

震荡行情中，关注特色原料药板块和血制品板块

—医药周报 20191202

医药周报

2019年12月02日

报告摘要:

● 二级市场：震荡行情中，关注业绩确定性强、估值处于合理区间的特色原料药板块和血制品板块

上周医药板块下跌 2.56%，跑输沪深 300 指数 2.01 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名倒数第 2 位。2019 年以来，医药板块上涨 32.99%，沪深 300 指数上涨 27.17%，医药板块跑赢沪深 300 指数 5.82pct。

根据民生医药分类情况来看，上周（2019.11.25-11.29）特色原料药涨幅为 2.2%，其中天宇股份（21.5%）、普洛药业（10.4%）和奥翔药业（14.1%）涨幅大。其他板块均有不同程度的下跌，其中医疗服务板块下跌最多为 5.58%，迪安诊断（-7.6%）、金城医学（-8.0%）跌幅较大，主要业绩真空期，短期股价波动。

我们认为带量采购成为趋势政策不断催化以及景气度板块估值明显高企的背景下，政策免疫板块、低估值将成为资金选择的新方向，建议积极关注政策压力小、业绩相对确定、估值合理的原料药板块，以及不受政策影响、业绩稳定估值处在合理区间的血制品板块，以及积极关注医保谈判更多细化结果带来的不同预期。

● 本周研究成果:

血制品行业跟踪报告——库存逐步回归正常水平，关注血制品成长性。

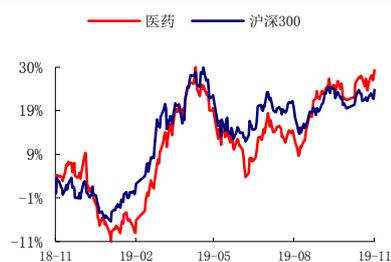
● 短期继续关注高景气度板块和公司，中期看好产业升级过程中龙头企业

- 1) 创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英，建议关注恒瑞医药、海思科等；
- 2) 政策相对免疫、具备高壁垒和强消费属性板块和个股。推荐血制品华兰生物和天坛生物及疫苗板块的康泰生物；推荐关注其他消费属性的个股片仔癀、我武生物等。
- 3) 产业向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，建议关注天宇股份、九洲药业、普洛药业、司太立等；仿制药关注有增量品种以及有原料药优势的企业，推荐京新药业，关注科伦药业和华东医药。
- 4) 商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业，推荐迈瑞医疗、凯普生物、金城医学，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

● 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

分析师：盛丽华

执业证号：S0100519110002

电话：021-60876730

邮箱：shenglihua@mszq.com

相关研究

1. 板块震荡，持续推荐“泛创新”板块投资机会
2. 行业动态报告：百奥泰和成都先导过会，硕世生物和佰仁医疗将申购

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2019/11/29	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
泰格医药	62.8	0.94	0.92	1.26	67	68	50	推荐
凯莱英	123.0	1.86	2.46	3.24	66	50	38	推荐
药明康德	88.0	1.94	1.38	1.76	45	64	50	推荐
华兰生物	33.5	1.23	1.02	1.21	27	33	28	推荐
康泰生物	76.4	0.68	0.87	1.21	112	88	63	谨慎推荐
天宇股份	50.2	0.90	3.16	3.18	56	16	16	推荐
康缘药业	14.2	0.70	0.88	1.09	20	16	13	推荐
迈瑞医疗	179.7	3.06	3.80	4.66	59	47	39	谨慎推荐
金域医学	48.6	0.51	0.87	1.12	95	56	43	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、投资建议：震荡行情中，关注特色原料药板块和血制品板块.....	4
二、重点推荐行业和个股更新	5
血制品行业跟踪报告——库存逐步回归正常水平，关注血制品成长性	5
三、行业热点解读	6
1、2019 年医保谈判结果公布	6
2、关于第二批带量采购.....	7
四、上周行情回顾	7
1、医药行业行情：板块短期受资金面影响，长期仍然建议关注“泛创新”板块.....	7
2、医药子行业行情：震荡行情中，关注业绩确定性强、估值处于合理区间的特色原料药板块和血制品板块.....	10
五、风险提示	11
插图目录	12

一、投资建议：震荡行情中，关注特色原料药板块和血制品板块

二级市场层面：震荡行情中，关注特色原料药板块和血制品板块。上周医药板块下跌 2.56%，跑输沪深 300 指数 2.01 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名倒数第 2 位。2019 年以来，医药板块上涨 32.99%，沪深 300 指数上涨 27.17%，医药板块跑赢沪深 300 指数 5.82pct。

根据民生医药分类情况来看，上周（2019.11.25-11.29）特色原料药涨幅为 2.2%，其中天宇股份（21.5%）、普洛药业（10.4%）和奥翔药业（14.1%）涨幅大。其他板块均有不同程度的下跌，其中医疗服务板块下跌最多为 5.58%，迪安诊断（-7.6%）、金域医学（-8.0%）跌幅较大，主要业绩真空期，短期股价波动。我们认为带量采购成为趋势政策不断催化以及景气度板块估值明显高企的背景下，政策免疫板块、低估值将成为资金选择的新方向，建议积极关注政策压力小、业绩相对确定、估值合理的原料药板块，以及不受政策影响、业绩稳定估值处在合理区间的血制品板块，以及积极关注医保谈判更多细化结果带来的不同预期。

行业基本面：11 月 28 日，国家医疗保障局、人力资源社会保障部印发《关于将 2019 年谈判药品纳入乙类范围的通知》（医保发〔2019〕65 号），正式公布了谈判药品准入结果。

2019 年 11 月 29 日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》。

本周研究成果：血制品行业跟踪报告——库存逐步回归正常水平，关注血制品成长性

投资建议：中期看好国内医药产业升级趋势下走出来的企业和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上限略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入实质性供给侧改革的时期，我们认为应当寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，即业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注其中具有长期可持续发展潜力、有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

——创新升级的服务方（CRO、CMO），推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英；从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于新能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

——政策压力小、业绩相对确定、估值合理的原料药板块。我们认为在产业向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力。建议关注天宇股份、九洲药业、司太立和普洛药业等；

——政策相对免疫、具备高壁垒、强消费属性板块和个股，推荐华兰生物和天坛生物、康泰生物、片仔癀、我武生物等。血制品库存逐步正常化，华兰生物和天坛生物。康泰生物有望

继续受益于三联苗供给短缺。

——商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业,推荐迈瑞医疗、凯普生物、金域医学,建议关注爱尔眼科、通策医疗等;

——创新药企业,建议关注恒瑞医药、复星医药、海思科等;

——有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业,推荐京新药业,建议关注科伦药业、华东医药等;

长期对医药持续乐观,看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看,根据我们对综合性医院利润构成的测算,“以药养医”已经结束。在此背景下,政府财政支持的医保完成全民覆盖,顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革,以达成医保的良性、可持续管理,继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中,国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨,医疗亦开始逐步向价值医疗转变,行业分析逻辑行将转变,医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和个股更新

血制品行业跟踪报告——库存逐步回归正常水平,关注血制品成长性

血制品具有长期投资价值,短期库存变化不构成影响。而投资时点把握,则需要对目前的库存情况进行了解,针对目前血制品行业库存水平难以判断问题,我们尝试从目前血制品生产企业+经销商两方的情况分析:

生产端:我们认为目前库存处于正常偏高水平,供需缺口决定企业去库存持续,景气度持续改善。我们从三个维度,将2019Q3行业平均存货周转天数与历史周转天数比,与海外正常库存水平比较,以及结合各个公司实际库存情况出发,认为目前血制品生产企业端处于正常偏高的库存水平。从白蛋白出厂价的提升和账期改善的角度分析,我们认为2018年底开始的血制品生产企业库存下降为高质量的被动去库存,主要驱动因素来自血制品终端需求稳定增长。供需缺口决定企业去库存持续,景气度仍将持续改善。

渠道端:我们预计经销商库存处于正常水平,甚至处于正常偏低水平,血制品生产企业报表数据将与终端需求数据趋同。2019H1中瑞医药存货周转天数进一步下降,2014年和2015年血制品行业处于供不应求状态,行业存货处于正常偏低水平,目前周转天数为40天+,接近2014年和2015年的水平。结合我们草根调研情况,华北、华南区域经销商样本库存处于正常水平,我们判断保守情况经销商库存处于正常水平,乐观情况则库存处于正常偏低水平。

渠道库存逐步回归正常水平,关注血制品的成长性。

白蛋白:适应症患者基数在扩大,我们预计总体需求量保持稳定增长。从白蛋白的适应症来看,受老龄化影响,重症发病率增加、恶性肿瘤患病率增加以及我国高基数肝病患者的影响,我们认为目前白蛋白终端需求量增长稳定,未来3年继续保持10%左右的增长。

静丙:静丙临床适应症的广泛、循证医学验证的疗效机理确切,不可替代性强(重组难

度高)，国内目前渗透率很低，决定了静丙长期成长空间。但考虑到目前静丙治疗费用高，自付比例高，国内企业目前推广进度缓慢，难以支撑非常快速的增长，我们预计近3年静丙需求量保持8%-10%左右的增长。

凝血八因子：根据我们测算，假设能保持重组和血浆来源比例6:4，按需治疗对应的人凝血八因子需求量在576万瓶（200IU）左右，是2018年157万瓶批签发量的3.7倍，成长空间足。

未来三年浆量增长放缓成为血制品行业成长的瓶颈因素。

1) 新批浆站速度放缓，我们预计未来2-3年浆量增速继续下降到6%左右，未来三年浆量增长放缓成为血制品行业成长的瓶颈因素。海外白蛋白占比若继续保持比例不变，供需缺口进一步放大，白蛋白价格有可能逐年小幅上涨。我们预计静丙2-3年基本处于供需平衡状态，长期看静丙有望成为浆量主要驱动力，价格也有一定上升空间。

2) 目前浆站向龙头企业倾斜，在行业浆量增速下降，供不应求情况下，血制品价格有望上行，龙头企业浆量成长超越行业增长，且能享受到价格上涨，增速领先行业。

投资建议

行业库存逐步回归正常水平，行业景气度复苏，血制品生产企业报表数据将与终端需求数据趋同，关注血制品成长逻辑。产品供给增长将由采浆量决定。目前浆站审批趋严，且浆站审批向龙头企业倾斜。在行业浆量增速继续下降，供不应求情况下，价格有望上行，龙头企业浆量成长超越行业增长，且能享受到价格上涨，增速超越行业增长。推荐浆站资源获取能力强的天坛生物和浆站管理能力优秀的华兰生物。

风险提示

血制品安全性风险；审批浆站政策收紧导致血浆供给不及预期风险；浆站运营和采浆成本上升影响盈利；渠道拓展不顺利；静丙市场推广不及预期；渠道存货清理不及预期风险。

三、行业热点解读

1、2019年医保谈判结果公布

11月28日，国家医疗保障局、人力资源社会保障部印发《关于将2019年谈判药品纳入乙类范围的通知》（医保发〔2019〕65号），正式公布了谈判药品准入结果。

——150个药品谈成97个，全部纳入乙类，119个新品种70个成功，价格平均降幅60.7%，乙肝平均85%降幅，肿瘤糖尿病65%，31续约27个成功，平均降幅26.2%。

——5个基本药物全部成功，22个抗癌药、7个罕见病用药、14个慢性病用药、4个儿童用药均谈判成功；

——此次医保谈判某些品种会根据企业意见选择价格保密，支付价暂时不公布，明年新目录实行时才能看到某些品种具体支付价格；

——丙肝药采取竞争性谈判：主要考虑6个丙肝药普遍疗效显著，治疗效果相当，但是比较昂贵，最贵需要5w块，药物经济学考虑，引入竞争性谈判思路，允许两个（实际纳入3个丙肝用药）全疗程费用较低药品进目录，同时承诺两年内不再纳入新的同类药品，引导企业充分竞争，企业报价大幅下降，达到开展竞争性谈判目的。

点评:

我们依然强调:目前医药(药品、器械)的价格更多是市场化的形成机制,和量有极大的相关性,竞争格局是决定价格高低的重要变量。

利好恒瑞医药,吡咯替尼进医保,支付价未公布,硫培非格司亭进医保,支付价未公布,阿帕替尼续约成功相比原来医保支付价降价 15%,卡瑞利珠单抗未参与谈判,但是从仅有信达的 PD-1 单抗降价进医保来看,总体对卡瑞利珠的销售影响不大。

但第二批带量采购的品种名单,里面有恒瑞的一个大品种白蛋白紫杉醇,可能会对公司销量产生一些影响。具体影响大小要根据后续带量采购的最终价格决定。

利好中国生物制药,公司重磅品种安罗替尼未降价续约成功,适应症未拓展,业绩可以保证。

利好信达生物,PD-1 品种仅有信迪利单抗进入医保,降幅 64%,降价后年治疗费用为 9.7w/年,在抢占 cHL 患者上有明显优势。

利好康弘药业,康柏西普降价 24% 成功续约,但是竞品阿柏西普和雷珠单抗也进入医保,支付价未公布,若两个竞品治疗费用低于康柏西普费用可能会对康柏西普的销售造成影响。

拉帕替尼、氟维司群、托伐普坦、重组人干扰素 β -1b 四个品种因降价未达到医保局保准续约失败。

2、关于第二批带量采购

2019 年 11 月 29 日,国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》。政策明确要求,结合患者临床用药需求、一致性评价进展,有序扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围,以及文件中提到,明确在做好药品集中采购工作的基础上,探索逐步将高值医用耗材纳入国家组织或地方集中采购范围。

点评:

截至 2019 年 11 月底,根据药监局信息审评通过(以及视同审评通过)一致性评价 184 个品种,436 个品规。第一批带量采购涉及到 25 个通用名品种,预计第二批带量采购设计 35 个通用名品种。

从第二批带量采购名单看,国家负责的品种包括医保和非医保品种,我们认为非医保品种纳入集采将不会是集采的重点,基于集采以量换价,没有进入医保将难以保证量。

高值医用耗材纳入国家组织或地方集中采购范围,预计部分标准化程度较高用量大的品类有可能进入国家层面的带量采购,其他高值耗材短期预计以地方为主。

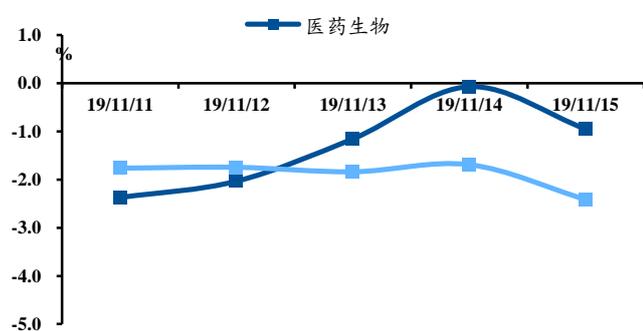
四、上周行情回顾

1、医药行业行情:板块短期受资金面影响,长期仍然建议关注“泛创新”板块

上周医药板块下跌 2.56%,跑输沪深 300 指数 2.01 个百分点,在所有行业中涨跌幅排名倒数第 2 位。2019 年以来,医药板块上涨 32.99%,沪深 300 指数上涨 27.17%,医药板块跑赢沪深 300 指数 5.82pct。

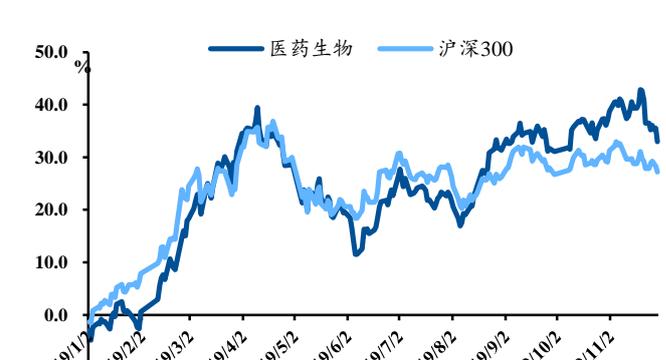
从年初以来的板块表现看，医药板块整体涨幅在食品饮料、电子、农林牧渔、家电、计算机等板块之后。结合板块内公司分化表现，我们认为这也显示了在医药制造业收入、利润增速放缓的背景下，医药板块的防御性属性降低，但自费属性、非药板块成为资金追逐的细分领域。我们认为对于受政策影响比较大的板块估值基本压制在低位、但是景气度较高的细分领域以及小市值公司的短期因素（比如医保目录调整、带量采购扩面以及医保谈判可能受益企业等）成为短期板块表现最主要的驱动因素，我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在2020年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非药领域的商业模式创新性个股。

图1：上周医药板块（中信分类）和沪深300走势



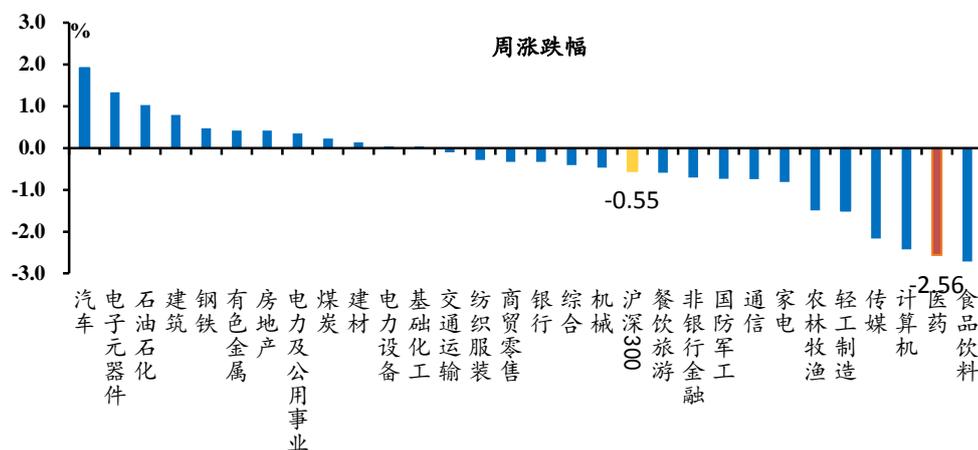
资料来源：Wind，民生证券研究院

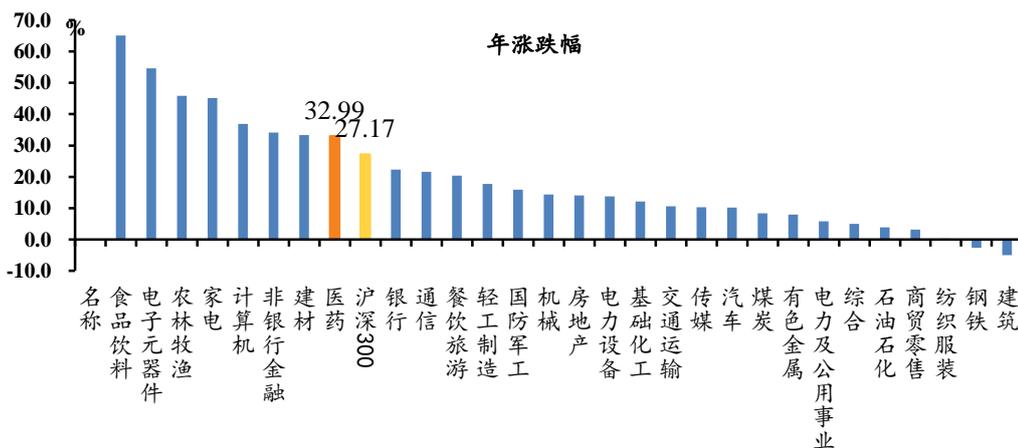
图2：2019年以来医药板块（中信分类）和沪深300走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：上周各大行业涨跌幅

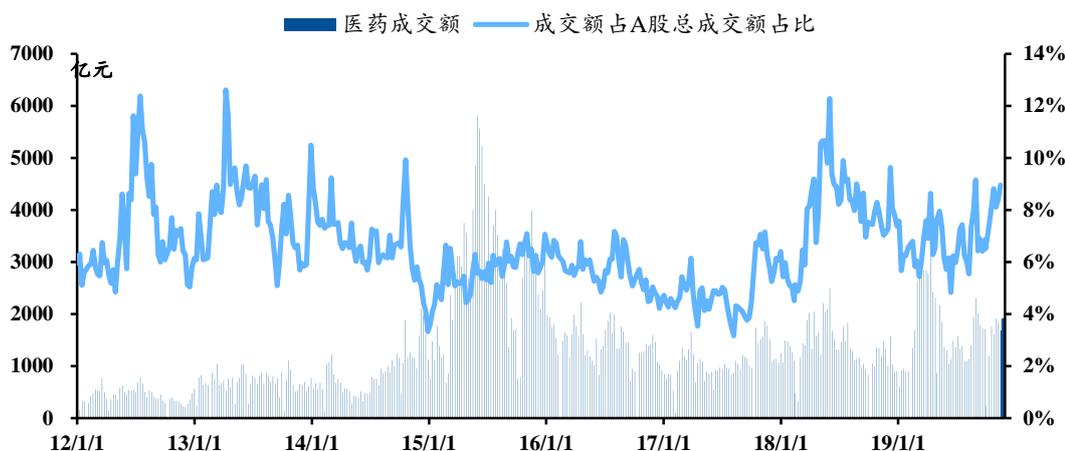




资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药行业成交额为 1601 亿元，成交额占市场总成交额的 8.84%。从医药板块成交额占市场总成交额的比例看，医药板块的关注度处于历史关注度的中枢偏上的位置，我们认为目前医药板块依然是市场非常关注的板块，医药行业的长期成长性属性依然被资金所认可。

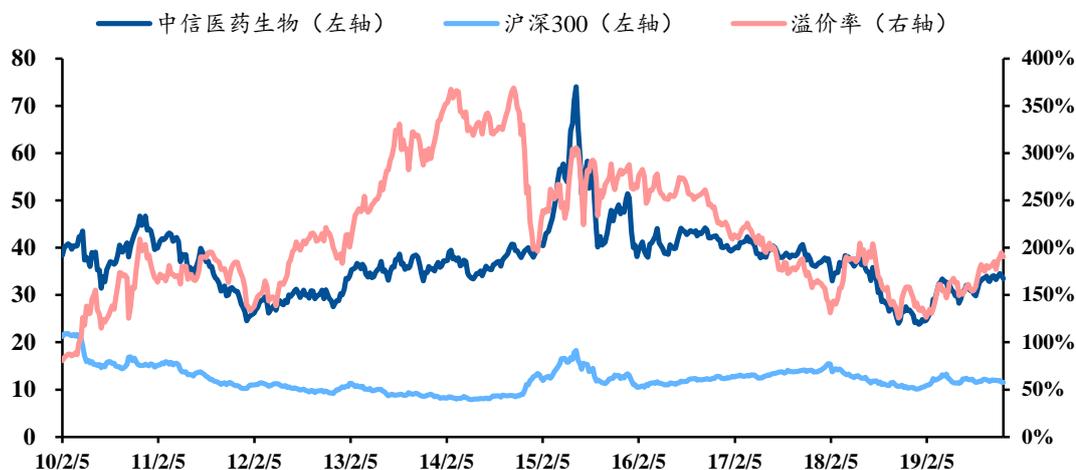
图 4：2012 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，民生证券研究院

医药板块相对沪深 300 溢价率较上周有所回落。截止 2019.11.29，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 33 倍，基本处于 2010 年以来的历史估值的中枢区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 182%，比上周降 5 个百分点，接近 2018 年 5 月份的水平，显示医药板块的关注度仍较高，从历史情况看，处于 2011 年以来估值溢价率的较低位置。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段，短期估值溢价率处于相对较低的位置，是可以理解的，我们更关注这个阶段新动能在左侧的配置价值。再次强调我们之前深度报告中提到的市场化、全球化的选股思路，建议关注创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药及非药领域商业模式的创新。

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况


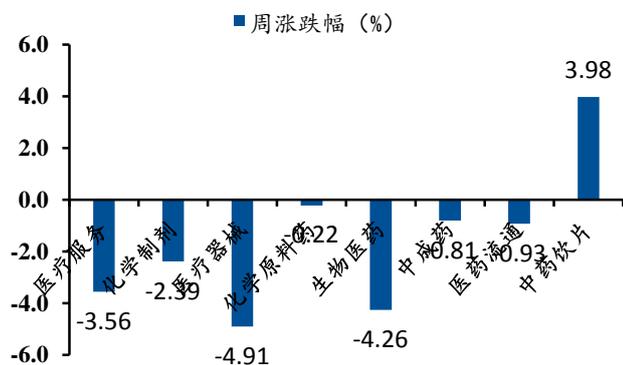
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、医药子行业行情：震荡行情中，关注业绩确定性强、估值处于合理区间的特色原料药板块和血制品板块

根据 wind 中信医药分类看，上周（2019.11.25-11.29）中药饮片涨幅为 3.98%，其他板块均有不同程度的下跌，其中医疗器械板块下跌最多为 4.91%。医疗器械板块的欧普康视、健帆生物、乐普医疗均有 8% 以上的下跌幅度，业绩真空期，股价波动。根据民生医药分类情况来看，上周（2019.11.25-11.29）特色原料药涨幅为 2.2%，其中天宇股份（21.5%）、普洛药业（10.4%）和奥翔药业（14.1%）涨幅大。其他板块均有不同程度的下跌，其中医疗服务板块下跌最多为 5.58%，迪安诊断（-7.6%）、金域医学（-8.0%）跌幅较大，主要短期股价波动。

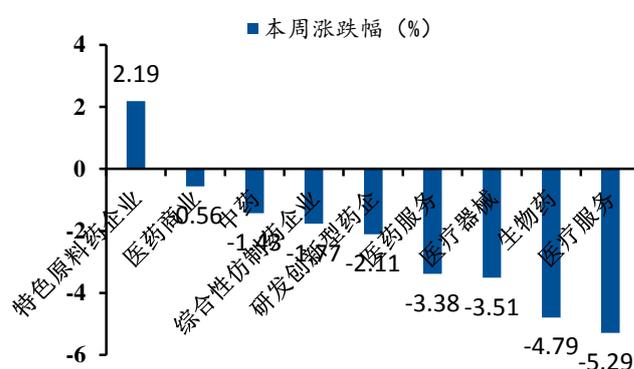
我们认为带量采购成为趋势政策不断催化以及景气度板块估值明显高企的背景下，政策免疫板块、低估值将成为资金选择的新方向，建议积极关注政策压力小、业绩相对确定、估值合理的原料药板块，以及不受政策影响、业绩稳定估值处在合理区间的血制品板块，以及积极关注医保谈判更多细化结果带来的不同预期。我们持续推荐具有长期成长性的创新药产业链（医药外包、创新药，特色原料药及非药领域具有商业模式创新的企业）。

图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，民生证券研究院

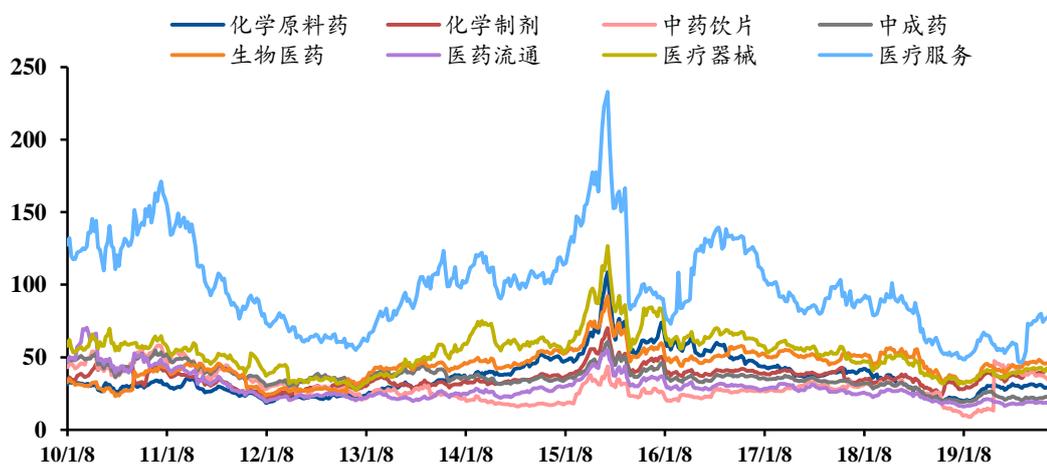
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



资料来源：Wind，民生证券研究院 备注：以上民生医药重点公司汇总

市盈率方面，**医疗服务、生物医药和医药器械**板块居于前三位，分别为 72 倍、44 倍、39 倍，化学制剂 39 倍，中药饮片 35 倍，化学原料药 28 倍，中成药 22 倍，医药流通 17 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步扩面背景下，投资者风险规避的配置思路，导致非药板块较高的估值溢价，在目前资金驱动的行市下，估值波动的风险成为潜在最大的风险，也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置，顺延产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

插图目录

图 1: 上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	8
图 2: 2019 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	8
图 3: 上周各大行业涨跌幅	8
图 4: 2012 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	9
图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	10
图 6: 上周医药子板块涨跌幅（中信）	11
图 7: 上周医药子板块涨跌幅（民生医药）	11
图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	11

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

盛丽华，医药行业高级分析师，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，曾在国海证券、安信证券担任医药分析师，2019年11月加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。