

业绩稳定，出口和新能源客车或将是亮点

增持首次评级

投资要点:

- 📖 处于大中型客车第二集团领头羊位置，治理水平良好，业绩稳定；
- 📖 出口爆发性增长的概率不大，但有偶然性；
- 📖 拥有新能源客车技术优势，但规模推广有难度。

分析师：宏源汽车组

联系人：于军华/陈盛军

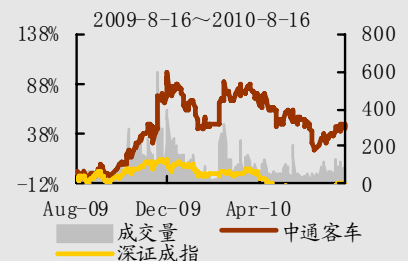
电话：010-88085388

Email: yujunhua@hysec.com

报告摘要:

- **公司业绩稳定。**中通客车处于中国大中型客车第二集团领头羊的位置，产品线丰富，高端车型引进 BOVA 技术，在山东占据地利优势。公司总体治理管理水平较高。这些都是公司业绩稳定的基础。
- **出口爆发性增长的概率不大，但有偶然性。**2008 年中通客车曾经拿到 1600 辆的沙特阿拉伯“朝圣大单”，2010 年上半年出口客车 244 辆，随着国际市场竞争的加剧，中通客车出口出现爆发性增长的概率不大，但也存在偶然性。
- **拥有新能源客车技术优势，但规模推广有难度。**中通客车拥有国内一流的新能源客车技术，中通客车也有自己的销售计划，但受制于种种因素，新能源客车的规模推广有难度。
- **给予“增持”评级。**预计中通客车 2010-2012 年 EPS 分别为 0.12、0.18 和 0.23 元，给予增持评级。

市场表现



相关研究

宏源证券 * 行业报告 * 继续关注 SUV、重卡和大型客车—6 月份汽车市场数据月报 * * 汽车行业 * 于军华、陈盛军 2010-7-20

宏源证券 * 行业报告 * 建议关注 SUV、重卡和大型客车—5 月份汽车市场月报 * * 汽车行业 * 陈盛军、于军华 2010-6-30

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	171021	145251	181920	219400	258700
营业收入增长率	21.7%	-15.1%	25.2%	20.6%	17.9%
净利润(万元)	2698	2053	2871	4212	5409
净利润增长率	2.0%	-23.9%	39.8%	46.7%	28.4%
基本每股收益(元)	0.11	0.09	0.12	0.18	0.23

资料来源：宏源证券，Wind 资讯

目录

一、中通客车处于中国大中型客车第二集团位置，引进BOVA技术是其产品特色	5
(一) 中通客车在中国处于大中型客车第二集团领头羊的位置.....	5
(二) 中通客车具备相当完备的产品线，高端车型引进BOVA的技术是其典型特色.....	6
(三) 中通客车在山东占据地利优势，但主力车型并没有很强的优势.....	9
(四) 轻型客车是中通客车目前的一个着力点.....	12
二、出口爆发性增长的概率不大，但有偶然性	12
(一) 上半年出口客车 244 辆，历史上出口收入曾经占到总收入 1/3 强.....	12
(二) 2008 年中通客车拿到了 1600 辆沙特阿拉伯的“朝圣大单”.....	13
(三) 未来出口出现爆发性增长的概率不大，存在偶然性.....	14
三、拥有新能源客车技术优势，但规模推广有难度	17
(一) 中通客车在新能源客车技术方面具有优势.....	17
(二) 中通客车 2010 年的新能源客车销量计划是 350 台，要达到目标有一定的难度.....	19
四、中通客车具有良好的治理管理水平	21
(一) 作为山东主要的客车制造商和聊城主要的工业企业，受到当地政府的支持.....	21
(二) 销售网络重点覆盖东部发达地区.....	21
(三) 公司员工收入在当地属于偏上水平，队伍稳定.....	23
(四) 主要管理者都具有深厚的客车行业从业经验.....	23
(五) 具备全面的节能技术，筹划建立新能源和节能客车基地.....	24
五、盈利预测	25
(一) 预计中通客车 2010 年实现销量 8000 辆.....	25
(二) 预计中通客车 2010-2012 年EPS分别为 0.12、0.18 和 0.23 元，给予增持评级.....	25

插图

图 1: 2010 年上半年中国大中型客车分级别市场份额	5
图 2: BOVA 客车的前围滴水造型	9
图 3: 2010 年上半年中国大中型客车分省市销量 (千辆)	10
图 4: 2008H1-2010H1 中国 8 米以上大中型客车分车长段销售量	11
图 5: 中国公路客车分车长段占比	11
图 6: 中国公交客车分车长段占比	11
图 7: 中通客车出口量和同比增速走势图 (辆)	13
图 8: 中通客车出口收入占比走势图	13
图 9: 2008 年主要大中型客车出口商 (辆)	14
图 10: 2009 年主要出口大中型客车制造国产量 (辆) 和占比	15
图 11: 2008 主要出口目的国 (辆)	15
图 12: 2009 主要出口目的国 (辆)	15
图 13: 2010H1 主要出口目的国 (辆)	15
图 14: 中通客车新能源客车车型和型号	17
图 15: 中通客车新能源客车研发力量	18
图 16: 鸟巢前的中通纯电动客车	19
图 17: 服务济南全运会的中通新能源客车	19
图 18: 中通客车股份构成	21
图 19: 2009 年中通客车人员专业构成	22
图 20: 2009 年中通客车国内分省市销售人员分布 (人/地区)	22
图 21: 中通客车主要管理人员简历	24
附图 1: 中通客车主要公路旅游客车品牌	29
附图 2: 中通客车主要公交客车车型以及房车	29
附图 3: 麦加天房	30
附图 4: 麦加穆斯林祈祷	30
附图 5: 麦加大清真寺祈祷	30
附图 6: 2008-2009 世界主要经济体 GDP 增速	30

表格

表 1: 中国主要大中型客车制造商销量和市场份额	6
表 2: 中通客车产品类型表	7
表 3: 中通客车公路客车车长品牌分布	8
表 4: 中通客车旅游客车车长分布	8
表 5: 中通客车公交客车车长分布	9
表 6: 山东 2010 年 1-6 月份大中型客车分厂商上牌量表	10
表 7: 山东 1-6 月份大中型客车分厂商市场份额表	12
表 8: 中通客车海外业务招聘需求	16
表 9: 中通客车新能源客车专利情况表	18
表 10: 十米以上城市公交新能源客车示范推广补助标准 (单位: 万元/辆)	20
表 11: 中通客车 2 万辆新能源及节能型客车产品生产纲领表	25
表 12: 销量预测表 (辆)	25

表 13: 2010-2012 单价和毛利率预测表	25
表 14: 盈利预测表.....	26
附表 1: 中通客车历史大事记.....	27
附表 2: 中通客车新能源客车大事记.....	28

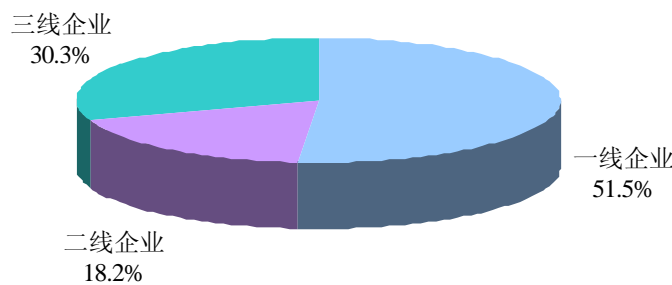
一、中通客车处于中国大中型客车第二集团位置，引进BOVA技术是其产品特色

（一）中通客车在中国处于大中型客车第二集团领头羊的位置

1、一线企业占据中国大中型客车市场一半左右的市场份额，二线企业的比重不到 20%。

2010 年上半年，以“一通三龙”为代表的一线客车企业占据了我国大中型客车市场 51.5% 的市场份额，二线企业的市场份额在 18.2% 左右。

图 1：2010 年上半年中国大中型客车分级别市场份额



资料来源：宏源证券、中国客车统计信息网

2、中通客车是大中型客车二线企业的主力厂商

中通客车目前是中国第五大大中型客车制造商。2010 年上半年，中通客车总共销售 7 米以上的大中型客车 2661 台，市场份额为 4.24%，略低于第一阵营的厦门金旅，与安徽江淮，河南少林、安徽安凯等大中型客车制造商同处于第二阵营，也是第二阵营的领头羊。

表 1: 中国主要大中型客车制造商销量和市场份额

排名	生产厂家	2008 市场份额	2009 市场份额	2010H1 销量	2010H1 份额	累计市场份额
1	郑州宇通	19.77%	21.89%	15014	23.90%	23.90%
2	苏州金龙	11.00%	11.47%	7924	12.61%	36.52%
3	厦门金龙	9.48%	9.52%	5914	9.41%	45.93%
4	厦门金旅	5.54%	4.90%	3498	5.57%	51.50%
5	中通客车	4.80%	4.08%	2661	4.24%	55.74%
6	安徽江淮	2.76%	2.86%	1881	2.99%	58.73%
7	河南少林	2.82%	2.86%	1450	2.31%	61.04%
8	安徽安凯	2.53%	2.73%	1909	3.04%	64.08%
9	辽宁曙光	3.32%	2.78%	1802	2.87%	66.95%
10	上海申沃	2.58%	2.72%	1759	2.80%	69.75%

资料来源：宏源证券、中国客车统计信息网

3、中通客车拥有国内一流的大中型客车技术水准

中通客车的技术水准在中国大中型客车制造商上属于一流水平，主要体现在国家级的实验室和众多专利上。

中通公司拥有国内首家客车行业的国家认可实验室。拥有整车检测线、化工检测室、力学性能检测室、环境检测室等，能够进行电工电子产品高低温试验、振动试验、汽车塑料件制品的通用试验、汽车金属材料性能试验总共 27 个项目试验检测，检测结论可以在国际间试验室达到相互认可。

中通客车拥有众多的大中型客车专利。到 2010 年 7 月底为止，中通客车共获得公告专利达 79 项，其中包括发明专利 18 项，实用新型 36 项，外观设计 25 项。这些专利技术已经在公司自主研发的公路客车、城市客车、出口客车上进行广泛应用。

(二) 中通客车具备相当完备的产品线，高端车型引进 BOVA 的技术是其典型特色

1、中通客车目前总共有 6 大产品系列，总共涉及到 27 个子品牌。

中通客车目前总共有包括公路客车、旅游客车、公交客车、团体车、新能源车以及房车在内的 6 大系列 27 个子品牌或者车型。

中通客车公路客车和旅游客车是品牌车型最丰富的两个系列，分别拥有 16 和 10 个子品牌。并且有相当多的品牌可以通用，其中领系列和凯系列各有 4 款车型，是中通客车的主力车型。

凯旋、凯越和领御是中通客车适应性最广的车型，其中凯旋品牌可以用于公路、旅游和公交三大系列，而凯越和领御都适用于公路、旅游和团体车。

表 2: 中通客车产品类型表

	公路客车	旅游客车	公交客车	团体车	新能源车	房车
村村通	✓	✓				
凯旋	✓	✓	✓			
凯驰前置	✓					
凯驰天然气	✓					
凯驰	✓					
凯越	✓	✓		✓		
凯撒	✓	✓				
领韵	✓					
领秀	✓	✓				
领御	✓	✓		✓		
领航	✓	✓				
梦幻	✓					
博发新未来	✓	✓				
梦幻(双层)	✓					
博发	✓					
菲斯通		✓				
阳光造型			✓			
考斯特造型	✓	✓				
风采系列城际公交			✓			
06款子弹头造型			✓			
底架式全承载公交			✓			
中通 BRT			✓			
并联式混合动力客车					✓	
串联式混合动力客车					✓	
纯电动城市客车					✓	
纯电动旅游客车					✓	
自行式 A 型房车						✓
都市风景			✓			
总计(个)	16	10	7	2	4	1

资料来源: 宏源证券, 中通客车

2、产品涵盖了从 6 米以下一直到 14 米左右的车长段

凯越和领御是公路客车中适应性最广的子品牌。公路客车中, 中通客车在 7 米以下的轻客段只有村村通和凯旋 2 个子品牌, 品牌最丰富的车长段出现在 12-13 米, 总共有 6 个子品牌。适应性最广的子品牌为凯越, 从车长 9 米一直到 13 米都有相应车型, 其次是领御, 车长从 10 米一直延伸到 13 米。

表 3: 中通客车公路客车车长品牌分布

公路客车	6m以下	6-7m	7-8m	8-9m	9-10m	10-11m	11-12m	12-13m	13-14m
村村通	✓	✓							
凯旋		✓	✓						
领韵			✓						
考斯特造型			✓						
凯驰前置			✓	✓					
凯驰				✓					
凯驰天然气				✓	✓				
领秀					✓				
凯越					✓	✓	✓	✓	
领御						✓	✓	✓	
凯撒								✓	
领航								✓	
梦幻								✓	
博发新未来								✓	
梦幻(双层)									✓
博发									✓

资料来源：宏源证券、中通客车

凯越和领御也是旅游客车的主力品牌。12-13米段是旅游客车品牌车型最丰富的段位，总共有5个子品牌。凯越的适应性最广，车长从9米一直延伸到13米，领御稍逊，从10米延伸到13米。

表 4: 中通客车旅游客车车长分布

旅游客车	6-7m	7-8m	8-9m	9-10m	10-11m	11-12m	12-13m
村村通	✓						
凯旋	✓						
菲斯通		✓					
考斯特造型		✓					
领秀				✓			
凯越				✓	✓	✓	✓
领御					✓	✓	✓
凯撒							✓
领航							✓
博发新未来							✓

资料来源：宏源证券、中通客车

阳光造型是公交客车的主力车型。阳光造型车长从8米一直延伸到12米，基本上涵盖了中通主要的公交客车段，是中通公交客车的主力车型。

表 5: 中通客车公交客车车长分布

旅游客车	7-8m	8-9m	9-10m	10-11m	11-12m	12-13m	18m
都市风景	✓						
凯旋	✓						
阳光造型		✓	✓	✓	✓		
风采系列城际公交				✓			
06 款子弹头造型					✓		
底架式全承载公交						✓	
中通 BRT							✓

资料来源: 宏源证券, 中通客车

3、高端车型引进 BOVA 技术, 体现了中通客车独有的竞争力

中通客车最早可以追溯到 1958 年的聊城市车辆制修厂, 1984 年才正式更名为“山东省聊城客车厂”。2000 年 11 月, 中通客车引进荷兰 BOVA 客车技术, 标志着中通客车技术水平开始进入国内一流行业。

中通客车引进 BOVA 技术与 90 年代至 21 世纪初中国大量引进客车技术潮流紧密相关。当时中国客车界引进了大批国外的先进客车技术, 其中采用欧美技术路线的客车生产企业比较多, 当时的代表车型有北方尼奥普兰客车、凯斯鲍尔客车、西沃客车、亚星奔驰客车、福莱西宝客车、申沃客车、中通 BOVA 客车、南京依维柯轻客等, 而采用日韩系技术的典型代表则为沈飞日野、桂林大宇、江淮现代、四川丰田柯斯达等。这些引进车型后来都成为各个客车企业自身的独特竞争力所在。

BOVA 技术的特色在于豪华型长途客车。BOVA 是一家专门生产豪华型长途客车的荷兰企业, 以前围滴水型造型为其典型特色。

图 2: BOVA 客车的前围滴水造型



资料来源: 宏源证券, 中通客车

中通客车引进了 BOVA 的 Futura 和 Magiq 两大主力车型, 从而形成了其高端的博发、博发新未来、梦幻和梦幻(双层)四大车型。这也形成了中通客车的典型特色和独特的竞争力。

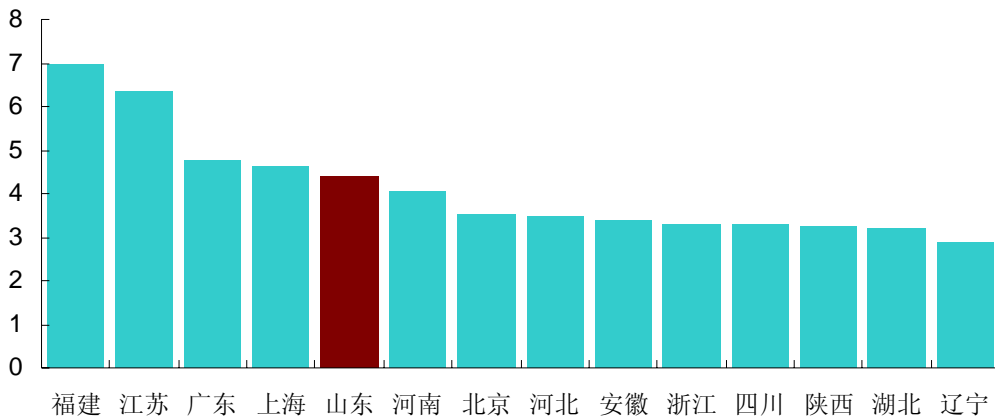
(三) 中通客车在山东占据地利优势, 但主力车型并没有很强的优势

1、山东是中国大中型客车的第五大市场，占中通销量的 1/5 强

山东是中国大中型客车的主要市场之一。2010 年上半年中国大中型客车五大市场分别为福建、江苏、广东、上海和山东。山东每年大中型客车的需求量大约在 8000-10000 台左右。

山东是中通客车的第一大市场，属于本土作战，2010 年上半年山东市场的销量占中通大中型客车总销量的 21.0%，也是中通客车最重要的市场。

图 3: 2010 年上半年中国大中型客车分省市销量 (千辆)



资料来源: 宏源证券、中国客车统计信息网

2、中通客车在山东市场占有率排名第一

2010 年上半年，中通客车在山东大中型客车的市场占有率达到 16.7%，排名第一。山东当地的客车品牌包括中通客车和烟台舒驰。这两家客车厂在山东都有相当的销量，其中上半年中通客车销售大中型客车 559 辆，排名第一，而烟台舒驰销售客车 203 辆，排名第五。

表 6: 山东 2010 年 1-6 月份大中型客车分厂商上牌量表

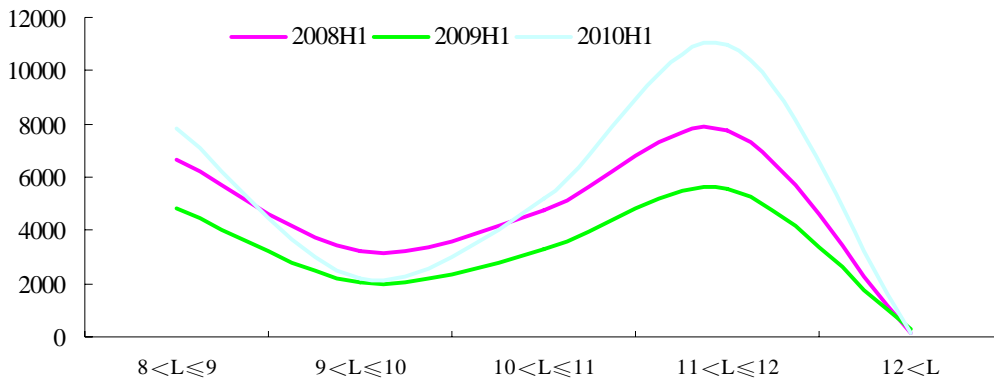
排名	厂家	7-8m	8-9m	9-10m	10-11m	11-12m	12m 以上	合计
1	中通客车	284	92	29	93	56	5	559
2	宇通	166	94	44	22	100	0	426
3	苏州金龙	77	78	32	72	70	4	333
4	厦门金龙	65	78	17	37	60	2	259
5	烟台舒驰	123	44	8	20	8	0	203
6	厦门金旅	59	43	6	23	64	0	195
7	长安	82	54	17	0	0	0	153
8	江淮	72	62	8	9	0	0	151
9	亚星	16	48	28	36	21	0	149
10	黄海	0	48	2	38	53	0	141
	合计	944	641	191	350	432	11	2569

资料来源: 宏源证券、中国客车统计信息网

3、中通客车在山东的优势体现在 7-8 米段的低端车型，在黄金车长段并不占优势

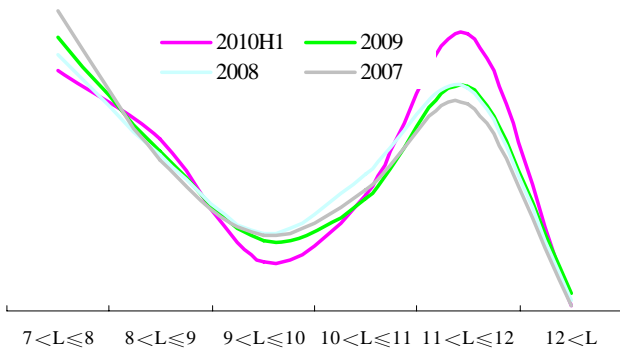
8-9 米和 11-12 米是中国大中型客车除 7-8 米以外的黄金车长。就公路客车而言，最主要的车长段为 11-12 米、7-8 米和 8-9 米，而公交客车主要的车长段为 11-12 米、10-11 米和 8-9 米。综合来看，8-9 米和 11-12 米是中国大中型客车的黄金车长段，也是竞争最激烈的车长段。

图 4: 2008H1-2010H1 中国 8 米以上大中型客车分车长段销售量



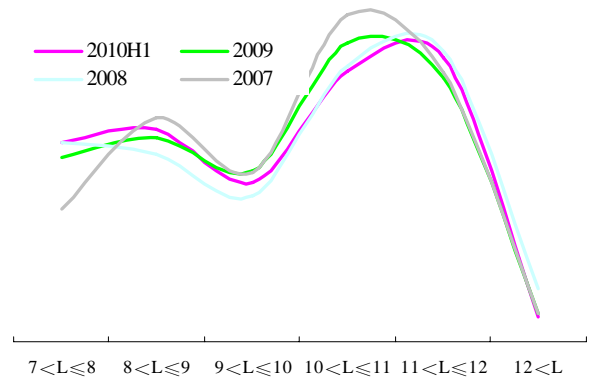
资料来源: 宏源证券、中国客车统计信息网

图 5: 中国公路客车分车长段占比



资料来源: 宏源证券、中国客车统计信息网

图 6: 中国公交客车分车长段占比



资料来源: 宏源证券、中国统计信息网

中通客车的竞争力主要体现在 7-8 米段的低端车型，在 8-9 米段和 11-12 米段竞争优势并不明显。从车长段来看，中通客车在 7-8 米段优势最明显，占据整个山东销量的 26.2%，远远高于其他客车厂商。在 8-9 米段占有率排名仅次于宇通客车，但与苏州金龙和厦门金龙市场份额差别不大。在 11-12 米段，中通客车的市场占有率仅排名第 5，落后于一通三龙，该车长段的排名正好体现了中国大中型客车的竞争情况。至于 12 米以上，由于总量太小，并不能完全反映实际情况。

表 7: 山东 1-6 月份大中型客车分厂商分车长段市场份额表

排名	厂家	7-8m	8-9m	9-10m	10-11m	11-12m	12m 以上	合计
1	中通客车	26.2%	11.9%	7.9%	18.8%	9.2%	38.5%	16.7%
2	宇通	15.3%	12.1%	12.0%	4.5%	16.5%	0.0%	12.7%
3	苏州金龙	7.1%	10.1%	8.7%	14.6%	11.5%	30.8%	10.0%
4	厦门金龙	6.0%	10.1%	4.6%	7.5%	9.9%	15.4%	7.7%
5	烟台舒驰	11.3%	5.7%	2.2%	4.0%	1.3%	0.0%	6.1%
6	厦门金旅	5.4%	5.5%	1.6%	4.7%	10.5%	0.0%	5.8%
7	长安	7.6%	7.0%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%
8	江淮	6.6%	8.0%	2.2%	1.8%	0.0%	0.0%	4.5%
9	亚星	1.5%	6.2%	7.6%	7.3%	3.5%	0.0%	4.5%
10	黄海	0.0%	6.2%	0.5%	7.7%	8.7%	0.0%	4.2%
	合计	87.1%	82.6%	51.9%	70.9%	71.2%	84.6%	76.9%

资料来源：宏源证券、中国客车统计信息网

中通客车的品牌分布与实际需求之间存在脱节。中通客车最丰富的品牌段出现在 12-13 米段，但该段并不是中国客车市场主要的需求段，在最大的需求段 8-9 米和 11-12 米段，中通并没有极具竞争力或者特色的品牌出现，品牌分布与实际市场需求之间存在着一定的脱节现象。

（四）轻型客车是中通客车目前的一个着力点

2010 年上半年中通客车销售轻型客车大约在 1000 辆左右。中通轻型客车车型包括村村通和凯越系列，车长从 6 米以下一直到 7 米，主要用于乡镇公交和一些短途小规模旅游项目。中通客车轻型客车的车型比较少，但中通可以一直在致力于扩大该部分的市场规模。

中通客车目前正在招聘轻客类人才。根据最新的招聘公告，中通客车目前正在通过社会招聘 10 名轻客市场业务经理，要求学历专科及以上，2 年及以上工作经验。这表明中通客车正在不断扩大对轻客市场的投入。

二、出口爆发性增长的概率不大，但有偶然性

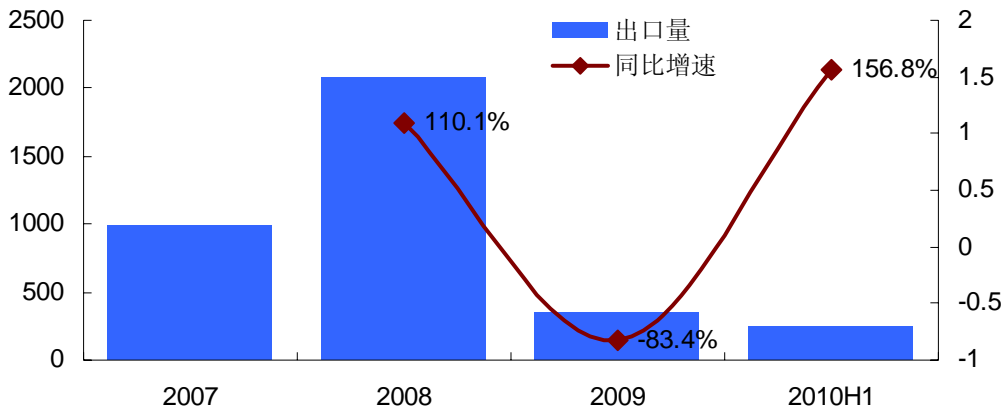
（一）上半年出口客车 244 辆，历史上出口收入曾经占到总收入 1/3

强

1、上半年出口客车 244 辆

2010 年上半年总共出口客车 244 辆，出口金额约 0.23 亿美元。中通客车在 2008 年出口量达到历史最高的 2078 辆，2009 年大幅回落，2010 上半年出现低位反弹。

图 7: 中通客车出口量和同比增速走势图 (辆)

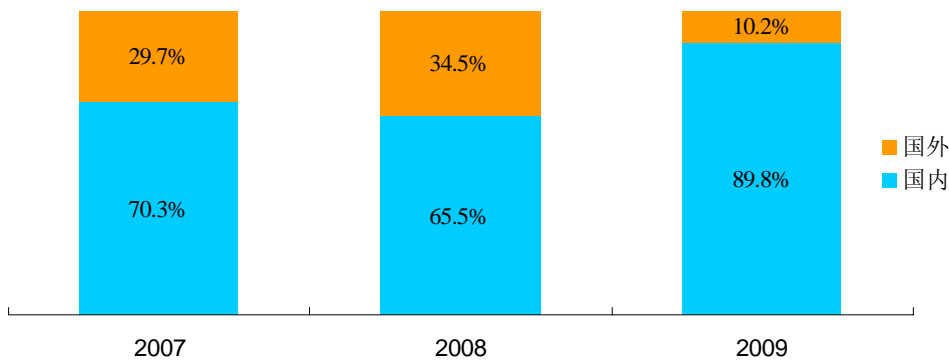


资料来源: 宏源证券、中通客车

2、出口曾经占收入比重的 1/3 强

2008 年, 出口占到中通客车总收入的 1/3 略多一些, 2009 年则降到 10.2% 左右, 出口占比大幅下滑。

图 8: 中通客车出口收入占比走势图



资料来源: 宏源证券、中通客车

(二) 2008 年中通客车拿到了 1600 辆沙特阿拉伯的“朝圣大单”

1、沙特阿拉伯是中东的一个主要客车市场, 客车需求主要来自于每年的朝拜需求。

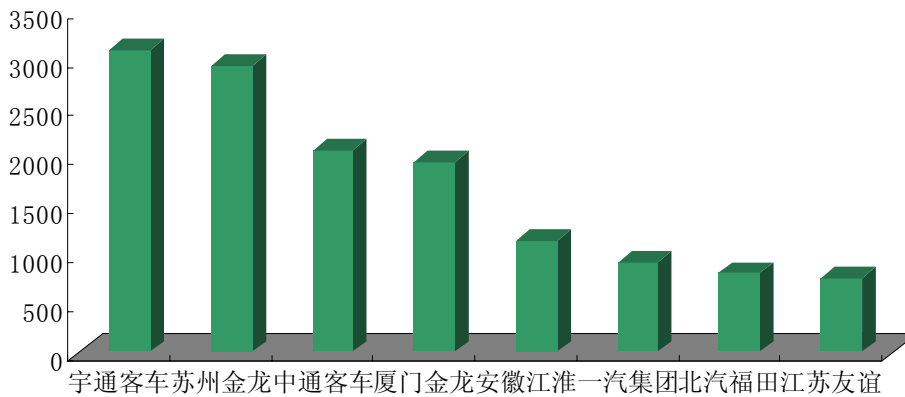
按照伊斯兰教规, “朝觐” 是伊斯兰教为信徒所规定的必须遵守的基本制度之一, 所有穆斯林, 无论是男是女, 都要争取在一生中去麦加朝觐一次。通常每年在伊斯兰教历的第 12 个月, 数以百万计的穆斯林都会齐聚沙特麦加, 参加一年一度的朝觐。“麦加朝圣” 是每年伊斯兰教最盛大的宗教活动。由于每年都有数百万人齐聚麦加, 因此每年在麦加朝圣期间, 对客车的需求很大。

2、2008 年中通客车在沙特阿拉伯拿到了总计超过了 1600 辆大中型客车，总额超过 0.58 亿美元的“朝圣大单”。

该客车主要为前往沙特阿拉伯麦加大清真寺的朝圣者提供公共交通工具。

3、该大单使中通客车成为 2008 年中国第三大大中型客车出口商。

图 9：2008 年主要大中型客车出口商（辆）



资料来源：宏源证券、中国客车统计信息网

4、2009 年由于金融危机和甲流的原因，中通客车对沙特阿拉伯出口量大幅下降。

2009 年全球金融危机影响更加深入，全球经济下滑。根据 IMF 的数据，2009 年全球 GDP 增速为 -0.6%，比 2008 年下滑 3.4 个百分点，全球经济陷入衰退。主要发达国家和地区包括美国、欧盟、日本经济都陷入负增长。金融危机也影响到了沙特阿拉伯的朝圣规模，2009 年赴沙特阿拉伯朝圣的人数大幅下降。

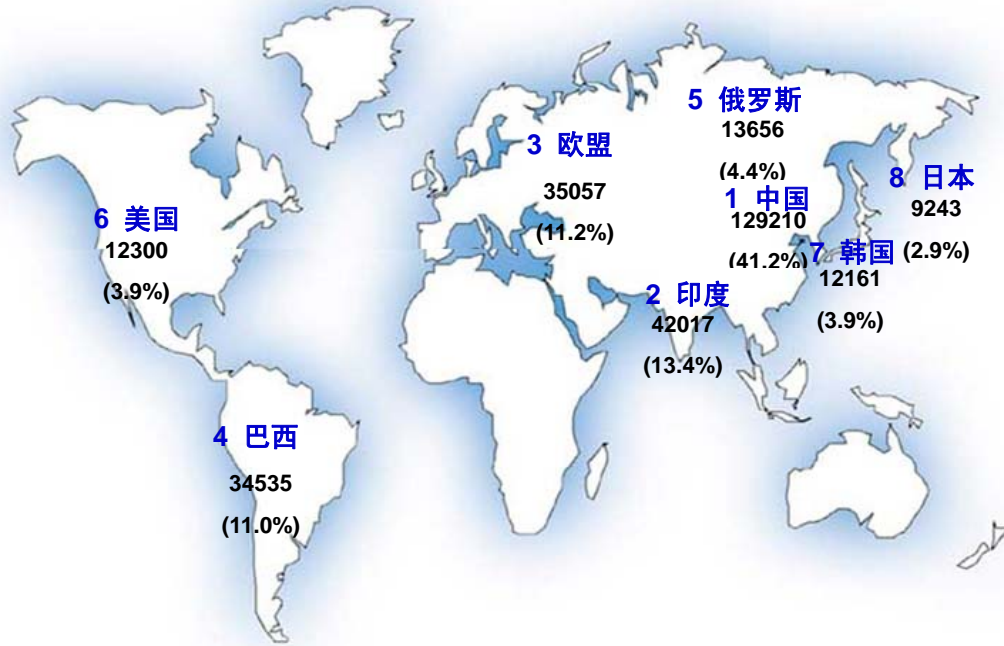
2009 年 4 月份爆发的甲型 H1N1 流感也直接影响到了赴沙特阿拉伯的朝觐人群。由于甲流爆发，全球减少出行，赴沙特朝觐人数下降。

由于赴沙特朝觐人数的下降，沙特对公共交通工具的需求下降，这也直接影响到了中通客车在沙特阿拉伯的销量。因此，2009 年中通客车对沙特阿拉伯的出口量大幅下滑。

（三）未来出口出现爆发性增长的概率不大，存在偶然性

1、中国客车已经是世界第一大客车生产国，占世界大中型客车生产量的四成

图 10: 2009 年主要出口大中型客车制造国产量 (辆) 和占比

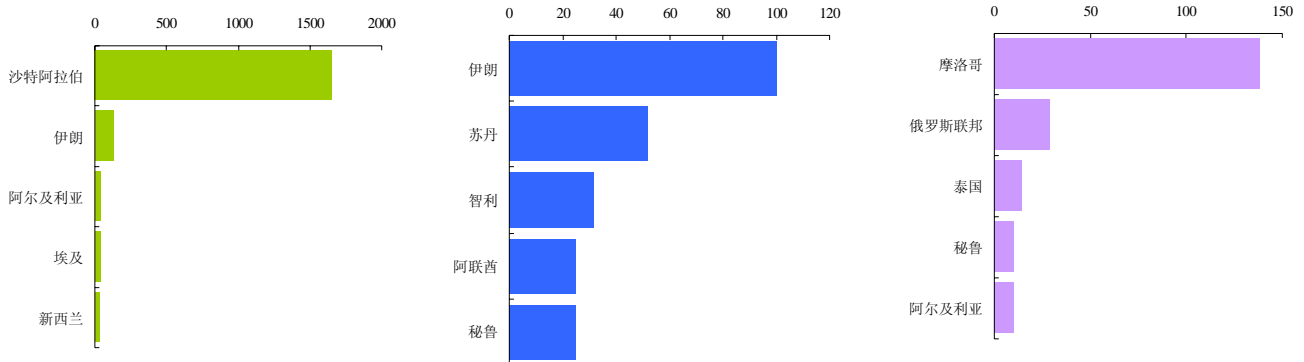


资料来源: 宏源证券、OICA

2、中东、非洲、拉美等地的发展中国家是中通客车的主要市场

中通客车的主要出口目的国相对来讲比较分散, 仍然处于市场开发阶段。比较大的出口目的国包括沙特阿拉伯、伊朗、阿尔及利亚、秘鲁等国家。这些国家都是处于中东、非洲、拉美等地的发展中国家, 中通客车在该地区拥有一定的竞争优势。

图 11: 2008 主要出口目的国 (辆) 图 12: 2009 主要出口目的国 (辆) 图 13: 2010H1 主要出口目的国 (辆)



资料来源: 宏源证券

3、中通客车市场目前正在大力拓展非洲拉美市场

根据中通客车最近的招聘需求, 中通客车目前正在加大海外营销力度, 国际销售部总计招聘 27 人, 约占到招聘计划的四成。主要的语言招聘人才包括法语、西班牙语和阿拉伯语, 其中法语和西班牙语是非洲和拉美的主要官方语言, 这表明中通客车目前的主攻方向将是非洲和拉美市场。

表 8: 中通客车海外业务招聘需求

招聘类型	具体要求	人数	要求
社会招聘	营销副总经理	2	5 年以上客车行业相关经验
社会招聘	营销策划师	2	3 年以上客车行业经验
社会招聘	营销经理(含阿语、西班牙语)	11	3 年以上客车行业经验
社会招聘	技术服务工程师	6	3 年以上客车行业经验
社会招聘	国际金融师	1	3 年以上客车行业经验
校园招聘	法语	1	男性, 专业四级以上, 本科以上学历
校园招聘	阿拉伯语	2	男性, 专业四级以上, 专科以上学历
校园招聘	西班牙语	2	男性, 专业四级以上, 专科以上学历
总计		27	

资料来源: 宏源证券、中通客车

4、未来中通客车的大中型客车出口仍然会继续增长，但出现爆发性增长的概率不大。

温饱靠国内，致富靠国外，中国客车出口竞争加剧。目前中国大中型客车市场竞争激烈，需求增速放缓，国内市场只能保证各大中型客车制造商温饱，随着中国客车竞争力的提升，各个客车厂商纷纷将目光投向了国际市场，尤其是技术环保要求相对较低的亚非拉国家。在这种背景下，企业已签的订单对任何企业都不是秘密，2007、2008 年中通客车从沙特阿拉伯取得客车出口的突破口后，各个客车企业纷纷进入沙特阿拉伯，竞相压价，竞争异常激烈。

中国大中型客车出口目前正在复制国内的竞争格局。国内“一通三龙”的竞争格局，目前正逐渐主导中国大中型客车的出口。从趋势看，国际竞争最终将会演化内国内竞争的海外格局，各个厂商海外市场份额，最终还要看国内市场的竞争形势。

中通客车出口出现爆发性增长的概率不大。由于目前中国客车出口竞争不断激烈，信息高度扩散，国际竞争演化成了中国国内竞争，因此，除非偶然出现的大单，否则中通客车出口出现爆发性增长的概率不大。

5、正常预计中通客车 2010 年出口客车 600 辆左右，存在偶然性

2010 年中通客车制定的年度客车出口计划是 6 亿元人民币。根据中通客车的年度规划，2010 年将实现出口收入 6 亿元人民币，合 8800 万美元左右（按 1 美元=6.8 人民币），预计出口计划大约在 900 辆左右。

我们预计中通客车 2010 年出口客车约 600 辆左右。2010 年上半年中通客车总共出口客车 244 辆，出口金额约 0.23 亿美元。一般来说，下半年国际市场对客车的需求量通常都会高于上半年，按照正常水平预测，2010 年全年的客车出口量大约为 600 辆。

但偶然性仍然存在。大单对客车出口商的影响很大，不排除中通客车可能会得到类似于 2008 年沙特阿拉伯 1600 辆的大单，这会对中通客车的销量和业绩产生根本性的影响。

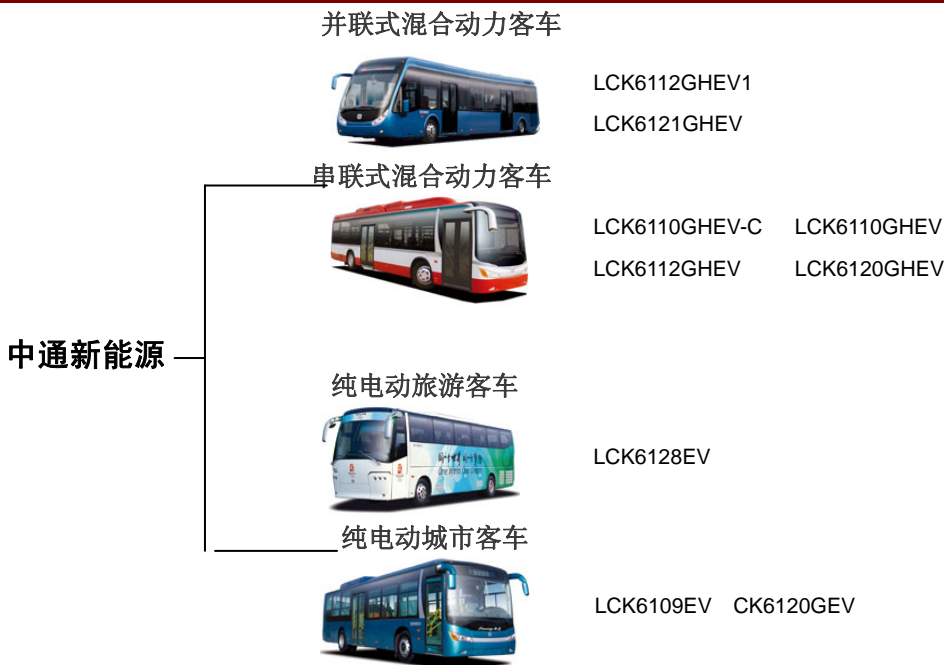
三、拥有新能源客车技术优势，但规模推广有难度

(一) 中通客车在新能源客车技术方面具有优势

1、中通客车新能源客车目前已经形成 2 个系列 4 个品种 9 个型号的新能源客车车型

到 2010 年 8 月初为止，中通客车已经形成了比较完整的新能源客车生产线。目前已经形成了混合动力和纯电动两大系列的新能源客车产品，其中混合动力客车包括串联式和并联式两种，而电动客车则主要包含纯电动旅游客车和纯电动城市客车两类。最主要的新能源客车型号集中于串联式混合动力客车，串联式混合动力客车主要适用于低速、滑行、怠速状态较多的城市工况，并联式混合客车则适合于正常行驶。

图 14：中通客车新能源客车车型和型号



资料来源：宏源证券、中通客车

2、中通客车在新能源客车技术方面处于国内领先地位

中通客车是国内唯一一家承担了关于新能源客车的三项 863 计划的客车企业。从 2005 年以来中通客车共承担了 3 项国家 863 计划——“串联混合动力客车整车开发”、“奥运会纯电动客车整车研发”和“可充电混合动力客车整车开发”，以及 2 项省重大科技专项和自主创新工程，开发出了四代具有高技术含量和节能减排效果显著的混合动力和纯电动客车，是目前主流客车企业中唯一一家承担 3 项 863 课题的企业，同时也是国内主流客车企业中，第一家取得新能源汽车生产准入的企业。

中通客车也拥有众多在国内客车界独一无二的新能源客车专利。在承担国家 863 计划和省市科技专项的基础上，中通客车联合清华大学、北京交通大学等高校，投入大量人力物力，总共申请成功了 11 项专利，其中发明 2 项、实用新型 9 项。

图 15: 中通客车新能源客车研发力量



资料来源: 宏源证券、中国客车网

表 9: 中通客车新能源客车专利情况表

公告号	公告时间	名称	专利类型
CN2936820	2007.08.22	混合动力电动客车 APU 后横置装置	实用新型
CN2936882	2007.08.22	混合动力电动客车噪声控制装置	实用新型
CN2938504	2007.08.22	混合动力客车高压线防护装置	实用新型
CN200939825	2007.08.29	一种电动客车动力电池组的安全防护装置	实用新型
CN200943626	2007.09.05	一种绝缘减震螺栓	实用新型
CN200945820	2007.09.12	一种混合动力电动客车用一体式散热器	实用新型
CN200967404	2007.10.31	一种电动客车动力电池组的快速拆装装置	实用新型
CN200974473	2007.11.14	串联式混合动力城市客车	实用新型
CN201034612	2008.03.12	车用里程表信号发生器	实用新型
CN101011983	2007.08.08	混合动力客车结构优化与轻量化方法	发明
CN101136661	2008.03.05	一种非接触式电器线路故障检测装置	发明

资料来源: 宏源证券、国家知识产权局

3、中通客车新能源客车具有奥运会和全运会的实际运营经验

中通纯电动客车在 2008 年奥运会期间承担了重大仪式的现场指挥车。在奥运会期间，中通客车派出 5 辆纯电动豪华旅游车和 4 辆高档公交车承担了北京奥运会核心赛区至奥运村、6 号站场的 NOC 工作人员摆渡任务，西郊机场奥运志愿者摆渡任务以及北京农业大学至奥运村的运输任务，其中纯电动客车同时担当奥运会开闭幕式、残奥会开闭幕式等重大活动的现场指挥用车。

中通新能源客车服务于 2009 年济南全运会。2009 年初，济南市政府公开招标采购首批一百辆新能源客车，中通客车中标了其中的 80 辆混合动力客车。2009 年 10 月 16 日至 28 日，第十一届运动会在山东召开，整个全运会期间，80 辆中通生产的混合动力公交服务于济南奥体中心场馆区域，完成了全运会的车辆服务任务。

图 16: 鸟巢前的中通纯电动客车



资料来源: 宏源证券、中国客车网

图 17: 服务济南全运会的中通新能源客车



资料来源: 宏源证券、中国客车网

(二) 中通客车 2010 年的新能源客车销量计划是 350 台，要达到目标有一定的难度

1、350 台计划来自于山东省制定的新能源客车补贴规划

山东加快推广新能源客车工作会议确定了年内推广 350 台新能源客车的规划。2010 年 4 月 21 日上午，山东省加快推广新能源客车工作座谈会在济南召开。根据会议精神，山东将积极引导新能源客车在城市公交、城际短途客运、旅游和团体等方面的推广运用，2010 年全年将在省内完成 350 辆新能源客车的示范应用。运营新能源客车的城市，除已列入十城千辆新能源示范城市的济南外，还有聊城、德州、滨州、淄博、泰安、莱芜等 6 市。2010 年 350 辆新能源客车的配额分别为济南 100 辆，聊城 50 辆，其余 5 市共 200 辆。会议也出台了对新能源客车的补贴政策。山东省财政厅将在中央财政混合动力每辆补贴 30 万~42 万元、纯电动和燃料电池 50 万~60 万元的基础上，省财政再给予 10 万元补贴。

在会议上山东省政府提出要大力支持中通新能源客车。山东省副省长王军民在会议上表示，未来山东会重点培育以中通客车为主的新能源客车生产骨干企业。在会议结束后，中通客车与济南公交总公司、山东交运集团、聊城公交集团、聊城交运集团等企业，签订了 2010 年新能源客车购买协议。

综合考虑省内和省外两个市场，中通客车提出了年内 350 台新能源客车的规划。即假设在省内拿到 350 台新能源客车推广的大部分，其余订单从省外地区获取，两者累计总共 350 台新能源客车。

2、上半年中通客车最终实现的新能源客车销量是 30 台，新能源客车推广存在众多难题

中通客车上半年实际完成的新能源客车销量为 30 台。5 月份第一批 30 台新能源客车投放聊城市区，这也是中通客车 2010 年上半年唯一的一笔新能源客车销售。

新能源客车推广面临着众多的难题，资金缺口、补贴流程和客车性能都是新能源客车推广中面临的难题。

首先资金缺口依旧困扰着作为需求方的示范推广企业。根据 2009 年颁布的“节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法”，按照每辆混合动力客车 110 万/台和纯电动客车 150 万/台的价格，大部分新能源客车受到的补贴金额大约在整车价格的 1/3 左右，按照平均每辆新能源客车平均 30-40 万的补贴额，示范推广企业每 100 台新能源客车需要占用 3000-4000 万的资金，如果没有地方政府的支持，示范推广企业很难有相应的财力来促进新能源汽车的推广。一些新能源客车推广得力的地区，比如昆明、杭州，都是在地方政府的大力支持下才得到推广的。

其次新能源客车的补贴流程异常繁杂，时间也受限制。

新能源客车补贴领取流程如下：

表 10：十米以上城市公交新能源客车示范推广补助标准（单位：万元/辆）

节能与新能源汽车类型	节油率	使用铅酸电池的 使用镍氢电池、锂离子电池/超级电容器的混合动力系统		
		混合动力系统	最大电功率比 20%-50%	最大电功率比 50%以上
混合动力汽车	10%-20%	5	20	--
	20%-30%	7	25	30
	30%-40%	8	30	36
	40%以上	--	35	42
纯电动汽车	100%	--	--	50
燃料电池汽车	100%	--	--	60

资料来源：宏源证券、财政部、科技部

符合条件：自主产权、节油率和最大电功率比符合条件、第三方评测报告——示范推广企业（比如公交公司）提交申请——省级财政和科技部门复核——每年 3 月 30 日、8 月 30 日之前联合上报财政部、科技部——财政部、科技部联合审批——财政部拨付补贴款与省财政厅——省财政厅拨款与市财政局——市财政局拨款给示范推广企业。

最后，从实际需求方公交公司来看，新能源客车的性能也值得怀疑。具体的问题包括新能源车运营是否稳定，维修保养费用高低，新能源车的安全风险，驾驶员的培训，维修设备的升级，以及运营中出现的问题所带来的市民的不满情绪等等，所有这些，在新能源客车大范围铺开应用之前，都不会得到彻底的解决，公交公司存在很强的观望态度。

因此，虽然中通客车在山东省政府的主导下与众多公交公司签订了新能源客的推广意向协议，但如果没有地方政府的强力支持，350 台的新能源客车订单仍然只能是水中月，镜中花。

3、预计 2010 年中通客车新能源客车销量大约在 160 台左右

就已经确定的新能源订单来看，十一之前聊城将还会有 20 辆新能源客车投放用于城际客车。预计 9 月份《节能与新能源汽车发展规划》将出台，这会加速新能源客车在国内的推广力度。

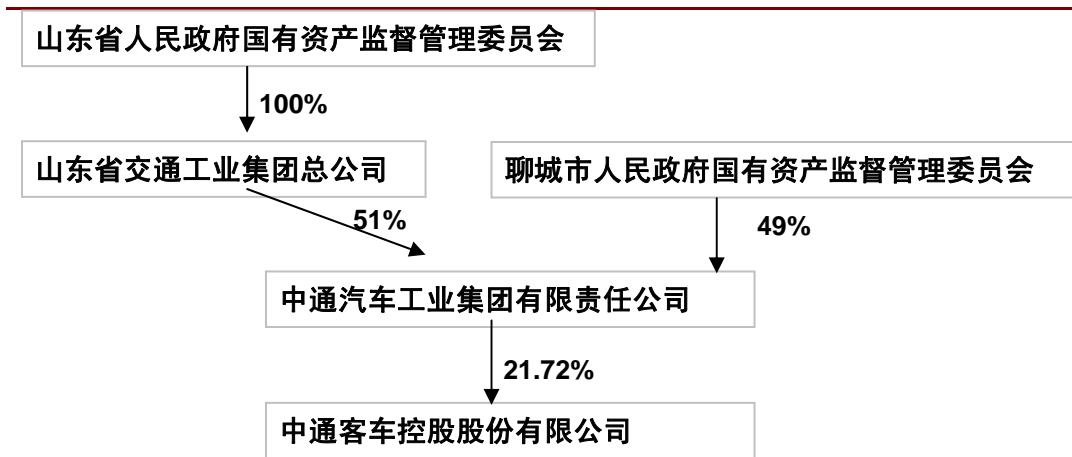
综合考虑上述问题，我们预计中通客车 2010 年全年新能源客车的销量大约在 160 台左右。

四、中通客车具有良好的治理管理水平

（一）作为山东主要的客车制造商和聊城主要的工业企业，受到当地政府的支持

除了烟台舒驰以外，中通客车是山东主要的客车生产商，并且还受山东省国资委和聊城市国资委的直接或者间接控股。中通客车也是聊城主要的工业企业，在一定程度上也是聊城的城市名片，代表着聊城地区的工业水平，因此，中通客车也受到聊城市和山东省的大力支持。

图 18: 中通客车股份构成

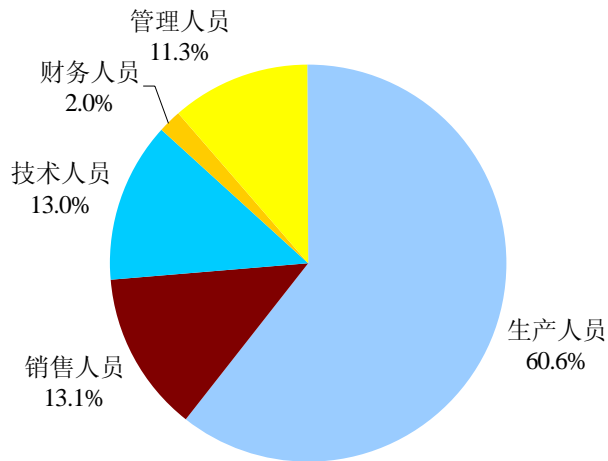


资料来源：宏源证券、中通客车

（二）销售网络重点覆盖东部发达地区

到 2009 年底，中通客车总共有员工 2576 人，其中销售人员为 337 人，占总人数的 13.1%。

图 19: 2009 年中通客车人员专业构成



资料来源: 宏源证券、中通客车 2009 年年报

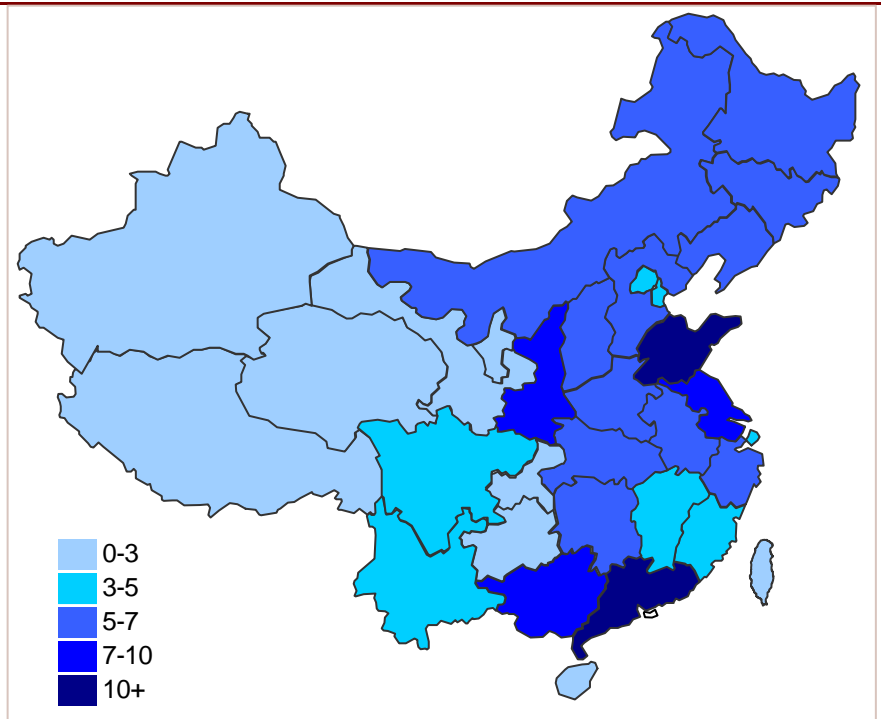
中通客车营销部门分为国内销售部和国际销售部两个部门。

其中国内销售部分为营销总公司客车公司(负责江北业务)和营销总公司博发公司(负责江南业务)。

国外销售部则分为五大市场: 非洲市场、亚太市场、中东市场、北方市场和美洲市场。

就国内营销资源来说, 中通客车销售人员主要分布于东部发达地区。其中山东、广东(深圳)、江苏和陕西是营销资源最为集中的地区。

图 20: 2009 年中通客车国内分省市销售人员分布(人/地区)



资料来源: 宏源证券、中通客车

（三）公司员工收入在当地属于偏上水平，队伍稳定

1、中通客车收入在聊城当地属于偏上水平

中通客车 2009 年人均收入大概在 3.78 万元。根据中通客车 2009 年年报中的利润表，支付给职工以及为职工支付的现金为 92995168.58 元，平均员工人数为 2462 人，两者相除，得到人均年收入 3.78 万元。

中通客车的收入要超过当地平均水平。根据 2009 年聊城市国民经济和社会发展统计公报，2009 年聊城市城镇居民人均可支配收入 15957 元，城镇单位在岗职工平均工资 21385 元。3.78 万的人均年收入总体要高于城镇单位在岗职工平均工资水平。

2、中通客车职工队伍相对稳定

中通客车职工队伍相对比较稳定。目前中通客车总共拥有 3 名山东省首席技师。2010 年 6 月 22 日，中通钳工技师张则强被山东省政府授予“山东省首席技师”称号，张则强是继张留河、武凤磊同志之后，中通第三位获得“山东省首席技师”称号的一线员工。这表明，中通客车职工队伍尤其是一线员工具有相当的稳定程度。

（四）主要管理者都具有深厚的客车行业从业经验

公司的主要领导人都拥有深厚的客车从业经验，而且都是从一线一步步走上来的，都对客车行业非常熟悉。

图 21: 中通客车主要管理人员简历

李海平



现任中通客车董事长

历任原山东省聊城客车厂办公室主任、企管办主任、综合办主任，中通客车生产部部长、计财部部长、总经济师、总会计师、副总经理、常务副总经理、总经理、董事等职务。

时洪功



现任中通客车董事兼总经理

历任聊城地区交通局汽车修理厂技术科长，原聊城客车厂一分厂技术厂长、原聊城客车厂技改办主任、总师办主任、办公室主任、副总工程师、厂长助理、副厂长，中通客车副总经理、董事等职务。

于春印



现任中通客车董事会秘书兼副总经理

历任技改工程师、车间副主任；高档车车间主任、市场部主任、外经办主任、对外合作部部长等职务。

资料来源：宏源证券、中通客车

(五) 具备全面的节能技术，筹划建立新能源和节能客车基地

中通客车具有全面的节能技术。在整车科技方面，广泛应用全承载车身技术，实现车身轻量化，应用 CAE 有限元分析，优化车身结构、采用大容量车身设计，降低单车能耗；在电器系统方面，采用瞬时油耗仪，改变驾驶习惯，降低油耗，采用多功率省油开关，应用车辆电器 CAN 总线系统，全面应用节能灯具以及节能型空调；在动力系统方面，实现发动机恒温控制，发动机进排气优配，运用中通客车 TSA 分析，实现整车传动匹配性能最优化，采用节能型轮胎等等。

中通客车已经申请建设 2 万辆新能源客车及节能型客车生产基地，该项目目前已获得山东省发改委审批通过。该项目计划投资 11.38 亿元，将建设一个占地 60.54 万平方米，年产 5000 辆新能源客车和 15000 辆节能型客车的生产基地，预计 2012 年达到生产能力的 60%，2013 年及以后完全达产，最终实现年销售额 94.8 亿元。

表 11: 中通客车 2 万辆新能源及节能型客车产品生产纲领表

序号	产品类别	年生产纲领 (辆)
1	节能型客车 A 型 (8-10 米)	4000
2	节能型客车 B 型 (10-12 米)	7000
3	节能型客车 C 型 (12-18 米)	4000
4	新能源客车 D 型 (混合动力)	3000
5	新能源客车 E 型 (纯电动)	2000
总计		20000

资料来源: 宏源证券、中通客车

五、盈利预测

(一) 预计中通客车 2010 年实现销量 8000 辆

表 12: 销量预测表 (辆)

		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
国内销量 (不含新能源)	大型 (10 米以上)	2518	3009	1823	2000	2200	2400
	中型 (7-10 米)	2239	2775	2705	3240	3300	3400
	轻型 (7 米以下)			2253	2000	2400	2800
出口 (不含新能源)		989	2078	345	600	800	1000
新能源客车				80	160	300	450
总计		5746	7862	7206	8000	9000	10050

资料来源: 宏源证券、中通客车、中国客车统计信息网

表 13: 2010-2012 单价和毛利率预测表

	细分车型	单价 (万元)	毛利率
国内销量 (不含新能源)	大型 (10 米以上)	25	16.0%
	中型 (7-10 米)	18	12.0%
	轻型 (7 米以下)	10	8.0%
出口 (不含新能源)		60	18.0%
新能源客车		110	16.0%

资料来源: 宏源证券

(二) 预计中通客车 2010-2012 年 EPS 分别为 0.12、0.18 和 0.23 元, 给予增持评级

表 14: 盈利预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(万元)	140539	171021	145251	181920	219400	258700
营业收入(万元)	140539	171021	145251	181920	219400	258700
二、营业总成本(万元)	137908	168701	143414	178402	214070	251840
营业成本(万元)	123953	151767	125446	156026	187632	220796
营业税金及附加(万元)	378	505	505	546	658	776
销售费用(万元)	7880	9501	10355	12552	14590	17074
管理费用(万元)	4171	5120	5568	6913	8337	9831
财务费用(万元)	1260	1173	801	1637	1975	2328
资产减值损失(万元)	266	634	739	728	878	1035
三、其他经营收益(万元)	400	46	8	50	50	50
投资净收益(万元)	400	46	8	50	50	50
四、营业利润(万元)	3031	2366	1844	3568	5380	6910
加: 营业外收入(万元)	745	1164	1091	200	0	0
减: 营业外支出(万元)	132	90	240	100	0	0
五、利润总额(万元)	3644	3440	2695	3668	5380	6910
减: 所得税(万元)	985	739	661	880	1291	1658
六、净利润(万元)	2659	2702	2034	2788	4089	5252
减: 少数股东损益(万元)	14	4	(20)	(84)	(123)	(158)
归属于母公司所有者的净利润(万元)	2645	2698	2053	2872	4212	5409
七、每股收益(元)	0.11	0.11	0.09	0.12	0.18	0.23

资料来源: 宏源证券, wind 资讯

附表 1: 中通客车历史大事记

年份	月度	历史进程
1958		“聊城市车辆制修厂”（公司前身）创建
1971		开始专业生产公路客车
1984		更名为“山东省聊城客车厂”
1994		公司完成股份制改造，成立“山东客车股份有限公司”
1998		公司更名为“中通客车股份有限公司”
2000	1月	“中通客车”在深圳证券交易所上市
	11月	公司更名为“中通客车控股股份有限公司”
	11月	中通客车成功引进国际先进的荷兰 BOVA 客车技术
2005		中通客车产品获国家新车注册登记免检资格
2006	4月	第一辆中通电动客车下线，国内打造首家电动客车生产基地
	7月	中通客车被列为国家火炬计划重点高新技术企业
	8月	中通客车被列为国家汽车整车出口基地企业
	12月	中通客车获得客车底盘生产资格，成为整车生产企业
2007	3月	公司实验室被认定为“国家级实验室”
	6月	新疆中通生产线奠基投入使用
	9月	公司荣获“中国名牌”称号
2008	6月	公司设立国家级“博士后工作站”
	8月	中通客车全系列产品服务奥运
	10月	公司技术中心被评定为国家级技术中心
2009		成功服务第十一届全运会
		荣获“中国驰名商标”
		新能源客车产业化发展取得新突破，混合动力产品实现大批量销售

资料来源：宏源证券、中通客车

附表 2: 中通客车新能源客车大事记

年份	月度	新能源客车进程
2004		聊城市成立了以张秋波市长为组长的电动客车领导小组，中通开始研发新能源客车。
2005		中通混合动力客车研发及产业化项目获得聊城市科技攻关计划。
2006	3月	第一台混合动力客车下线。
2006	5月	中通新能源客车科技部展出，原科技部部长徐冠华试驾新能源客车。
2006	7月	中通 LCK6110GHEV 混合动力客车获全球节能产品奖。
2006	8月	中通串联混合动力客车率先在聊城示范。
2006	9月	中通 LCK6110GHEV 混合动力客车获得交通部举办的公路水运博览会创新大奖。
2006	11月	串联混合动力客车整车开发和奥运用纯电动客车获得国家 863 立项。
2007	10月	中通客车成功研发出奥运用纯电动客车。
2007	12月	中通 LCK6110GHEV 混合动力客车获国家重点新产品证书，中通客车混合动力客车以小组第一中标北京新能源示范工程。
2008	3月	中通 LCK6128EV 纯电动客车获得 BAAV 年度最佳环保客车奖，中通 LCK6110GHEV 客车获 2008 中国绿色客车奖，中通新能源客车获山东省优秀节能成果奖。
2008	6-9月	中通 5 辆纯电动客车成功服务奥运会，中通客车成为唯一与奥组委签订服务合同的客车企业。
2008	7月	中通 LCK6112GHEV 客车在天津公交投入示范运营。
2008	8月	可充电混合动力客车及整车开发列入 863 计划“节能与新能源汽车重大专项”。
2009	4月	中通客车中标济南公交 80 辆混合动力客车订单，率先实现产业化销售。
2009	7月	可充电混合动力客车开发及产业化项目获山东省自主创新工程重大专项。
2009	10月	中通新能源客车成功服务第十一届全运会。
2010	1月	中通客车两辆纯电动公交开始在上海示范运营，为上海世博会热身。
2010	4月	山东省加快推广新能源客车工作会议召开，中通客车与山东交运集团等四家企业签订了 350 辆新能源客车协议。
2010	5月	30 辆新能源公交投放聊城主城区，“十一”前还将有 20 辆用于城际客车。

资料来源：宏源证券、中国客车网

附图 1: 中通客车主要公路旅游客车品牌



资料来源: 宏源证券、中通客车

附图 2: 中通客车主要公交客车车型以及房车



资料来源: 宏源证券、中通客车

附图 3: 麦加天房



附图 4: 麦加穆斯林祈祷

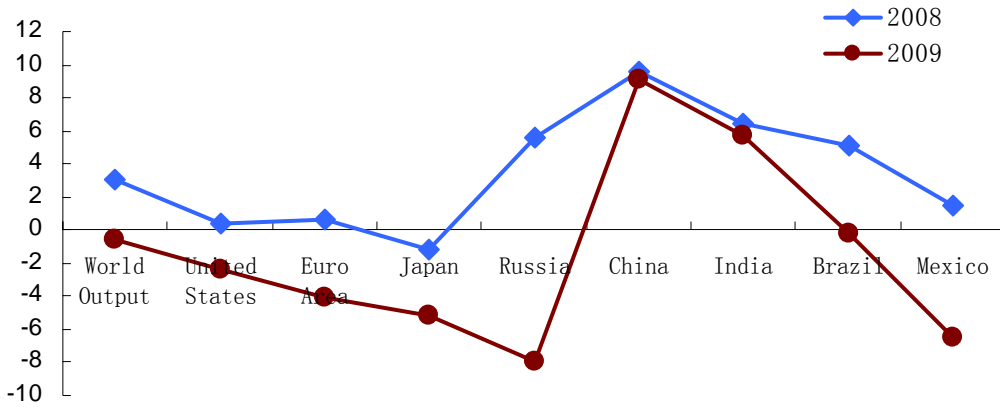


附图 5: 麦加大清真寺祈祷



资料来源: 宏源证券、中国日报

附图 6: 2008-2009 世界主要经济体 GDP 增速



资料来源: 宏源证券、IMF

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。