



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

春江水暖，稳坐扁舟

——银行业2012年策略报告

德邦证券研究所

张帆 (zhangfan@tebon.com.cn)

SAC执业证书编号：S0120511030001

联系人：金佳 (jinjia@tebon.com.cn)

8621-68761616-8218

2011-12-19

核心观点

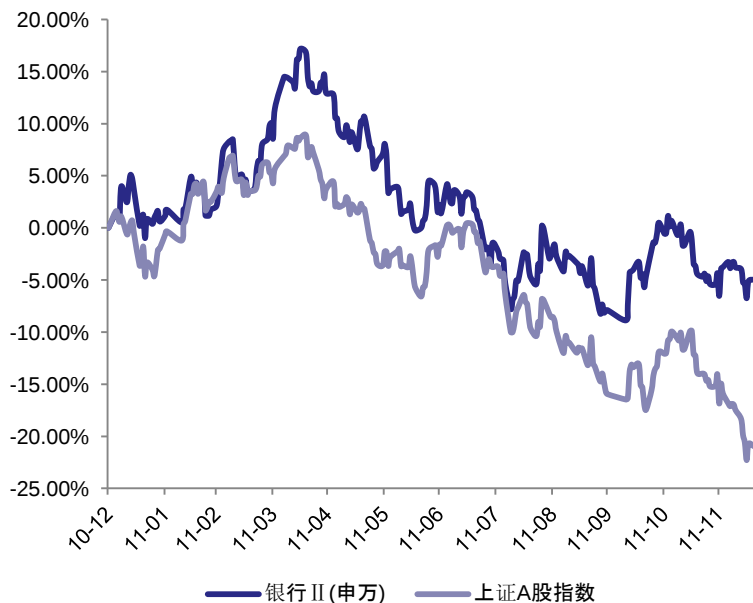
- 2012年银行板块盈利增速放缓至约18%
- 银行板块净利润增速高于A股平均水平，估值处于底部区域，具备极强的安全性和防御能力，全年有望获取相对收益。
- 一季度紧缩政策的放松将改善市场流动性，推动银行板块的估值修复，有望取得绝对收益。
- 个股推荐具备持续增长优势、拨备计提充分、风控能力良好的银行，重点推荐民生银行、招商银行，关注深发展A。

主要内容

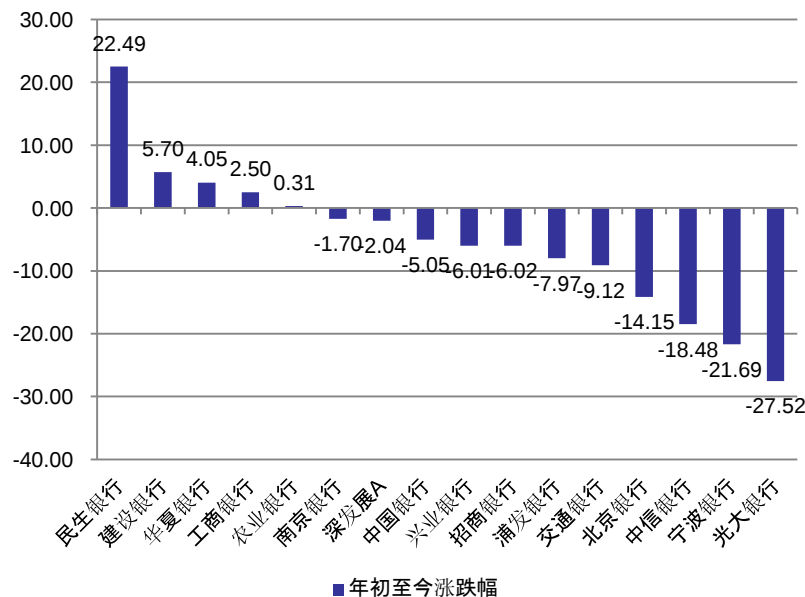
- 一、2011市场表现回顾
- 二、2012宏观经济预测
- 三、预计2012年银行净利润增速为18%
- 四、具备足够安全边际，一季度存在投资机会
- 五、投资策略

2011市场表现回顾

- 年初至今（2011.12.19，下同），上证A股收益率-20.96%，银行板块收益率-4.96%，银行板块跑赢指数16个百分点，表现优异。
- 个股方面，有5家银行取得正收益，只有两家银行跑输上证A股指数，其中民生银行以22.49%位居涨幅之首。



资料来源：WIND, 德邦研究



资料来源：WIND, 德邦研究

主要内容

一、2011市场表现回顾

二、2012宏观经济预测

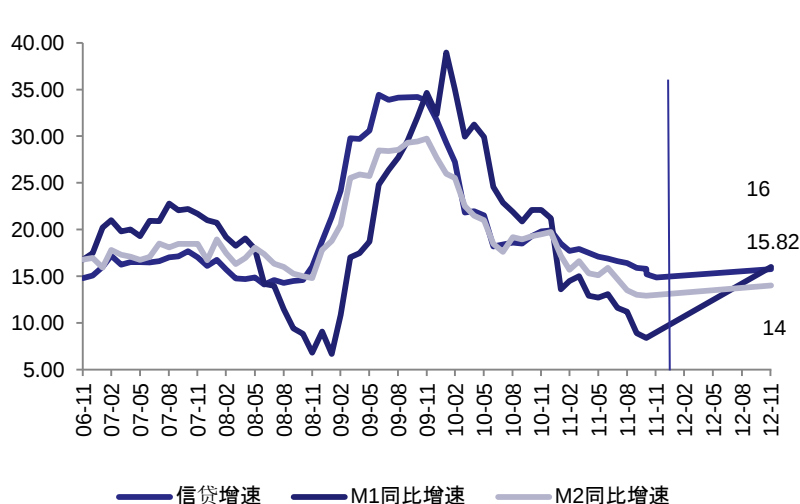
三、预计2012年银行净利润增速为18%

四、具备足够安全边际，一季度存在投资机会

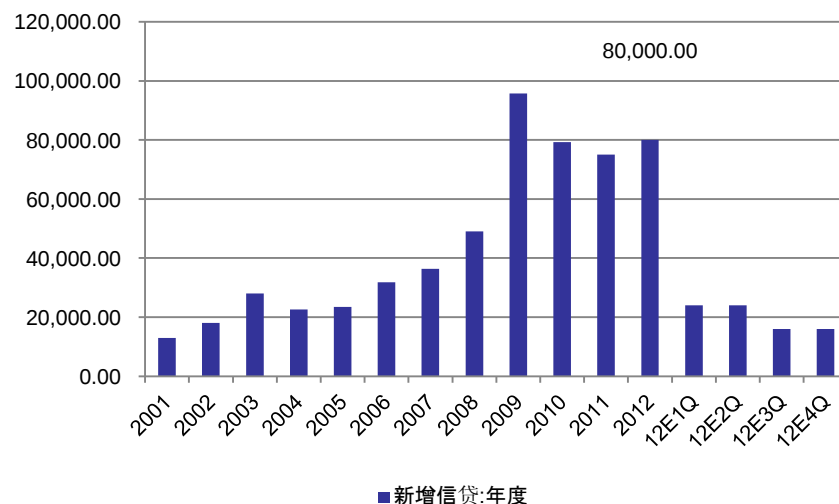
五、投资策略

2012宏观经济预测

- 根据德邦证券宏观组预测，2012年GDP增速应会自2011年预期的9.2%放缓至8.6%
- 预计2012年CPI3.3%，在7月份达最低点，而后缓慢上行，CPI2012年上半年的回落为政策阶段性松动提供有利条件。
- 政策方面，政策从控通胀转向稳增长，货币政策预调微调，定向宽松。
- 我们预计2012年将会有1-2次降息，首次降息应会在2012年二季度。11月30日首降0.5存准率，预计2012年会有2-3次的下调机率。
- 2012年信贷规模8万亿；2012年货币供应量M2增速将从2011年紧缩时期的12.5%回归至较为正常的14%，M1回升至16%。



资料来源：WIND, 德邦研究



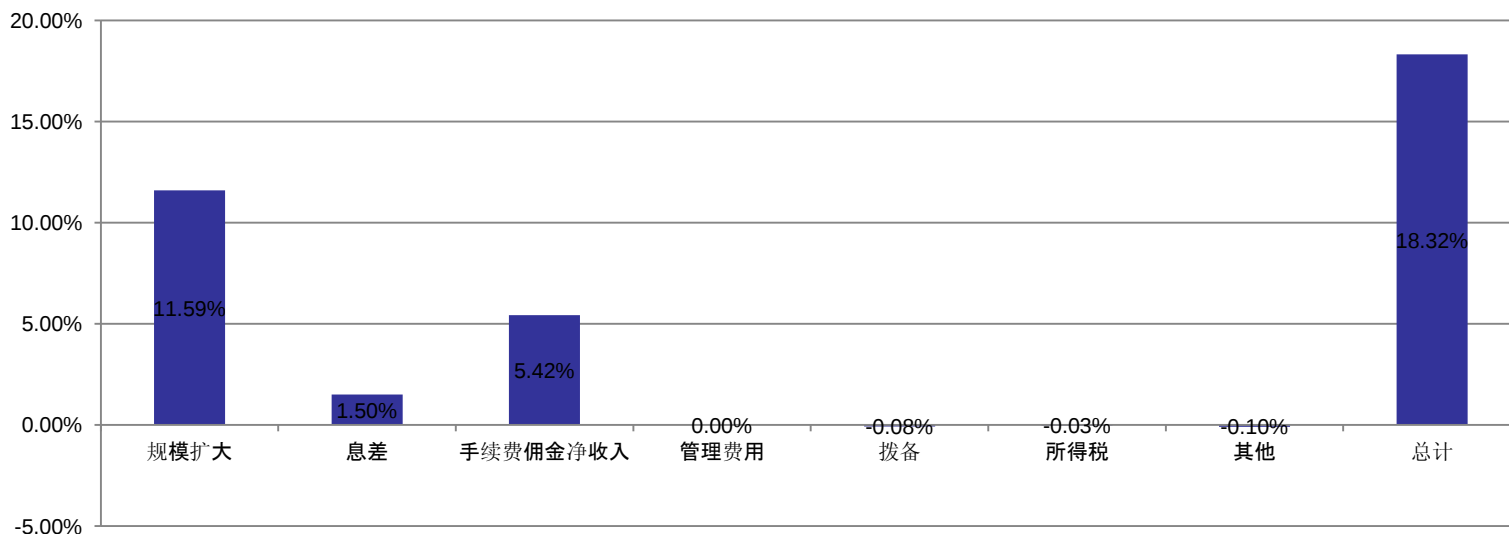
资料来源：WIND, 德邦研究

主要内容

- 一、2011市场表现回顾
- 二、2012宏观经济预测
- 三、预计2012年银行净利润增速为18%
- 四、具备足够安全边际，一季度存在投资机会
- 五、投资策略

预计2012年银行净利润增速为18%

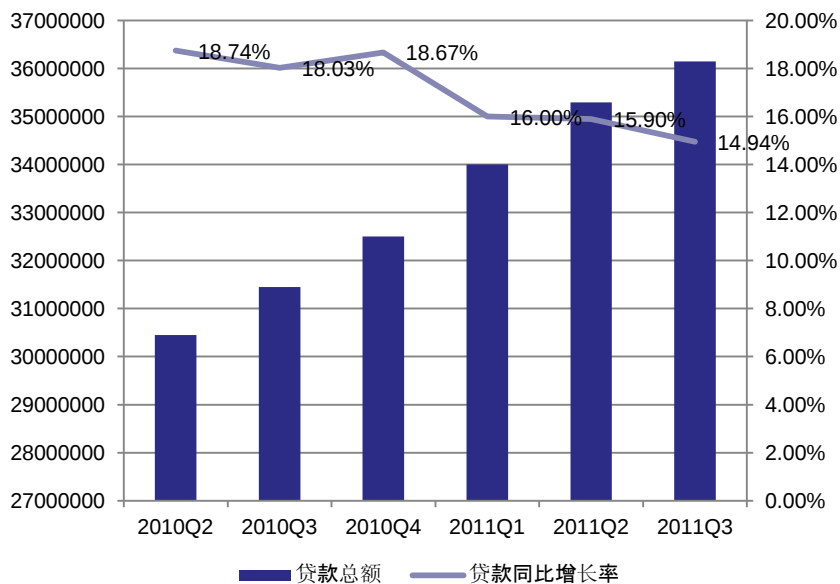
- 预计2012年银行净利润增速为18%，增速较2011年大幅下降。
- 对2012年净利润增长的驱动因素进行分解。我们认为规模扩大将继续充当银行业业绩增长的主要动力，明年规模扩大将带动净利润增长11.59%；
- 息差扩张的驱动作用明显减小，只带动净利润增长1.50%。
- 手续费和佣金净收入带动5.42%，与2011年相仿。
- 其他因素基本保持稳定，对净利润的增长贡献不明显。



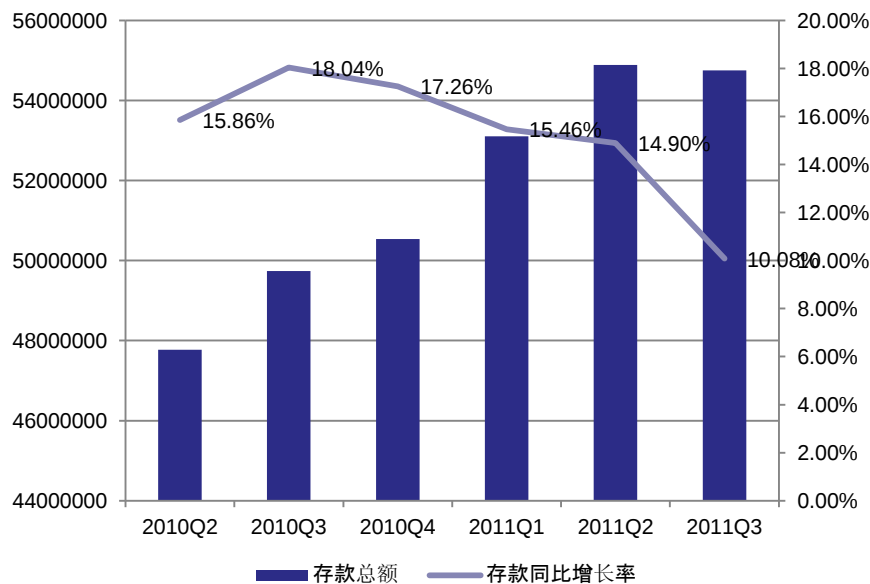
■ 2012E净利润增速分解

存贷款规模扩张速度受限，资产结构将有调整

- 预计2012年存款规模增长率下降至12%的水平；贷款规模增长率约为14%，均较今年有所放缓。
- 今年三季度，存贷款扩张速度放缓的趋势已经显现，存款甚至出现了负增长，预计这一趋势在明年将会持续。
- 在存贷款增速放缓的情况下，为保持净利润保持适度的增长，不排除银行扩大其他生息资产规模的可能性，资产结构的调整将对各项指标产生影响。



资料来源：WIND, 德邦研究



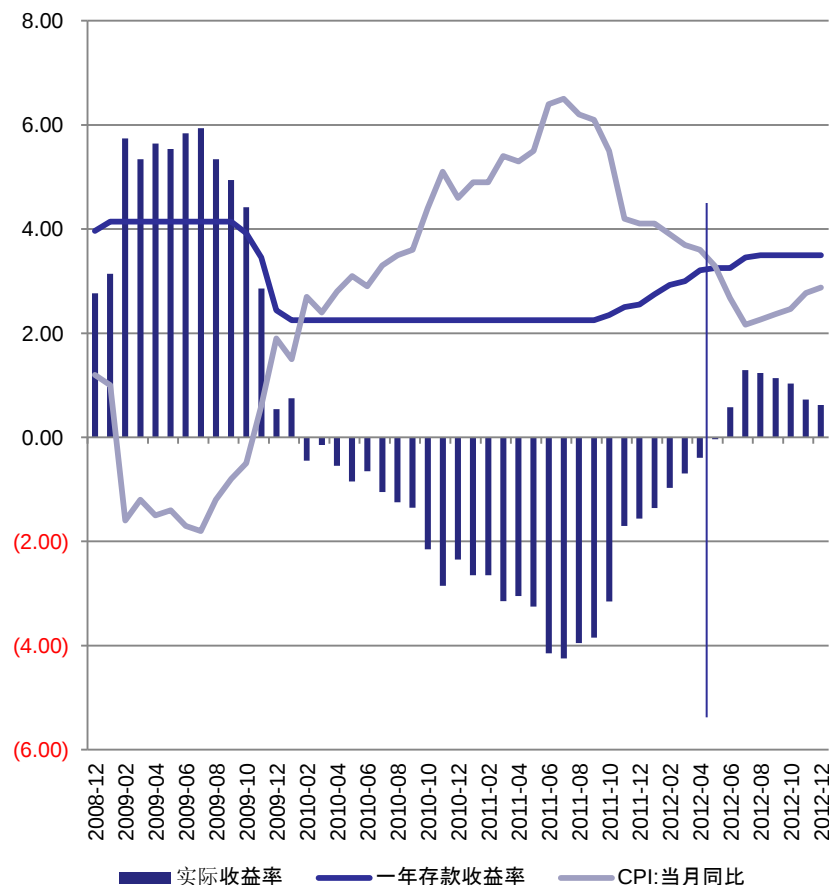
资料来源：WIND, 德邦研究

存贷款规模扩张速度受限，资产结构将有调整

全年存款扩张速度仍然受限

●为应对爆发于2008年末的全球金融危机，大规模的刺激政策陆续出台。仅仅在4个月内，一年期定期存款利率从08年9月份的4.14%下降到12月末的2.25%，且长期居于低位。同时，物价水平（CPI）于09年末由负转正，从09年10月份的-0.5%快速飙升至今年7月份的6.5%高位。高通胀和低利率造成了长期的负利率现象。结合其他投资渠道的日益增多，银行体系的大量存款被分流。这是银行存款规模扩张受限的根本原因。

●预计2012年银行的存款扩张将继续承压，负利率现象仍将持续一段时间。我们认为，在宏观形势整体不乐观的情况下，未来为矫正负利率现象而加息的可能性很小，只有待7月份以后通胀压力明显减缓，实际利率将自然回归为正。但即便如此，实际利率仍处于历史低位，存款大规模扩张可能性不大。



资料来源：WIND, 德邦研究

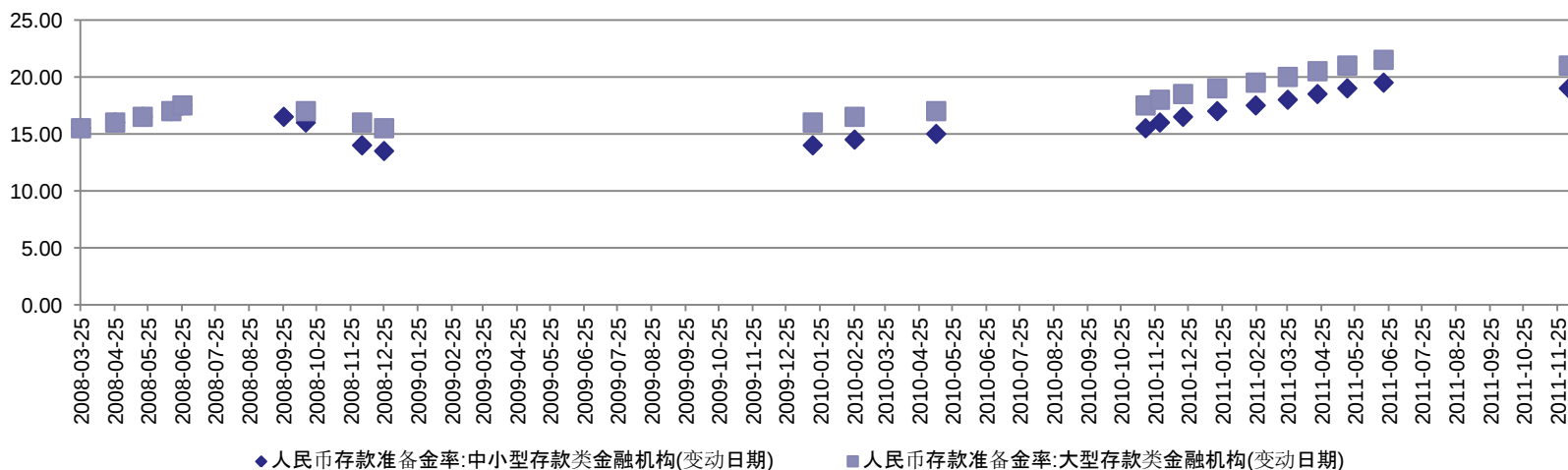
存贷款规模扩张速度受限，资产结构将有调整

全年存款扩张速度仍然受限

●宏观政策已转向微调预调。11月30日，央行宣布金融机构人民币存款准备金率下调0.5个百分点，自此，大型和中小型存款类金融机构的存准率分别降为20%和19%。存款准备金率的下调无疑为银行过紧的资金松绑。然而，自09年末始的这轮紧缩政策的以存款准备金率提高为主要手段，因此，从更长的时间段来看，20%左右的存准率仍处于历史高位，货币扩张能力有限。

●存准率存在充分的下调空间，但要到调整到一个较为合适的水平，并不会短短几个月内实现。全年来看，2012年的存准率仍将维持在较高位。

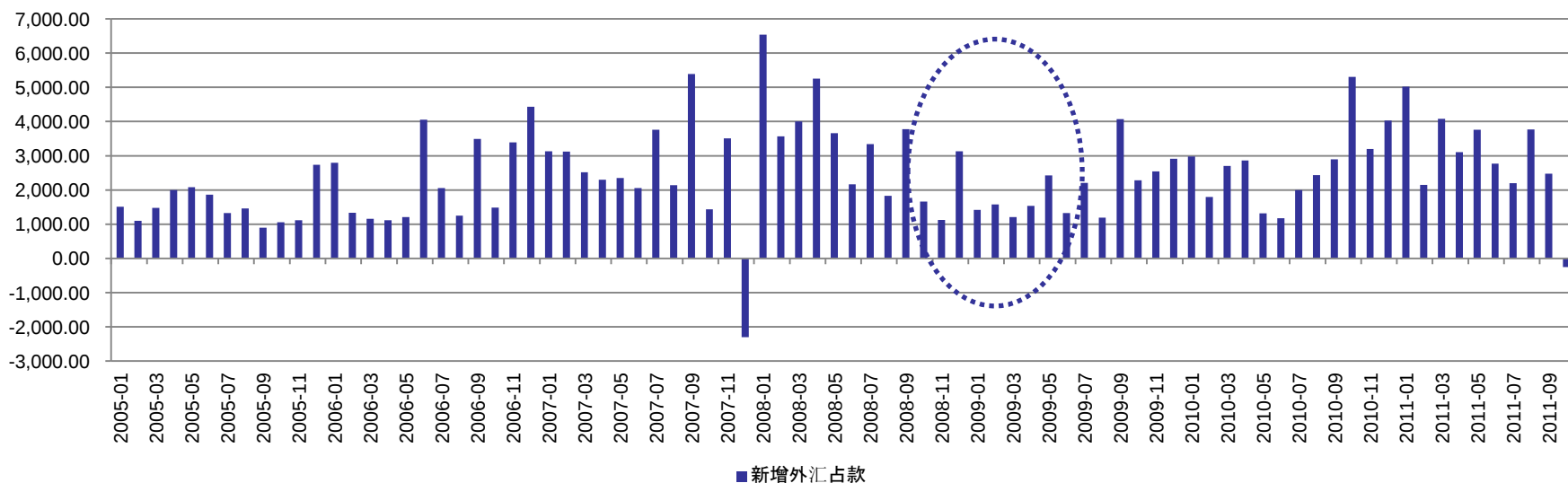
●过高的存准率降低了银行的货币扩张能力；同时，也阻碍了银行调拨贷款以外资金的灵活性，降低了资金流通效率。两者都对银行的存款扩张产生不利的影响。



存贷款规模扩张速度受限，资产结构将有调整

全年存款扩张速度仍然受限

- 欧美国家经济的持续疲弱已对我国造成了一定的负面影响，新兴市场的资金流出或将成为趋势。10、11月份的新增外汇占款连续两月环比下降。从宏观数据来看，贸易顺差持续收窄、FDI同比增长也在11月份转负，均表明新增外汇占款在将来有可能大量减少。
- 从历史来看，2008年9月金融危机爆发后，我国的新增外汇占款出现减少的情况，2009年全年的新增外汇占款较2008年下降了约1.5万亿元。
- 我们预计2012年的新增外汇占款将会小于今年。外汇占款是我国基础货币投放的主要来源，外汇占款增长减缓直接对存款增长形成压力。



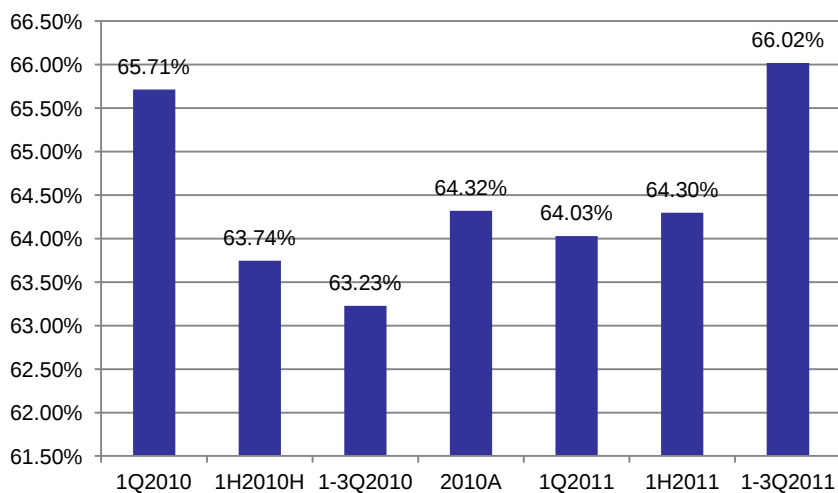
资料来源：WIND, 德邦研究

存贷款规模扩张速度受限，资产结构将有调整

贷款扩张主要受存贷比限制

●存贷比是限制贷款扩张的主要因素。2011年第三季度，上市银行的整体存贷比大幅攀升，从中期的64%上升到66%。尤其是股份制银行的存贷比压力较大，普遍接近75%的监管红线。

●预计2012年的存贷比达标压力仍然较重，尤其是日均存贷比的考核，将限制银行的贷款扩张。



资料来源：WIND, 德邦研究

■ 存贷比

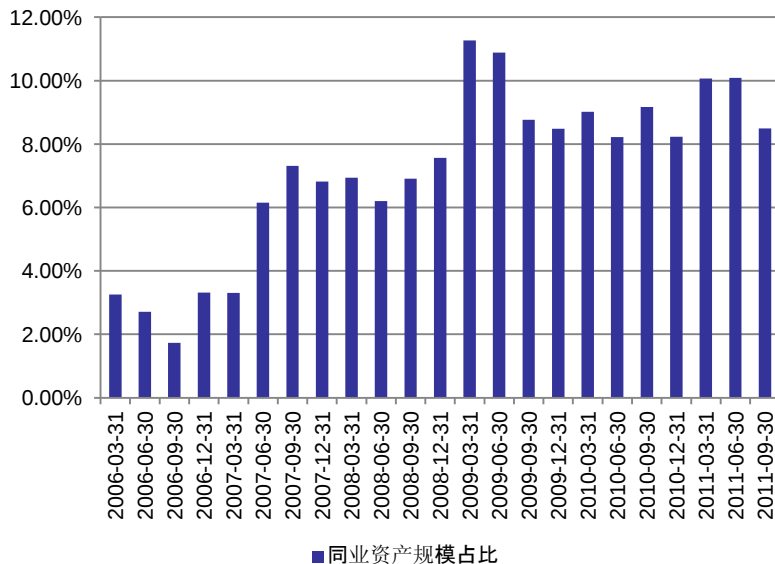
	1Q2010	1H2010H	1-3Q2010	2010A	1Q2011	1H2011	1-3Q2011
工商银行	57.26%	57.26%	56.83%	59.43%	58.56%	59.37%	61.02%
建设银行	58.39%	60.71%	59.85%	60.89%	60.92%	60.50%	63.49%
农业银行	n/a	53.64%	53.32%	53.87%	53.78%	53.45%	54.39%
中国银行	70.75%	72.57%	72.62%	73.45%	72.88%	75.12%	76.66%
交通银行	76.46%	75.09%	75.85%	76.38%	75.56%	75.42%	77.56%
国有银行	65.71%	63.85%	63.69%	64.80%	64.34%	64.77%	66.62%
光大银行	n/a	75.41%	72.59%	73.86%	74.22%	72.99%	74.41%
招商银行	75.93%	74.44%	72.28%	73.91%	72.57%	72.71%	74.81%
民生银行	81.89%	71.05%	70.88%	73.24%	71.76%	72.78%	73.89%
浦发银行	75.76%	71.37%	69.07%	68.60%	71.03%	69.32%	71.00%
华夏银行	71.85%	70.98%	70.13%	67.07%	68.27%	67.94%	70.74%
兴业银行	78.98%	77.29%	75.25%	74.38%	75.57%	74.99%	74.64%
中信银行	76.80%	72.20%	72.24%	71.99%	70.99%	71.25%	72.93%
深发展	78.61%	72.83%	73.16%	71.23%	71.34%	69.72%	71.85%
A*							
股份制银行	77.12%	73.20%	71.95%	71.78%	71.97%	71.46%	73.03%
北京银行	60.33%	60.24%	60.97%	58.74%	62.11%	62.54%	61.98%
南京银行	63.59%	58.95%	57.27%	58.68%	57.64%	55.54%	59.87%
宁波银行	74.32%	71.99%	69.11%	68.71%	68.82%	64.89%	67.42%
城商行	66.08%	63.73%	62.45%	62.04%	62.86%	60.99%	63.09%

资料来源：WIND, 德邦研究

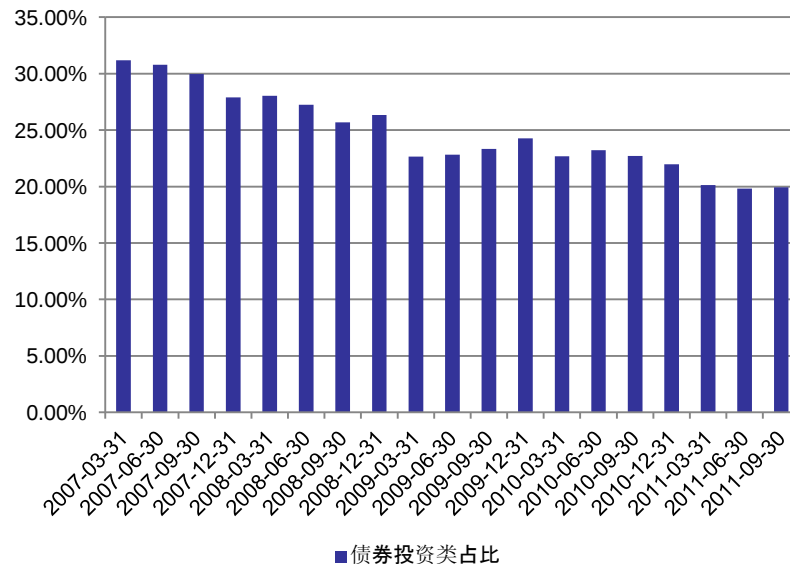
存贷款规模扩张速度受限，资产结构将有调整

资产结构将有调整

- 贷款规模增速有限，且消耗风险加权资产较高，因此不排除银行会以牺牲净息差为代价，选择做大非贷款资产的规模，以保持净利息收入的稳定增长。
- 为应对利率下行带来的不利影响，银行将调整资产的期限结构，加大长久期资产的配置力度。



资料来源：WIND, 德邦研究



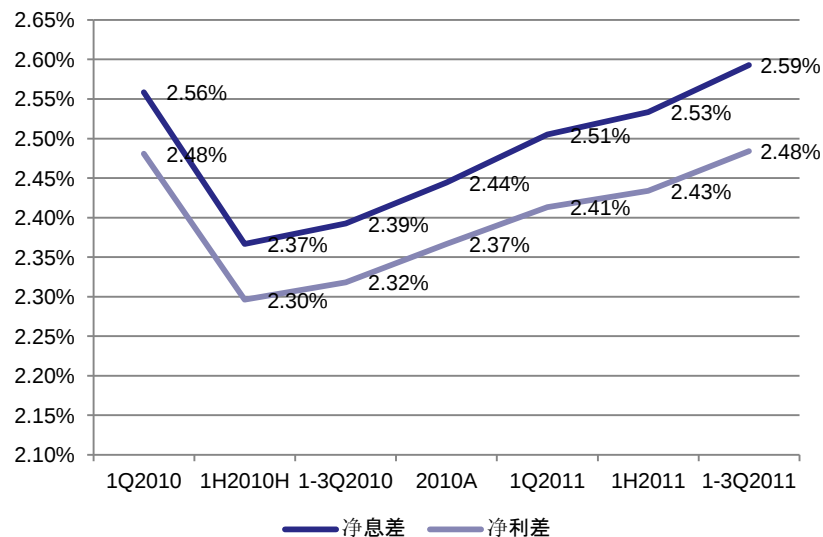
资料来源：WIND, 德邦研究

净息差可能在一季度见顶，银行间表现有分化

净息差可能在一季度见顶

●我们认为，明年总体的净息差仍然较今年有所扩大，主要是由于今年前半年的息差相对处于低位。

●明年净息差将在一季度见顶，而后银行间的表现将出现分化，原因在于贷款议价能力的分化和资产结构的调整。



资料来源：WIND, 德邦研究

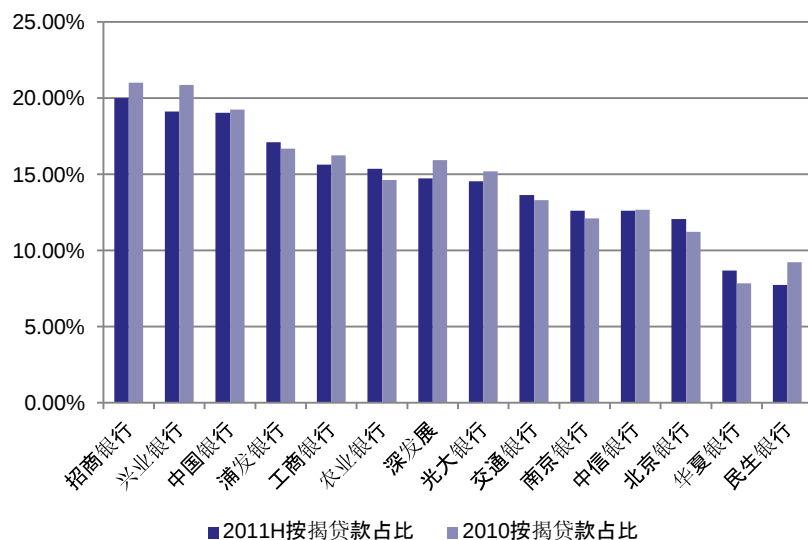
	2008	1H2009	2009	1H2010	2010	1H2011	3Q2011
工商银行	2.92%	2.24%	2.34%	2.37%	2.46%	2.52%	2.55%
建设银行	3.25%	2.51%	2.52%	2.42%	2.51%	2.64%	2.69%
农业银行	n/a	n/a	n/a	2.46%	2.58%	2.72%	2.78%
中国银行	2.65%	2.07%	2.12%	2.08%	2.11%	2.10%	2.12%
交通银行	2.85%	2.03%	2.28%	2.33%	2.40%	2.44%	2.50%
国有银行	2.92%	2.21%	2.31%	2.33%	2.41%	2.48%	2.53%
光大银行	n/a	n/a	n/a	2.31%	2.41%	2.57%	2.63%
招商银行	3.33%	2.16%	2.27%	2.47%	2.61%	2.89%	3.01%
民生银行	3.14%	2.31%	2.67%	2.86%	2.92%	3.08%	3.29%
浦发银行	2.89%	2.10%	2.33%	2.43%	2.41%	2.48%	2.53%
华夏银行	2.06%	1.48%	2.03%	2.40%	2.44%	2.65%	2.84%
兴业银行	2.85%	2.20%	2.35%	2.34%	2.43%	2.30%	2.29%
中信银行	3.34%	2.36%	2.47%	2.44%	2.54%	2.80%	2.92%
深发展A	3.11%	2.56%	2.50%	2.51%	2.48%	2.74%	2.84%
股份制银行	2.96%	2.17%	2.37%	2.47%	2.53%	2.69%	2.79%
北京银行	2.93%	2.32%	2.34%	2.31%	2.31%	2.26%	2.28%
南京银行	3.18%	2.64%	2.68%	2.52%	2.54%	2.58%	2.63%
宁波银行	3.44%	2.91%	2.79%	2.61%	2.46%	2.41%	2.70%
城商行	3.19%	2.62%	2.60%	2.48%	2.44%	2.42%	2.54%

资料来源：WIND, 德邦研究

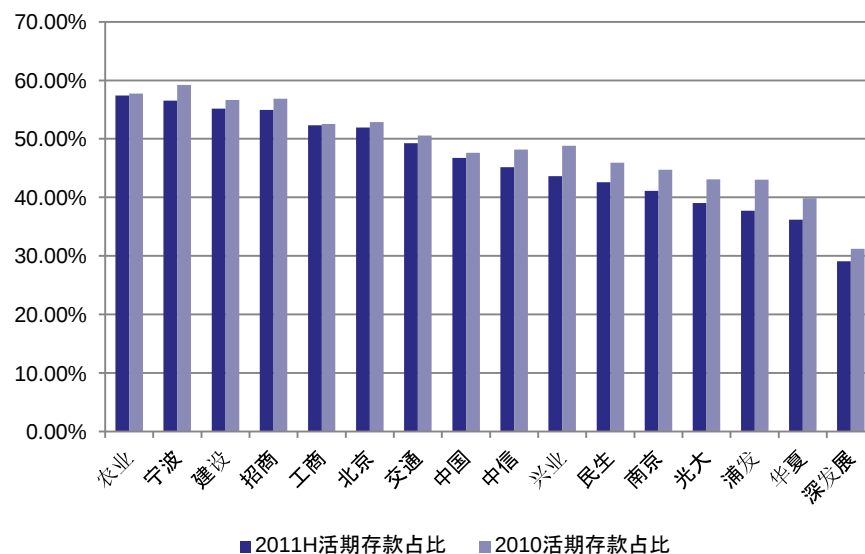
净息差可能在一季度见顶，银行间表现有分化

净息差可能在一季度见顶

- 加息周期结束，大部分贷款重定价告一段落。经过今年三次加息，按揭贷款在明年一季度统一进入重定价时期，预计将整体提升净息差约8BP左右。
- 年初的准备金率下调为银行松绑，资产得以重新配置于较高收益的贷款、同业和债券上，抬升整体净息差。
- 进入降息周期后，银行负债结构将被动调整，活期存款定期化趋势明显，银行的负债成本将被动抬高。存款乏力，主动负债力度增强也将提高资金成本。



资料来源：公司公告，德邦研究



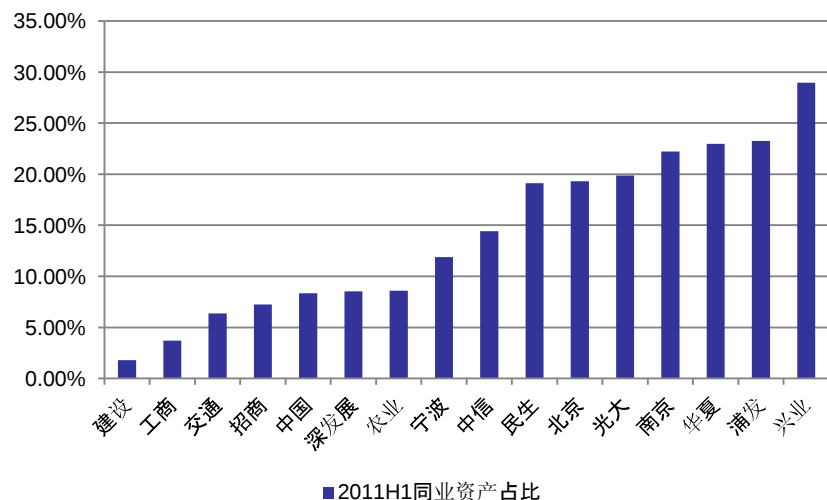
资料来源：公司公告，德邦研究

净息差可能在一季度见顶，银行间表现有分化

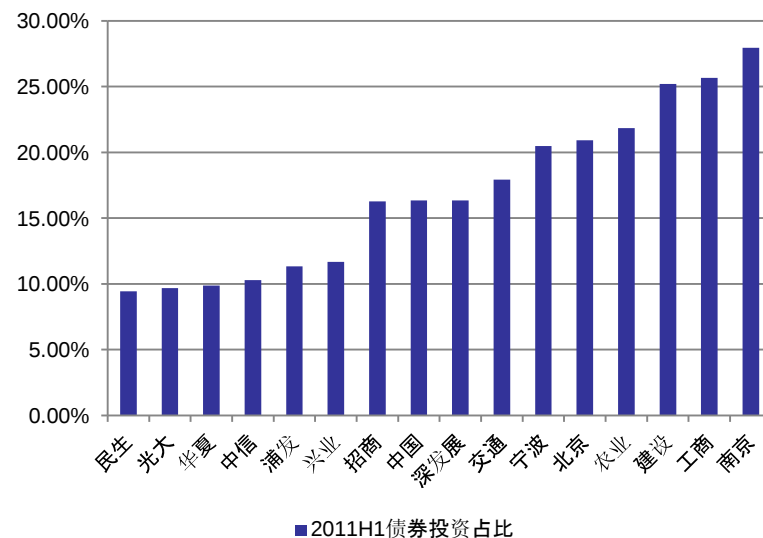
净息差表现将出现分化

●中小企业业务占优势的银行，在信贷未完全转向的情况下，净息差提升的动力依然强劲。以小微企业业务优势较为明显的民生银行为例，在2011年信贷收紧、利率上升的环境下，民生银行的贷款平均收益率从2010年6月末的5.5%提高到2011年6月末的6.68%，增幅高达1.18个百分点，远高于同期其他银行的贷款利率增幅。未来信贷定向宽松，此类银行将受益明显。

●同业和债券业务的利息收入将随着利率下行逐步降低。负债端，政策放松缓解短期负债的资金成本。总体来看利率下行环境下，生息资产中同业、债券资产占比较低和计息负债中短久期负债较高的银行净息差受正面影响较大。



资料来源：WIND, 德邦研究



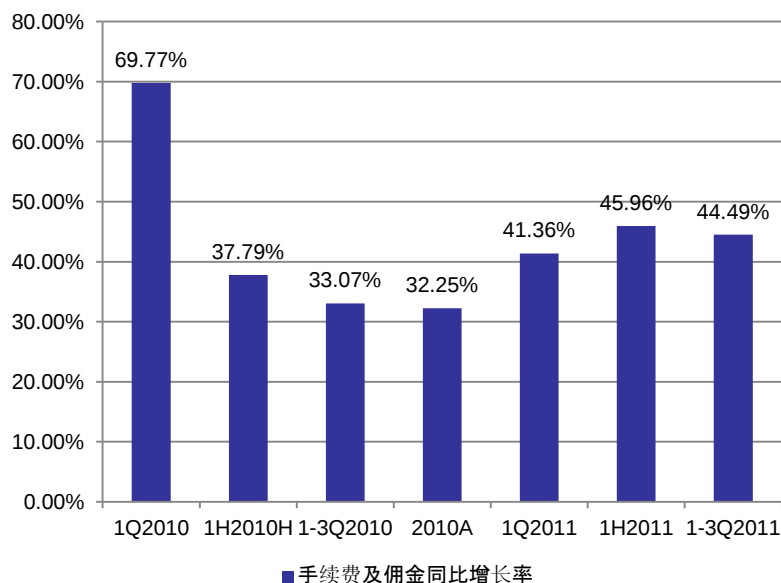
资料来源：WIND, 德邦研究

中间业务增速放缓

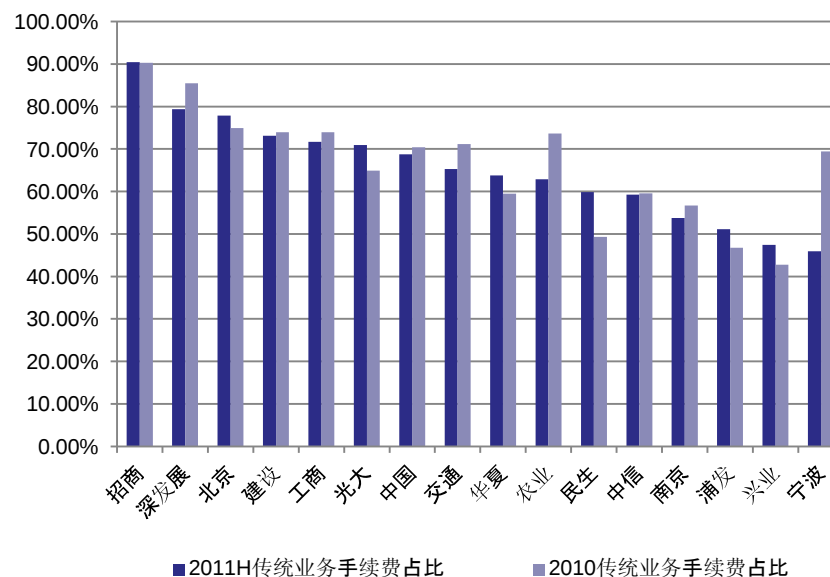
手续费及佣金净收入增速放缓

●加息周期中，因信贷紧缩，银行的议价能力提升，周期性手续费收入增长较快。随着加息周期的结束和降息周期的到来，我们预计未来以咨询顾问费、信用承诺收入等为代表的周期性手续费收入增速将明显下降，甚至出现负增长。而以代理结算为代表的非周期性业务将保持平稳增长。

●未来商业银行仍然会专注于银行卡、理财、资金托管等创新业务的开拓，并作为中间业务增长的主要驱动因素，重点看好零售业务保持领先优势的银行。



资料来源：WIND, 德邦研究



资料来源：公司公告, 德邦研究

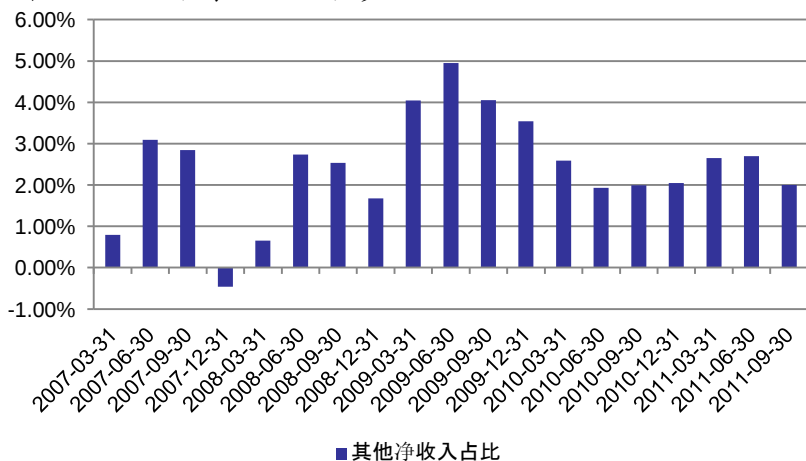
中间业务增速放缓

其他净收入改善

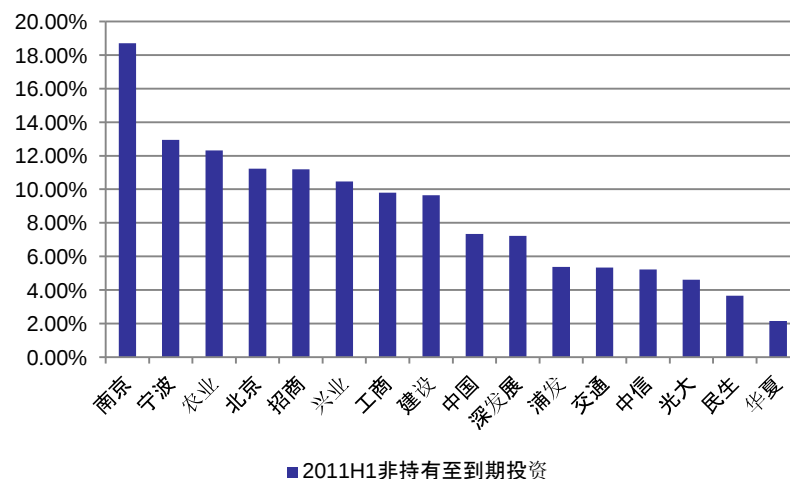
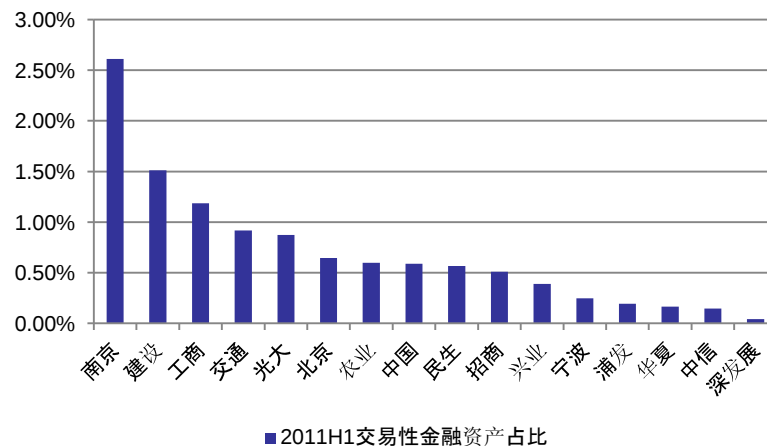
●其他净收入中以投资收益为主，利率下行有利于投资收益的增长。主要原因是利率下降会使得固定利率债券价格上升，取得资本利得收益。

●今年以来，债券市场持续不景气，公允价值变动计入损益的这部分资产价格普遍下跌。随着明年债券市场的走牛，这部分浮亏将会减小。同时，可供出售金融资产的公允价值变动计入资本公积的部分也将有不错的表现。

●但总体来说，这部分收入占所有营业收入的比重并不大，对净利润的影响较小。



资料来源：WIND, 德邦研究



资料来源：WIND, 德邦研究

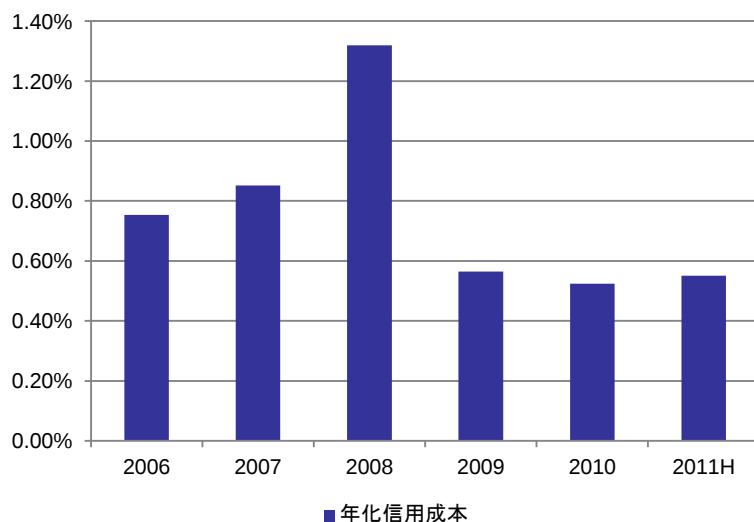
信用成本上升，部分银行拨备压力加大

不良生成压力增加，推升信用成本

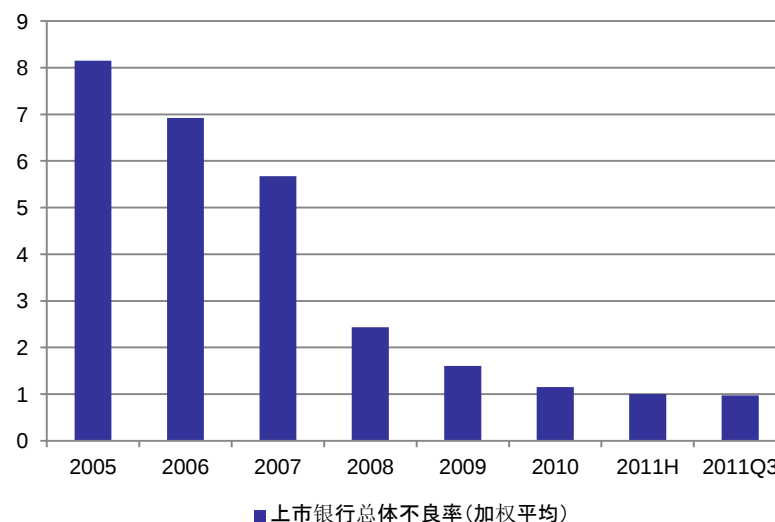
●近几年来，上市银行整体资产质量不断改善，不良率维持在较低水平，除农行等个别银行外，普遍低于1%。由于实体经济景气下行，今年三季度，部分上市银行的逾期类和关注类资产比例略有上升。我们认为，随着宏观经济的走弱，银行不良生成的压力将会有所增加，但整体不良水平仍然较低。

●参考历史经验，2008年整体经济下滑、资产质量风险加大的情况下，上市银行的总体年化信用成本达到峰值。我们预计2012年的整体信用拨备力度会大于今年。

●此外，对拨贷比达标的监管也将直接增加信用拨备的压力。



资料来源：WIND, 德邦研究



资料来源：WIND, 德邦研究

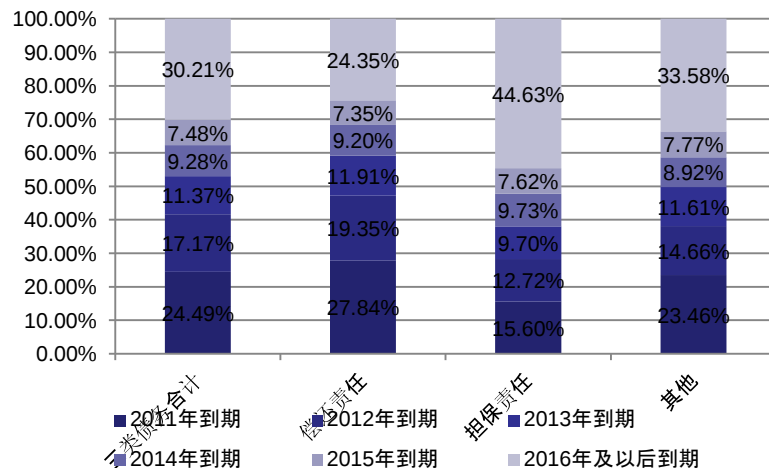
信用成本上升，部分银行拨备压力加大

资产质量承压，但风险基本可控

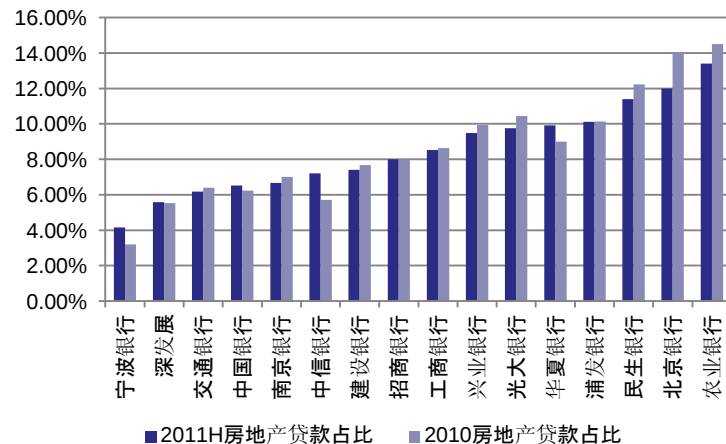
●**房地产贷款方面：**商业银行非常注重房地产相关贷款的风险控制。从上市银行已公布数据来看，银行在新投放贷款中，此类贷款比例进一步下降，三季度房地产业新增贷款环比下降。房地产开发贷款占有所有贷款的比例最高不超过15%，假若未来房地产市场不出现较大波动，这部分风险可控；同时，因按揭贷款具备天然的优势，且大部分按揭贷款的LTV比例都很低，房地产市场的房价下降对这部分贷款的影响也不大。房地产市场对银行资产质量的主要压力还在于系统性风险。

●**地方政府融资平台方面：**我们认为平台贷款的风险正在明显下降，尽管平台公司的偿债能力可能没变，但政策方面，政府对债务化解的积极态度对银行业构成利好，地方债的放行、存量整改、以及对新增贷款的控制，均有利于缓解银行风险压力。因此，预计平台贷款在总量和风险上可以得到控制。

●**中小企业贷款方面：**政策进一步定向支持中小企业的经营，从目前来看，几家致力于中小企业业务开拓的银行均未出现中小企业贷款不良率大幅飙升的情况，中小企业贷款不良率处于较低水平。目前没有证据证明中小企业贷款的增加会对银行资产质量造成巨大压力。但也需时刻关注国内经济不景气和海外动荡对中小企业生产经营产生的负面影响。



资料来源：审计署, 德邦研究



资料来源：公司公告, 德邦研究

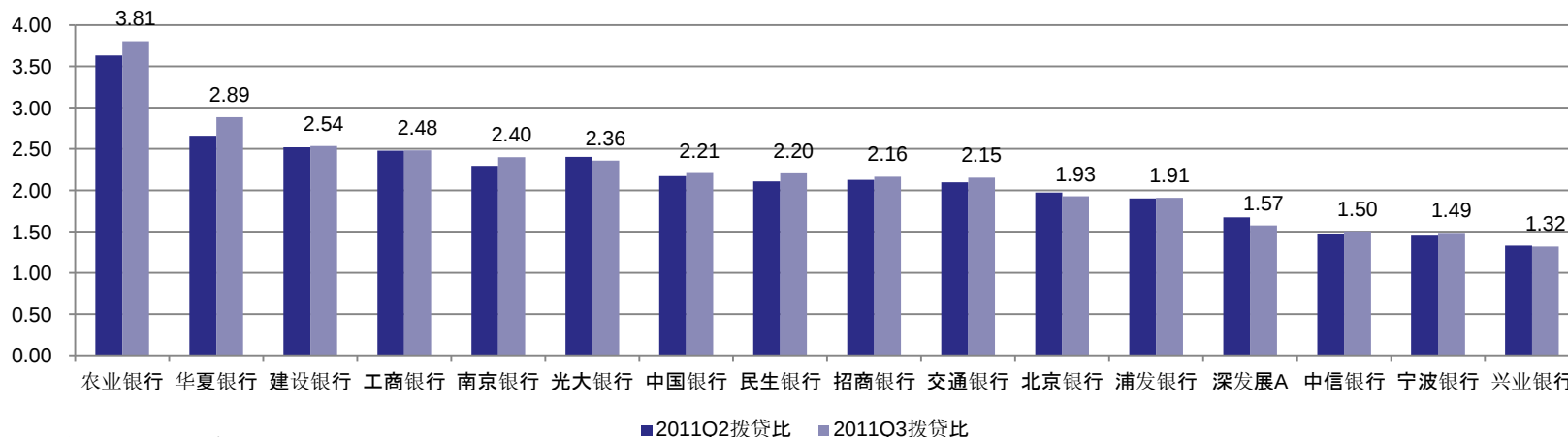
信用成本上升，部分银行拨备压力加大

部分银行根据拨贷比达标要求计算拨备压力较大

●从三季度公布的拨贷比情况看，上市银行的拨贷比指标均较今年中期有一定的改善，但不同银行间存在一定的差距。农业、华夏等拨贷比已经达标，南京、招商等银行的拨贷比也接近达标水平，但仍有包括北京、深发展等的拨贷比在2%以下，未达到监管要求，未来拨备压力较大。

●我们从未达标的两类银行中各选取一家进行模型测算（分别是民生银行和兴业银行）以估计在2016年拨贷比达标的监管压力下，各家银行的税前利润表现。结果显示，若要按期达到2.5%的拨贷比监管要求，民生银行的新增拨备将减少2012年税前利润约2个百分点，而兴业银行将减少税前利润约8个百分点。

●拨贷比监管将令部分银行的净利润承压，为缓和拨贷比监管冲击银行的盈利增长，预计银行会适度调控拨贷比达标节奏。同时，在宏观经济进入下行周期后，不排除管理层推迟监管达标的截止日期的可能性。



资料来源：WIND, 德邦研究

主要内容

- 一、2011市场表现回顾
- 二、2012宏观经济预测
- 三、预计2012年银行净利润增速为18%
- 四、具备足够安全边际，一季度存在投资机会
- 五、投资策略

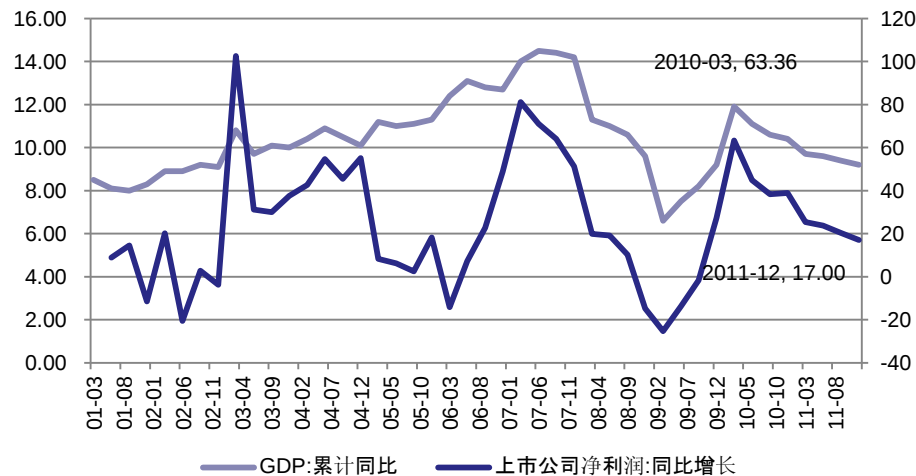
防御能力凸显

净利润增长相对于A股总体仍处于高位

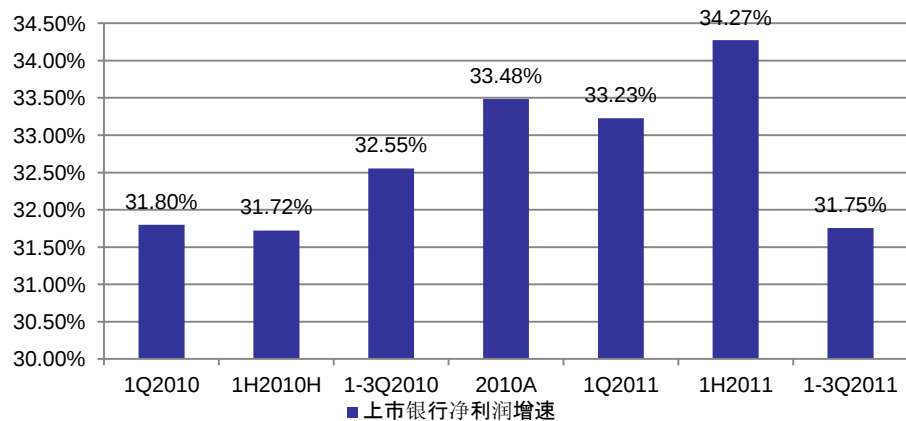
●2011年前三季度，16家上市银行实现归属母公司净利润6915亿元，同比增长31.75%，较上半年下降2.52个百分点。同期A股全部上市公司净利润增长率约为20%，较上半年下滑约3.7个百分点。在整体公司盈利增速下滑的背景下，上市银行依然保持了较高的增长速度。

●上市公司业绩增速和GDP增速的变化较为一致。2009年一季度到2010年一季度同步见底和顶。目前在宏观政策紧缩背景下，经济减速，上市公司业绩增速也将随之回落。

●尽管银行业的利润增速在2012年将有明显放缓，但与其他A股上市公司相比，仍保持在较高的水平。预计2012年整体A股上市公司的净利润增长率仅为10%，银行业约为18%。



资料来源: WIND, 德邦研究



资料来源: WIND, 德邦研究

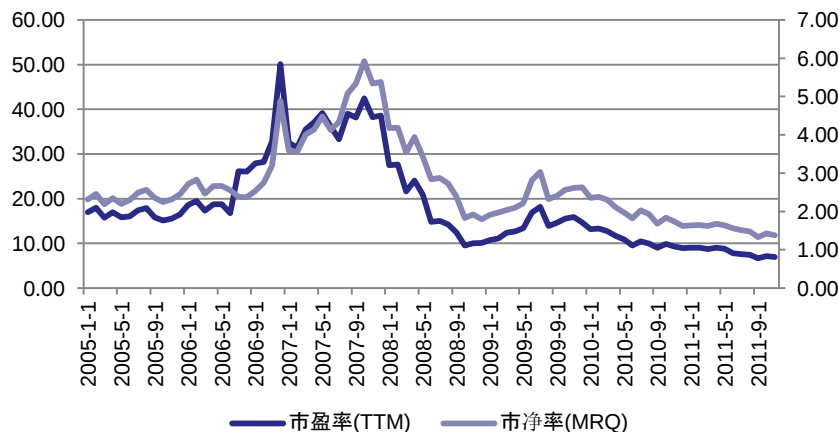
防御能力凸显

估值处于底部区域

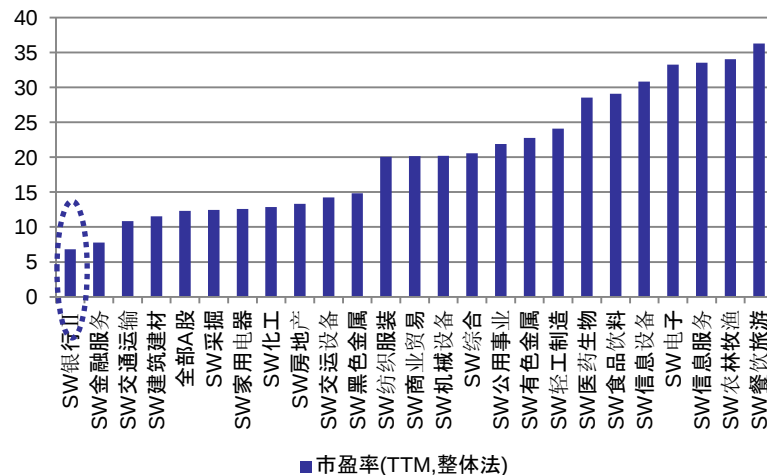
●银行板块目前的估值已处于底部区域。目前银行业的PE (TTM) 和PB (MRQ) 分别为6.92和1.38。

●纵向来看，目前的估值水平已处于历史最低位；横向来看，银行行业的PE在所有行业中最底，远低于全部A股平均的12倍；银行的PB也位于所有A股上市公司的最低端，仅高于黑色金属的1倍PB。

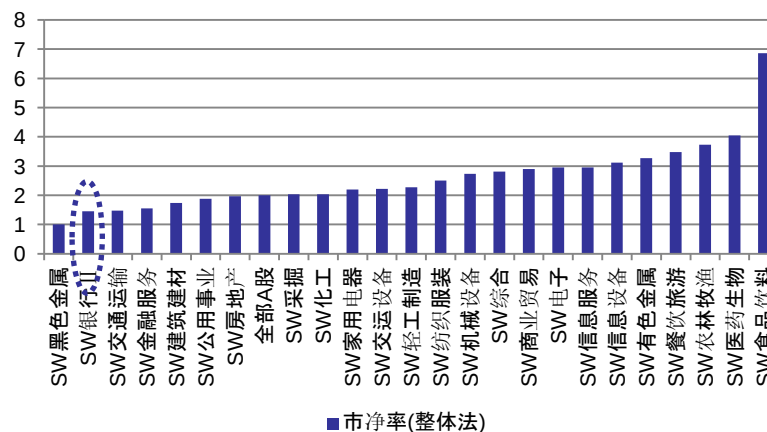
●银行板块今年以来大幅跑赢大盘，板块表现出众，体现了很好的防御性。



资料来源：WIND, 德邦研究



资料来源：WIND, 德邦研究

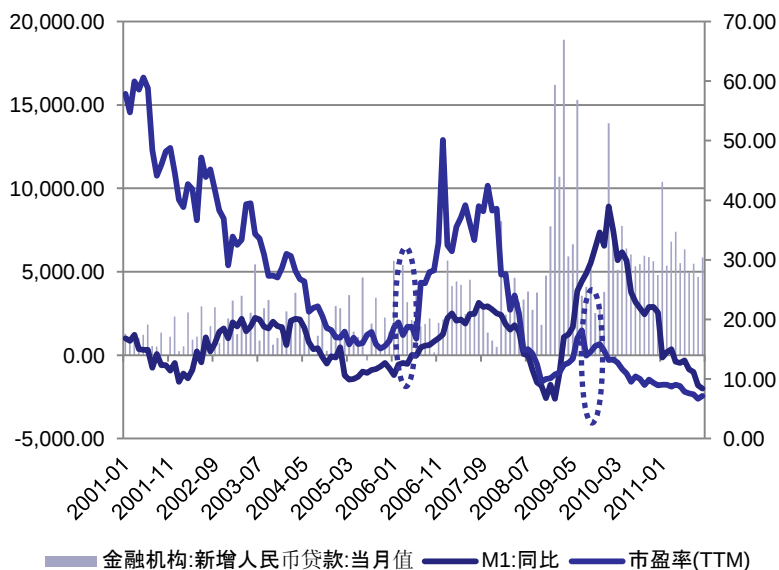


资料来源：WIND, 德邦研究

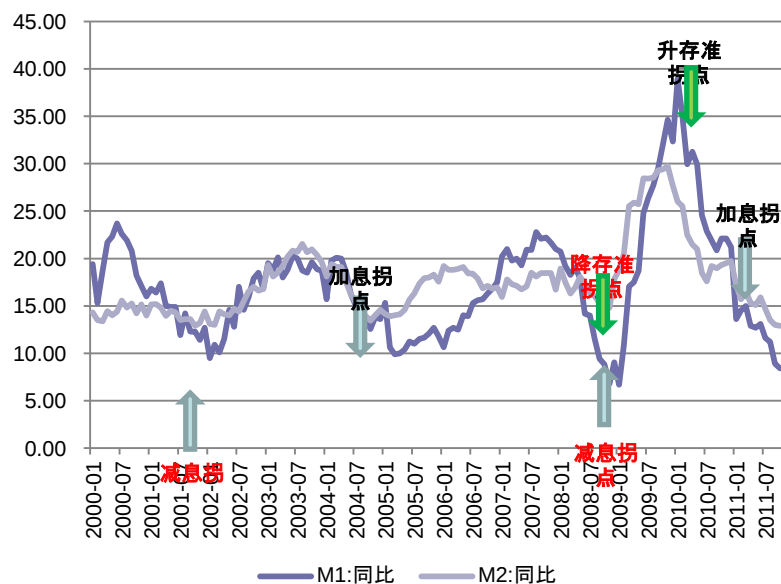
期待一季度受益于紧缩政策放松

一季度流动性改善推动银行估值修复

- M1、新增贷款和银行股估值关系很大。2006年和2009年都曾出现过M1触底回升以及新增贷款放大后银行股估值明显提升的情况。
- 货币政策对经济指标走向影响很大。从历史上看，一般进入减息通道后，M1和M2增速会有显著提升，而经过加息拐点后，两者均有回落，视政策力度的不同而幅度不同。
- 我们预计明年货币政策将有适度转向，M1已接近底部，明年新增信贷规模也将出现一定的扩大，银行股的估值也将随之有所修复，而这一过程很有可能发生在第一季度。



资料来源: WIND, 德邦研究



资料来源: WIND, 德邦研究

主要内容

- 一、2011市场表现回顾
- 二、2012宏观经济预测
- 三、预计2012年银行净利润增速为18%
- 四、具备足够安全边际，一季度存在投资机会
- 五、投资策略

行业策略

上调银行业评级至“推荐”。

●2012年银行业业绩增速放缓基本确定，但相对整体A股净利润增速仍处于较高水平；无论从历史的纵向比较还是行业的横向比较来看，银行板块估值已处于底部区域，具备极高的安全性和防御能力，在整体市场不景气的背景下，银行板块将取得相对收益。

●全年获取绝对收益的机会在一季度，主要推动因素是紧缩政策的放松对市场流动性的改善，这一情境特别有利于银行板块的估值修复。

●风险提示：宏观经济大幅下滑，资产质量明显恶化。

个股推荐

个股方面，我们推荐具备持续增长优势、拨备计提充分、风控能力良好的银行，重点推荐民生银行、招商银行，关注深发展A。

表1重点推荐公司列表

代码	简称	收盘价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE
■ 600016.SH	民生银行	6.05	1.06	1.31	1.5	5.71	4.62	4.03
	评级: 买入	推荐理由: “商贷通”业务蓝海具备较高的增长潜力，小微企业业务发展迅速，拥有先行优势；事业部改革提升公司业务开展的专业性、及时性和有效性。；未来盈利增长确定性高。						
■ 600036.SH	招商银行	11.9	1.61	1.89	2.14	7.39	6.30	5.56
	评级: 买入	推荐理由: 经营稳健，“二次转型”有助持续挖掘潜力；客户服务体系具备先行优势，服务质量行业领先，大量高净值客户助推创新业务快速发展。具备极高的风险管理能力，在经济景气下滑形势下保持资产质量和盈利能力的稳定。						
■ 000001.SZ	深发展A	15.85	1.87	2.61	2.98	8.48	6.07	5.32
	评级: 增持	推荐理由: 供应链金融具备领先优势，助力中小企业成长；平深整合协同效应有望维持业绩高速增长。待融资方案明朗后，有望实现股价的爆发。						

资料来源: WIND, 德邦研究

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

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。