

2010年03月08日

市场数据(人民币)

市价(元)	20.34
已上市流通A股(百万股)	602.80
总市值(百万元)	18,639.75
年内股价最高最低(元)	21.64/8.30
沪深300指数	3335.08
上证指数	3097.01
2008年股息率	3.63%


相关报告

- 1 《卡车股的机会来了!》，2010.1.11
- 2 《商用车首选,价值被严重低估》，2009.8.27

分析师:李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

福田汽车 (600166.SH)

——质变的开始

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.479	0.377	1.132	1.818	2.259	2.737
净利润增长率	715.48%	-10.93%	199.90%	60.65%	24.21%	21.18%
先前预期每股收益(元)				1.596	1.898	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.408	1.639	N/A
市盈率(倍)	27.41	12.74	16.83	11.00	9.01	7.37
行业优化市盈率(倍)	32.49	10.54	32.00	32.00	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.04	N/A	0.08	0.18	0.41	0.33
已上市流通A股(百万股)	520.84	547.80	602.80	602.80	602.80	602.80
总股本(百万股)	811.41	916.41	916.41	916.41	916.41	916.41

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

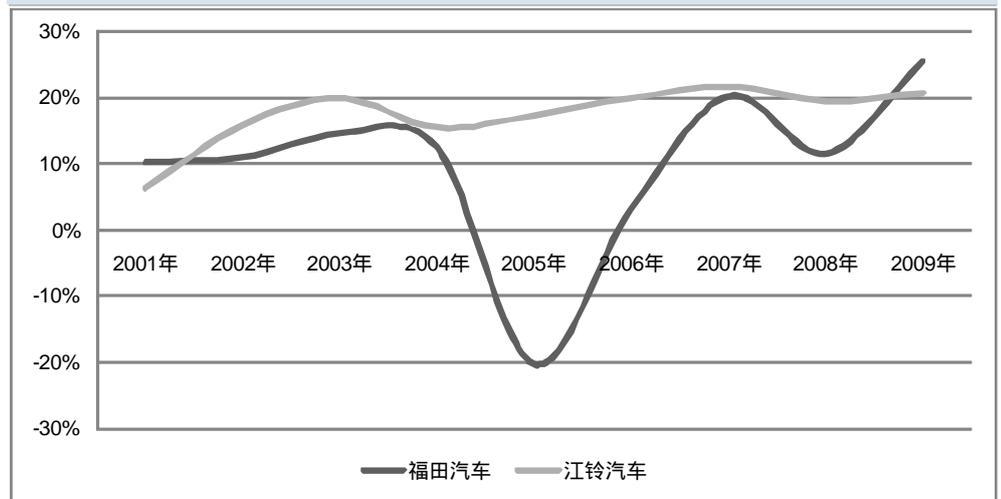
- 福田汽车业绩波动性较大一直是其股价难以获得溢价的主要原因, 2009 年初, 我们以《从量变到质变, 重新审视公司的价值》为题, 对公司进行了深入研究, 我们核心观点认为: 公司规模快速扩张期已经接近尾声, 依靠提高利润率的内涵式增长将成为核心发展战略, 产业链的延伸和产品结构的优化将成为提升利润率的主要手段, 福田是未来 3 年值得重点关注的汽车股之一;
- 回顾 2009 年, 我们欣喜的发现公司正如预期般经历“量变到质变”的过程, 并更加确信 2010 年将成为公司质变的原点:
 - ◆ 09 年公司 ROE、毛利率和利润率指标都创下历史新高, 产品销售均价比 5 年前增加 2 万元, 提高幅度为 40%, 尤其是中重卡业务有了长足进步, 其产品价格提升 11%, 毛利率较历史水平提高 2 个点, 进入 2010 年, 由于产能无法满足下游需求, 福田欧曼中重卡再次涨价;
 - ◆ 为延伸产业链、提高利润率水平而投资的福田康明斯项目一期已经投产, 一旦国家实施国 4 排放标准, 该产品必将成为国内轻型商用车行业的主流配置, 其未来的行业地位不亚于重卡行业的潍柴和东风康明斯;
 - ◆ 公司已明确将内涵式增长作为下个 5 年计划的核心战略, 其全新品牌口号“科技&未来之美”体现出公司提升自身竞争力的迫切需求, 我们认为福田汽车此前业绩大幅波动的历史难再发生, 稳健发展已成为必然趋势;
- 我们上调公司 10、11 年业绩预测至 1.818、2.259 元, 上调幅度为 14%、19%, 并首次给出 2012 年业绩预测 2.737 元;

- 我们维持公司未来 6-12 个月 30 元目标价，对应动态 PE 分别为 17、13 和 11 倍，业绩增长与估值提升将成为股价上涨的共同因素，我们继续维持公司的“买入”建议；

由规模扩张到内涵式增长的转变已经开始

- 福田汽车业绩波动性较大一直是其股价难以获得溢价的主要原因，2009 年年初，我们以《从量变到质变，重新审视公司的价值》为题，对公司进行了深入研究，核心观点如下：
 - ◆ 公司最大的价值在于其年产销 60 万辆商用车、超过 400 亿元的销售收入；
 - ◆ 公司规模快速扩张期已接近尾声，依靠利润率提升驱动业绩增长将成为主要趋势；
 - ◆ 提高利润率的方式主要包括延长产业链和优化产品结构，公司未来的竞争力将不断上升，业绩增长与估值提升将成为股价上涨的共同因素；

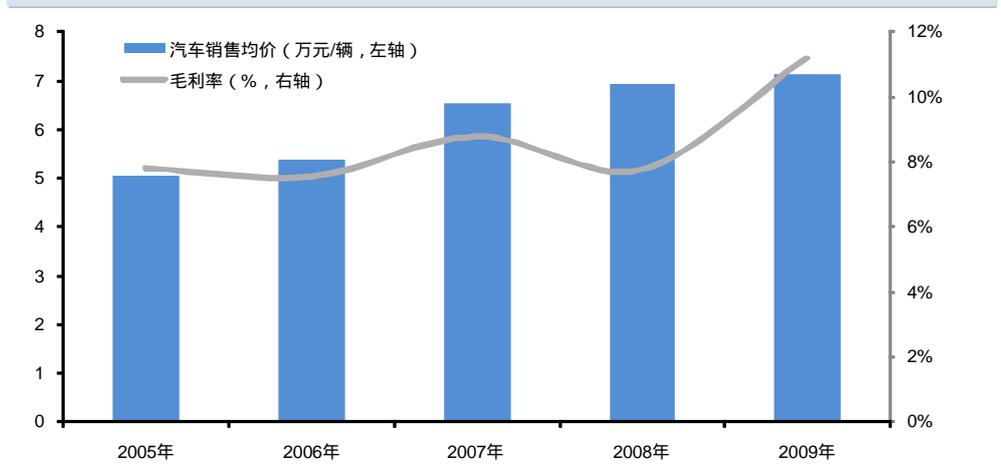
图表1：福田汽车与江铃汽车 ROE 走势比较



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2009 年的业绩交出完美答卷，公司盈利能力创历史新高，产品销售价格持续增长，在下一个 5 年计划中，福田汽车也明确将内涵式增长作为主要发展战略，其全新品牌口号“科技&未来之美”体现出公司逐步提高产品竞争力的发展思路，我们认为福田汽车此前业绩大幅波动的历史难再发生，稳健发展已成为必然趋势；

图表2：福田汽车产品销售均价和毛利率的变化趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

新能源汽车业务已开始贡献盈利

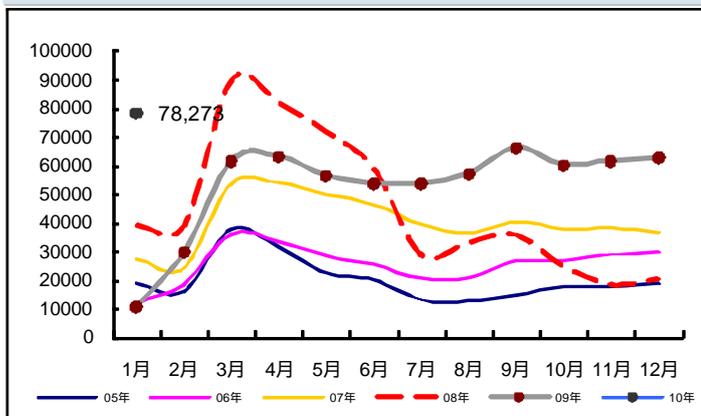
- 与国内多数企业还处于概念阶段所不同的是，福田汽车的新能源汽车业务已经率先具备规模效应，并且开始为公司贡献盈利。年报显示，2009年福田汽车共销售新能源客车 925 辆，收入超过 10 亿元，如果按照 10% 的利润率简单假设，那么新能源汽车已经为公司贡献净利润 1 亿元，占公司利润比重达到 10%，在目前国内所有汽车企业中，是绝无仅有的。2010 年初，公司新能源汽车新接订单已超过 400 辆，随着今年新能源客车在全国示范城市的全面铺开，福田汽车的先发优势将保证其新能源汽车业务继续领跑于竞争对手；

2010 年开局良好，商用车需求上半年无忧

- 2010 年首月，重卡行业销售 7.8 万辆，轻卡销售 15.8 万辆，均远远超出市场预期，我们认为公路物流运输业的全面复苏和农村市场对汽车需求的增长将成为商用车行业发展的主要驱动力，作为行业龙头企业，福田汽车无疑将成为最大的受益者；

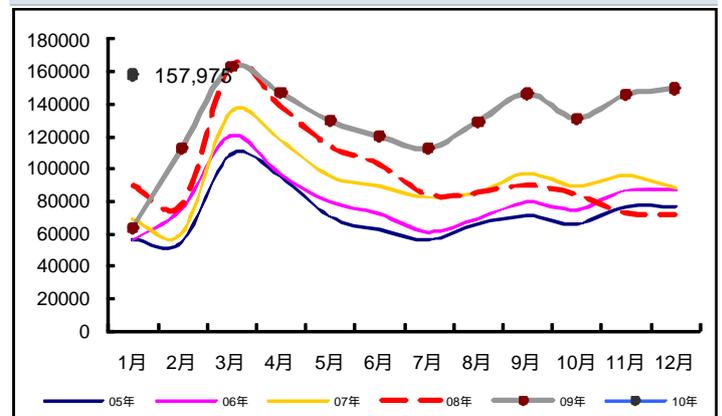
图表3：重卡月度销量走势

单位：辆



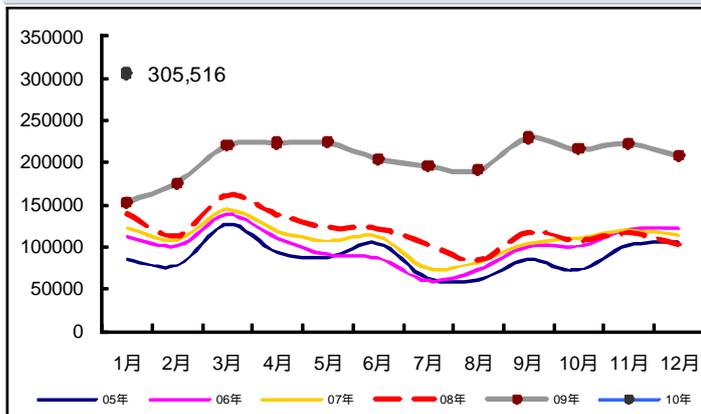
图表4：轻型卡车月度销量走势

单位：辆



图表5：微型汽车月度销量走势

单位：辆



图表6：公路货运价格指数走势



来源：汽协，国金证券研究所

环保排放升级为福田康明斯带来大发展

- 我国将于 2011 年开始升级汽车环保排放标准到国 4，由于国内多数本土发动机企业不具备升级国 4 的技术实力，因此公司与康明斯的合资发动机项目届时将成为公司新的利润增长点；

康明斯发动机项目介绍：4 升以下柴油机的“蓝海”，拥有绝对的竞争优势

- 08 年 3 月，福田汽车与康明斯公司按照 50：50 的比例合资成立国内最大的发动机生产企业——北京福田康明斯发动机有限公司；

- ◆ 合资公司总投资超过 27 亿元，引进康明斯公司新一代 2.8 升和 3.8 升直列四缸高压直喷式轻型柴油机，该发动机适用于轻卡、皮卡、SUV、MPV、小型工程机械、非公路设备和电力系统等领域；
- ◆ 厂房建设于 2008 年年内竣工，3.8L 产品批量投产时间预计在 2009 年上半年，2.8L 产品批量投产时间预计在 2009 年下半年；
- ◆ 项目拟分三期建设，一期计划建设 6 万台，二期达到 24 万台，三期达到 40 万台；

图表7：福田康明斯发动机项目的排产计划及盈利能力

单位：台

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	合计销量	合计收入	单台均价	单台净利润	净利率
ISF 3.8L	11.4	15.4	18.1	21.0	22.1	23.2	122.5	(亿元)	(元/台)	(元/台)	%
ISF 2.8L	8.2	10.7	11.7	12.7	13.2	13.5	72.3				
合计	19.6	26.1	29.8	33.7	35.3	36.7	194.8	581.3	29840.3	2203.2	7.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

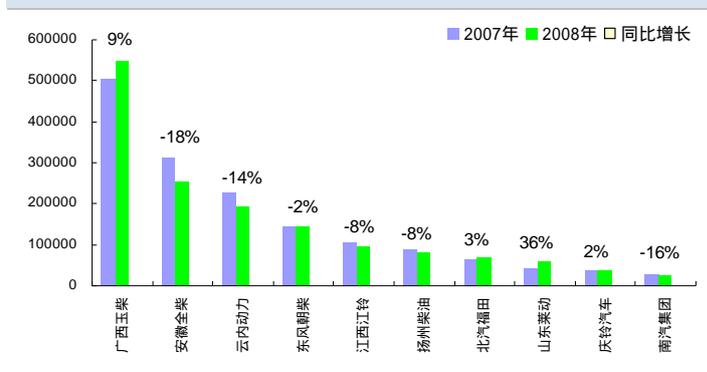
- 目前我国轻型柴油机生产企业主要包括云内、全柴、扬柴、东风朝柴、广西玉柴、江铃汽车等等，多数企业产品技术落后，从各家企业发动机技术参数看出可以，在 4 升级以下的轻型柴油机领域，福田康明斯即将投产的新一代柴油机动力性能明显超越竞争对手：
 - ◆ 同等排量情况，康明斯柴油机功率高出竞争对手 60%以上；
 - ◆ 同等功率情况下，康明斯柴油机排量低于竞争对手 30%以上；
 - ◆ 多数企业柴油机产品欧 3 技术不过关，并且不具备欧 4 排放升级的潜力；
 - ◆ 康明斯发动机在国内卡车行业具有极强的品牌影响力，昔日中重卡行业销量第一的东风“八平柴”就是搭载东风康明斯公司的柴油机；

图表8：各企业轻型柴油机技术参数比较

	排量(L)	功率(KW)	升功率(KW/L)	排放
福田康明斯	2.8	80-120	29-43	欧3/欧4
	3.2	105-125	33-39	欧3/欧4
云内动力	2.7	60	22	欧2
	3.8	85	22	欧2
江铃汽车	2.8	85	30	欧2/欧3
	2.4	103	43	欧3/欧4
全柴动力	2.6	68	26	欧3
广西玉柴	2.7	66-85	24-31	欧2/欧3
	4.2	90-103	21-25	欧2
东风汽车	3.3	70	21	欧2
常州柴油机	2.8	72	26	欧2

来源：汽协，国金证券研究所

图表9：08年主要轻型柴油机企业产量 单位：台

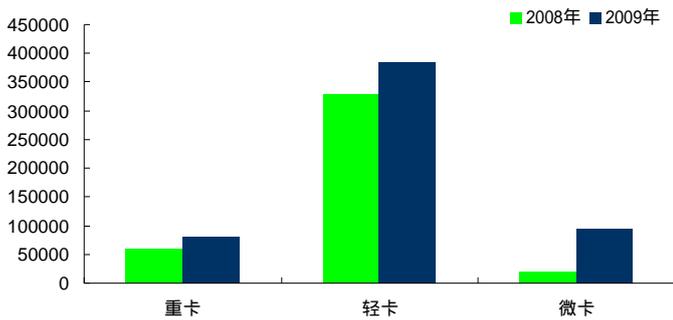


- 该项目总设计产能为 40 万台，是康明斯公司全球唯一生产该款发动机的基地，预计 09 年投产后，配套福田汽车的比例为 20%和 25%，2010 年开始外销。我们认为该项目将提高福田汽车产业链的完整性、提高福田汽车整车产品的竞争力、同时也将为公司带来丰厚的投资收益；

上调盈利预测，维持 30 元目标价位

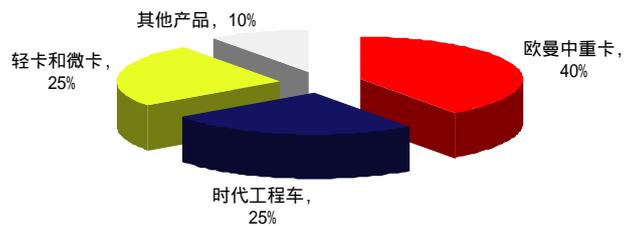
- 我们上调公司 10、11 年业绩预测至 1.818、2.259 元，上调幅度为 14%、19%，并首次给出 2012 年业绩预测 2.737 元；
- 假设公司此次增发 1.6 亿股顺利完成，则公司未来 3 年摊薄 EPS 分别为 1.548、1.923 和 2.330 元；
- 由于 1 月份我们给予公司的目标价位中已经隐含未来上调盈利预测的预期，因此我们继续维持公司未来 6-12 个月 30 元目标价，对应动态 PE 分别为 17、13 和 11 倍，继续维持公司的“买入”建议；

图表10：福田 09 年各类卡车销量变化 单位：辆

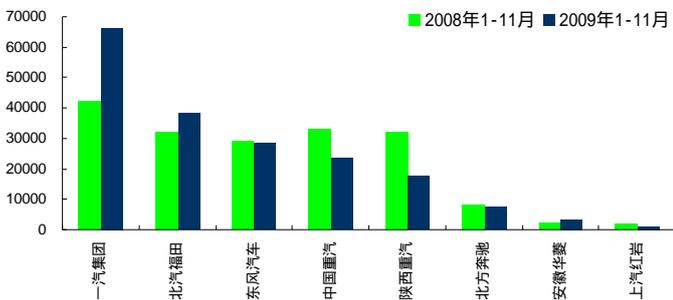


来源：汽协，国金证券研究所

图表11：福田汽车各项业务的利润占比情况

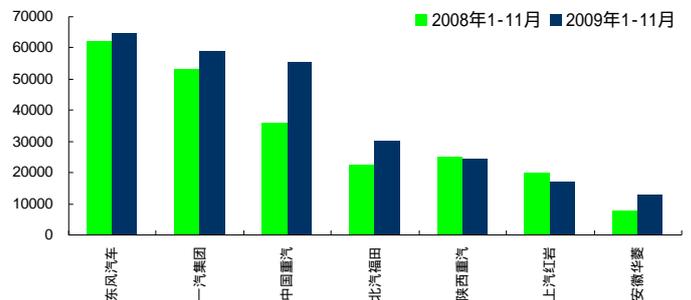


图表12：福田欧曼牵引车的行业排名 单位：辆



来源：汽协，国金证券研究所

图表13：福田欧曼工程车的行业排名 单位：辆



图表14：公司销售收入分拆预测

单位：百万元

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
汽车合计					
平均售价(万元/辆)	6.93	7.15	7.01	7.17	7.30
增长率(YOY)	5.87%	3.07%	-1.95%	2.30%	1.91%
销售数量(辆)	409,563	602,021	700,356	793,938	879,953
增长率(YOY)	1.91%	46.99%	16.33%	13.36%	10.83%
销售收入(百万元)	28,392.13	43,015.69	49,063.73	56,896.40	64,267.35
增长率(YOY)	7.89%	51.51%	14.06%	15.96%	12.96%
毛利率	7.78%	11.17%	11.43%	11.42%	11.54%
销售成本(百万元)	26,182.61	38,210.30	43,456.54	50,399.92	56,848.15
增长率(YOY)	9.06%	45.94%	13.73%	15.98%	12.79%
毛利(百万元)	2,209.52	4,805.39	5,607.19	6,496.49	7,419.20
增长率(YOY)	-4.32%	117.49%	16.69%	15.86%	14.20%
占总销售额比重	94.42%	95.93%	96.67%	97.07%	97.36%
占主营业务利润比重	90.64%	95.88%	96.83%	97.22%	97.53%
配件					
销售收入(百万元)	901.43	836.97	891.45	918.20	945.74
增长率(YOY)	4.61%	-7.15%	6.51%	-5.00%	3.00%
毛利率	15.78%	8.08%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本(百万元)	759.20	769.31	820.14	844.74	870.08
增长率(YOY)	-4.22%	1.33%	6.61%	3.00%	3.00%
毛利(百万元)	142.22	67.66	71.32	73.46	75.66
增长率(YOY)	105.97%	-52.43%	5.41%	3.00%	3.00%
占总销售额比重	3.00%	1.87%	1.76%	1.57%	1.43%
占主营业务利润比重	5.83%	1.35%	1.23%	1.10%	0.99%
其他					
销售收入(百万元)	776.27	986.96	800.00	800.00	800.00
增长率(YOY)	12.94%	27.14%	-18.94%	0.00%	0.00%
毛利率	11.09%	14.07%	14.00%	14.00%	14.00%
销售成本(百万元)	690.22	848.09	688.00	688.00	688.00
增长率(YOY)	6.83%	22.87%	-18.88%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	86.05	138.86	112.00	112.00	112.00
增长率(YOY)	108.73%	61.37%	-19.35%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	2.58%	2.20%	1.58%	1.36%	1.21%
占主营业务利润比重	3.53%	2.77%	1.93%	1.68%	1.47%
销售总收入(百万元)	30069.83	44839.62	50755.18	58614.60	66013.09
销售总成本(百万元)	27632.04	39827.71	44964.68	51932.66	58406.23
毛利(百万元)	2437.80	5011.91	5790.50	6681.94	7606.86
平均毛利率	8.11%	11.18%	11.41%	11.40%	11.52%
汽车业务分拆					
轻卡(不含微车)					
平均售价(万元/辆)	4.64	4.47	4.47	4.52	4.57
增长率(YOY)	6.33%	-3.68%	0.00%	1.12%	1.11%
销售数量(辆)	329,365	478,459	564,582	632,331	695,565
增长率(YOY)	3.06%	45.27%	18.00%	12.00%	10.00%
销售收入(百万元)	15,289.74	21,394.30	25,245.28	28,590.88	31,797.75
增长率(YOY)	9.59%	39.93%	18.00%	13.25%	11.22%
毛利率	7.67%	11.88%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本(百万元)	14,117.21	18,853.26	22,215.85	25,159.97	27,982.02
增长率(YOY)	10.56%	33.55%	17.84%	13.25%	11.22%
毛利(百万元)	1,172.53	2,541.05	3,029.43	3,430.91	3,815.73
增长率(YOY)	-0.95%	116.71%	19.22%	13.25%	11.22%
占汽车收入比重	53.85%	49.74%	51.45%	50.25%	49.48%
占汽车毛利比重	53.07%	52.88%	54.03%	52.81%	51.43%
中重卡					
平均售价(万元/辆)	18.84	20.99	20.99	21.24	21.74
增长率(YOY)	10.36%	11.42%	0.00%	1.19%	2.35%
销售数量(辆)	59,705	84,641	90,000	103,500	113,850
增长率(YOY)	-5.52%	41.77%	6.33%	15.00%	10.00%
销售收入(百万元)	11,245.50	17,762.36	18,886.98	21,978.77	24,745.90
增长率(YOY)	4.27%	57.95%	6.33%	16.37%	12.59%
毛利率	7.19%	10.34%	10.60%	10.60%	11.00%
销售成本(百万元)	10,437.45	15,925.37	16,884.96	19,649.02	22,023.85

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	27,865	30,070	44,840	50,755	58,615	66,013
增长率		7.9%	49.1%	13.2%	15.5%	12.6%
主营业务成本	-25,446	-27,632	-39,828	-44,965	-51,933	-58,406
% 销售收入	91.3%	91.9%	88.8%	88.6%	88.6%	88.5%
毛利	2,420	2,438	5,012	5,791	6,682	7,607
% 销售收入	8.7%	8.1%	11.2%	11.4%	11.4%	11.5%
营业税金及附加	-44	-87	-206	-233	-270	-304
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,065	-991	-1,673	-1,802	-2,081	-2,343
% 销售收入	3.8%	3.3%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-781	-974	-1,673	-1,817	-2,098	-2,363
% 销售收入	2.8%	3.2%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	530	387	1,461	1,938	2,233	2,596
% 销售收入	1.9%	1.3%	3.3%	3.8%	3.8%	3.9%
财务费用	-54	-131	-54	4	67	144
% 销售收入	0.2%	0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-58	-88	-149	-38	-6	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	-12	-38	0	85	164
% 税前利润	6.4%	n.a	n.a	0.0%	3.5%	5.5%
营业利润	447	156	1,219	1,905	2,379	2,890
营业利润率	1.6%	0.5%	2.7%	3.8%	4.1%	4.4%
营业外收支	13	156	61	56	56	61
税前利润	460	312	1,280	1,961	2,435	2,951
利润率	1.7%	1.0%	2.9%	3.9%	4.2%	4.5%
所得税	-72	34	-242	-294	-365	-443
所得税率	15.7%	-10.8%	18.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	388	346	1,037	1,666	2,070	2,508
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	388	346	1,037	1,666	2,070	2,508
净利率	1.4%	1.2%	2.3%	3.3%	3.5%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	388	346	1,037	1,666	2,070	2,508
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	303	393	535	436	445	491
非经营收益	99	82	39	162	-41	-163
营运资金变动	-232	-1,239	2,477	606	1,001	389
经营活动现金净流	558	-417	4,088	2,870	3,475	3,225
资本开支	-552	-492	-754	-728	-744	-739
投资	-22	-340	-136	-44	-90	-91
其他	78	16	178	0	85	164
投资活动现金净流	-496	-816	-713	-772	-748	-666
股权募资	0	1,022	0	0	0	0
债权募资	132	688	-153	1,257	-1,180	0
其他	-77	-393	-124	-107	-192	-153
筹资活动现金净流	55	1,317	-277	1,150	-1,372	-153
现金净流量	117	84	3,099	3,249	1,355	2,406

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	411	510	4,131	7,379	8,734	11,140
应收款项	578	945	866	866	1,000	1,298
存货	2,520	2,755	4,895	4,435	5,122	5,761
其他流动资产	398	579	1,292	1,449	1,672	1,879
流动资产	3,907	4,790	11,183	14,129	16,528	20,077
% 总资产	50.5%	48.7%	63.3%	67.6%	69.6%	72.4%
长期投资	349	713	851	894	984	1,075
固定资产	3,100	3,535	3,963	4,339	4,678	4,980
% 总资产	40.1%	35.9%	22.4%	20.8%	19.7%	18.0%
无形资产	337	686	1,468	1,500	1,522	1,544
非流动资产	3,824	5,044	6,474	6,777	7,228	7,643
% 总资产	49.5%	51.3%	36.7%	32.4%	30.4%	27.6%
资产总计	7,731	9,833	17,657	20,906	23,756	27,720
短期借款	907	1,771	223	1,480	300	300
应付款项	4,097	4,668	10,728	11,004	12,965	14,429
其他流动负债	421	193	533	685	776	860
流动负债	5,425	6,632	11,485	13,170	14,041	15,589
长期贷款	243	102	884	884	884	884
其他长期负债	146	89	1,214	216	216	216
负债	5,813	6,823	13,583	14,270	15,142	16,689
普通股股东权益	1,915	3,008	4,074	5,649	7,628	10,044
少数股东权益	3	3	0	987	987	987
负债股东权益合计	7,731	9,833	17,657	20,906	23,756	27,720

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.479	0.377	1.132	1.818	2.259	2.737
每股净资产	2.360	3.282	4.446	6.165	8.323	10.961
每股经营现金净流	0.688	-0.456	4.461	3.132	3.792	3.519
每股股利	0.000	0.100	0.200	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	20.28%	11.50%	25.46%	29.50%	27.14%	24.97%
总资产收益率	5.02%	3.52%	5.87%	7.97%	8.71%	9.05%
投入资本收益率	14.51%	8.77%	19.16%	18.30%	19.37%	18.07%
增长率						
主营业务收入增长率	44.29%	7.91%	49.12%	13.19%	15.48%	12.62%
EBIT增长率	471.18%	-27.04%	277.88%	32.68%	15.22%	16.27%
净利润增长率	715.48%	-10.93%	199.90%	60.65%	24.21%	21.18%
总资产增长率	20.58%	27.19%	79.56%	18.40%	13.63%	16.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.6	5.8	5.5	5.5	5.5	6.5
存货周转天数	33.2	34.8	35.1	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	29.5	32.4	35.5	35.5	37.3	36.3
固定资产周转天数	38.0	38.6	30.6	29.0	26.6	24.8
偿债能力						
净负债/股东权益	38.55%	45.26%	-49.98%	-75.57%	-87.64%	-90.25%
EBIT利息保障倍数	9.8	3.0	26.8	-457.0	-33.5	-18.0
资产负债率	75.19%	69.39%	76.93%	68.26%	63.74%	60.21%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	4	6	7	9
买入	1	7	12	16	28
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.62	1.65	1.67	1.70

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-09	买入	7.90	10.50 ~ 10.50
2 2009-03-30	买入	9.55	N/A
3 2009-04-27	买入	11.01	15.00 ~ 15.00
4 2009-06-11	买入	12.34	17.60 ~ 17.60
5 2009-08-27	买入	14.74	21.50 ~ 21.50
6 2010-01-11	买入	19.63	30.00 ~ 30.00

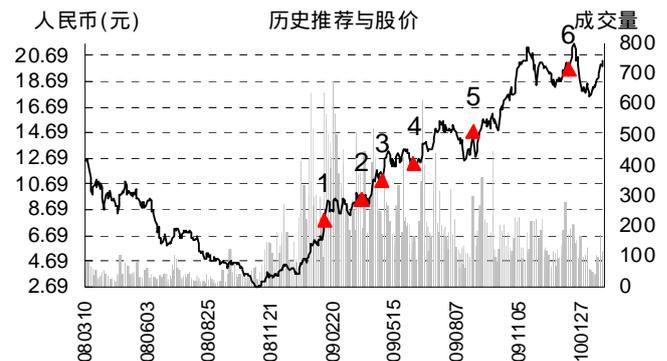
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。