

国防军工

优于大市（维持）

证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人：

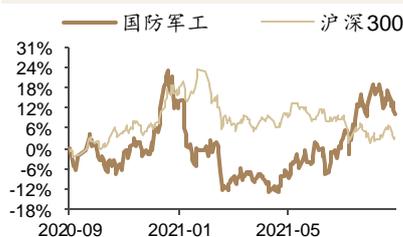
任宏道

邮箱：renhd@tebon.com.cn

刘村阳

邮箱：liucy@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《不惧市场短期回调，坚定看好军工行业长期增长》，2021.9.5
- 《中航光电(002179.SZ)：中报业绩表现亮眼，“白马”属性再次验证》，2021.8.28
- 《航天电器(002025.SZ)：导弹产业链核心标的，业绩有望加速增长》，2021.8.24
- 《降价倡议不改行业投资逻辑，细分赛道龙头当下值得重点布局》，2021.8.24
- 《军工行业景气持续上行，关注上游中游细分行业龙头》，2021.8.22

短期回调创造买入良机，坚定看好行业长期增长

投资要点：

- **核心组合推荐：**【紫光国微】、【中航光电】、【宏达电子】、【西部超导】、【中航高科】
- **市场表现：**本周上证综指涨跌幅为-2.41%，创业板指涨跌幅为-1.20%，中证军工涨跌幅为-5.28%。年初至今上证综指涨跌幅为4.06%，创业板指涨跌幅为7.65%，中证军工涨跌幅为-2.42%。本周中信国防军工指数涨跌幅为-5.15%，涨跌幅排名24/29；年初至今涨跌幅为-2.23%，涨跌幅排名19/29。
- **板块估值：**目前，中信国防军工指数PE-TTM为73.73倍，处于过去5年历史49.32%分位。申万国防军工指数PE-TTM为65.21倍，处于过去5年历史45.60%分位。考虑到军工行业的高增长及高确定性，当前军工板块配置价值凸显。
- **行业观点：**

近期军工板块有一定程度的调整，我们认为主要是由于中报后暂时进入信息层面的真空期，上游部分企业月度订单环比持平，叠加前期所谓“集采”压制情绪，出现较大幅度下跌。从中长期来看，军工板块持续性和确定性俱佳，因此在板块下跌之际我们坚决提示机会：1、近期多个型号确定的批产的产量都非常可观，行业逻辑未变。2、军工行业景气度与经济增长本身相关性很小，横向比较，无论是增速还是确定性都有显著优势。3、订货淡季订单持平属于正常现象，四季度有望明显改善。

我们认为：未来行业投资机会仍集中于武器装备/保障装备在“质”和“量”两个方面的提升。标的方面，推荐【紫光国微】、【中航光电】、【宏达电子】、【西部超导】、【中航高科】等上游军工电子及新材料核心标的，建议关注【中简科技】（现有客户优质，新拓市场可期）、【航天电器】（卡位核心、边际改善空间大）、【振芯科技】（模拟电路稀缺供应商，北斗芯片格局向好）、【菲利华】（行业地位好，向下游延伸带来增量）。

从上市公司与体制内院所市场份额动态变化角度来讲，在继续推荐上游的同时，建议关注【新雷能】、【智明达】、【盟升电子】这样的传统中游设备商。这些企业有望通过技术积累、民企特有的高效率等特点进一步享受院所产能外溢的红利。

- **风险提示：**军品交付及收入确认进度不及预期；行业改革不及预期。



内容目录

1. 重点推荐的公司	4
2. 值得关注的公司	5
3. 板块行情回顾.....	7
4. 本周行业要闻.....	7
5. 行业主要公司估值.....	8
6. 风险提示	10

图表目录

图 1: 年初至今军工板块表现	7
图 2: 本周中信军工板块涨跌幅及年初至今涨跌幅	7
表 1: 本周主要指数表现及板块周涨跌幅前五位	7
表 2: 主要公司估值 (市值数据截至 2021 年 9 月 17 日收盘)	8

1. 重点推荐的公司

紫光国微 (002049.SZ): 公司是国内领先的集成电路设计企业。分析紫光国微, 主要看它的三个子公司。子公司国微电子主要负责特种集成电路设计, 拥有深厚的技术积累、齐全的产品线、广泛的市场布局, 有望在国产化的浪潮中进一步巩固市场优势地位。子公司紫光同芯是国内领先的安全芯片供应商, 掌握多项核心技术, 目前已与多个头部客户达成深度合作关系, 有望乘胜追击, 进一步提高市场份额。联营公司紫光同创资金、技术实力雄厚, 在软件、硬件方面均有布局, 是国内领先的 FPGA 供应商。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 17.11 亿元、23.18 亿元、32.52 亿元, 对应 PE 71、53、37 倍。考虑特种集成电路下游武器装备的高景气度及国产替代带来的市场空间, 公司作为国内集成电路设计领军企业, 享受一定估值溢价, 维持“买入”评级。

风险提示: 特种集成电路需求不及预期, 智能安全芯片下游需求不及预期, FPGA 民用市场拓展不及预期, 集团债务风险。

中航光电 (002179.SZ): 国内防务用连接器龙头, 公司营收、业绩自上市以来持续保持正增长, 营收从 2007 年的 6.1 亿元增长至 2020 年的 103.1 亿元, 年平均复合增长率达 24.3%。归母净利润由 1.0 亿元增长至 2020 年的 14.4 亿元, 年平均复合增长率达 22.8%。在防务连接器领域, 考虑到其技术壁垒及航空航天领域对高可靠性的极致追求, 新进厂商难以挑战现有厂商行业地位, 市场竞争格局稳定。公司凭借数十年来几级探索和优质管理, 稳居行业龙头地位, 有望充分受益于下游武器装备放量和信息化程度提升。在 5G 通讯领域, 连接器在一般通讯设备中的价值占比约为 3%-5%, 而在一些大型设备中的价值占比则超过 10%。公司与全球行业领先的 5G 设备厂家均建立了良好的合作关系, 在 5G 建设加速的背景下, 公司通讯相关订单有望持续增长, 带动业绩持续上升。在新能源汽车领域, 公司客户基本覆盖了国内前十大新能源整车、国际主流新能源整车企业以及电池电机厂, 在国内新能源汽车电连接器市场份额第一。伴随着新能源汽车行业的快速发展, 公司有望充分享受其发展红利。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 22.31 亿元、28.33 亿元、34.98 亿元, 对应 PE 41、33、26 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 军工电子行业竞争加剧, 民品市场增长不及预期, 定增进展不及预期

宏达电子(300726.SZ): 公司平台化发展战略实施顺利, 正逐步从一个单一品类的军用电子元器件公司过渡为拥有多品类电子元器件的平台型公司。钽电容方面: 公司拥有近 30 年的钽电容研发经验, 产品从最初的传统金属封装钽电容扩展到多种高性能钽电容产品。近 5 年来, 公司钽电容器业务营收平均复合增速达到 21.37%, 业务规模和增速均居国内领先地位。伴随着军队现代化建设和装备信息化提升, 公司有望充分享受行业发展红利。非钽业务方面, 公司以子公司孵化的形式进行产品扩展。平台化发展战略已为公司带来二次增长曲线, MLCC、电源模块、电感器、电阻器、电源芯片、环形器等非钽产品市场扩展顺利, 近五年营收平均年复合增速高达 78.16%, 正成为公司新的增长引擎。预计公司 2021-2023 年

归母净利润为 8.63 亿元、13.15 亿元、18.05 亿元，对应 PE 35、23、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：军工电子行业竞争加剧，民品市场增长不及预期，定增进展不及预期。

西部超导（688122.SH）：公司是国内领先的高端合金材料供应商。钛合金业务方面，公司主要从事钛材加工行业，其钛合金产品主要应用于航空航天领域，直接受益于军用和民用航空市场的快速发展。超导业务方面，公司是全球唯一的 NbTi 锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业，伴随着下游超导磁共振成像设备（MRI）和中国聚变工程实验堆（CFETR）的快速发展，公司超导业务有望实现快速发展。高温合金方面，公司多个重点型号高温合金材料已经通过了某型号发动机的长试考核，具备了供货资格并已开始供货，在军用和民用飞机快速发展的背景下，公司业绩有望实现高速增长。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 6.13 亿元、7.49 亿元、9.89 亿元，对应 PE 54、44、33 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，市场需求波动风险，定增进展不及预期的风险

中航高科（600862.SZ）：公司是我国航空新材料龙头，在产业链重要环节——预浸料领域处于主导地位。依托深厚的技术积累，公司以预浸料为核心的复材业务近五年来营收增速稳健，2020 年已达 27.18 亿元，年均复合增长率达 23.12%。同时，得益于公司持续的降本增效以及生产的规模效应，该项业务的毛利率也在逐年提高。考虑到碳纤维复材在军机结构轻量化方面能够发挥重要作用，伴随着军机的升级换代，碳纤维复材应用比例将逐步提升，公司作为我国航空碳纤维预浸料的核心供应商，将同时受益于先进战机批产放量和复材使用占比提升双重利好因素。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 6.78 亿元、9.29 亿元、12.45 亿元，对应 PE 分别为 65、47、35 倍，维持“买入”评级。

风险提示：军机采购不及预期，民航客机采购不及预期，民用复材市场拓展不及预期

2. 值得关注的公司

航天电器（002025.SZ）：特种连接器技术壁垒高，竞争格局好，目前国内仅有航天电器、中航光电、杭州 825 厂等几家主流厂商，进入门槛较高。公司作为导弹产业链的核心标的，背靠的航天科工集团是我国各类精确制导武器的主要研发生产单位，处在确定性和增速均极佳的细分领域。公司作为科工集团内领先的连接器及微特电机供应商，在十四五期间将持续受益于科工集团精确制导武器的放量批产。此外，公司前期受产能及管理机制等因素的影响，业务拓展和业绩都受到了一定程度的压制，预计随着公司定增扩产项目逐渐落地，以及激励机制的逐步改善，业绩有望加速增长。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.91 亿

元、7.67 亿元和 9.50 亿元，对应 PE 分别为 50 倍、38 倍、31 倍，考虑到公司的技术积累、行业地位、下游需求，我们预计公司未来业绩弹性较大，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期，民品市场扩展不及预期。

中简科技 (300777.SZ)：公司是我国高端碳纤维领域的重要供应商，于 2020 年 11 月入选工信部第二批专精特新“小巨人”名单。近五年来，公司财务表现良好，营收 CAGR 达 27%，业绩 CAGR 达 42%。公司产品主要有碳纤维和碳纤维织物两部分，其中碳纤维占比较高，2020 年为 84.56%。军工行业供应链系统稳定、客户粘性较强，一旦某一型号定型以后，后续一般不会更换供应商。公司是我国航空航天领域核心碳纤维供应商之一，其 Z17 系列产品目前已被批量稳定应用于我国航空航天八大型号。2021 年 7 月 14 日，公司公告签订的 6.36 亿元的销售合同（相当于 2020 年营业收入的 163.40%，约定执行期限为 2021 至 2022 年），锁定了近两年公司营收增长。此外，伴随着公司 IPO 项目的投产以及最新定增项目的落地，产能将逐渐不再是制约公司发展的瓶颈，公司的成长空间将进一步被打开。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 3.25 亿元、4.67 亿元、6.14 亿元，对应 PE 分别为 61、42、32 倍，维持“买入”评级。

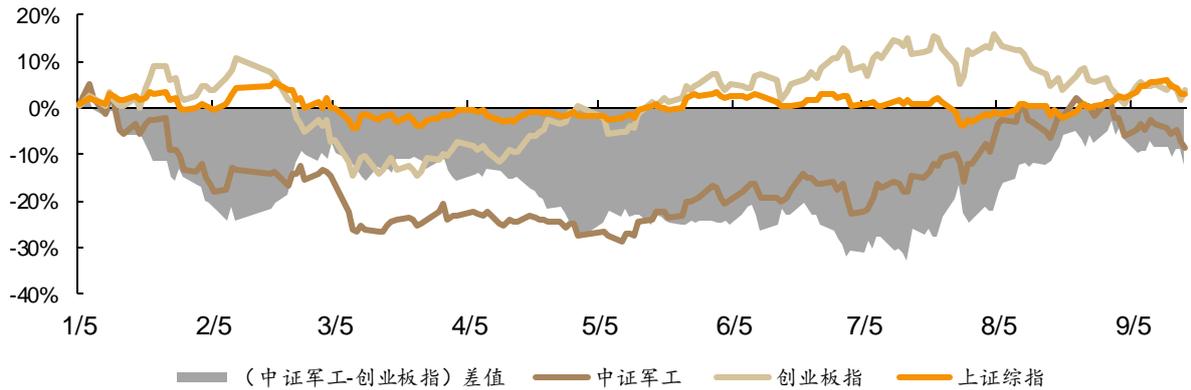
风险提示：军机采购不及预期；产能释放不及预期；产品价格波动风险

铂力特 (688333.SH)：公司成立于 2011 年，是国内金属增材制造龙头企业。从 2016 年到 2020 年的 4 年间，公司营收从 1.66 亿元增长到 4.12 亿元，CAGR 25.5%；归母净利润从 0.31 亿元增长到 0.87 亿元，CAGR 29.4%，充分体现出公司良好的成长性与盈利能力。铂力特业务涵盖 3D 打印原材料制备、设备研发、产品打印及后处理，实现了纵向全产业链布局。当前 3D 打印还处于行业发展初期，各环节相关技术仍处于持续演进过程中。通过全产业链布局，公司能够依托内部协同实现快速迭代，在技术研发、工艺优化、成本控制等方面进一步增强竞争优势。同时，依托原材料及打印设备自主研发的优势，公司能够灵活掌握产能扩张节奏，更快响应下游航空航天等高端装备的市场需求。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 5.72、8.26、11.26 亿元，不考虑股权激励费用，归母净利润分别为 1.42 亿元、2.00 亿元、2.86 亿元，对应 PE 分别为 113 倍、80 倍、56 倍，维持“增持”评级。

风险提示：公司下游客户军品订单较为集中，部分核心零部件依赖进口，3D 打印下游行业应用扩展不及预期。

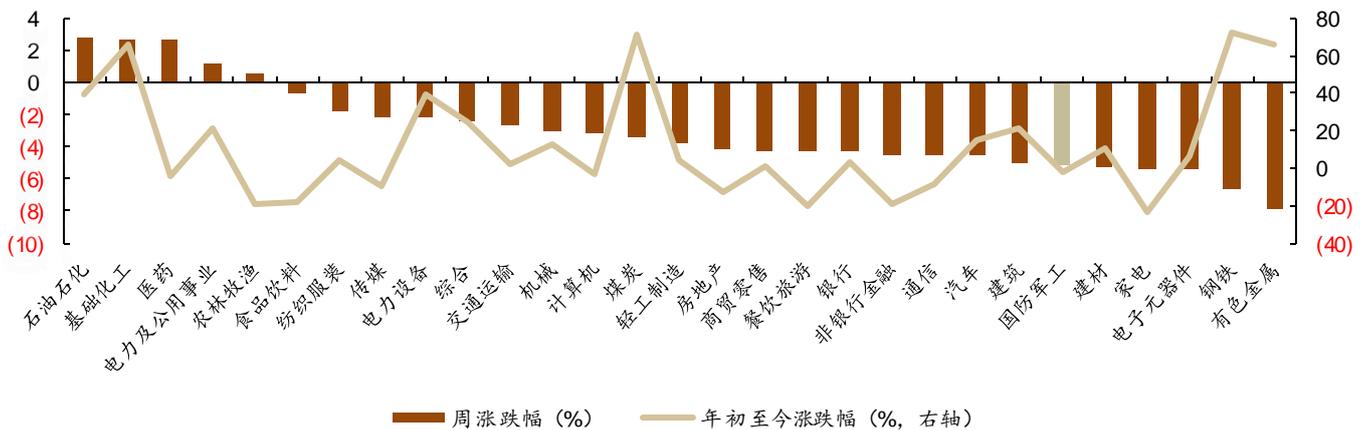
3. 板块行情回顾

图 1：年初至今军工板块表现



资料来源：wind，德邦研究所

图 2：本周中信军工板块涨跌幅及年初至今涨跌幅



资料来源：wind，德邦研究所

表 1：本周主要指数表现及板块周涨跌幅前五位

指数表现			周涨幅 TOP5		周跌幅 TOP5	
证券简称	周涨跌幅(%)	年初至今(%)	证券简称	周涨跌幅(%)	证券简称	周涨跌幅(%)
上证综指	-2.41	4.06	中兵红箭	15.13	抚顺特钢	-14.72
创业板指	-1.20	7.65	全信股份	9.52	科思科技	-14.28
国防军工（中信）	-5.15	-2.23	康达新材	8.78	上海瀚讯	-14.15
国防军工（申万）	-4.67	-1.61	景嘉微	6.25	宏达电子	-13.99
中证军工	-5.28	-2.42	博云新材	5.50	新研股份	-13.23

资料来源：Wind，德邦研究所

4. 本周行业要闻

朝鲜与韩国于 15 日分别成功试射导弹。据朝中社报道，韩国于 9 月 15 日成功进行自主研发的潜射弹道导弹水中试射。该弹道导弹搭载在韩国海军“岛山安

昌浩”号 3000 吨级潜艇上,从水中发射,在飞行预定距离后准确命中目标。同日,朝鲜军方成功试射铁路机动导弹,精准打击了设在东部海域 800 公里水域的目标。

新闻来源: 央视军事

美国驱逐舰过航台湾海峡,解放军全程跟监警戒。据“东部战区”微博发布,9月17日,美“巴里”号导弹驱逐舰过航台湾海峡并公开炒作。中国人民解放军东部战区组织兵力对美舰过航行动全程跟监警戒。东部战区新闻发言人施毅陆军大校表示,美方频频实施类似挑衅行径,充分说明美是台海和平稳定破坏者、台海安全风险制造者。战区部队随时保持高度戒备,坚决捍卫国家主权安全和地区和平稳定。

新闻来源: 央视军事

东部战区在台岛西南海空域实施联合警巡和实战化演练。据“东部战区”微博发布,东部战区新闻发言人施毅陆军大校表示,为提高战区部队一体化联合作战能力,并根据台海局势和维护国家主权安全的需要。9月17日,中国人民解放军东部战区出动包括作战舰艇、预警机、轰炸机等在内的海空兵力,在台岛西南海空域实施联合警巡和实战化演练。

新闻来源: 央视军事

南部战区海军航空兵某旅组织实弹训练。9月上旬,海军航空兵某旅组织复杂气象条件下的实弹地靶训练,砥砺部队全时待战、随时能战本领。此次训练,他们构设逼真战场条件,在真打实练中锤炼飞行员快速搜索、快速攻击、快速脱离的战斗技能,提升部队海上全天候作战能力和实际武器使用能力。

新闻来源: 央视军事

美国陆军将与乌克兰举行大型联合军演,演习由美乌双方主导。美国“防务新闻”9月18日报道称,美国陆军目前正在为“快速三叉戟-21”演习做准备,该项演习将于9月20日在乌克兰的亚沃里夫举行。演习的重点是确保美国陆军、乌克兰以及其他盟友和伙伴能够“互相操作”,并有能力应对危机。这项为期两周的演习将由乌克兰以及美国欧洲和非洲陆军主导。

新闻来源: 环球网

5. 行业主要公司估值

表 2: 主要公司估值 (市值数据截至 2021 年 9 月 17 日收盘)

装备类别	产业链环节	公司简称	市值	归母净利润 (亿元)				PE			PEG		
			(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
航空	主机厂	中航沈飞	1366.70	14.80	19.28	24.78	31.66	70.90	55.16	43.17	2.35	1.93	1.55
		中航西飞	880.43	7.77	10.04	12.56	15.31	87.70	70.09	57.52	3.01	2.79	2.63
		中直股份	323.50	7.58	9.52	12.16	15.32	33.99	26.61	21.11	1.33	0.96	0.81

		洪都航空	282.26	1.33	2.43	3.89	5.89	116.15	72.56	47.95	1.40	1.21	0.93
		航天彩虹	205.77	2.74	3.77	4.82	5.93	54.52	42.73	34.71	1.44	1.55	1.50
		航发动力	1403.97	11.46	15.48	19.87	24.66	90.71	70.66	56.93	2.59	2.49	2.36
		中航机电	525.62	10.75	14.13	18.22	22.90	37.20	28.86	22.95	1.18	1.00	0.89
		中航电子	331.07	6.31	8.21	10.22	12.53	40.31	32.40	26.43	1.33	1.33	1.17
		中航装备	116.60	1.94	2.77	4.02	5.61	42.16	29.02	20.77	0.99	0.64	0.52
	成品配套	航发控制	296.72	3.68	4.95	6.62	8.75	59.93	44.82	33.92	1.73	1.33	1.05
		北摩高科	275.39	3.16	5.14	7.05	9.52	53.53	39.06	28.93	0.86	1.05	0.83
		国睿科技	174.11	4.66	5.80	7.10	9.17	30.02	24.52	18.99	1.23	1.09	0.65
		七一二	299.77	5.23	7.40	10.04	13.42	40.49	29.85	22.33	0.97	0.84	0.66
		中航重机	328.74	3.44	6.21	8.28	10.44	52.91	39.72	31.47	0.66	1.20	1.20
		三角防务	213.11	2.04	4.36	6.17	8.22	48.87	34.53	25.94	0.43	0.83	0.78
		派克新材	95.34	1.67	2.57	3.57	4.77	37.13	26.68	19.98	0.68	0.68	0.60
	零部件制造	爱乐达	103.36	1.37	2.35	3.43	4.85	43.91	30.14	21.30	0.61	0.66	0.51
		利君股份	144.58	1.92	3.34	5.57	7.99	43.30	25.95	18.11	0.58	0.39	0.42
		西菱动力	35.45	0.08	1.52	2.28	3.16	23.40	15.58	11.22	0.01	0.31	0.29
		铂力特	160.66	0.87	1.42	2.00	2.86	113.14	80.33	56.17	1.77	1.97	1.31
		红相股份	53.89	2.32	2.84	3.38	3.97	18.98	15.94	13.57	0.84	0.84	0.78
		中国卫星	330.03	3.54	4.18	4.94	5.86	78.94	66.79	56.35	4.33	3.67	3.04
	配套	盟升电子	74.62	1.07	1.51	2.14	3.03	49.35	34.79	24.61	1.20	0.83	0.59
		新光光电	39.99	0.24	0.83	1.35	1.91	48.03	29.70	20.96	0.20	0.48	0.50
		上海沪工	70.94	1.22	2.18	3.10	4.16	32.60	22.89	17.07	0.41	0.54	0.50
		新雷能	141.38	1.23	2.36	3.52	4.89	60.03	40.12	28.92	0.66	0.81	0.75
		洪都航空	282.26	1.33	2.43	3.89	5.89	116.15	72.56	47.95	1.40	1.21	0.93
	总体/主机厂	航天电子	210.47	4.78	5.66	6.53	7.64	37.16	32.24	27.57	2.02	2.11	1.63
		高德红外	588.99	10.01	14.75	19.67	25.14	39.94	29.94	23.43	0.84	0.90	0.84
		中航光电	925.38	14.39	22.31	28.33	34.98	41.48	32.66	26.45	0.75	1.21	1.13
		航天电器	294.23	4.34	5.91	7.67	9.50	49.79	38.36	30.97	1.37	1.29	1.30
		鸿远电子	313.28	4.86	8.44	11.58	15.38	37.13	27.05	20.37	0.50	0.73	0.62
		火炬电子	321.76	6.09	9.86	13.27	17.42	32.64	24.25	18.47	0.53	0.70	0.59
		宏达电子	299.31	4.84	8.63	13.15	18.05	34.68	22.76	16.58	0.44	0.43	0.45
	材料/元器件	振华科技	454.73	6.06	11.60	15.85	20.30	39.21	28.69	22.40	0.43	0.78	0.80
	元器件&IC	紫光国微	1217.28	8.06	17.11	23.18	32.52	71.14	52.51	37.43	0.63	1.48	0.93
		景嘉微	391.37	2.08	3.42	5.20	7.67	114.58	75.32	51.02	1.78	1.44	1.07
		振芯科技	150.90	0.81	1.67	2.46	3.35	90.60	61.22	45.02	0.85	1.28	1.25
		睿创微纳	382.30	5.84	7.91	11.63	16.55	48.36	32.87	23.10	1.37	0.70	0.55

金属材料	西部超导	328.44	3.71	6.13	7.49	9.89	53.58	43.85	33.21	0.82	1.98	1.04
	西部材料	95.79	0.79	1.65	2.97	3.77	58.17	32.29	25.39	0.54	0.40	0.93
	宝钛股份	223.07	3.63	5.70	7.21	9.02	39.15	30.92	24.73	0.69	1.16	0.99
	抚顺特钢	411.38	5.52	8.49	11.21	14.31	48.45	36.68	28.75	0.90	1.14	1.04
	钢研高纳	192.14	2.04	3.02	4.07	5.44	63.56	47.22	35.33	1.31	1.36	1.05
	图南股份	101.94	1.09	1.76	2.30	3.07	58.03	44.39	33.22	0.95	1.45	0.99
非金属材料	中航高科	437.56	4.31	6.78	9.29	12.45	64.54	47.10	35.15	1.13	1.27	1.03
	中简科技	197.20	2.32	3.25	4.67	6.14	60.68	42.23	32.12	1.52	0.97	1.02
	光威复材	363.05	6.42	8.18	10.36	13.12	44.36	35.03	27.68	1.61	1.31	1.04
	菲利华	169.31	2.38	3.43	4.58	6.06	49.43	36.93	27.92	1.13	1.09	0.87

资料来源：表中标红标的为德邦研究所测算，其他来自 wind 一致盈利预测

6. 风险提示

军品交付及收入确认进度不及预期；行业改革不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

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

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；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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范围包括证券投资咨询业务。