

市场有风险,投资需谨慎。

天然气行业报告

管输价格尘埃落定，气价改革即将登场

日期 2010 年 5 月 19 日 联系人：杜志强 021-62483364 duzhiqiang840@pingan.com.cn
研究员：伍颖 S0940208060099

- 天然气价格改革迫在眉睫。**按热值当量测算，国内天然气价格仅为原油价格的 30% 左右，而成熟市场经济国家天然气与原油比价通常在 0.85 - 1.20 之间。长期偏低的气价，不能反映资源稀缺程度，不利于促进天然气资源节约和提高天然气利用效率；
- 价改预热完毕，主角即将登场。**自 2010 年 4 月 25 日起，国家将天然气管输基准价每立方米提高 0.08 元，这可以看做是天然气改革方案的“预热”。考虑到近期 CPI 可能出现继续向上反弹的情况，我们预计天然气调价方案将延后出台，但不会晚于三季度末，届时国内民用取暖气使用高峰又将来临，并不适合调价；
- 气价与国际市场挂钩，预计上调 20% 左右。**国内天然气价格与国际相比，有 50% 以上的上调空间，但考虑到各方的承受能力，循序渐进地调整是理想的方式。我们预计天然气价格将参考成品油价格机制，采取与国际能源挂钩的模式，按照发改委 3 年实现国内、国际价格并轨的计划，首次调整基准价格将上浮 15-20% 左右，化肥用气的出厂基准价格将维持不变或者小幅上涨；
- 石化巨头受益最大。**在勘探生产及长距离管输方面，三大石化巨头优势明显，其中中石油在储量、产量及管输距离方面都处于绝对龙头地位。气价上调后，中石油获益最大，中海油次之，中石化最小；
- 中、下游公司利好程度不一。**中游区域性管网垄断企业（如陕天然气），气源完全依赖上游，管输价格也由国家统筹制定，虽然管网输送价格会随着天然气价格上调而有所上涨，但幅度有限，对公司的经营业绩没有实质影响；对城市燃气公司而言，在天然气供给一直供不应求的情况下，下游用户对价格的敏感性不高，价格上升带来的供应量增长可以增厚公司业绩；
- 煤头尿素相对成本优势得到提升。**气头尿素由于享受优惠天然气价格，吨成本一直比煤头低 300 元左右，按照每吨尿素耗气约 750 立方米计算，化肥用气价格上调 0.4 元/立方米，煤、气头尿素的成本就会被拉平，尿素市场价格将上涨，提升煤头尿素厂商业绩；
- 风险提示：**CPI 持续上升，价改被迫暂停
国际大宗商品价格上升引发输入型通胀，影响正常气价改革
资源税改革抵消气价上调带来的利好

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		2010-5-18	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
中国石油	601857	10.89	0.56	0.77	0.87	19	14	13	推荐
中国石化	600028	8.78	0.70	0.78	0.92	13	11	10	推荐
华鲁恒升	600426	14.19	0.86	1.02	1.27	16	14	11	推荐

目 录

一、中国天然气产业现状	4
1.1 天然气是优质清洁能源	4
1.2 发展天然气是长远之计	4
1.2.1 原油进口依存度逐年增长	4
1.2.2 煤炭污染严重，部分领域将被天然气取代	5
1.2.3 国际市场天然气供过于求，价改外部条件具备	6
1.3 天然气产业链分析	7
1.4 城市燃气是中国天然气的重点应用领域	9
二、天然气价格改革迫在眉睫	10
2.1 现有定价机制以国家指导为主	10
2.2 现有定价机制难以反映天然气资源短缺	11
2.3 价格方案出台预计在三季度，基准价上调 15-20%	12
三、投资机会分析	13
3.1 三大石化巨头受益最大	13
3.2 中、下游公司利好程度不一	14
3.3 煤头尿素提升相对成本优势	15
华鲁恒升（600426）：产业链完整，具备抗周期优势	15

图表目录

图表 1 原油对外依存度逐年增加	4
图表 2 中国原煤在一次能源消费中占比下降	5
图表 3 中国天然气在一次能源消费中占比上升	5
图表 4 主要国家天然气储量占比（2008 年）	6
图表 5 世界天然气逐渐供过于求	7
图表 6 国际天然气价格与原油相比处于低位	7
图表 7 天然气产业链简图	8
图表 8 国内主要输气管线	8
图表 9 国内主要管线布局	9
图表 10 目前签订的主要天然气进口协议	9
图表 11 中国天然气应用领域	10
图表 12 各油田井口价、管线输送生产价	11
图表 13 现有可能方案比较	12
图表 14 2009 年三大石化巨头储、产量占比	13
图表 15 中石油敏感性分析	14
图表 16 中石化敏感性分析	14
图表 17 中海油敏感性分析	14
图表 18 天然气相关公司业务状况	15
图表 19 尿素企业毛利率比较	15

一、中国天然气产业现状

1.1 天然气是优质清洁能源

天然气是在自然界地质条件下，通过生物化学作用生成，在一定压力下储集的可燃气体，是一种无色无毒、热值高、燃烧稳定、洁净环保的优质能源，主要成分为甲烷，根据来源可分为油田气、气田气、煤层气以及生物发酵气。

天然气作为清洁能源，具有原油和煤炭不可比拟的优势，在世界范围被广泛应用，其消费量在一次能源中占比为24%左右；中国天然气使用长期没有得到重视，天然气主要用于城市燃气、工业燃料、天然气发电和天然气化工，消费量在一次能源中的占比仅为3%，远远低于世界平均水平。

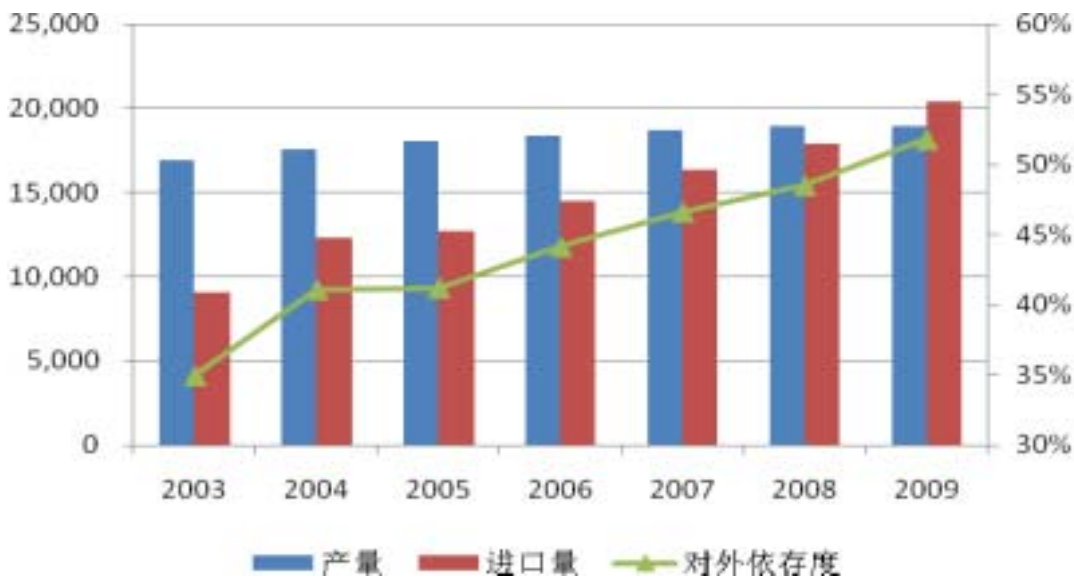
1.2 发展天然气是长远之计

1.2.1 原油进口依存度逐年增长

原油是重要的大宗商品，是化工产业链的最上游原料。随着中国经济的快速发展，对原油的需求逐年增加。2000至2009年，中国原油消费量由2.41亿吨上升到3.88亿吨，年均增长6.78%，在消费量大幅增加的同时，国内产量并没有同速增长，2009年国内原油产量18949万吨，同比反而下降0.4%，相对于2004—2008年2.3%的年均增速而言，原油生产明显减缓。原油净进口量由2000年5969万吨上升至2009年的1.99亿吨，对外依存度也由24.8%飙升到51.29%，预计到2015年，中国原油的对外依存度将达到65%，到2020年可能达到70%以上。对原油过度依赖的经济发展模式难以持续、良性发展。

图表 1 原油对外依存度逐年增加

单位：万吨



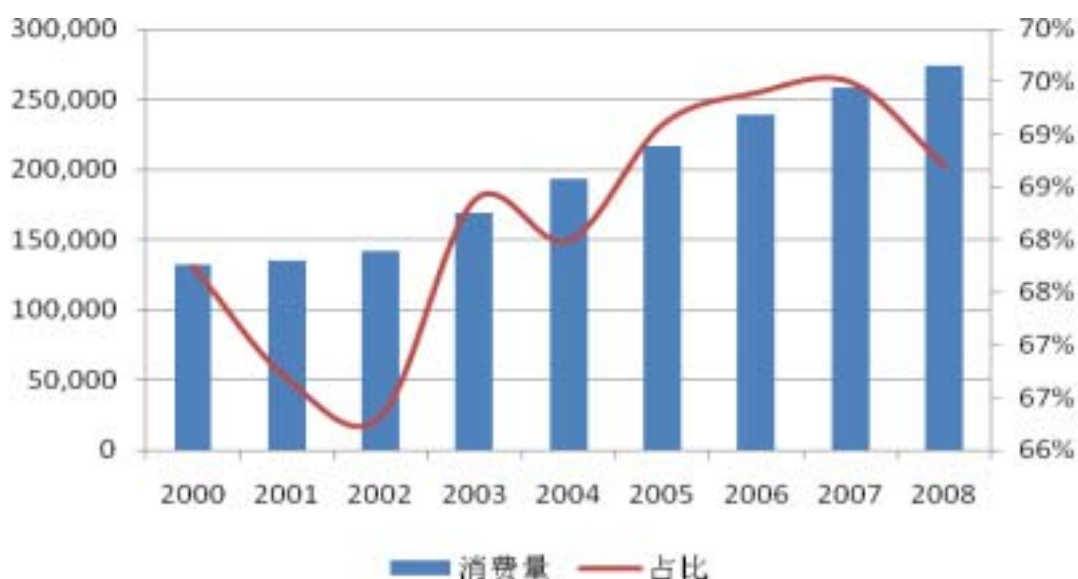
数据来源：平安证券综合研究所

1.2.2 煤炭污染严重，部分领域将被天然气取代

相对其他一次能源，中国煤炭资源丰富，使用量也是最大。在中国的一次能源消费中，煤炭占比近70%，是经济发展的重要支柱，但是，煤炭在开发、利用、运输等过程中产生的污染对环境造成了严重影响，已引起相关人士的关注。据专业部门测算，煤炭燃烧产生的二氧化碳气体，比石油和天然气每吨多30%和70%，目前全球22%温室气体的排放是因为煤炭燃烧所造成的。随着更为节能环保的天然气得到越来越广泛的关注和使用，发电、取暖等传统的煤炭应用领域将逐步由天然气部分取代。

图表 2 中国原煤在一次能源消费中占比下降

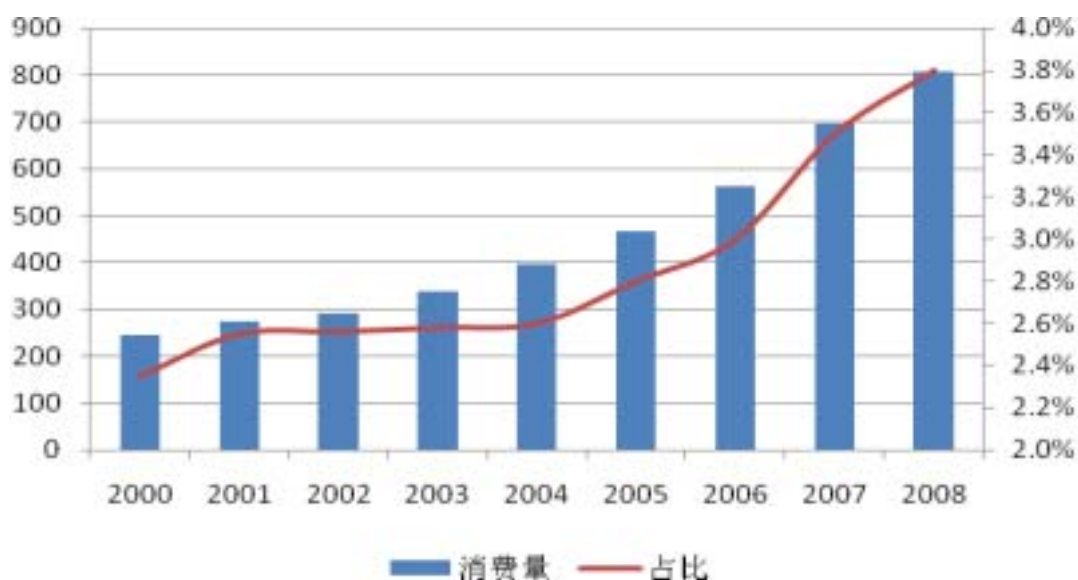
单位：万吨



数据来源：Wind, 平安证券综合研究所

图表 3 中国天然气在一次能源消费中占比上升

单位：亿立方米



数据来源：Wind, 平安证券综合研究所

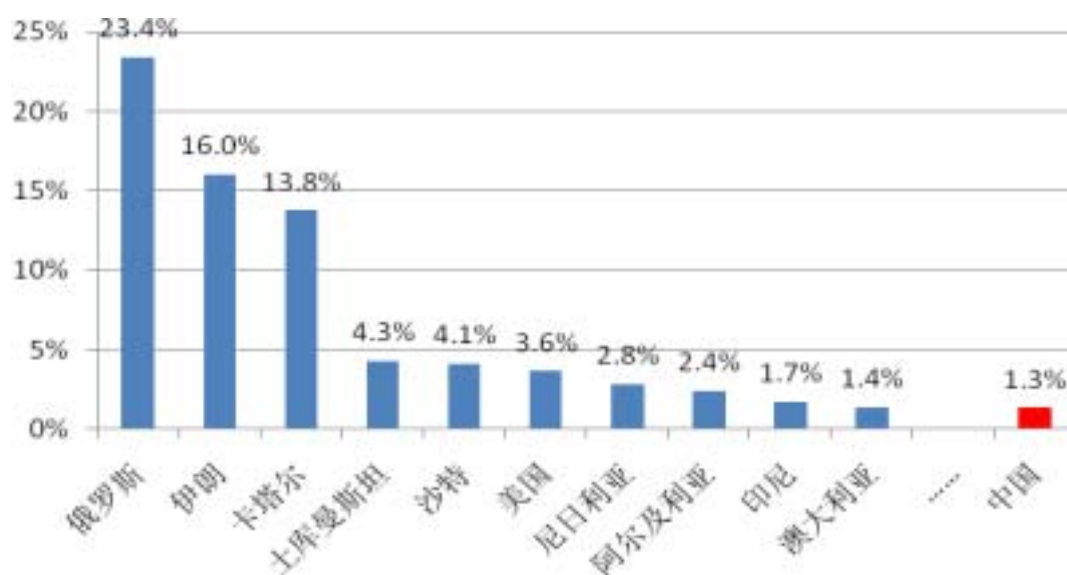
1.2.3 国际市场天然气供过于求，价改外部条件具备

天然气作为能源具有无色无毒、热值高、燃烧稳定、洁净环保等特点，作为填补全球能源供需巨大缺口的期望，得到各主要经济体广泛的重视和应用，旺盛的需求也支撑着天然气的价格。但是随着金融危机爆发，各国对天然气等能源的需求大幅萎缩，同时美国近年在天然气勘探方面成果显著，2009年以6000亿立方米的产量优势取代俄罗斯，成为世界上最大的天然气生产国。

突如其来的资源过剩和需求低迷，使天然气价格市场形势发生逆转，已经压低的天然气现货价格被进一步降低。需求走弱但供给提高，全球天然气市场已从卖方市场演变为买方市场。据国际能源署预计，这种供过于求的局面将一直延续到2015年。

我们认为，世界天然气市场形势出现的新变化，为国内久拖不决的天然气价改提供了合适的出台时机。从行业层面上来说，相关公司也可充分利用国内价格上涨的契机来加大引进国际天然气资源，弥补国内缺口，同时，在需求低迷的时候，天然气生产国也特别需要稳定的出口市场，而中国经济增长及其带来的能源需求，对每一个出口国家来说，都是非常重要的市场。

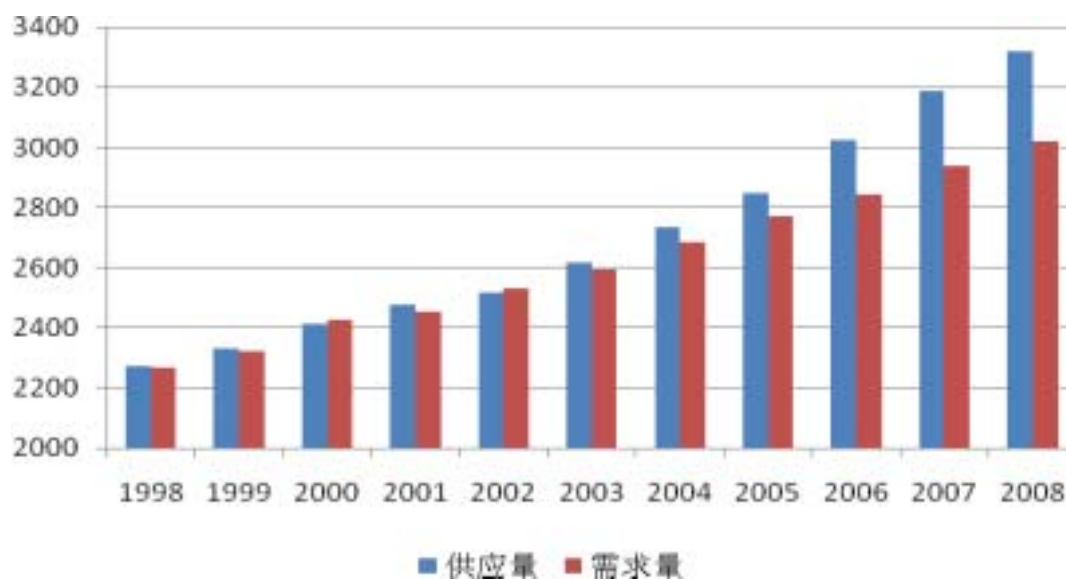
图表 4 主要国家天然气储量占比（2008 年）



数据来源：《BP 世界能源统计》，平安证券综合研究所

图表 5 世界天然气逐渐供过于求

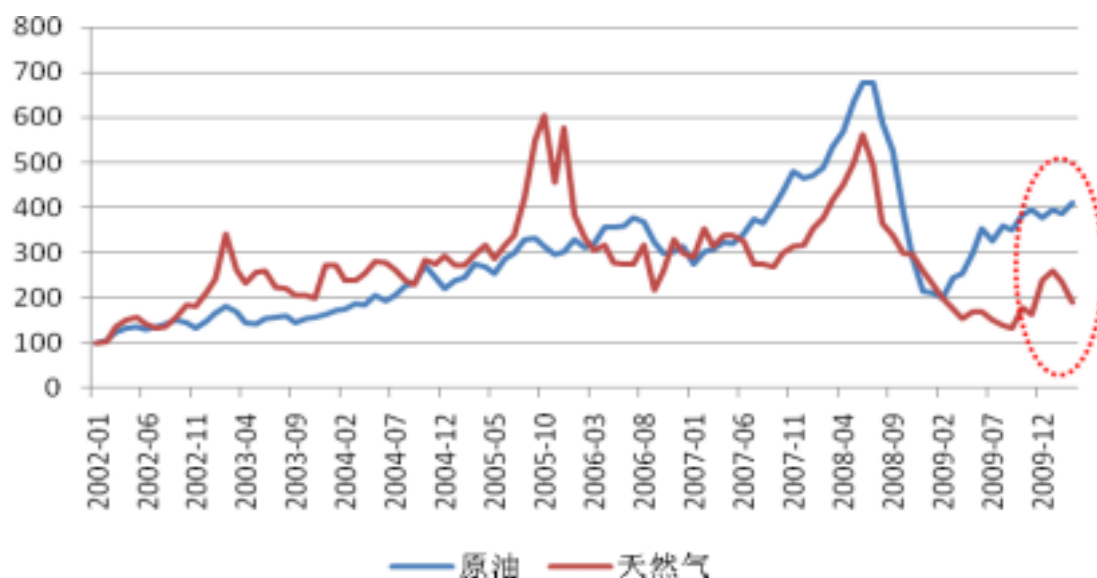
单位：十亿立方米



数据来源：《世界能源展望》，平安证券综合研究所

图表 6 国际天然气价格与原油相比处于低位

2002 年 1 月=100

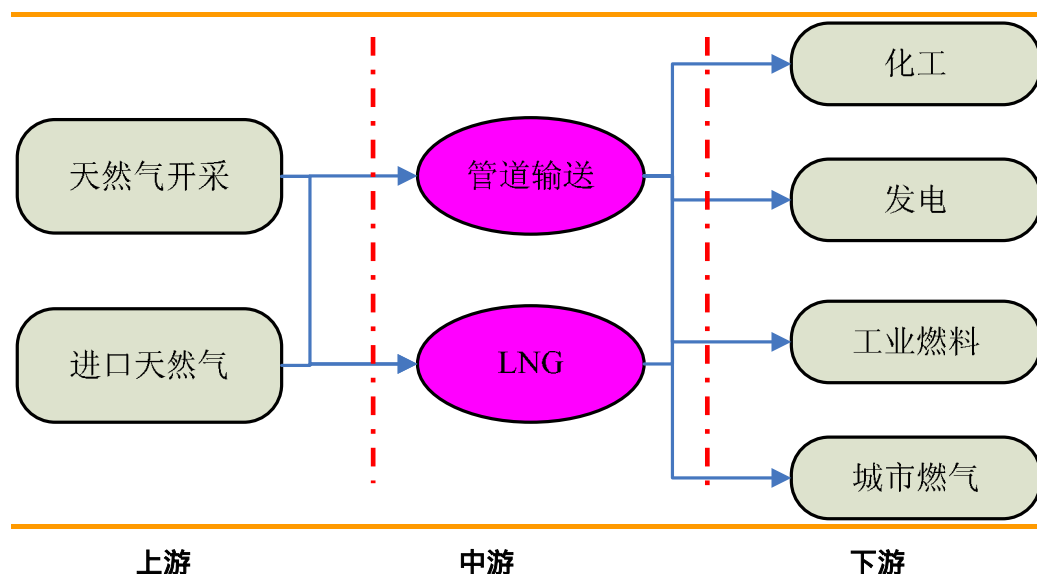


数据来源：平安证券综合研究所

1.3 天然气产业链分析

天然气产业可分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。上游生产主要包括天然气开采、净化，某些情况下，也进一步进行压缩或液化加工；中游输送是将天然气由加工厂或净化厂送往下游分销商经营的指定输送点（一般为长距离输送）；下游分销指向终端用户提供天然气。

图表 7 天然气产业链简图



从产业链来说，上游天然气开采业务几乎完全由三大石化巨头垄断，占比超过90%，而进口天然气业务目前的量还较小，但随着以境外气为主的普光气田、西气东输二线产量提升以及中海油LNG项目扩产，未来进口天然气的占比将大大提高。

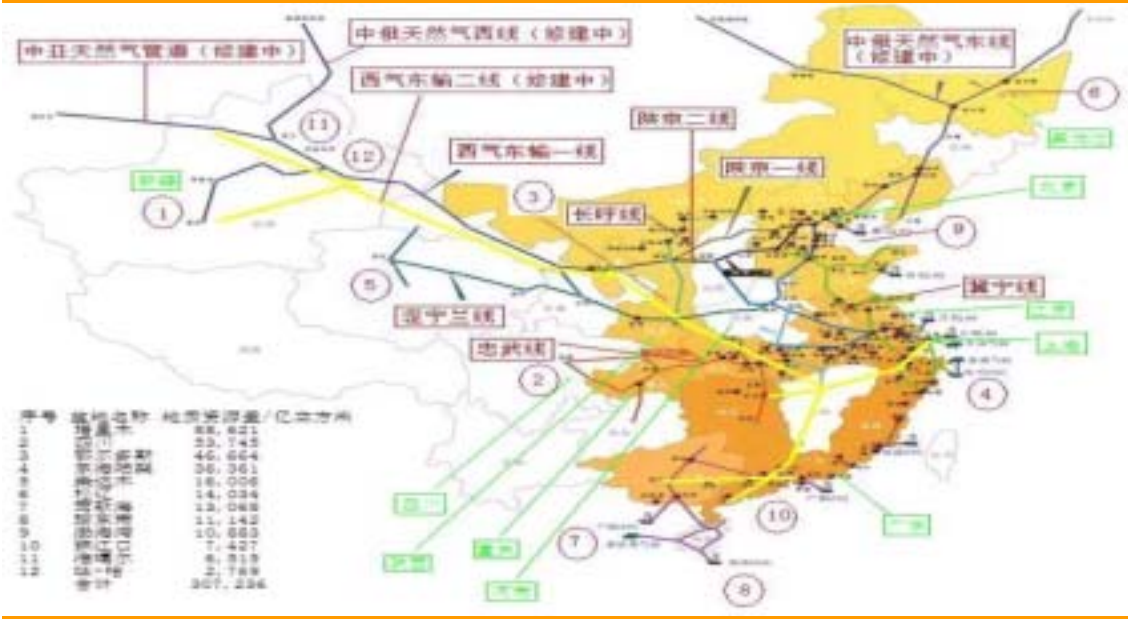
下游方面，由于中国天然气价格长期处于低位，应用领域呈多样化，分布在工业燃料、化工、城市燃气以及发电四大领域，08年的用量占比分别约为37%、31%、20%、12%，随着国家相关政策的出台，未来城市燃气将是重点鼓励的天然气应用领域，其用量将会逐年增长，化工和工业燃料天然气用量将逐步受到压缩。

图表 8 国内主要输气管线

管线名称	起止地点	长度(千米)	建成时间	设计能力(亿方/年)	占 08 用量比例 (%)
西气东输一线	轮南-上海	3900	2004	120	15.8
西气东输二线	霍尔果斯-广州、上海	9794	2011	300	39.5
川气东送	普光-上海	1700	2010	120	15.8
忠武线	忠县-武汉	695	2004	30	3.9
陕京线	靖边-北京	1090	1997	30	3.9
涩宁线	涩北-西宁、兰州	953	2001	20	2.6
中济线	濮阳-济南	261	1999	8	1.0
琼崖 13-1-香港线	南海崖 131 平台-香港	778	1995	30	3.9
合计				658	86.7

数据来源：平安证券综合研究所

图表 9 国内主要管线布局



数据来源：平安证券综合研究所

图表 10 目前签订的主要天然气进口协议

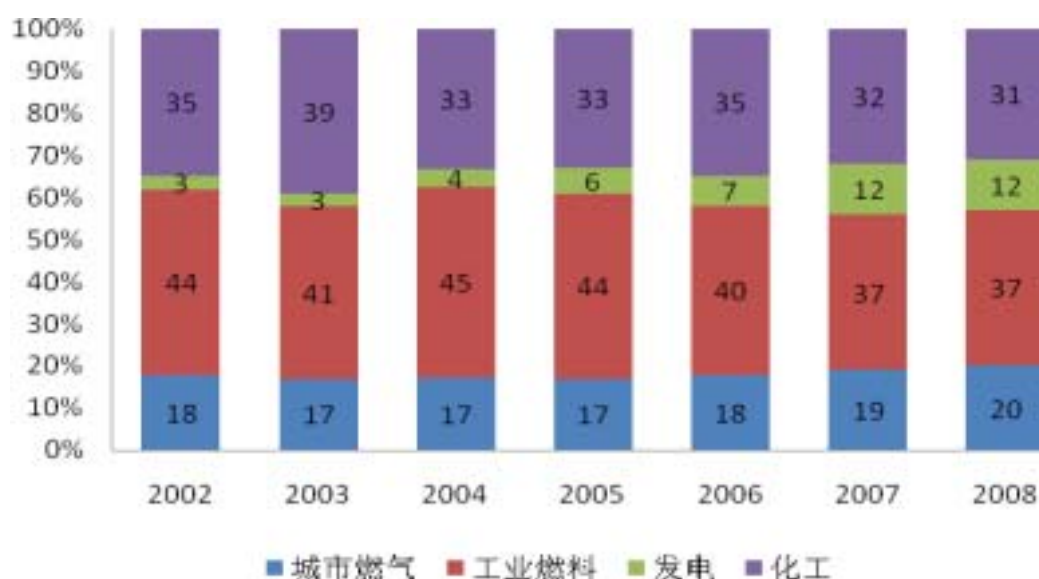
类型	采购方	签订时间	期限	供应方	进口量
管道天然气	中石油	2007.7	30 年	土库曼斯坦	300 亿 m3/年
	中石油	2007.9	20 年	澳大利亚西澳洲的高更项目（壳牌）	100 万吨/年
LNG		2007.9	15 年	澳大利亚伍德赛德石油公司	300 万吨/年
		2002.8	25 年	澳大利亚西北大陆架	260 万吨/年
	中海油	2006.6	25 年	印尼东固	260 万吨/年
		2006.8	25 年	马来西亚国家石油公司	110 万吨/年逐年增加，2012 年后 303 万吨/年

数据来源：平安证券综合研究所

1.4 城市燃气是中国天然气的重点应用领域

天然气是当前三大支柱能源之一，是一种清洁能源。由于资源丰富、热利用效率高，燃烧后的污染物排放量比煤炭、石油低得多，因而受到世界各国的重视，成为发展前景最好的化石能源。在中国，天然气主要用于城市燃气、工业燃料、天然气发电和天然气化工。

图表 11 中国天然气应用领域



数据来源：平安证券综合研究所

在2007年9月国家发改委《天然气利用政策》出台之前，国内天然气利用处于事实上的无序状态，同时进入工业燃料、化工和民用燃气市场，但随着需求快速增加，近年来天然气在全国范围呈现供应紧张局面，民用市场巨大的供需缺口矛盾日益突出，国家发改委于2007年9月发布《天然气利用政策》，规定了天然气利用的先后顺序，明确要求全国天然气优先确保民用。在政策的保障及引导下，城市燃气将是未来天然气应用的重点领域。

二、天然气价格改革迫在眉睫

2.1 现有定价机制以国家指导为主

价格以国家制定为主。目前，中国天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道的管输价格、城市输配价格三部分组成。

出厂价。现有的天然气出厂价定价体制源于2005年12月国家发改委发布的《近期适当提高天然气出厂价格的通知》，主要包括三个方面内容：

- **简化分类**
将用户气价分为化肥生产用气、工业用气和城市燃气用气三类，分别执行不同的价格。
- **出厂价格归并为两档**
一档气包括：川渝气田、长庆油田、青海油田、新疆各油田的全部天然气（不含西气东输天然气）；大港、辽河、中原等油田目前的计划内天然气。除此以外，其它天然气归并为二档气。其中一档天然气出厂价在国家规定的出厂基准价基础上，可在上下10%的浮动范围内由供需双方协商确定；二档天然气出厂价格在国家规定的出厂基准价基础上上浮幅度为10%，下浮幅度不限

➤ 出厂价格调节依据

天然气出厂基准价格每年调整一次，调整系数根据原油、LPG(液化石油气)和煤炭价格五年移动平均变化情况，分别按40%、20%和40%加权平均确定，相邻年度的价格调整幅度最大不超过8%。其中：原油价格根据普氏报价WTI、布伦特和米纳斯算术平均离岸价确定，LPG价格为新加坡市场离岸价，煤炭价格为秦皇岛车站山西优混、大同优混和山西大混煤的简单平均价格。

管输价。跨省的长输管道管输价格由国家发改委制定，省内的长输管道的管输价格由各省级物价部门制定。

城市输配价。城市输配价格通省内管输价一样，由各省级物价部门制定。

图表 12 各油田井口价、管线输送生产价 单位：元/立方米

	油田/管线	化肥用气	工业用气	城市燃气
一档气	川渝气田	0.69	0.87	0.92
	长庆油田	0.71	0.72	0.77
	青海油田	0.66	0.66	0.66
	新疆各油田	0.56	0.58	0.56
	其他油田	0.66	0.92	0.83
二档气		0.98	1.38	0.98
管道供气	西气东输一线（轮南-上海）		0.48	
	川气东送（普光-上海）		1.28	
	忠武线（忠县-武汉）		0.91	
	陕京线（靖边-北京）		0.83	

数据来源：国家发改委

2.2 现有定价机制难以反映天然气资源短缺

我国天然气资源相对匮乏，人均资源占有量仅为世界平均水平的5%。现行天然气出厂价格偏低，而近几年石油、液化气、煤炭等能源价格均呈上涨势头，天然气出厂价格明显低于其它可替代能源价格。按热值当量测算，目前天然气价格仅为原油价格的30%左右，而成熟市场经济国家天然气与原油比价通常在0.84 - 1.21之间。长期偏低的气价，不能反映资源稀缺程度，不利于促进天然气资源节约和提高天然气利用效率，因此，天然气价格市场化改革是一个重要趋势。同时，可以预计，在一段时间内，天然气管输价格仍将实行政府管制。虽然天然气出厂价格的改革对管输价格的形成不会造成直接的影响，但会直接调控天然气使用总量以及使用结构，间接影响管输行业的收入与效益。

2.3 价格方案出台预计在三季度，基准价上调15-20%

图表 13 现有可能方案比较

可能方案	主要内容	优点	缺点
一气一价	不同气源采取不同价格，不考虑国内气和国外气价格衔接问题，国内气仍然可以按照成本加利润的方法定价	操作简单，可合理划分上、中、下游各方利益	同一管网中多种气源共存，多种价格容易引起市场混乱
区域定价	不区分国内天然气和进口天然气，同一地区执行统一气价，由政府指导天然气定价，气价与输送距离相挂钩，运距越远，价格越高	实践中较为成功的方法。这种方法按照区位经济的理念，考虑东中西不同区域经济发展状况和天然气接受程度，有利于资源优化配置，解决了资源地价格高于管输地价格的矛盾	西部气价显然低于东中部，东部一些化工企业有可能会借此时机迁往西部，带来一系列社会问题。同时，这一定价方式与管输距离挂钩，而管输费由发改委按照管道项目成本收益核定，将会使政府和企业管输成本上出现信息不对称
挂钩原油	简化天然气价格分类，将目前分类出厂结构气价归并，统一到区门站价，并实现与原油挂钩联动	原油价格及其波动是全球性的，其价格指标的选取方便、公开和公正	原油价格波动剧烈，容易受到地缘政治、投机等因素影响，不利于稳定市场的建立
加权平均	在进口气和国产气的管道连接点或出气点实行加权平均的到区门站价格。将进口气价格和国产气出厂价格根据不同来源供应的气量采用加权平均价格，管输价格根据天然气经过的不同路径采用加权平均价格，二者相加得到管道连接点或出气点的综合门站价	国内天然气价格提高到与国际相似的水平，将来随着国际油价和气价上涨再逐渐上调，有利于市场化改革	无法照顾到不同区域的承受能力，不能反映管道成本问题

数据来源：平安证券综合研究所

我国天然气消费结构失衡、供需矛盾紧张的直接原因之一，是天然气与其他可替代能源比价过低引起的。未来天然气定价，应当按国际通行的热值来计算。考虑到天然气的价格变动几乎对所有行业和人民生活都会产生很大影响，改革应逐步推进，实行差别化的定价，一是以保护农民和城镇居民为原则实行分类定价；二是按照工业、商业、服务业等多种类型用户区别定价；三是按不同季节和不同用气高峰来定价。综合来看，我们对改革方案有以下观点：

- **预计改革方案在2010年三季度出台。**国家发改委于近日出台了《关于调整天然气管道运输价格的通知》，要求自4月25日起，国家统一运价标准的天然气管输价，每立方米提高0.08元，这可以看做是天然气改革方案的“预热”。天然气价改方案已在两会期间上报国务院，考虑到近期CPI可能出现向上反弹的情况，我们预计天然气调价方案将延后出台，但不会晚于三季度末，届时国内民用燃气使用高峰又将来临，并不适合调价

- **循序渐进为最佳方式。**国内天然气价格与国际相比，有50%以上的上调空间，但考虑到各方的承受能力，循序渐进的调整是理想的方式。我们预计天然气价格将参考成品油价格机制，采取与国际油价进行挂钩的模式，在3年内完成调整目标，首次调整基准价格将上浮15-20%左右，化肥用气的出厂基准价格将维持不变或者小幅上涨
- **管输价已经提高，暂不会变动**

三、投资机会分析

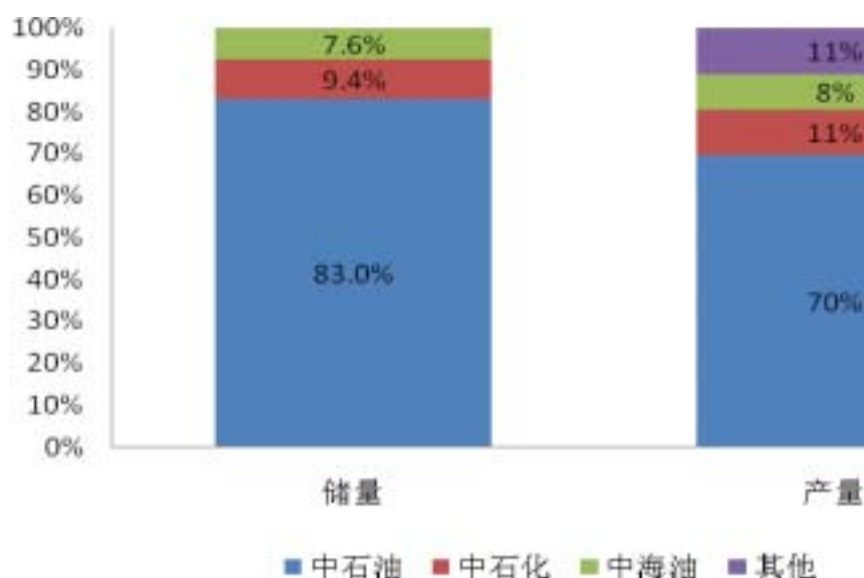
3.1 三大石化巨头受益最大

上游勘探和生产方面，中石油、中石化、中海油三大公司占绝对比重，而中石油在其中处于绝对优势，储量占到83%，产量占到70%。

长输管线方面，截至2008年底，全国天然气管道长度约3.7万公里，其中管径大于426 毫米的为2.5万公里。中石油的管道长2.86万公里，占全国总量的77%。2009年输送天然气841亿立方米，中石油占78.2%，中石化占11.2%，中海油占9.5%。

随着国内管道天然气供应紧张加剧，LNG（液化天然气）项目成为未来弥补国内天然气缺口的又一重要途径，中海油作为中国唯一拥有LNG接收站的企业，在国内LNG市场处于绝对龙头地位。目前已经建成广东深圳、福建莆田和上海洋山港3个运营的LNG接收站，另有宁波和珠海2个在建接收站。中海油已累计与外国公司签定每年进口约1300万吨液化天然气的供应协议，相当于未来25年内每年向国内供应180亿立方米气量。公司预计在2010年LNG进口实现2000万吨/年，到2020年以前达到3000万吨/年规模。

图表 14 2009 年三大石化巨头储、产量占比



数据来源：各期报告，平安证券综合研究所

我们预计中国石油、中国石化、中国海油在2010年的天然气产量分别为700、125和80亿立方

行业报告

米，三大石化巨头的敏感性分析如下：

图表 15 中石油敏感性分析

产量：亿立方米						
涨幅： 元／方		660	680	700	720	740
	0.1	0.027	0.028	0.029	0.030	0.031
	0.3	0.082	0.084	0.087	0.089	0.092
	0.5	0.137	0.141	0.145	0.149	0.153
	0.7	0.191	0.197	0.203	0.209	0.214

图表 16 中石化敏感性分析

产量：亿立方米						
涨幅： 元／方		115	120	125	130	135
	0.1	0.009	0.010	0.010	0.010	0.011
	0.3	0.028	0.029	0.030	0.031	0.032
	0.5	0.046	0.048	0.050	0.052	0.054
	0.7	0.064	0.067	0.070	0.073	0.076

图表 17 中海油敏感性分析

产量：亿立方米						
涨幅： 元／方		70	75	80	85	90
	0.1	0.013	0.014	0.015	0.016	0.017
	0.3	0.039	0.042	0.045	0.048	0.051
	0.5	0.066	0.070	0.075	0.080	0.084
	0.7	0.092	0.098	0.105	0.112	0.118

结论：比较可知，天然气价格提高后，中石油获益最大，中海油次之，中石化最小

3.2 中、下游公司利好程度不一

以陕天然气为代表的区域性管网垄断企业，气源完全依赖上游，管输价格也由国家统筹制定，虽然管网输送价格会随着天然气价格上调而有所上涨，但幅度有限，对公司的经营业绩影响较小。

城市燃气公司作为分散型的区域垄断企业，在天然气供给一直供不应求的情况下，其下游用户对价格的敏感性不高，价格上升带来的供应量增长会增厚公司的业绩，带来交易性的机会，相关上市公司包括深圳燃气（601139）、广汇股份（600256）、申能股份（600642）等。

图表 18 天然气相关公司业务状况

	天然气业务收入（百万）	占收入比例	毛利率
深圳燃气（601139）	1395.72	36.12%	47.44%
申能股份（600642）	6666.47	43.30%	14.55%
广汇股份（600256）	421.11	13.68%	30.63%
陕天然气（002267）	774.64	38.74%	65.66%

数据来源：公司公告，平安证券综合研究所

注：陕天然气收入完全为管输收入

3.3 煤头尿素提升相对成本优势

中国天然气使用中30%用在化工领域，其中以天然气为原料生产尿素耗气最多。气头尿素在国内尿素总产量中占比超过30%。由于享受优惠天然气价格，气头尿素吨成本一直比煤头低300元左右，毛利率也一直较高。按照每吨尿素耗气约750立方米计算，化肥用气价格上调0.4元/立方米，煤、气头尿素的成本就会被拉平，煤头尿素的价格将获得有效支撑。

图表 19 尿素企业毛利率比较



数据来源：平安证券综合研究所

华鲁恒升（600426）：产业链完整，具备抗周期优势

公司拥有国内利用国产多喷嘴水煤浆气化技术成功建成的第一套工业化装置，实现了烟煤对无烟煤的替代，合成氨生产成本大幅降低。公司在上游低成本的带动下，通过煤化工多联产系统将煤炭转化技术通过优化耦合集成在一起，以同时获得多种高附加值的化工产品。多联产实现了煤炭资源价值的梯级利用，达到了煤炭资源价值利用效率和经济效益的最大化，满足了煤炭资源利用的环境最友好，同时也实现了循环经济。公司通过多联产工艺，形成甲醇、混胺、尿素、DMF、醋酸等煤化工产业链条的多个分支链条，具有较强的抗周期性。

目前尿素行业产能过剩，价格处于低位，但公司凭借先进工艺带来低成本优势，仍然具有较

高的综合毛利率。我们预计，公司2010、2011年EPS分别为1.02、1.27元/股，对应前收盘价PE分别为14、11倍，估值处于历史较低位置，给予“推荐”评级。国内天然气价格改革预期强烈，如果化肥用气价如期提高，将推动国内尿素价格上涨，提升公司经营业绩。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

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。

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。

平安证券有限责任公司

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：400-8866-338

传真：（0755）82449257