



建筑材料

中性（维持）

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

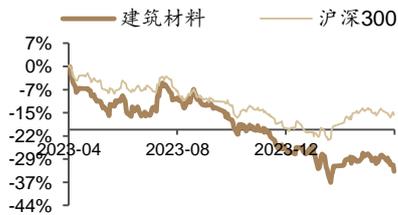
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 《周观点：玻纤粗纱细纱相继提价，重视行业反转机会》，2024.4.14
- 《玻纤行业至暗时刻已过，龙头安全边际或已建立》，2024.4.13
- 《伟星新材 (002372.SZ)：毛利率改善支撑业绩增长，分红加码提升股东回报》，2024.4.9
- 《周观点：3月百强房企销售同比依旧疲软，光伏玻璃4月报价上涨》，2024.4.7
- 《【德邦建材】周观点：关注低空经济发展为碳纤维带来新增量》，2024.3.31

3月行业数据点评：销售及新开工降幅边际收窄，持续性仍依赖政策发力

投资要点：

- 事件：**2024年4月16日，国家统计局公布2024年1-3月宏观投资数据。2024年1-3月全国固定资产投资（不含农户）10.00万亿元，累计同比+4.5%，增速较1-2月扩大0.3个百分点；3月固定资产投资额（不含农户）环比+0.14%。分项来看，2024年1-3月基础设施建设投资（不含电力）累计同比+6.5%，增速较1-2月扩大0.2个百分点，其中，铁路运输业投资累计同比+17.6%，增速较1-2月减少9.4个百分点，道路运输业投资累计同比+3.6%，增速较1-2月减少4.7个百分点。
- 2024年1-3月全国房地产开发投资2.21万亿元，累计同比-9.5%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点；其中住宅投资完成额1.66万亿元，累计同比-10.5%。2024年1-3月商品房销售面积约2.27亿平方米，累计同比-19.4%，降幅较1-2月收窄1.1个百分点。2024年1-3月房屋新开工面积累计1.73亿平方米，累计同比-27.8%，降幅较1-2月收窄1.9个百分点；房屋施工面积累计67.85亿平方米，累计同比-11.1%，降幅较1-2月扩大0.1个百分点；房屋竣工面积累计1.53亿平方米，累计同比-20.7%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点。由于统计局不再公布土地购置面积等土地市场指标，我们选择财政部口径来替代，2024年1-2月地方本级政府性基金收入中，国有土地使用权出让收入累计5625亿元，同比持平。
- 2024年1-3月全国水泥累计产量3.37亿吨，累计同比-11.8%，降幅较1-2月扩大10.2个百分点。2024年1-3月全国平板玻璃累计产量2.48亿重量箱，累计同比+7.8%，增速较1-2月扩大0.1个百分点。
- 房地产需求：高基数下销售降幅边际收窄，持续性仍依赖政策呵护。**2024年1-3月商品房销售面积合计约2.27亿平方米，在公告口径和计算口径下，分别同比-19.4%和-24.3%，降幅分别收窄1.1和0.6pct。在23年较高基数上销售出现降幅边际收窄，我们认为或主要系前期重点城市优化房地产调控政策，效果逐渐传导至销售端所致：1)中央：3月以来中央及监管部门持续释放稳市场信号，3月政府工作报告提出标本兼治化解房地产等风险，并提出优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持；3月22日国常会明确提出要进一步优化房地产政策。2)地方：多个核心城市相继优化楼市政策，其中北京取消离婚限购、杭州二手房限购全面放开、苏州、贵阳哈尔滨优化住房公积金政策。结构上来看，二手房修复仍明显好于新房，根据中指院，春节后至3月末重点城市二手住宅成交套数连续6周环比增长，3月北京、上海、深圳二手房成交量达23年4月以来最高水平，4月上半月重点城市二手房周均成交量与3月周均基本持平，市场保持活跃。二手房复苏或主要系以价换量带动成交，但一线城市价格降幅有所收窄，24年3月70大中城市二手住宅价格指数环比-0.7%，较上月收窄0.1pct，已连续4个月呈现收窄趋势。我们认为，当前地产基本面仍在底部盘整，高基数下销售降幅收窄体现出政策的有效性，但弱修复的持续性仍依赖政策的进一步发力。
- 房地产投资：新开工降幅收窄，投资端受竣工拖累降幅走阔。**24年1-3月房屋新开工面积/竣工面积/施工面积分别为1.73/1.53/67.85亿平，分别同比-27.8%/-20.7%/-11.1%，除新开工面积外同比降幅均较1-2月略微扩大。24年1-3月房地产开发投资完成额同比-9.5%，主要受竣工拖累较为明显。房企投资意愿及能力取决于房企资金，虽然当前在房地产融资协调机制下房企融资有所改善，但后端销售市场持续疲软下房企内部造血能力仍然偏弱，24年前三个月房企到位资金同比-26.0%，降幅扩大主要系个人按揭贷款和定金及预收款等销售相关项拖累。我们认

为，房企投资的企稳修复仍依赖于销售端的修复情况以及外部融资环境的改善，此外需关注“三大工程”建设落地情况，有望为房地产开发投资提供一定支撑。

- **3月固投及基建增速继续回升，看好资金落位后加快形成更多实物工作量。**2024年1-3月全国固定资产投资完成额累计同比增速4.5%，增速提升0.3pct，其中基础设施建设（不含电力）累计同比增速6.5%，增速提升0.2pct。资金面来看，地方政府1-3月专项债发行总额6341.55亿元，同比23年的1.36万亿今年新增专项债规模有所下降。根据国家发改委，近期已完成今年专项债券项目的初步筛选工作，目前已推送给财政部并反馈给各地方，这批项目数量充足、资金需求较大，为全年专项债券发行使用打下坚实的项目基础。此外，23年全部三批共1万亿元增发国债项目清单已于24年2月完成项目清单下达工作，将增发国债资金已经落实到约1.5万个具体项目，并将推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。我们认为，24年稳增长趋势不变，政府工作报告中提到从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，24年先发行1万亿，同时24年专项债达3.9万亿，同比增加1000亿，中央加杠杆支持经济复苏有望推动更多实物工作量落地，带动基建需求提速。
- **水泥：上周全国水泥价格继续有上涨，需求恢复低于预期。**供给端，供应压力较大，部分省份水泥企业计划再次阶段性错峰，但供大于求的局面难以改变；需求端，需求增长不足，北方部分省份需求仍有恢复性提升；成本端，燃料价格有小幅下降，生产成本暂时变动不大。**我们认为，城中村改造+万亿国债推动下24年地产及基建都有积极政策支持，当前节点看2024年，水泥需求有望受益于开工端企稳，有望呈现需求改善、利润修复趋势：**1) **城中村改造推进利好地产筑底企稳：**23年7月国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意义》后，21个超大特大城市城中村改造推进蓄势待发，截至10月各地上报住房城乡建设部城中村改造信息系统已入库城中村改造项目达162个。房地产投资趋势向下是影响水泥需求周期变化的关键因素，2022-2023年水泥市场持续下行导致行业利润快速收缩，而城中村改造、保障房建设、“平急两用”公共基础设施三大工程的推进或给当前低迷的市场带来一针强心剂，对于产业链的需求拉动产生积极作用。2) **万亿国债或对24年基建端产生积极效果：**23年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议上明确中央财政将在23Q4增发2023年国债1万亿元，并通过转移支付方式全部安排给地方，其中23年拟安排使用5000亿元，结转24年使用5000亿元。截至23年11月17日，财政部已在建立增发国债项目实施工作机制、加强部门协同+组织项目申报和审核，并向地方印发通知+按照国债发行计划，合理把握发行节奏，推动增发国债平稳顺利发行三方面取得最新进展。根据国家发改委披露，2023年增发国债第一批项目清单涉及近2900个项目，拟安排国债资金2379亿，第二批项目清单涉及项目9600多个，拟安排国债资金超5600亿元，截至23年12月前两批项目涉及安排增发国债金额超8000亿元，1万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。我们认为，地产与基建链仍是稳经济的重要一环，后续需求有望持续恢复，低估值、高分红的水泥板块将最受益。**建议关注龙头海螺水泥、华新水泥及弹性标的上峰水泥。**
- **玻璃：上周国内浮法玻璃市场价格跌幅收窄，中下游补货相对积极。**根据卓创资讯，上周国内浮法玻璃均价1729.05元/吨，较节前一周均价(1744.23元/吨)下跌15.18元/吨，跌幅0.87%，环比跌幅收窄。1) **需求及价格端：**在3月份中下游持续消化自身库存下，4月初社会库存降至偏低位，存一定补货需求。上周沙河区域小板成交放量带动市场氛围好转，多地量价齐升；2) **供应端：**月内个别产线仍存冷修计划，局部地区产能、产量存缩减预期，但总体供应仍处高位。库存看，原片厂库存向中下游转移，厂家库存压力下降；3) **成本端：**23年11月起纯碱价格迎来下降，玻璃盈利情况有所改善，但23年11月底后反弹上涨压缩行业利润空间，24年1月起新一轮下跌再次开启，上周纯碱市场止跌企稳，截止上周全国重质纯碱均价约1957元/吨。**我们认为，24年行业或呈现供需双升的紧平衡。**在当前浮法玻璃产能置换政策下，新增产能愈发困难，行业进入到存量产能博弈阶段；短期在盈利恢复的推动下，复产产线增多，浮法玻璃在产产能接近历史高位，淡季供给端压力或凸显；但对24年需求端来看，“保交楼”政策推动下，24年待交付的住房规模依旧较大，同时21年地产销售的高基数仍有望支撑24年的竣工，24年浮法玻璃或是供需双升的走势，价格呈现淡旺季波动，成本下行趋势下盈利或同比有所提升；同

时关注龙头企业产业链延伸的进展,带来新的业绩增长点。建议重点关注**旗滨集团、信义玻璃、金晶科技**。

- **投资建议:** 根据卓创资讯统计,粗纱全品类 3 月底实现普涨,涨价趋势延续至 4 月,截止 4 月 12 日,全国无碱 2400tex 缠绕直接纱均价约 3225 元/吨,较 3 月 22 日底部价格 3113 元/吨上涨 3.61%; 电子纱价格: 继 3 月中旬下游覆铜板龙头建滔集团提价后,电子纱价格陆续上涨,截止 4 月 12 日,全国电子纱 G75 市场均价约 7500 元/吨,电子布均价约 3.40 元/米,环比底部均上涨约 3%。
 - 1) 我们认为,3 月底粗纱及电子纱均进行提价的信号意义明显,表明 24Q1 或是行业底部,历经 2 年的下行周期,玻纤行业至暗时刻已过,龙头企业不管是估值还是经营底部安全边际或已建立,重视龙头(**中国巨石、长海股份、中材科技**)的底部反弹机会;
 - 2) 其次,关注 Q2 光伏玻璃盈利修复行情,4 月光伏玻璃价格上涨,上周 2mm 单层镀膜玻璃均价约为 18.25 元/平米,3.2mm 玻璃价格为 26.25 元/平米,较上月均呈现不同程度的上涨,4 月光伏组件排产持续走高,光伏玻璃持续去库+涨价落地,成本持续下降背景下 24Q2 业绩有望超预期,关注光伏玻璃企业(**旗滨集团、亚玛顿、信义玻璃、安彩高科**)等;
 - 3) 进入一季报窗口期,地产链整体预期不高,弱现实下企业业绩难超预期,相比国内需求弱复苏,出口链条相对较好(如 PVC 地板企业)。我们认为,上半年地产链或是政策催化阶段,目前所有地级及以上城市已建立房地产融资协调机制,万亿国债及新增 5000 亿 PSL 额度已全部发放完毕,“三大工程”或带来新的增量,下半年有望迎来基本面的改善。关注**经营稳健, Q1 业绩望平稳增长的北新建材、东方雨虹、青鸟消防; 高分红板块关注伟星新材**(23 年业绩实现正增长,零售业务占比高,经营稳健,经营质量优质)、**兔宝宝**(现金流充足,高分红)、**塔牌集团**(粤东水泥龙头,高分红);
 - 4) 非地产链建议关注中硼硅药包材快速放量的**山东药玻**(模制瓶龙头,中硼硅药包材保持稳定增长);
 - 5) 我们近期发布了深度报告《**碳纤维新领域,低空经济蓄势腾飞**》,关注低空经济政策落地带来的蓝海市场,当前订单量有望拉动千吨碳纤需求,看好低空经济等新兴领域为碳纤维带来的增量需求,建议关注:**吉林化纤**(公司产品已被亿航智能试用);**吉林碳谷**(国内最大的原丝供应商);**中复神鹰**(民用高性能碳纤维龙头,产能扩张进行时,成长确定性强);**光威复材**军用碳纤维龙头,产品已应用于无人机结构件,可用于 eVTOL 相关场景);
 - 6) 建筑板块建议关注央国企新一轮国改带来的修复行情,**中国中铁**(矿产资源重估)等八大央企,**中材国际**(海外订单快速增长,业绩稳健)等国际工程公司,其次关注低空经济基础设施建设对设计端的需求拉动,关注**华设集团**等。
- **风险提示:** 固定资产投资低于预期;贸易冲突加剧导致出口企业销量受阻;环保督查边际放松,供给收缩力度低于预期;原材料价格大幅上涨带来成本压力。

图表目录

图 1: 2024 年 3 月统计局房地产核心数据.....	5
图 2: 全国固定资产累计值及累计同比增速走势	5
图 3: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比增速走势	5
图 4: 铁路运输业投资额及累计同比增速走势	5
图 5: 道路运输业投资额及累计同比增速走势	5
图 6: 地方政府新增专项债券发行额度累计值	6
图 7: 地方政府新增专项债券发行额度当月值	6
图 8: 22 年 1 月-24 年 3 月地方政府新增专项债券当月投向	6
图 9: 2024 年 3 月地方政府新增专项债券投向	6
图 10: 商品房销售面积累计值及累计同比	6
图 11: 商品房销售额累计值及累计同比	6
图 12: 商品房销售均价累计值及累计同比	6
图 13: 商品房待售面积及去化周期	6
图 14: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)	7
图 15: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)	7
图 16: 2022 年 5 月-2024 年 3 月房地产政策放松统计	7
图 17: 2022 年 5 月-2024 年 3 月各线城市房地产政策放松统计	7
图 18: 房地产开发投资完成额趋势	7
图 19: 房地产开发投资完成额住宅投资趋势	7
图 20: 房屋施工面积趋势	7
图 21: 房屋竣工面积趋势	7
图 22: 新开工面积趋势	8
图 23: 国有土地使用权出让收入	8
图 24: 房地产开发企业到位资金累计值及累计同比	8
图 25: 房地产开发资金来源中国内贷款累计值及累计同比	8
图 26: 房地产开发资金中个人按揭贷款累计值及累计同比	8
图 27: 房地产开发资金中定金及预收款累计值及累计同比	8
图 28: 水泥产量趋势	9
图 29: 平板玻璃产量趋势	9

附:

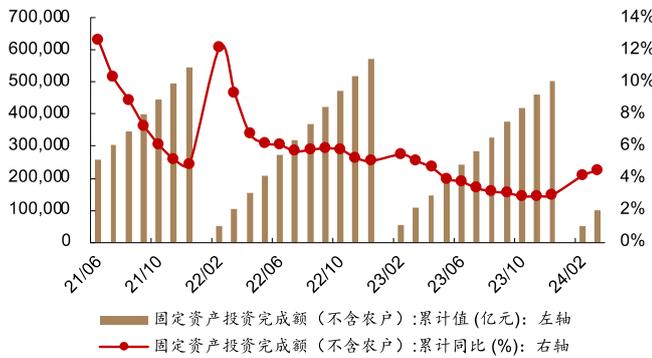
图 1: 2024 年 3 月统计局房地产核心数据

指标	累计数据	累计同比% (公告口径)	增速变动pct	累计同比% (计算口径)	单月数据			
					单月数据	环比	同比	
投资	房地产开发投资完成额(亿元)	22,082	-9.5%	-0.5	-15.0%	10,240	-13.5%	-16.8%
	房屋新开工面积(万平方米)	17,283	-27.8%	1.9	-28.3%	7,854	-16.7%	-25.6%
	房屋施工面积(万平方米)	678,501	-11.1%	-0.1	-11.3%	-	-	-
	房屋竣工面积(万平方米)	15,259	-20.7%	-0.5	-21.4%	4,864	-53.2%	-22.1%
	国有土地使用权出让-截止2月(亿元)	5,625	0.0%	13.2	-	5,625	-64.8%	0.0%
销售	商品房销售面积(万平方米)	22,668	-19.4%	1.1	-24.3%	11,299	-0.6%	-23.7%
	商品房销售额(亿元)	21,355	-27.6%	1.7	-30.1%	10,789	2.1%	-28.5%
	商品房平均售价(元/平方米)	9,421	-10.2%	0.9	-7.6%	9,548	2.7%	-6.3%
	商品房待售面积(万平方米)	74,833	-1,136	-	-	-	-	-
			(环比增加值)					
资金	房地产开发企业到位资金(亿元)	25,689	-26.0%	-1.9	-26.0%	9,496	-41.4%	-29.0%
	其中: 国内贷款	4,554	-9.1%	1.2	-8.8%	1,410	-55.2%	-6.4%
	其中: 定金及预收款	7,435	-37.5%	-2.7	-37.6%	2,805	-39.4%	-41.5%
	其中: 个人按揭贷款	3,643	-41.0%	-4.4	-41.1%	1,429	-35.4%	-46.9%

资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所; 注: 根据统计局官方释义, 公告口径按照可比口径计算, 报告期数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素, 不能直接相比计算增速, 相关基数调整涉及: 1) 加强在库项目管理, 对毁约退房的商品房销售数据进行了修订; 2) 加强统计执法, 对统计执法检查中发现的问题数据, 按照相关规定进行了改正; 3) 加强数据质量管理, 剔除非房地产开发性质的项目投资以及具有抵押性质的销售数据。

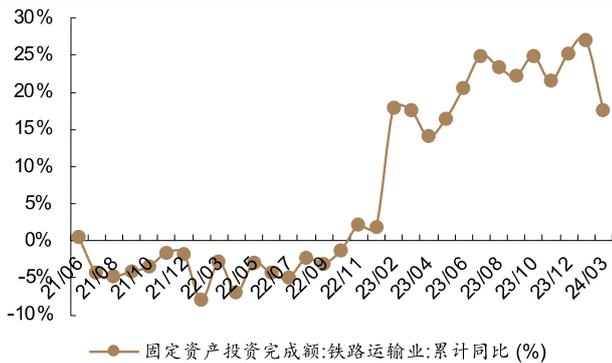
固定资产投资:

图 2: 全国固定资产累计值及累计同比增速走势



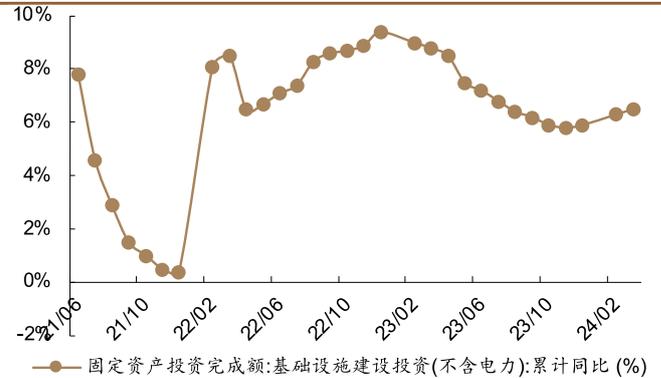
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 4: 铁路运输业投资额及累计同比增速走势



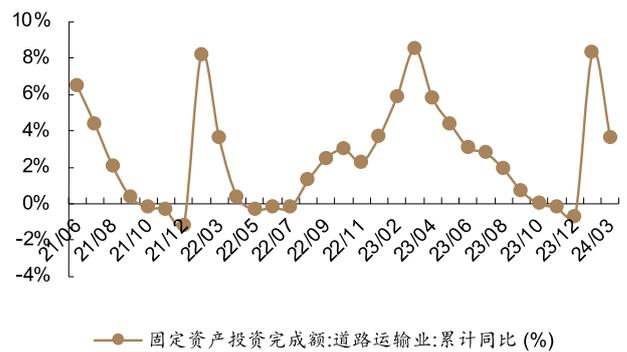
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 3: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比增速走势



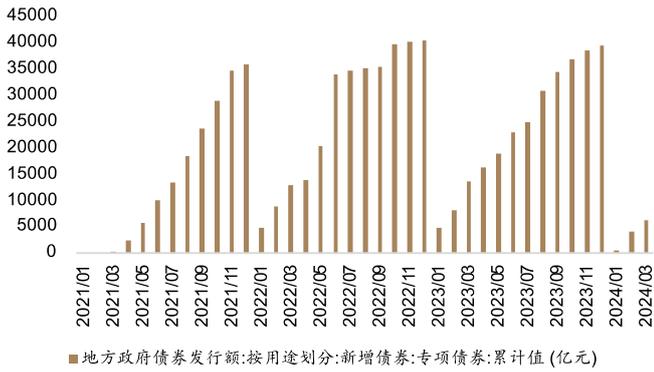
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 5: 道路运输业投资额及累计同比增速走势



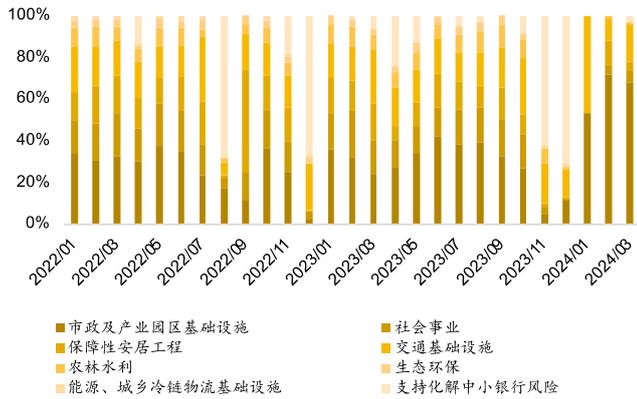
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 6：地方政府新增专项债券发行额度累计值



资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

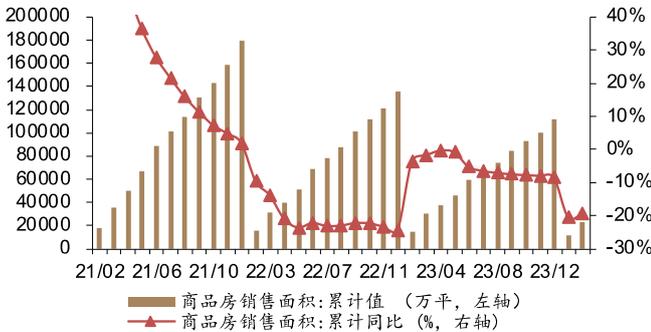
图 8：22 年 1 月-24 年 3 月地方政府新增专项债券当月投向



资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

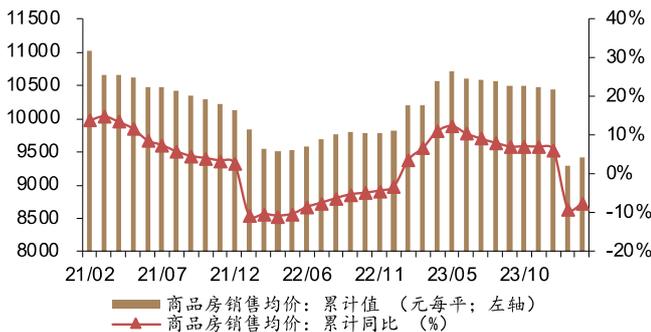
房地产销售：

图 10：商品房销售面积累计值及累计同比



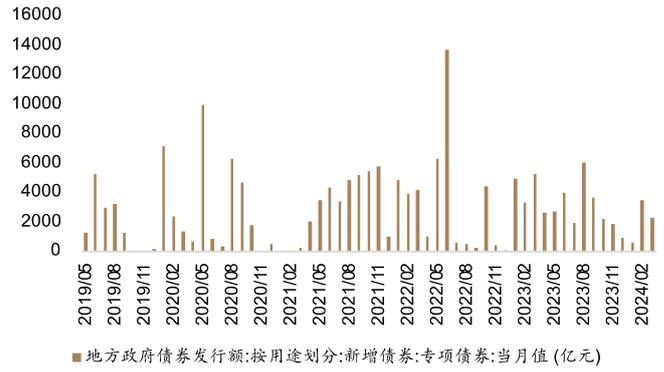
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 12：商品房销售均价累计值及累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 7：地方政府新增专项债券发行额度当月值



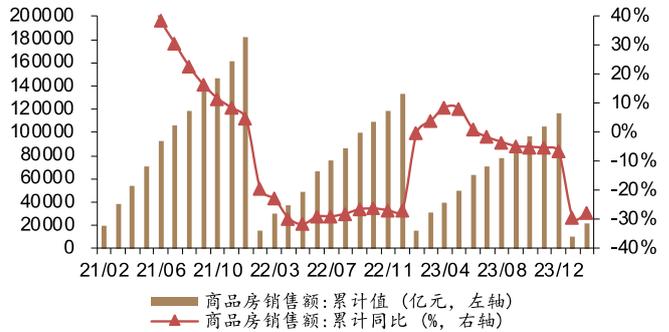
资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

图 9：2024 年 3 月地方政府新增专项债券投向



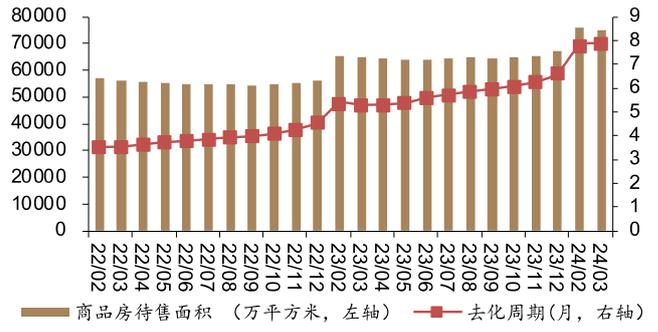
资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

图 11：商品房销售额累计值及累计同比



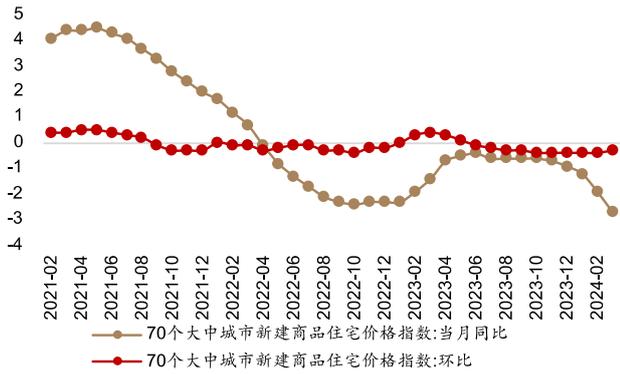
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 13：商品房待售面积及去化周期



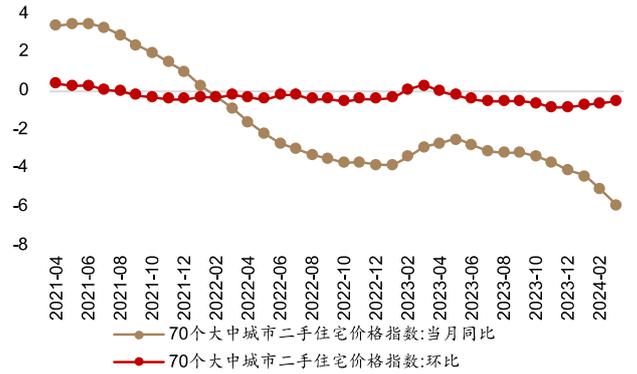
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 14: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)



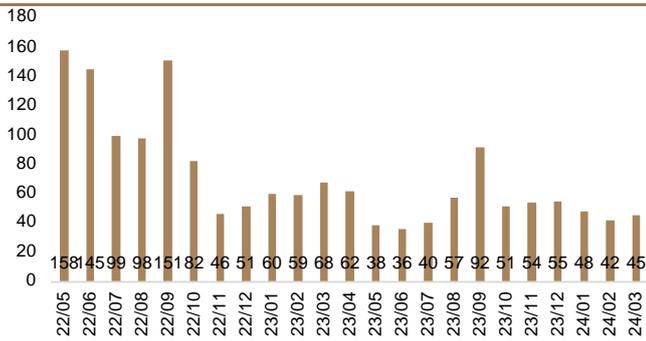
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 15: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)



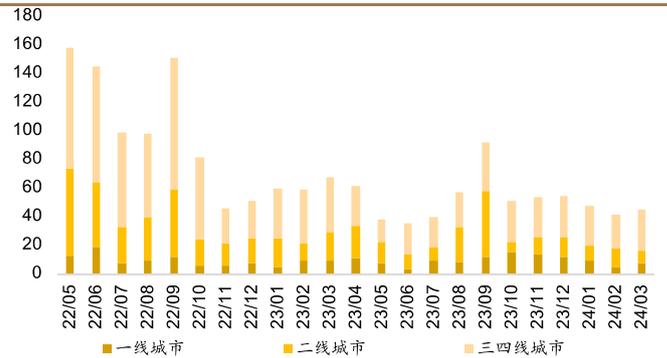
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 16: 2022 年 5 月-2024 年 3 月房地产政策放松统计



资料来源: 中指院, 德邦证券研究所

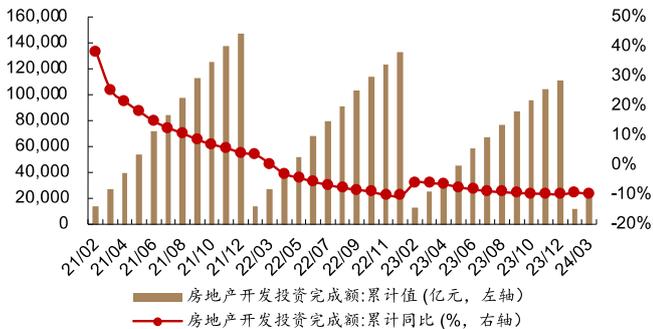
图 17: 2022 年 5 月-2024 年 3 月各线城市房地产政策放松统计



资料来源: 中指院, 德邦证券研究所

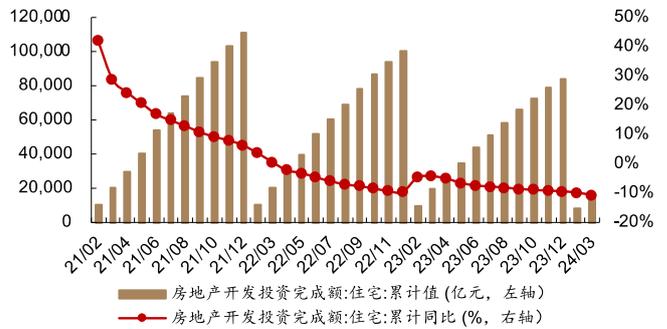
房地产投资:

图 18: 房地产开发投资完成额趋势



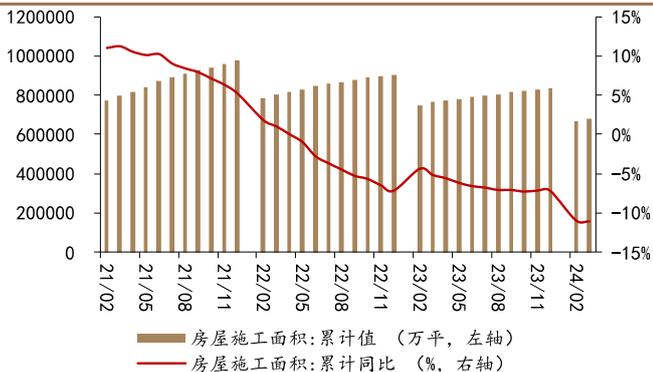
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所

图 19: 房地产开发投资完成额住宅投资趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所

图 20: 房屋施工面积趋势



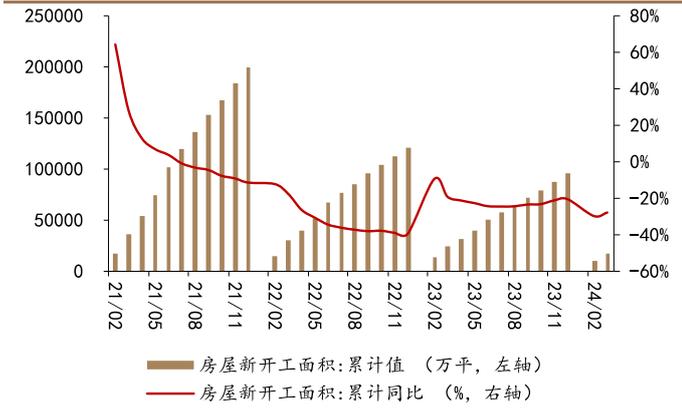
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 21: 房屋竣工面积趋势



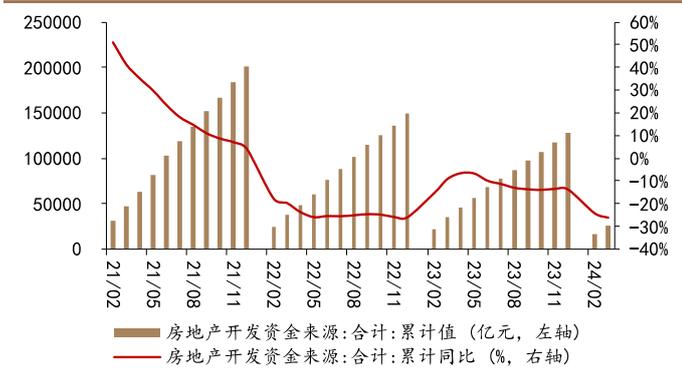
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 22: 新开工面积趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 24: 房地产开发企业到位资金累计值及累计同比



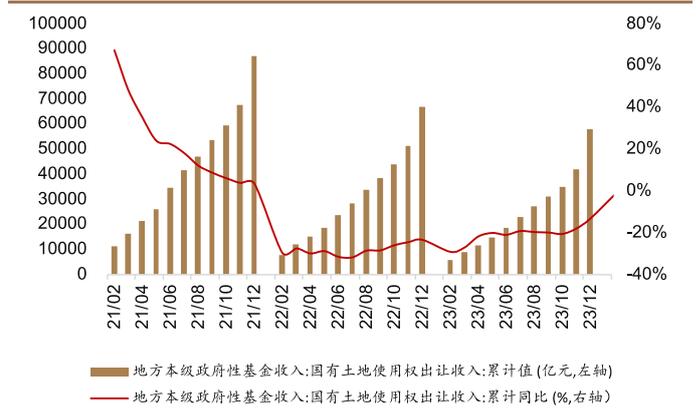
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 26: 房地产开发资金中个人按揭贷款累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 23: 国有土地使用权出让收入



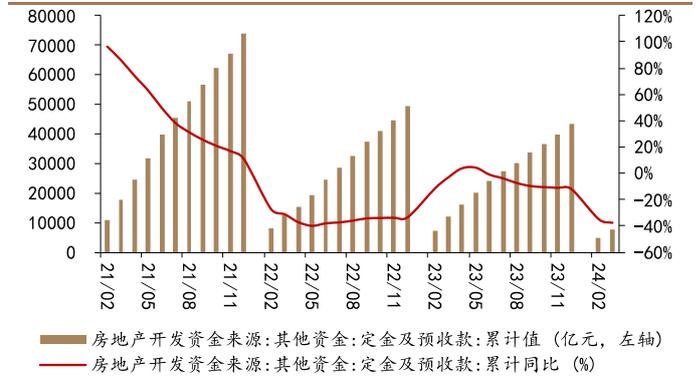
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 25: 房地产开发资金来源中国内贷款累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

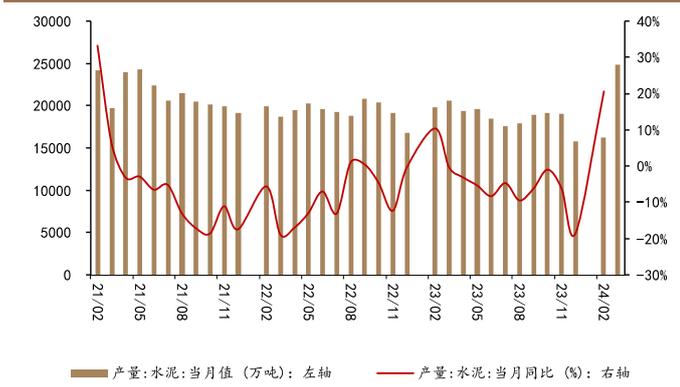
图 27: 房地产开发资金中定金及预收款累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

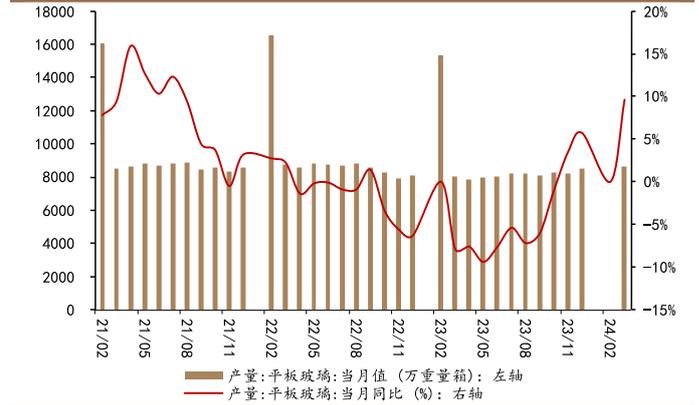
建材产量:

图 28: 水泥产量趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 29: 平板玻璃产量趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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；	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。
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。	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。