

恒大高新 (002591)

工业防腐抗蚀领域的领先企业

建议询价区间

26.30 ~ 29.00 RMB

预计上市定价

27.70 ~ 29.20 RMB

主要数据

行业	新材料
公司网址	www.heng-da.com
大股东/持股	朱星河/45.83%
实际控制人/持股	朱星河及其家族 /91.33%
总股本(百万股)	60
流通 A 股(百万股)	/
流通 B/H 股(百万股)	/
总市值 (亿元)	/
流通 A 股市值(亿元)	/
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	24.62

证券分析师

吴培文
S1060511040001
021-33830357
wupeiwen643@pingan.com.cn

投资要点

■ 工业防腐抗蚀领域的领先企业：

恒大高新1993年设立以来，一直从事防腐抗蚀新材料的研发、制造，以及工业系统设备的防腐、抗蚀、节能等技术工程服务。目前是国内该领域的龙头企业。主要下游为电力、钢铁和水泥行业，国内客户包括华能、大唐、武钢等。

■ 小投入大产出的重要行业：

防腐抗蚀行业与工业化相伴而生。工业领域的磨损和腐蚀造成的损失很大，普遍占到工业国GDP的2~7%。但对其防护的成本要小得多。目前防腐抗蚀普遍的投入产出比在1:10~1:20。由于防腐抗蚀涂层的更新周期为2~3年，所以产品有稳定的市场需求。目前国内电力、钢铁和水泥行业受防护的面积仅占应防护面积的35%左右。尚未防护的65%，是未来的增量来源。

■ “综合性服务+全国性网络”是公司的核心竞争力：

相对公司在新材料和新技术方面的实力，我们更看重公司“综合性服务+全国性网络”的业务特色。这是因为，这个行业在技术研发、生产规模、产品品种以及服务网络等方面均具有一定规模的企业很少。而客户规模都较大，他们对防护质量有较高要求，会选择综合实力较强的供应商。同时客户所处地域分散，需要供应商有能力快速响应，并提供在线服务。未来其他企业若要复制公司目前的综合能力，需要较多的资本投入和时间积累。

■ 募投项目支撑未来业绩增长：

公司原有股份6000万股，本次拟发行2,000万股。由于潜在市场巨大，公司拟投资两个扩产项目，以及技术研发中心技改扩建工程和营销网络及物流配送中心扩建等项目。根据公司规划的项目产能和投产进度，我们预计公司2011~2013年的EPS分别为0.93、1.22和1.62元。

■ 询价建议：

目前A股尚未有与公司从事相同或相近业务的公司。我们认为合理的定价参考是目前中小板的平均估值水平。近两个月中小板新股的估值越来越趋向保守。目前中小板新股和所有中小板，2011年的平均PE为25.4~31.4倍，2012年的平均PE为19.4~22.7倍。如果恒大高新按前者估值，股价为23.6~29.2元；如果按后者估值，股价为23.7~27.7元。我们认为，公司从事的业务是节能减排和建设低碳环保型工业的重要手段，具有长期发展潜力，并且公司是该细分市场的龙头企业，所以预计上市定价可以取上述区间的上限，为27.7~29.2元。建议询价区间为26.3~29.0元。

■ 风险提示：

公司的风险在于的应收账款余额较大。如果下游电力和钢铁客户的经营出现困难，有可能加大公司的资金压力，甚至造成坏账。同时公司的材料技术、施工技术和网络服务是公司的核心竞争力，其发展与核心人员的稳定程度密切相关。如果骨干人员流失，可能对业务发展造成影响。

正文目录

投资要点	1
一、 公司简介——我国防腐耐蚀行业的领先企业	4
1.1. 公司业务简介	4
1.2. 当前股权结构和发行计划	6
二、 防腐抗蚀——小投入大产出的重要行业	7
2.1. 小投入大产出，对国民经济有重要意义	7
2.2. 现有需求稳定，新增需求主要来自挖掘潜在市场	8
三、 “综合性服务+全国性网络”是公司的核心竞争力	8
四、 募投项目预计将现有产能“翻番”	9
五、 盈利预测和询价建议	10
六、 主要风险	11

图表目录

图表 1 公司产品和服务的主要下游应用	4
图表 2 按防护用材，公司业务可分为六大类	5
图表 3 公司六大类业务 2008~2010 年的产能和产量情况	5
图表 4 子公司与母公司的业务关系	6
图表 5 上市前的股权结构	6
图表 6 本次发行前后的股权结构对比	7
图表 7 行业的主要新增需求来自对潜在市场的挖掘	8
图表 8 公司为客户提供综合防护技术工程服务的业务流程	9
图表 9 公司对募投项目的规划	9
图表 10 盈利预测的主要假设	10
图表 11 恒大高新盈利预测表	10
图表 12 当前可比公司的估值水平	11

一、 公司简介——我国防腐耐蚀行业的领先企业

1.1. 公司业务简介

恒大高新 1993 年设立以来，一直从事防腐抗蚀新材料的研发、制造，以及工业系统设备的防腐、抗蚀、节能等技术工程服务。目前是国内该领域的龙头企业。主要下游为电力、钢铁和水泥等行业（图表 1）。主要国内客户包括华能集团、大唐集团、华电集团、国电集团、中电投集团、中国神华、中石油、中石化、首都钢铁、武汉钢铁、邯郸钢铁、攀枝花钢铁、马鞍山钢铁等。

图表1 公司产品和服务的主要下游应用

行业	防护部位	主要适用产品	占销售总收入的比例
火电行业	火电锅炉“四管”表层管	金属热喷涂防护	55%
	火电锅炉“四管”深层管排	高温抗蚀耐磨涂料防护	
	火电锅炉制粉系统、输灰系统	高温抗蚀耐磨衬里材料防护	
	循环流化床锅炉	高温抗蚀耐磨衬里材料防护	
钢铁行业	烧结机大烟道、风箱	高温抗蚀耐磨衬里材料防护	15%
	球团除尘管道	高温抗蚀耐磨衬里材料防护、陶瓷片防护	
	高炉煤气管道	高温抗蚀耐磨衬里材料防护、陶瓷片防护	
	辊类	高耐磨合金衬板防护、金属热喷涂、堆焊防护	
	板、溜槽	高耐磨合金衬板防护、堆焊防护	
水泥行业	新型干法生产线的余热发电系统从篦冷机开口部位到沉降室，沉降室到余热锅炉之间的管道以及余热锅炉炉体	高温抗蚀耐磨衬里材料防护。	9%

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理

按防护用材来分，公司目前主要的业务有六种（图表 2）。其中 HDS 防护、KM 防护和 MC 防护是三种最主要的业务，占总业务的 92%。公司毛利率较为稳定，2008~2010 年总体销售毛利率始终稳定在 39~40%。所以我们判断，未来盈利增加主要通过产能扩张来实现。近三年产能增量较大的是 HDS 防护和 MC 防护业务（图表 3）。

图表2 按防护用材，公司业务可分为六大类

主营业务	材料	用途	2010年 占总收入 的比例	2010年 毛利率	2010年 市场占有率
HDS防护	HDS防腐抗蚀 喷涂丝	用于电站及工业锅炉各受热面表层 管排、风机叶轮等设备的防腐抗蚀	61%	42%	20.10%，第一
KM防护	KM高温抗蚀 耐磨涂料	用于电站及工业锅炉“四管”深层管 排的防腐抗蚀	14%	41%	13.60%，前列
MC防护	MC高温抗蚀 耐磨衬里材料	用于磨煤机进出口管道、粗细分离 器，水泥窑系统；烧结机大烟道、风 箱管、除尘烟道、余热锅炉热风管道 以及各行业输煤、输灰、除尘、 等系统的防腐抗蚀	17%	35%	8.54%，前列
MT防护	MT耐磨抗蚀 陶瓷片	用于输煤、输料、输灰、除尘等系统 设备的防腐抗蚀	5%	38%	/
MHC防护	MHC高耐磨 合金衬板	用于输煤、输料、输灰、除尘等系统 设备的防腐抗蚀	3%	46%	/
JHU防护	JHU高温远红外 节能涂料	用于电站及工业锅炉卫燃带、水冷 壁，热处理炉窑内壁等，达到节能、 防护作用	0.4%	40%	/

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理

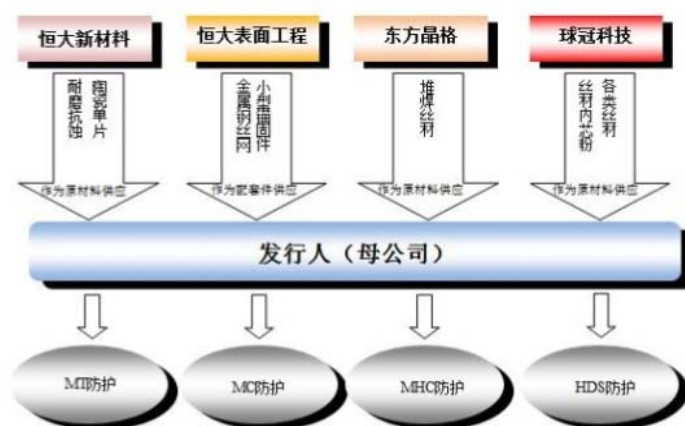
图表3 公司六大类业务2008~2010年的产能和产量情况

业务种类	指标	2010年度	2009年度	2008年度
HDS防护	产能(m2)	65,000	60,000	45,000
	产量(m2)	64,110	57,142	45,353
	产能利用率	98.63%	95.24%	100.78%
KM防护	产能(m2)	48,000	48,000	45,000
	产量(m2)	48,320	47,707	46,215
	产能利用率	100.67%	99.39%	102.70%
MC防护	产能(m2)	67,000	60,000	54,000
	产量(m2)	68,700	63,011	56,400
	产能利用率	102.54%	105.02%	104.44%
MT防护	产能(m2)	10,000	10,000	10,000
	产量(m2)	7,809	5,027	9,638
	产能利用率	78.09%	50.27%	96.38%
MHC防护	产能(m2)	6,000	6,000	5,200
	产量(m2)	5,760	6,068	4,200
	产能利用率	96.00%	101.13%	80.77%
JHU防护	产能(m2)	2,500	2,500	2,000
	产量(m2)	2,364	2,428	2,100
	产能利用率	94.56%	97.12%	105%

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理

公司下属恒大新材料、恒大表面工程、东方晶格和球冠科技四个子公司。子公司与母公司的业务关系如图表 4 所示。

图表4 子公司与母公司的业务关系

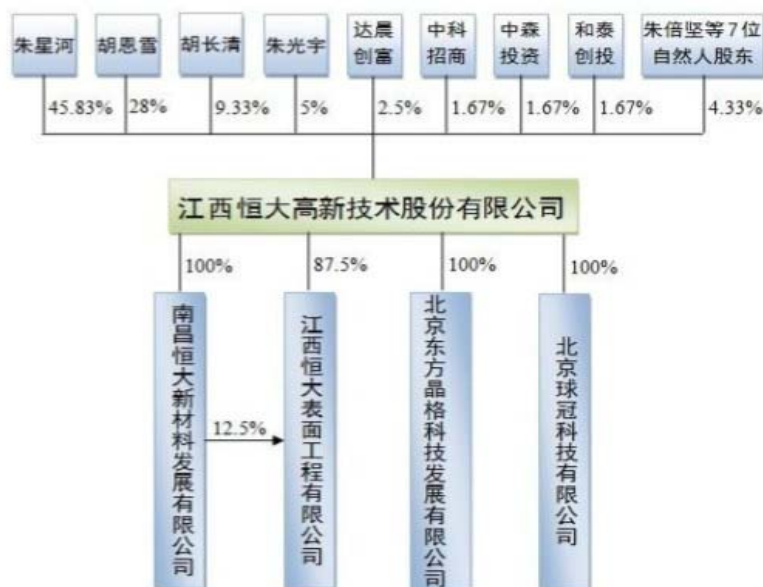


资料来源：公司招股说明书

1.2. 当前股权结构和发行计划

公司原有股份 6000 万股，股东结构如图表 5。本次拟发行 2,000 万股，占发行后总股本的 25.00%。发行前后的股东结构对比如表 6 所示。募集资金拟投资金属系列防腐抗蚀材料生产及防护、再造建设项目，非金属系列防腐抗蚀材料生产及防护、再造建设项目，技术研发中心技改扩建工程项目和营销网络及物流配送中心扩建项目等，共四个项目。上述四个项目计划需用募集资金 2.3 亿元（具体分析见章节四）。

图表5 上市前的股权结构



资料来源：公司招股说明书

图表6 本次发行前后的股权结构对比

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
朱星河	2,750.00	45.83	2,750.00	34.38
胡恩雪	1,680.00	28.00	1,680.00	21.00
胡长清	560.00	9.33	560.00	7.00
朱光宇	300.00	5.00	300.00	3.75
达晨创富	150.00	2.50	150.00	1.88
中科招商	100.00	1.67	100.00	1.25
中森投资	100.00	1.67	100.00	1.25
和泰创投	100.00	1.67	100.00	1.25
朱倍坚	100.00	1.67	100.00	1.25
胡恩莉	90.00	1.50	90.00	1.13
周小根	20.00	0.33	20.00	0.25
彭伟宏	20.00	0.33	20.00	0.25
李建敏	12.00	0.20	12.00	0.15
邓国昌	10.00	0.17	10.00	0.13
唐明荣	8.00	0.13	8.00	0.10
本次拟公开发行的股份	-	-	2,000	25.00
合计	6,000	100	8,000	100

资料来源：公司招股说明书

注1：朱星河与胡恩雪为配偶关系、与朱光宇为父子关系、与朱倍坚为叔侄关系，胡长清与胡恩雪和胡恩莉均为父女关系，胡恩雪与胡恩莉为姐妹关系。

注2：为促进公司人才队伍更为稳定，从而促进公司的长远稳定发展，2009年12月公司决定吸收部分高级管理人员和核心技术人员为股东。朱星河向周小根、彭伟宏、李建敏、邓国昌和唐明荣分别转让20万股、20万股、12万股、10万股和8万股其持有的恒大高新之股份。上述股权转让价格的定价依据是2009年9月30日为基准日的净资产值，即转让价格为每股3.1元。

注3：达晨创富、中科招商、中森投资、和泰创投为2010年3月通过增资扩股引入的股东。上述增资股份价格为10.5元/股，定价依据是按公司2009年度实现的净利润，以市盈率约14倍计算确定的。

二、 防磨抗蚀——小投入大产出的重要行业

2.1. 小投入大产出，对国民经济有重要意义

防磨抗蚀行业与工业化的发展相伴而生。工业领域存在大量的材料磨损和腐蚀，危害遍及几乎所有的行业，包括电力、钢铁、水泥、石油、化工、矿业、交通、机械、航空航天、信息、农业、海洋开发和基础设施等。由于磨损和腐蚀，使大量得之不易的材料和设备过早报废，或引起物料的污染，产品质量的下降，工艺流程的中断，停机停产，装置的泄漏，爆炸和人员伤亡以及大规模的环境污染。

磨损和腐蚀造成的损失普遍占到工业国 GDP 的 2~7%。根据美国腐蚀调查委员会的调查，美国 1998 年总的腐蚀损失为 2,757 亿美元，约占当年国民生产总值的 2.76%；日本腐蚀防蚀协会经过调查后用两种方法估算了 1997 年日本腐蚀直接损失分别为 39,380 亿日元和 52,580 亿日元，占当年国民生产总值的 0.77%和 1.02%（日本腐蚀防蚀协会的估算未考虑腐蚀的间接损失）（数据来源于《中国腐蚀调查报告》）；英、德等发达国家每年因摩擦、磨损造成的损失约占其国民生产总值的 2%-7%（数据来源于《工业润滑与摩擦》）。中国的调查数据与其他主要工业国家相当。中国腐蚀与防护学会 2002 年完成的《中国腐蚀调查报告》指出，我国 2000 年腐蚀损失为 5,000 亿元，约占当年我国国民生产总值的 6%。2007 年中国工程院咨询项目《摩擦学科学及工程应用现状与发展战略研究》的调研结果表明：2006 年我国因摩擦、磨损而导致的损失约高达 9,500 亿元，约占当年我国国民生产总值的 5%。

磨损和腐蚀造成的损失很大，但对其防护的成本要小得多。目前防磨抗蚀普遍的投入产出比在 1:10~1:20。所以这是一个小投入大产出，并对国民经济有重要意义的行业。

2.2. 现有需求稳定，新增需求主要来自挖掘潜在市场

防腐抗蚀主要通过通过在原有设备表面喷涂涂层实现。通常涂层的更新周期为 2~3 年，所以相关产品会有稳定的市场需求。

就增量而言，我国目前火电装机、钢铁产量和水泥产量仍有继续增长的空间。但是随着中国重工业化进入中后期，钢铁和水泥的产量都将接近峰值，难以保持长期增长。我们判断，防腐抗蚀未来最主要的市场增量将来自目前尚未得到满足的客户需求（图表 7）。据统计，上述下游客户中，目前已经采取了防护的面积平均仅占应防护面积的 35%左右。我们认为，这剩余的 65%就是最大的增量来源。

图表7 行业的主要新增需求来自对潜在市场的挖掘

行业	防护部位	产品	理论防护面积	实际防护面积	防护寿命周期
			万平方米	万平方米	年
火电行业	火电锅炉“四管”表层管	HDS防护	91.48	32.02	3
	火电锅炉“四管”深层管排	KM防护	102.92	36.02	2
	制粉系统、输灰系统	MC防护	41.17	14.41	3
	循环流化床锅炉	MC防护	126.9	48.9	3
钢铁行业	烧结机大烟道、风箱	MC防护	7.73	2.70	3
	球团除尘管道	MC防护	7.73	2.70	3
	高炉煤气管道	MC防护	7.73	2.70	3
	辊、板	MHC防护	49.12	17.19	1
水泥行业	余热发电系统	MC防护	31.74	9.52	3

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理

三、“综合性服务+全国性网络”是公司的核心竞争力

根据经营模式的不同，目前从事防腐抗蚀业务的企业主要有以下几种类型：（1）防护材料生产型企业，（2）技术工程服务型企业，（3）产品+技术工程服务的综合型企业。公司属于第三种类型，不仅能够进行防腐抗蚀材料的研发、生产，同时具备相关施工设备的改装能力，并能够提供现场整体施工方案的设计和执行，还具有全国性的服务网络（图表 8）。所以公司“综合竞争力”较强，盈利能力高于行业平均水平。2010 年公司以这种模式（综合防护技术工程服务）获取的收入销售模式占销售收入的 86%。

相对公司在新材料和新技术方面的实力，我们更看重公司“综合性服务+全国性网络”的业务特色。这是因为，这个行业在技术研发、生产规模、产品品种以及服务网络等方面均具有一定规模的企业很少。而客户规模都较大，他们对防护质量有较高要求，会选择综合实力较强的供应商。同时客户所处地域分散，需要供应商有能力快速响应，并提供在线服务。未来其他企业若要复制公司目前的综合能力，需要较多的资本投入和时间积累。

目前市场上生产高温抗蚀耐磨衬里材料的其他企业，主要有江苏金久电力工程有限公司和宜兴世纪耐热耐磨材料有限公司等单位。还有一些厂家供应传统的低端产品，如铸石、普通浇注料、喷射料等，但这些产品在耐磨性、粘结强度、使用寿命等方面均无法与高温抗蚀耐磨衬里材料比拟，市场竞争能力较弱。目前，国外与防腐抗蚀防护、再造相关联的企业主要有苏尔寿美科公司、瑞士卡斯

特林焊材公司和美国普莱克斯表面技术工程公司等几家公司，在中国曾尝试开展金属热喷涂技术工程服务，但因其金属热喷涂价格昂贵，难以被中国市场接受，因此上述企业主要在中国销售金属热喷涂材料及设备，但价格也相当昂贵，一般不提供现场技术工程服务，不会对中国防磨抗蚀技术工程服务市场产生竞争压力。

图表8 公司为客户提供综合防护技术工程服务的业务流程



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理

四、募投项目预计将现有产能“翻番”

由于潜在市场巨大，公司拟投资金属系列防磨抗蚀材料生产及防护、再造建设项目，非金属系列防磨抗蚀材料生产及防护、再造建设项目，技术研发中心技改扩建工程项目和营销网络及物流配送中心扩建项目等，共四个项目（图表9）。其中前两个产能扩张项目，预期将在2013年完全达产。达产后三大主要业务的产能将增长120~188%。此外技术研发中心和网络服务体系建设将为公司的长远发展提供支持。上述四个项目需要使用募集资金2.3亿元，

图表9 公司对募投项目的规划

募投项目	投资总额	募投资金占投资总额的比例	对应业务	至2013年产能增加	2010年产能	产能增长幅度
单位	万元	%		万平米	万平米	%
金属防护项目	8,796	97	HDS防护	7.8	6.5	120%
非金属防护项目	7,237	97	KM防护	9.0	4.8	188%
			MC防护	12.0	6.7	179%
技术研发中心项目	3,465	100	支撑性项目			
营销网络及物流配送中心项目	3,602	100	支撑性项目			
合计	23,099	98				

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理

五、盈利预测和询价建议

根据公司规划的募投项目产能和投产进度，我们对公司未来三年的业务做以下假设（图表 10）。在该假设下，预计 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.93、1.22 和 1.62 元。

图表10 盈利预测的主要假设

时间	HDS防护			KM防护			MC防护		
	销量	单位面积 毛利	毛利	销量	单位面积 毛利	毛利	销量	单位面积 毛利	毛利
	万平米	元/平米	百万元	万平米	元/平米	百万元	万平米	元/平米	百万元
2010A	6.4	1,000	64	4.9	296	14	6.9	216	15
2011E	8.0	1,000	80	6.8	300	20	9.5	220	21
2012E	10.5	1,000	105	9.4	300	28	13.0	220	29
2013E	14.3	1,000	143	13.8	300	41	18.7	220	41

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

注1：假设三个扩产项目2012年达产50%，2013年达产100%。

注2：MT、MHC和JHU防护业务较小，我们假设其销售收入和毛利率基本与2010年持平。

注3：我们的盈利预测未包含因海外市场开拓可能带来单价和毛利上升的情形。

注4：我们的盈利预测中未包含超募资金运用，可能带来的盈利能力提升。

注5：我们的盈利预测中假设公司的发行价达到我们建议询价区间的上限29.0元。

注6：由于上述假设，我们的盈利预测是一个保守和稳健的结果。

图表11 恒大高新盈利预测表

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	182	226	256	325	427	588
增长率	13.4%	24.2%	13.4%	26.8%	31.7%	37.7%
营业成本	108	137	153	194	255	352
营业成本/营业收入	59.6%	60.6%	59.8%	59.6%	59.7%	59.8%
营业税金及附加	3	4	4	5	6	9
销售费用	11	12	13	17	23	33
销售费用/营业收入	6.1%	5.1%	5.2%	5.4%	5.4%	5.5%
管理费用	14	18	21	27	36	51
管理费用/营业收入	7.7%	8.1%	8.1%	8.4%	8.5%	8.7%
财务费用	2	2	1	(2)	(4)	(4)
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及 公允价值变动	(0)	1	1	0	0	0
其他收入	0	(2)	(3)	0	0	(0)
营业利润	43	53	62	83	111	148
增长率	-1.59%	24.1%	16.7%	35.0%	32.5%	34.0%
营业外净收支	1	5	8	4	4	4
利润总额	44	58	69	87	115	152
增长率	-1.1%	31.3%	20.4%	25.8%	31.0%	32.9%

所得税费用	7	9	10	13	17	23
少数股东损益	(0)	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	37	49	59	74	97	129
增长率	-1.0%	31.2%	21.1%	25.1%	31.0%	32.9%

资料来源：平安证券研究所

目前尚未有与公司从事相同或相近业务的上市公司。在产品应用领域与业务模式方面相近的国内上市公司有北京利尔和濮耐股份。由于仅有两家可参比公司，同时 3 个月内对北京利尔和濮耐股份做出盈利分析的券商较少，所以相关数据的代表性较低。我们认为更合理的定价参考是目前中小板的平均估值情况。

近两个月中小板新股的估值越来越趋向保守。目前中小板新股和所有中小板，2011年的平均PE为25.4~31.4倍，2012年的平均PE为19.4~22.7倍。如果恒大高新按前者估值，股价为23.6~29.2元；如果按后者估值，股价为23.7~27.7元。我们认为，公司从事的业务是节能减排和建设低碳环保型工业的重要手段，具有长期发展潜力，并且公司处于该细分市场的龙头地位，所以合理估价可以取上述区间的上限，为27.7~29.2元。建议询价区间为26.3~29.0元。

图表12 当前可比公司的估值水平

公司名称	6.3日股价	PE 2011E	PE 2012E	2010~2012预测的净利润复合增速
恒大高新				28%
北京利尔	24.08	41.6	28.1	47%
濮耐股份	12.11	47.7	18.6	60%
中小板		31.4	22.7	51%
5月至今的中小板新股		27.2	19.4	38%
6月发行的中小板新股		25.4	19.5	32%

资料来源：Wind、平安证券研究所整理

注1：北京利尔、濮耐股份和中小板2011~2012年PE为Wind统计的预测值的算术均值。净利润复合增速为平安证券研究所根据Wind统计的预测数据所做的估算。

注2:5月发行的中小板新股5家，6月至今发行3家。

六、 主要风险

风险一：受公司经营模式的影响，公司的应收账款余额较大。公司的下游行业——电力和钢铁行业目前及未来 2 年内有可能处于微利状态。如果下游客户的经营出现困难，有可能加大公司的资金压力，甚至造成坏账。

风险二：公司的材料技术、施工技术和网络服务是公司的核心竞争力，其发展与核心人员的稳定程度密切相关。如果骨干人员流失，可能对业务发展造成影响。

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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

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：

此报告旨为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 2011 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