

医药行业四季度投资策略

把握长期发展趋势，规避短期政策风险

葛峥 研究员 电话：0755-82083888-816 Email：gz2@gf.com.cn
杨挺 研究员 电话：020-87555888-897 Email：yt8@gf.com.cn
李平祝 研究员 电话：010-68058790 Email：lpz@gf.com.cn

行业稳定增长，相对估值溢价较高

2010年1-8月，医药制造业收入及利润总额分别实现6976亿元和718亿元，分别同比增长25.69%和34.71%，增速较1-5月份分别降低2.13和4.08个百分点，增速降低的原因主要是去年基数在三四季度较高，环比收入利润数据仍然保持增长。考虑到基数原因全年的收入利润增速仍会小幅降低。整体而言，医药行业增长较为稳定，波动性较小。估值方面，我们通过多种方法测算，认为目前医药行业的估值溢价率处于历史最高位，但是纵向来看，医药行业的估值水平也并不高。

长期增长确定，短期政策调整

从长期角度看，人口老龄化加速带来的医药需求主体的翻倍增长、城镇化带来的疾病谱和生活方式的改变、医保制度完善带来的医疗支付能力提高等几个方面的因素支撑了我国未来十年医药需求快速增长。短期来看，行业面临负面政策的负面影响，新版GMP的实施、新价格管理办法的推出及税务的稽查都会对行业产生冲击。整体而言，政策风暴早晚会过去，医药行业还将走向持续的高增长。

投资策略--把握发展趋势，规避短期风险

结合前述对行业长期发展趋势和短期政策环境的分析，我们提供以下两种选股思路。1.考虑到医药行业未来几年的成长性是有保障的，我们认为具有较大未来几年发展潜力较大的誉衡药业也值得重点关注。我们看好具有良好成长性的白马股和长期发展潜力较大的公司。我们认为选择各子行业中具有良好成长性的白马公司将会最大程度分享行业的高速增长。我们推荐的一线股包括云南白药、恒瑞医药、国药股份、鱼跃医疗。2.考虑到目前行业的估值水平和短期的政策风险。我们建议选择低估值品种和受行业政策影响较小的品种。短期内，行业政策影响较大的主要是处方药销售企业。回避行业政策风险可以关注以下板块：医药商业、非处方药、医疗器械、资产重组类公司。

投资标的方面，我们重点推荐中恒集团、康美药业和誉衡药业。医药商业我们建议重点关注英特集团，非处方药重点推荐康恩贝、江中药业，医疗器械建议关注九安医疗和新华医疗，资产重组类股票我们建议关注白云山，此外我们看好大市值的哈药股份、次新股中的康芝药业和众生药业、小市值中的昆明制药。

行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	3.78%	9.30%	-5.63%
沪深300	2.95%	10.51%	-5.92%

目录索引

一、行业稳定增长，相对估值溢价较高	3
（一）医药行业保持稳定快速增长	3
（二）医药行业相对估值溢价处于历史高位	4
二、长期增长确定，短期政策调整	6
（一）老龄化、城镇化及医保制度健全支撑行业黄金十年	6
（二）短期面临政策调整	8
（三）从医改的大逻辑下看当前政策对医药行业的影响	9
三、投资策略--把握发展趋势，规避短期风险	9
四、重点推荐公司：	10
中恒集团（600252）——血栓通放量，普药饮料起步	10
康美药业（600518）——以饮片为核心，占领上下游	11
誉衡药业（002437）——营销实力强，产品线合理，发展潜力较大	12

图表索引

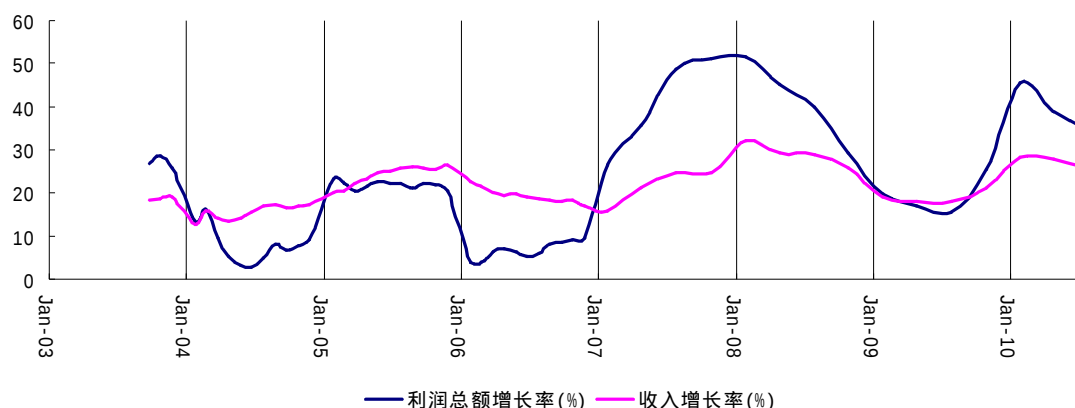
图1：医药行业历年收入及利润增长情况	3
图2：医药制造业销售收入累计同比增速月度数据	3
图3：截止2010年7月的医药行业工业增加值增长情况	4
图4：剔除复星医药、浙江医药、新和成后医药行业的估值溢价水平	5
图5：医药行业相对全部A股估值溢价水平	5
图6：剔除原料药行业后医药行业相对全部A股估值溢价水平	6
图7：我国人口年龄结构变化图	7
图8：我国城市化进程	7
图9：我国城镇职工基本医疗保险基金历年结余率和累计结余额	8
表1：医药行业当前估值水平情景分析	5
表2：我国城镇职工基本医疗保险基金收支及结余情况	8

一、行业稳定增长，相对估值溢价较高

（一）医药行业保持稳定快速增长

国家统计局统计数据显示，2010年1-8月，医药制造业收入及利润总额分别实现6976亿元和718亿元，分别同比增长25.69%和34.71%，增速较1-5月份分别降低2.13和4.08个百分点，增速降低的原因主要是去年基数在三四季度较高。从绝对额上看，行业的收入利润仍保持环比增长态势，3-5月份分别实现收入和利润总额2719亿元和282亿元，6-8月份分别实现2827亿元和288亿元。总体而言，由于利润总额的影响因素较多，故而波动性较大，收入增速则相对稳定，围绕20%，小幅震荡。

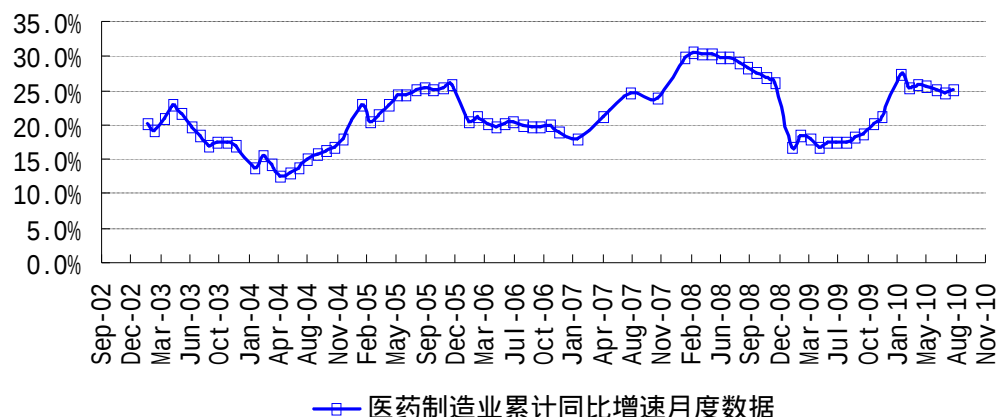
图1：医药行业历年收入及利润增长情况



数据来源：广发证券发展研究中心

从华通人的医药制造业月度数据来看，截止2010年8月，医药制造业累积实现销售6934亿元，同比增长25.2%，增速保持在较高水平，同样显示出增速降低的趋势。

图2：医药制造业销售收入累计同比增速月度数据(华通人月度数据)

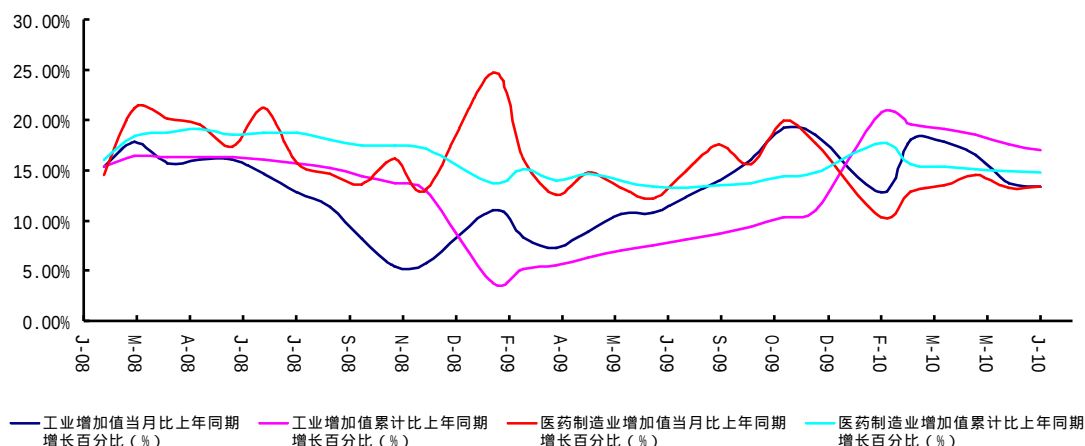


数据来源：广发证券发展研究中心

预计四季度行业增速将略有降低。由于去年四季度是去年全年增速的高点，考虑到基数的原因，结合当前的政策环境及企业经营情况，预计今年四季度医药制造业销售收入同比增速将会有所降低。

整体而言，医药行业增长较为稳定，波动性较小。截止2010年7月，医药制造业增加值当月比上年同期增长13.4%，累计比上年同期增长14.8%。通过对比可以看出，相对于工业增加值，医药制造业增加值累计同比增速即使在全球经济危机中也表现出较为稳定的增长，波动性较低。

图3：截止2010年7月的医药行业工业增加值增长情况



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）医药行业相对估值溢价处于历史高位

通过多种方法测算，我们认为目前医药行业的估值溢价率处于历史高位，但是纵向来看，医药行业的估值水平也并不高。

我们采用一年滚动市盈率（TTM,以过去的四个季度作为一年），用市值加权的方法对医药行业的估值水平进行测算。我们对医药行业的股票样本进行调整，计算出三种条件下的医药行业2010年9月27日收盘的估值情况。

情景1.剔除复星医药、浙江医药、新和成。剔除这三只股票的原因是，复星医药在过去的四个季度有较高的一次性收益，浙江医药与新和成市值和盈利规模较大，医药属性较低且对行业估值水平影响较大。在该情景下医药股的估值水平为51倍，医药股相对全部A股的溢价为163%。医药股2000年以来的平均估值水平为63倍，平均溢价率为63%。最近三周医药股相对全部A股的估值溢价率为历史最高水平。

情景2.不对样本进行调整。在该情景下医药股的估值水平为43倍，医药股相对全部A股的溢价为123%。医药股2000年以来的平均估值水平为61倍，平均溢价率为56%。最近三周医药股相对全部A股的估值溢价率与历史高位相当（2005年和2007年上半年，04年和06年是医药行业的低谷期）。

情景3.剔除所有原料药板块样本。在该情景下医药股的估值水平为45倍，医药股相对全部A股的溢价为131%。医药股2000年以来的平均估值

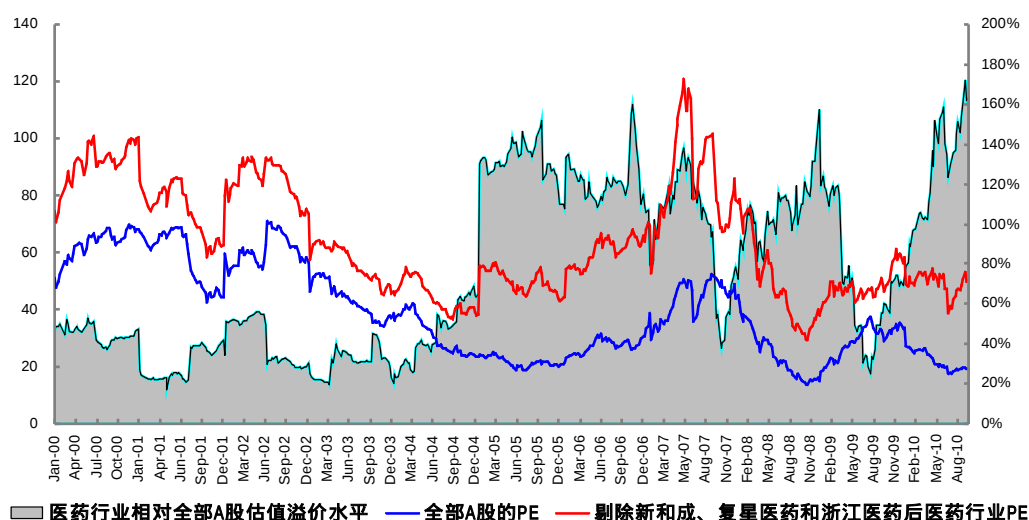
水平为60倍，平均溢价率为55%。最近三周医药股相对全部A股的估值溢价率与历史高位相当（2005年和2008年下半年，04年是医药行业盈利低谷，08年下半年医药股带头反弹，之后09年上半年疲弱）。

表 1：医药行业当前估值水平情景分析

	行业当前 PE	历史平均 PE	当前溢价率 (%)	历史平均溢价率 (%)
医药行业（剔除复星医药、浙江医药、新和成）	51	63	163%	63%
医药行业（样本不做调整）	43	61	123%	56%
医药行业（剔除原料药行业）	45	60	131%	55%

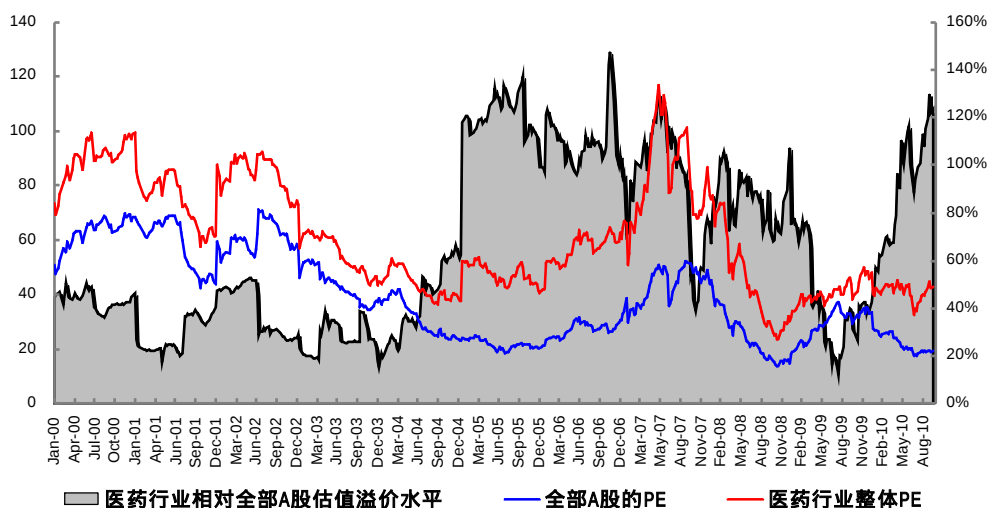
数据来源：广发证券发展研究中心

图4：剔除复星医药、浙江医药、新和成后医药行业相对全部A股估值溢价水平



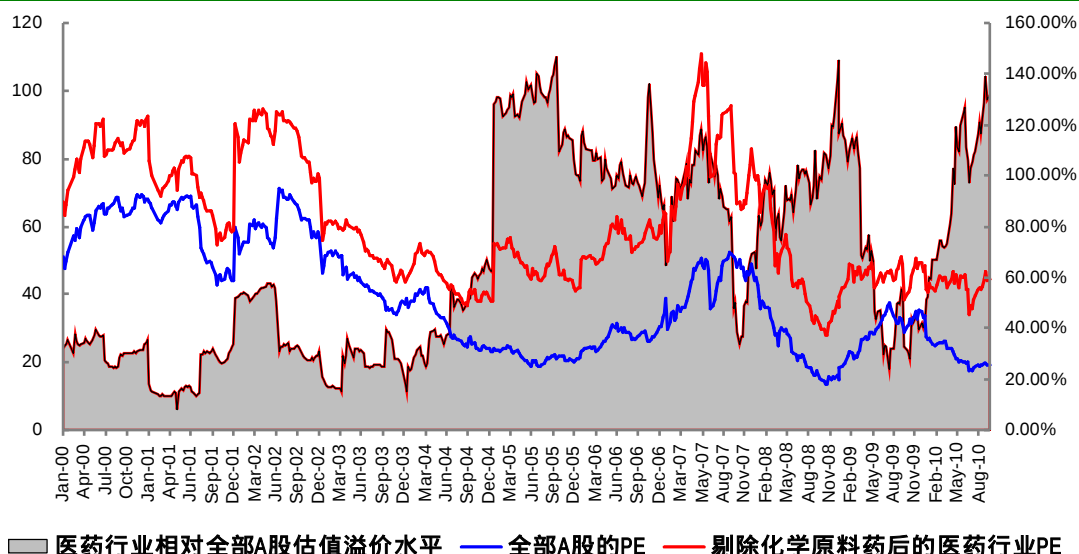
数据来源：广发证券发展研究中心

图5：医药行业相对全部A股估值溢价水平



数据来源：广发证券发展研究中心

图6：剔除原料药行业后医药行业相对全部A股估值溢价水平



数据来源：广发证券发展研究中心

二、长期增长确定，短期政策调整

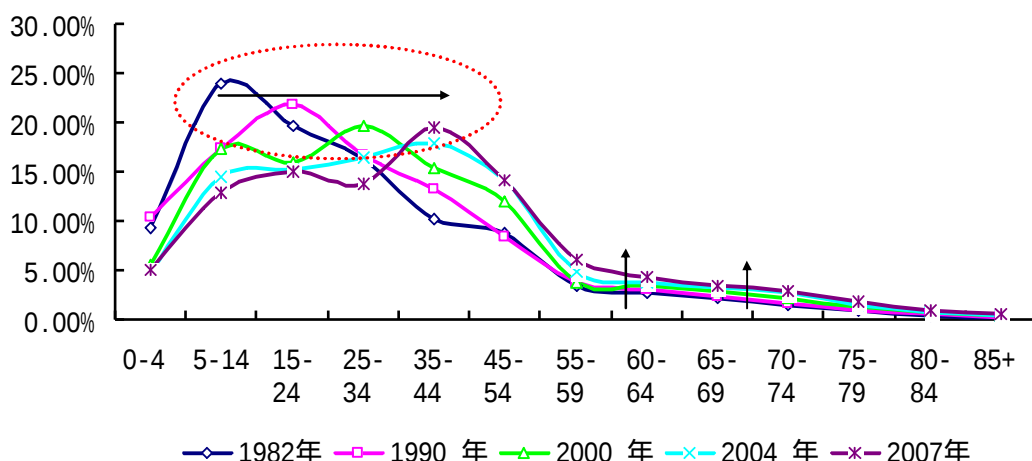
（一）老龄化、城镇化及医保制度健全支撑行业黄金十年

支撑“医药行业黄金十年”或者说中国未来十年医药需求快速增长的主要根基是人口老龄化加速带来的医药需求主体的翻倍增长、城镇化带来的疾病谱和生活方式的改变、医保制度健全带来的医疗支付能力提高等几个方面的因素。

从人口学的角度来看，我国不仅仅人口基数庞大，而且处于人口加速老龄化的过程中。老龄化的过程也是医药需求迅速释放的过程。2004年65岁以上老年人口占比就达到了8.5%，预计到2020年这一比例会达到17.17%。据统计，老年人的平均医药卫生费用支出是其他人口平均数的6-7倍。目前，我国老年人口的药品消费已占药品总消费的50%以上。人口老龄化浪潮的袭来也给我们提供了长期看好中国医药行业的理由。

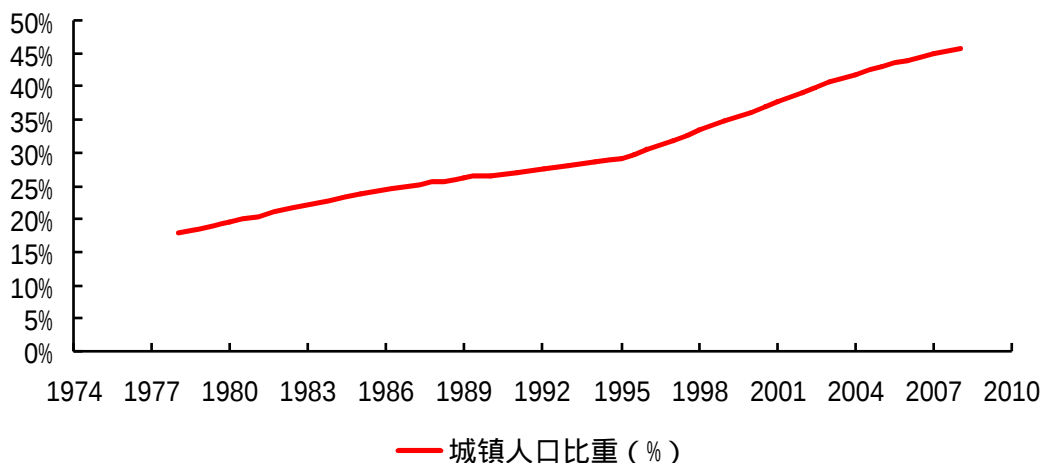
我国人口城镇化的趋势也较为明显，城镇化带来了生活方式的改变和疾病谱的改变。糖尿病等代谢性疾病，心脑血管疾病以及肿瘤的发病率随之提高，从而带来医疗需求的增长。

图7：我国人口年龄结构变化图



数据来源：卫生部 注：1982、1990、2000年系人口普查数字，04、07年系人口变动抽样调查数字

图8：我国城市化进程



数据来源：卫生部

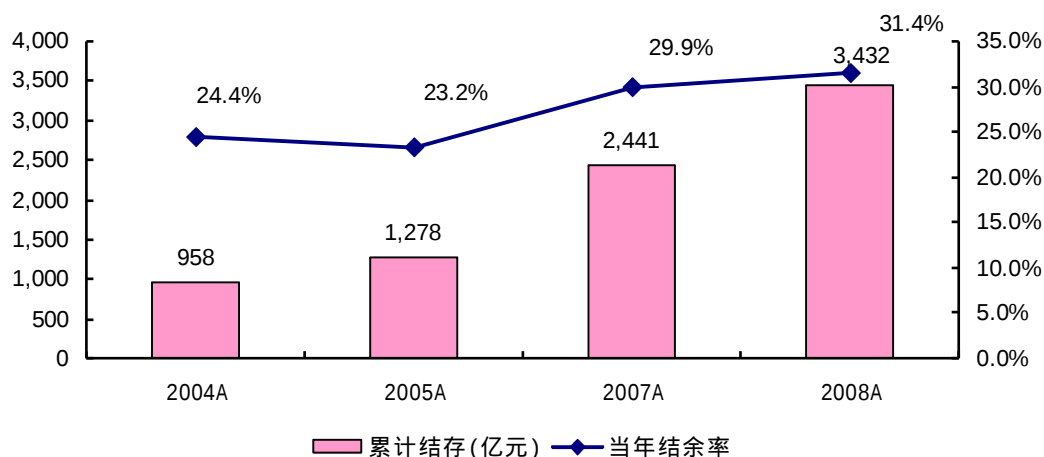
我国处在医疗保障体制不断完善的阶段，总结起来是“扩大覆盖面、提高筹资标准、降低结余率”。各项医疗保险均在铺开，新农合、城镇居民基本医疗保险和职工基本医疗保险的覆盖率都在提升，筹资水平逐年提高。这将刺激医药行业需求的释放。另一方面，从每年筹措的医保资金的结余率来看，2008年的结余率达到31%，远远高于国外的10%，且历年累计的结余率达到26%，累计结余额超出当年基金收入额。累计结余可以供医保运转高达20个月。按照当前的政策，新农合统筹基金被要求当年结余率原则上控制在15%以内，累计结余不超过当年统筹基金的25%。城镇职工医保的结余率也将逐步降低，累计结余将会被逐步释放出来。按照城镇职工基本医疗保险基金累计结余不超过当年统筹基金的25%计算，预计累计结余释放出来的资金可高达四千亿。

表 2：我国城镇职工基本医疗保险基金收支及结余情况

	2004	2005	2007	2008
基金收入(亿元)	1140.5	1405.3	2214.2	3040.0
基金支出(亿元)	862.2	1078.7	1551.7	2084.0
当年结余	278.3	326.6	662.5	956
当年结余率	24.40%	23.24%	29.92%	31.45%
累计结存(亿元)	957.9	1278.1	2440.8	3432.0

数据来源：中国统计年鉴

图9：我国城镇职工基本医疗保险基金历年结余率和累计结余额



数据来源：中国统计年鉴

（二）短期面临政策调整

5月16日，CCTV爆出“天价芦笋片”，高药价引起了社会舆论的强烈关注。随后网络爆出了宁波市第一医院“回扣门”事件。

在媒体轮番轰炸的推动下，国家发改委于六月初下发《药品价格管理办法（征求意见稿）》，卫生部于六月下旬下发《关于进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作的通知》。

这两个文件有一个共同的特点，那就是并没有推出实质性的新内容，新措施。这意味着此次政策风暴重在落实，即加强对过去的政策文件的落实。其实，发改委与卫生部也很清楚目前的药价虚高的关键原因是目前的以药养医的体制，如果这一体制不变，仅从医药企业入手，并不能从根本上解决药价虚高的问题。换个角度来看，这说明此次政策风暴是在更高层的关注与推动下由发改委和卫生部等部门推出的。我们认为目前针对药品的政策是本轮医改的前奏，为医院的改革起到铺垫的作用。

我们认为后续仍可能会有负面的政策持续出台，如《药品价格管理办法》正式文件出台，国家基本药物的部分品种及医保目录部分品种（主要是新进入品种）被降价等。目前，发改委已经对新进入国家医保目录的药品，以及部分已规定最高零售限价的药品开展出厂价格专项调查，涉及900多家生产企业，近900个品种。税务部门已经在河北省对医药流通企业进

行稽查。

我们认为虽然目前对于国家治理药价虚高的方式乃至方向充满了争议，对于当前政策的可操作性充满质疑，但是目前来看，不管当前的政策最终能否推行的下去，都将给医药行业在短期内带来震动。将目前的政策置之度外的企业其实是心存侥幸。**短期来看，新版GMP的实施、新价格管理办法的推出、医药企业的成本核算、商业贿赂的打击及税务的稽查都会对行业产生冲击。**

（三）从医改的大逻辑下看当前政策对医药行业的影响

我们认为以药养医的体制的改变是必须的，也是毫无疑问要进行的。以药养医的改变则注定要改变目前以贿赂、返利为主导的营销模式。改变以药养医就是要断开制药对医疗的给养，为医疗找到新的给养途径。断开制药对医疗的给养就需要改变目前低价代理，高商业贿赂与返利的模式。因此，对医药行业的整顿是必须的，目前争论的焦点其实仅依靠对医药企业的整顿是不够的，这并不能说明从医药企业入手不对，只是说明需要同时采取其他的措施来给予医疗新的给养。

如果新医改是成功的，则整个医药行业的游戏规则将会发生变化，目前的营销模式将会被打乱，目前产品功能长期让位于附加值的状态将会被终结。行业政策的推动将使得医药行业进入乱世。乱世出英雄，一些对政策环境适应较快的企业将会脱颖而出。这些企业首先需要满足的一个条件就是拥有优秀的产品。但是目前的变革注定对绝大多数医药企业都是痛苦的。就像“以5000元作为受贿定罪标准，则没有大夫可以出诊”一样，绝大多数医药企业都是目前政策冲击的对象。当然医改成功后，医药行业环境被净化，更利于优秀企业的胜出，利于行业的长远发展。如果医改注定是不成功的，那么就意味着行业的折腾将无休止的进行下去，对行业的负面影响将更加长远。

但是，政策风暴早晚会过去，医药行业还将走向持续的高增长。如果政策执行到位，首先是挤掉行业需求在商业贿赂诱导下的泡沫部分。因此医药企业的效益有可能会是先降后升。

三、投资策略--把握发展趋势，规避短期风险

结合前述对行业长期发展趋势和短期政策环境的分析，我们提供以下两种医药股的选股思路。

1. 基于前面的分析我们认为医药行业未来几年的成长性是有保障的，**我们看好具有良好成长性的白马股和长期发展潜力较大的公司。**我们认为选择各子行业中具有良好成长性的白马公司将会最大程度分享行业的高速增长。我们推荐的高成长一线股包括云南白药、恒瑞医药、国药股份、鱼跃医疗。我们认为具有较大未来几年发展潜力较大的誉衡药业也值得重点关注。

2. 考虑到目前行业的估值水平和短期的政策风险。**我们建议选择低估值品种和受行业政策影响较小的品种。**

短期内，行业政策影响较大的主要是处方药销售企业。回避行业政策风险可以关注以下板块：医药商业、非处方药、医疗器械、资产重组类公

司。

考虑到行业短期的政策风险较大，我们维持行业的“持有”投资评级。投资标的方面，我们重点推荐中恒集团、康美药业和誉衡药业。医药商业我们建议重点关注英特集团，非处方药重点推荐康恩贝、江中药业，医疗器械建议关注九安医疗和新华医疗，资产重组类股票我们建议关注白云山，此外我们看好大市值的哈药股份、次新股中的康芝药业和众生药业、小市值中的昆明制药。

四、重点推荐公司：

中恒集团（600252）——血栓通放量，普药饮料起步

（一）血栓通表现突出

今年以前，公司一直是靠一期工程的3千万支产能和代工来支持血栓通生产，今年设计产能达到3亿支的二期工程完成和年底的新提取车间完成将分别为10年和11年的产能释放奠定基础。

目前血栓通二期工程已经部分建成，若完全建成后公司冻干能力将达到3亿支每年的处理量。

提取车间目前仅有1.5亿支的处理能力，因此将成为今年产能的主要瓶颈。年底新的提取车间才可以投入使用，并新增加2亿支左右的提取能力。届时，总共3.5亿支的提取能力将和3.3亿支左右的冻干能力相匹配。

从销售情况来看产品在上半年依然供不应求，预计前两个季度将销售出约5千万支左右，全年销售量在1.2-1.5亿支左右，明年达到1.8亿支左右。

（二）龟苓宝饮料正在启动

公司新开发的龟苓宝饮料已经全面展开，除了前期引进了专业的人才以外，也展开了广告宣传。今年由于公司生产线尚未全面投产，目前产值仅2亿元左右，因此今年的销售量不会超过这个数字，并基本抹平广告宣传等费用。年底新的产能释放，根据目前的市场反映情况，11年龟苓宝销售额有望达到6-8亿元，获得10%左右的净利润率。

（三）地产将稳健经营

公司的地产项目经营一贯稳健。目前主要可结算的项目为恒祥三期，这一项目目前预定达到8成，一共有23万平米，售价月4000元左右，利润800元。因此这一项目可贡献9亿左右的收入和2亿左右的利润，只是取决于公司结算的时点。目前在建的是钦州的150亩土地，预计明年可以开始结算。

（四）盈利预测与投资评级

我们预测公司医药业务10-12年贡献EPS为0.74元、1.40元、1.94元，若假设公司地产业务稳健释放业绩，在不考虑龟苓宝前提下预测公司整体10-12年EPS为0.83元、1.49元、2.04元。我们认为市场尚未充分认识到公司所具有的成长性。伴随公司逐步兑现业绩，我们认为市场也将逐渐承认公司的地位，而给予公司应有的估值水平。因此我们认为公司股价仍然有较大的上升空间，给予“买入”的投资评级，强烈建议投资者关注，目标价50元。

康美药业（600518）——以饮片为核心，占领上下游

（一）强化饮片业务，进军行业上下游

公司传统的中药饮片业务近年来一直保持了良好的增长，在政策有利的条件下，公司在这一行业的龙头地位日益巩固，我们预计其将来仍然有较快的成长速度。

公司近年来在药材贸易上收获颇丰，已经既饮片后成为公司利润的另一重要来源，中药材近年来持续上涨，特别是公司的重点品种虫草和三七等价格大幅上涨，因此公司在这些品种上有望获得丰厚回报。

公司从饮片出发，向上下游扩展，收购新开河等药材产地，参与医院经营，并进军药材贸易市场。我们对公司进军药材贸易市场很看好，主要有两个原因：一是可以掌握终端市场情况，有利于公司的中药材贸易；二是药材交易市场管理费用也颇为丰厚。

（二）长期看产业链投资，近期看药材市场收购

长期来看：康美药业正在从一个饮片公司变为一种商业模式，公司近年来通过不断扩张，正在把经营范围扩大到整条产业链：上游收购药材产地和药材交易市场；下游控制各地市场并渗透大卖场渠道，同时开始尝试投资医院。公司正在对整条产业链进行控制，各个棋子的布局将在完成后发挥协同作用，提请投资者重点关注。

短期来看：我们一直提示投资者关注康美收购亳州世纪国药有限公司，康美计划在安徽省亳州市投资建设康美（亳州）华佗国际中药城，打造一个“贸易、会展、检验检测、信息发布、金融服务、物流配送、办公、配套商务于一体”的综合型医药行业集散中心。我们认为公司对于亳州中药材贸易市场的收购将给公司带来丰厚回报，提醒投资者重点关注。

（三）盈利预测与投资评级

我们认为公司是A股市场上难得的优质公司，公司最大的优势在于善于借助资本市场的力量实现自己的宏伟目标。短期来看，公司收购的新开河等子公司正在贡献业绩；中期规划上，公司对亳州、普宁等药材交易市场的投资将为公司带来新的盈利方式和利润增长点；长期目标来看，公司向上下游延伸，对整个产业链的控制将有可能造就一个伟大的企业。我们对公司的经营理念非常认可，认为公司10年-12年的EPS为0.46元、0.62元、0.90元，给予“买入”的投资评级。

誉衡药业（002437）——综合素质高，发展潜力较大

（一）营销导向型企业，销售能力较强

公司核心管理团队营销背景深厚；独创的T.R.P营销模式广为赞誉；近年的销售业绩也论证了公司的销售能力。

我们认为对公司的管理团队稍作分析便可发现，公司是一个销售导向型的公司，管理团队中核心人员（包括生产和研发）均有深厚的营销背景。

誉衡药业成功结合团队制及代理制的优势，并引进电话营销的特长，独创了誉衡药业T.R.P营销模式，即电话招商团队（Phone-marketing team）+驻地招商团队（resident business invitation team）+医院终端学术推广（academic promotion）。该营销模式获得国药励展“2009年度杰出营销案例”。该模式成功整合了公司、社会、客户资源，将团队制和代理制紧密柔揉和在一起，构建“产品、客户、销售团队”为中心的核心竞争力。

（二）当前产品具有竞争力，在研产品线布局合理

优秀的产品是良好销售业绩的前提。目前的主打品种鹿瓜多肽注射液所针对的骨折愈合领域与目前的疾病谱发展趋势一致。随着老龄化进程的继续，骨折愈合市场容量将不断扩大。同时，公司的产品在疗效上也拥有一定的优势，并具有专利保护，享受单独定价，目前竞争强度较低。

吉西他滨注射液属于肿瘤用药，市场空间较大。该产品在我国的抗肿瘤药物市场排名第五。截止去年该产品主要由美国礼来、江苏豪森、誉衡药业三家生产，竞争强度较低。2009年，另外四家企业取得了生产批文，随着生产厂家的增多该产品市场竞争强度可能加大。

公司的注射用头孢米诺钠获得了原研厂家的授权，具有优秀的产品品质，目前享受单独定价。公司在该产品原料的生产上也拥有优势。未来两年头孢米诺原料和制剂将是公司重要的利润增长点。

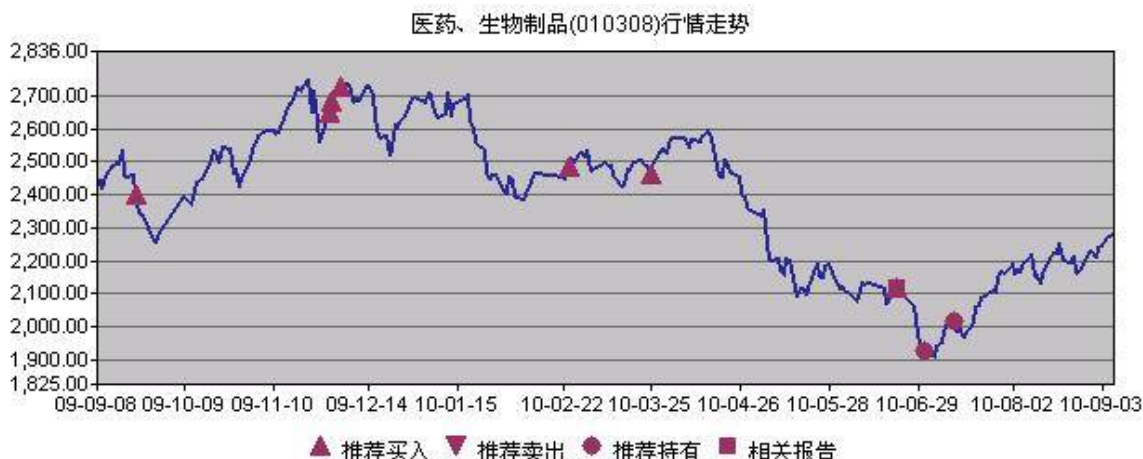
研发方面，公司已经形成了良好的产品线布局，未来一两年将有三个重磅产品推出，三五年内将有多个仿制品种上市。更远期的品种，公司也已经进行了布局。公司已经拥有创新型、研发型化学制药企业的雏形，随着未来新产品的上市，这一认识将会被不断加强。

（三）盈利预测与投资评级

总体而言，我们认为一个优秀的医药企业需要拥有强大的销售能力和优秀的产品。誉衡药业在销售能力和产品储备上均表现突出，有成为卓越乃至伟大的医药上市企业的潜质。我们预测公司10-12年分别实现EPS1.40元、2.13元和2.95元。我们看好公司的长远发展，维持“买入”的投资评级。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

医药、生物制品(010308)_行业跟踪分析报告	李平祝	2010-07-12
医药、生物制品(010308)_行业跟踪分析报告	李平祝	2010-07-01
医药、生物制品行业 2010 年中期投资策略_行业深度分析报告	杨挺	2010-06-21

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。