



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业深度

农用机械

优于大市(首次)

2024年8月5日

粮食安全是‘国之大者’,关注农机正当时



证券分析师

姓名：何思源

资格编号：S0120522100004

邮箱：hesy@tebon.com.cn

目录 CONTENTS

- 01 为什么关注农机
- 02 农机行业发展状况
- 03 高价值量产品介绍
- 04 投资建议

01

为什么关注农机

核心观点：

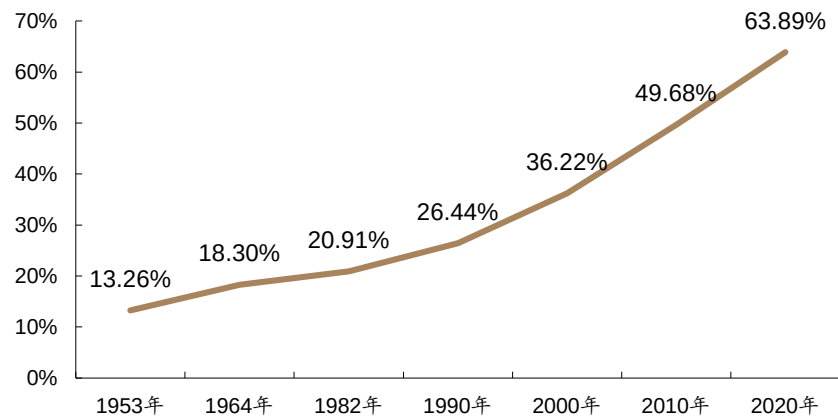
- 人口结构老龄化叠加农村/全国劳动力人口减少，需要更深度的农业机械化来帮助第一产业进行高效、科学粮食生产，以保障国民的粮食安全。

城镇人口比例

自建国以来，我国历次人口普查城镇人口比例逐年上升，城镇化高速发展带动经济腾飞的同时，也让农村人口比例逐年下滑。

自2000年开始，我国乡村人口绝对值也出现了明显下滑，第七次人口普查时，乡村人口所占比例已低于40%。

图：我国城镇人口比例（百分比）



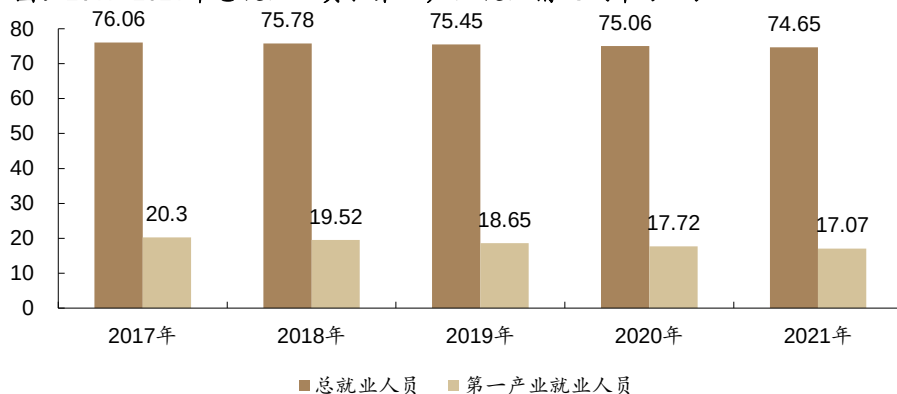
图：历次人口普查情况（万人、百分比）

普查年份	城镇人口	乡村人口	全国人口	城镇人口比重
1953	7726	50534	58260	13.26
1964	12710	56748	69458	18.3
1982	21082	79736	100818	20.91
1990	29971	83397	113368	26.44
2000	45844	80739	126583	36.22
2010	66557	67415	133972	49.68
2020	90199	50979	141178	63.89

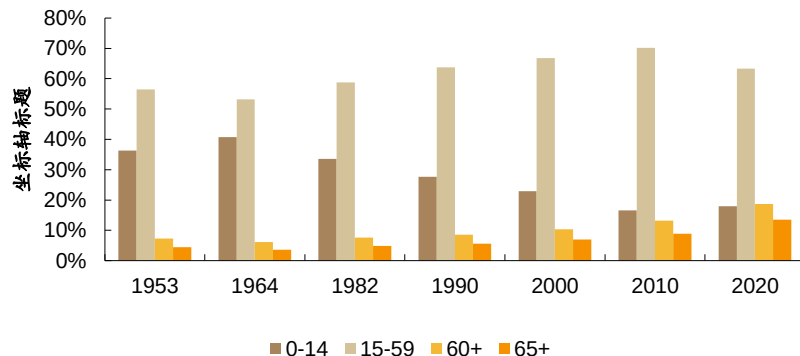
我国第一产业人员变动及主要劳动力总量变化趋势

- 我国第一产业（农业）的就业人口也已经呈现明显的下降趋势，2017年至2021年期间总体下降约16%。同时期我国总就业人口下滑约2%。
- 在我国粮食产量需要保障的大背景下，农村劳动力的减少必然会需要更多的机械化设备（更高的农耕效率）作为补充。
- 我国15-59岁（参与劳动人口）在1964年起就开始逐年上涨，在2010年前后达到高峰，在我国第七次人口普查时，劳动力人口出现了下降。
- 不仅农业，劳动力缺口对各行各业都是一种压力和伤害，长期来看，为了满足生产生活的需要，各行各业都需要逐步建立起更加现代化、自动化、智能化的新系统以解决我国日益凸显的老龄化问题。

图：2017-2021年总就业人员、第一产业就业情况（千万人）



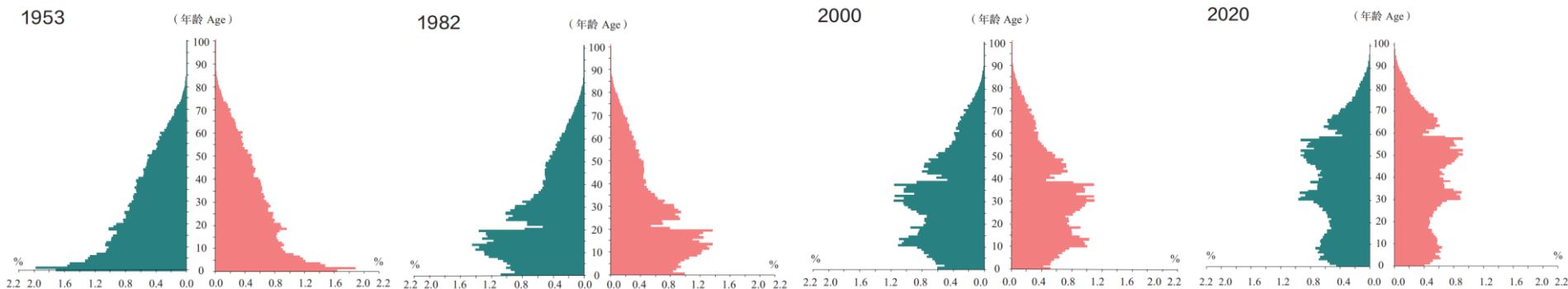
图：我国人口占比变化情况



人口老龄化趋势

- 1953年是我国首次人口普查，此时处在婴儿潮阶段，新增人口数量较高，也为未来的发展奠定了人力基础。
 - 1982年时，婴儿潮出生的年轻人大量从事劳动与工作，我国也是在此时期进入了高速发展阶段，人口红利逐渐显现；同时计划生育相关政策落地，新增人口数开始出现明显收窄。
 - 2000年前后我国新增人口数较婴儿潮已出现明显收窄趋势。
 - 2020年我国已逐渐出现人口老年化趋势，婴儿潮阶段为祖国添砖加瓦的的大批劳动力也逐渐走向暮年。
- 从人口结构来看（男左女右），我国人口总体呈现老龄化趋势。
- **未来更少的劳动力必须承担更多的耕作任务，更加高效的机械化耕种成为了最好的解决方案。**

图：我国人口结构变化情况（左侧为男性、右侧为女性）



发达国家第一产业占总人口的比重和我国对比情况

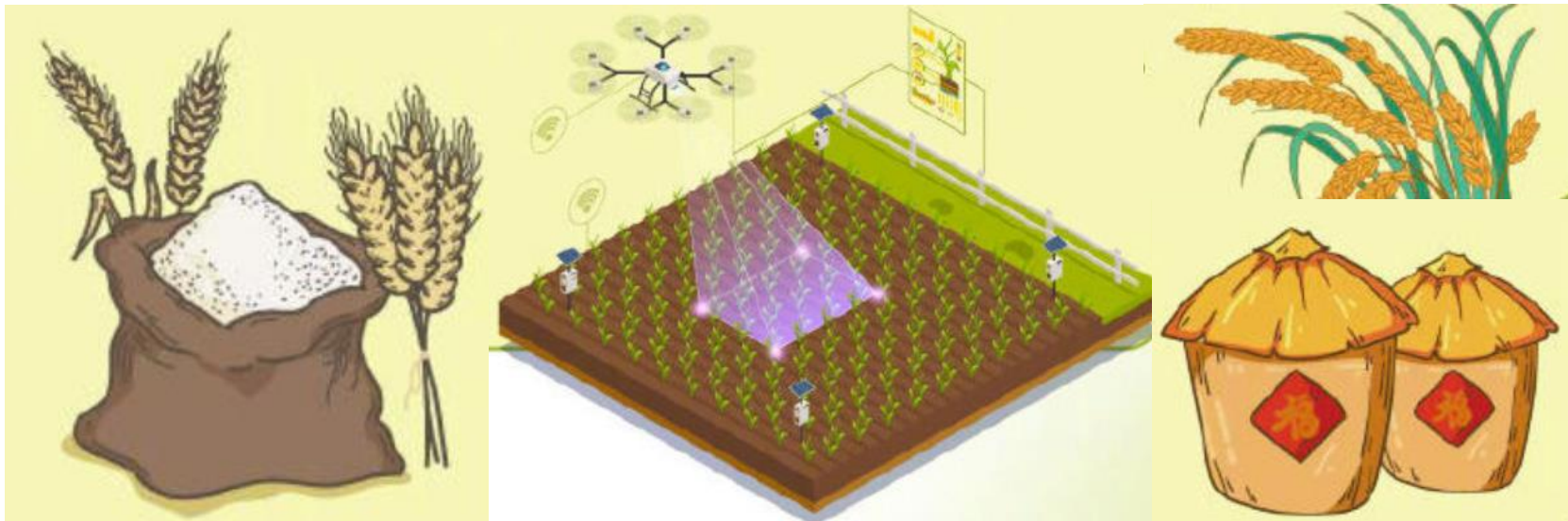
- 目前世界发达经济体的农业劳动力占总人口比例几乎都在15%以下，半数国家低于10%。
- 按照我国第一产业和全社会劳动力数据来看，我国农业劳动力人口占比约为23%，仍有较大的结构改善空间。

图：农业较发达国家相关数据

国家	农业机械化起始时间及历时				
	农业机械化开始年份(年)	基本实现机械化年份(年)	历时(年)	农业劳动力占总人口比例(%)	平均每个劳动力负担耕地面积(公顷)
美国	1910	1940	30	8.3	14.7
加拿大	1920	1950	30	7.2	39
英国	1931	1948	17	2.5	5.9
法国	1930	1955	25	15.6	3.8
意大利	1930	1960	30	12.8	2.5
日本	1946	1967	21	10.6	0.6
韩国	1976	1996	20	6.2	0.62

坚守耕地红线，提高机械化率成提高单产重要要素

- 习近平总书记指出：“粮食安全是‘国之大者’。悠悠万事，吃饭为大。” 2006年，国家统计局与原农业部基于当时人口、粮食亩产与复种指数等综合因素，计算出若确保2010年和2030年我国粮食自给率稳定在95%以上，则至少需要18亿亩耕地。同年的“十一五”规划纲要中，明确18亿亩耕地红线，这也是18亿亩红线首次正式出现。2024年中央一号文件明确指出，把粮食增产的重心放到大面积提高单产上，确保粮食产量保持在1.3万斤以上；同时提高对部分农产品的最低收购价，给农户增添“耕种安全感”。
- 24年中央一号文件中明确提出提高小麦最低收购价，合理确定谷物最低收购价。继续实施地力保护补贴和玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴政策。



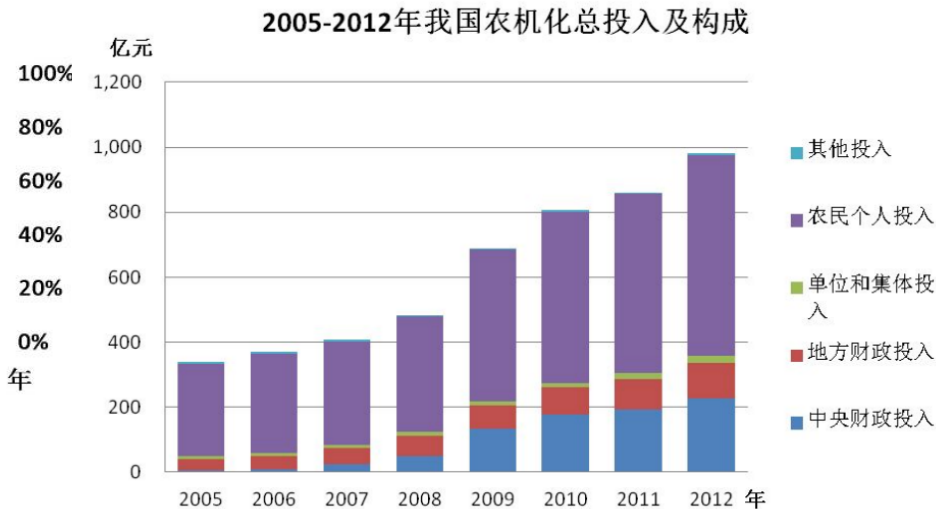
农机化经营总收入不断提升、财政投入逐渐成重要力量

- 1985至2012年期间，我国农机化经营总收入逐年提升，同时能够明显看出，中央及地方财政对农机的补贴逐渐成为了推动农机规模提升的重要力量。

图：1985-2012年我国农机化经营效益情况



图：2005-2021年我国农机总投入构成



02

农机行业发展状况

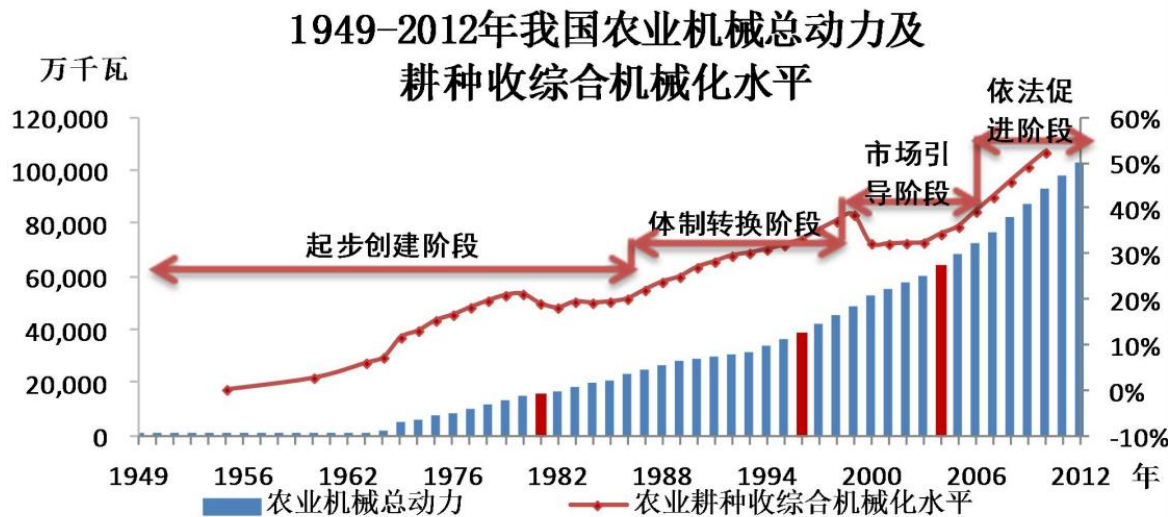
核心观点：

- 经过数十年的推动，目前我国主粮的机械化水平已经较高。
- 农机购置税补贴对行业集中度具有较大影响。
- 我国农机行业规模呈现温和上升态势

农机发展历史

- 1949-1977年为创建起步阶段，是以计划经济体制为标志，从无到有逐步发展，奠定我国农业机械化基础的阶段
 - 1978-1995 年为体制转换阶段，是以农机户成为农机投资和经营主体为标志，是我国农业机械化由计划经济逐步转向市场经济过渡的阶段
 - 1996-2003年为市场引导阶段，是以跨区作业标志，农业机械化向社会化、市场化方向大发展的阶段
 - 2004年以来的依法促进阶段，是以《农业机械化促进法》颁布实施为标志，农业机械化进入法制化发展的阶段。
- 在各个发展阶段，农业机械总动力、综合机械化水平总趋势持续上升，农业装备拥有量持续增加。

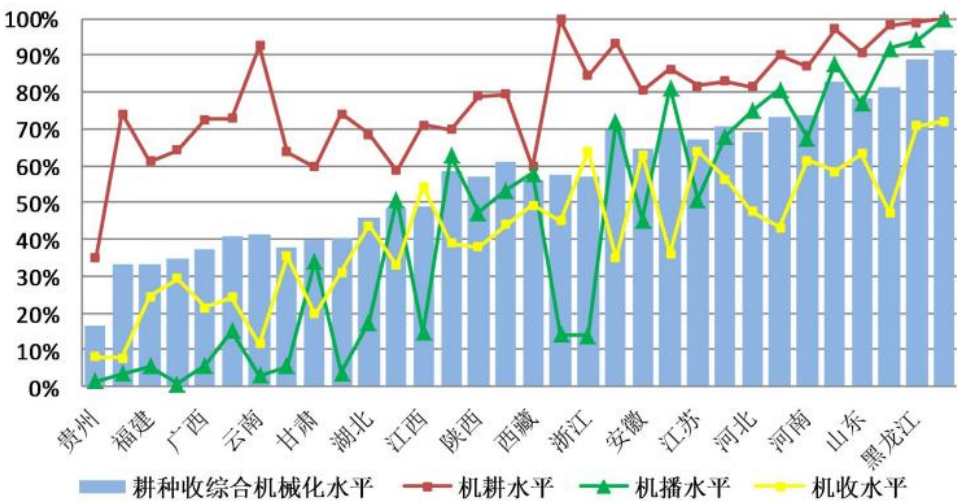
图：我国农业机械化动力及机械化水平



我国农业机械化水平变化趋势

- 由于我国幅员辽阔、地形多样、种植品种繁多、经济发展水平也不平衡等，每个地区农业机械化水平也存在较大差异。

图：我国各地区农业机械化水平



图：全国各地区山地丘陵比例

全国各地区山地丘陵比例



图：主要农作物综合机械化率

指标	2020	2021
小麦耕种收综合机械化率	97.19%	97.29%
小麦机耕率	99.93%	99.93%
小麦机播率	93.24%	93.48%
小麦机收率	97.49%	97.59%
水稻耕种收综合机械化率	84.35%	85.59%
水稻机耕率	98.35%	98.82%
水稻机播率	56.30%	59.11%
水稻机收率	93.73%	94.43%
玉米耕种收综合机械化率	89.76%	90.00%
玉米机耕率	98.27%	98.27%
玉米机播率	89.52%	90.02%
玉米机收率	78.67%	78.95%

我国中央财政农业机械购置补贴清单（2024-2026）



中央财政资金全国农机购置与应用补贴机具种类范围为 25 大类 55 个小类 155 个品目。
图：24-26年我国农业购置补贴产品清单

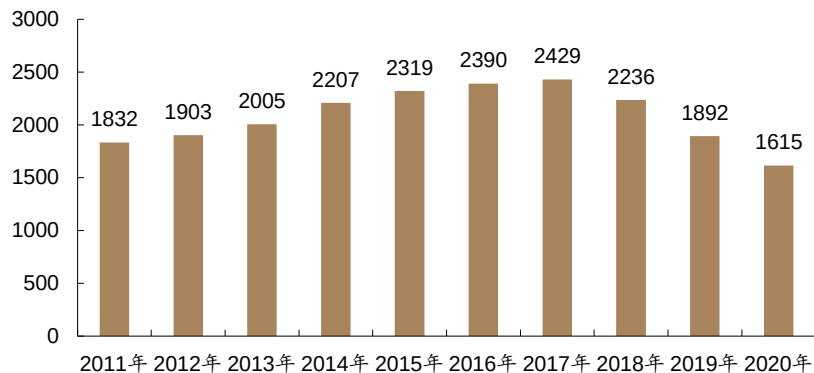
耕整地机械	种植施肥机械	田间管理机械	灌溉机械	收获机械
- 耕地机械 - 犁 - 旋耕机 - 微型耕耘机 - 耕整机 - 深松机 - 开沟机 - 挖坑（成穴）机 - 机耕（滚）船 - 整地机械 - 耙（圆盘耙、驱动耙） - 埋茬起浆机 - 起垄机 - 筑埂机 - 灭茬机（不含平茬机、宿根整理机） - 铺膜机 - 耕整地联合作业机械 - 联合整地机 - 深松整地联合作业机	- 种子播前处理和育苗机械 - 种子催芽机 - 苗床用土粉碎机 - 育秧（苗）播种设备 - 营养钵压制机 - 播种机械 - 条播机 - 穴播机 - 单粒（精密）播种机 - 根（块）茎种子播种机 - 耕整地播种机械 - 旋耕播种机 - 铺膜（带）播种机 - 秸秆还田整地播种机 - 栽植机械 - 插秧机 - 抛秧机 - 移栽机 - 施肥机械 - 施肥机 - 撒（抛）肥机 - 侧深施肥装置	- 中耕机械 - 中耕机 - 田园管理机 - 割草机 - 植保机械 - 喷雾机 - 农用（植保）无人驾驶航空器 - 修剪防护管理机械 - 修剪机 - 枝条切碎机 - 去雄机 - 埋藤机 - 农用升降作业平台	- 喷灌机械 - 喷灌机 - 微灌设备 - 微喷灌设备 - 灌溉首部	- 粮食作物收获机械 - 割晒机 - 玉米剥皮机 - 脱粒机 - 谷物联合收割机 - 玉米收获机 - 薯类收获机 - 棉麻作物收获机械 - 棉花收获机 - 油料作物收获机械 - 大豆收获机 - 花生收获机 - 油菜籽收获机 - 葵花籽收获机 - 糖料作物收获机械 - 甘蔗割铺（集条、集堆）机 - 甘蔗收集搬运机 - 甘蔗联合收获机 - 甜菜收获机 - 果菜茶烟草药收获机械 - 叶类收获机 - 果类收获机 - 瓜类采收机 - 根（茎）类收获机 - 秸秆收集处理机械 - 秸秆粉碎还田机 - 收获割台 - 大豆收获专用割台 - 玉米收获专用割台

资料来源：《2024—2026年农机购置与应用补贴实施意见》，德邦研究所

农机补贴政策演变情况

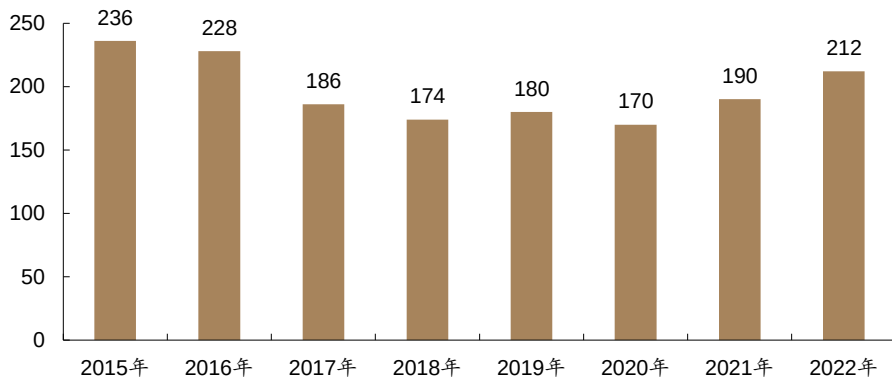
- 截至2020年底，农业机械行业中规模以上企业 1,615 家，行业集中度持续提升。
- 我国农机购置税补贴自2017-2020年期间出现较之前有一定递减，近几年农机购置补贴额度重新呈现增加趋势。

图：国内规模以上农机企业数量变化情况



■ 国内规模以上农机企业数量变化情况 (个)

图：我国农机购置税补贴情况 (亿元)

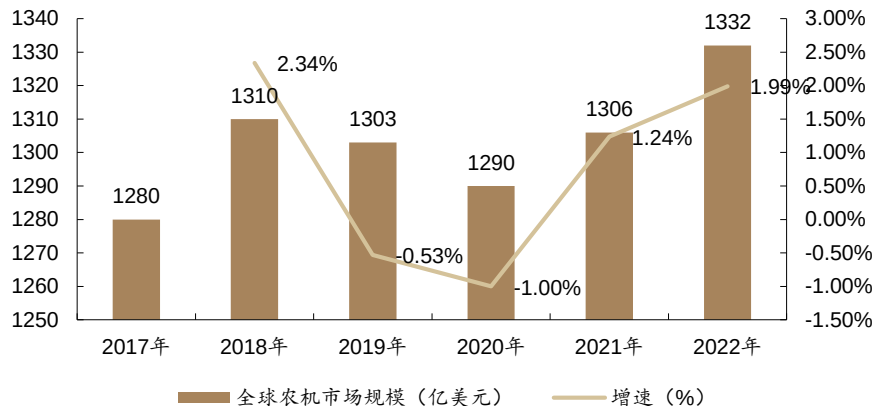


■ 我国农机购置税补贴变化情况 (亿元)

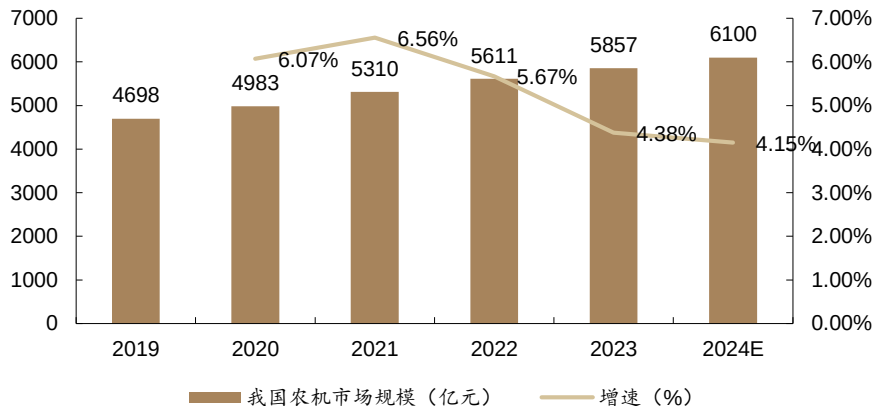
农机行业市场规模

- 2020年-2022年期间，全球农机市场规模呈上升趋势，我国农机市场长期处于温和上升趋势，随着未来劳动力紧缺导致更多的专业农机手进行种植及收割，市场存量更新换代需求有望持续增加。

图：2017-2022年全球农业机械市场规模及增速（亿美元、百分比）



图：2019-2024E中国农业机械市场规模变化及预测（亿元、百分比）



03

高价值量农机产品介绍

核心观点：

- 四大高价值量农机梳理，四大产品各有特点。
- 拖拉机及玉米机市场集中度较低，行业较为分散。
- 联合收割机及采棉机等产品相对集中。

拖拉机

- 主要用于农业的动力机器，种类很多，小型的用橡胶轮胎，大型的用履带。能牵引不同的农具进行耕地、播种、收割等。
- 拖拉机是由发动机，底盘、电气等系统组成的主要用于牵引和运输的多用途行走机械。

图：拖拉机展示图



拖拉机购置补贴情况



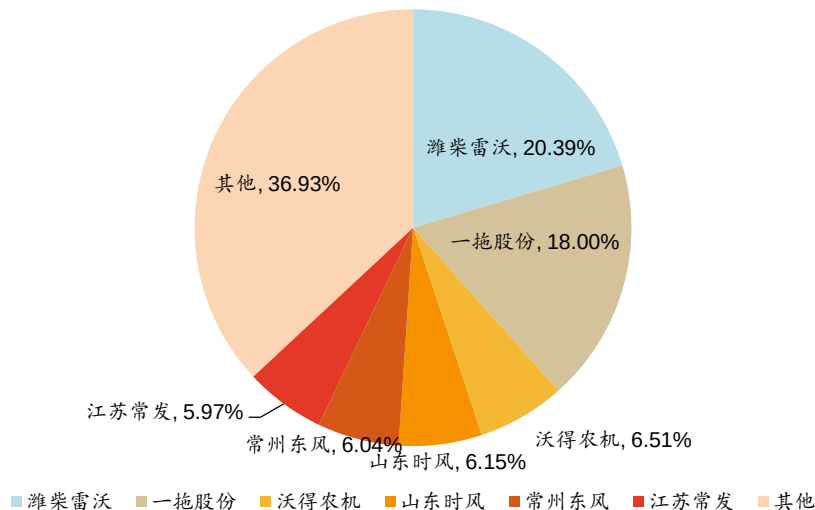
• 根据2023年购置税补贴情况来看，对大马力拖拉机发放的补贴力度明显优于中小马力拖拉机，补贴额度基本和马力呈正相关关系。

图：拖拉机购置税补贴情况

产品类型	产品细分品目	产品档次	产品单机补贴限额(元/台)	产品类型	产品细分品目	产品档次	产品单机补贴限额(元/台)
拖拉机	轮式拖拉机	20-30马力两轮驱动拖拉机	4700	拖拉机	轮式拖拉机	80-90马力四轮驱动拖拉机	18500
	轮式拖拉机	30-40马力两轮驱动拖拉机	6900		轮式拖拉机	80-90马力四轮驱动动力换挡拖拉机	21500
	轮式拖拉机	40-50马力两轮驱动拖拉机	7500		轮式拖拉机	90-100马力四轮驱动拖拉机	21500
	轮式拖拉机	50-60马力两轮驱动拖拉机	8200		轮式拖拉机	90-100马力四轮驱动动力换挡拖拉机	24500
	轮式拖拉机	60-70马力两轮驱动拖拉机	9000		轮式拖拉机	100-120马力四轮驱动拖拉机	24500
	轮式拖拉机	70-80马力两轮驱动拖拉机	11300		轮式拖拉机	100-120马力四轮驱动动力换挡拖拉机	27500
	轮式拖拉机	80-90马力两轮驱动拖拉机	13600		轮式拖拉机	120-140马力四轮驱动拖拉机	31900
	轮式拖拉机	90-100马力两轮驱动拖拉机	18400		轮式拖拉机	120-140马力四轮驱动动力换挡拖拉机	34900
	轮式拖拉机	100马力及以上两轮驱动拖拉机	24100		轮式拖拉机	140-160马力四轮驱动拖拉机	38800
	轮式拖拉机	20-30马力四轮驱动拖拉机	6200		轮式拖拉机	140-160马力四轮驱动动力换挡拖拉机	42800
	轮式拖拉机	30-40马力四轮驱动拖拉机	9000		轮式拖拉机	160-180马力四轮驱动拖拉机	45700
	轮式拖拉机	40-50马力四轮驱动拖拉机	9900		轮式拖拉机	160-180马力四轮驱动动力换挡拖拉机	49700
	轮式拖拉机	50-60马力四轮驱动拖拉机	10900		轮式拖拉机	180-200马力四轮驱动拖拉机	51200
	轮式拖拉机	60-70马力四轮驱动拖拉机	12000		轮式拖拉机	180-200马力四轮驱动动力换挡拖拉机	55200
	轮式拖拉机	70-80马力四轮驱动拖拉机	15300		轮式拖拉机	200马力及以上四轮驱动拖拉机	63200
					轮式拖拉机	200马力及以上四轮驱动动力换挡拖拉机	67200

- 农机大数据看板显示，截至2024年5月1日，2024年已补贴各种类型的拖拉机32230台。
- 从省区分布看，内蒙古补贴销量最多，达到5128台，占总量的15.91%；超过3000台的还有黑龙江和甘肃，分别为3729台和3217台，西藏1931台；超过1000台的还有辽宁（含大连）、山西、安徽、山东（含青岛）、河南、湖北、河北、江西和新疆等省区。
- 拖拉机双雄潍柴雷沃和中国一拖分获冠亚军，分别以6571台和5801台位居高位，双雄合计补贴销售拖拉机12372台，占总量的38.39%。

图：我国2024年1-4月（参与补贴）拖拉机市占率情况



拖拉机行业发展趋势

未来农业机械趋向高端化、智能化发展，大马力拖拉机是未来拖拉机市场的重点方向。《中国制造 2025》提出农业机械装备将朝着以信息技术为核心的智能化与先进制造方向发展；《“十四五”全国农业机械化发展规划》指出要大力推动机械化与智能信息技术相适应，引领推动农机装备创新发展；《关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》指出要加快先进农机研发推广，加紧研发大型智能农机装备。在“互联网+”及国家重大战略推动下，农业机械行业预计将推动物联网、北斗系统等新一代信息技术应用与农机作业融合，加速推进农业机械设备高端化和智能化建设，全面提升我国智能农机企业生产制造水平和产品质量。

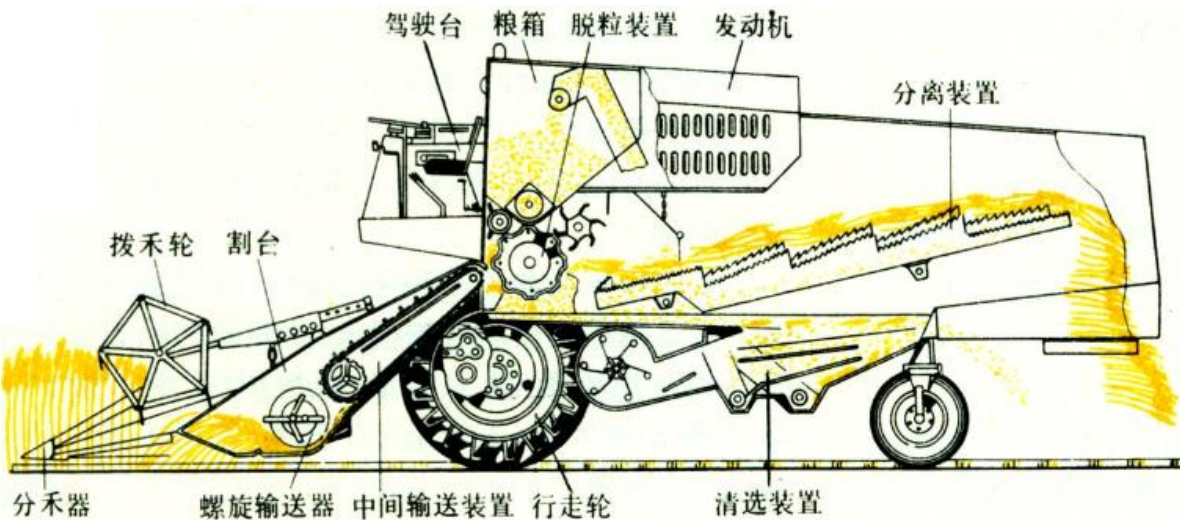
图：“一大（大马力）、一小（小型山地丘陵专用）”拖拉机展示



联合收割机

- 能一次完成收割、脱粒、分离、清选等工序的谷物收获机械。用其收割小麦，可比一般人工收割脱粒减少损失5~8%，还可大量节省捆扎、搬运、堆集和脱粒喂料所需的劳力，一台大型谷物联合收割机一天可收割小麦400~500亩。换装不同部件后还可收割大豆、水稻、玉米、油菜、牧草籽等。
- 按行走和配用动力的特点分，有自走式、牵引式、拖拉机配挂式；按作物的脱粒方式分，有全喂入型和半喂入型；按适应地形条件分，有普通型与坡地型。

图：联合收割机工作展示



联合收割机购置补贴情况（2021-2023）

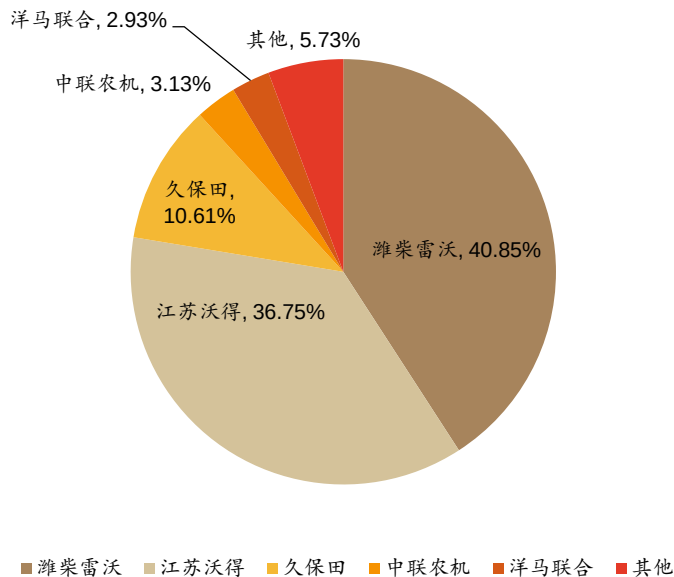
图：联合收割机补贴情况

产品类型	产品细分品目	产品档次	产品单机补贴 限额(元/台)
轮式谷物收割机械	自走轮式谷物联合收割机	6-7kg/s 自走轮式谷物联合收割机	37900
	自走轮式谷物联合收割机	7kg/s及以上自走轮式谷物联合收割机	40300
履带式谷物收割机械	自走履带式谷物联合收割机(全喂入)	4kg/s及以上自走履带式谷物联合收割机(全喂入)	31300

国内联合收割机（参与补贴）市场占有率

农机购置补贴公示数据显示，2023年补贴销售联合收割机55648台。2023年补贴销售的55648台联合收割机中，喂入量在3公斤及以上的机型有5.22万台。其中5大品牌补贴销量合计达到49210台，占总量的94.28%，品牌集中度较高。

图：2023年（参与补贴）联合收割机（喂入量3公斤及以上机型）市占情况



联合收割机行业发展趋势（国内）

• 目前我国头部企业联合收割机的性能已基本满足农业生产要求，在世界各国得到较广泛的应用。

今后的技术研究与发展重点有：

- ①提高机器喂入量。
- ②仍以自走式为主。
- ③继续扩大通用性，提高适应性。
- ④提高机器可靠性和使用寿命。
- ⑤不断改善驾驶员的环境和操作条件等。

图：联合收割机展示图



- 玉米收割机可实现摘穗、剥皮、果穗集箱、茎秆切碎还田或回收等多种功能。根据玉米收割机的收获方式、摘穗方式与动力提供方式的不同可进行多种分类。

图：玉米机展示图



图：玉米机分类情况

玉米收获机分类

根据收割方式分类

摘穗剥皮型玉米收获机

茎穗兼收型玉米收获机

青饲料收获机

玉米籽粒收获机

鲜食玉米收获机

根据摘穗方式分类

辊式玉米收获机

板式割台玉米收获机

根据动力提供方式分类

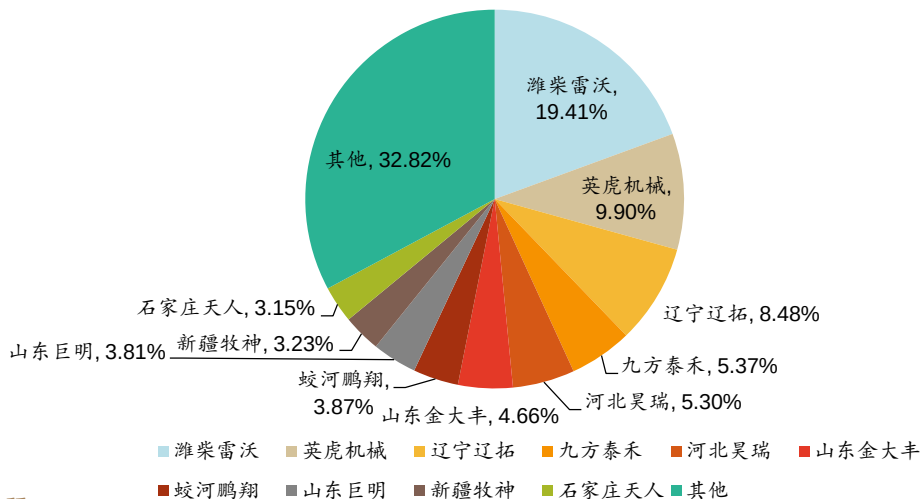
悬挂式玉米收获机

自走式玉米收获机

玉米机行业历史及现状

- 相较于国外，我国是一个玉米机械化收获发展较晚的国家，在80年代中后期，从国外样机引进、试用、研究、仿制、改进、逐步消化相关技术并进行自主设计。2000年后进入高速发展阶段，叠加购置税补贴等一系列惠农政策的实施，为我国玉米机械生产企业提供了广泛的市场和充足的资金，大大促进了行业发展。
- 由于我国各个地区的自然条件，包括土壤条件、气候条件、地形条件等不尽相同，农作物的分布具有很强的区域性，玉米主要集中在东北地区、黄淮海地区、西南地区 and 西北地区。玉米的区域性，导致各个地区对玉米作业机械的需求存在一定的差异。玉米机制造企业较多，市场集中度较低。

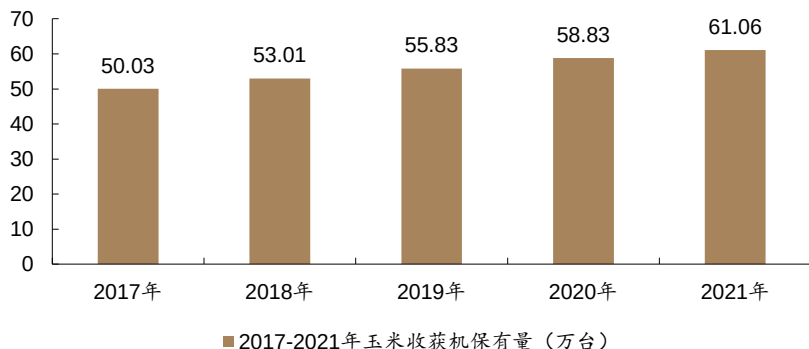
图：2023年（参与补贴）玉米机市占率情况



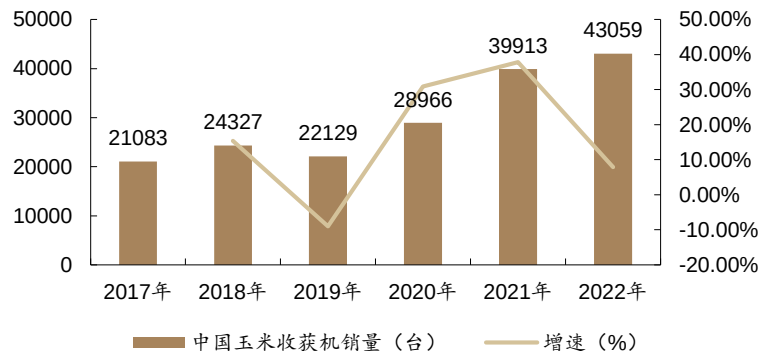
我国玉米机行业发展趋势

- 玉米收获机新增需求仍有较大提升空间：2021 年，我国玉米机收水平为 78.95%，相比于小麦机收水平 97.59%、水稻机收水平 94.43%，仍有较大提升空间。随着我国未来经济的升级转型和城镇化的发展，农村剩余劳动力将逐步减少，人工成本呈稳步上升态势，再加上土地流转和土地集约经营的发展，玉米收获机行业未来还有较大的发展空间和新增需求。
- 玉米收获机市场保有量大，更新换代频率较高，已形成持续的更新换代需求随着农机购置补贴政策的持续实施和玉米收获机工业的持续发展，我国玉米收获机市场保有量持续增长。2021年我国玉米收获机市场保有量为61.06万台，较上年增长 3.76%，较 2017 年增长 22.05%。
- 玉米收获机是玉米种植活动中不可或缺的工具，具有使用时间集中、使用频率较高的特点，一般使用 4 年左右即需要更新，专门从事跨区作业的用户甚至每年都需要更新购买。因此，即使玉米收获机行业达到较高的机收水平，玉米收获机更新换代的需求仍然存在。我国玉米收获机行业市场保有量大，已形成持续的更新换代需求。

图：玉米机保有量（万台）



图：玉米机市场销量情况（台）



棉花机

- 棉花机与联合收割机原理类似，能够大幅提高采棉效率，是集约化种植的必备农机。

图：棉花机展示



图：棉花机结构展示图

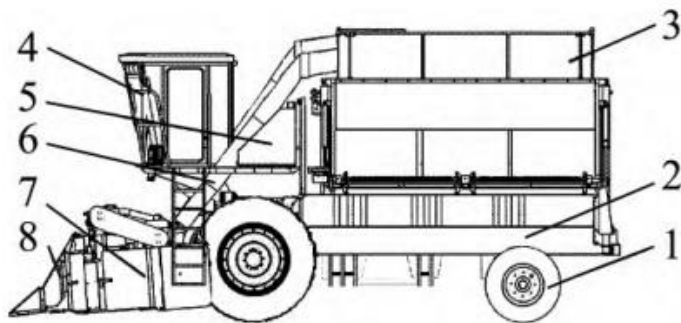


图 1 采棉机整机结构图

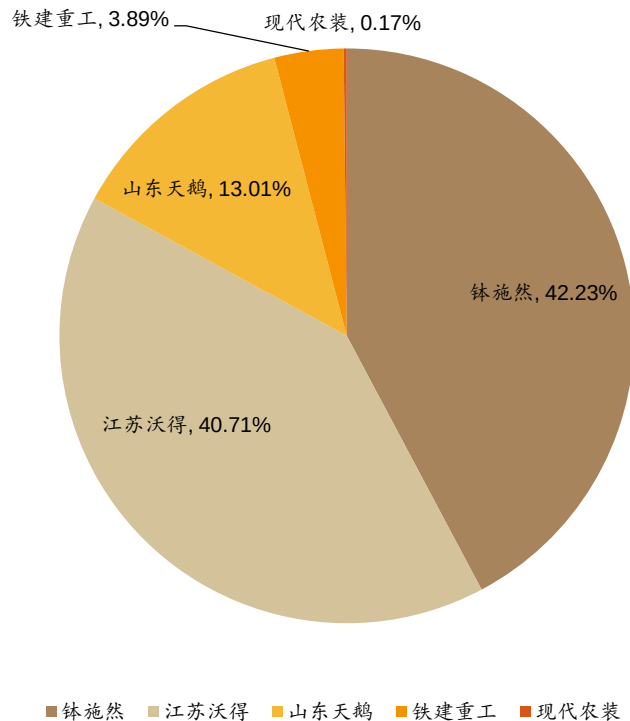
Fig. 1 Overall structure of cotton picker

- 1.轮胎 2.机架 3.集棉箱 4.驾驶室
5.水箱 6.风道 7.采摘头 8.扶禾器

棉花机行业特点及发展趋势

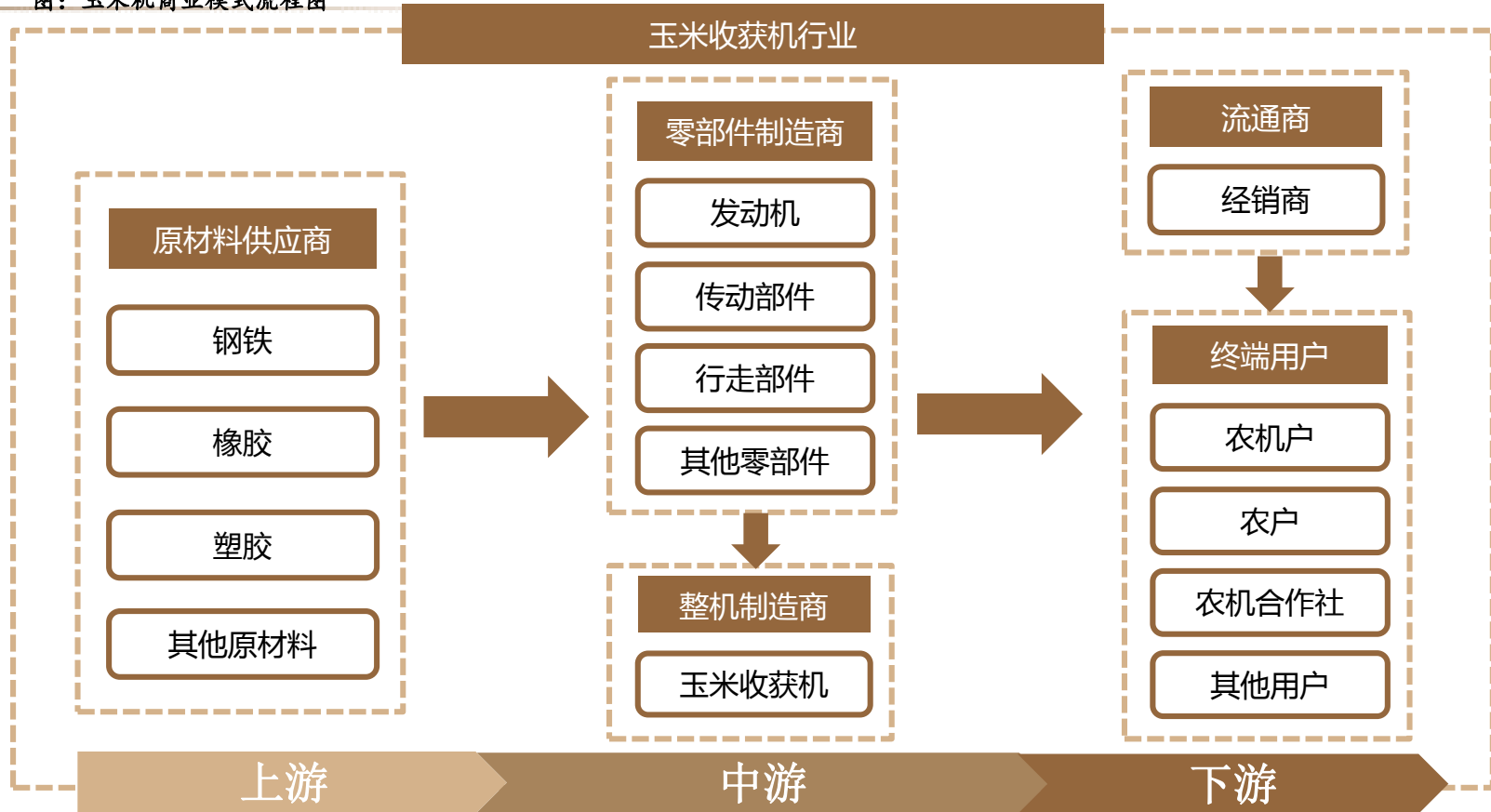
- 截至2023年10月，我国采棉机补贴派发企业仅5家。行业趋势方面，主要研发方向为割幅的增大，近几年企业纷纷研发6行机，而从2023年的补贴销量看，3行机重新成为主流。目前3行棉花收获机比较成熟。
- 根据农业农村部农机购置与应用补贴信息公开专栏指出：6行棉花收获机不如3行机的原因，可能是国产棉花收获机故障率比较高，如果同样的故障率，3行机在故障间隙可能还有时间干点活，而同样故障率的6行机，故障间隙时间要短1倍，作业时间也就短得多。因为棉花收获机作业中，只要1行采棉头出故障，就要停车检修。1个采棉头出故障，对于3行机影响的是3行，而对于6行机来说影响的是6行。

图：2023年（参与补贴）棉花机市占情况（截至2023年10月18日）



农机行业上下游（以玉米机为例）

图：玉米机商业模式流程图



04

投资建议与风险提示

核心内容：

- 投资建议
- 风险提示

建议关注：

1、农业购置补贴额度及报废补贴额度变化情况。

2、电动化技术推进情况。

建议关注：一拖股份

第一拖拉机股份有限公司前身第一拖拉机制造厂，创建于1955年，是我国“一五”期间兴建的156个国家重点项目之一，是中国农机行业的特大型企业。1997年，中国一拖集团有限公司将与拖拉机相关的业务、资产、负债、人员重组后进行股份制改造，依法设立了第一拖拉机股份有限公司，并在境外发行H股股票，于同年6月23日在香港上市。2012年8月8日，一拖股份在上交所挂牌交易，公司成为中国农机行业拥有“A+H”股资本平台的上市公司。

风险提示

- 1、未来农机购置补贴不及预期
- 2、原材料价格波动
- 3、农机更新换代不及预期

分析师与研究助理简介

何思源：经济硕士，十年买方&卖方投研究经验，新财富机械入围，2022年加入德邦证券任科创板&中小盘首席研究员。

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；	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。	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。

免责声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

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。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128