

医药生物

2014年08月29日

通化东宝 (600867)

——糖尿病大领域，产品布局大格局，未来成长为大市值企业

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：2014年08月28日

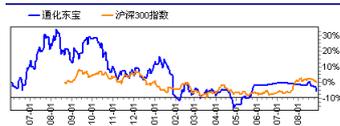
收盘价(元)	12.77
一年内最高/最低(元)	18.1/10.12
上证指数/深证成指	2196/7744
市净率	6.7
息率(分红/股价)	1.57
流通A股市值(百万元)	13084

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	1.91
资产负债率%	28.76
总股本/流通A股(百万)	1030/1025
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《通化东宝(600867)调研报告》

2011/03/14

《G 东宝(600867)点评报告》

2006/08/22

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818 × 7456
zhouzl@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	1204	22	184	193	0.18	68.0	9.2	65	44
2014H1	656	19	149	27	0.14	69.5	7.6		
2014E	1461	21	254	38	0.25	68.7	11.3	53	36
2015E	1782	22	344	36	0.33	70.6	13.3	39	28
2016E	2184	23	485	41	0.47	72.4	15.8	28	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **扣非后净利润增长 26.79%，符合预期。**2014年上半年公司实现收入 6.56 亿，增长 18.85%，净利润 1.49 亿，增长 27.17%，扣非后净利润 1.47 亿，增长 26.79%，EPS0.14 元，基本符合预期。二季度单季实现收入 3.27 亿，增长 15.31%，净利润 6877 万，增长 35.53%，扣非后净利润 6759 万，增长 36.85%，EPS0.07 元。公司每股经营性现金流 0.18 元，高于每股收益；应收账款周转加快，存货周转加快，说明公司整体经营质量较高。
- **胰岛素原料药及制剂收入增长 27.43%，塑钢门窗等业务规模继续收缩。**2014年上半年重组人胰岛素原料药及注射剂系列产品实现收入 5.20 亿，增长 27.43%，其中：受重组人胰岛素原料药通过欧盟认证推动，胰岛素原料药出口业务取得快速增长，我们预计胰岛素制剂收入增长 20%~25%。甘舒霖笔、血糖仪等医疗器械实现收入 6666 万，增长 1.17%。公司继续坚持聚焦糖尿病领域战略，塑钢门窗等业务规模继续收缩，2014年上半年塑钢门窗实现收入 1297 万，同比下降幅度较大。
- **毛利率与期间费用率略有上升，经营性现金流同比增长 51.62%。**2014年中期毛利率 69.47%，同比上升 2.27 个百分点，主要是高毛利率的胰岛素业务占比提高，塑钢门窗收缩规模毛利率同比也在提升。期间费用率 42.95%，同比上升 0.22 个百分点，其中：销售费用率 30.10%，同比上升 0.19 个百分点，主要是胰岛素推广活动增加；管理费用率 11.37%，同比下降 0.12 个百分点，其中研发支出 2703 万，增长 80.08%。每股净经营性现金流 0.18 元，同比增长 51.62%。
- **糖尿病大领域，产品布局大格局，未来成长为大市值企业。**糖尿病大领域，重组人胰岛素注射液在基层用量仍有 10 倍增长空间；积极布局三代胰岛素，甘精胰岛素 14 年获得临床批件，门冬胰岛素等在不同研发阶段，逐步将口服降糖药等领域拓展；参股公司厦门特宝聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液即将获批，潜在 10 亿级重磅产品。我们维持 14-16 年每股收益预测 0.25 元、0.33 元、0.47 元，同比增长 38%、36%、41%，对应预测市盈率 53 倍、39 倍、28 倍，公司成长为大市值企业确定性高，短期估值偏高，维持增持评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1: 公司单季度财务数据比较

合并报表		单季数据	单位	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入	金额	百万元		209	224	282	276	268	284	313	340	329	327
	同比	%		28.04%	31.68%	26.44%	21.19%	28.42%	26.32%	10.85%	23.07%	22.60%	15.31%
	环比	%		-8.27%	7.48%	25.81%	-2.29%	-2.80%	5.72%	10.40%	8.48%	-3.18%	-0.56%
营业成本	金额	百万元		66	82	110	100	80	101	101	103	107	94
	同比	%		15.74%	36.07%	32.04%	4.83%	21.64%	23.15%	-7.59%	3.24%	33.53%	-7.42%
	环比	%		-31.14%	25.07%	33.58%	-8.88%	-20.10%	26.62%	0.23%	1.81%	3.35%	-12.21%
营业毛利	金额	百万元		143	142	173	176	188	182	212	236	222	233
	同比	%		34.60%	29.28%	23.13%	32.97%	31.52%	28.15%	22.57%	34.33%	17.96%	27.90%
	环比	%		8.19%	-0.59%	21.33%	1.90%	7.01%	-3.14%	16.04%	11.68%	-6.02%	5.03%
	毛利率	%		68.57%	63.42%	61.17%	63.78%	70.23%	64.34%	67.63%	69.62%	67.57%	71.37%
销售费用	金额	百万元		57	80	77	137	74	91	83	187	87	110
	同比	%		44.91%	27.28%	-2.63%	36.78%	28.66%	13.21%	8.59%	36.17%	18.00%	20.94%
	环比	%		-42.62%	39.88%	-4.73%	78.87%	-46.02%	23.09%	-8.62%	124.30%	-53.23%	26.15%
	销售费用率	%		27.53%	35.83%	27.13%	49.67%	27.58%	32.11%	26.58%	54.96%	26.55%	33.68%
管理费用	金额	百万元		30	28	27	57	32	31	36	50	37	38
	同比	%		31.42%	7.05%	-30.72%	-5.85%	6.43%	11.49%	33.24%	-11.05%	15.67%	19.42%
	环比	%		-50.05%	-5.96%	-5.24%	111.50%	-43.54%	-1.49%	13.25%	41.20%	-26.57%	1.71%
	管理费用率	%		14.37%	12.57%	9.47%	20.50%	11.91%	11.10%	11.38%	14.82%	11.24%	11.49%
财务费用	金额	百万元		4	3	3	4	3	4	4	6	4	5
	同比	%		3.78%	-27.78%	-6.35%	42.80%	-20.24%	24.07%	41.47%	57.86%	35.43%	31.02%
	环比	%		55.43%	-19.55%	-3.80%	18.71%	-13.18%	25.14%	9.69%	32.47%	-25.52%	21.06%
	财务费用率	%		1.95%	1.46%	1.12%	1.36%	1.21%	1.43%	1.43%	1.74%	1.34%	1.63%
资产减值损失	金额	百万元		0	0	0	79	0	0	0	8	0	0
公允价值变动损益	金额	百万元		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元		1	0	1	7	1	3	-3	4	2	1
营业利润	金额	百万元		51	29	65	-96	78	58	84	-12	93	79
	同比	%		26.03%	32.43%	-84.42%	-76.92%	52.56%	97.70%	29.77%	86.99%	19.80%	36.47%
	环比	%		194.01%	-42.70%	121.98%	-247.95%	181.07%	-25.75%	45.71%	-114.84%	846.29%	-15.41%
	营业利润率	%		24.34%	12.98%	22.90%	-34.67%	28.92%	20.31%	26.80%	-3.67%	28.62%	24.04%
营业外收入	金额	百万元		0	10	1	8	0	2	1	4	1	1
营业外支出	金额	百万元		0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
利润总额	金额	百万元		51	39	65	-88	78	59	85	-10	94	80
	同比	%		26.06%	77.51%	-84.46%	-60.58%	52.67%	51.39%	30.46%	88.63%	21.26%	35.13%
	环比	%		192.74%	-23.09%	66.66%	-235.09%	188.17%	-23.73%	43.61%	-111.77%	1040.40%	-15.01%
	税前利润率	%		24.34%	17.42%	23.07%	-31.90%	28.94%	20.88%	27.16%	-2.95%	28.62%	24.46%
所得税费用	金额	百万元		8	5	10	-16	12	9	15	-4	14	12
	有效税率	%		16.11%	13.21%	15.28%	18.06%	16.06%	14.99%	17.13%	35.81%	15.39%	14.53%
净利润	金额	百万元		43	34	55	-72	65	50	70	-6	80	68
	同比	%		24.75%	60.85%	-84.31%	-63.28%	52.76%	48.29%	27.60%	91.09%	22.24%	35.87%
	环比	%		196.54%	-20.43%	62.69%	-230.66%	190.31%	-22.76%	40.00%	-109.12%	1339.62%	-14.15%
	净利润率	%		20.42%	15.12%	19.55%	-26.14%	24.29%	17.75%	22.50%	-1.89%	24.22%	20.91%
少数股东损益	金额	百万元		-1	0	0	-3	-1	0	-1	-2	-1	0
归母净利润	金额	百万元		43	34	55	-69	67	51	71	-4	80	69
	同比	%		25.21%	59.45%	-84.48%	-54.88%	53.24%	49.30%	29.75%	93.67%	20.80%	35.53%
	环比	%		196.80%	-21.69%	61.11%	-226.81%	195.78%	-23.70%	40.01%	-106.18%	1928.47%	-14.40%
摊薄EPS	金额	元/股		0.04	0.03	0.05	(0.07)	0.06	0.05	0.07	(0.00)	0.08	0.07
扣非归母净利润	金额	百万元		43	25	54	-76	66	49	70	-3	79	68
经营活动现金流	金额	百万元		13	48	51	82	18	105	85	13	101	85
每股经营活动现金流	金额	元/股		0.01	0.05	0.05	0.08	0.02	0.10	0.08	0.01	0.10	0.08

资料来源: 公司资料、申万研究

表 2: 公司季度累计财务数据比较

合并报表	累计数据	单位	2012Q1	2012H1	2012Q1-3	2012A	2013Q1	2013H1	2013Q1-3	2013A	2014Q1	2014H1
营业收入	金额	百万元	209	433	716	992	268	552	865	1,204	329	656
	同比	%	28.04%	29.90%	28.51%	26.39%	28.42%	27.33%	20.83%	21.45%	22.60%	18.85%
营业成本	金额	百万元	66	148	257	357	80	181	282	385	107	200
	同比	%	15.74%	26.22%	28.63%	20.95%	21.64%	22.48%	9.67%	7.87%	33.53%	10.65%
营业毛利	金额	百万元	143	286	458	634	188	371	582	819	222	455
	同比	%	34.60%	31.90%	28.45%	29.67%	31.52%	29.84%	27.10%	29.11%	17.96%	22.85%
	毛利率	%	68.57%	65.90%	64.03%	63.97%	70.23%	67.20%	67.36%	68.00%	67.57%	69.47%
销售费用	金额	百万元	57	138	215	352	74	165	248	435	87	197
	同比	%	44.91%	34.08%	18.17%	24.79%	28.66%	19.66%	15.70%	23.68%	18.00%	19.62%
	销售费用率	%	27.53%	31.83%	29.98%	35.46%	27.58%	29.91%	28.71%	36.11%	26.55%	30.10%
管理费用	金额	百万元	30	58	85	142	32	63	99	149	37	75
	同比	%	31.42%	18.36%	-3.22%	-4.28%	6.43%	8.88%	16.55%	5.52%	15.67%	17.53%
	管理费用率	%	14.37%	13.44%	11.87%	14.28%	11.91%	11.49%	11.45%	12.40%	11.24%	11.37%
财务费用	金额	百万元	4	7	11	14	3	7	12	18	4	10
	同比	%	3.78%	-13.14%	-11.21%	-1.41%	-20.24%	-0.48%	12.11%	24.13%	35.43%	32.98%
	财务费用率	%	1.95%	1.70%	1.47%	1.44%	1.21%	1.33%	1.36%	1.47%	1.34%	1.48%
资产减值损失	金额	百万元	0	0	0	79	0	0	0	8	0	0
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	1	1	2	8	1	4	1	6	2	3
营业利润	金额	百万元	51	80	145	49	78	135	219	207	93	171
	同比	%	26.03%	28.29%	-69.70%	-88.43%	52.56%	69.00%	51.46%	321.98%	19.80%	26.90%
	营业利润率	%	24.34%	18.45%	20.21%	4.94%	28.92%	24.49%	25.33%	17.15%	28.26%	26.15%
营业外收入	金额	百万元	0	10	11	18	0	2	3	6	1	3
营业外支出	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
利润总额	金额	百万元	51	90	155	67	78	137	222	212	94	174
	同比	%	26.06%	44.24%	-67.81%	-84.29%	52.67%	52.11%	43.01%	215.79%	21.26%	27.26%
	税前利润率	%	24.34%	20.76%	21.67%	6.76%	28.94%	24.79%	25.65%	17.59%	28.62%	26.55%
所得税费用	金额	百万元	8	13	23	7	12	21	36	32	14	26
	有效税率	%	16.11%	14.85%	15.03%	11.06%	16.06%	15.60%	16.19%	15.26%	15.39%	14.99%
净利润	金额	百万元	43	77	132	60	65	115	186	179	80	148
	同比	%	24.75%	38.53%	-67.64%	-83.57%	52.76%	50.78%	41.07%	200.88%	22.24%	28.18%
	净利润率	%	20.42%	17.67%	18.41%	6.02%	24.29%	20.93%	21.50%	14.90%	24.22%	22.57%
少数股东损益	金额	百万元	-1	-1	0	-3	-1	-2	-2	-4	-1	-1
归母净利润	金额	百万元	43	77	132	63	67	117	188	184	80	149
	同比	%	25.21%	38.25%	-67.68%	-82.77%	53.24%	51.51%	42.50%	193.28%	20.80%	27.17%
摊薄EPS	金额	元/股	0.04	0.08	0.13	0.06	0.06	0.11	0.18	0.18	0.08	0.14
扣非归母净利润	金额	百万元	43	69	123	47	66	116	186	183	79	147
经营活动现金流	金额	百万元	13	61	112	194	18	123	208	221	101	186
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.01	0.06	0.11	0.19	0.02	0.12	0.20	0.21	0.10	0.18
应收票据	金额	百万元	17	6	2	7	6	2	9	11	4	2
应收账款	金额	百万元	359	370	407	296	313	324	343	338	345	367
	周转天数	天	155	154	153	108	105	106	107	101	95	101
其他应收款	金额	百万元	129	108	146	84	115	116	118	47	59	56
存货	金额	百万元	200	214	214	233	206	229	226	344	311	329
	周转天数	天	274	261	225	235	232	228	217	321	262	296

资料来源：公司资料、申万研究

合并损益表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,204	1,461	1,782	2,184
重组人胰岛素原料药及注射剂系列	898	1,123	1,404	1,754
甘舒霖笔、血糖仪等医疗器械	129	161	201	252
镇脑宁+东宝甘泰+其他产品	106	106	106	106
建材行业	72	72	72	72
营业总成本	1,003	1,170	1,387	1,627
营业成本	385	457	524	602
重组人胰岛素原料药及注射剂系列	157	202	239	281
甘舒霖笔、血糖仪等医疗器械	129	155	185	222
镇脑宁+东宝甘泰+其他产品	44	44	44	44
建材行业	56	56	56	56
营业税金及附加	8	10	12	15
销售费用	435	498	608	721
管理费用	149	181	221	271
财务费用	18	24	22	18
资产减值损失	8	(0)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
营业利润	207	291	395	557
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	212	291	395	557
所得税	32	44	59	83
净利润	179	248	336	473
少数股东损益	(4)	(6)	(8)	(12)
归属于母公司所有者的净利润	184	254	344	485

资料来源:申万研究

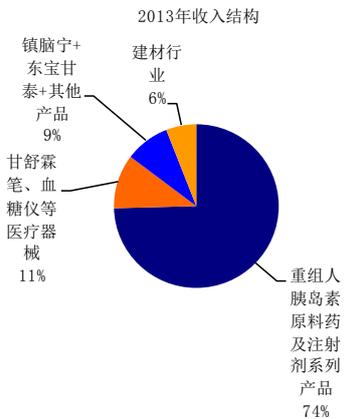
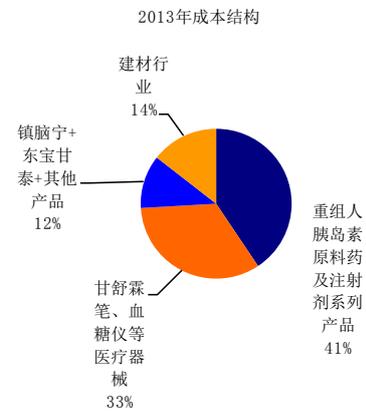
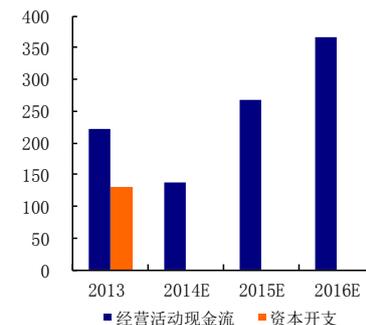
合并现金流量表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	179	248	336	473
加: 折旧摊销减值	117	65	65	65
财务费用	18	24	22	18
非经营损失	(3)	0	0	0
营运资本变动	(91)	(199)	(154)	(189)
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	221	137	268	367
资本开支	130	0	0	0
其它投资现金流	(34)	0	0	0
投资活动现金流	(168)	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0
负债净变化	220	(60)	(30)	(30)
支付股利、利息	181	24	22	18
其它融资现金流	0	0	0	0
融资活动现金流	39	(84)	(52)	(48)
净现金流	91	53	217	319

资料来源:申万研究

关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
胰岛素收入增速	18%	25%	25%	25%
甘舒霖笔等增速	415%	25%	25%	25%
销售费用率	36%	34%	34%	33%
管理费用率	12%	12%	12%	12%
财务费用	18	24	22	18
有效税率	16%	15%	15%	15%

收入结构

成本结构

资本开支与经营活动现金流


合并资产负债表

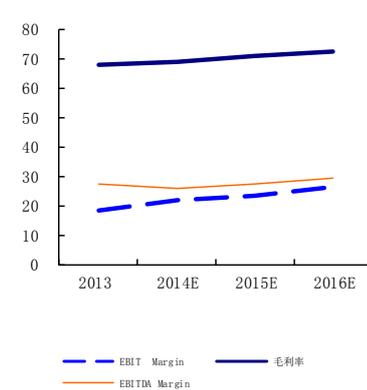
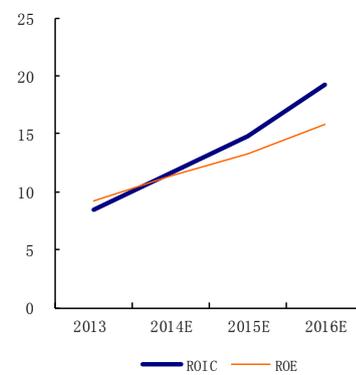
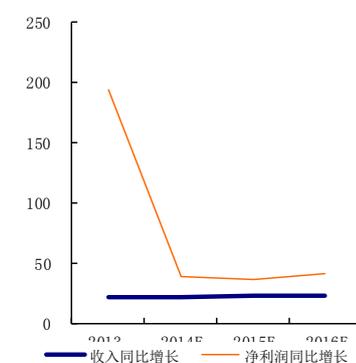
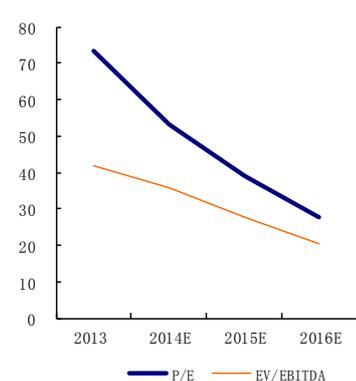
百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,107	1,373	1,757	2,279
现金及等价物	216	269	486	805
应收款项	535	684	791	925
存货净额	344	408	468	538
其他流动资产	12	12	12	12
长期投资	213	213	213	213
固定资产	1,260	1,195	1,130	1,066
无形资产及其他资产	114	114	114	114
资产总计	2,694	2,895	3,214	3,672
流动负债	375	359	371	386
短期借款	283	253	253	253
应付款项	73	86	99	114
其它流动负债	0	0	0	0
非流动负债	303	273	243	213
负债合计	678	632	614	599
股本	931	931	931	931
资本公积	100	100	100	100
盈余公积	243	272	310	364
未分配利润	716	942	1,248	1,679
少数股东权益	25	19	11	(1)
股东权益	2,016	2,264	2,600	3,073
负债和股东权益合计	2,694	2,895	3,214	3,672

资料来源:申万研究

重要财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.25	0.33	0.47
每股经营现金流	0.21	0.13	0.26	0.36
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.93	2.18	2.51	2.98
关键运营指标(%)				
ROIC	8.4	11.6	14.8	19.2
ROE	9.2	11.3	13.3	15.8
毛利率	68.0	68.7	70.6	72.4
EBITDA Margin	27.2	26.0	27.0	29.3
EBIT Margin	18.2	21.5	23.4	26.3
收入同比增长	21.5	21.3	22.0	22.5
净利润同比增长	193.3	37.9	35.8	40.8
资产负债率	25.2	21.8	19.1	16.3
净资产周转率	0.60	0.65	0.69	0.71
总资产周转率	0.45	0.50	0.55	0.59
有效税率	15.7	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)				
P/E	73.2	53.1	39.1	27.8
P/B	6.8	6.0	5.2	4.4
EV/Sale	11.4	9.3	7.4	5.9
EV/EBITDA	41.7	35.6	27.5	20.2

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，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、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的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户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惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。