

投资评级：优于大市

证券分析师

韩伟琪

资格编号：S0120518020002

电话：68761616*6160

邮箱：hanwq@tebon.com.cn

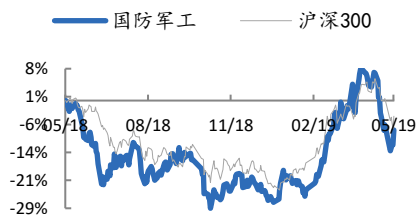
联系人

杨雨南

电话：68761616*6256

邮箱：yangyn@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

中周期触底回升，行业景气度延续上行

投资要点：

- 行业观点。**从行业一季报利润表及资产负债表相关指标增速来看，在排除有均衡生产、提质增效等政策扰动后，可以确认板块基本面已摆脱中周期底部区域，开始进入上行区间。考虑到建国70周年大阅兵等特殊事件，国防军工目前是A股中少有的基本面及关注度均在上升的板块，投资性价比相对其他行业具备优势条件。
- 样本选择及分类。**由于本篇报告重点关注行业整体一季报情况，所以样本采集分类上重点关注业绩基本面主线。我们主要分为四大板块，首先是属于国营体制内的上市公司，按照产业链位置分为“主机厂”与“分系统及零部件”，采样原则为军品为公司第一大主营业务，且占比不低于40%；其次为民参军企业，采样原则为首先筛选军品为公司第一大主营业务，样本不足时优先筛选市场关注度较高的公司；最后则是进入2019年后的船舶板块，由于存在两船合并的预期，此板块股价异动较大，样本采集中选取了两大总装平台中国重工（601989.SH）和中国船舶（600150.SH）、两大军品分系统公司中国动力（600482.SH）和中国海防（600764.SH），以及一家民参军瑞特股份（300600.SZ）。
- 可以确定行业中周期触底上行。**通过对行业20家头部公司利润表和资产负债表进行梳理，我们可以基本得出结论，尽管有多重政策、市场的统计噪音扰动，但整个国防军工板块摆脱中周期底部区间开始上行这一现象可以确认。
- 预计中游企业2019年中报期间出现业绩改善。**下游的主机厂在业绩弹性上明显强于分系统及零部件；其次，由于下游企业议价权较为强势，分系统及零部件企业业绩回暖慢于主机厂。预计中游企业2019年中报期间能够出现业绩改善。
- 投资建议。**预计主机厂板块今年主线为估值中枢回归，当前时点可以关注弹性较大及具有良好赛道的标的资产，如内蒙一机、中航电子、航天电器、光威复材、菲利华。
- 风险提示。**行业改善不及预期，业绩增长不及预期。

目 录

1. 板块沿革、样本采集及分类	4
1.1 板块沿革	4
1.2 样本采集及分类.....	4
2. 利润表：中周期触底回升	5
2.1 营业收入：中周期触底回升	5
2.2 扣非净利润：下游业绩弹性较大，向上传导需要时间.....	6
3. 资产负债表：均衡生产发力、周期继续上行	8
3.1 存货：均衡生产发力	8
3.2 应收：周期继续上行	9
4. 现金流量表：等待中报证真证伪	11

图表目录

图 1 从中航光电看军工中周期.....	5
图 2 主机厂营收同比增速.....	6
图 3 分系统及零部件营收同比增速.....	6
图 5 民参军营收同比增速.....	6
图 6 船舶板块营收同比增速.....	6
图 7 主机厂扣非净利润同比增速.....	7
图 8 分系统及零部件扣非净利润同比增速.....	7
图 9 民参军扣非净利润同比增速.....	7
图 10 船舶板块扣非净利润同比增速.....	7
图 10 主机厂存货同比增速.....	9
图 11 分系统及零部件存货同比增速.....	9
图 12 民参军存货同比增速.....	9
图 13 船舶板块存货同比增速.....	9
图 14 主机厂应收同比增速.....	10
图 15 分系统及零部件应收同比增速.....	10
图 16 民参军应收同比增速.....	10
图 17 船舶板块应收同比增速.....	10
表 1 本报告采用的具体样本及对应分类.....	4
表 2 军工行业营业收入变动一季报汇总.....	5
表 3 军工行业扣非净利润变动一季报汇总.....	6
表 4 军工行业存货变动一季报汇总.....	8
表 5 军工行业应收账款与票据变动一季报汇总.....	9
表 6 军工行业经营性现金流变动一季报汇总.....	11

1. 板块沿革、样本采集及分类

1.1 板块沿革

国防军工行业是 A 股中比较“年轻”的板块，尽管 1999 年航天电子（600879.SH）成为 A 股首家具有军工业务的标的，但实质上出现军工业务占上市公司主营份额超过 30% 的情况要等到 2011 年的中航电子（600372.SH）和中国重工（601989.SH）资产重组，而其真正成为一个板块被资本市场所广泛接纳研究则要等到 2014-2015 年的大牛市。此外，纯军主机厂的出现则要等到 2017 年中航沈飞（600760.SH）和内蒙一机（600967.SH）完成资本运作。

所以从行业研究角度讲，军工行业可以分为三条逻辑主线：首先便是自 1999 年开始的**资产证券化主线**，这条线历来为板块股价高 Beta 所在；其次便是由 2015 年相关政策产生的**民参军主线**，相较资产证券化，民参军逻辑更加贴近市场，但相关公司主营不全为军品；最后便是由中航沈飞（600760.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中直股份（600038.SH）、航发动力（600893.SH）、内蒙一机（600967.SH）**五大主机厂为首**的**业绩基本面逻辑线**。

需要注明一点的是，军工行业三条主线的区分并不是绝对的，以中航电子（600372.SH）和中航机电（002013.SZ），其逻辑横跨资产证券化和业绩基本面两线，只不过前者更偏向资产证券化，后者更偏向业绩基本面。

1.2 样本采集及分类

由于本篇报告重点关注行业整体一季报情况，所以样本采集分类上重点关注业绩基本面主线。我们主要分为四大板块，首先是属于国营体制内的上市公司，按照产业链位置分为“主机厂”与“分系统及零部件”，采样原则为军品为公司第一大主营业务，且占比不低于 40%；其次为民参军企业，采集原则为首先筛选军品为公司第一大主营业务，样本不足时优先筛选市场关注度较高的公司；最后则是进入 2019 年后的船舶板块，由于存在两船合并的预期，此版块股价异动较大，样本采集中选取了两大总装平台中国重工（601989.SH）和中国船舶（600150.SH）、两大军品分系统公司中国动力（600482.SH）和中国海防（600764.SH），以及一家民参军瑞特股份（300600.SZ）。

表 1 本报告采用的具体样本及对应分类

2019/5/13 分类	代码	股票简称	总市值	EPS		
				20170331	20180331	20190331
主机厂	600760.SH	中航沈飞	421.38	-0.03	-0.02	0.14
	000768.SZ	中航飞机	436.62	-0.03	0.01	0.01
	600038.SH	中直股份	245.93	0.12	0.12	0.13
	600893.SH	航发动力	538.84	-0.05	-0.03	0.00
	600967.SH	内蒙一机	183.66	0.04	0.04	0.08
分系统及零部件	002013.SZ	中航机电	263.07	0.00	0.01	0.02
	600372.SH	中航电子	269.19	-0.01	-0.03	-0.02
	002179.SZ	中航光电	340.90	0.30	0.21	0.29
	000738.SZ	航发控制	162.11	0.03	0.05	0.06
	002025.SZ	航天电器	112.40	0.16	0.15	0.18
民参军	002414.SZ	高德红外	164.43	0.00	0.00	0.01
	002683.SZ	宏大爆破	87.82	0.01	0.01	0.04
	603678.SH	火炬电子	90.53	0.00	0.12	0.16
	300719.SZ	安达维尔	29.41	-0.04	-0.06	-0.04
船舶	300395.SZ	菲利华	57.67	0.08	0.07	0.09
	601989.SH	中国重工	1,208.05	0.02	0.01	0.02
	600150.SH	中国船舶	296.57	-0.05	0.05	0.00
	600482.SH	中国动力	388.73	0.13	0.12	0.10

600764.SH	中国海防	107.98	0.04	0.01	0.03
300600.SZ	瑞特股份	33.16	0.29	0.24	0.08

资料来源：德邦研究，Wind

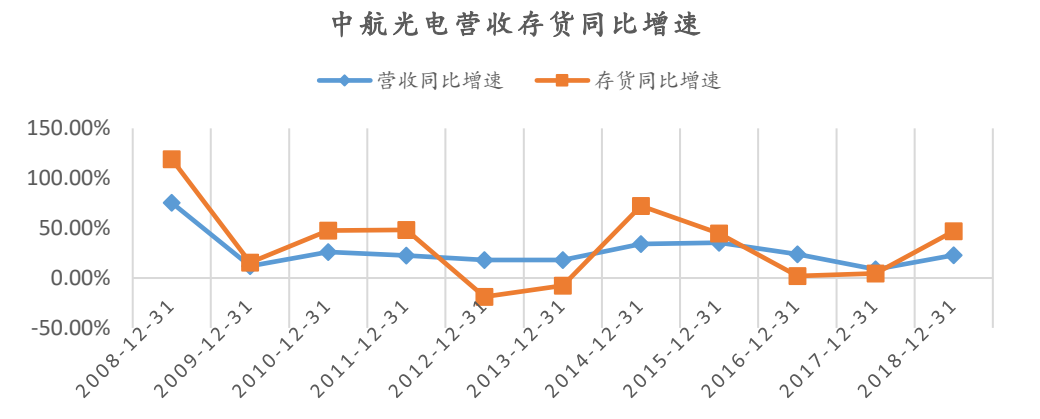
2. 利润表：中周期触底回升

2.1 营业收入：中周期触底回升

与所有的偏行业政策端制造业领域一样，国防军工板块中周期即国家的五年规划。以中航光电（002179.SZ）为例（选择原因为中航光电是军工板块少有的上市时间长、军品业务主营、且纯粹依靠内生增长、没有资产证券化统计噪音扰动的上市公司），如果排除上市第一年（2009）对其的扰动，从其营收及存货增速上便能看出，军工行业一个中周期为五年，其中第二年（2012、2017）为其低点、第五年（2010、2015）为其高点。

行业中周期产生的原因在于每一个五年规划中，第二年往往伴随着行业上层人事的调整，一个例子便是2017年发生的军改。

图1 从中航光电看军工中周期



资料来源：德邦研究，Wind

由于板块多数公司采用交付回款计算收益的原则，而在进行均衡生产之前，行业主要交付节点在二、四季度，所以分析周期位置时，我们采用利润表上的营业收入同比增速而非利润同比增速。

表2 军工行业营业收入变动一季报汇总

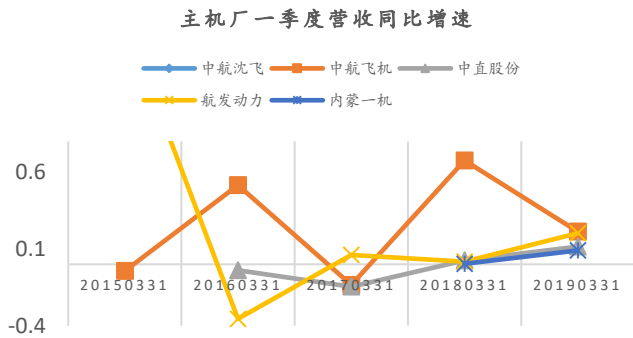
	20150331	20160331	20170331	20180331	20190331	
中航沈飞					191.27%	
主机厂	中航飞机	-4.42%	51.46%	-13.39%	67.65%	21.42%
	中直股份		-3.86%	-14.59%	2.54%	11.50%
	航发动力	159.20%	-35.50%	6.01%	1.80%	20.36%
	内蒙一机				0.35%	9.03%
	中航机电	-8.86%	25.75%	15.84%	18.86%	26.40%
分系统及零部件	中航电子	-5.32%	-11.91%	-4.24%	-0.83%	39.91%
	中航光电	36.72%	51.43%	-2.75%	3.86%	45.95%
	航发控制	-20.61%	30.86%	-3.22%	-2.62%	11.51%
	航天电器	16.94%	16.95%	15.58%	-21.29%	39.45%
	高德红外	-21.19%	44.56%	-3.57%	34.43%	19.33%
民参军	宏大爆破	-20.19%	-39.97%	96.98%	19.10%	44.17%
	火炬电子	8.49%	30.69%	16.25%	18.70%	23.53%
	安达维尔			37.20%	-6.10%	18.50%
	菲利华	16.93%	20.21%	26.26%	41.94%	32.14%

船舶	中国重工	-4.22%	12.38%	4.21%	-41.93%	-0.82%
	中国船舶	13.32%	-13.19%	-29.80%	-27.85%	55.45%
	中国动力				5.18%	38.90%
	中国海防				-35.10%	14.14%
	瑞特股份			27.54%	-17.37%	7.61%

资料来源：德邦研究，Wind

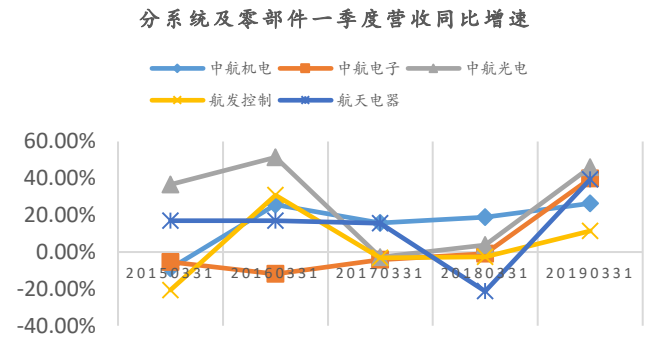
备注：空白部分为上市前 or 资产重组前数据

图2 主机厂营收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

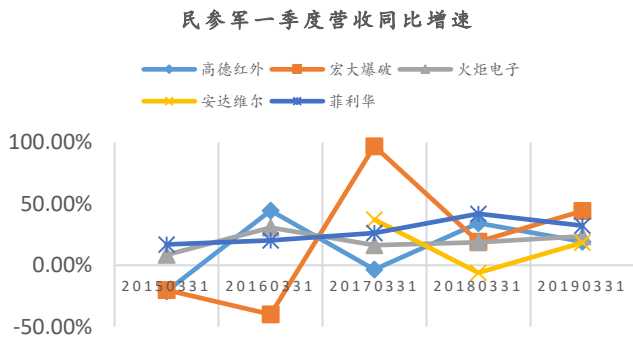
图3 分系统及零部件营收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

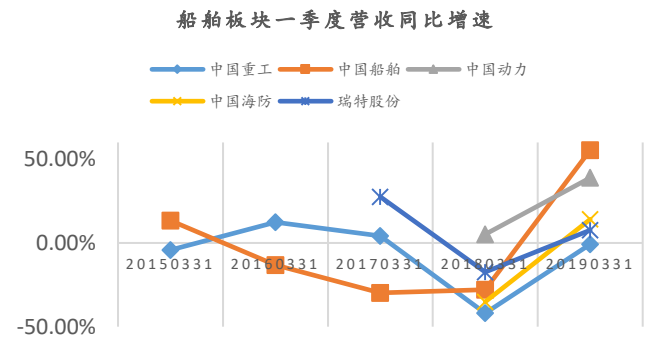
从国营军工公司来看，除去中航飞机因为内部产品结构及率先采用均衡生产导致2019年度一季报增速略有下降外，其余各家均走出2018年的底部区间符合中周期上攻的趋势。然而受到行业均衡生产影响，一季度增速有被行业政策拉高的情况，而全年的预期应该在一季增速上进行一定的下修。

图4 民参军营收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

图5 船舶板块营收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

某种程度上，民参军企业更能反映军工行业2019年的真实成长情况。从上图中可以看出，2019年军品占公司主营较大的公司（宏大爆破、安达维尔、火炬电子），表现与国营企业相同。高德红外和菲利华则由于2018年一季度基数较大，其增速也略微下降。

股价异动的船舶板块则同样表现出相同的趋势，一季度走出走出整个行业低谷。

2.2 扣非净利润：下游业绩弹性较大，向上传导需要时间

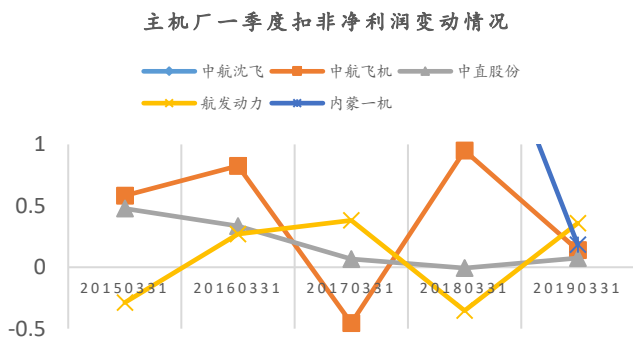
而如果从扣非净利润角度上看，最直观的便是去年开始实施的均衡生产、降本增效开始发力，而其更加利好产业链下游主机厂。

表3 军工行业扣非净利润变动一季报汇总

	20150331	20160331	20170331	20180331	20190331	
主机厂	中航沈飞				167.79%	
	中航飞机	58.27%	82.43%	-45.46%	94.95%	14.13%
	中直股份	47.79%	33.68%	6.72%	-0.67%	7.61%
	航发动力	-28.61%	26.99%	38.16%	-35.34%	35.98%
	内蒙一机				254.06%	18.34%
分系统及零部件	中航机电	-19.97%	-24.17%	3.81%	-16.87%	-13.63%
	中航电子	11.15%	-47.80%	0.82%	37.59%	-29.95%
	中航光电	50.19%	33.06%	10.22%	-17.86%	25.85%
	航发控制	-9.80%	3.51%	-24.85%	71.09%	9.59%
	航天电器	14.40%	-10.31%	11.93%	9.28%	19.62%
民参军	高德红外	-50.58%	63.03%	41.47%	-39.05%	122.36%
	宏大爆破	-25.20%	-88.62%	105.42%	46.51%	59.85%
	火炬电子		19.49%	9.86%	-50.90%	43.50%
	安达维尔					-66.41%
	菲利华		-36.81%	-15.92%	-25.14%	31.25%
船舶	中国重工	-37.46%	-314.53%	-95.43%	293.46%	22.34%
	中国船舶	-39.42%	104.00%	1015.95%	0.51%	-85.17%
	中国动力				1.60%	-8.81%
	中国海防				45.16%	56.89%
	瑞特股份				-12.32%	-42.23%

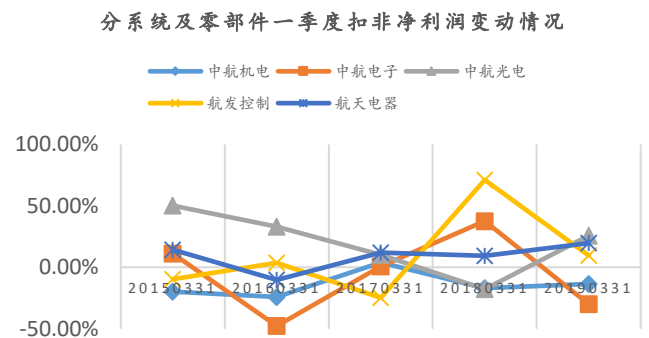
资料来源：德邦研究，Wind

图 6 主机厂扣非净利润同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

图 7 分系统及零部件扣非净利润同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

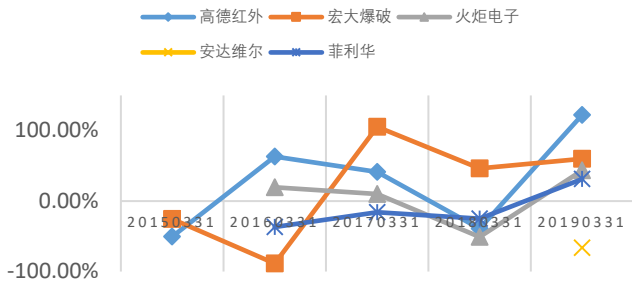
从上图中可以看到，作为下游的主机厂在业绩弹性上明显强于分系统及零部件；其次，由于下游企业议价权较为强势，分系统及零部件企业业绩回暖慢于主机厂。

预计中游企业 2019 年中报期间能够出现业绩改善。

图 8 民参军扣非净利润同比增速

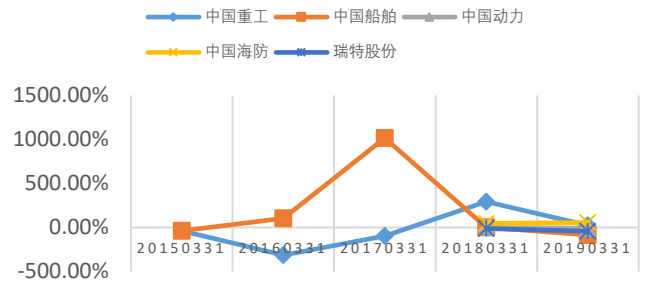
图 9 船舶板块扣非净利润同比增速

民参军一季度扣非净利润变动情况



资料来源：德邦研究，Wind

船舶板块一季度扣非净利润变动情况



资料来源：德邦研究，Wind

作为更偏市场化的民参军板块,其表现出来的态势与行业中周期上攻的态势一致(安达维尔由于主营后市场领域,与其余几家有所偏差)。而船舶行业受制于整个船舶大周期磨底,扣非净利润较差。但军品占比较大的中国海防与中周期保持同样态势。

综上,通过对行业 20 家头部公司利润表进行梳理,我们可以基本得出结论,尽管有多重政策、市场的统计噪音扰动,但整个国防军工板块摆脱底部区间向上这一现象可以确认。

3. 资产负债表：均衡生产发力、周期继续上行

由于大部分国防军工企业隶属于大型央企军工集团,其负债端“爆雷”的概率较低,而由于行业产业链上下游同步性较强,所以其应收预付与预收应付关联度较高。所以这里我们只采用存货与应收(账款与票据)变动进行分析。

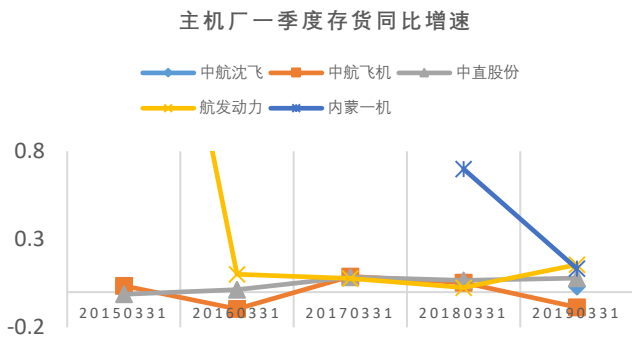
3.1 存货：均衡生产发力

表 4 军工行业存货变动一季报汇总

		20150331	20160331	20170331	20180331	20190331
主机厂	中航沈飞					3.18%
	中航飞机	3.51%	-9.57%	8.92%	5.38%	-8.53%
	中直股份	-1.23%	1.47%	8.54%	6.65%	7.86%
	航发动力	331.02%	10.07%	7.69%	2.58%	15.52%
	内蒙一机				69.95%	13.37%
分系统及零部件	中航机电	21.13%	6.43%	5.28%	12.72%	8.56%
	中航电子	12.05%	13.47%	4.84%	14.06%	7.60%
	中航光电	66.42%	29.85%	-9.90%	38.15%	19.15%
	航发控制	25.46%	-9.66%	-6.39%	8.24%	19.27%
	航天电器	-6.71%	-12.33%	-0.24%	24.61%	25.31%
民参军	高德红外	-4.50%	11.44%	17.14%	0.26%	2.23%
	宏大爆破	86.98%	3.18%	22.65%	-27.91%	20.71%
	火炬电子		46.87%	23.32%	11.24%	53.50%
	安达维尔					38.09%
	菲利华		0.12%	30.80%	41.76%	50.09%
船舶	中国重工	22.23%	7.03%	1.71%	3.83%	-39.13%
	中国船舶	8.69%	21.00%	6.61%	-48.82%	-14.71%
	中国动力	1.16%	-0.77%	559.27%	-2.41%	30.69%
	中国海防	1.72%	-66.34%	-19.25%	88.48%	22.37%
	瑞特股份				12.75%	14.87%

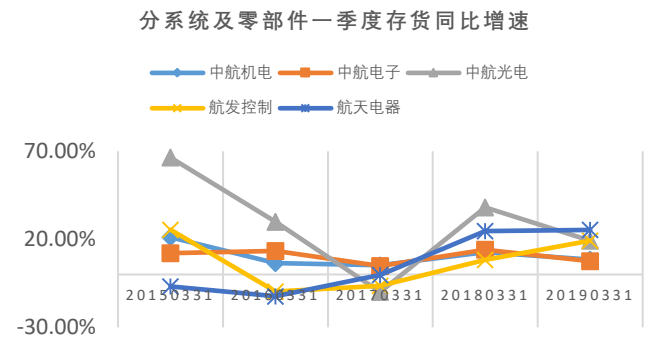
资料来源：德邦研究，Wind

图 10 主机厂存货同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

图 11 分系统及零部件存货同比增速

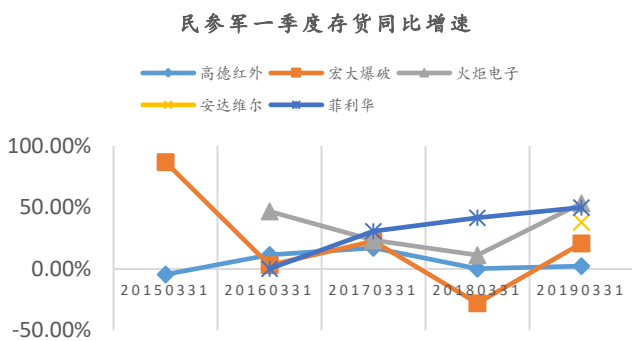


资料来源：德邦研究，Wind

国营军工企业存货变化可以核心关注航空产业，中航沈飞、中航飞机、中直股份、中航机电、中航电子、中航光电，其存货增速均有一定程度的下降，同为主机厂的内蒙一机变动也符合趋势，结合几家公司利润表上的变化，此类变动应当归结为均衡生产政策。

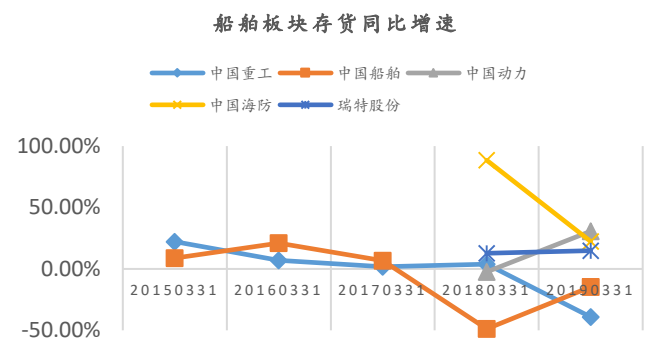
与这一大趋势相悖的则是发动机产业，由于整个产业正处于从 0 到 1 的变革期，且随着国家投入的逐渐加大，我国航空发动机产业长期向好，由此带来库存增速持续上升。航天电器则由于背后几大产品的增速扩张，进而导致存货增速较快。

图 12 民参军存货同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

图 13 船舶板块存货同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

民参军板块存货变动与行业中周期上行的趋势相同，唯一的例外是高德红外，其原因在 2018 年年底-2019 年年初有部分产品完成交付。

船舶板块分化较大，民品占比较大的中国船舶和中国动力受市场影响存货增速上升，军品占比较大的中国重工与中国海防则受均衡生产影响，增速出现下降。军民比相对平衡的瑞特股份则走平。

3.2 应收：周期继续上行

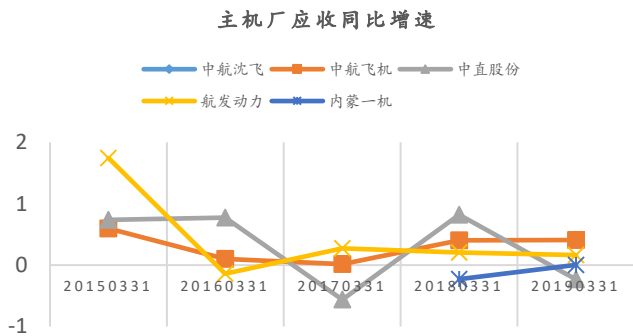
表 5 军工行业应收账款与票据变动一季报汇总

	20150331	20160331	20170331	20180331	20190331
中航沈飞					41.41%
中航飞机	59.67%	10.00%	1.60%	40.54%	41.07%
中直股份	73.88%	77.14%	-56.18%	82.06%	-23.06%
航发动力	174.52%	-14.00%	27.35%	20.29%	16.22%
内蒙一机				-22.85%	0.38%

分系统及零部件	中航机电	20.51%	1.81%	10.08%	-1.68%	38.42%
	中航电子	23.52%	9.46%	23.36%	10.17%	14.77%
	中航光电	29.84%	21.93%	21.00%	22.21%	29.10%
	航发控制	-1.65%	8.11%	10.05%	-19.47%	30.04%
	航天电器	32.37%	9.87%	36.92%	16.46%	22.63%
民参军	高德红外	7.06%	28.24%	20.98%	14.14%	-40.74%
	宏大爆破	13.88%	44.80%	15.21%	-3.04%	6.33%
	火炬电子		16.72%	29.47%	43.77%	16.15%
	安达维尔					15.16%
船舶	菲利华		27.50%	6.41%	30.92%	28.23%
	中国重工	-10.83%	-19.15%	-21.35%	-18.20%	0.51%
	中国船舶	1.16%	-5.38%	-26.64%	18.53%	18.53%
	中国动力				56.29%	85.40%
	中国海防				184.33%	53.35%
	瑞特股份				48.04%	34.90%

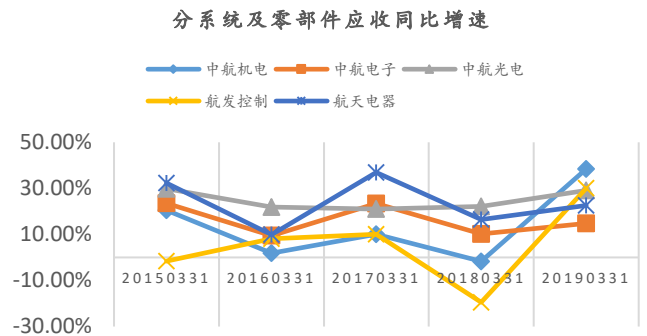
资料来源：德邦研究，Wind

图 14 主机厂应收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

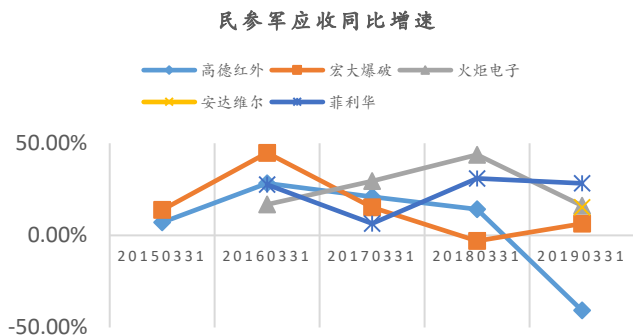
图 15 分系统及零部件应收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

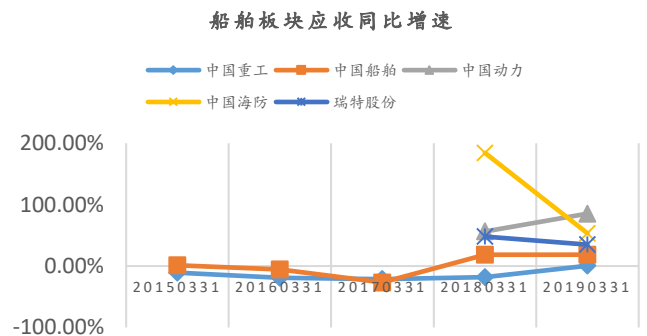
国营军工企业应收变化走势趋同（中直股份有产品交付情况），这种状态显示，各大军工企业在手订单较为饱满，行业处于上升周期。

图 16 民参军应收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

图 17 船舶板块应收同比增速



资料来源：德邦研究，Wind

民参军企业则是整体趋降的态势，这一方面由于军改导致产业链付款延后，拉高前几年基数，另一方面由于近几年部分产品集中交付导致。

船舶板块则分化较大，总的来看，总装平台应收增速变动不大，电子电气化设备（中国海防、瑞特股份）有所下降，动力装置（中国动力）有所上升，这一分化应与产品交付周期长短有关。

综上，资产负债表的变动可以与利润表进行呼应，国防军工板块处于上升周期。

4. 现金流量表：等待中报证真或证伪

表 6 军工行业经营性现金流变动一季报汇总

	20150331	20160331	20170331	20180331	20190331	
主机厂	中航沈飞				-196.61%	
	中航飞机	16.37%	-106.17%	649.29%	-186.05%	463.34%
	中直股份	88.56%	-120.97%	102.51%	-152.13%	-135.44%
	航发动力	313.03%	2.41%	-83.92%	259.20%	-52.74%
	内蒙一机				84.67%	-31.24%
分系统及零部件	中航机电	31.32%	-34.44%	-37.52%	89.99%	-12.76%
	中航电子	18.76%	12.82%	33.72%	-57.29%	-35.98%
	中航光电	49.96%	-27.71%	17.22%	63.53%	-93.64%
	航发控制	-33.06%	-6.22%	38.97%	72.10%	-72.89%
	航天电器	64.31%	-55.54%	253.25%	18.24%	72.11%
民参军	高德红外	-45.65%	61.95%	-1.21%	-21.40%	-327.04%
	宏大爆破	88.39%	56.45%	-104.17%	772.53%	-251.68%
	火炬电子	61.15%	161.86%	-16.54%	-370.76%	-250.17%
	安达维尔			156.78%	-90.86%	-1436.49%
船舶	菲利华	289.80%	-270.66%	-157.29%	16.39%	103.01%
	中国重工	-165.46%	-294.70%	-61.02%	-85.15%	1530.58%
	中国船舶	-308.33%	107.46%	-79.59%	-125.90%	100.85%
	中国动力				-104.34%	-3920.20%
	中国海防				663.92%	-113.52%
	瑞特股份			-61.03%	206.70%	-4.48%

资料来源：德邦研究，Wind

由于行业的整体产品交付时点在二、四季度，一季度板块企业经营性现金流量多数为负，且行业整体有均衡生产政策导致的扰动，综合参考意义不如余下两张表的部分指标，故在此不做进一步分析，等待中报对逻辑进行证真/证伪。

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。