对负面心理影响的逐步消化，公司 2013 以来已逐步恢复，1-2 月环比手术量增长 50% 左右，3 月开始单月的手术量在去年低基数上同比增长快速。预计 2013 年镭射手术增速在 20%-25% 左右，重回高增长轨道。
- **白内障业务有望保持 30% 增速：**据统计，发达国家每年每百万人白内障手术数达 6,000 例以上，即便是人均 GDP 低于我国的印度，每年每百万人白内障手术数也已达到 5,000 例以上。而我国目前白内障每年每百万人白内障手术数平均约为 620 例，与我国社会经济的快速发展和人民生活水准的不断提高极不相称，未来手术量提升空间较大。爱尔眼科目前市占率为 3%，随着老龄化加剧和报销比例的增加，行业有望持续高增长。预计公司该业务收入未来有望保持 30% 左右增速。
- **盈利预计：**预计 2013/2014 年公司实现净利润 2.33 亿元 (YOY+27%) /3.02 亿元 (YOY+30%)，EPS 分别为 0.54 元/0.70 元，对应 PE 分别为 36.4 倍/28 倍，给予“买入”投资建议。目标价 24.00 元 (对应 2013 PEX34)。

接续下页

医疗服务行业概况——医疗服务供给不足，具市场潜力

➤ 医疗服务相对供给不足

- 我国病床使用率处于高位运转，医院平均使用率为 88.5%，三级医院达到 104%，高于其他国家的平均水准。
- 2005-2010 年，医疗需求方面，医院入院人数 CAGR 为 13.3%，诊疗人次数 CAGR 为 7.3%；医疗服务供给方面，执业医师人数 CAGR 为 3.0%，卫生机构床位数 CAGR 为 7.3%，整体供给增长低于需求增长。
- 公众医疗需求的增速超过了医疗资源的增速，医疗资源的供给和日益增长的需求之间的矛盾越来越大。

图 1：我国病床使用率处于高位运转

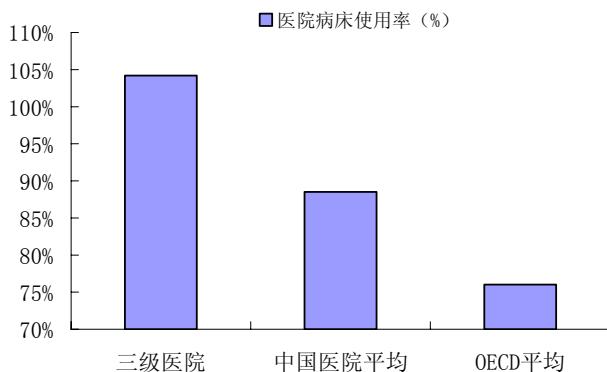
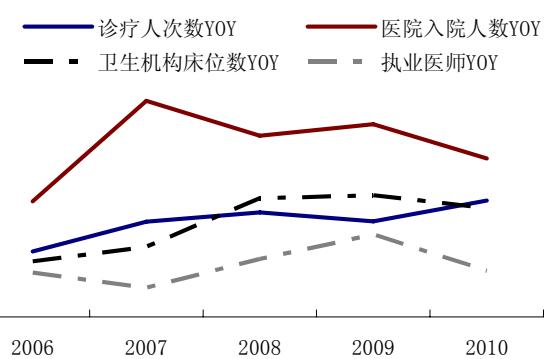


图 2、医疗机构供给增速低于需求增速



来源：卫生部，群益证券

政策鼓励社会资本办医

● 民营医院发展的必要性

- **卫生政策支持：**国家对医疗卫生的资金已经转向医疗保险和公共卫生领域，对医院的建设资金短缺，放开民间资本进入医疗领域等政策，强烈支持医疗投资市场。
- **市场需求支援：**医疗资源分布的不均衡，给医疗投资市场提供了投资空间，利用民间资本补充政府投入不足，医疗投资作为用市场机制促使医疗资源分布合理公平的重要手段。
- **医疗消费支持：**健康观念转变与医疗服务的多层次要求使得现有医疗服务不能满足需求，需要提供多层次、多方式、多品种的医疗服务产品。
- **投资方式支援：**所谓投资方式支援就是在现有卫生体制下的产权改革，允许部分公立医院产权出让、股份制合作、整体改制、新建医院等多种形式投资医疗。

表 1：政策鼓励社会资本办医

时间	政府部门	政策或档	主要内容
2010 年 12 月	国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本办医的若干意见》56 号文	历史性的档，为各地改革实践定下鼓励的基调；被业界称作“中国鼓励和支持非公立医院发展的风向标”
2010 年 12 月	中央财政	中央财政下拨补助资金 5.5 亿元，	1、从政策和财政上给出明确扶持信号

		专项用于鼓励和引导社会资本办医将社会力量举办的三级医院	2、大型综合性民营医院有望得到扶持，学术环境与公立医院走向平等。
2010年12月	卫生部	香港、澳门和台湾服务提供者内地设立独资医院管理暂行办法	2010年12月香港、澳门和台湾服务提供者内地设立独资医院管理暂行办法
			2、大型综合性民营医院有望得到扶持，学术环境与公立医院走向平等。
			1、加快形成多元化办医格局，需要调整和新增医疗卫生资源时，优先考虑社会资本。
2011年2月	国务院办公厅	《医药卫生体制五项重点改革2011年度主要工作安排》	2.控制公立医院特需服务规模，比例不得超过该院的10%，这给民营资本高端医疗发展带来空间。
			1、放宽民营办医疗机构的准入范围
2011年5月	卫生部	《关于进一步做好非公立医疗机构设置审批和管理工作的通知》	2、督促卫生行政部门及时予以核定和批准，不得限制3、充分发挥非公立医疗机构在医疗服务体系中的作用
			卫生部将医师多点执业试点地区
2011年7月	卫生部	扩大至全国所有地区；	试点范围扩大、对执业条件的放宽进一步推动医生多点执业；
2012年2月	卫生部	《2012年卫生工作要点》	再次强调鼓励和规范社会资本举办医疗机构
2012年3月	国务院办公厅	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	明确引导社会资本以多种方式参与公立医院改革；提出2015年非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%
			来源：群益证券

民营医疗机构成长快速

- 2005-2011年民营医院数量增速CAGR为17.4%，公立医院CAGR为-2.2%，民营医院数量占比由17%提高至38%。
- 2005-2011年民营医院诊疗人次增速CAGR为20.7%，公立医院CAGR为7.7%，民营医院诊疗人次占比由4.8%提高至9.1%。

图3：民营医院数量占比持续提升

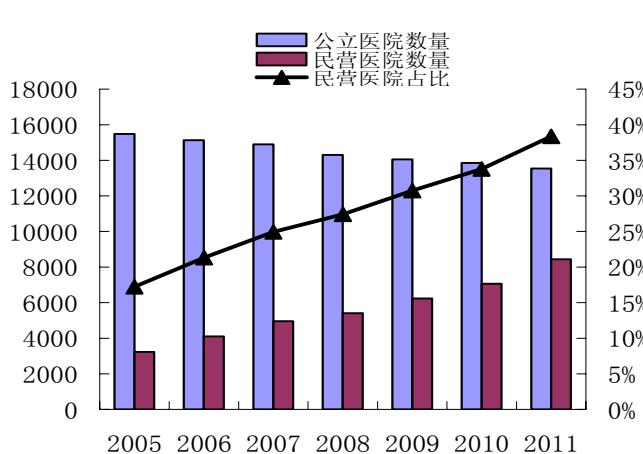
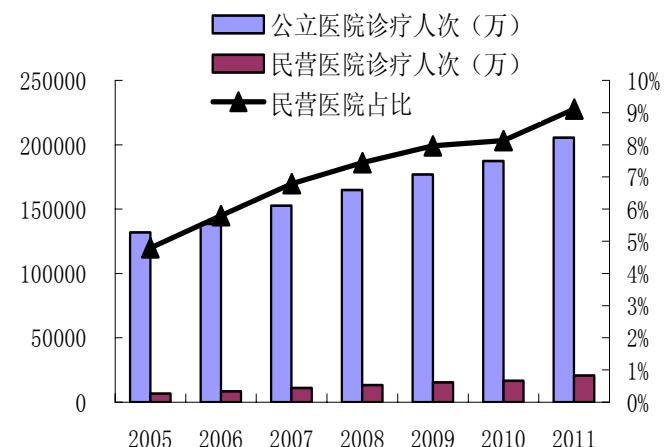


图4、民营医院诊疗人次占比持续提升



来源：卫生部，群益证券

爱尔眼科概况

- **国内最大的眼科医疗机构:** 爱尔眼科是中国第一家 IPO 上市的医疗机构，也是中国最大规模的眼科医疗机构，集团总部位于湖南省长沙市，目前已在全国范围内布局了 44 家专业眼科医院。
- **发展快速:** 公司近年发展快速，营业收入从 2007 年的 3.15 亿元发展至 2012 年的 16.4 亿元，营业收入 CAGR 为 39%；净利润从 2007 年的 0.39 亿元发展至 2012 年的 1.83 亿元，CAGR 为 36%。
- **主要业务:** 公司目前业务包括医疗服务、药品销售和视光服务；医疗服务为主要利润来源，2012 年营收和毛利占比分别为 71% 和 74%。医疗服务又可进一步分为准分子手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术和检查治疗五类，准分子手术和白内障手术占比较大，占公司整体营收比重为 27% 和 20%，占公司整体毛利比重为 34% 和 16%。

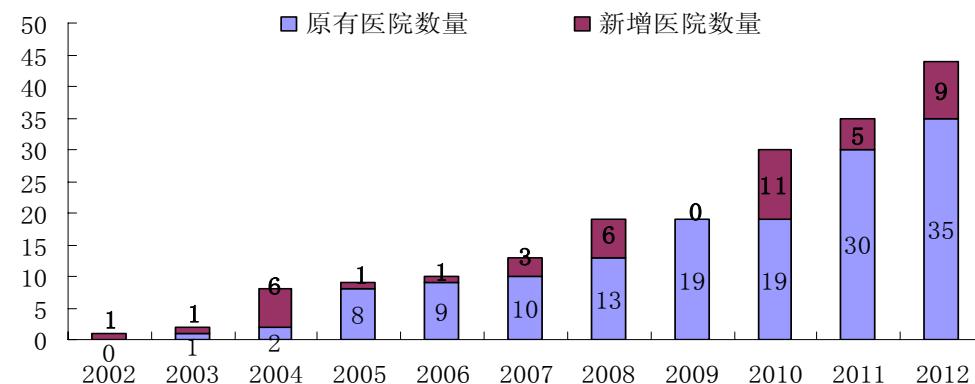
表 2：爱尔眼科旗下连锁医院分布情况

区域	省份	一级医院	二级医院	三级医院
华中	湖南	长沙爱尔 (04 年)		郴州爱尔 (10 年) , 株洲爱尔 (04 年) 、常德爱尔 (04 年) , 衡阳爱尔 (04 年) , 邵阳爱尔 (04 年) 、怀化爱尔 (11 年) 、 永州爱尔 (12 年) 、湘潭爱尔 (12 年) 、益阳爱尔 (12 年)
				黄石爱尔 (04 年) 、汉口爱尔 (08 年) , 襄阳爱尔 (08 年) 、 黄冈爱尔 (12 年) 、宜昌爱尔 (12 年)
华东	上海	上海爱尔 (08 年)		
7 家	安徽		合肥爱尔 (07 年) 淮北爱尔 (11 年)	
	江西		南昌爱尔 (08 年)	
	山东		济南爱尔 (07 年) 菏泽爱尔 (10 年)	
	江苏		南京爱尔 (10 年)	
西南	四川		成都爱尔 (02 年) 南充麦格 (10 年)	
8 家			成都康桥 (12 年)	
	重庆		重庆爱尔 (06 年)	
			重庆明目麦格 (10 年)	
	云南		昆明爱尔 (10 年) 个旧爱尔 (11 年)	
	贵州		贵阳医院 (10 年)	
西北	陕西		西安爱尔 (11 年)	
2 家	甘肃		兰州爱尔 (12 年)	

华北	山西	太原爱尔 (08 年)
4 家	北京	北京英智 (10 年)
	天津	天津爱尔 (10 年)
	河北	石家庄麦格明 (10 年)
东北	辽宁	沈阳爱尔 (05 年)
	吉林	长春爱尔 (10 年)
3 家	黑龙江	哈尔滨爱尔 (07 年)
华南	广西	南宁爱尔 (11 年)
4 家	广东	广州爱尔 (08 年) 韶关爱尔 (12 年)
	深圳	深圳爱尔 (12 年)
合计	1 家	24 家
		19 家

来源：公司报告，群益证券

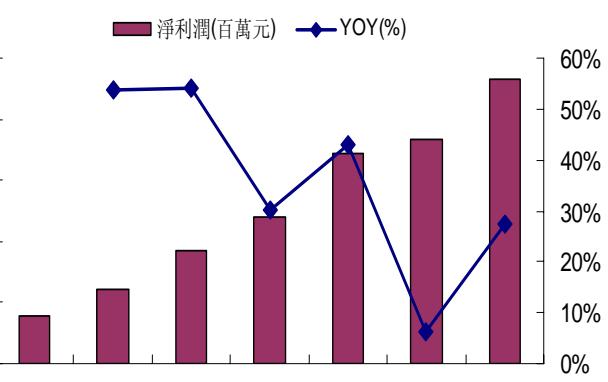
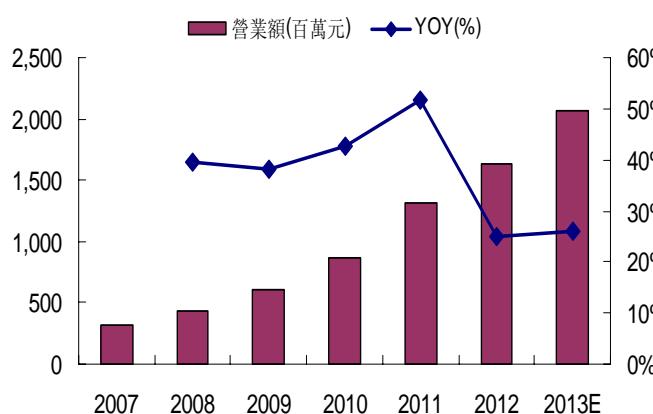
图 5：爱尔眼科每年新增医院数量情况



来源：公司报告，群益证券

图 6：爱尔眼科营业收入增长情况

图 7：爱尔眼科净利润增长情况



来源：公司报告，群益证券

附注：2012年由于受到“准分子手术封刀”事件影响，净利润增速放缓。此业务为刚性需求驱动，2013以来已逐步恢复。

图8：爱尔眼科分业务营收占比情况

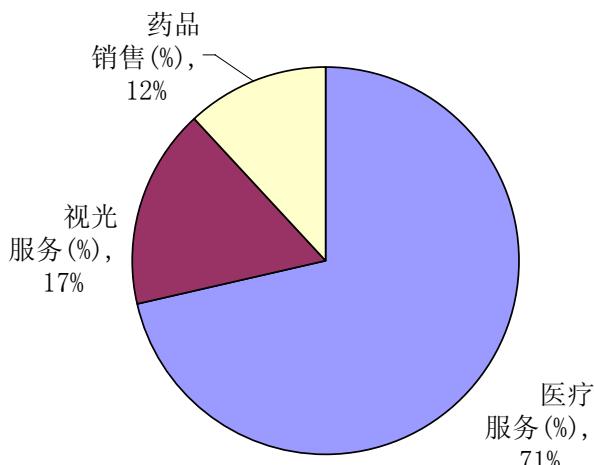
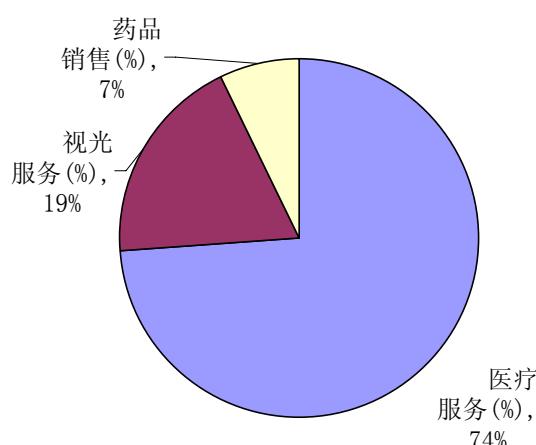


图9：爱尔眼科分业务毛利收入占比情况



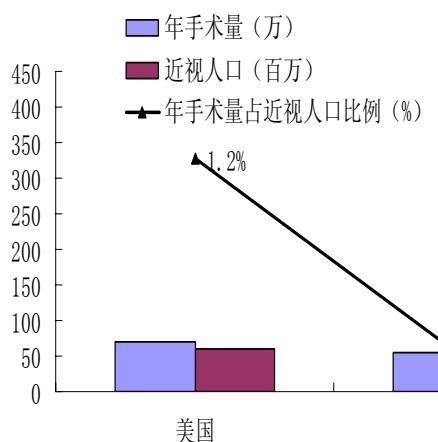
来源：公司报告，群益证券

来源：公司报告，群益证券

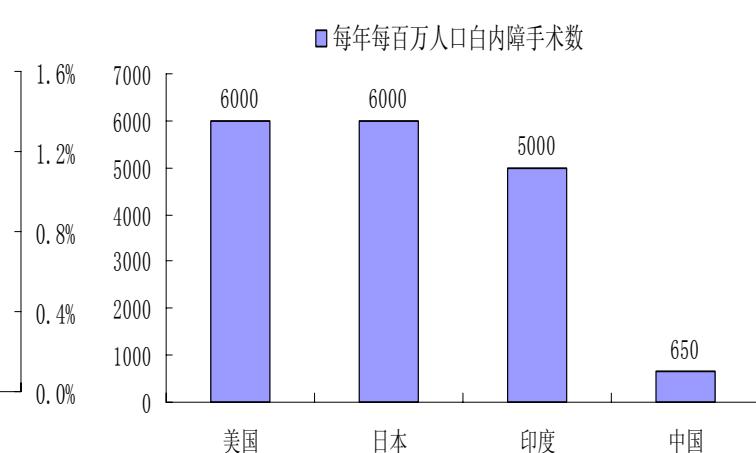
眼科医疗服务市场空间

- 眼科诊疗需求不断增长：1、电脑普及应用、人口老龄化使得各种眼病的患病率呈上升趋势（例：干眼症，老年性眼病、糖尿病视网膜病变等）2、医保体系的建立，基本医疗需求释放（例：白内障）3、收入提高，非基本医疗需求释放（例：准分子镭射近视手术）。以下以准分子镭射近视手术和白内障手术资料进行说明。
- 准分子手术空间：
 - 准分子镭射角膜屈光手术的开展方面，我国存在很大的市场开发空间。在我国，此领域的临床技术已与美国接轨，但在市场渗透率方面明显低于美国：我们测算美国近视人口约 6000 万（参考美国青少年近视率 25% 和我国青少年近视率 60% 资料比对），有关统计报告显示，2007 年美国准分子镭射角膜屈光手术的手术量接近 70 万例，手术渗透率为 1.2%；而我国近视人口约 4 亿，但目前准分子镭射角膜屈光手术的手术量为 55 万例/年，手术渗透率为 0.14%，约为美国的 1/10。未来提升空间还有很大。

- 白内障：人眼中晶状体发生混浊，影响视网膜成像，看不清东西，即白内障，是常见的致盲性眼病。
- 据不完全统计，发达国家如美国、日本等每年每百万人白内障手术数达 6,000 例以上，即便是人均 GDP 低于我国的印度，每年每百万人白内障手术数也已达到 5,000 例以上。而我国目前白内障每年每百万人白内障手术数平均约为 620 例，与我国社会经济的快速发展和人民生活水准的不断提高极不相称。未来手术量提升空间较大。
- 爱尔眼科目前市占率为 3%，随着老龄化加剧和报销比例的增加，行业有望持续高增长。预计公司该业务收入未来有望保持 30% 左右增速。

图 10：近视手术未来空间巨大


来源：公司报告，群益证券

图 11：白内障手术市场潜力大


来源：公司报告，群益证券

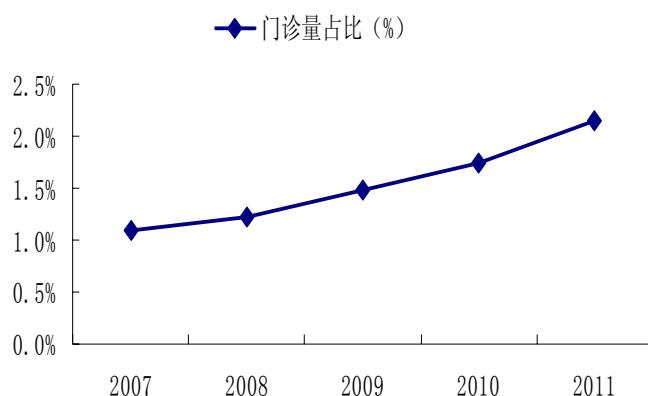
“准分子手术封刀”事件逐渐消退

- **事件：**2012 年 2 月 14 日，台湾最早引进准分子手术的蔡瑞芳教授突然宣布今后不再动这种手术。他表示，不少当年接受手术的患者十多年后视力明显下降，分析认为可能和当年动刀后角膜瓣发炎有关。
- **公司影响：**2012 年由于受到“准分子手术封刀”事件影响，净利润增速为 6%，较之前 30% 以上的增速有明显放缓。
- **学界声音——手术安全：**台湾眼科医学会事后表示这是蔡教授的个人行为，并肯定准分子手术非常安全，出问题的多数是对于未严格筛选病人进行手术所致。大陆的中华眼科学会、眼科医师协会、卫生部等也认可了准分子手术技术成熟，安全性很高。2008 年美国国际眼科年会的报告显示，全世界准分子手术术后患者满意率为 98.82%，高居所有手术之首，大量的手术样本证明手术的安全性。
- **刚性需求驱动，2013 以来已逐步恢复：**准分子手术仍然是目前矫正近视最好的方法之一，是希望摘掉眼镜提高视力的群体的最佳选择，同时随着术方法和设备的不断改进，未来手术的安全性和稳定性还将不断提高。随着消费者对负面心理影响的逐步消化，公司 2013 以来已逐步恢复，1-2 月环比手术量增长 50% 左右，同比基本持平，（由于去年 1-2 月份准分子手术量仍在高位，基数非常高），3 月开始单月的手术量在去年低基数上同比增长较快。预计 2013 年镭射手术增速在 20%-25% 左右，重回高速增长轨道。

行业地位——最大眼科专科医疗机构

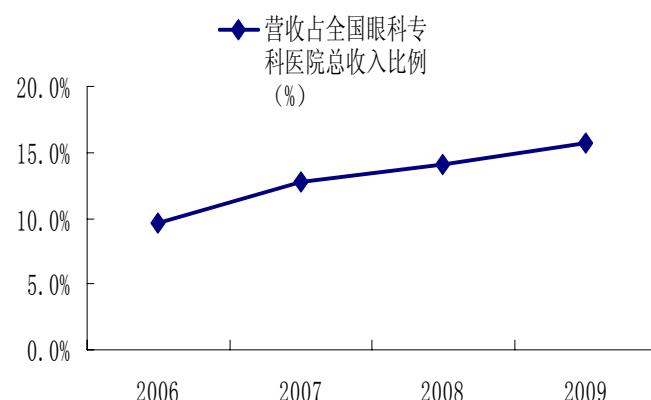
➤ **国内规模最大眼科专科医疗机构，市占率逐年提升：** 门诊量来看，爱尔眼科在2007年门诊总量占全国眼科门诊总量的1.09%，而2011年门诊总量所占比例则升至2.16%；营业收入来看，2006年爱尔眼科营收占全国眼科专科医院总收入的9.56%，而2009年这一比例攀升到了15.67%。通过上述资料我们可以看出，爱尔眼科目前在全国的眼科医疗市场中所占份额稳定提升，而且随着公司上市以及相关业务在全国的扩张，我们认为，这种趋势将进一步得到增强。

图 12：爱尔眼科市场占有率不断提高（门诊量占比）



来源：公司报告，群益证券

图 13：爱尔眼科营业收入占比不断提高



来源：公司报告，群益证券

“湖南范本”打造成功，未来复制性扩张可期

➤ **爱尔“多级连锁”模式：**公司目前公司拥有44家医院，包括1家一级医院，24家二级医院，和19家三级医院。将旗下的医院按照区域、技术、战略分为不同的层级。

- 其中技术实力、科研能力最强的上海爱尔为一级医院，为全国范围内的疑难眼病会诊中心，为其他医院提供技术支援；
- 省会城市医院为二级医院，定位于省级技术中心，并对省内地市级医院提供技术支援；
- 地市级城市医院为三级医院，定位于常见眼科病的基础治疗，并可将疑难眼病患者输送到二级医院就诊。

➤ **已打造成功范本——湖南：**

- **地级市场及基层市场是公司未来业绩提升的主要来源：**虽然公司目前收入来源主要为省会城市市场，考虑到我国大部分人口集中在地级市（如四川省地级市人口占83%，湖北省地级市人口占83%），未来随着收入水准的提高和均衡，地级市将是公司主要深耕之地，公司业绩提升的主要来源。
- **湖南地级市场规模已超省会市场：**公司在湖南的株洲、衡阳、郴州、永州、邵阳、怀化、常德、湘潭等9个地级市布局了连锁眼科医院。其中，我们预计设立较早的衡阳爱尔、常德爱尔、株洲爱尔2012年合计销售收入1.3亿元，收入规模与省会城市长沙爱尔医院的收入规模相当，再加上其他6家地级医院已超过长沙爱尔规模，充分显示了地级市眼科的消费潜力。同时，我们预计湖南省地级市医院未来3年收入复合增速达35%，

远超长沙爱尔 15%的增速。

➤ 其他区域将复制“湖南范本”的成功:

- **统一的品牌认可度:** 爱尔眼科从成立之初就选择了自创品牌, 经过多年的积累, 已成就了爱尔的品牌认可度。
- **完善的经营管理体系:** “湖南范本”的成功很好的证实了公司已探索出一套成熟的“多级连锁”管理体系, 在其他省份均有很好的复制性。
- **更依赖于设备投入的眼科, 有更强的复制性:** 眼科中的大部分手术, 尤其是准分子镭射手术对设备的依赖远超对医生个人技术的依赖, 有详细的标准化的流程, 通常毕业 1-2 年的医生可在培训数月后迅速掌握, 因而眼科对设备投入的依赖高于对医生个人技术水准的依赖, 因而眼科医院可复制性最强, 最适合连锁扩张。

表 3: 爱尔“多级连锁”模式设置

医院级别	设置地点	技术定位
一级医院	全国中心城市	构成爱尔眼科医院的核心, 其医疗、科研、教学将达到国际一流水准, 为“爱尔”品牌提供有力支撑, 对二级爱尔眼科医院提供业务指导及技术支援。
二级医院	一般省会城市	构成爱尔眼科的主体, 其眼科综合技术达到国内先进水准, 对三级爱尔眼科医院提供业务指导及技术支援。
三级医院	地级城市	延伸爱尔眼科的服务网路, 构成眼科医院的基础, 侧重于眼视光和一般眼科疾病的诊疗服务。

来源: 公司报告, 群益证券

内生增长与外延扩张共同推进

- **新建医院培育周期后, 快速增长:** 通过分析公司旗下子公司情况, 新建二级省会城市医院一般培育期为 2-3 年; 三级地级市医院一般培育期为 1-2 年, 之后即可实现盈利。例如, 二级医院长沙爱尔 2004 年成立, 2006 年首次实现盈利, 培育期 2 年; 沈阳爱尔 2005 年营业, 2007 年首次实现盈利, 培育期 2 年; 三级医院黄石爱尔 2004 年成立, 2006 年首次实现盈利, 培育期 2 年; 邵阳爱尔 2008 年成立, 2009 年首次实现盈利, 培育期 1 年。同时在扭亏为盈后, 净利润率会持续提升, 稳定期时医院净利率将达 30%, 如长沙, 武汉及衡阳爱尔 2012 年净利润率分别为 34%、30% 和 36%。
- **延续稳健扩张速度:** 公司目前运营的连锁医院已经达到 44 家, 两湖地区的三级连锁体系日益成熟, 未来仍然将连锁医院覆盖到更多的省市, 预计公司未来每年的新建医院数量在 5 家以上。

表 4: 新建医院培育周期情况

医院级别	医院名称	成立时间	首次盈利时间	培育时长
二级医院(省会城市)	长沙爱尔	2004 年	2006 年	2 年
	沈阳爱尔	2005 年	2007 年	2 年
	重庆爱尔	2006 年	2008 年	2 年
	哈尔滨爱尔	2007 年	2009 年	2 年
三级医院(地级城市)	黄石爱尔	2004 年	2006 年	2 年
	常德爱尔	2004 年	2006 年	2 年

汉口爱尔	2008 年	2009 年	2 年
邵阳爱尔	2008 年	2009 年	1 年
襄阳爱尔	2008 年	2010 年	2 年

来源：公司报告，群益证券

盈利预测

预计 2013/2014 年公司实现净利润 2.33 亿元(YOY+27%)/3.02 亿元(YOY+30%)，
EPS 分别为 0.54 元/0.70 元，对应 PE 分别为 36.4 倍/28 倍，给予“买入”投资建议。
目标价 24.00 元(对应 2013 PEX34)。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER $\geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell (ER $\leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	865	1,311	1,640	2,067	2,625
经营成本	377	585	902	1,064	1,312
主营业务利润	488	725	738	1,002	1,312
销售费用	104	161	198	248	320
管理费用	216	326	284	434	577
财务费用	-6	-11	-2	0	0
营业利润	171	242	252	320	415
补贴收入	12	3	4	4	4
税前利润	179	240	246	314	409
所得税	55	68	64	82	106
少数股东损益	4	0	-1	0	0
归属于母公司所有者的净利润	120	172	183	233	302

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	774	636	557	612	673
存货	47	78	95	105	115
应收账款	34	49	86	95	104
流动资产合计	980	872	882	1,811	1,893
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	633	850	1,048	1,153	1,268
无形资产及其它资产合计	2	15	15	16	18
资产总计	1,613	1,722	1,930	3,075	3,283
流动负债合计	240	242	359	394	434
长期负债合计	64	66	2	3	3
负债合计	304	309	361	397	437
少数股东权益	32	46	69	76	83
股东权益合计	1,309	1,413	1,569	2,678	2,846
负债及股东权益合计	1,613	1,722	1,930	3,075	3,283

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	240	257	302	332	365
投资活动产生的现金流量净额	-345	-359	-329	-362	-399
筹资活动产生的现金流量净额	-49	-50	-61	-68	-74
现金及现金等价物净增加额	-154	-151	-89	-98	-108

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。