

买入(首次)

目标价格:

31.68-35.70 元

当前价格:

25.25 元

市场数据

申万医疗	4570.76
三个月涨跌幅	-7.68%
上证综合指数	2827.33
沪深 300 指数	3120.96

基础数据

每股净资产(元)	4.83
资产负债率(%)	31.45%
总股本(百万)	134.
流通股(百万)	134

相对股价表现



相关研究

医药研究小组:

郑一宁(联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 19 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>新华医疗: 医疗器械着力成为中国的 GE,
整体解决方案工程是未来亮点

报告摘要:

公司简介: 公司是医疗器械和医疗器械的龙头企业。公司具有良好的政府资源,公司的大股东由淄博财政局变换为淄博矿业集团,一方面淄矿能为公司的发展提供资金支持,另一方面也体现了政府对公司发展的支持。公司的主要产品有感染控制设备,非 PVC 生产线,诊断治疗产品,医用器械和耗材等,公司还致力成为医院解决方案的提供商。

投资看点: 短期看公司的传统产业和非 PVC 软袋生产线。借力新版 GMP 的颁布和国家政策对消毒灭菌产品要求的严格,公司传统产品又遇发展良机。非 PVC 软袋生产线受益于大输液的升级换代也有望获得大发展。尤其是公司非 PVC 软袋生产线价格极具优势,能取得进口替代的市场份额。公司固液双室非 PVC 软袋生产线前景也值得看好。

长期看公司的多元化发展,公司已在多个领域有所收获。公司收购的泰美已为公司带来利润,这也是公司涉足骨科领域的一步。公司还将在其他方面进行发展。

公司还将在医院整体解决方案领域进行拓展,开辟一片蓝海。公司在医院整体解决方案领域具有先天优势,公司有自身的产品,介入该领域比其他供应商有更高的毛利率。

公司风险: 公司多元化不可避免涉及不同企业的收购和并购,为公司管理上带来风险。公司还存在多元化失败的风险。

盈利预测及估值分析: 预计公司 2010-2012 EPS 分别为 0.503 元/0.792 元/1.115 元。根据绝对估值和相对估值模型测算公司目标价格区间为 31.68-35.70 元,给予“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	528.91	654.96	885.84	1240.17	1736.24	2430.74
收入增幅(%)	2.87%	23.83%	35.25%	40.00%	40.00%	40.00%
净利润	22.43	29.87	41.29	67.59	106.40	149.91
净利增幅 (%)	5.45%	33.14%	38.23%	63.70%	57.43%	40.89%
毛利率(%)	24.36%	25.05%	26.28%	25.50%	27.00%	27.00%
ROE (%)	3.83%	4.86%	6.35%	9.47%	13.07%	15.68%
EPS(元)	0.167	0.222	0.307	0.503	0.792	1.115

目录

1.公司概况：根正苗红的中国第一医疗器械制造商	1
2.医疗器械行业分析：朝阳行业奠定公司发展基础	1
3.公司产品分析：传统产品竞争力强，多元化是未来发展主基调	3
3.1 感染控制系列：新版 GMP 助力，强者恒强，提供稳定充裕的现金流.....	4
3.2 制药设备系列：非 PVC 软袋生产线表现抢眼，成为利润引擎	5
3.3 其他系列：多元化，向高端进军，逐步做大做强	5
4.公司未来发展亮点：成为医院整体方案解决的供应商.....	6
5.公司投资看点：短期看传统产品和非 PVC 生产线，长期看多元化和解决方案提供 ...	6
6.公司主要风险：多元化带来管理上的风险	7
7.公司盈利预测估值。	7
7.1 盈利预测假设	7
7.2 绝对估值：FCFF 法.....	8
7.3 相对估值：PE 法	8

图表目录

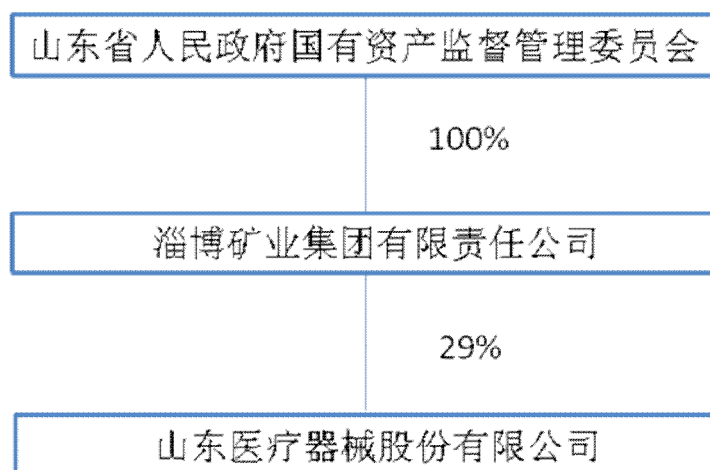
图 1：新华医疗股权结构	1
图 2：2004-2009 医疗机构诊疗人数和入院人数统计	2
图 3：新华医疗各分支示意图	4
表 1：新华医疗未来三年财务报表预测（单位：百万元）	9

1.公司概况：根正苗红的中国第一医疗器械制造商

新华医疗创建于 1942 年，是我党我军创建的第一家医疗器械生产企业，追溯其发展的源头，“根正苗红”的概括恰如其分。良好的出身和血统意味着为新华医疗的发展能在政策和资金上获得较多的扶持。新华医疗大股东的变更应该是一个比较好的例证。

新华医疗的股权在 2009 年发生变更。公司原大股东淄博财政局（原有股权 30.65%）将 29%的股权以 14.16 元/股转让给淄矿集团。淄矿集团资金实力雄厚，股权的此次划转一是政府向服务型政府转变的一个举措，另一个方面是政府为了新华医疗的稳妥安置和发展找了一个有充裕资金的新股东。同时淄博矿业集团有限公司在成为大股东的时候也承诺非但不会改变新华医疗的主业，还将积极支持新华医疗在大健康产业的发展。

图 1：新华医疗股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究

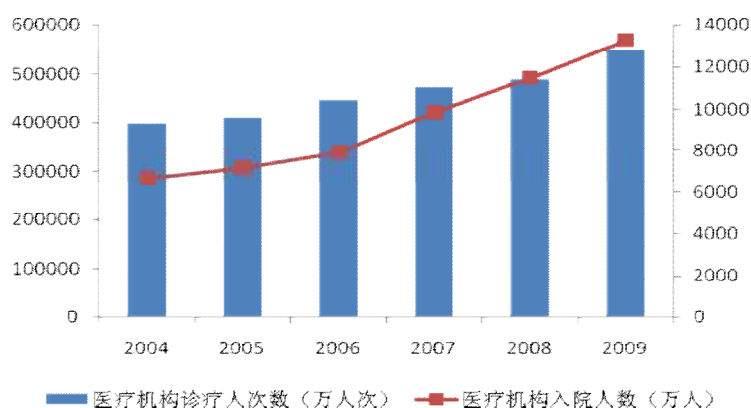
新华医疗除了具有六十余年历史的医疗器械生产企业，同时也是中国医疗器械行业协会会长单位，消毒供应室设备专业委员会理事长、秘书长单位，是中国最大的消毒灭菌设备和放射治疗设备研制生产基地，公司董事长赵毅新是中国医疗器械行业协会会长，如此种种一方面证实了新华医疗的实力，另一方面也是新华医疗发展的重要资源。

2.医疗器械行业分析：朝阳行业奠定公司发展基础

医疗器械的朝阳性已经不言而喻。随着经济的发展，卫生水平的提高，医药的消费和投

入增加已是不争的事实。

图 2：2004-2009 医疗机构诊疗人数和入院人数统计



资料来源：卫生部，德邦研究

我国医疗器械市场迅速壮大，已成为继美国和日本后世界第三大医疗器械市场，我国已经成为带动全球市场增加的主要区域。医疗器械与药品是医疗的两大重要手段，发达国家这两者的销售额比例约为 1:1，而我国仅为 1:10，可见我国医疗器械市场潜力巨大。我国医疗器械市场活跃，国家政策的导向和国内医疗卫生机构装备的更新换代需求，使中国成为了巨大的医疗器械消费市场。

在 market 需求的刺激和中国经济持续稳定发展背景下，我国的医疗器械发展迅速。近 5 年来，我国医疗器械行业保持高速增长，销售收入增速保持在 17% 以上，平均增速为 20.81%。据健康网统计 2010 年 1-11 月，我国医疗器械制造业资产总计达 973.78 亿元，同比增长 19.04%；实现营业收入 998.40 亿元，同比增长 24.52%；利润总额 105.19 亿元，同比增长了 18.87%。根据《医疗器械行业“十五”发展规划》，到 2010 年我国医疗器械总产值将达到 1000 亿元，在世界医疗器械市场上的份额将占到 5%，届时将超过日本，成为继美国之后的世界第二大医疗器械市场。

中国医疗器械行业的蓬勃发展原因有二：一是中国是制造业大国，国际上对医疗器械的巨大需求为中国医疗器械制造企业提供了大量的订单，据统计，2010 年上半年我国医疗器械进出口总额达 100.88 亿美元，同比增长 27.3%，其中，出口额为 65.73 亿美元，同比增长 26.86%；进口额为 35.15 亿美元，同比增长 28.15%。总体上看，2010 年上半年我国医疗器械对外贸易继续保持较大顺差，出口增幅略低于进口增幅 1.29 个百分点，累计贸易顺差额达 30.58 亿美元。二是中国自身医疗器械市场的日益增长。随着医疗卫生改革的逐步推进，基层和农村医疗服务体系的建立，为医疗器械行业的增长提供了新的生长空间，国家财政投入专项投资 48 亿元加强基层医疗卫生服务体系建设，带来大规模的医疗设备采购。另外，人均可支配收入的提高和人民对自身保健意识的提高也为医

疗器械的增长增加了助动力，这种由于经济收入和观念的改变，给医疗器械市场带来的是一种“主动性”增长。

新华医疗在此大好背景下存在以下几点的发展机遇：

1. 基层市场医疗机构发展和培育的市场
2. 医疗器械产品升级换代的市场
3. 医院升级改造的市场
4. 向高端医疗器械进军的市场
5. 医药生产企业扩容的市场
6. 新版 GMP 颁布带来的市场
7. 进口替代带来的市场
8. 向新领域进军的市场

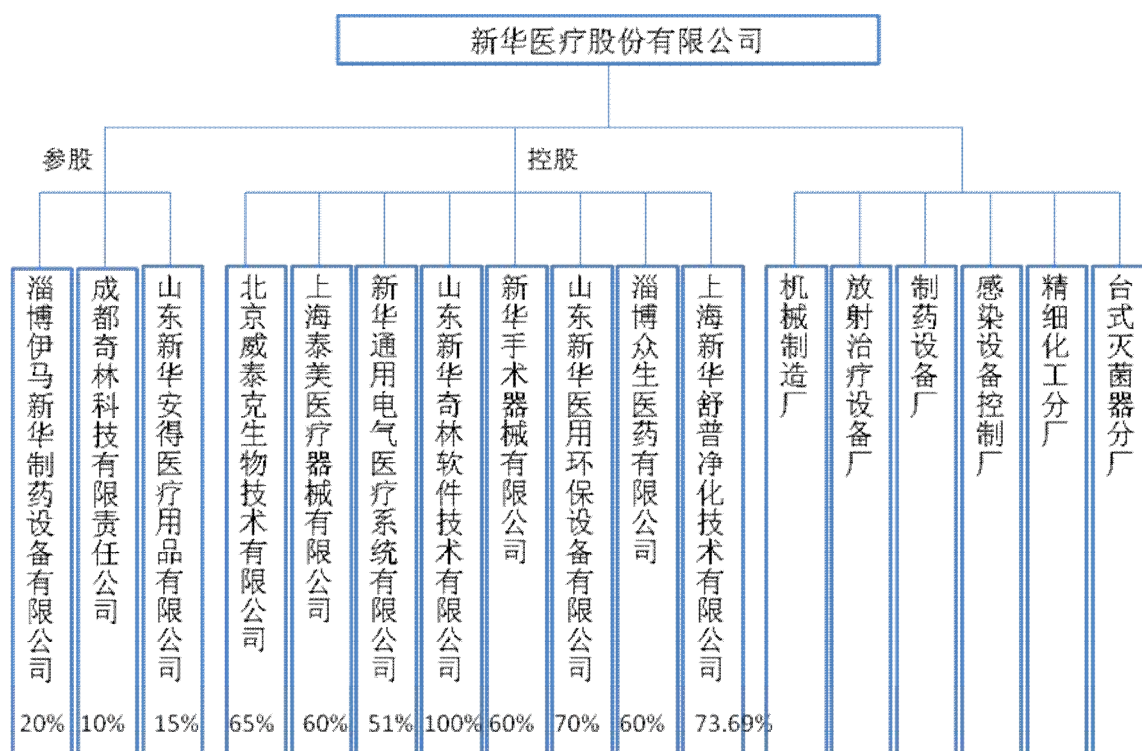
在短期内我们看好新华医疗在基层医疗市场扩容和新版 GMP 颁布带来的市场，长期看好新华医疗向高端医疗器械领域和新领域进军的市场。

机遇的同时存在挑战，中国市场是各国医疗器械厂商的必争之地。目前跨国公司纷纷在中国设立了生产基地和研发机构，以期实现研发、生产、销售的本土一体化运作。医疗器械生产商巨头在我国整个高端医疗设备领域中，GE 的市场占有率已达到 50%~60%，是该市场中的绝对领导者。跨国公司将会进一步加大对中国市场的投资，将会通过兼并、直接建厂、扩大产品线等方式进一步争夺国内市场份额，我国的各类医疗企业将面临巨大的挑战。

3.公司产品分析：传统产品竞争力强，多元化是未来发展主基调

新华医疗参控股和子公司众多，经梳理归纳总结如下：

图 3：新华医疗各分支示意图



资料来源：德邦研究

在上述分支机构中，除了淄博众生属于医药流通企业外，其余都是和医疗器械生产相关。根据产品不同，可以将新华医疗的产品分为以下几大系列：感染控制系列，治疗诊断系列，，制药设备系列，环保系列，医用耗材（含手术器械，医疗用品）系列。

3.1 感染控制系列：新版 GMP 助力，强者恒强，提供稳定充裕的现金流

感染控制产品是公司传统也是最核心的产品，尤其是消毒灭菌系列。公司消毒灭菌产品主要分为医院感控设备和制药设备两大块。公司是国内消毒灭菌设备龙头，在中高端市场份额在 60% 以上。公司的产品以质量著称，其价格在国产消毒器械中最高。

公司的主要成本是不锈钢，不锈钢钢材的价格上升，公司完全有能力通过产品的升级提价将成本压力进行转嫁。

公司的消毒灭菌设备也在不断升级之中。公司开发了低温等离子体灭菌系列。该产品原来只能从韩国，美国进口，公司的该项产品可以实现进口替代。

消毒灭菌设备的主要销售收入增长点主要来源于 1.基层医疗机构的配备；2.新版 GMP 对灭菌要求的提高；3.产品替代（灭菌产品 8 年之后应该更换）。

在消毒灭菌产品上公司极大受益于新版 GMP 的推行，在最近三年里还将保持较高的增长，预计消毒灭菌产品销售收入的增长将在 40%以上。

3.2 制药设备系列：非 PVC 软袋生产线表现抢眼，成为利润引擎

公司前期募集资金投产的非 PVC 软袋大输液全自动生产线项目已经开始为公司贡献利润，并成为公司利润来源的一个引擎。

从市场上，非 PVC 软袋成为输液的主要包装形式已成为定局。非 PVC 软袋的高毛利和安全性让上游（大输液生产商）和下游（医院）都有动力和医院采用非 PVC 的包装形式。这为公司非 PVC 生产线项目提供了广阔的空间。

从技术上，公司非 PVC 软袋生产线与目前市场主流的德国 PLUEMAT 产品相比技术方面已基本接近，但具有明显的价格优势（进口生产线 1000 多万人民币/条，新华生产 400 多万人民币/条）。

从目前销售状况上，公司非 PVC 软袋生产线销售远超预期，原本募集生产 20 条的年产计划早已供不应求，目前以实现销售 35 条以上。随着新版 GMP 标准的出台，大输液生产线同样面临更新换代的需求，未来高增长仍可期。

在研发上，公司开发了固-液双室袋非 PVC 软袋生产线。在公司未开发之前，市场上只用日本和德国可以生产，而日本一条类似生产线达到 5000 多万/条，而新华开发的只有 2000 多万/条，十分具有价格优势。目前已经销售 3 条，但由于政策规定药企试用新的制药设备满两年才能申请注册，尚未确认收入。

在原料来源上，生产非 PVC 软袋的膜材目前只要依靠进口，新华医疗正在积极寻求膜材原料的解决。

非 PVC 软袋生产线的销售收入增长主要来源于 1.大输液生产商的产品线升级；2.新的产品线市场投放。

3.3 其他系列：多元化，向高端进军，逐步做大做强

公司还有其他系列的产品，其中医疗诊断系列目前高端市场份额被一些外企如 GE 等巨头垄断。新华医疗目前也正在积极寻求发展思路向高端进军。

新华医疗分别在北京和上海成立了研发中心，进行战略性研发，研发队伍的建立增加了新华医疗进军高端的实力，并未高端产品的进口替代打下基础。

公司多元化的步伐一直没有停止。公司对泰美的收购增资，是公司进入医用耗材的一个

重要举措。泰美目前是代理强生的骨科产品，公司有望从代理起步，逐渐介入骨科耗材市场。

4.公司未来发展亮点： 成为医院整体方案解决的供应商

在公司的“十二五”规划上，公司提出了形成以下系列化解决方案：

1. 中心供应室整体解决方案
2. 放射治疗系统整体解决方案
3. 大输液工程整体解决方案
4. 数字化手术室整体解决方案
5. 医用环保处理整体解决方案
6. 生物安全实验室整体解决方案
7. 口腔科整体解决方案

解决方案的提供被称为“Turn Key”工程。公司为了配合上述目标修改了公司章程，加入了“建筑智能化施工”一项。目前在上市公司中具有类似业务的公司有尚荣医疗，据尚荣医疗的财报显示，尚荣医疗提供洁净手术室的毛利在 40%以上。和尚荣相比，新华医疗在毛利率上更占优势，因为它能提供解决方案中的所需配备的医疗器械产品。此项业务在未来随着医院升级改造中市场广阔，公司大有可为。

在整体解决方案中，公司提出了口腔科的整体解决方案，我们预测公司将在牙科耗材，牙科等专科医院等方向有所作为。

5.公司投资看点： 短期看传统产品和非 PVC 生产线，长期看多元化和解决方案提供

受新版 GMP 颁布的影响，公司的传统产品还将迎来新一轮发展高潮，公司传统产品在市场上的强势地位将为公司的收入增长提供保障。

非 PVC 软袋生产线系列随着大输液产品升级换代也将迎来大发展。

多元化是公司的发展方向也是看点，公司最近收购的北京威泰克生物技术有限公司是一家专注细菌检测的公司，也是公司在感染控制的下游延伸，为公司的整体方案提供奠定基础。

公司一系列解决方案提供也十分有发展前景。根据尚荣医疗的招股说明书，2008、2009 年我国新建手术室中洁净手术室的市场规模分别为 30.30 亿元、36.86 亿元，市场增长率为 21.65%。随着我国医院建设的快速发展和洁净手术室的逐步普及，未来五年内，我国新建洁净手术室将保持不低于 20% 的增长速度。公司多个解决方案的提供将面临更大的市场前景。

公司的多元化发展需要资金支持，我们预测公司有融资需求。

6. 公司主要风险： 多元化带来管理上的风险

公司致力于多元化的发展，必然涉及到并购，因此相应带来管理上的风险。其次公司的多元化方案还是存在失败的风险。

7. 公司盈利预测估值。

7.1 盈利预测假设

主要假设：

假设 1：公司未来三年销售收入的增长率为 40%，40%，40%

假设 2：公司未来三年产品的毛利率分别为 25.50%，27%，27%；

假设 5：公司未来三年销售费用率分别为 11.3%，12%，12%；

假设 6： 公司未来三年的管理费用率分别为 7%，6%，6%；

假设 7：公司未来三年财务费用率取过去三年均值

假设 7：公司的所得税率在未来三年维持 15%；

根据以上假设，分产品测算出公司未来三年的盈利情况，测算出公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.503，0.792，1.115 元/股。

。

7.2 绝对估值：FCFF 法

根据 FCFF 估值模型计算，公司合理价值为 35.70 元。

估值假设	数值
永续期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	3.41%
市场组合报酬率 Rm	10.00%
有效税率 Tx	15.00%
β 系数	0.92
债务资本成本 Kd	5.00%
债务资本比重 Wd	30.00%
股权资本成本 Ke	9.47%
WACC	7.91%

WACC	永续增长率(g)										
	2.48%	2.73%	3.01%	3.31%	3.64%	4.00%	4.40%	4.84%	5.32%	5.86%	6.44%
4.91%	58.38	64.90	74.04	87.69	110.15	153.73	273.58	2,010.89	-332.79	-145.09	-89.20
5.40%	48.53	52.94	58.84	67.11	79.46	99.79	139.22	247.67	1,819.68	-301.02	-131.18
5.94%	40.93	44.01	47.99	53.33	60.81	71.98	90.36	126.03	224.11	1,645.93	-272.15
6.53%	34.91	37.11	39.89	43.50	48.32	55.08	65.18	81.80	114.04	202.71	1,488.07
7.19%	30.05	31.65	33.64	36.16	39.41	43.77	49.88	59.00	74.02	103.15	183.27
7.91%	26.05	27.24	28.69	30.49	32.76	35.70	39.63	45.15	53.39	66.95	93.26
8.70%	22.72	23.62	24.69	26.00	27.63	29.67	32.32	35.88	40.86	48.29	60.53
9.57%	19.92	20.60	21.41	22.38	23.56	25.02	26.87	29.26	32.46	36.95	43.66
10.52%	17.53	18.06	18.67	19.40	20.27	21.34	22.66	24.32	26.48	29.36	33.41
11.58%	15.49	15.90	16.37	16.92	17.57	18.36	19.32	20.51	22.01	23.95	26.55
12.73%	13.73	14.04	14.41	14.83	15.33	15.92	16.63	17.49	18.56	19.91	21.65

7.3 相对估值：PE 法

根据已上市可比公司鱼跃医疗，阳普医疗的 PE 值，给予新华医疗 40 倍的市盈率。按照公司 2011 年预测的 EPS0.792 元，公司 2011 年的目标股价为 31.68 元。结合绝对估值和相对估值公司股价区间在 31.68-35.70 元之间。

表 1: 新华医疗未来三年财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	198.65	153.02	193.04	277.36	447.91	661.22
应收和预付款项	260.59	245.97	248.34	597.28	584.66	1070.06
存货	242.13	288.22	275.49	300.00	300.00	300.00
其他流动资产	0.00	0.24	0.07	0.07	0.07	0.07
长期股权投资	14.01	14.80	17.60	17.60	17.60	17.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	229.49	234.78	236.93	201.34	165.74	130.14
无形资产和开发支出	53.58	58.04	58.11	51.39	44.67	37.95
其他非流动资产	1.32	0.68	0.31	0.31	0.31	0.31
资产总计	999.77	995.76	1029.90	1445.34	1560.96	2217.36
短期借款	35.00	45.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	252.67	274.38	297.25	644.27	652.18	1156.82
长期借款	47.25	6.75	6.00	6.00	6.00	6.00
其他负债	36.75	13.50	16.53	16.53	16.53	16.53
负债合计	371.67	339.63	319.78	666.81	674.72	1179.36
股本	103.38	134.39	134.39	134.39	134.39	134.39
资本公积	361.57	330.53	330.53	330.53	330.53	330.53
留存收益	120.43	150.26	184.78	248.70	349.32	491.10
归属母公司股东权益	585.38	615.19	649.70	713.62	814.25	956.03
少数股东权益	42.73	40.94	60.42	64.91	72.00	81.97
股东权益合计	628.10	656.12	710.12	778.54	886.24	1038.00
负债和股东权益合计	999.77	995.76	1029.90	1445.34	1560.96	2217.36

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	528.91	654.96	885.84	1240.17	1736.24	2430.74
减：营业成本	400.05	490.90	653.03	923.93	1267.46	1774.44
营业税金及附加	2.85	3.52	6.19	8.66	12.13	16.98
营业费用	62.89	85.66	114.24	140.14	208.35	291.69
管理费用	34.51	40.81	58.30	86.81	121.54	170.15
财务费用	10.60	3.81	1.46	-4.18	-6.74	-10.63
资产减值损失	3.32	1.52	2.55	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	1.53	0.06	0.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.01	0.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	16.22	28.79	50.32	84.81	133.51	188.10
加：其他非经营损益	11.52	7.72	2.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	27.74	36.51	52.65	84.81	133.51	188.10
减：所得税	4.60	6.12	8.61	12.72	20.03	28.22
净利润	23.14	30.39	44.03	72.09	113.48	159.89
减：少数股东损益	0.70	0.53	2.75	4.50	7.08	9.98
归属母公司股东净利润	22.43	29.87	41.29	67.59	106.40	149.91

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-34.61	49.67	106.86	83.03	168.52	209.31
投资性现金净流量	-32.78	-27.44	-21.18	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	152.42	-61.56	-56.36	1.28	2.04	4.00
现金流量净额	84.90	-39.52	29.31	84.31	170.56	213.31

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	528.91	654.96	885.84	1240.17	1736.24	2430.74
增长率(%)	2.87%	23.83%	35.25%	40.00%	40.00%	40.00%
归属母公司股东净利润	22.43	29.87	41.29	67.59	106.40	149.91
增长率(%)	5.45%	33.14%	38.23%	63.70%	57.43%	40.89%
每股收益(EPS)	0.167	0.222	0.307	0.503	0.792	1.115
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.050	0.027	0.043	0.061
每股经营现金流	-0.257	0.370	0.795	0.618	1.254	1.557
销售毛利率	24.36%	25.05%	26.28%	25.50%	27.00%	27.00%
销售净利率	4.37%	4.64%	4.97%	5.81%	6.54%	6.58%
净资产收益率(ROE)	3.83%	4.86%	6.35%	9.47%	13.07%	15.68%
投入资本回报率(ROIC)	4.84%	5.17%	7.62%	12.76%	20.57%	32.40%
市盈率(P/E)	151.26	113.61	82.19	50.21	31.89	22.64
市净率(P/B)	5.80	5.52	5.22	4.76	4.17	3.55
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.002	0.001	0.002	0.002
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	528.91	654.96	885.84	1240.17	1736.24	2430.74
增长率(%)	2.87%	23.83%	35.25%	40.00%	40.00%	40.00%
归属母公司股东净利润	22.43	29.87	41.29	67.59	106.40	149.91
增长率(%)	5.45%	33.14%	38.23%	63.70%	57.43%	40.89%
每股收益(EPS)	0.167	0.222	0.307	0.503	0.792	1.115

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。