



宏观点评

证券分析师

张浩

资格编号: S0120524070001

邮箱: zhanghao3@tebon.com.cn

研究助理

戴琨

邮箱: daikun@tebon.com.cn

相关研究

价平量减、利润率钝化

——7月工业企业利润数据点评

投资要点:

- 核心观点:** 规上工业企业效益延续平稳恢复态势,但在国内消费较弱、外部环境复杂的大背景下,这一回升态势仍需巩固。7月企业利润三因素的总体贡献格局与6月类似,一是“价”依旧保持低位徘徊,但PPI降幅未再继续收窄;二是“量”端出现了边际走弱倾向,工增同比降速;三是“利润率”的钝化继续对利润增速的上行空间形成制约。结构方面,全部41个行业中有21个行业利润增速比上月累计加快或降幅收窄,总体回升面超过五成。装备制造业的单月利润份额明显下行,但累计利润份额仍保持平稳,随着专项设备更新的持续推进,预计装备制造业的利润份额仍将稳步提升。此外,在累计与单月视角下,公用事业的利润份额均进一步抬升,公用事业涨价线索进一步在企业利润中得以体现。向前看,工业企业弱补库延续、微观杠杆率仍未触底企稳,年内企业利润修复或继续,但整体弹性可能有限。
- 国家统计局发布7月份工业企业利润数据:** 1-7月份,全国规模以上工业企业实现利润总额40991.7亿元,同比增长3.6%,增速较1-6月份加快0.1个百分点。7月份,规上工业企业利润同比增长4.1%,增速比6月份加快0.5个百分点,连续两个月回升。
- 量-价-利润率拆分: 价平量减、利润率钝化。** 1) 量: 7月工业增加值同比5.1%,弱于6月的5.3%和1-6月的6.0%; 2) 价: 7月PPI同比-0.8%,持平于6月的-0.8%、好于1-6月的-2.1%; 3) 利润率: 利润率的总体提升仍然较弱,当前仍处于19年以来历史低位,1-7月营收利润率累计值为5.4%,较1-6月回落0.01个百分点,同比提高0.04个百分点。7月单月,营收利润率为5.31%,继6月抬升至6.40%后再度回落,可比口径下去年同期为5.25%,同比提升亦有限。从成本费用角度看,工业企业成本项压力在6月转弱后再度边际回升,费用项压力则边际减弱。
- 利润结构与利润格局: 公用事业涨价线索延续。** 从大类行业利润结构上看,7月采矿业、原材料工业、中间品制造业、装备制造业、消费品制造业、公用事业同比分别为-9.5%、8.4%、24.6%、6.0%、7.1%、20.1%,其中采矿业、原材料工业、装备制造业的利润增速环比提升;细分行业层面,全部41个行业中有21个行业利润增速比上月累计加快或降幅收窄,总体回升面超过五成;从行业利润格局上看,7月原材料工业、装备制造业的利润份额边际回落,而采矿业、中间品制造业、消费品制造业、公用事业的利润份额边际抬升。
- 库存周期: 弱补库延续。** 库存周期角度看,名义和实际库存均延续弱回补态势,价格因素影响下的实际库存增速更快。价格因素影响下的实际库存增速高于名义,而PPI降幅持平制约了实际库存增速的弹性。广义库销比再度回升指向销售的回升速度相比名义库存更慢,下游需求不足影响补库进度,目前工业企业库销比仍处历史高位,补库斜率或受到牵制,弱补库的现象可能持续。
- 微观杠杆率: 加杠杆意愿仍弱。** 企业微观杠杆率角度看,工业企业微观杠杆率环比修复、同比仍弱,显示当前企业加杠杆意愿仍然稍显不足。负债增速在3-5月连续企稳后再度下行,但资产增速7月的加速下行在分母端对微观杠杆率形成了一定支撑,但微观杠杆率环比修复、同比仍弱的现状显示当前企业加杠杆意愿稍显不足,微观杠杆率仍未触底企稳。
- 风险提示:** (1) 政策力度或落地效果不及预期;(2) 国际地缘政治局势变化超预期;(3) 规上工业企业效益数据不同期之间存在不可比因素,相关测算可能存在误差。

内容目录

1. 7月工业企业利润数据点评	4
1.1. 量-价-利润率拆分：价平量减、利润率钝化	4
1.2. 利润结构与利润格局：公用事业涨价线索延续.....	6
1.3. 库存周期：弱补库延续.....	9
1.4. 微观杠杆率：加杠杆意愿仍弱	10
2. 风险提示.....	11

图表目录

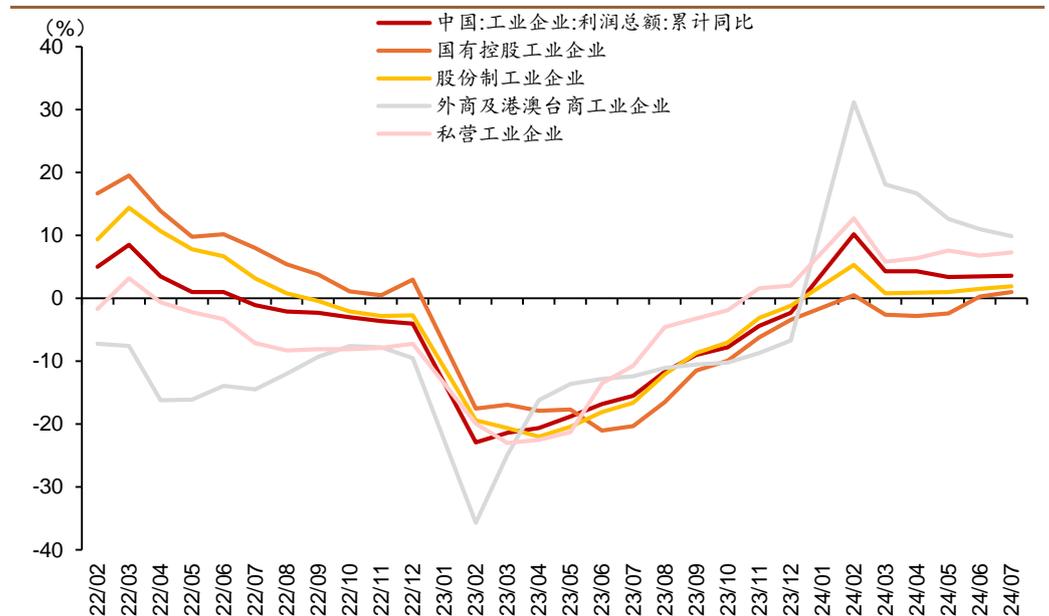
图 1: 工业企业利润总额 (分所有制)	4
图 2: 工业利润当月增速及三因素拆解	5
图 3: 量、价、利润率三因素走势	5
图 4: 工业企业利润率 (单月值)	5
图 5: 工业企业成本及费用项 (每百元营收)	5
图 6: 行业大类单月利润增速	6
图 7: 行业大类利润增速	6
图 8: 高技术产业工业增加值增速	6
图 9: 细分行业利润及增速	7
图 10: 大类行业利润份额占比	8
图 11: 细分行业利润份额	8
图 12: 名义及实际库存周期	9
图 13: 单月广义库销比走势	9
图 14: 行业大类实际库存增速	9
图 15: 企业微观杠杆率仍未触底企稳	10

1. 7月工业企业利润数据点评

国家统计局发布7月份工业企业利润数据：

1-7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额40991.7亿元，同比增长3.6%，增速较1-6月份加快0.1个百分点。7月份，规上工业企业利润同比增长4.1%，增速比6月份加快0.5个百分点，连续两个月回升。分所有制看，1-7月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额13917.3亿元，同比增长1.0%；股份制企业实现利润总额30514.6亿元，增长1.9%；外商及港澳台投资企业实现利润总额10184.9亿元，增长9.9%；私营企业实现利润总额11031.0亿元，增长7.3%。总体上看，规上工业企业效益延续平稳恢复态势，但在国内消费较弱、外部环境复杂的大背景下，这一回升态势仍需巩固。

图1：工业企业利润总额（分所有制）



资料来源：Wind，德邦研究所；均为累计同比。

1.1. 量-价-利润率拆分：价平量减、利润率钝化

按照“量-价-利润率”的框架拆分来看：

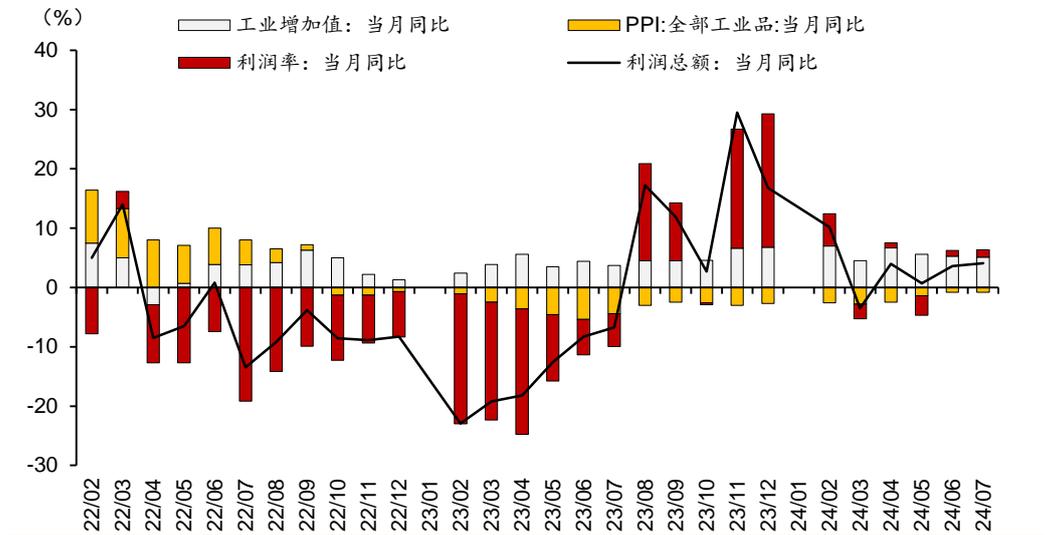
1) 量：7月工业增加值同比5.1%，弱于6月的5.3%和1-6月的6.0%；

2) 价：7月PPI同比-0.8%，持平于6月的-0.8%、好于1-6月的-2.1%；

3) 利润率：利润率的总体提升仍然较弱，当前仍处于19年以来历史低位，1-7月营收利润率累计值为5.4%，较1-6月回落0.01个百分点，同比提高0.04个百分点。7月单月，营收利润率为5.31%，继6月抬升至6.40%后再度回落，可比口径下去年同期为5.25%，同比提升亦有限。此外，从成本-费用角度看，工业企业成本项压力在6月转弱后再度边际回升，费用项压力则边际减弱。

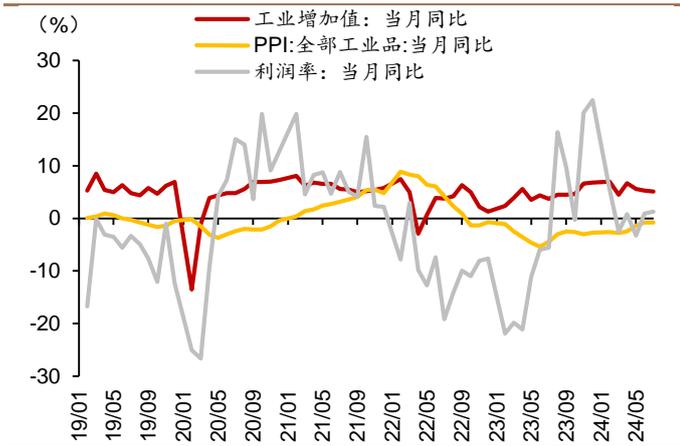
综合来看，7月企业利润三因素的总体贡献格局与6月类似，一是“价”依旧保持低位徘徊，但PPI降幅未再继续收窄；二是“量”端出现了边际走弱倾向，工增同比降速；三是“利润率”的钝化继续对利润增速的上行空间形成制约。

图 2：工业利润当月增速及三因素拆解



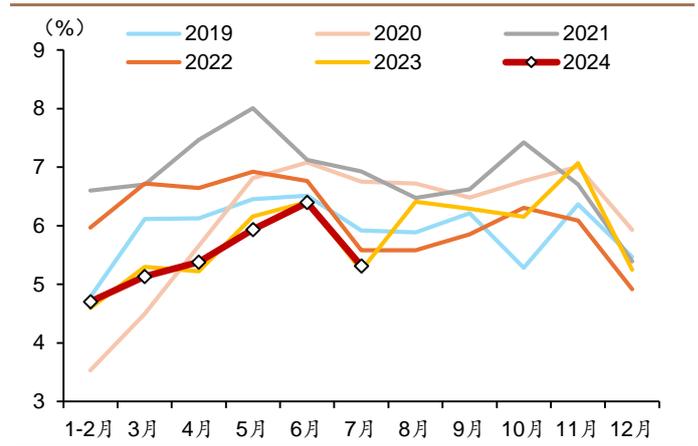
资料来源：Wind，德邦研究所；2月为1-2月累计，单月利润率增速按可比口径倒算。

图 3：量、价、利润率三因素走势



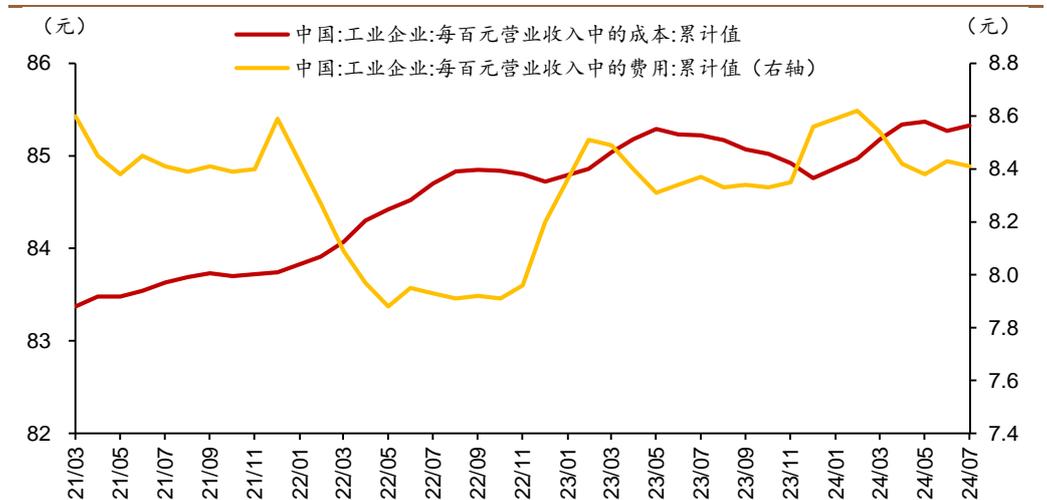
资料来源：Wind，德邦研究所；2021年为两年复合增速。

图 4：工业企业利润率（单月值）



资料来源：Wind，德邦研究所；2月为1-2月累计。

图 5：工业企业成本及费用项（每百元营收）

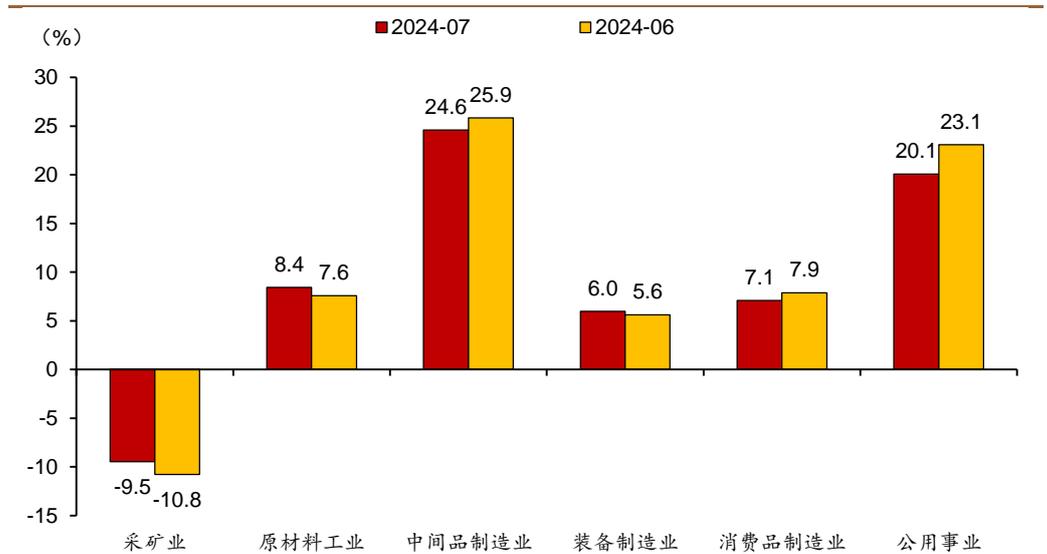


资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 利润结构与利润格局：公用事业涨价线索延续

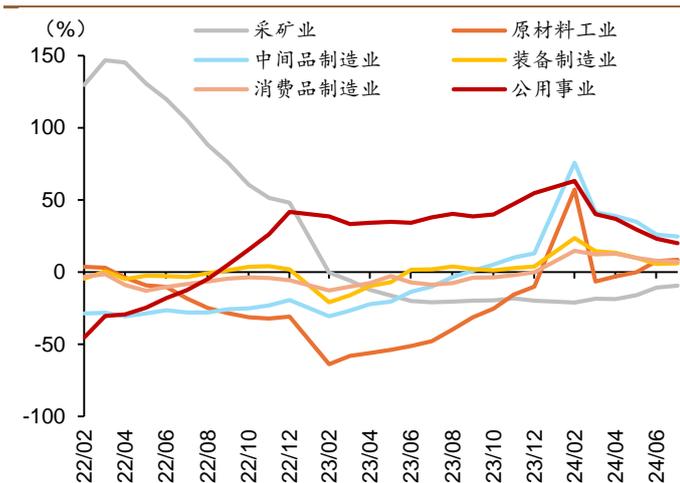
从大类行业利润结构上看，7月采矿业、原材料工业、中间品制造业、装备制造业、消费品制造业、公用事业同比分别为-9.5%、8.4%、24.6%、6.0%、7.1%、20.1%，其中采矿业、原材料工业、装备制造业的利润增速环比提升。进一步看，随着“迎峰度夏”和下游行业煤炭需求增加，采矿业降幅继续收窄；制造业对工业企业利润的支撑延续，其中高技术产业具有明显的引领作用，1-7月份，高技术制造业利润同比增长12.8%，大幅高于规上工业平均水平9.2个百分点，拉动规上工业利润增长2.1个百分点，对规上工业利润增长的贡献率近六成；受益于涨价带动相关行业盈利高增，公用事业利润延续快速增长。

图6：行业大类单月利润增速



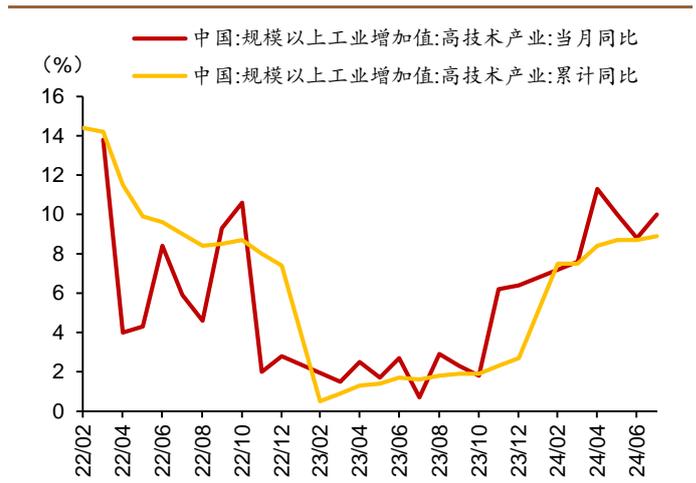
资料来源：Wind，德邦研究所；当月值根据累计值与累计同比倒算，若累计同比未公布，则基于历史数据计算。

图7：行业大类利润增速



资料来源：Wind，德邦研究所；2月为1-2月累计。

图8：高技术产业工业增加值增速



资料来源：Wind，德邦研究所

细分行业层面，全部41个行业中有21个行业利润增速比上月累计加快或降幅收窄，总体回升面超过五成。1-7月，装备制造业中，交通运输设备、电子设备的行业利润同比分别增长36.9%、25.1%，自年初以来持续保持高速增长态势。消费品制造业中，造纸、化纤行业利润分别增长1.08倍、1.05倍，农副食品、印刷、

文教体娱、饮料茶酒、家具行业利润增长 12.4%—23.9%，汽车行业累计增速回落。1-7 月累计来看，边际改善幅度较大的行业集中在家具（较 1-6 月+8.6pct，下同）、农副食品（+4.7pct）、煤炭开采（+3.1pct）、造纸（+2.8pct）、化学原料及制品（+2.5pct）、有色采选（+2.0pct）等行业；边际弱化幅度较大的行业集中在开采辅助（-526.2pct）、化纤（-22.7 pct）、黑色采选（-7.0 pct）、石油煤炭加工（-6.8 pct）、电热供应（-4.0 pct）、汽车（-4.0 pct）等行业。

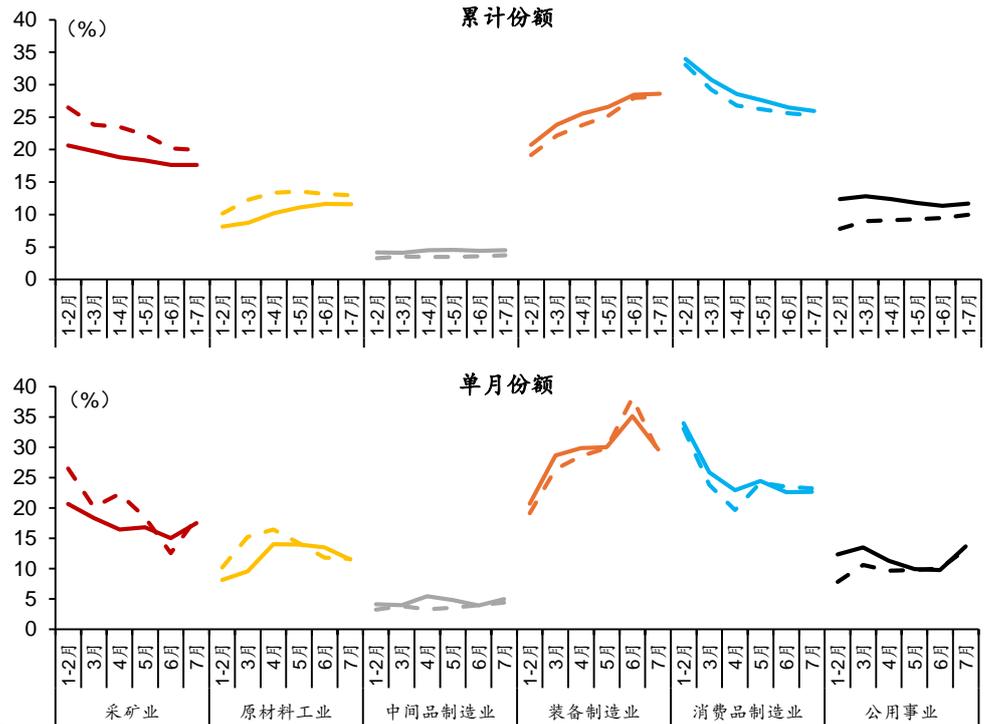
图 9：细分行业利润及增速

大类	行业	累计值(亿)			累计同比(%)			当月值(亿)			当月同比(%)		
		1-6月	1-7月	环差	1-6月	1-7月	环比pct	6月	7月	环差	6月	7月	环比pct
采矿业	煤炭开采	3168.6	3714.7	546.1	-24.8	-21.7	3.1	623.6	546.1	-77.5	29.4	2.9	-26.5
	油气开采	2049.1	2383.7	334.6	7.5	5.3	-2.2	337.4	334.6	-2.8	20.2	-6.4	-26.7
	黑色采选	341.3	382.5	41.2	55.1	48.1	-7.0	53.2	41.2	-12.0	18.4	7.8	-10.6
	有色采选	430.3	513.6	83.3	11.7	13.7	2.0	91.1	83.3	-7.8	26.5	25.3	-1.2
	非金属矿采选	159.5	196.4	36.9	-7.2	-5.6	1.6	22.3	36.9	14.6	-16.0	2.0	18.0
	开采辅助	7.4	-11.9	-19.3	76.2	-450.0	-526.2	4.3	-19.3	-23.6	13.2	-2313.2	-2326.3
原材料工业	黑色冶炼	-3.1	-27.6	-24.5	-156.4	-158.1	-1.7	124.1	-24.5	-148.6	580.0	-158.3	-738.3
	有色冶炼	1454.6	1721.7	267.1	78.2	79.3	1.1	357.9	267.1	-90.8	71.2	85.5	14.3
	非金属矿制品	726.5	852.3	125.8	-7.2	-5.6	1.6	162.2	125.8	-36.4	-12.4	4.8	17.2
	石油煤炭加工	-159.9	-187.4	-27.5	-192.5	-199.3	-6.8	-46.6	-27.5	19.1	-272.3	-273.4	-1.1
	化学原料及制品	2041.1	2372.6	331.5	2.3	4.8	2.5	419.3	331.5	-87.8	27.7	23.4	-4.3
中间品制造业	化纤	126.5	149.4	22.9	127.9	105.2	-22.7	25.8	22.9	-2.9	42.4	32.4	-10.1
	纺织	323.3	385.6	62.3	19.3	18.4	-0.9	67.1	62.3	-4.8	6.4	13.9	7.5
	造纸	227.9	265.2	37.3	104.9	107.7	2.8	41.2	37.3	-3.9	15.3	126.6	111.3
	木材加工	126.3	147.8	21.5	2.6	-0.8	-3.4	21.8	21.5	-0.3	-13.0	-17.0	-3.9
	橡胶塑料	744.1	892.7	148.6	11.2	11.3	0.1	139.7	148.6	8.9	-12.4	11.8	24.2
装备制造业	通用设备	1521.3	1815.2	293.9	3.6	4.3	0.7	355.8	293.9	-61.9	10.0	8.1	-1.9
	专用设备	1242.2	1428.7	186.5	-4.2	-2.9	1.3	353.3	186.5	-166.8	9.7	6.7	-3.0
	交通运输设备	470.2	561.9	91.7	36.0	36.9	0.9	135.6	91.7	-43.9	35.3	41.7	6.4
	电气机械	2582.2	3074.0	491.8	-8.0	-8.1	-0.1	527.5	491.8	-35.7	-15.0	-8.6	6.4
	电子设备	2942.0	3362.1	420.1	24.0	25.1	1.1	996.4	420.1	-576.3	-12.0	33.4	45.3
	仪器仪表	447.4	533.3	85.9	0.0	1.4	1.4	129.6	85.9	-43.7	4.7	9.4	4.7
消费品制造业	金属制品	722.5	883.1	160.6	9.3	7.5	-1.8	143.3	160.6	17.3	2.9	0.1	-2.8
	汽车	2377.0	2730.6	353.6	10.7	6.7	-4.0	330.3	353.6	23.3	-19.7	-14.2	5.5
	医药	1805.9	1986.8	180.9	0.7	-0.8	-1.5	396.0	180.9	-215.1	2.2	-13.6	-15.8
	农副食品	507.6	620.0	112.4	19.2	23.9	4.7	131.8	112.4	-19.4	25.6	50.7	25.1
	食品	847.1	961.6	114.5	10.1	9.0	-1.1	120.7	114.5	-6.2	-2.0	1.5	3.5
	饮料茶酒	1597.4	1810.4	213.0	13.1	14.6	1.5	407.7	213.0	-194.7	27.4	27.3	-0.2
	烟草	1133.1	1285.0	151.9	0.6	0.9	0.3	103.6	151.9	48.3	-15.7	3.2	18.9
	纺织服装	240.6	290.6	50.0	-1.8	-0.1	1.7	65.0	50.0	-15.0	-10.2	9.0	19.1
	皮革制鞋	171.7	200.3	28.6	7.9	6.3	-1.6	35.4	28.6	-6.8	12.4	-2.4	-14.7
	家具	137.8	177.9	40.1	3.8	12.4	8.6	29.7	40.1	10.4	-28.5	57.1	85.6
	印刷	154.2	186.8	32.6	16.1	17.1	1.0	25.9	32.6	6.7	-9.4	22.1	31.5
公用事业	文教体娱	281.8	326.5	44.7	20.1	16.2	-3.9	53.2	44.7	-8.5	-13.1	-3.5	9.5
	电热供应	3304.5	3989.6	685.1	27.2	23.2	-4.0	583.4	685.1	101.7	0.2	7.0	6.8
	燃气供应	442.7	502.0	59.3	1.5	1.7	0.2	100.3	59.3	-41.0	2.5	3.2	0.7
	水供应	221.7	275.5	53.8	16.3	15.8	-0.5	51.5	53.8	2.3	5.5	13.8	8.2

资料来源：Wind，德邦研究所；当月同比根据累计值与累计同比倒算，若因累计同比未公布，则基于历史数据计算，其中 2 月为 1-2 月累计。

从行业利润格局上看，7 月原材料工业、装备制造业的利润份额边际回落，而采矿业、中间品制造业、消费品制造业、公用事业的利润份额边际抬升。1-7 月累计来看，公用事业利润份额提升 0.3pct，消费品制造业利润份额回落 0.6pct。7 月单月，原材料工业、装备制造业的利润份额边际回落，而采矿业、中间品制造业、消费品制造业、公用事业的利润份额边际抬升。正如 6 月经济数据中社零等消费数据偏弱所反映出的那样，消费品制造业累计份额进一步回落；装备制造业的单月利润份额明显下行，但累计利润份额仍保持平稳，随着专项设备更新的持续推进，预计装备制造业的利润份额仍将稳步提升；在累计与单月视角下，公用事业的利润份额均进一步抬升，公用事业涨价线索进一步在企业利润中得以体现。

图 10: 大类行业利润份额占比



资料来源: Wind, 德邦研究所; 实线为 2024 年数据, 虚线为 2023 年数据。

图 11: 细分行业利润份额

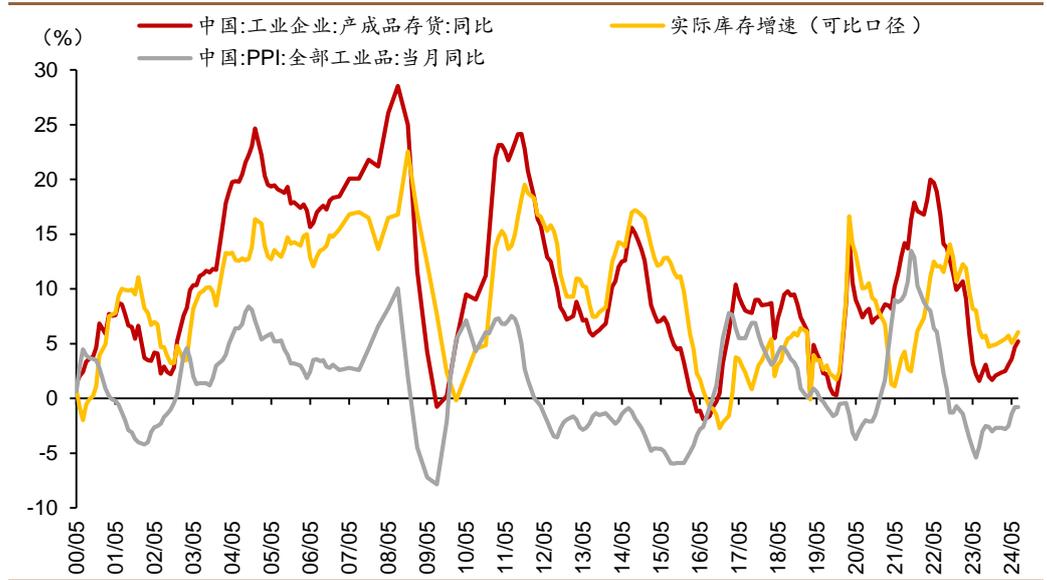
大类	行业	累计利润份额 (%)			当月利润份额 (%)		
		1-6月	1-7月	环差	6月	7月	环差
采矿业	煤炭开采	9.1	9.1	0.0	8.3	9.4	1.1
	油气开采	5.9	5.8	-0.1	4.5	5.7	1.2
	黑色采选	1.0	0.9	-0.1	0.7	0.7	0.0
	有色采选	1.2	1.3	0.1	1.2	1.4	0.2
	非金属矿采选	0.5	0.5	0.0	0.3	0.6	0.3
	开采辅助	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.3	-0.4
原材料工业	黑色冶炼	0.0	-0.1	-0.1	1.7	-0.4	-2.1
	有色冶炼	4.2	4.2	0.0	4.8	4.6	-0.2
	非金属矿制品	2.1	2.1	0.0	2.2	2.2	0.0
	石油煤炭加工	-0.5	-0.5	0.0	-0.6	-0.5	0.1
中间品制造业	化学原料及制品	5.8	5.8	0.0	5.6	5.7	0.1
	化纤	0.4	0.4	0.0	0.3	0.4	0.1
	纺织	0.9	0.9	0.0	0.9	1.1	0.2
	造纸	0.7	0.7	0.0	0.5	0.6	0.1
装备制造业	木材加工	0.4	0.4	0.0	0.3	0.4	0.1
	橡胶塑料	2.1	2.2	0.1	1.9	2.5	0.6
	通用设备	4.4	4.5	0.1	4.7	5.0	0.3
	专用设备	3.6	3.5	-0.1	4.7	3.2	-1.5
	交运设备	1.3	1.4	0.1	1.8	1.6	-0.2
	电气机械	7.4	7.5	0.1	7.0	8.4	1.4
消费品制造业	电子设备	8.4	8.2	-0.2	13.2	7.2	-6.0
	仪器仪表	1.3	1.3	0.0	1.7	1.5	-0.2
	金属制品	2.1	2.2	0.1	1.9	2.8	0.9
	汽车	6.8	6.7	-0.1	4.4	6.1	1.7
	医药	5.2	4.9	-0.3	5.3	3.1	-2.2
	农副食品	1.5	1.5	0.0	1.8	1.9	0.1
	食品	2.4	2.4	0.0	1.6	2.0	0.4
	饮料茶酒	4.6	4.4	-0.2	5.4	3.6	-1.8
	烟草	3.2	3.2	0.0	1.4	2.6	1.2
	纺织服装	0.7	0.7	0.0	0.9	0.9	0.0
公用事业	皮革制鞋	0.5	0.5	0.0	0.5	0.5	0.0
	家具	0.4	0.4	0.0	0.4	0.7	0.3
	印刷	0.4	0.5	0.1	0.3	0.6	0.3
	文教文体娱	0.8	0.8	0.0	0.7	0.8	0.1
公用事业	电热供应	9.5	9.8	0.3	7.8	11.7	4.0
	燃气供应	1.3	1.2	-0.1	1.3	1.0	-0.3
	水供应	0.6	0.7	0.1	0.7	0.9	0.2

资料来源: Wind, 德邦研究所

1.3. 库存周期：弱补库延续

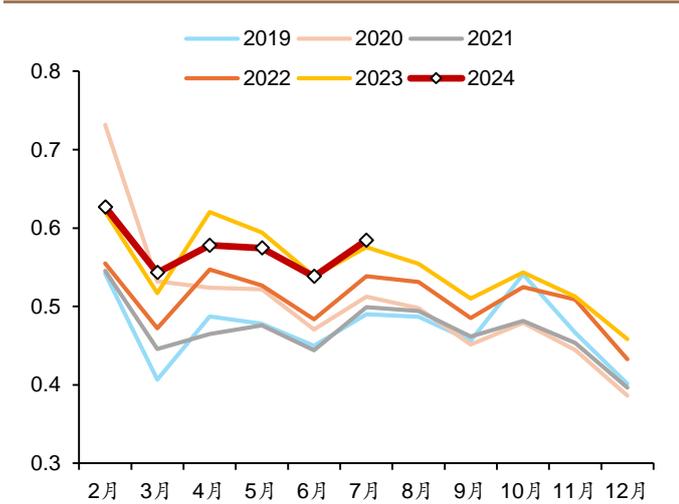
库存周期角度看，名义和实际库存均延续弱回补态势，价格因素影响下的实际库存增速更快。7月，工业企业名义库存同比增长5.2%，相比6月增长0.5个百分点，自去年11月以来连续环比上行，7月上行幅度较6月有所回缩。根据经PPI调整的当期实际库存计算实际库存增速，7月工业企业实际库存同比增长6.0%，相比6月增长0.5个百分点，价格因素影响下的实际库存增速高于名义库存增速，而PPI降幅持平制约了实际库存增速的弹性。广义库销比再度回升至0.58，这指向销售的回升速度相比名义库存更慢，下游需求不足影响补库进度，目前工业企业库销比仍处历史高位，补库斜率或受到牵制，弱补库的现象可能持续。

图 12：名义及实际库存周期



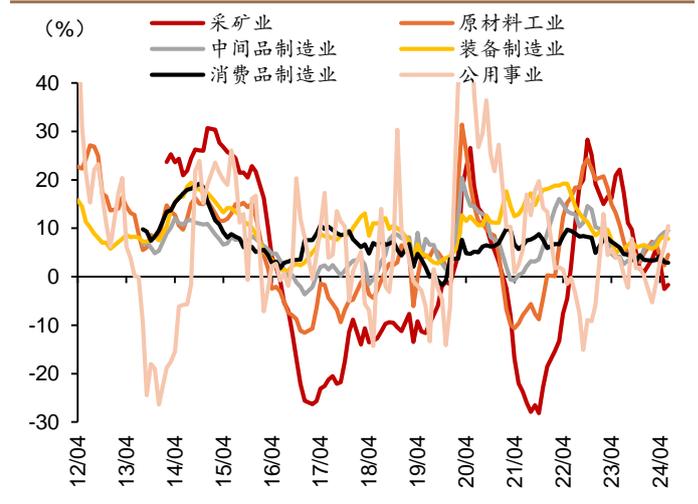
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：单月广义库销比走势



资料来源：Wind，德邦研究所；广义库销比=名义库存/单月营业收入

图 14：行业大类实际库存增速

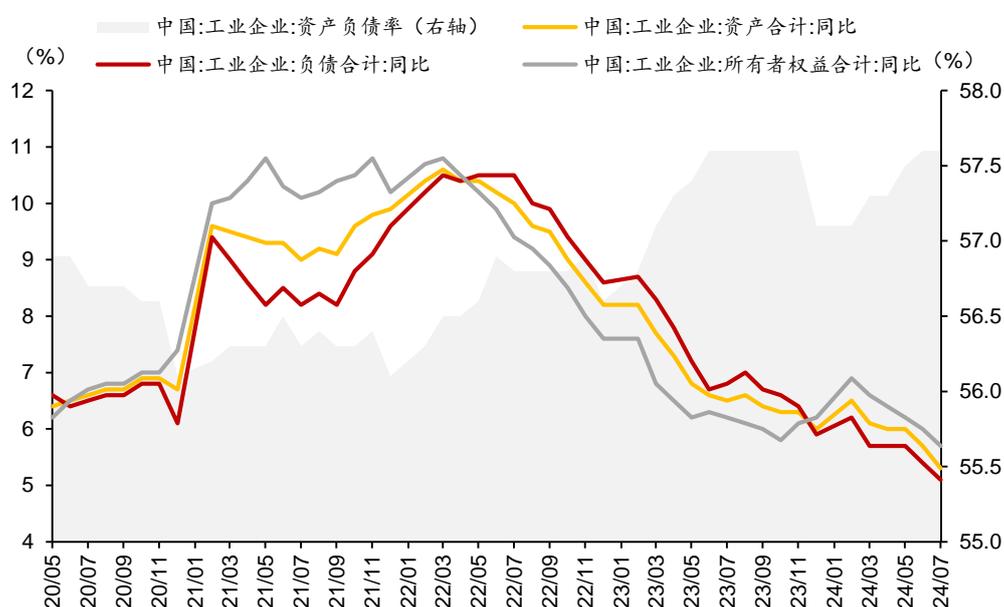


资料来源：Wind，德邦研究所

1.4. 微观杠杆率：加杠杆意愿仍弱

企业微观杠杆率角度看，工业企业微观杠杆率环比修复、同比仍弱，显示当前企业加杠杆意愿仍然稍显不足。工业企业资产负债率自年初在环比上有所修复，7月录得57.6%，可比口径下去年同期为57.7%，同比下降0.1个百分点，显示当前工业企业的加杠杆意愿仍弱。7月，工业企业资产、负债、所有者权益同比分别增长5.3%、5.1%、5.7%，负债增速仍明显低于资产和所有者权益增速，资产、负债、所有者权益三者相比6月分别-0.40pct、-0.30pct、-0.30pct，负债增速在3-5月连续企稳在5.7%之后再度下行，但资产增速7月的加速下行在分母端对微观杠杆率形成了一定支撑，但微观杠杆率环比修复、同比仍弱的现状显示当前企业加杠杆意愿稍显不足，微观杠杆率仍未触底企稳。

图 15：企业微观杠杆率仍未触底企稳



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 风险提示

- (1) 政策力度或落地效果不及预期；
- (2) 国际地缘政治局势变化超预期；
- (3) 规上工业企业效益数据不同期之间存在不可比因素，相关测算可能存在误差。

信息披露

分析师与研究助理简介

张浩，硕士，德邦证券研究所宏观组组长。

戴琨，硕士，德邦证券研究所宏观组研究助理。

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。