



投资要点

Ø 2011年客车行业增长前景看好

中国特殊的人文、经济环境以及客运流通模式赋予了客车行业持续增长的动力。近年来客车行业的产能扩张相对理性，2010年末工信部又推出行业准入规则对新建产能加以约束。供求两个层面此消彼长，车企作为供给方的议价能力将持续增强，2011年客车行业将延续景气周期。

Ø 行业龙头地位稳固，业务全且精

作为客车行业的龙头公司，金龙汽车2010年产销恢复迅速且显著强于行业整体，公司旗下“三条金龙”均具备全车型供货能力，在应对高铁等外部冲击方面有先天优势。公司目前产能充沛，近两年毛利率平稳回升，经营处于上升通道。

Ø 并购价值有待挖掘，出口复苏可期

公司所处的行业增长前景及在行业内的龙头地位早已为市场认可，但过低的市值以及隶属集团在行业内相对弱势的现状所隐含的并购价值并未被市场充分发掘。此外，公司的客车出口业务有望在“十二五”期间恢复至金融危机前的水平。

Ø 给予公司强烈推荐评级

预计公司2010-2012年的每股收益分别为0.65、0.89和1.01元，对应PE分别为15、11和9倍。鉴于对公司的传统业务盈利稳健增长以及潜在并购价值的综合判断，我们给予公司强烈推荐评级，目标价13元。

风险提示：

- 1、出口复苏进程可能低于预期；
- 2、行业兼并重组具有较大不确定性。

主要财务数据

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	11771	16460	20256	23183
同比(%)	-5%	40%	23%	14%
归属母公司净利润	151	286	394	448
同比(%)	-23%	90%	38%	14%
毛利率(%)	12.7%	12.5%	12.7%	12.6%
ROE(%)	10.0%	16.1%	18.8%	17.7%
每股收益(元)	0.34	0.65	0.89	1.01
P/E	27.94	14.62	10.67	9.41

注：PE、PB计算股价参照2011年2月9日收盘

金龙汽车 600686 2011-02-10

评级 强烈推荐(首次)

目标价格 13

当前价格(前日收盘) 9.50

基础数据

总市值(百万) 4204.67

总股本/流通股本(百万) 442.60/442.60

流通市值(百万) 4204.67

每股净资产 3.74

净资产收益率(%) 10.36

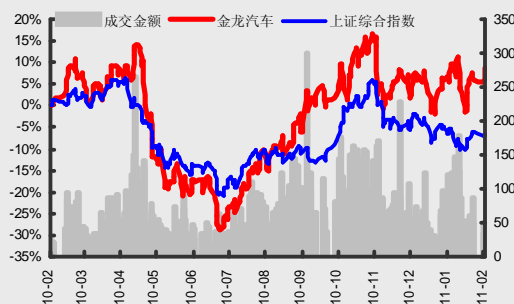
交易数据

52周内股价区间 6.14/10.64

市盈率(10E) 16.92

市净率(mrq) 2.66

近52周走势图



数据来源：WIND 爱建证券

研究员： 张志鹏

联系人： 张宇

证书编号 S0820209120024

电话 021-32229888-3502

E-mail zhangyu@ajzq.com

相关报告

目录

一、全面发展的客车龙头.....	3
1、公司简介.....	3
2、股权结构.....	4
二、客车行业分析.....	4
1、基本国情赋予客车成长空间.....	4
2、城市化及消费升级是行业增长的内在动力.....	5
3、客车行业产能扩张趋理性.....	7
4、准入政策构筑行业壁垒意义重大.....	7
5、出口将成为新的增长极.....	8
三、公司经营分析.....	9
1、2010年产销持续恢复.....	9
2、全车型产品结构更易应对行业变化.....	9
3、产能充沛，暂无大规模投资之虞.....	10
4、毛利率稳步回升.....	11
四、投资亮点.....	12
1、并购价值不容忽视.....	12
2、出口有望重现 2007 年的辉煌.....	12
3、市场份额稳中有升.....	13
五、盈利预测与投资评级.....	14

图表目录

图 1.....	3	图 2.....	3
图 3.....	4	图 4.....	4
图 5.....	4	图 6.....	5
图 7.....	5	图 8.....	6
图 9.....	6	图 10.....	6
图 11.....	6	图 12.....	7
图 13.....	8	图 14.....	9
图 15.....	9	图 16.....	10
图 17.....	11	图 18.....	11
图 19.....	12	图 20.....	13
图 21.....	13	图 22.....	13
图 23.....	13	图 24.....	14
图 25.....	14		
表 1.....	7	表 2.....	7
表 3.....	8	表 4.....	10
表 5.....	10	表 6.....	11
表 7.....	14	表 8.....	15

请务必阅读正文之后的重要声明

一、全面发展的客车龙头

1、公司简介

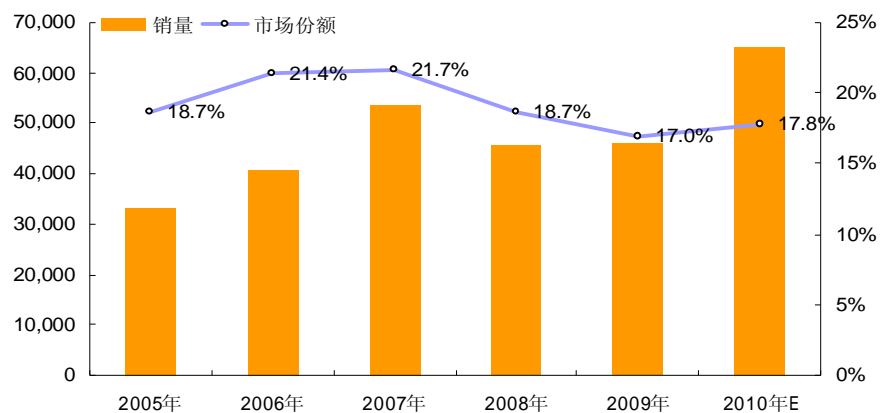
公司从事大、中、轻型客车的制造与销售业务，是国内最主要的客车生产企业之一。公司的产品覆盖了全系列的客车车型，从 3.5 米-7 米的轻客、7 米-10 米的中客以及 10 米以上的大客，“金龙客车”、“金旅客车”和“海格客车”在国内外均有较高的品牌美誉度。

图 1 上市公司与主要下属公司的产权关系



资料来源：公司网站

图 2 公司在客车市场的份额(2005-2010) 单位：辆



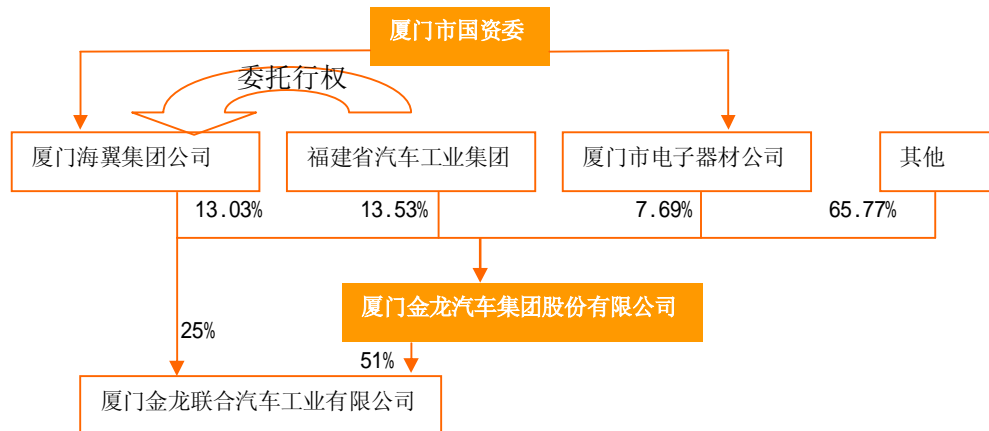
数据来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

2、股权结构

公司近年发展饱受控制权纷争之苦，所以管理层一直致力于股权治理结构的整合，并初见成效。目前，上市公司已经控制了厦门金龙，厦门金龙也控制了苏州金龙，而福建省汽车工业集团虽为上市公司大股东，但已将除收益权、股份转让权及质押权外的股东权利委托给厦门海翼，厦门海翼和厦门电子器材都在厦门市国资委下面，所以上市公司的治理结构已比较清晰，厦门市国资委作为实际控制人对上市公司具有较强的执行力。

图 3 公司的股权结构



资料来源：上市公司 2010 年三季报

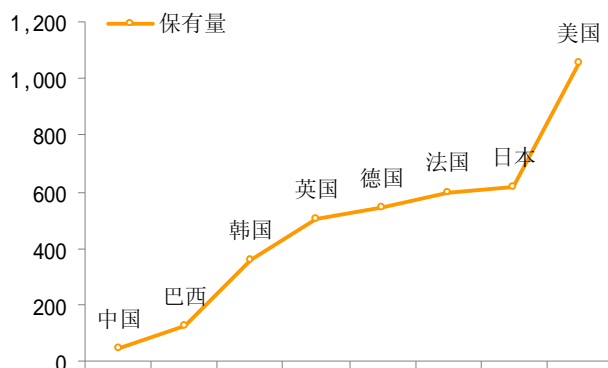
二、客车行业分析

1、基本国情赋予客车成长空间

I 地广人多，汽车保有量低

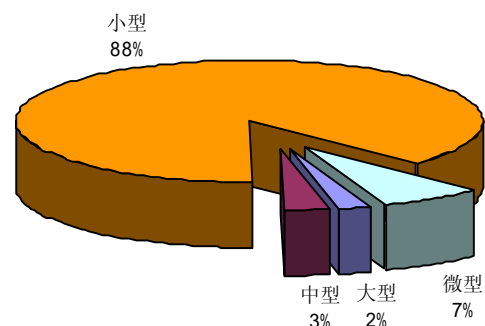
中国是个地广人多的国家，同时国内每千人私人汽车保有量仅在 50 辆左右，远低于世界平均水平，巨大的市场既提供了客车产业持续增长的空间，又提供了客车企业成长的沃土。事实上纵观全球，国际上主要的客车品牌无一例外都依附于大集团背景，客车产品只是各集团汽车产品谱系的一个补充，占比极小；而在中国却诞生了一批以宇通、金龙为代表的独立的客车制造商。

图 4 私人汽车保有量比较 (2009 年) 单位：辆/千人



数据来源：中汽协 爱建证券
请务必阅读正文之后的重要声明

图 5 我国民用载客车保有量构成 (2010E)



数据来源：爱建证券

I 公路始终占据了客运主体地位

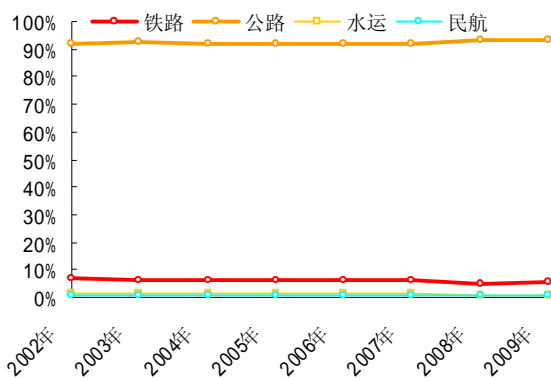
公路客运的竞争对手主要是航运和铁路，尽管机票打折、火车提速尤其是动车组和高铁线路的增加，都对公路客运需求造成了一定的挤压。但不可否认的是，相较于火车和飞机，客车具备了发车频率高和性价比突出两大优势。同时，火车和飞机主要负责干线运输，其最终还是需要客车运输来完成点对点的辐射。

2009年我国营业性客车的平均运距为48.62公里，其中100公里运距以内占客车客运量约90%，公路客运所提供的服务与铁路（平均运距约500公里）和民航（平均运距约1,500公里）是有显著差异性的，公路客运在旅客运输领域的优势地位依然将十分稳定。

其次，提振内需对于拉动国民经济增长的重要性日益显现，而中小城市的需求增长显然将快于一二线城市，中小城市商务活动的活跃以及各种商品销售渠道的下沉，都带来中短途客运需求的增长，这只能由公路客运来满足。

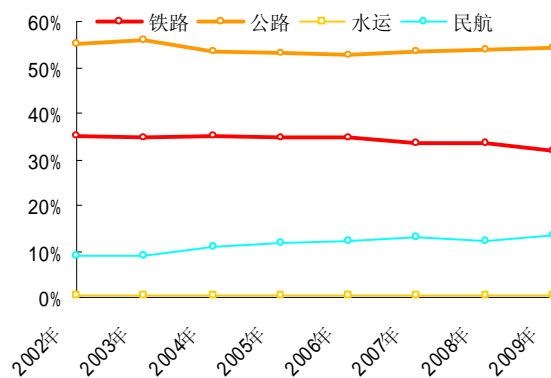
此外，我国逢年过年时往往会形成外出务工返乡流、探亲流、学生流严重叠加的现象，阶段性、爆发性的人口流动模式决定了我们无法摆脱对公路客运这一最大运能的长期依赖。

图6 不同载体客运量占比(2009)



数据来源：WIND 爱建证券

图7 不同载体旅客周转量占比(2009年)



数据来源：WIND 爱建证券

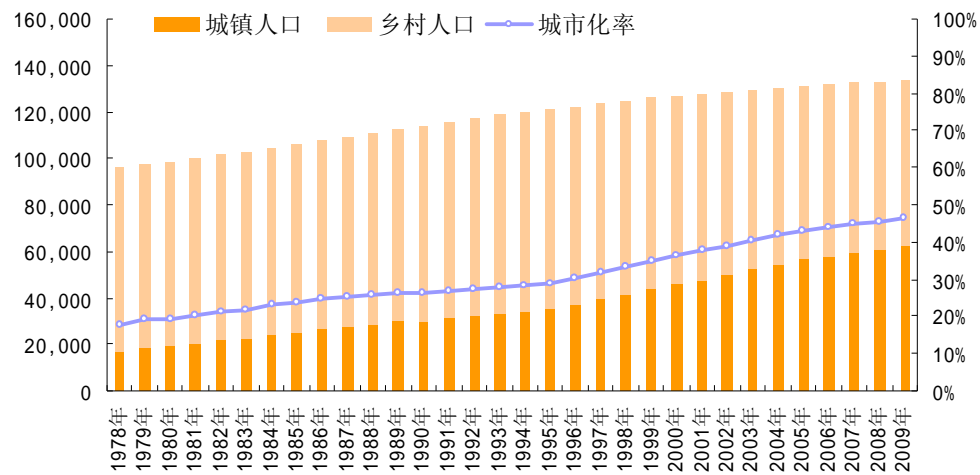
2、城市化及消费升级是行业增长的内在动力

我国正处在城市化的加速阶段，目前我国城镇和农村人口分别约6.1和7.2亿人，如果以城市化率年均1个百分点的增长估算，每年约有1,300万人进入城市。按目前中国的7辆/万人的公交车保有量水平估算，每年新增的城市公交需求约9,100辆，占城市公交年销量的15%，占大中客年销量的5%。而且，7辆/万人的公交车保有量水平在世界主要城市的比较中也处于低端，有很大的上升空间。

另外，随着国民经济的持续增长，无论是城镇还是农村居民的可支配收入不断增加，旅游成为消费升级浪潮中又一热点。同时，新劳动合同法对带薪休假制度的明确规定，也对旅游需求有一定程度的推动。另外，“长假”减少、“短假”增多的安排也使得旅游更趋于短途化，需求更多地落向公路客运。

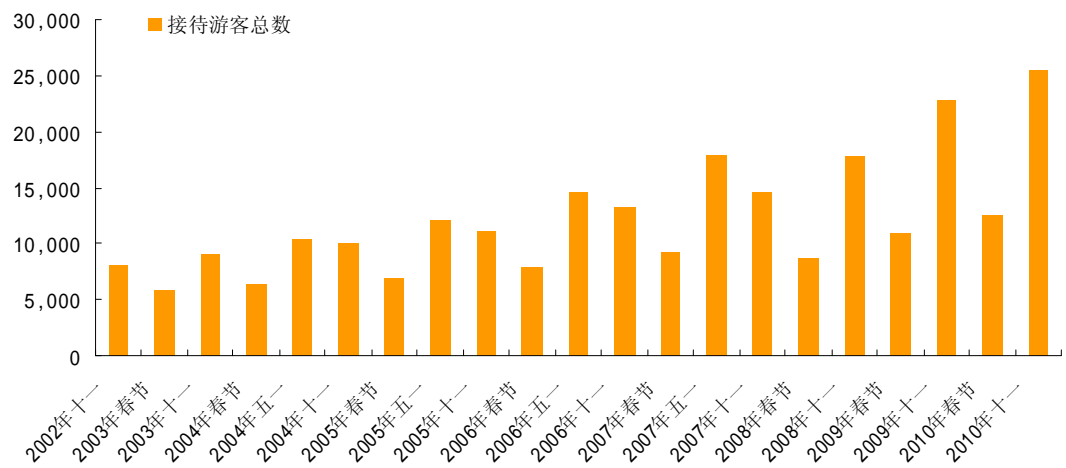
整体看，伴随着我国城市化和居民消费升级进程，旅游客运和公交客运——客车行业的两大引擎将持续发力，构成行业增长的内在动力。

图 8 我国城市化进程(1978-2009) 单位：万人



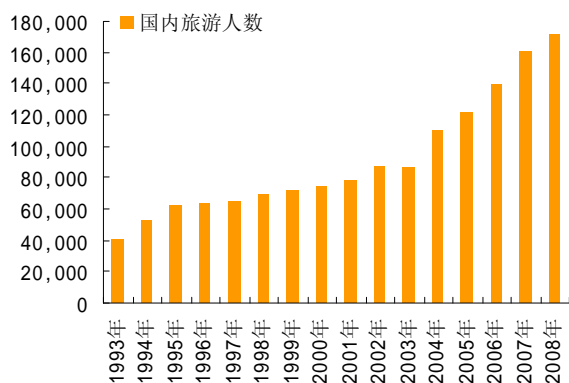
数据来源：统计局 爱建证券

图 9 历年黄金周游客接待数(2002-2010) 单位：万人次



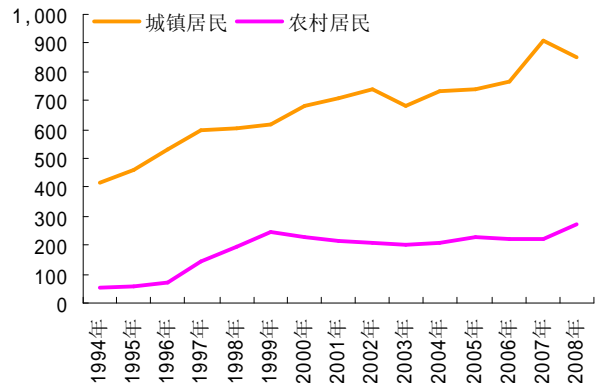
数据来源：WIND 爱建证券

图 10 国内旅游人数年度数据一览 单位：万人次



数据来源：WIND 爱建证券

图 11 国内人均年旅游花费 单位：元



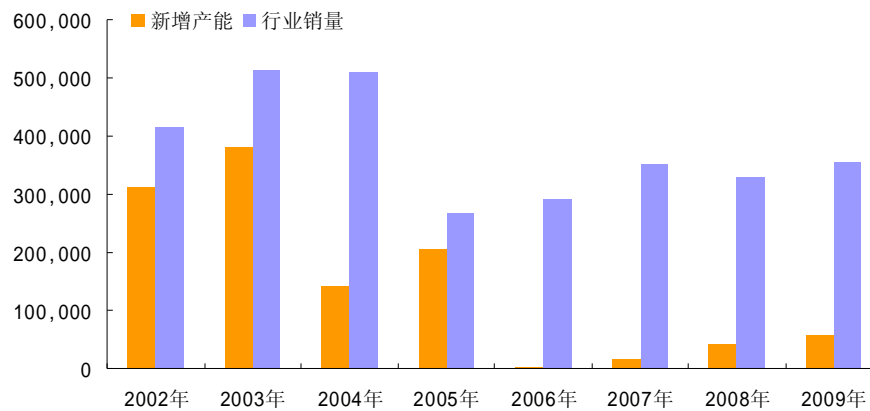
数据来源：WIND 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

3、客车行业产能扩张趋理性

自 2002 年-2005 年的快速扩张后，客车行业经历了较长的产能消化期。近几年客车行业产能投放力度较弱，供给压力有所缓解，有利于行业盈利能力的提升。

图 12 客车行业新增产能及销量 单位：辆



数据来源：WIND 中汽协 爱建证券 注，自 2005 年起车型统计口径有变化

4、准入政策构筑行业壁垒意义重大

2010 年 12 月，工信部推出了《商用车生产企业及产品准入管理规则》，其中对客车行业产能的准入标准有两条：从 2011 年起，我国“新建商用车生产企业的投资项目总额不低于 20 亿元人民币”和“大中型客车不少于 5,000 辆，轻型客车不少于 5 万辆”。

表 1 销量超过 5,000 辆的大中客企业一览 单位：辆

企业	2009 年	2010 年 1-10 月
宇通集团	28,186	31,066
厦门金旅	15,557	16,930
厦门金龙	15,344	19,066
苏州金龙	15,122	16,468
河南少林	7,692	6,986
中通客车	7,206	7,285

数据来源：中客网 爱建证券

表 2 轻客行业销量排名前五的企业(含底盘) 单位：辆

企业	2009 年	2010 年
金杯汽车	64,060	79,566
江铃汽车	32,577	50,780
南京汽车	27,432	34,531
东风汽车	27,072	27,072
北汽福田	21,365	21,365

数据来源：中汽协 爱建证券

客车行业不同于乘用车行业，资本投入并不算大，由于大部分零部件都通过外部购买的形式实现，这是很多实质为“组装车间”的小客车厂可以存活的基础，也导致客车行业的进入壁垒相对较低。

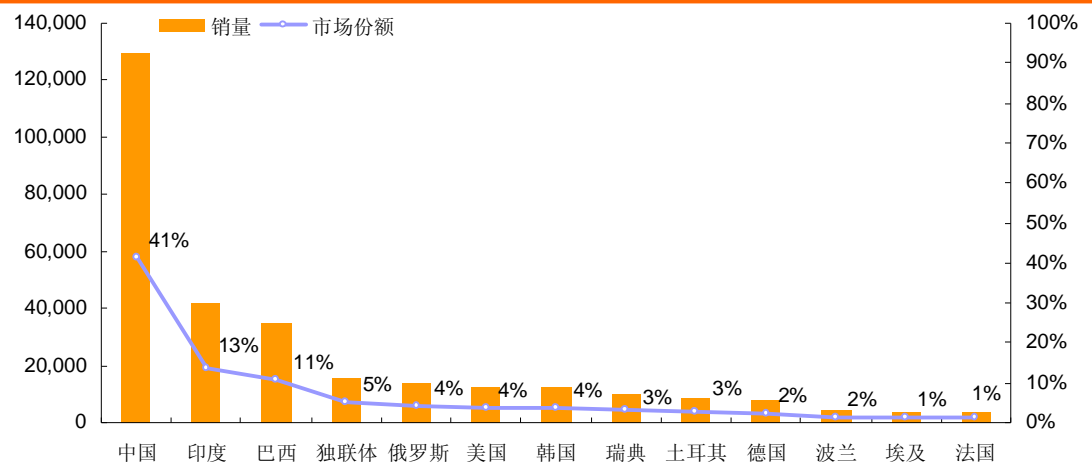
请务必阅读正文之后的重要声明

参照上述的厂商统计数据可知，较高的准入标准对于客车行业具有十分重要的意义。因为这可以从根本上杜绝大量的新进入者采用低价切入的方式并引发价格战的可能。未来客车行业中龙头企业的市场领先地位将更加稳固，同时，产品毛利率的稳定性也将大大加强。

5、出口将成为新的增长极

如果单纯从产量看，中国已经成为世界上最大的客车生产国，但出口占比仅为 10%，且产品技术含量偏低，所以只能被称为数量意义上的大国。

图 13 世界主要国家或地区大中客销量及份额(2009)



数据来源：OICA 爱建证券

跟欧美客车相比，国内客车的优势主要有两点。首先，国内客车在应对客户的个性化需求方面非常灵活。比如出口到东南亚、非洲等国家，客户对客车个性化要求较多，国内客车厂商对此具有出色的快速反应能力以满足这些国家和地区的个性化需求。其次，国内客车产品的整体性价比突出，这主要缘于天然的人工成本优势。一般国内客车制造工人的每小时成本为 13.5 元人民币，而美国和德国分别对应 250 元和 330 元人民币。

基于明显的成本优势，相信随着中国客车技术上的逐渐提高，海外市场的份额将伴随着客车产品自身品质的提高而提高。而在这一过程中，具备了进军海外的能力且已经积极布局海外市场的客车企业，无疑将迎来更大的成长空间。

表 3 主要国家地区客车产业竞争力比较

国家	底盘关键零部件	车身	综合
欧洲	完全自给，等级高	人工成本高	产品质优价高
日韩	完全自给，等级中高	人工成本较高	产品质良价高
巴西	全部进口	人工成本低	性价比尚可，产业链过短
中国	部分自给，部分进口	人工成本低	性价比突出，产业链相对完善

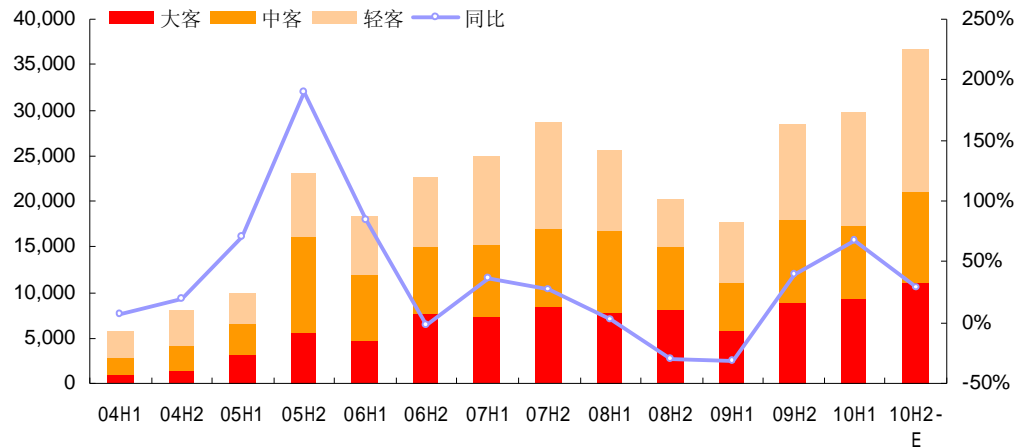
资料来源：爱建证券

三、公司经营分析

1、2010 年产销持续恢复

走出 2008 年金融危机后，公司产销水平持续恢复，2010 年上半年实现客车销售 29,715 辆，同比增长 67.76%，预计下半年及全年销量增速分别为 29.33%和 44.12%，显著强于行业整体。

图 14 金龙汽车半年度销量及增速(2004.H1-2010.H2) 单位：辆

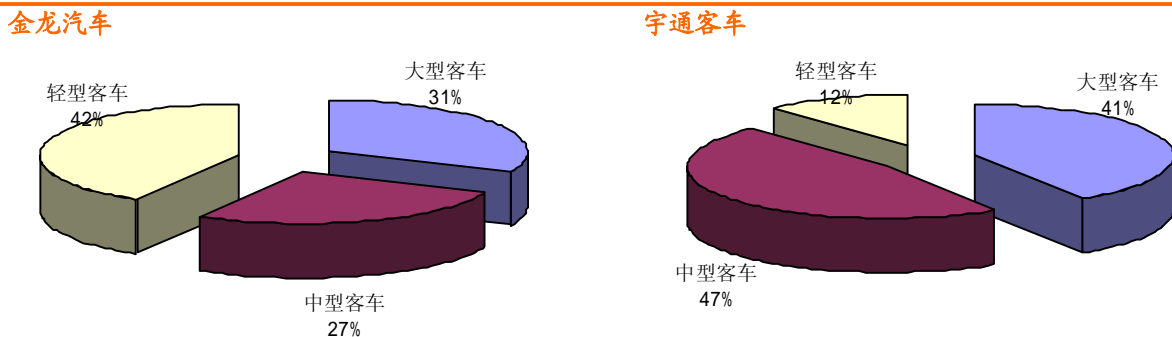


数据来源：爱建证券

2、全车型产品结构更易应对行业变化

一直以来，市场对于金龙汽车大、中、轻型客车全面兼顾的产品结构的优劣看法不一，尤其是在跟主要竞争对手宇通客车的产品结构比较之后。不可否认，三条金龙都有大、中、轻型全系列客车的状况容易导致业务重叠，相互间市场份额争夺，此消彼长却可能对总体占有率提升的帮助并不大。但换种思路分析，全车型的产品结构使得三条金龙在应对细分市场变化时能够更加的从容，比如在高铁加速投放冲击长途客运但带来短途客运需求的情况下，全系列客车厂商在应对外部冲击导致需求结构变化时无疑会占据一定的优势。

图 15 金龙汽车与宇通客车产品构成比较（2010H1）

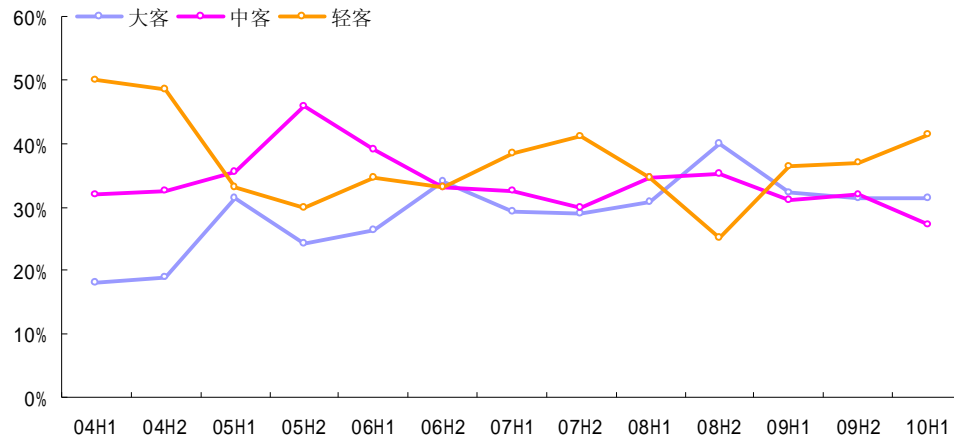


数据来源：上市公司半年报

请务必阅读正文之后的重要声明

2010 年上半年，公司大客、中客和轻客的销量占比分别为 31%、27%和 42%。其中轻客占比增幅显著。而从 2010 年客车细分行业的销量表现来看，大客和轻客强势、中客低迷的特点对以两端车型为主的厦门金龙、厦门金旅影响正面，对以中客为主的苏州金龙影响偏负面。但整体看，全面的车型结构使得上市公司应对行业波动时可以做到“以不变应万变”。

图 16 金龙汽车产品结构比重变化 (2004.H1-2010.H1)



数据来源：WIND 爱建证券

表 4 客车细分行业产销表现一览 单位：万辆

日期	一季度		二季度		三季度		四季度	
	销量	同比	销量	同比	销量	同比	销量	同比
客车	9.5	41.6%	11.6	31.1%	11.4	17.0%	10.21	31.95%
大客	1.3	112.9%	1.6	69.0%	1.8	28.7%	2.22	34.48%
中客	1.8	33.2%	2.3	5.3%	2.4	0.2%	2.74	8.72%
轻客	6.4	34.6%	7.7	34.4%	7.2	21.0%	7.20	20.11%

数据来源：中汽协 爱建证券

3、产能充沛，暂无大规模投资之虞

公司目前三条龙的产能分别约 5 万、4 万、2.2 万辆/年，其 2010 年的产能利用率有望由 2009 年的 41%提升至 59%。公司目前产能充沛，预计短期内不会有大的资本支出和新产能项目开工。

表 5 公司主要客车产能及产能利用率

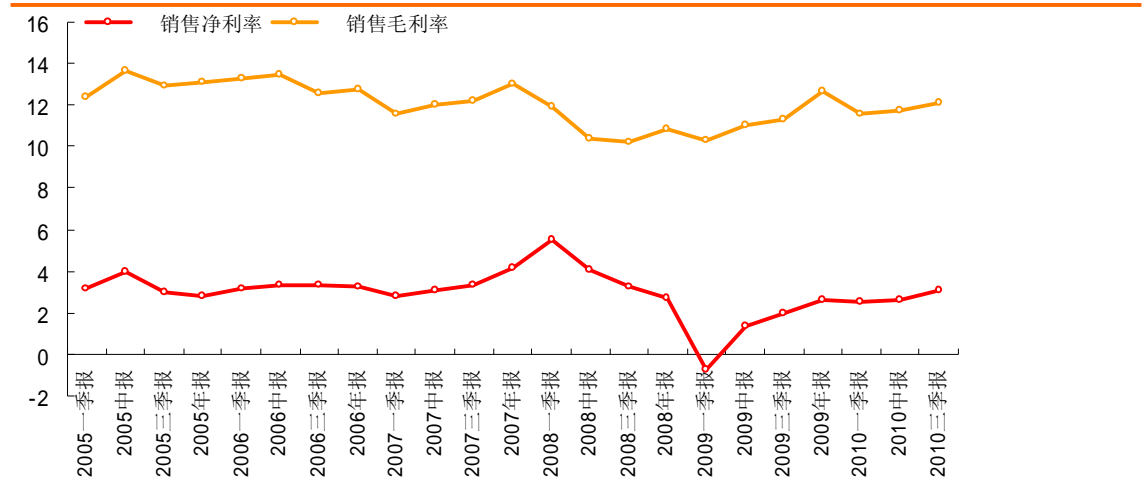
公司	产能(万辆/年)		2009 年产能利用率	2010 年产能利用率 E
	大中客	轻客		
厦门金龙	2.5	2.5	30.60%	40%
厦门金旅	1.5	2.5	39.00%	54%
苏州金龙	1.8	0.4	68.64%	80%
合计	5.8	5.4	41.07%	59%

数据来源：爱建证券整理

4、毛利率稳步回升

除了 2008 年需求锐减且原材料价格暴涨的极端情况，公司历史的销售毛利率比较稳定，主要在 11%-14% 的区间内波动。随着产能利用率的提升，自 2009 年一季度起，公司的销售毛利率处于一个比较平缓的上升通道之中。

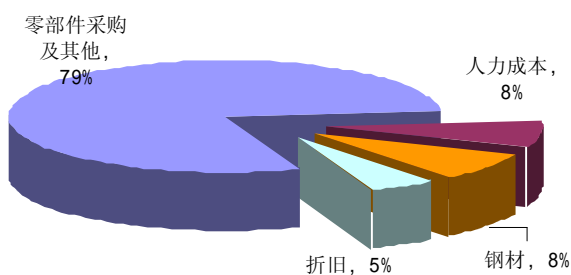
图 17 公司销售毛利率与净利率一览 单位：%



数据来源：WIND 爱建证券

钢材价格波动对公司的毛利率水平影响有限。公司直接采购钢材比重在 8% 左右，比重并不算太大，因此正常年份公司的毛利率波动幅度有限。我们以单车直接用钢 3 吨、板材现价 5,500 元/吨、公司单车均价 25.58 万元为基础来推演可知，钢材价格 15% 波幅以内，对公司的毛利率基本在 1%。而事实上，公司作为客车行业龙头与钢厂的供货协议价一般显著低于市场价，所以，钢价波动对公司毛利率的影响要比纯理论测算更小。

图 18 我国客车企业生产成本构成



数据来源：爱建证券

表 6 金龙汽车钢材成本敏感性分析

假设	钢价波动幅度	钢价波动绝对值	用钢成本变化	对毛利率影响
情境 1	25%	1,375	4,125	-1.61%
情境 2	20%	1,100	3,300	-1.29%
情境 3	15%	825	2,475	-0.97%
情境 4	10%	550	1,650	-0.65%
情境 5	5%	275	825	-0.32%
情境 6	-5%	-275	-825	0.32%
情境 7	-10%	-550	-1,650	0.65%
情境 8	-15%	-825	-2,475	0.97%
情境 9	-20%	-1,100	-3,300	1.29%

资料来源：爱建证券

四、投资亮点

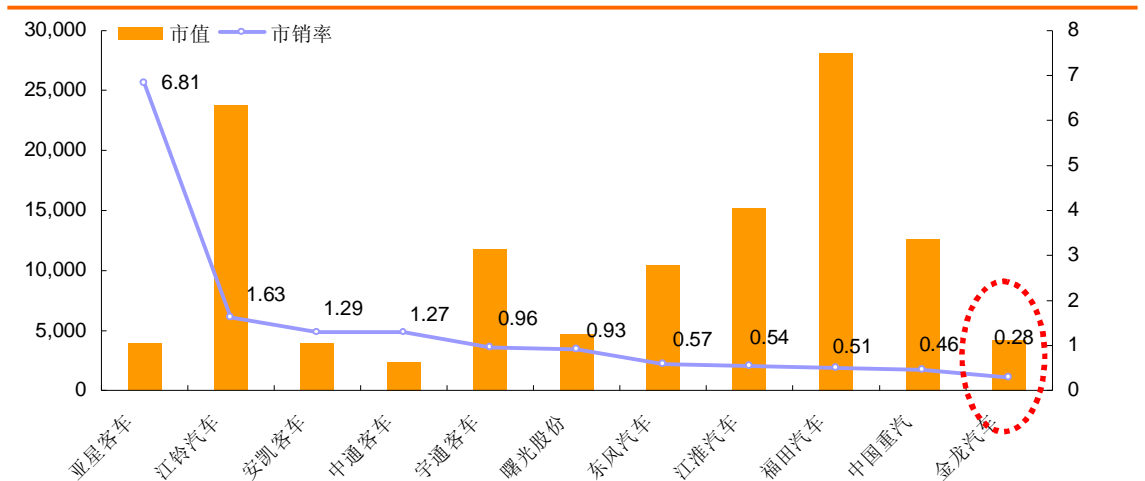
1、并购价值不容忽视

作为一个年销售收入规模过百亿的行业龙头，目前金龙汽车的市值仅在 40 亿左右，不及宇通客车的二分之一。公司市销率只有 0.28 倍，更是处于商用车行业最低端，并购价值不容忽视。

2011 年是汽车行业的休整年，行业产销增速较之 2010 年将有显著降低，而兼并重组一直是调整周期中汽车产业不可绕开的话题。2010 年 9 月份的《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，就把汽车排在了六大行业之首。根据 09 年的《汽车产业调整与振兴规划》的指导目标，将争取形成 2-3 家产销规模超过 200 万辆的大型汽车企业集团，4-5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额 90% 以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。福建汽车工业集团产销规模偏小(09 年约为 15 万辆)，控、参股的主要公司有东南汽车、福建戴姆勒、金龙汽车、福建新龙马汽车、福建新福达等，其中东南汽车、福建戴姆勒和金龙汽车属于优质资产。

我们并不武断地认为福汽集团一定会在新一轮的汽车产业兼并潮中被第三方重组，但产销规模限制之下其在行业内的弱势地位短期内无法改变。未来无论是地方国资委主动谋求做大做强地方汽车产业，还是被动地参与到行业的兼并重组潮，福汽集团旗下的资源势必会被反复评估，这将为市场提供一个重新审视金龙汽车价值的机会。

图 19 可比行业内上市公司的市值与市销率 单位：百万元



数据来源：WIND 爱建证券

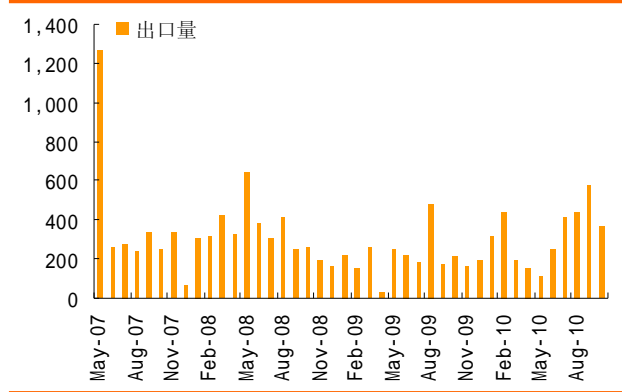
2、出口有望重现 2007 年的辉煌

正如前文的分析，我们认为客车产业具有小批量生产、偏重于劳动密集型的产业特征，而中国客车行业在劳动力成本方面的要素禀赋优势明显。随着中国客车生产企业技术及客车产品品质的逐渐提高，获取更多的海外份额将是顺其自然的事情。

金龙汽车的出口主要来自厦门金龙和苏州金龙，两家公司在 2009 年的外销收入分别约为 12.33 亿和 8.3 亿元。受制于 08 年金融危机及其后遗症影响，近两年公司的出口恢复低于市场预期，但重回上升通道已经确定。预计公司 2011 年出口销售占比将升至 20%，“十二五”期间有望重回 2007 年时 30% 的水平。

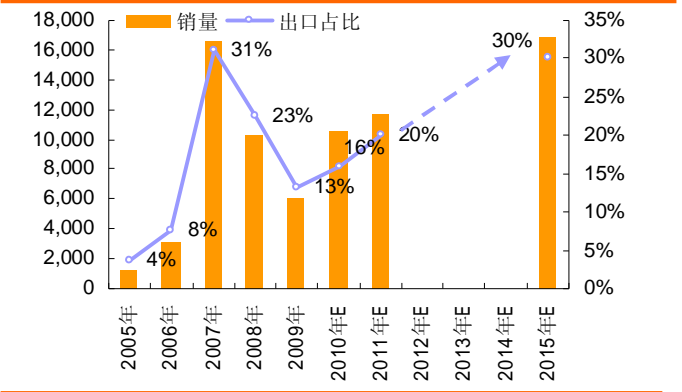
公司研究

图 20 公司月度出口量 (2007.5-2010.10) 单位: 辆



数据来源: 爱建证券整理

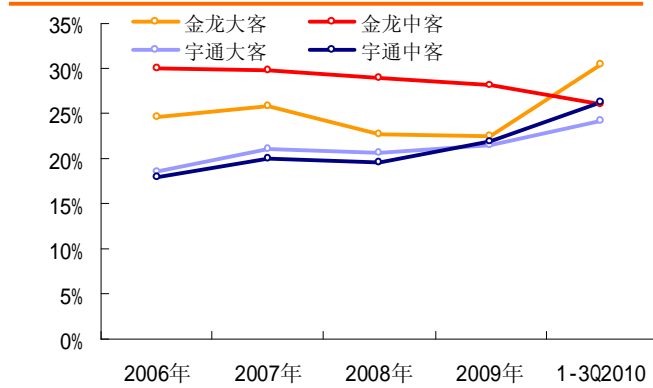
图 21 公司出口量及占总销量比重 (2005-2015) 单位: 辆



3、市场份额稳中有升

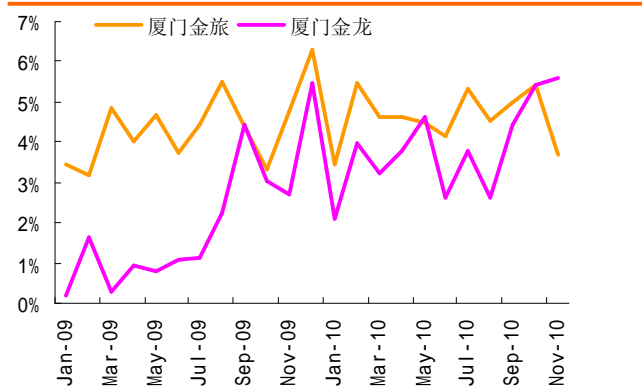
公司目前在大客、中客、轻客行业的市场份额大致为 30%、22%、9%。我们认为公司的市场份额存在进一步上升的空间, 主要原因有三: 1、明晰的股权控制结构将有利于厦门市国资委的管理, 可以改善三条金龙各自为战的状况, 形成竞争合力。2、行业准入政策的出台对行业龙头构成中长期利好, 准入门槛提高将有助于行业格局向强者恒强演变。3、凭借农村市场、城市物流和专用车市场的打开, 轻客行业在与高端微客和低端 MPV 的竞争中摆脱了低迷局面, 公司的轻客产品金威海狮在对内外饰进行升级之后的市场竞争力更强, 实现超越行业的增长。

图 22 金龙与宇通的大中客市场份额(2006-2010)



数据来源: 中客信息网 爱建证券

图 23 大小金龙在轻客市场的份额(2009.1-2010.11)



数据来源: 中客信息网 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

五、盈利预测与投资评级

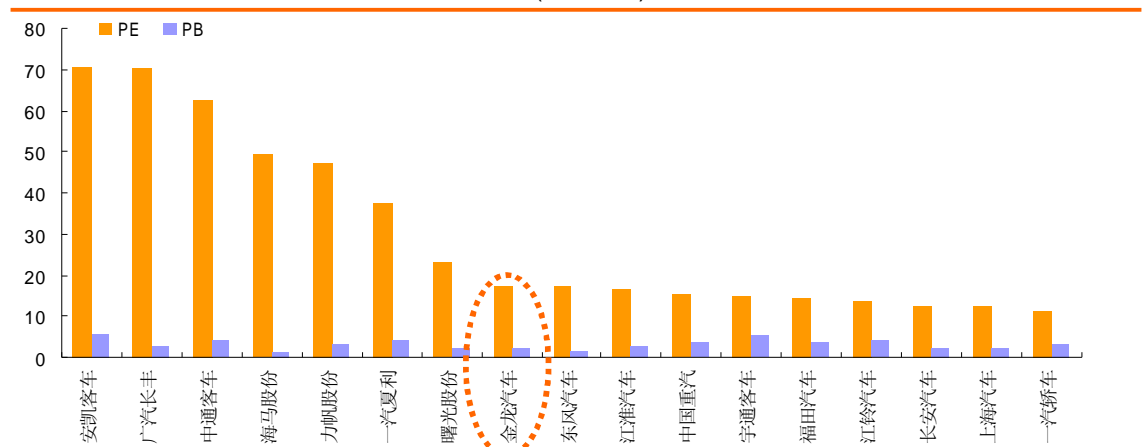
表 7 金龙汽车盈利预测关键数据

	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
销量(辆)	45755	46024	66331	82840	95129
增速	-14.70%	0.59%	44.12%	24.89%	14.83%
单车均价(万元/辆)	27.08	25.58	24.81	24.45	24.37
收入(百万元)	12390	11771	16460	20256	23183
增速	-0.42%	-5.00%	39.80%	23.10%	14.40%
毛利率	10.80%	12.70%	12.50%	12.70%	12.60%
净利润(百万元)	197	151	286	394	448
增速	-27.99%	-23.00%	89.80%	37.90%	13.60%
每股收益(元)	0.44	0.34	0.65	0.89	1.01

数据来源：爱建证券

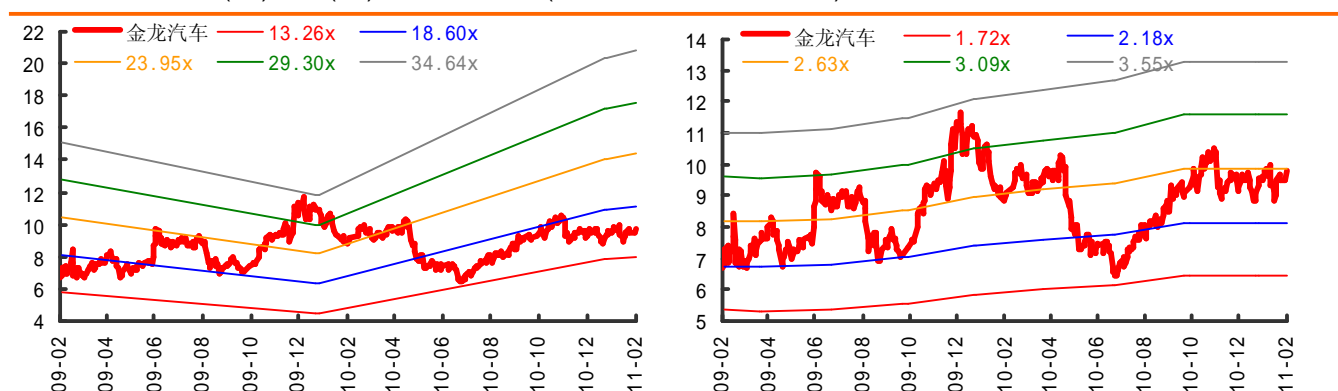
我们认为公司基本面良好、行业地位稳固等优点己人所共知，但市值过小以及潜在的并购价值尚未被市场充分发掘，同时出口拓展进程也可能会高于市场预期，故给予**强烈推荐评级**，目标价 13 元，对应 2010-2012 年的 PE 分别为 20、14.6、12.9 倍。

图 24 金龙汽车与主要整车上市公司估值比较(2010.12)



数据来源：WIND 爱建证券

图 25 金龙汽车 PE(左)、PB(右)band 指标一览(2009.02.10-2011.02.10)



数据来源：WIND 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明