

禾盛新材(002290)

消费升级促加速替代 家电复合材料黄金发展期来临

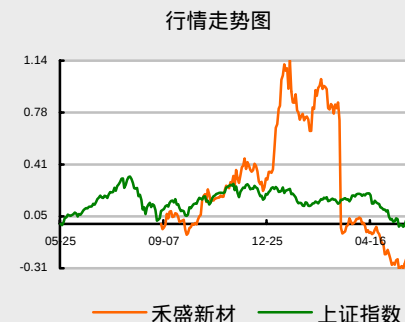
强烈推荐（首次）

现价：27.90 元

主要数据

行业	其他制造业
公司网址	www.cnhssm.com
大股东/持股	39.61%
实际控制人/持股	-
总股本(万股)	15048
流通 A 股(万股)	3870
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(百万元)	4198
流通股市值(百万元)	1055
每股净资产(元)	5.6
资产负债率(%)	11.8

行情走势图



相关研究报告

研究员

叶国际 S1060108041125
0755-22627084
Yeguoji001@pingan.com.cn

张微 S1060210050002
021-33830371
Zhangwei912@pingan.com.cn

刘海博 联络人
021-33830523
Liuhaibo106@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司为国内家电级复合材料 PCM/VCM 设计、制造龙头企业

公司产品主要用于国内外大型家电制造商的冰洗、小家电外观复合材料，占国内复合材料市场供应量约 20%，处于行业领先地位；公司产能在 2010—2012 年逐步释放，我们预计公司 2010-2012 年销量分别为 11.2、17.3、24.1 万吨，同比增长分别为 55%、54%和 39%。

■ 复合材料 PCM/VCM 需求前景广阔

目前 PCM/VCM 主要用于白色家电的冰箱和洗衣机，横向正在向小家电、空调外挂、液晶电视后盖及防盗门等产品延伸；纵向附加价值更高的复合材料不断开发出来，形成越来越多的应用于不同领域、满足不同消费需求的复合材料系列，PCM/VCM 具有广阔的发展空间。

■ 消费升级促进国内家电面板复合材料需求井喷

目前国内冰箱和洗衣机面板复合材料的市场渗透率约 25%，国外在 50%以上；从目前市场发展看，国内复合材料面板替代传统采用喷涂工艺面板在加速！从高端冰洗产品延伸到一般冰洗产品，我们认为以旧换新等促进消费升级政策的出台是促进加速替代的主要原因。

2009 年国内冰洗复合材料需求约 30 万吨，我们预计到 2015 年将达到 110 万吨以上。

■ 合理估值 34.6-43.2 元，首次给予“强烈推荐”评级

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.21 元和 1.59 元。2010 年 5 月 28 日公司收盘价 27.90 元；PEG 估值 34.6-43.2 元；DCF 估值 39.4 元。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	712.6	665.5	1192.9	1995.2	2948.4
YoY(%)	58.0	-6.6	79.2	67.3	47.8
净利润(百万元)	66.6	78.0	119.9	181.7	238.9
YoY(%)	51.92	17.16	53.72	51.59	31.45
毛利率(%)	17.7	18.9	16.9	15.8	14.3
净利率(%)	9.3	11.7	10.0	9.1	8.1
ROE(%)	32.0	9.3	12.8	16.6	18.4
EPS(摊薄/元)	0.44	0.52	0.80	1.21	1.59
P/E(倍)	54.0	52.6	34.9	23.1	17.5
P/B(倍)	6.7	3.9	4.5	3.8	3.2

正文目录

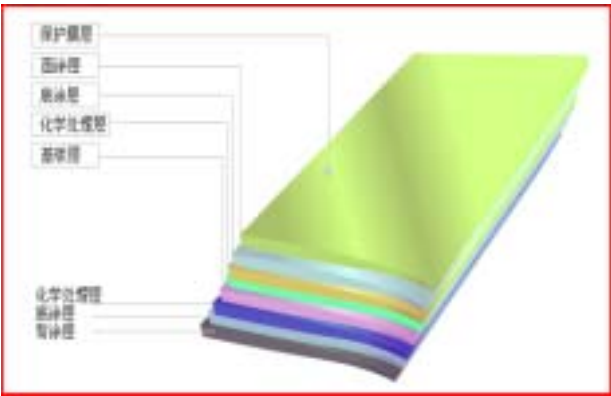
一、	禾盛新材 - 家电彩板复合材料领先供应商	3
1.1.	公司概况	3
1.2.	PCM/VCM 收入占比 100% 2006 - 2009 年年均复合增长 43.3%	4
1.3.	产品定价模式及利润决定因素：单位产品毛利额稳定 利润决定于销量	4
1.3.1.	产品定价模式：成本加成 单位产品毛利额稳定	4
1.3.2.	利润受销量直接影响 利润率受钢材价格和产品结构影响	5
1.4.	公司产能扩张：三年产能扩张三倍	6
1.5.	销售网络及客户结构	6
1.5.1.	销售网络建设：先外资后内资、先高端后端、先区域后全国	6
1.5.2.	客户结构：以外资品牌和内资大客户品牌为主 占核心客户采购份额高	7
1.6.	股权结构：董事长为实际控制人，持股 39.61%	8
二、	家电消费升级：复合材料迎来历史性机遇	8
2.1.	家电彩板复合材料替代传统喷涂是必然趋势	9
2.2.	国外家电行业发展启示——中国家电复合材料发展正当时	9
2.3.	中国作为世界家电制造和消费中心为复合材料提供巨大市场基础	11
2.3.1.	农村新增需求和城市替代需求支撑家电内需未来 5 年保持较快增长 ..	11
2.3.2.	冰洗家电制造产能持续向中国转移提供巨大市场基础	12
2.4.	家电消费升级促进生产结构调整为复合材料带来机遇	13
三、	需求预测：预计到 2015 年国内家电复合材料需求超 110 万吨	14
3.1.	增长动力：政策推动家电需求增长，消费升级引导生产线更新	14
3.2.	中国家电复合材料需求预测：到 2015 年需求超 110 万吨	15
3.2.1.	三个预测假设前提：单台用量、冰箱和洗衣机年均增长、复合材料使用比例	15
3.2.2.	白电（不包括空调）复合材料需求测算：到 2015 年需求约 110 万吨 ..	16
3.3.	复合材料运用领域扩展：空调和电视机背板 短期需求 11.7 - 13.1 万吨	18
3.4.	国内外家电新建产能复合材料需求约 33.6 万吨 禾盛新材新产能有需求保障 ..	19
四、	家电复合材料行业：垄断竞争 强者更强	20
4.1.	行业壁垒：技术、认证和客户关系	20
4.2.	国内家电外观复合材料行业：垄断竞争 强者更强	20
4.3.	禾盛新材的竞争力国内最强	21
五、	估值及投资建议	22
5.1.	相对估值：PEG 估值高增长公司，目标价 34.6 - 43.2 元	22
5.2.	绝对估值：39.4 元	23
六、	盈利预测	24

一、 禾盛新材--家电彩板复合材料领先供应商

1.1. 公司概况

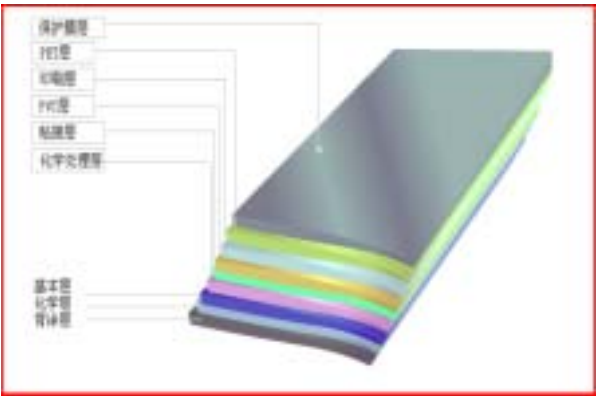
禾盛新材为国内最大专业家电级彩色预涂板(PCM)、彩色层压覆膜彩板(VCM)研发设计生产企业。

图表1 PCM结构示意图



资料来源：公司公告

图表2 VCM结构示意图



资料来源：公司公告

公司产品主要用于冰箱、洗衣机、热水器等家用电器的面板、侧板，广泛服务于三星、松下、西门子、LG 等外资品牌家电，及美的、美菱、海信、合肥三洋等国内家电品牌，目前占国内市场份额约 20%。

随着新增产能的释放，公司市场份额将提升至 30%以上。

图表3 冰箱PCM/VCM面板 样品



资料来源：禾盛新材

图表4 洗衣机 PCM/VCM面板 样品



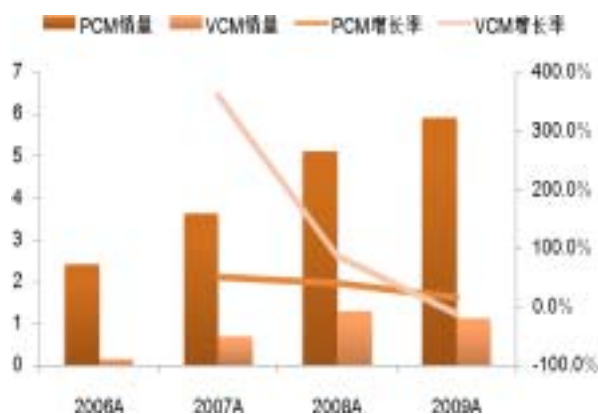
资料来源：禾盛新材

1.2. PCM/VCM 收入占比 100% 2006-2009 年年均复合增长 43.3%

公司收入全部来自家电复合材料 (PCM/VCM) 的销售, 2006 年至 2009 年销售量和收入的年均复合增长率分别达到 41.1% 和 43.3%。

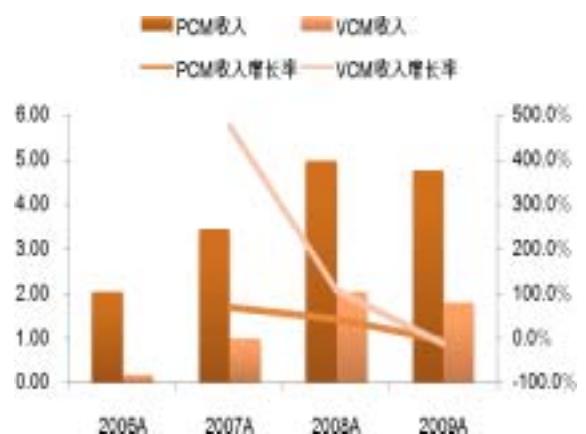
公司 2006-2009 年净利润增长率分别为 101%、153%、52% 和 17%，2009 年收入、销量增长率下滑主要受产能瓶颈制约，在 2009 年底及 2010 年底公司产能扩张后，公司 2010-2012 年有望保持 50% 以上的年均复合增长。

图表5 PCM、VCM销量变化



资料来源：公司公告

图表6 PCM、VCM收入变化



资料来源：公司公告

1.3. 产品定价模式及利润决定因素：单位产品毛利额稳定 利润决定于销量

1.3.1. 产品定价模式：成本加成 单位产品毛利额稳定

公司采用成本加成的定价模式，单位产品毛利额稳定，总毛利额同销量保持一致。

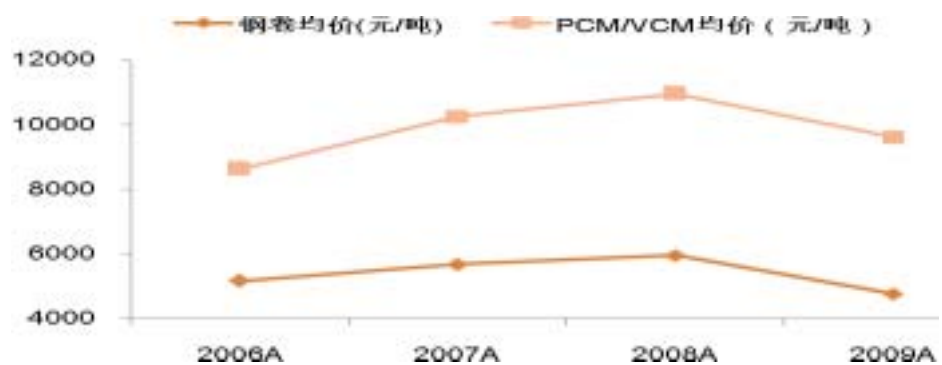
公司原材料价格风险传导能力较强，产品均价同主要成本钢材价格的波动方向保持一致，钢材涨价对公司的影响略好于钢材跌价。

图表7 复合材料均价变动同钢卷价格变动比较

	2007A	2008A	2009A
钢卷均价变动额(元/吨)	509	287	-1196
PCM/VCM 均价变动额 (元/吨)	1630	706	-1342

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 复合材料价格随钢材价格波动



资料来源：公司公告

1.3.2. 利润受销量直接影响 利润率受钢材价格和产品结构影响

在公司产品定价模式及产能充分利用情况下，利润决定于产品销量，利润率则受钢材价格和产品结构影响；在单一产品毛利额基本固定的情况下，钢材价格越高，公司毛利率和利润率越低；产品结构中高端产品比例提升则会提升毛利率和利润率。

家电级复合材料市场处于供不应求的状态，公司的产能就成了公司利润的决定因素，公司产量将成为需求与利润之间的桥梁，成为我们把握利润变化的关键因素。

2009 年公司业绩充分证明这一点，收入同比下滑 6.6%，但净利润同比上升 17.2%，收入下降由于 2009 年钢材成本下导致公司产品价格同向做出调整，而净利润则同产量保持一致，同比上升 17.3%。

图表9 产量、收入和利润的关系



资料来源：公司公告

图表10 公司盈利能力情况



资料来源：公司公告

1.4. 公司产能扩张：三年产能扩张三倍

公司产品自 08 年以来一直处于供不应求的状态，2008-2010 年生产线全部处于满负荷生产状态，其中 08 年订单迅速增长，公司对于部分中低端产品（主要为冰箱侧板和背板）进行外协加工。

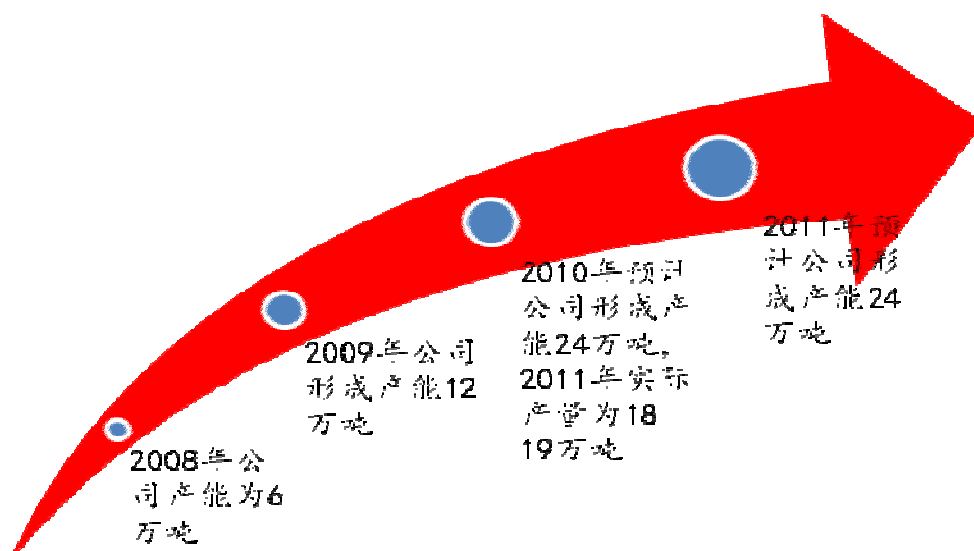
2008 年公司自筹资金在苏州工业园建设年产 6 万吨（PCM/VCM）复合材料生产线，并于 2009 年 6 月进入安装调试阶段，试生产至 11 月，新线进入满负荷生产状态，2009 年底公司实现 12 万吨的年生产能力。

公司利用 09 年上市募投资金于 2010 年 3 月在合肥基地建设 6 万吨复合材料，预计该生产线于 2010 年底投产，并于 2011 年 5 月左右达产。

公司于 2010 年 5 月 4 日公告在合肥再建一条 6 万吨生产线，预计 2011 年 1-2 月投产，2011 年 7 月左右达产。

到 2011 年中期合肥两条生产线达产，公司将实现年产 24 万吨复合材料的能力，预计 2010、2011、2012 年有效产能同比增长 50%、50%和 33%。

图表11 公司产能扩张：三年产能扩张三倍



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.5. 销售网络及客户结构

1.5.1. 销售网络建设：先外资后内资、先高端后端、先区域后全国

● 先外资后内资

公司最初引进复合材料生产线先后通过 LG、松下、三星、西门子、惠而浦等国际家电品牌的零部件采购审核，成为其长期稳定的外观部件材料供应商。

公司与美的荣事达、华凌、小天鹅、合肥三洋、美菱等国内家电品牌客户以及杭州华日、星星集团等冰箱、洗衣机产品的 OEM 厂商建立了良好的合作关系,这一客户基础是公司满足未来国内市场(尤其是广大农村地区市场)需求的重要保障。

● 先高端后低端

公司的品牌拓展是由高端产品逐步扩展到中低端用户。LG、三星、松下、夏普、西门子均为高端家电品牌,其价格敏感性较低、合作关系稳定,产品处于价值链的顶端,成为公司收入利润的稳定来源。

随着公司规模快速扩张,公司在大型终端客户上开拓上取得显著进展,对美的系(美的、荣事达、华凌、小天鹅品牌)供给量已经上升至每年 2 万吨,占美的系复合材料总用量的 20%,并且这一合作关系将随公司合肥生产线布局达产获得升级。

● 先区域后全国

公司依托长三角外资家电企业集中的优势,同本地客户建立起良好的合作关系。

公司根据合肥打造家电之都的历史性机遇,积极同合肥家电厂商美的荣事达、合肥三洋和美菱电器家电制造商洽谈合作事宜,在合肥家电工业园进行投资建设家电配套复合材料生产线,为将来市场竞争提前进行战略型布局,在运输成本上取得先机,实现了从点到面、辐射范围扩张的供应体系。区域性采购和及时配送加强了禾盛新材对于家电客户的服务,从而能够迅速地根据家电企业的需求状况做出快速、有效的调整。

● 公司产能到位后将积极拓展海外市场

公司采取了优先供应国内厂商的经营策略,但是公司已经通过多家国外厂商的资格认证,目前在小批量供应惠而浦墨西哥工厂,该工厂的年需求达 6 万吨,公司每吨供应价格比国外竞争对手低 200-300 美元,具备成本优势。如果产能扩张到位,公司将积极拓展海外市场,成为全球家电复合材料的领先供应商。

1.5.2. 客户结构:以外资品牌和内资大客户品牌为主 占核心客户采购份额高

图表12 公司产品占主要客户PCM/VCM采购量50%以上

公司名称	产品类别	年产量(万台)			占客户国内 PCM 采购比重		占客户国内 VCM 采购比重	
		2007A	2008A	2009A	2007A	2009A	2007A	2009A
泰州 LG	冰箱	205.0	174.3	165.0	60.0%	50.0%	60.0%	95.0%
苏州三星	冰箱	214.9	188.8	165.4	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
	洗衣机	206.0	214.8	188.6	90.0%	90.0%		
南京 LG	洗衣机	226.2	242.6	207.2	70.0%	70.0%		100.0%
合肥美菱	冰箱	319.1	272.5	347.5	50.0%	70.0%	50.0%	35.0%
美的荣事达	洗衣机	220.9	261.2	353.8				
	冰箱	157.7	186.2	271.3	85.0%		65.0%	

无锡松下	冰箱	48.0	58.5	59.3	95.0%	95.0%	
上海夏普	洗衣机	71.0	90.4	91.9	80.0%	100.0%	
	冰箱	60.1	55.6	59.2	85.0%	40%-50%	85.0%
合肥三洋	洗衣机	50.1	93.1	185.9		65.0%	
无锡小天鹅	洗衣机	260.4	237.4	261.7		60.0%	

资料来源：平安证券研究所

1.6. 股权结构：董事长为实际控制人，持股 39.61%

公司的实际控制人为董事长赵东明先生，持股 39.61%。

图表13 禾盛新材股权构成

股东名称	持股数量(百万股)	持股比例(%)
赵东明	59.6	39.61
章文华	16.2	10.76
蒋学元	10.8	7.18
上海福欣创业投资有限公司	4.7	3.11
社会公众股	37.8	24.42
合 计	129.1	85.08

资料来源：公司公告

二、 家电消费升级：复合材料迎来历史性机遇

国内家电目前发展状况相当于 1990 年代的欧洲和日本，一个重要特征是复合材料在家电领域的采用持续快速提升，目前发达国家家电面板中复合材料占比 50% 以上，日本超过 70%，中国目前仅约 20%；

仅冰箱和洗衣机两项产品计，以国内 2009 年产量、50% 采用复合材料计算，国内需求量约 60 万吨；如果加上微波炉、热水器和洗碗机，50% 采用复合材料，国内总需求在 110 万吨以上，2009 年国内有效产能只有约 30 万吨。

家电消费升级对复合材料带来的机遇分两方面：（一）用户对复合材料家电的需求快速提升促使家电制造商新增产能中复合材料面板采用比例大幅提升；（二）部分家电制造商开始关闭原有喷涂生产线，以采购复合材料面板替代，外资品牌先行，苏州三星和无锡松下分别于 2007、2009 年关闭一条喷涂线，传统生产线淘汰产生替代需求。

家电以旧换新政策会加速复合材料的应用进程，因为用户更喜欢更美观的复合材料面板制造的家电

产品，以替代传统喷涂工艺的塑胶面板家电产品，复合材料家电不仅满足制冷需求还是一个“花瓶”，给人视觉享受。

2.1. 家电彩板复合材料替代传统喷涂是必然趋势

家电彩板复合材料相对传统喷涂式外观生产工艺拥有以下几点优势：

第一，外观上复合材料拥有优美的色彩效果和良好的加工性；

使用复合材料的家电能够令消费者形成良好的视觉享受，在功能性趋同的情况下，家电的美观度和艺术性设计已经成为家电厂商施行差异化战略的重要步骤。

复合材料具有钢板的强度和成型加工性，能够满足高速、精密加工设备的要求。

第二，彩板复合材料在环保性能上全面优于传统喷涂工艺；

传统喷涂式家电生产线在喷涂中会形成 20%-30%的油漆损失，形成磷化物需处理，环保性较差。彩板复合材料在生产过程中无涂料挥发，符合环境保护的政策发展趋势。

欧盟于 2006 年推行的《电气、电子设备中限制使用某些有害物质指令》（ROHS 标准）对于家电设备的环保标准做出强制性规定，从而加速了彩板复合材料的普及应用。因此，我国环保标准的出台将推动彩板复合材料全面替代喷涂工艺产品。

第三，综合生产成本较传统喷涂工艺低10%；

家电彩板复合材料具有良好的成型加工性，能够满足高速、精密加工设备的要求，可批量用于家用电器的装饰。彩板辊涂速度可达到 50 米/分钟，效率是喷涂工艺的 10 倍以上。

根据ECCA（欧洲卷涂协会）数据统计，PCM彩板在生产效率、周转储存、环保效应、外观效果方面均优于传统的喷粉板材，其综合成本仅相当于喷涂板材的90%左右。

图表14 家电彩板复合材料同传统喷涂工艺优劣比较

	PCM	VCM	PEM	传统喷涂
美观度	良	优	优	一般
硬度	优	一般	优	一般
环保度	优	一般	优	一般
加工性	良	优	优	一般
性价比	优	一般	优	一般

资料来源：平安证券研究所

2.2. 国外家电行业发展启示—中国家电复合材料发展正当时

彩板起源于 20 世纪 30 年代的美国，最初被用做建筑百叶窗的材料，后来迅速发展成为建筑物内外装饰、船用装饰和家居装潢等领域。

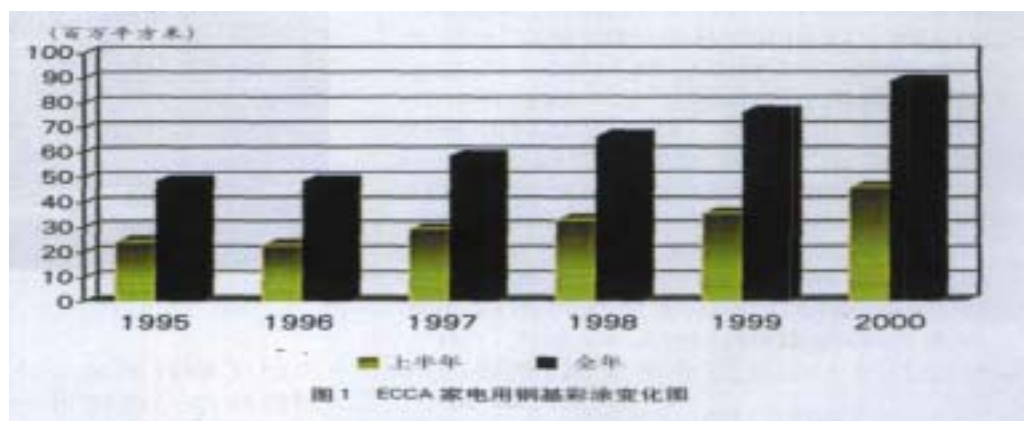
20 世纪 70 年代，日本家电制造商率先引入彩板复合材料作为家电装饰的外观用料，主要应用于制造电冰箱(柜)、洗衣机、空调和微波炉等厨卫电器，以及 DVD、电脑和等离子彩电等电子产品的机箱与背板等领域。

目前，基于环保、生产加工和外观设计的考虑，彩板在欧美、日本等发达国家的使用比例已经超过 50%。

在家电产量一直不高的北美市场，家电用彩涂板消耗量 2000 年达到 41 万吨，欧盟家电复合材料的市场容量在 2000 年为 35 万吨，基本与我国 2009 年复合材料市场容量相当。

欧洲卷材涂层协会数据显示，1995-2005 年彩涂板应用年平均增长率为 16%。我们认为家电彩板市场仍将保持 15%-20% 的高速成长，并且我国的家电制造中心这一地位短期不会变化，为国内新兴的复合材料推广使用提供广阔空间。

图表15 欧洲家电用钢基彩涂变化趋势



资料来源：ECCA（欧洲涂料协会）

日韩家电彩涂板用量也占了很大比例，淀川制钢、同兴和同信都是在日韩成长起来重要的家电彩板供应商。

机出口销售额分别同比增长 4%和-5%的情况下，内销旺盛同比增长了 50.7%和 11.5%。

在冰箱农村普及率提高的趋势效应和以旧换新政策全国推广刺激城镇家电升级换代的背景下，我们保守预计电冰箱仍将在 5 年内保持 12%以上年均复合增长，而洗衣机未来 5 年保持 5%以上年均复合增长。

图表18 2005-2009年中国冰箱产量年均复合增长 21.2% 单位：万台



资料来源：产业在线

图表19 2005-2009年中国洗衣机产量年均复合增长 10.5% 单位：万台



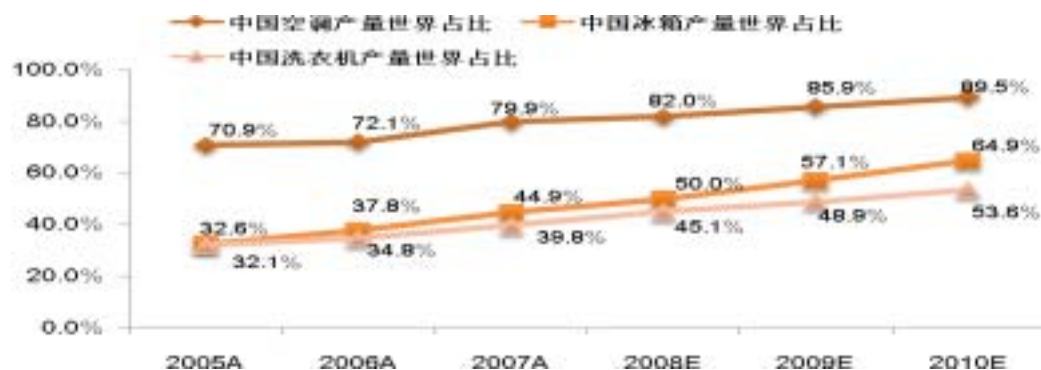
资料来源：产业在线

2.3.2. 冰洗家电制造产能持续向中国转移提供巨大市场基础

自 20 世纪 90 年代以来，世界白电的制造中心逐渐向中国转移。中国廉价的劳动力资源和政策扶持成为了跨国公司转移生产基地的最早动力，直接投资建厂和 OEM 代工成为外资家电公司分享中国人口红利的盛宴。

我们认为家电制造转移过程仍将持续，主要基于中国未来广阔的市场前景和基础设施和原材料企业为生产形成良好配套，这也为复合材料需求提供有力支撑。

图表20 世界白电制造中心向中国转移趋势



资料来源：美的电器，平安证券研究所

2.4. 家电消费升级促进生产结构调整复合材料带来机遇

随着可支配收入提高和消费观念升级，家电的消费结构高端化快速推进，目前“世博家电”热卖充分反映这一点。

高端化有两个影响：高端家电基本上采用复合材料，加速了复合材料的替代趋势；其次，高端家电一般增加了单位家电的复合材料用量，提高复合材料使用量。

传统主流双门冰箱的消费比重稳步下滑由 2006 年 80%的月度冰箱消费占比降至 2010 年 1 月 44%的水平，而三门、对开门和多门冰箱的市占率则迅速上升，不断蚕食中低端冰箱的市场份额，三者合计市场份额由 2006 年的 16%上升至 2010 年 55.6%。

洗衣机消费结构变化较冰箱更为平稳，高端滚筒式洗衣机占比稳步提高，市场占有率由 2007 年 32%增长至 40%以上的水平，滚筒式和波轮式洗衣机的份额略有下降。

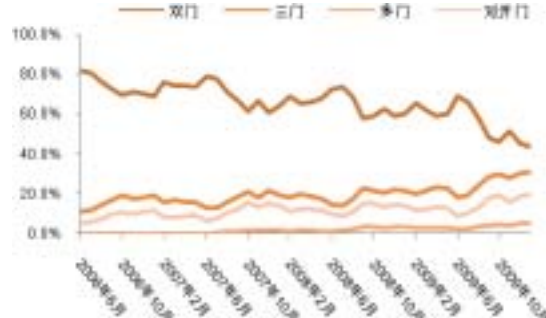
图21 冰箱消费中大冰箱占比持续提升



注：大冰箱的统计口径是指容量300升以上的冰箱

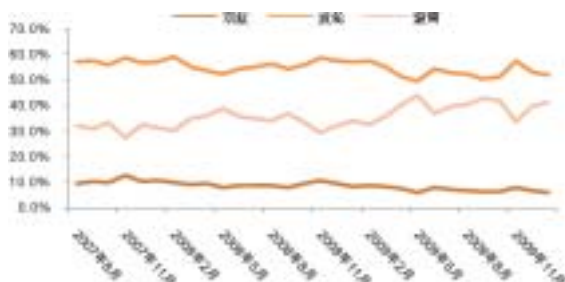
资料来源：中怡康

图22 三门及多门的高端冰箱占比上升



资料来源：中怡康

图23 洗衣机消费中高端滚筒洗衣机占比持续提升



资料来源：中怡康

图24 高端洗衣机销售额占比上升



注：高端洗衣机的统计口径是指单价2900元以上的洗衣机

资料来源：中怡康

三、需求预测：预计到 2015 年国内家电复合材料需求超 110 万吨

3.1. 增长动力：政策推动家电需求增长，消费升级引导生产线更新

1. 政策推动和家电消费升级引领中国家电需求的稳步增长，复合材料制造商借东风发展迅速。

家电下乡政策持续推动将农村市场逐步挖掘，家电以旧换新政策在试点结束后于 2010 年 6 月开始向全国推广进一步推动城镇家电消费的升级换代，在政策引导下家电市场需求出现高速增长。

海外，巴西家电实施优惠税收政策、日本的环保积分政策、美国将在 2010 年实施的总补贴额 3 亿美元的“节能家电折扣计划”政策以及墨西哥冰箱以旧换新政策等，预计全球冰箱（冰柜）市场看好。

在市场容量迅速扩张的情况下，应用复合材料的基数变大，从而保证未来复合材料市场需求持续强劲。

2. 落后喷涂生产线淘汰关闭，新建家电生产线提高家电复合材料渗透率。

跨国家电制造商基于提高产品美观度和环保等因素，率先淘汰传统喷涂式白电生产线，苏州三星 2007 年底关闭一条 46 万台喷涂线，松下将于 2010 年关闭所有喷涂生产线。

国内白电制造商业意识到这一发展趋势，新建家电生产线预计全部采用预涂式彩板作为外观材料，从而使得家电外观材料市场结构发生趋势性变化，彩板复合材料的渗透率逐步提高。

2009 家电企业为市场需求相继实施的扩产计划将为家电复合材料市场的高速增长提供持续动力。家电生产线的使用年限为 15-20 年，我们判断 2015 年开始，旧式喷涂生产线的更新将给复合材料市场带来第二次高速增长。

家电复合材料 2010 年前未能在我国大范围快速推广的原因在于我国家电企业工艺装配线多为 20 世纪 80 年代中期到 90 年代中期建设的系统，现在这些设备仍可利用。

以旧换新政策加速消费升级，我们预计市场会迫使家电制造商加速淘汰现有喷涂生产线。

3. 家电环保标准的出台将加速喷涂式生产线的淘汰过程和彩板复合材料的推广。

欧洲在 2006 年施行《电气、电子设备中限制使用某些有害物质指令》(ROHS)，规定包括冰箱、洗衣机、空调等大型家电设备对于含有有害重金属及以多溴联苯等物质的电子电气产品禁止进入欧盟市场。

信息产业部 2004 年出台《电子信息产品污染防治管理办法》，并于 10 月份成立了“电子信息产品污染防治标准工作组”，研究和建立符合我国国情的电子信息产品污染防治标准体系；开展与电子信息产品污染防治有关的标准研究和制修订工作。

3.2. 中国家电复合材料需求预测：到 2015 年需求超 110 万吨

目前家电领域采用复合材料的主要是电冰箱和洗衣机，新的应用领域是空调外挂和液晶电视后盖，我们分析主要基于目前量最大且应用趋势明确的电冰箱和洗衣机复合材料用量进行。

3.2.1. 三个预测假设前提：单台用量、冰箱和洗衣机年均增长、复合材料使用比例

根据目前实际应用情况，我们做如下三个预测假设：

假设 1：PCM 和 VCM 的质量和面积转换关系为约每平方米 4 公斤，单台洗衣机的 PCM 平均用量为 9 千克，单台冰箱的（PCM/VCM）复合材料平均用量为 15 公斤。

单台冰箱的复合材料用量 3-5 平米，用量 12-20 公斤；单台洗衣机的复合材料用量为 2-3 平米，用量 8-12 千克；冰箱、洗衣机高端、大型化趋势会增加 PCM 和 VCM 彩板的用量，我们在假设用较低值来预测单台用量。

假设 2：我们假设 2010-2015 年冰箱和洗衣机产量年均复合增长分别为 12%、8%。

2006-2009 年国内洗衣机产量年均复合增长 10% 2005-2009 年国内冰箱产量年均复合增长 21.2%。

基于冰箱在农村保有量较低，家电下乡政策的持续和以旧换新政策在 2010 年 6 月开始全国范围推广，全球电冰箱产能向中国持续转移，我们预计冰箱将继续保持快速增长，未来 5 年复合增长率为 10%-15%；

洗衣机受以旧换新政策影响较大，且洗衣机内销基数较小，外需伴随经济复苏逐步恢复，预计未来 5 年符合增长率 8%-10%。

假设 3：我们假设 2008 至 2009 年、2010 年-2014 年和 2015 年及之后相比 2007 年新增家电产量中分别有 40%、60%和 80%使用复合材料。

2007 年我国冰箱、洗衣机复合材料使用比例分别约为 25%和 15%，我们将 2007 年之后家电生产划分为 3 个阶段：

第一阶段是 2008 至 2009 年，每年相比 2007 年的增量部分复合材料使用比例提高 20%至 40%的水平。

我国家电制造商产能扩张平稳，新增家电产量多为原有喷涂式生产线制造，外资家电制造商（松下冷机、苏州三星和天津 LG 等）开始对喷涂生产线进行淘汰，家电企业投资新建生产线应用彩板复合材料，我们保守预测新增家电 20-40%采用复合材料。

第二阶段为 2010 年至 2014 年，每年相比 2007 年的增量部分复合材料使用比例提升至 40-60%。

受家电消费政策影响以及家电企业竞争战略调整，该阶段家电企业产能集中释放，新建产能采用预涂式复合材料比例进一步提升。

第三阶段为 2015 年及之后，每年相比 2007 年的增量部分复合材料使用比例提升至 60-80%。2015 年家电企业在 20 世纪八九十年代所建生产线逐步到达报废期，喷涂式生产线的淘汰和预涂式生产线的更新替代，我们认为这一阶段每年较 2007 年产量增量中复合材料的使用比例将达到 60-80%，逐

步达到家电复合材料渗透率 50%的发达国家水平。

3.2.2. 白电（不包括空调）复合材料需求测算：到 2015 年需求约 110 万吨

图表25 冰箱、洗衣机产量 单位：万台

产品类别	2007 年 A	2009A	2010E	2015E
冰箱	4129.1	5581.9	6140.1	11017.7
洗衣机	3374.5	3980.2	4378.2	6316.1

资料来源：平安证券研究所

图表26 冰箱、洗衣机复合材料使用比例假设

保守预测				
产品类别	2007A	2008、2009A 新增家电	2010-2014 年新增 E	2015 年及以后新增 E
冰箱	25%	30%	45%	55%
洗衣机	15%	25%	35%	50%
中性预测				
产品类别	2007A	2008、2009A 新增家电	2010-2014 年新增 E	2015 年及以后新增 E
冰箱	25%	30%	50%	65%
洗衣机	15%	25%	40%	55%
乐观预测				
冰箱	25%	30%	60%	75%
洗衣机	15%	25%	50%	60%

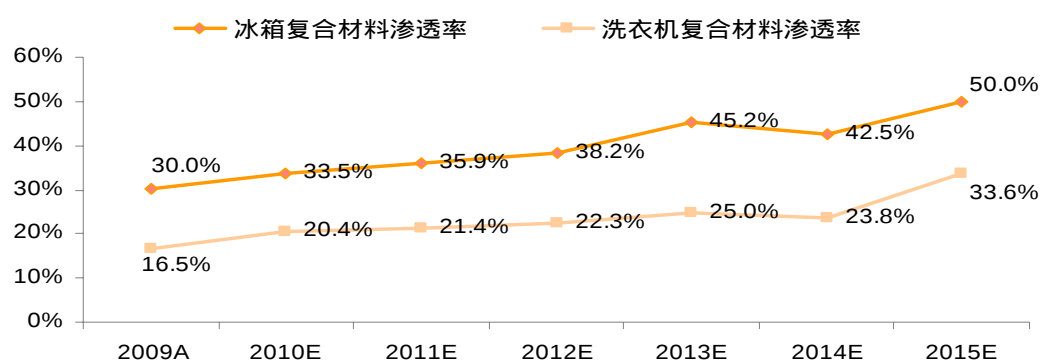
资料来源：平安证券研究所

图表27 冰箱、洗衣机复合材料市场容量预测 单位：万吨

保守预测								
	2007A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
冰箱	15.5	25.1	29.8	34.9	40.5	46.9	54.0	72.3
洗衣机	4.6	5.9	7.5	8.5	9.7	11.0	12.3	17.8
冰洗总量	20.0	31.0	37.3	43.4	50.3	57.9	66.4	90.1
增长额		11.0	6.2	6.1	6.8	7.6	8.5	23.7
中性预测								
	2007A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
冰箱	15.5	25.1	31.4	37.0	43.3	50.4	58.3	82.6
洗衣机	4.6	5.9	7.9	9.1	10.5	11.9	13.5	19.1
冰洗总量	20.0	31.0	39.3	46.2	53.8	62.3	71.8	101.8
增长额		11.0	8.2	6.9	7.6	8.5	9.5	30.0
乐观预测								
	2007A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
冰箱	15.5	25.1	34.6	41.3	48.9	57.4	66.9	93.0
洗衣机	4.6	5.9	8.7	10.3	11.9	13.7	15.7	20.4
冰洗总量	20.0	31.0	43.3	51.6	60.8	71.1	82.5	113.4
增长额		11.0	12.3	8.3	9.2	10.3	11.4	30.9

资料来源：平安证券研究所

图表28 中性预测国内冰洗复合材料的渗透率变化趋势预测



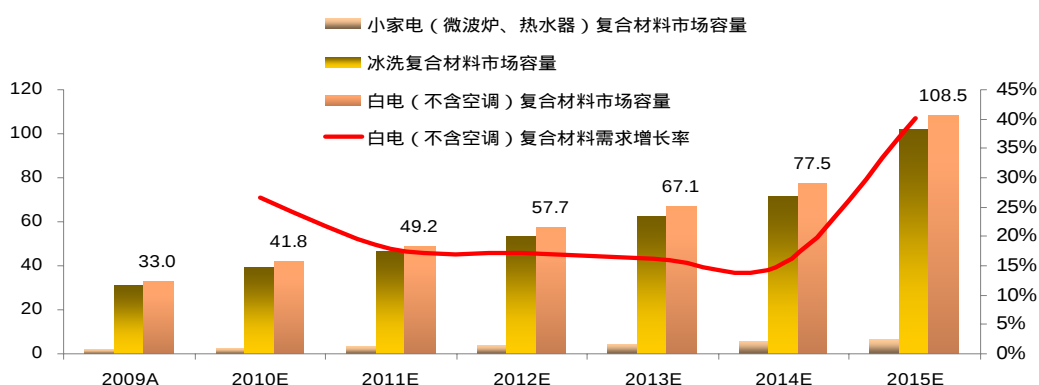
资料来源：平安证券研究所

2009年中国微波炉产量和热水器产量分别为6000和2000万台。

微波炉每台复合材料的使用量为3公斤，热水器约为4-5公斤；微波炉和热水器的复合材料使用比例约为6-8%，预计2011年达到10%；假设微波炉和热水器的复合材料使用比例在2010-2015年每年提高2%。

微波炉和热水器产量按如上假设，加上按中性预测的冰箱和洗衣机复合材料需求量，到2015年国内白电（不包括空调）复合材料需求量约108.5万吨。

图表29 白色家电复合材料市场容量预测



资料来源：平安证券研究所

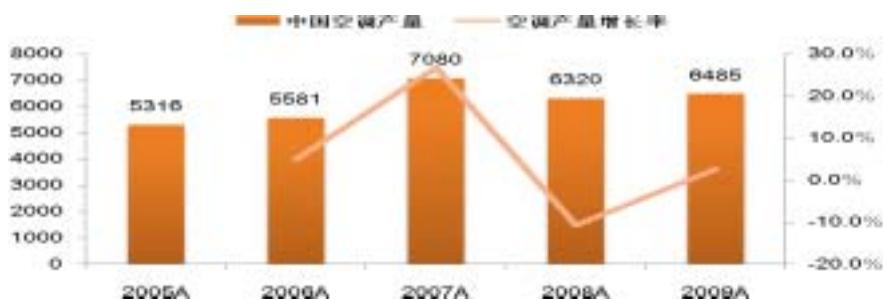
3.3. 复合材料运用领域扩展：空调和电视机背板 短期需求 11.7-13.1 万吨

复合材料在家电的两个新的应用领域是空调外挂机 and 液晶电视后盖板，

传统空调加工主要是由喷涂式生产线制造，由于环保、成本因素，部分家电生产商已经开始同国内家电复合材料供应商的洽谈，希望实现空调用复合材料的本土供应。

预计每台空调的复合材料用量在 4-6 公斤，以中国空调年产量 6000 万台及复合材料渗透率 20%估算，对应未来市场容量为 5.8-7.2 万吨。

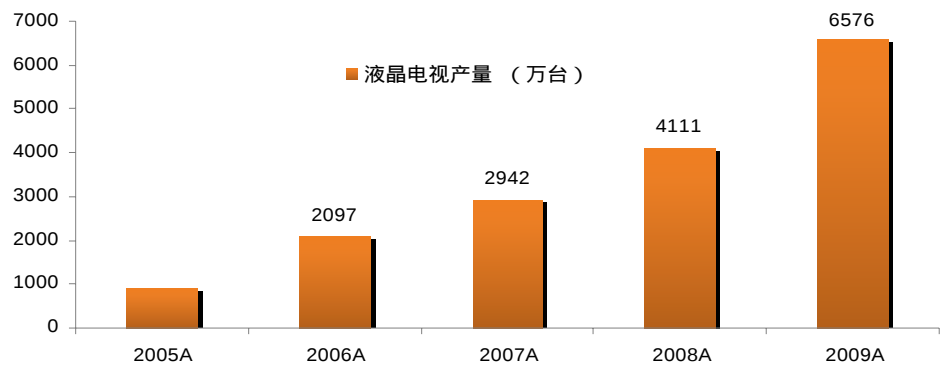
图表30 2005-2009年中国空调产量变化 单位：万台，%



资料来源：产业在线

液晶电视后盖板复合材料使用量约1.2-1.8平方米，按平均1.5平米计算，每台液晶电视需求约6公斤，2009年国内液晶电视产量6576万台，且过去5年年均复合增长超过60%，假设2009年产量15%采用复合材料，复合材料需求5.9万吨。

图表31 2005-2009年中国液晶电视产量变化



资料来源：产业在线

3.4. 国内外家电新建产能复合材料需求约 33.6 万吨 禾盛新材新产能有需求保障

公司PCM和VCM彩板处于供不应求的状态，未来两年中公司面对新增潜在客户市场需求共计33.6万吨，公司到2011年初新增12万吨产能有需求保障。

图表32 国内外家电新建产能复合材料需求33.6万吨

厂商	扩产事项	生产线地点	新增产能	复合材料需求 (万吨)
海信电器	2009 年同惠而浦合资投资 9 亿元建设惠而浦亚洲最大中高端冰洗生产基地	浙江长兴	冰箱 (350 升以上) 100 万台, 滚筒式洗衣机 200 万台	3.6
美菱电器	2010 年增发投资建设合肥高端冰箱生产线	安徽合肥	200 万台雅典娜高端冰箱	4.0
美的电器	2010 年追加投资 4 元, 建设荆州冰箱生产基地	湖北荆州	年产冰箱 500 万台	8.0
海信科龙	建设江苏扬州生产基地 2009 年通过海信科龙的认证, 现在供货较少	江苏扬州	年产冰箱 300 万台	4.8
合肥三洋	2009 年 7 月, 合肥三洋南岗机电工业园开始动工	安徽合肥	波轮洗衣机 340 万台、滚筒洗衣机 80 万台	4.2

无锡小天鹅	无锡工业园扩产规划由波轮 400 万、滚筒 100 万台年产能扩张	江苏无锡	波轮洗衣机 100 万台、滚筒洗衣机 200 万台	3.0
惠而浦	墨西哥生产基地 目前小批量供货，维持客户关系	墨西哥	彩板复合材料年需求量 6 万吨	6.0

资料来源：平安证券研究所

四、家电复合材料行业：垄断竞争 强者更强

4.1. 行业壁垒：技术、认证和客户关系

家电复合材料行业壁垒有三：

第一，研发设计和技术工艺壁垒。

VCM和PCM生产需要专有技术，产品合格率不高或质量不稳定的进入者将被淘汰。禾盛新材最早引入国外家电复合材料生产线，有我国第一条“三涂三烘”复合材料柔性生产线，掌握产品生产的核心技术和丰富的设计开发经验。

公司凭借稳定的生产工艺和符合市场需求的外观设计获得客户的认可，成为国内家电用复合材料行业的领先企业。

第二，产品认证壁垒。

通过客户的原材料供应认证是进入该市场的关键。行业内外资厂商必须要通过客户全方位的认证，涉及管理体系、技术水平、生产能力等因素，认证过程和供货测试需要较长的时间，如公司经过4年认证才成为松下的复合材料合格供应商。

第三，客户关系壁垒。

家电用复合材料行业的特点是产品规格型号多、非标产品多、质量要求高、技术服务性强，企业的经营目标是以客户需求为导向进行新产品开发。

在市场形成后，企业与客户之间倾向于形成相对稳固的合作关系，客户一般不轻易更换供应商，新进入者要获得客户的信任与认同需要较长时间。

4.2. 国内家电外观复合材料行业：垄断竞争 强者更强

国内家电复合材料制造业竞争格局较为稳定，5-6家主要供应商所垄断了90%以上的市场份额；大的企业具有规模生产降低成本优势，及新产品开发能力，我们认为强者将更强，这有利于禾盛新材。

原因之一在于行业成本加成的定价模式决定了公司销售毛利率和净利率一直处于16%-18%和9%-11%的合理利润区间，对外来资本进入本行业竞争的吸引力不大。

原因之二在于专业复合材料制造企业可以通过规模化生产降低成本，比家电企业自己制造实现更低的成本，国外家电企业也主要从专业复合材料制造公司采购。

国内象禾盛新材这样的专业复合材料制造企业发展较晚，海尔为实现复合材料配套就设立海尔特钢进入这一领域，现在国内复合材料发展成熟，家电企业不再自行复合材料制造。

原因之三在于家电彩板复合材料制造工艺比较难掌握，本来毛利就不高，产品合格率低就完全失去竞争力，有进入的外来资本无法实现技术突破被迫突出。

目前技术的竞争发展到新的阶段，面板就是家电的“衣服”，现在复合材料制造企业的竞争力不仅体现在“制造衣服”的能力与水平，还深入到“设计衣服”环节，复合材料设计制造的专业化更高，强者更强。

4.3. 禾盛新材的竞争力国内最强

2009年上市后，公司解决发展过程的资金需求，到2010年底公司产能国内最大，满足客户不断扩大的需求，客户对禾盛新材更加依靠；而且公司不断开发新的产品，通过新产品引导市场需求，领先国内同行。

图表33 国内家电外观复合材料企业市场份额情况

厂商	2007 年产量 (万吨)	2007 年市 场份额	2009 年实际 产量 (万吨)	2010 年底产能 (万 吨)	2009 年市场份额
海尔特钢	8	30%	10	12	28.6%
禾盛新材	4.57	20%	7	24	20%
苏州新颖	2.4	10%	7	8.5	20%
苏州同信	2	8%	--	--	--
江苏立霸	--	--	6	6	17.1%
珠海拾比佰	3	10%	3	3	8.6%

资料来源：平安证券研究所

目前国内生产家电面板复合材料PCM、VCM的主要企业有禾盛新材、海尔特钢、苏州新颖、江苏立霸和珠海拾比佰，因海尔特钢全部供海尔自用，拾比佰产量较小，公司竞争对手主要有苏州新颖和江苏立霸。

主要竞争在客户关系，公司和苏州新颖交叉客户主要有西门子、美菱，和江苏立霸交叉客户主要有美的。

禾盛新材的竞争优势有三点：一是公司良好的客户关系，高端客户领域，如三星、LG和松下等，公司几乎是唯一国内供应商；由于公司产量、产品质量能更好保障客户需求，公司与国内大型客户有稳定而紧密的合作关系。

二是机制，公司为民营企业，机制灵活，主要竞争对手苏州新颖为集体企业，在投资决策灵活性不

如禾盛新材。

三是公司新产品开发能力好于竞争对手，上市后公司产能扩张无资金后顾之忧，能将主要精力转移到客户开发和新产品开发上来，新产品将是公司取得核心竞争优势的法宝。

图表34 公司竞争对手情况

厂商	生产线情况	主要客户	与公司竞争强度
海尔特钢	2 条 50m/min 生产线	青岛海尔自供	弱
禾盛新材	2 条卷对卷 50m/min 生产线，1 条片三星、LG、西门子、美的系、对片 VCM 生产线	美菱等	--
苏州新颖	1 条 50m/min 生产线,1 条 25m/min 生产线，1 条片对片 VCM 生产线	西门子、海信科龙、新飞、美菱等	强
苏州同信	1 条 50m/min 生产线	--	弱
江苏立霸	1 条 50m/min 生产线,1 条年产 1 万吨 VCM 生产线	海信科龙、美的系、海尔、伊莱克斯	强
珠海拾比佰	1 条 25m/min 生产线	海信科龙、新飞、海尔、伊莱克斯	弱

资料来源：平安证券研究所

五、估值及投资建议

5.1. 相对估值：PEG 估值高增长公司，目标价 34.6-43.2 元

公司为家电领域配套的上游型企业，同时受益于白电消费升级的趋势，在考虑相对估值我们选取了家电上游领域的三花股份、华意压缩、盾安环境和海立股份作为对照公司。

基于公司未来 3 年利润增长明显高于家电行业水平，我们认为运用 PEG 方法估值更加合理。

图表35 可比公司相对估值

公司名称	股价	PE				PEG	PB
	2010-5-21	2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2010E
三花股份	25.3	28.1	21.7	17.8	13.2	0.96	5.1
华意压缩	11.2	41.6	40.7	33.0	27.1	2.01	6.9
盾安环境	20.2	46.8	32.3	25.0	16.8	0.70	3.8
海立股份	9.2	80.0	38.8	33.3	24.3	2.33	3.2
平均		49.1	33.4	27.2	20.4	1.5	4.8

资料来源：WIND

预计 2010、2011、2012 年每股收益分别为：0.80、1.21、1.59 元，2010、2011、2012 年净利润增长分别为 54%、51%和 31%，按可比公司保守水平，我们认为可以给予 2010 年 0.8-1.0 倍 PEG，对应 2010 年 43.2-54.0 倍 PE，对应估值 34.6-43.2 元，对应 2011 年 28.6-35.7 倍市盈率。

5.2. 绝对估值：39.4 元

图表36 主要假设

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值（β）	1.100	1.000
无风险利率（%）	2.52%	2.52%
市场的预期收益率（%）	10.00%	10.00%
股权资本成本（Ke）	10.75%	10.00%
债务成本 Kd（%）	4.68%	4.68%
债务比率 D/(D+E)(%)	20.00%	20.00%
WACC	9.53%	9.53%
税率	15%	25%
增长率	2010-2012 年年均复合增长约 64.2% ； 2013-2015 年年均复合增长约 14.9% ； 2016-2020 年年均复合增长约 7.0% ； 3%	

资料来源：平安证券研究所

图表37 DCF敏感性分析

WACC(%)	永续增长率				
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
7.53%	42.81	48.71	57.22	70.54	94.39
8.53%	36.89	41.07	46.76	54.96	67.80
9.53%	32.32	35.40	39.43	44.91	52.82
10.53%	28.68	31.03	34.00	37.89	43.17
11.53%	25.71	27.55	29.81	32.68	36.43

资料来源：平安证券研究所

综合相对估值和绝对估值，我们认为禾盛新材合理估值区间为34.6-43.2元，对应2010年动态市盈率43.2-54.0倍，对应2011年动态市盈率为28.6-35.7倍。

2010年5月28日禾盛新材股价为27.9元，公司合理估值较之有20%以上上升空间，给予“强烈推荐”评级。

六、盈利预测

假设 1：2010、2011、2012 年钢材价格分别上涨 25%、15%和 10%；

假设 2：税率：15%；

假设 3：单位毛利额维持 2008-2009 年水平，约每吨 1800 元。

图表38 公司2008-2012年量价及收入成本预测

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销量（万吨）	PCM	5.11	5.91	10.00	16.10	22.90
	VCM	1.29	1.13	1.20	1.20	1.20
	合计	6.40	7.04	11.20	17.30	24.10
	增长率	47.8%	10.0%	59.1%	54.5%	39.3%
均价（万元/吨）	PCM	0.97	0.80	0.96	1.08	1.17
	VCM	1.59	1.58	1.90	2.13	2.30
	总体均价	1.10	0.93	1.07	1.15	1.22
	增长率	6.9%	-15.3%	14.6%	8.3%	6.1%
收入(亿元)	PCM	4.97	4.75	9.65	17.40	26.72
	VCM	2.05	1.79	2.28	2.55	2.76
	合计	7.02	6.65	11.93	19.95	29.48
	增长率	58.0%	-5.2%	79.2%	67.3%	47.8%
营业成本(亿元)	合计	5.87	5.39	9.91	16.80	25.27

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	898.1	1081.2	1502.2	1978.9
现金	481.6	474.8	564.1	677.0
应收账款	100.2	148.6	247.3	392.2
其他应收款	1.0	1.7	2.9	4.2
预付账款	31.5	49.6	84.0	126.3
存货	230.5	347.0	504.1	631.7
其他流动资产	53.3	59.6	99.8	147.4
非流动资产	97.0	214.3	240.9	262.7
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	77.6	183.2	202.2	220.7
无形资产	15.2	27.7	27.1	26.2
其他非流动资产	4.2	3.3	11.7	15.8
资产总计	995.0	1295.6	1743.1	2241.5
流动负债	158.7	306.1	547.6	796.2
短期借款	0.0	38.1	100.0	150.0
应付账款	31.3	54.5	92.4	139.0
其他流动负债	127.5	213.4	355.2	507.2
非流动负债	0.0	50.0	100.0	150.0
长期借款	0.0	50.0	100.0	150.0
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	158.7	356.1	647.6	946.2
少数股东 权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	83.6	150.5	150.5	150.5
资本公积	572.2	505.3	505.3	505.3
留存收益	180.5	283.7	439.7	639.6
归属母公司股东权益	836.3	939.4	1095.5	1295.4
负债和股东权益	995.0	1295.6	1743.1	2241.5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	-48.5	49.1	52.6	105.5
净利润	78.0	119.9	181.7	238.9
折旧摊销	6.2	14.8	23.4	28.2
财务费用	0.4	-5.6	-0.6	3.7
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-134.6	-83.6	-157.6	-173.6
其他经营现金流	1.5	3.7	5.7	8.3
投资活动现金流	-25.4	-133.0	-50.0	-50.0
资本支出	25.4	120.0	50.0	50.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	0.0	-13.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	500.7	77.1	86.8	57.4
短期借款	-49.0	38.1	61.9	50.0
长期借款	0.0	50.0	50.0	50.0
普通股增加	21.0	66.9	0.0	0.0
资本公积增加	529.1	-66.9	0.0	0.0
其他筹资现金流	-0.4	-11.1	-25.1	-42.6
现金净增加额	426.5	-6.8	89.4	112.9

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	665.5	1192.9	1995.2	2948.4
营业成本	539.5	991.3	1680.3	2526.6
营业税金及附加	1.0	1.8	2.9	4.4
营业费用	16.1	29.2	41.9	61.9
管理费用	22.1	38.2	59.9	73.7
财务费用	0.4	-5.6	-0.6	3.7
资产减值损失	1.4	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	85.1	138.0	210.8	278.0
营业外收入	6.1	3.0	3.0	3.0
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	91.1	141.0	213.8	281.0
所得税	13.1	21.2	32.1	42.2
净利润	78.0	119.9	181.7	238.9
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	78.0	119.9	181.7	238.9
EBITDA	91.7	147.2	233.6	309.9
EPS (元)	0.52	0.80	1.21	1.59

主要财务指标

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-6.6%	79.2%	67.3%	47.8%
营业利润	14.0%	62.3%	52.7%	31.9%
归属母公司股东权益	17.2%	53.7%	51.6%	31.4%
获利能力				
毛利率	18.9%	16.9%	15.8%	14.3%
净利率	9.3%	11.7%	10.0%	9.1%
ROE	9.3%	12.8%	16.6%	18.4%
ROIC	20.7%	20.4%	24.4%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	16.0%	27.5%	37.2%	42.2%
净负债比率	0.00%	24.75%	30.88%	31.71%
流动比率	5.66	3.53	2.74	2.49
速动比率	4.21	2.40	1.82	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.96	1.04	1.31	1.48
应收账款周转率	7	9	10	9
应付账款周转率	17.18	23.11	22.87	21.84
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.80	1.21	1.59
每股经营现金流	-0.32	0.33	0.35	0.70
每股净资产	5.56	6.24	7.28	8.61
估值比率				
P/E	48.4	53.9	34.9	23.1
P/B	4.5	5.0	4.5	3.8
EV/EBITDA	30	36	22	14

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257