

## 买入(首次)

## 建发股份(600153)

## 业绩向上, 估值底部

## 目标价格:

10 元

## 当前价格:

7.24 元

## 投资要点:

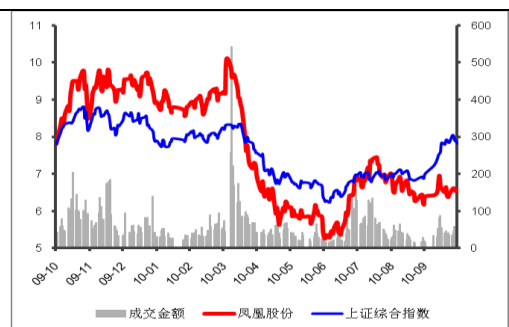
## 市场数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 房地产行业指数   | 1391.10 |
| 三个月涨跌幅    | 2.55%   |
| 上证综合指数    | 2932.25 |
| 沪深 300 指数 | 3251.91 |

## 基础数据

|          |        |
|----------|--------|
| 每股净资产(元) | 2.41   |
| 资产负债率(%) | 82.31% |
| 总股本(百万)  | 2238   |
| 流通股(百万)  | 2238   |

## 相对股价表现



## 相关研究

## 房地产研究小组

联系人: 黄玉梅

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

**老牌的国企, 优异的成果:** 公司上市十年来, 战略构架逐渐清晰、业绩稳健、高速增长。公司的总资产增长 28 倍, 主营业务收入增长超 19 倍, 年复合增长率 28%, 净利润增长 11.4 倍, 年复合增长率 22.5%。

**打破传统贸易模式, 供应链运营将带领公司继续高增长:**

- **供应链建设具有先发优势。** 当前供应链建设还处于起步阶段, 但是公司已拥有较强的风险管控优势、资源优势、渠道优势、领先的物流专业设施和专业的人才队伍。涉及的行业中, 浆纸业务已做到全国第一, 汽车销售业务是福建第一。近期公司公告将投资设立钢铁交易市场, 供应链业务将继续深化。
- **国内“大物流”市场空间巨大。** 国内制造业生产成本较低, 但是交易成本较高, 国内制造业竞争力还来自于产业链上的成本节约。2010 年随着物流行业振兴规划出台, 未来物流业将面临一轮大的洗牌, 大型的在产业链上具有规模和渠道优势企业, 将在市场中抢占的话语权。公司业务结构显示, 国内贸易的比重由 2004 年 28.53% 提高到 2009 年的 48.82%, 国内市场的竞争力提升。
- **业绩显著, 延续高增长。** 2010 年前 3 季度贸易收入 428 亿超过 2009 年全年贸易收入 (350 亿)。在全球经济低迷的情况下, 公司贸易收入创历史新高, 显示传统模式的突破, 公司高增长延续。

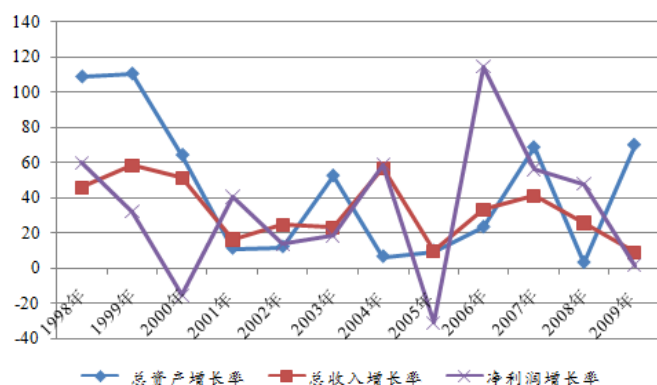
**房地产业务, 业绩有支撑:** 公司拥有一级、二级开发结构, 商品房、工业用房的产品类型。未来两年结算进度加快, 业绩有保证。

**业绩向上、估值底部、强烈推荐:** 我们预计 2010-2012 年公司实现营业收入 602 亿、735 亿和 903 亿, 实现净利润 14 亿、20 亿、28 亿, 净利润平均增长率为 39%, 对应 EPS 分别 0.62 元、0.9 元和 1.26 元。2011 年 PE 和 PS 分别为 8 倍和 0.22 倍。估值优势显著。给予“买入”评级。目标价 10 元。

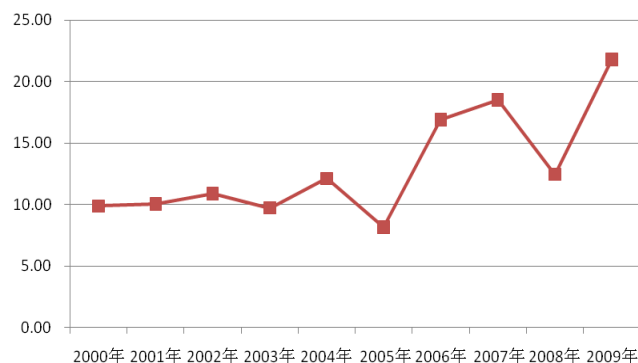
## 老牌的国企，优异的成果

建发股份 1998 年上市，大股东为建发集团，为资产总额超过 300 亿元，年营业收入超过 400 亿元的大型国有投资型企业集团，隶属于厦门市国资委。作为老牌的国企，公司历史成果相当优异。建发股份这十年间，总资产、总收入、利润增长情况都保持较高的水平（图表 1）。主营业务收入平均增长率 32.89%，净利润增长也依然强劲，1998-2009 年间平均增长率也达到 32.9%。ROE 也是逐年提升（图表 2）。

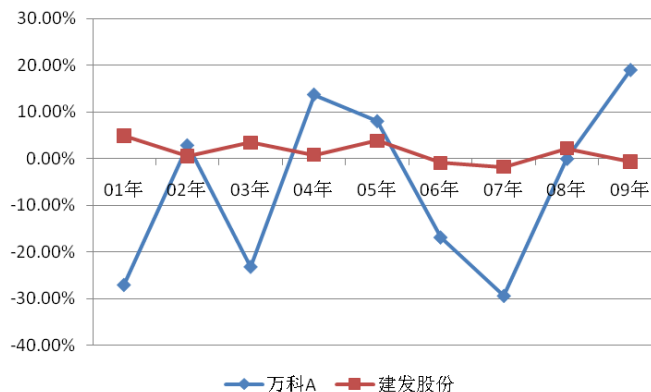
图表 1 1998-2009 年保持较高的增长率



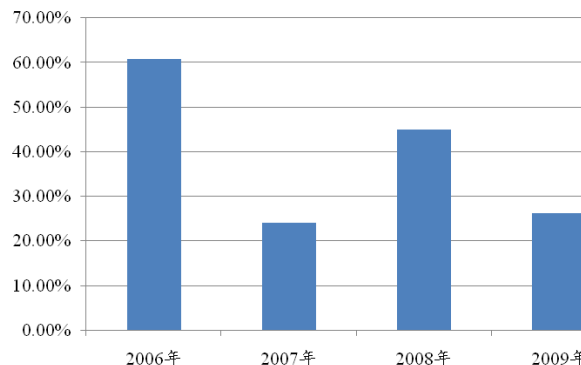
图表 2 2000-2009 年 ROE 逐渐提升



图表 3 经营活动现金流金额/营业收入



图表 4 2006-2009 年现金分红率



资料来源:公司年报, 德邦研究

我们对公司的理解为:

- 1、从管理风格来看，公司稳健但并不保守。从调整战略构架的历程来看，显示公司根据市场和行业的变化，不断地调整有利于公司发展的业务模式。上市之初，公司的

主营业务以单纯进出口贸易及港口贸易配套服务为主。期间，公司通过配股，投资了港口贸易相关的配套服务，例如海沧储运综合服务中心，延伸了贸易业务的价值链。2003 年也介入了会展业，但是从运营的效果来看，并没有给上市公司带来较丰厚的回报，于是 2009 年公司将会展集团与建发房产 55% 的股权进行了置换，将地产业务作为主营业务之一。

- 2、贸易和地产业务，本质上都属于资金密集型产业。但是从公司的经营现金流来看（图表 3），我们对比了建发股份与万科 A，公司经营现金流净额平稳，凸显公司风险管理和资金管理的能力。
- 3、不考虑 2007 年和 2009 年送转股，公司 2006-2009 年平均现金分红率达到 39%（图表 4），是能够为股东带来回报的有责任的上市公司。

## 供应链运营先发优势，继续高增长

公司的贸易金额由 2004 年的 150 亿，增长到 2009 年的近 350 亿，年平均增长率 47%，预计 2010 年的贸易营业收入将超过 500 亿。**贸易业务将继续维持高增长。主要有以下理由：**

- **率先提出供应链管理。**公司从 2006 年就开始意识到传统贸易行业的瓶颈，单纯的“买卖中介”，一方面利薄，另一方面易受到外企企业和新型电子商务的冲击。突破点还在于向生产活动链上的高附加值进行挖掘，例如上控资源、下控渠道、服务增值等环节。当前供应链发展还属于起步阶段，但是公司已拥有多年积累的风险管控优势、强大的资源优势、广阔的渠道优势、领先的物流专业设施和专业的人才管理队伍。
- **供应链管理的优势？**以行业区分，涉及行业上游原料、中游生产、下游渠道。其核心优势在于规模优势、渠道优势，能够给客户提供价廉质优的服务。以建发纸业为例，2002 年开始做纸浆，2003 年开始涉及纸品，2007 年进入造纸设备领域。业务链体系上不仅涉及到纸浆、纸张、纸品、造纸设备、印刷设备等，还涉及到资源互换、融资租赁的增值业务，成为中国最大的纸浆和纸张经销商。

- **国内“大物流”市场空间巨大。**国内制造业生产成本较低，但是交易成本较高，包括货运、上下游资源的限制，因此，国内制造业竞争力的塑造还将来自于产业链上的成本节约。2010 年国务院推出物流行业振兴规划，我们认为未来物流业将面临一轮大的洗牌，大型的在产业链上具有规模和渠道优势企业，将在该市场中抢占的话语权。建发股份贸易业务结构显示，国内贸易的比重由 2004 年 28.53% 提高到 2009 年的 48.82%，并且逐年提高。国内贸易的毛利高于进出口贸易。
- **业绩显著，延续高增长：**已创立了建发钢铁、建发浆纸、建发农产品、建发化工、建发物流等供应链运营商品品牌以及建发汽车、建发酒业等终端消费品经销服务商品品牌，其中建发浆纸、建发汽车、建发酒业和建发钢铁等营业规模已名列全国前茅。2010 年中报显示，贸易业务营业收入 264 亿，同比增长 82%，三季度贸易收入 164 亿，1-3 季度超过 2009 年全年贸易收入（350 亿）22%。在全球经济低迷的情况下，公司贸易收入创历史新高，显示供应链运营模式将带领公司继续高增长道路。

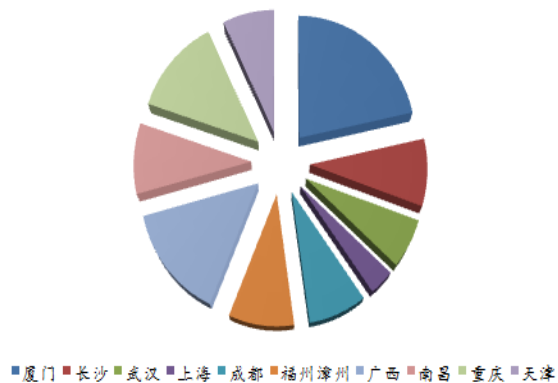
## 房地产业务有业绩支撑

公司房地产业务具有“建发房产”和“联发房产”两个平台，可开发的建筑面积为 726 万  $m^2$ ，权益建筑面积 436.3 万  $m^2$ ，在上市的房地产行业中，土地储备规模，处于中上水平。在地域上完成了“厦门+福州+漳州”的房地产布局，辐射成都、重庆、南宁等二三线城市，形成了全国性地产品牌的。并且形成了一二级联动开发的业务结构。

二级开发储备项目取得时间较早，盈利能力强。平均楼面地价 2900 元/ $m^2$ ，如果按照平均 12000 元/ $m^2$  的销售价格预计，平均毛利率能达到 45%。2009 年公司披露 2010 年新开工计划，预计新开工 133 万  $m^2$ ，计划竣工 34 万  $m^2$ 。意味着主要的结算面积将集中于 2011-2012 年。预计 2010-2012 年房地产业务结算面积 42 万  $m^2$ ，62 万  $m^2$  和 91 万  $m^2$ 。

建发股份公司控股的建发房产（55%权益）在岛内的后埔-枋湖片区拥有总建面约 160 万平米的土地一级开发项目，开发周期 2009-2011 年，公司可获取开发成本以上部分 85% 的地价分成。2009 年公司挂牌了 5.8 万  $m^2$  的一级开发土地，楼面地价 9900 元/ $m^2$ 。如果全部挂牌，我们预计这 160 万  $m^2$  的一级开发土地能为公司合计带来 26 亿的丰厚利润。

图表 3 项目储备分布情况



图表 4 2010-2012 年结算情况预测

| 地区 | 结算面积 (万㎡) |       |       | 结算金额 (万元) |         |         |
|----|-----------|-------|-------|-----------|---------|---------|
|    | 2010E     | 2011E | 2012E | 2010E     | 2011E   | 2012E   |
| 厦门 | 14        | 21    | 9     | 191,160   | 275,150 | 124,440 |
| 湖北 | 3         | 3     | 12    | 16,750    | 19,522  | 98,000  |
| 上海 | 0.51      | 0.00  | 10.00 | 5,100     | 0       | 240,000 |
| 成都 | 0         | 4     | 13    | 0         | 48,000  | 156,000 |
| 福建 | 12        | 9.50  | 13.45 | 96,000    | 75,000  | 113,009 |
| 广西 | 4         | 10    | 17    | 18,550    | 46,250  | 76,590  |
| 南昌 | 6         | 11    | 10    | 33,000    | 74,000  | 64,200  |
| 重庆 | 0         | 6     | 6     | 0         | 43,800  | 94,308  |
| 其他 | 3         | 0     | 0     | 30,000    | 0       | 0       |
| 合计 | 41.67     | 64.01 | 90.59 | 390,560   | 581,722 | 916,040 |

资料来源:德邦研究

图表 1 公司项目储备列表

| 项目名称                   | 所处城市 | 建筑面积   | 权益比 % | 预计售价     | 预计毛利率  |
|------------------------|------|--------|-------|----------|--------|
|                        |      | 万㎡     |       | 元/㎡      | %      |
| 南山美苑                   | 厦门   | 10.32  | 55%   | 12,000   | 46.77% |
| 半山御景(厦门市思明区2009P05 地块) | 厦门   | 13.92  | 55%   | 15,000   | 33.61% |
| 五缘湾综合体(2010P13) 地块     | 厦门   | 49.46  | 55%   | 16,000   | 39.16% |
| 五缘湾1号                  | 厦门   | 30.67  | 52%   | 15,000   | 48.27% |
| 欣悦园一期                  | 厦门   | 6.89   | 95%   | 10,000   | 54.75% |
| 电子广场                   | 厦门   | 2.56   | 67%   | 11,000   | 43.56% |
| 厦门市集美杏滨路东侧的J2009G05 地块 | 厦门   | 37.32  | 95%   | 15,000   | 47.08% |
| 西山汇景                   | 长沙   | 19.25  | 55%   | 7,000    | 53.38% |
| 湘江北岸                   | 长沙   | 12.53  | 55%   | 5,500    | 43.97% |
| 汇金国际                   | 长沙   | 26.87  | 55%   | 9,000    | 46.49% |
| 建发美地                   | 长沙   | 28.55  | 55%   | 8,000    | 44.69% |
| 武汉P(2009) 054          | 武汉   | 12.46  | 95%   | 12,000   | 41.40% |
| 武昌区P(2010) 095 号       | 武汉   | 16.42  | 95%   | 12,000   | 33.79% |
| 中悦06号地                 | 上海   | 6.07   | 49%   | 25,000   | 62.89% |
| 中悦5236A地               | 上海   |        | 49%   |          |        |
| 中悦21号地                 | 上海   | 5.01   | 49%   | 25,000   | 63.95% |
| 建发22#地                 | 上海   | 4.52   | 55%   | 25,000   | 69.99% |
| 山溪地04地                 | 上海   | 4.43   | 44%   | 25,000   | 63.05% |
| 山溪地20地                 | 上海   | 7.44   | 44%   | 25,000   | 70.79% |
| 普陀三村                   | 上海   | 4.66   | 28%   | 20,000   | 58.66% |
| 尚城国际                   | 上海   | 5.22   | 28%   | 10,000   | 21.11% |
| 丽水金沙                   | 成都   | 16.05  | 55%   | 9,000    | 26.15% |
| 千岛国际                   | 成都   | 45.69  | 38%   | 12,000   | 50.26% |
| 鹭洲                     | 成都   | 27.16  | 28%   | 12,000   | 43.24% |
| 圣地亚哥                   | 漳州   | 62.84  | 55%   | 6,000    | 44.07% |
| 琴亭项目                   | 福州   | 34.47  | 55%   | 13,500   | 26.40% |
| 福州领域                   | 福州   | 14.80  | 55%   | 12,000   | 61.89% |
| 联发·尚品                  | 南宁   | 31.79  | 95%   | 5,000    | 39.88% |
| 联达·雅居                  | 桂林   | 7.87   | 86%   | 3,500    | 22.93% |
| 联达·山与城                 | 桂林   | 15.93  | 95%   | 4,500    | 28.60% |
| 桂林市建千路东北侧P054 地块       | 桂林   | 22.72  | 95%   | 6,500    | 31.86% |
| 江岸汇景                   | 南昌   | 32.27  | 95%   | 5,500    | 38.27% |
| 联发广场                   | 南昌   | 5.02   | 95%   | 10,000   | 60.78% |
| 南昌市JDP10137 地块         | 南昌   | 13.14  | 95%   | 10,000   | 49.70% |
| 联发嘉园                   | 重庆   | 13.96  | 95%   | 7,300    | 43.90% |
| 北部新区D12~D16号           | 重庆   | 44.63  | 95%   | 8,000    | 41.90% |
| 津塘(桂) 2010-2 号1-9 地    | 天津   | 33.56  | 95%   | 10,000   | 40.14% |
|                        |      | 726.46 |       | 12147.22 | 45.48% |

资料来源:公司公告, 德邦研究

## 业绩向上，估值底部

我们认为随着地产业务的结算释放、供应链业务的深化和推动，公司业绩的趋势向上的概率较大。我们预计 2010-2012 年公司实现营业收入 602 亿、735 亿和 903 亿，实现净利润 14 亿、20 亿、28 亿，净利润平均增长率为 39%，对应 EPS 分别 0.62 元、0.9 元和 1.26 元。

以 2011 年 2 月 21 日收盘价 7.24 元计算，2011 年 PE 和 PS 分别为 8 倍和 0.22 倍。估值优势显著。给予“买入”评级。目标价 10 元。

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价   | EPS  |      |      | PE    |       |       | PS   |      |      |
|-----------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|
|           |      |       | 2010 | 2011 | 2012 | 2010  | 2011  | 2012  | 2010 | 2011 | 2012 |
| 600058.SH | 五矿发展 | 31.6  | 0.55 | 0.88 | 1.12 | 57.80 | 35.73 | 28.23 | 0.25 | 0.21 | 0.19 |
| 600787.SH | 中储股份 | 9.07  | 0.34 | 0.45 | 0.54 | 26.50 | 20.33 | 16.79 | 0.44 | 0.38 | 0.33 |
| 000002.SZ | 万科 A | 8.4   | 0.64 | 0.86 | 1.09 | 13.05 | 9.83  | 7.68  | 1.67 | 1.28 | 0.98 |
| 600048.SH | 保利地产 | 13.03 | 1.05 | 1.44 | 1.89 | 12.37 | 9.09  | 6.87  | 1.89 | 1.37 | 1.00 |
| 600153.SH | 建发股份 | 7.24  | 0.62 | 0.90 | 1.26 | 11.68 | 8.04  | 755.  | 0.27 | 0.22 | 0.18 |

数据来源：2011/2/21 收盘价，wind，德邦研究

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表           |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元        |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度          | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 22,073      | 29,923       | 34,285       | 39,913       | <b>营业收入</b>   | 40,551      | 60,230       | 73,455       | 90,273       |
| 现金             | 1,500       | 2,820        | 3,440        | 4,227        | 营业成本          | 36,942      | 54,961       | 66,362       | 80,518       |
| 应收账款           | 624         | 913          | 923          | 1,201        | 营业税金及附加       | 521         | 783          | 955          | 1,174        |
| 其他应收款          | 306         | 881          | 735          | 722          | 营业费用          | 1,311       | 1,927        | 2,351        | 2,889        |
| 预付款项           | 2,173       | 6,595        | 6,636        | 6,441        | 管理费用          | 135         | 181          | 220          | 271          |
| 存货             | 5,661       | 18,320       | 22,121       | 26,839       | 财务费用          | 71          | 89           | 119          | 151          |
| 其他流动资产         | 11,809      | 393          | 431          | 482          | 资产减值损失        | 11          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 4,813       | 4,514        | 4,316        | 4,128        | 公允价值变动净       | -7          | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资         | 1,015       | 1,030        | 1,038        | 1,034        | 投资净收益         | 88          | 100          | 100          | 100          |
| 固定资产           | 1,109       | 379          | 361          | 343          | 汇兑净收益         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产           | 514         | 212          | 212          | 212          | <b>营业利润</b>   | 1,641       | 2,389        | 3,548        | 5,371        |
| 其他非流动资产        | 2,176       | 2,892        | 2,705        | 2,539        | 营业外净收支        | 15          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 26,886      | 34,436       | 38,601       | 44,041       | <b>利润总额</b>   | 1,657       | 2,389        | 3,548        | 5,371        |
| <b>流动负债</b>    | 16,703      | 21,412       | 22,608       | 23,623       | 所得税           | 331         | 525          | 852          | 1,343        |
| 短期借款           | 1,087       | 3,582        | 3,582        | 3,582        | 未确认的投资        |             |              |              |              |
| 应付账款           | 1,653       | 3,563        | 3,811        | 4,241        | 损失            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债         | 13,963      | 14,267       | 15,216       | 15,799       | <b>净利润</b>    | 1,326       | 1,863        | 2,697        | 4,028        |
| <b>非流动负债</b>   | 4,449       | 5,429        | 5,701        | 6,099        | 少数股东损益        | 262         | 466          | 674          | 1,209        |
| 长期借款           | 1,255       | 4,792        | 5,061        | 5,460        | 归属母公司净利润      | 1,064       | 1,397        | 2,022        | 2,820        |
| 其他非流动负债        | 3,193       | 637          | 640          | 639          | EBITDA        | 1,828       | 2,557        | 3,743        | 5,595        |
| <b>负债合计</b>    | 21,152      | 26,841       | 28,309       | 29,721       | EPS (元)       | 0.86        | 0.62         | 0.90         | 1.26         |
| 少数股东权益         | 266         | 1,553        | 2,227        | 3,436        | <b>主要财务比率</b> |             |              |              |              |
| 股本             | 1,243       | 2,238        | 2,238        | 2,238        | <b>会计年度</b>   | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 资本公积           | 2,143       | 122          | 122          | 122          | <b>成长能力</b>   |             |              |              |              |
| 留存收益           | 1,731       | 3,682        | 5,704        | 8,524        | 营业收入          | 19.7%       | 48.5%        | 22.0%        | 22.9%        |
| 归属母公司股东权       | 5,124       | 6,042        | 8,064        | 10,884       | 营业利润          | 114.6%      | 45.5%        | 48.5%        | 51.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 26,886      | 34,436       | 38,601       | 44,041       | 归属于母公司净       | 70.7%       | 31.4%        | 44.7%        | 39.4%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | <b>盈利能力</b>   |             |              |              |              |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 毛利率(%)        | 8.9%        | 8.7%         | 9.7%         | 10.8%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 净利率(%)        | 2.6%        | 2.3%         | 2.8%         | 3.1%         |
| <b>经营活动现金流</b> | -282        | -178         | 628          | 485          | ROE(%)        | 22.9%       | 23.1%        | 25.1%        | 25.9%        |
| 净利润            | 1,326       | 1,863        | 2,697        | 4,028        | ROIC(%)       | 13.4%       | 15.5%        | 18.9%        | 22.4%        |
| 折旧摊销           | 116         | 79           | 76           | 73           | <b>偿债能力</b>   |             |              |              |              |
| 财务费用           | 71          | 89           | 119          | 151          | 资产负债率(%)      | 78.7%       | 77.9%        | 73.3%        | 67.5%        |
| 投资损失           | -88         | -100         | -100         | -100         | 流动比率          | 1.32        | 1.40         | 1.52         | 1.69         |
| 营运资金变动         | -1,821      | -2,285       | -2,294       | -3,777       | 速动比率          | 0.98        | 0.54         | 0.54         | 0.55         |
| 其他经营现金流        | 114         | 176          | 131          | 110          | <b>营运能力</b>   |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,208      | 213          | 152          | 158          | 总资产周转率        | 1.90        | 1.96         | 2.01         | 2.18         |
| 资本支出           | -1,033      | 0            | 0            | 0            | 净资产周转率        | 8.30        | 11.27        | 10.41        | 9.53         |
| 长期投资           | 269         | -76          | -50          | -59          | <b>每股指标</b>   |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | -1,972      | 137          | 102          | 99           | (元)           |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1,311       | 1,149        | 32           | 307          | EPS           | 0.86        | 0.62         | 0.90         | 1.26         |
| 短期借款           | -254        | 2,495        | 0            | 0            | 每股净资产         | 3.74        | 2.70         | 3.60         | 4.86         |
| 长期借款           | -429        | 3,537        | 268          | 399          | 每股经营现金流       | -0.23       | -0.08        | 0.28         | 0.22         |
| 普通股增加          | 553         | 995          | 0            | 0            | <b>估值比率</b>   |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | -737        | -2,021       | 0            | 0            | P/E           | 7.74        | 10.60        | 7.32         | 5.25         |
| 其他筹资现金流        | 2,178       | -3,857       | -237         | -92          | P/B           | 1.77        | 2.45         | 1.84         | 1.36         |
| <b>现金净增加额</b>  | -185        | 1,184        | 812          | 951          | P/S           | 0.20        | 0.25         | 0.20         | 0.16         |
|                |             |              |              |              | EV/EBITDA     | 10.77       | 7.70         | 5.26         | 3.52         |

## 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。