



电子

优于大市（维持）

证券分析师

陈海进

资格编号：S0120521120001

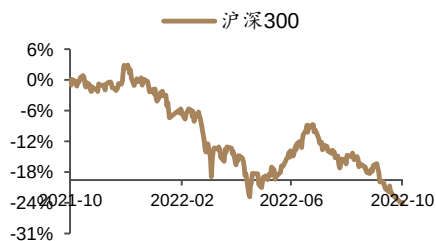
邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

研究助理

徐巡

邮箱：xuxun@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《汽车电子月报-金九银十回归，迎接智能化拐点时刻》，2022.10.9
- 2.《积极把握上游自主化、下游智能化机会》，2022.10.9
- 3.《芯基微装 (688630.SH)：WLP2000 交付封测龙头，泛半导体又迎里程碑》，2022.10.9
- 4.《半导体设备月报 (2022-09)：北方华创 CCP 设备获得中标，中芯国际积极推动扩产》，2022.10.8
- 5.《隆利科技 (300752.SZ)：背光模组行业龙头，Mini LED 开启新篇章》，2022.9.26

电子月报（台股）2022-11：静待下游库存调整，把握高景气和拓应用两大方向

投资要点：

- **台积电同比增速保持高位。**11 月台积电营收同比增长 50%，环比增长 6%。受益于智能手机与高性能计算对 5nm 制程需求的增长，台积电单月营收创下今年以来新高。近日，台积电在美国亚利桑那州宣布扩大美国投资，第一期工程预计在 2024 年量产 4nm，第二期工程预计在 2026 年量产 3nm，而两期工程年产能将达到 60 万片，投资总额为 400 亿美元。
- **IC 设计厂商下游处于库存调整阶段。**联发科 11 月营收同比下降 20%，环比增长 8%。联发科表示，随着客户因应新机上市，拉货力道有所增加，预估 12 月营收可望再好转。联发科主要面对手机市场，而瑞昱主要面对 PC、通讯等市场。受到 PC 库存持续调整的影响，瑞昱营收创下今年以来新低。瑞昱指出，Q4 不会看到公司库存天数下降，将优先协助客户与代理商进行库存管理。电源管理芯片厂商矽力杰 11 月营收同比下降 18%，环比基本持平。矽力杰董事长也表示，预计 22Q4 与 23Q1 都会处在库存调整阶段。
- **信骅增速稳健，Q4 环比有望提升。**信骅（服务器管理芯片厂商）11 月营收同比增长 38%，环比下降 19%，同比增速仍保持较高水平。信骅指出，Q4 持续受益于美国、中国等数据中心及服务器客户需求稳健，且 Mini BMC 产品已开始量产出货；Q4 营运有望优于 Q3，而全年营收有望达成先前预期的 45% 成长水平。
- **面板库存逐步降低，大尺寸面板出货量环比改善。**友达和群创 11 月营收同比仍然保持较大跌幅（在 -40% 左右），但环比有小幅回升。从出货量来看，友达的总体出货量和群创的大尺寸面板出货量均环比提升，显示大尺寸显示产品需求的改善。友达表示，今年双十一、黑五销售受大环境影响同比下滑，不过随着库存降低，已看到需求回到正常拉货水平。群创也表示了类似的看法，即随着产业库存降低，预期对明年拉货动力增长有帮助。
- **被动元器件库存逐渐去化，原厂营收环比小幅改善。**国巨 11 月营收同比增长 13%，环比增长 2%，环比小幅反弹。国巨表示，11 月营收环比增长的原因是中国厂区的工作天数恢复正常；国巨标准型产品库存及终端需求仍在持续调整中，而利基型产品订单则维持稳健动能。华新科 11 月营收同比 -16%，环比增长 9%。华新科表示，随着库存逐渐去化，客户自 11 月开始恢复拉货。
- **DRAM 价格继续弱势。**南亚科 11 月营收同比下降 62%，环比略微下降；旺宏 11 月营收同比下降 42%，环比下降 26%，创今年以来新低。南亚科指出，DRAM 产品销售量、销售价格齐跌是 11 月营收同比下降的主要原因。根据 DRAMexchange 数据，11 月 DRAM 现货价格仍处于下跌趋势，而 NAND Flash 价格波动较为平稳。
- **投资建议：**建议关注高景气叠加产品升级的服务器 IC 产业链，标的包括：澜起科技、聚辰股份等。建议关注国产 IC 厂商的品类、应用突破，标的包括：思瑞浦、纳芯微、帝奥微、晶丰明源、艾为电子、普冉股份等。关注被动元器件和面板触底机会，标的包括：三环集团、洁美科技、京东方 A、TCL 科技等。
- **风险提示：**下游需求不及预期、行业竞争加剧、贸易摩擦风险。

内容目录

1. 中国台湾电子景气度跟踪	4
2. 半导体上游：代工厂营收增速表现分化	5
3. 半导体设计：下游库存调整持续，服务器 IC 需求较好	6
4. 面板厂商营收触底回升	7
5. 电路板：覆铜板厂商营收增速触底	8
6. 被动元器件：库存逐渐去化，原厂营收环比小幅改善	9
7. 存储产品价格探底，厂商营收走低	10
8. 风险提示	11

图表目录

图 1: 中国台湾主要上市电子公司月度营收（亿新台币）及股价表现	4
图 2: 台积电月度营收（亿新台币）及同比	5
图 3: 联电月度营收（亿新台币）及同比	5
图 4: 世界先进月度营收（亿新台币）及同比	5
图 5: 京鼎月度营收（亿新台币）及同比	5
图 6: 环球晶圆月度营收（亿新台币）及同比	5
图 7: 合晶科技月度营收（亿新台币）及同比	5
图 8: 联发科月度营收（亿新台币）及同比	6
图 9: 瑞昱月度营收（亿新台币）及同比	6
图 10: 矽力杰月度营收（亿新台币）及同比	6
图 11: 信骅月度营收（亿新台币）及同比	6
图 12: 大立光月度营收（亿新台币）及同比	7
图 13: 玉晶光月度营收（亿新台币）及同比	7
图 14: 友达月度营收（亿新台币）及同比	7
图 15: 群创光电月度营收（亿新台币）及同比	7
图 16: 群创大尺寸面板出货量及同比	8
图 17: 群创中小尺寸面板出货量及同比	8
图 18: 臻鼎月度营收（亿新台币）及同比	8
图 19: 欣兴电子月度营收（亿新台币）及同比	8
图 20: 联茂月度营收（亿新台币）及同比	9
图 21: 台光电子月度营收（亿新台币）及同比	9
图 22: 国巨月度营收（亿新台币）及同比	9
图 23: 华新科月度营收（亿新台币）及同比	9
图 24: 南亚科月度营收（亿新台币）及同比	10
图 25: 旺宏月度营收（亿新台币）及同比	10
图 26: DRAM 存储现货平均价（\$）	10
图 27: NAND Flash 存储现货平均价（\$）	10

1. 中国台湾电子景气度跟踪

静待库存去化后，下游对 IC 的拉货力度回升。从 11 月中国台湾电子主要公司营收表现来看，晶圆代工龙头台积电营收同比增速仍然稳健，且环比小幅增长，而联电和世界先进营收环比有小幅下降。IC 设计厂商总体营收增速普遍仍较弱，反映终端电子产品仍在库存调整阶段。面板厂商营收环比小幅增长，显示营收已触底。被动元器件厂商营收也有环比小幅增长，其中华新科表示库存已在逐渐去化、客户恢复拉货。整体来看，我们预计 22Q4~23Q1 处于电子终端去库存的阶段，之后对上游 IC 的拉货力度预计将回升。

图 1：中国台湾主要上市电子公司月度营收（亿新台币）及股价表现

【德邦电子】						营收变化				股价表现		
代码	公司简称	业务	2022/9	2022/10	2022/11	11月同比	11月环比	Q3同比	Q3环比	过去一月	过去三月	过去六月
半导体-制造与材料												
2330.TW	台积电	代工	2,082.5	2,102.7	2,227.1	50%	6%	48%	15%	15%	2%	-10%
2303.TW	联电	代工	252.2	243.4	225.5	15%	-7%	35%	5%	5%	11%	-11%
5347.TWO	世界先进	代工	36.9	35.6	32.0	-27%	-10%	12%	-13%	14%	12%	-13%
3105.TWO	稳懋	化合物代工	11.9	12.1	12.2	-49%	1%	-41%	-24%	6%	-8%	-30%
2449.TW	京元电子	IC专业测试	29.3	30.4	28.8	-10%	-5%	0%	-9%	5%	-1%	-17%
6488.TWO	环球晶圆	硅片	60.6	62.9	60.5	10%	-4%	18%	3%	15%	1%	-25%
6182.TWO	合晶科技	硅片	11.6	11.1	10.1	3%	-9%	31%	10%	3%	-8%	-25%
3413.TW	京鼎	半导体设备零部件	14.0	14.2	14.5	30%	2%	27%	27%	8%	-3%	-6%
半导体-IC设计												
2454.TW	联发科	处理器芯片	565.7	333.8	361.2	-20%	8%	8%	-9%	12%	17%	-13%
2379.TW	瑞昱	WiFi、IoT芯片等	95.8	80.9	73.0	-21%	-10%	3%	-2%	5%	-2%	-28%
6415.TW	矽力杰	模拟IC	19.1	15.9	15.9	-18%	0%	1%	-12%	11%	0%	-32%
5274.TWO	信骅	服务器管理芯片	4.8	5.2	4.2	38%	-19%	39%	-8%	4%	1%	-9%
3034.TW	联咏	显示驱动等	61.7	68.7	77.8	-36%	13%	-49%	-38%	5%	15%	-9%
3545.TW	敦泰	显示驱动、触控	9.9	11.4	10.9	-42%	-5%	-62%	-29%	-17%	-9%	-35%
面板												
2409.TW	友达	面板	162.8	171.8	174.8	-43%	2%	-50%	-21%	-12%	-16%	-14%
3481.TW	群创光电	面板	169.7	156.2	161.8	-39%	4%	-48%	-17%	-9%	-1%	-8%
光学												
3008.TW	大立光	镜头	51.0	52.1	52.3	20%	0%	12%	39%	12%	11%	22%
3406.TW	玉晶光	镜头	27.3	23.1	19.8	3%	-14%	22%	151%	12%	-17%	-10%
MCU												
4919.TW	新唐科技	MCU	35.9	31.3	34.4	-1%	10%	0%	-7%	11%	3%	-28%
6202.TW	盛群	MCU	3.8	4.1	3.3	-49%	-20%	-36%	-19%	3%	-1%	-22%
存储												
2408.TW	南亚科	DRAM	32.1	27.8	27.7	-62%	0%	-54%	-39%	-8%	5%	-13%
2344.TW	华邦电	NOR、NAND	73.5	62.3	65.2	-24%	5%	-18%	-17%	-1%	-2%	-25%
2337.TW	旺宏	NOR、NAND	41.4	37.3	27.7	-42%	-26%	-23%	1%	4%	5%	-8%
PCB&CCL												
4958.TW	臻鼎	PCB	202.7	211.9	150.2	-22%	-29%	20%	45%	2%	2%	3%
3037.TW	欣兴电子	IC载板、PCB	135.4	133.8	126.6	23%	-5%	33%	5%	3%	7%	-26%
2313.TW	华通	PCB	76.1	78.4	71.1	4%	-9%	24%	33%	6%	-5%	2%
6213.TW	联茂	CCL	20.9	21.0	24.1	-7%	15%	-29%	-17%	12%	14%	-21%
2383.TW	台光电子	CCL	33.5	31.4	30.3	-11%	-4%	-8%	-1%	17%	16%	-13%
被动元器件												
2327.TW	国巨	被动元器件	101.8	98.1	100.0	13%	2%	5%	-2%	13%	15%	-2%
2492.TW	华新科	被动元器件	27.5	24.5	26.8	-16%	9%	-25%	-16%	-2%	-6%	-26%
电子制造												
2317.TW	鸿海	电子制造	8,223.2	7,765.8	5,510.9	-11%	-29%	24%	16%	0%	-5%	-7%
4938.TW	和硕	电子制造	1,288.5	1,317.9	1,134.7	-28%	-14%	9%	26%	8%	-1%	-2%
3231.TW	纬创	电子制造	935.4	786.0	886.0	3%	13%	13%	2%	4%	4%	8%
2382.TW	广达	电子制造	1,207.5	1,087.9	1,121.0	-1%	3%	46%	41%	5%	-9%	-2%

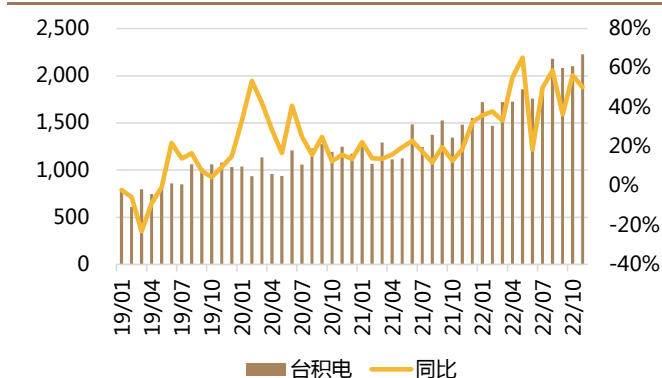
资料来源：Wind、德邦研究所；股价数据截至 2022 年 12 月 11 日

2. 半导体上游：代工厂营收增速表现分化

台积电同比增速保持高位。11月台积电营收同比增长50%，环比增长6%。受益于智能手机与高性能计算对5nm制程需求的增长，台积电单月营收创下今年以来新高。近日，台积电在美国亚利桑那州宣布扩大美国投资，第一期工程预计在2024年量产4nm，第二期工程预计在2026年量产3nm，而两期工程年产能将达到60万片，投资总额为400亿美元。

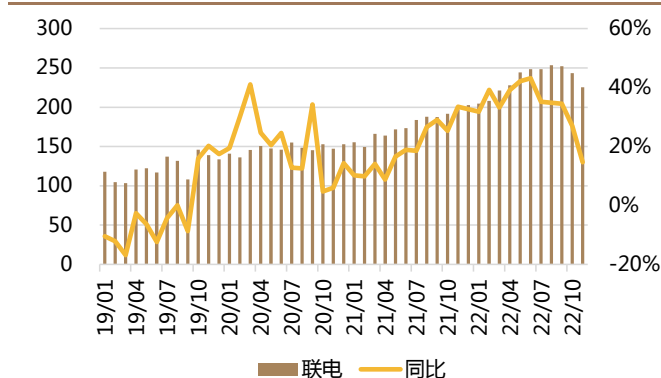
联电营收增速放缓，稼动率回落。联电11月营收同比增长15%，环比下降7%，保持环比下跌趋势。联电总经理王石此前表示，Q4产能利用率将降至90%，晶圆出货量将减少约10%，产品平均售价持平，毛利率将约41%至43%；Q4车用市场需求依然稳定，电脑及智能手机市场持续去化库存，12英寸需求相对8英寸健康。

图2：台积电月度营收（亿新台币）及同比



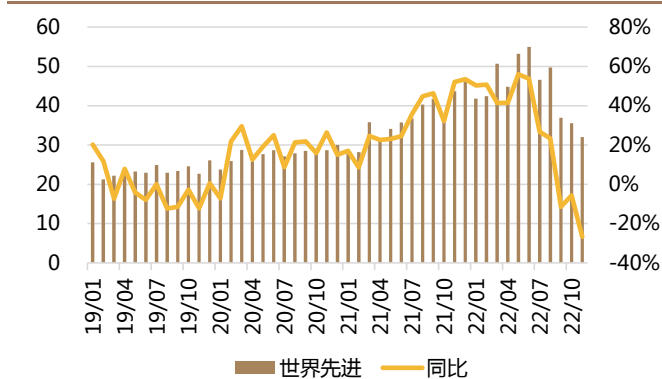
资料来源：Wind、德邦研究所

图3：联电月度营收（亿新台币）及同比



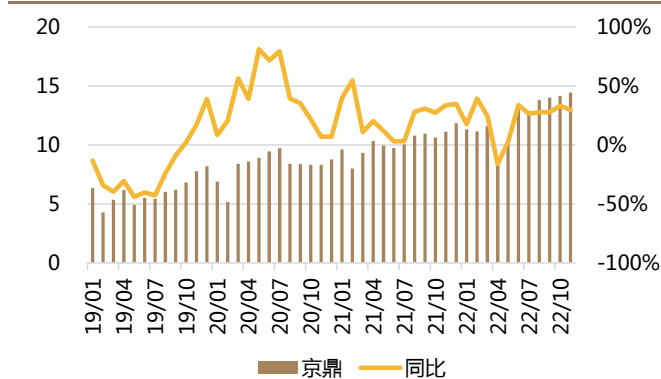
资料来源：Wind、德邦研究所

图4：世界先进月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所

图5：京鼎月度营收（亿新台币）及同比

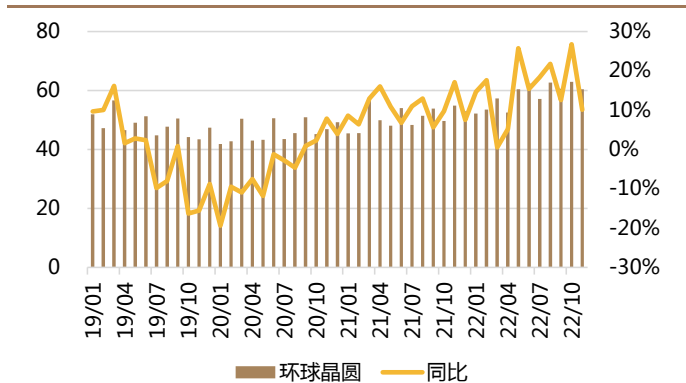


资料来源：Wind、德邦研究所；注：公司业务为半导体设备零部件

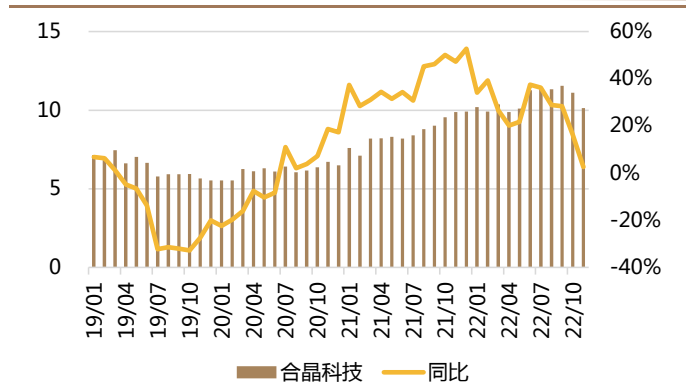
硅片厂商营收增速放缓。环球晶圆11月营收同比增长10%，环比下降4%。相比之下，体量更小的合晶科技表现稍弱，其11月营收同比增长3%，环比下降9%。环球晶圆指出，目前除小尺寸晶圆稼动率稍微松动外，大尺寸及特殊晶圆(FZ、SOI)皆满载生产。

图6：环球晶圆月度营收（亿新台币）及同比

图7：合晶科技月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所



资料来源：Wind、德邦研究所

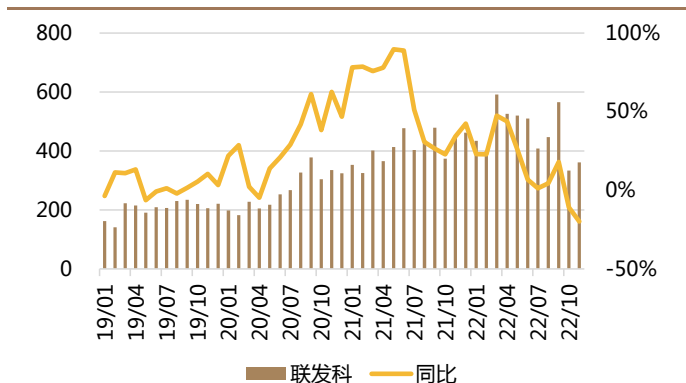
3. 半导体设计：下游库存调整持续，服务器 IC 需求较好

联发科环比小幅改善，瑞昱表示库存调整仍将持续。联发科 11 月营收同比下降 20%，环比增长 8%。联发科表示，随着客户因应新机上市，拉货力道有所增加，预估 12 月营收可望再好转。联发科主要面对手机市场，而瑞昱主要面对 PC、通讯等市场。受到 PC 库存持续调整的影响，瑞昱营收创下今年以来新低。瑞昱指出，Q4 不会看到公司库存天数下降，将优先协助客户与代理商进行库存管理。

矽力杰预计未来接下来两个季度都处于库存调整阶段。电源管理芯片厂商矽力杰 11 月营收同比下降 18%，环比基本持平。矽力杰董事长陈伟在此前法说会上曾表示，由于客户对年底消费节庆看法较悲观，Q4 季营收估较去年同期下滑，预计 22Q4 与 23Q1 都会处在库存调整阶段。

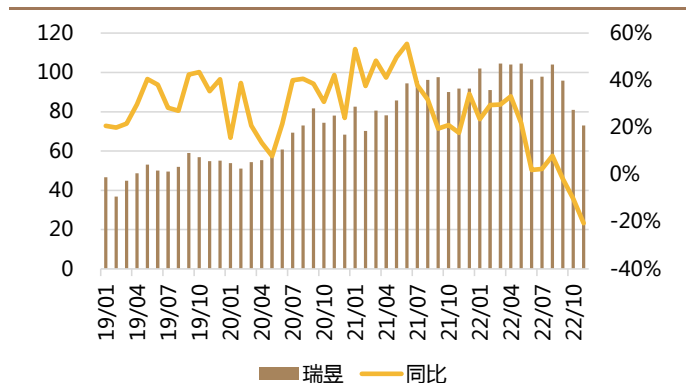
信骅增速稳健，Q4 环比有望提升。信骅（服务器管理芯片厂商）11 月营收同比增长 38%，环比下降 19%，同比增速仍保持较高水平。信骅指出，Q4 持续受益于美国、中国等数据中心及服务器客户需求稳健，且 Mini BMC 产品已开始量产出货；Q4 营运有望优于 Q3，而全年营收有望达成先前预期的 45% 成长水平。

图 8：联发科月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所

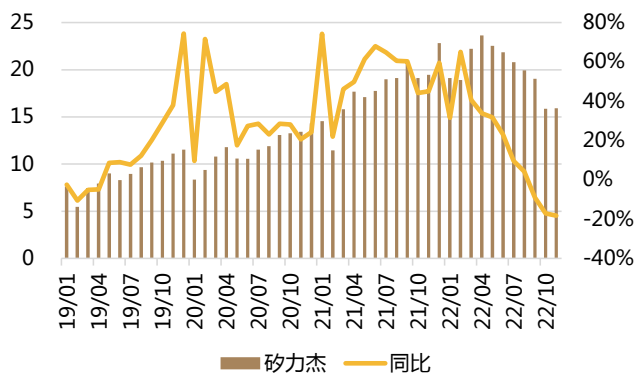
图 9：瑞昱月度营收（亿新台币）及同比



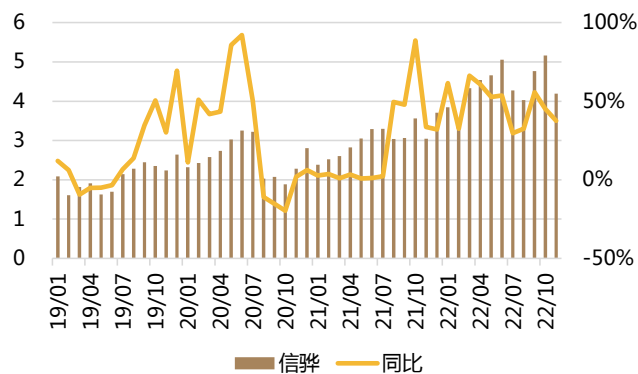
资料来源：Wind、德邦研究所

图 10：矽力杰月度营收（亿新台币）及同比

图 11：信骅月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所

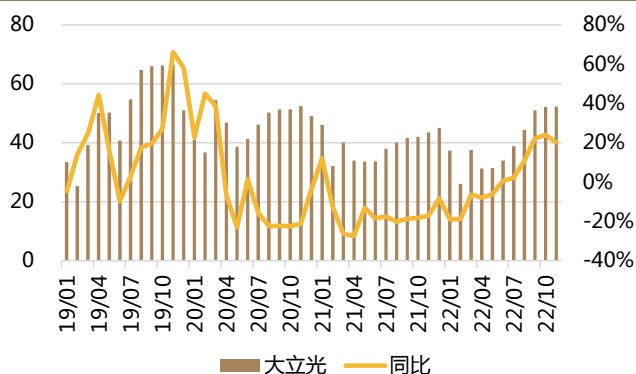


资料来源：Wind、德邦研究所

4. 面板厂商营收触底回升

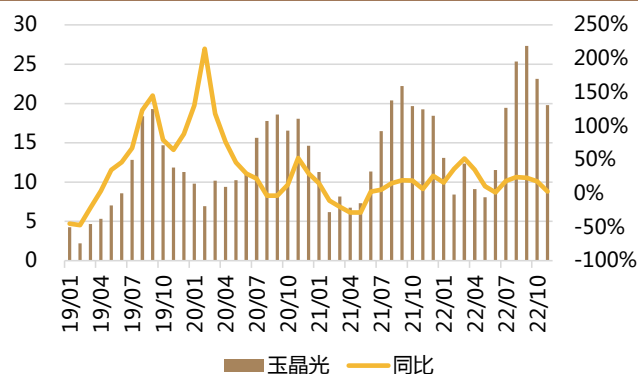
光学镜头厂商营收保持同比增长，Q4 预计进入淡季。大立光 11 月营收同比增长 20%，环比基本持平，继续创下今年以来营收新高。玉晶光 11 月营收同比增长 3%，环比下降 14%。展望未来，大立光指出，由于进入产业淡季，加上客户需求转弱，目前看来 12 月的拉货动力将较 11 月弱。玉晶光表示，Q4 因客户需求稍缓，导致营收环比走弱，但随着客户新产品应用需求提升（如 VR 等），对未来营运还是正面看待。

图 12：大立光月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所

图 13：玉晶光月度营收（亿新台币）及同比

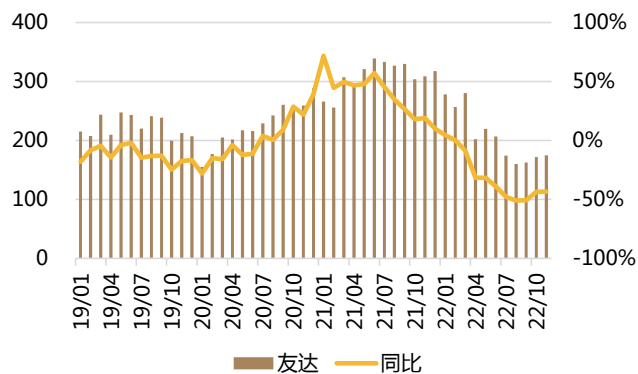


资料来源：Wind、德邦研究所

面板库存逐步降低，大尺寸面板出货量环比改善。友达和群创 11 月营收同比仍然保持较大跌幅（在-40%左右），但环比有小幅回升。从出货量来看，友达的总体出货量和群创的大尺寸面板出货量均环比提升，显示大尺寸显示产品需求的改善。友达表示，今年双十一、黑五销售受大环境影响同比下滑，不过随着库存降低，已看到需求回到正常拉货水平。群创也表示了类似看法，即随着产业库存降低，预期对明年拉货动力增长有帮助。

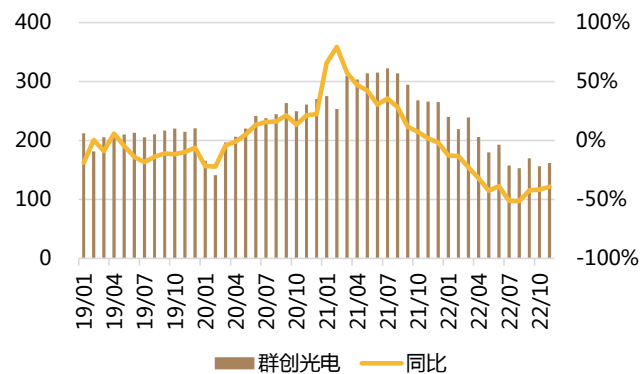
图 14：友达月度营收（亿新台币）及同比

图 15：群创光电月度营收（亿新台币）及同比



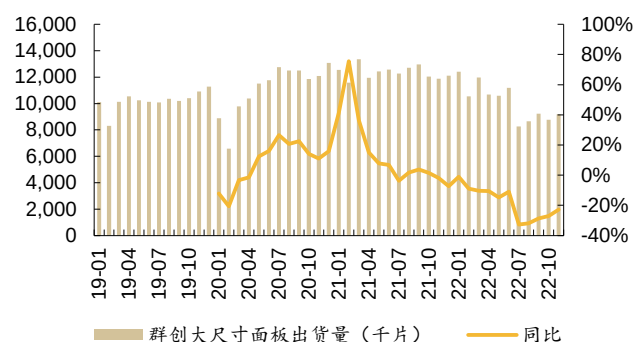
资料来源：Wind、德邦研究所

图 16：群创大尺寸面板出货量及同比

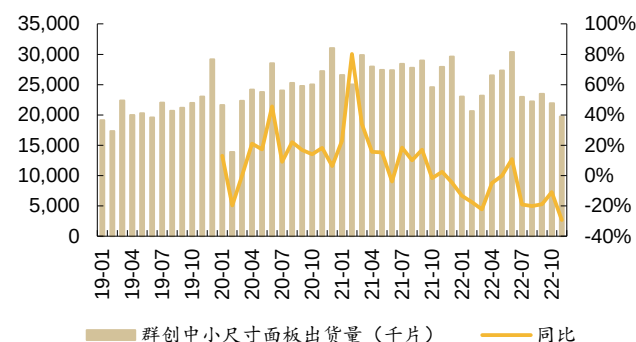


资料来源：Wind、德邦研究所

图 17：群创中小尺寸面板出货量及同比



资料来源：群创光电官网、德邦研究所



资料来源：群创光电官网、德邦研究所

5. 电路板：覆铜板厂商营收增速触底

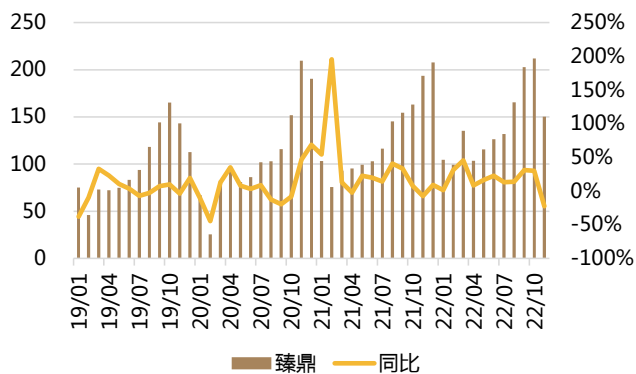
臻鼎短期出货受供应链影响。臻鼎 11 月营收同比下降 22%，环比下降 29%。臻鼎表示，因手机供应链出货不顺，导致 11 月部分订单拉货减少。随着供应链逐步恢复，公司将积极配合出货。臻鼎扩产进度按计划进行，明年深圳首座 ABF 工厂以及淮安高阶 HDI 工厂将量产。

欣兴电子看好 ABF 载板中长期需求。欣兴电子 11 月营收同比增长 23%，环比下降 5%。欣兴董事长曾子章表示，ABF 载板短期需求确实有降温，但在 5G、AI 和高性能计算等趋势带动下，仍看好 ABF 载板中长期需求；欣兴 Q4 营运情况至少可以持平 Q3。

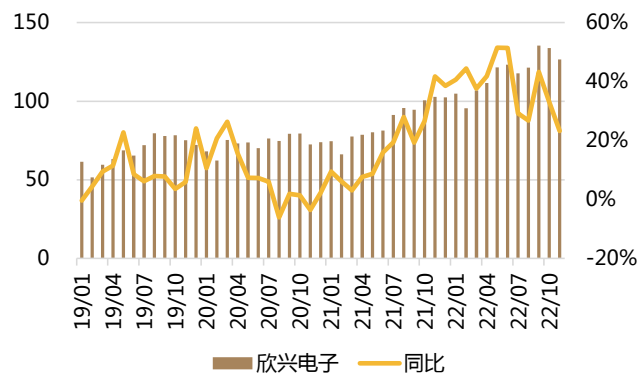
联茂营收环比反弹，但库存去化仍需时间。台系的覆铜板厂商（如联茂和台光电子）11 月营收同比虽然仍有一定降幅，但联茂环比开始出现 15% 的增长（创 5 个月来新高），而台光电子环比降幅也有所收窄。联茂表示，电子产品库存在持续调整中，预计库存去化要到明年上半年才会缓解。

图 18：臻鼎月度营收（亿新台币）及同比

图 19：欣兴电子月度营收（亿新台币）及同比

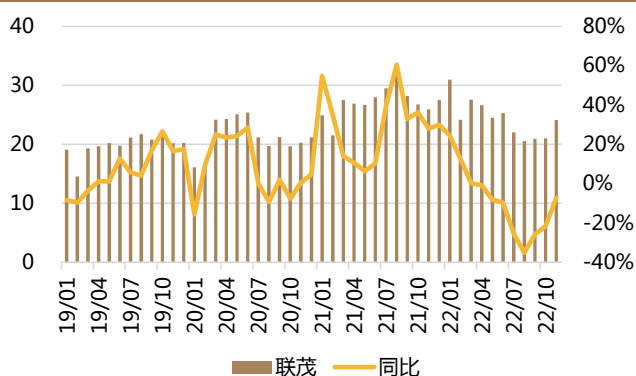


资料来源：Wind、德邦研究所



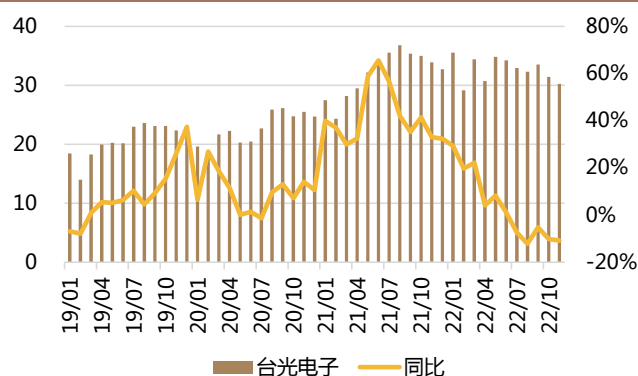
资料来源：Wind、德邦研究所

图 20: 联茂月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所

图 21: 台光电子月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所

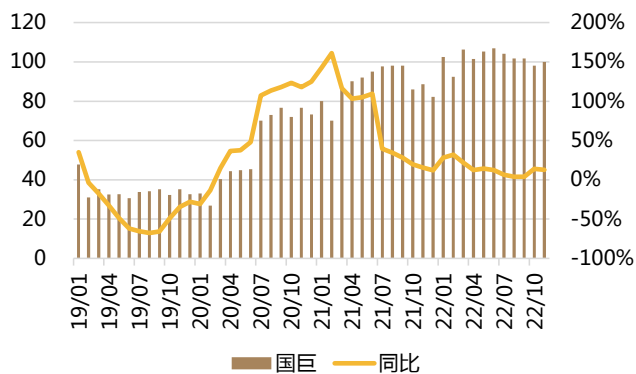
6. 被动元器件：库存逐渐去化，原厂营收环比小幅改善

国巨营收环比小幅改善。国巨 11 月营收同比增长 13%，环比增长 2%，环比小幅反弹。国巨表示，11 月营收环比增长的原因是中国厂区的工作天数恢复正常；国巨标准型产品库存及终端需求仍在持续调整中，而利基型产品订单则维持稳健动能。

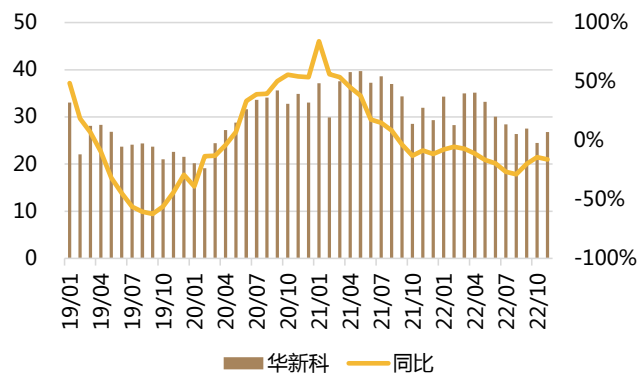
华新科营收环比小幅增长，表示客户恢复拉货。华新科 11 月营收同比-16%，环比增长 9%。华新科表示，随着库存逐渐去化，客户自 11 月开始恢复拉货。以华新科为代表的被动元器件公司过去较长时间内受到产品价格下跌以及库存积累的影响，营收一直保持疲软态势。随着库存逐步去化，预计后续被动元器件的价格压力逐步减小，且终端需求的改善将提升各厂商的出货情况。

图 22: 国巨月度营收（亿新台币）及同比

图 23: 华新科月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所



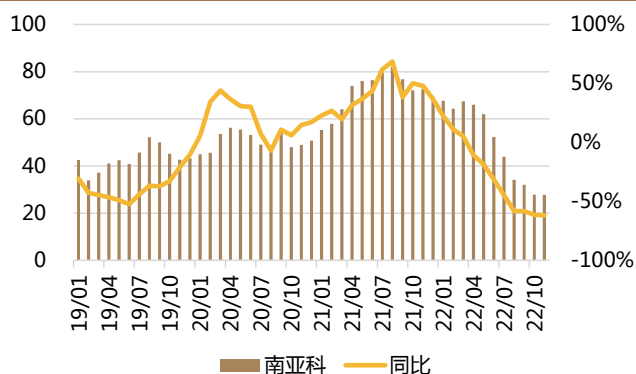
资料来源：Wind、德邦研究所

7. 存储产品价格探底，厂商营收走低

台系存储厂商营收同比降幅略有扩大。南亚科 11 月营收同比下降 62%，环比略微下降；旺宏 11 月营收同比下降 42%，环比下降 26%，创今年以来新低。南亚科指出，DRAM 产品销售量、销售价格齐跌是 11 月营收同比下降的主要原因。旺宏 Q4 预计减产 20-25%来面对市场冲击。

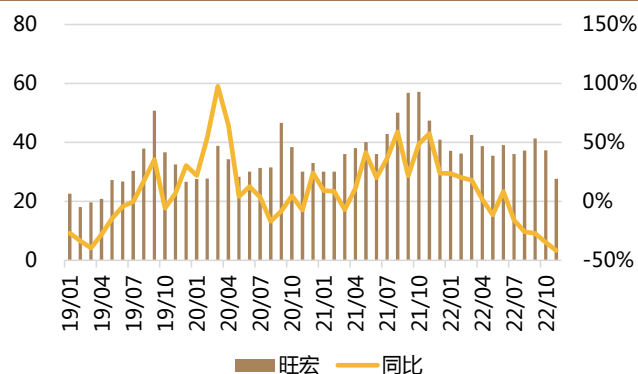
DRAM 价格保持弱势，NAND Flash 价格波动平稳。根据 DRAMexchange 数据，11 月 DRAM 现货价格仍处于下跌趋势，而 NAND Flash 价格波动较为平稳。11 月环比来看，4Gb DDR3 的现货价格环比下降 5.5%，而 8Gb DDR4 现货价格环比下降 6.8%。

图 24：南亚科月度营收（亿新台币）及同比



资料来源：Wind、德邦研究所

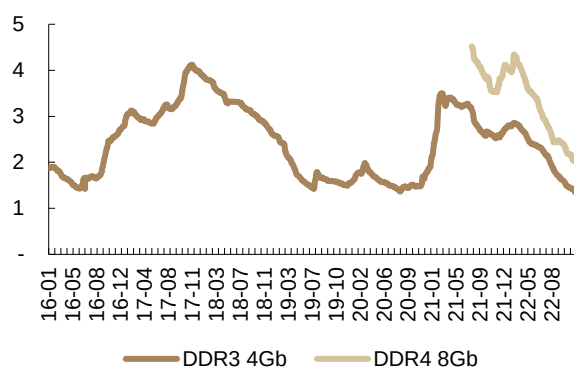
图 25：旺宏月度营收（亿新台币）及同比



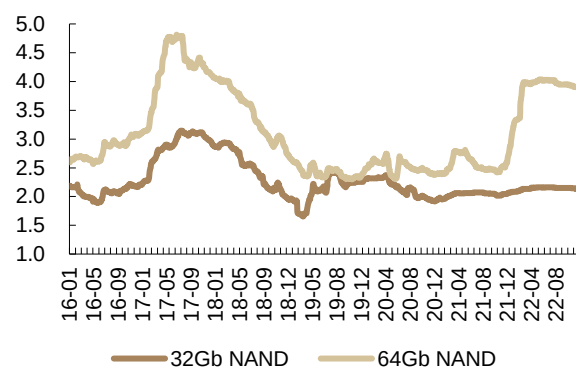
资料来源：Wind、德邦研究所

图 26：DRAM 存储现货平均价（\$）

图 27：NAND Flash 存储现货平均价（\$）



资料来源：Wind、DRAMexchange、德邦研究所



资料来源：Wind、DRAMexchange、德邦研究所

8. 风险提示

下游需求不及预期、行业竞争加剧、贸易摩擦风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6 年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

徐巡，电子行业研究助理，上海交通大学经济学硕士，2 年以上电子行业研究经验，曾任职于凯盛研究院，覆盖功率半导体、半导体设备与制造等领域。

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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。