

中小市值与新兴产业分析展望

业绩压力延续，关注结构主题

相关研究报告

中小市值策略专题系列一：
《四大“金矿”助推工业服务跨越发展》
中小市值策略专题系列二：
《小公司中的大机会：中小板量化选股报告》
中小市值策略专题系列三：
《双因素驱动：转型期中小公司溢价研究》
中小市值策略专题系列四：
《回归创造股东价值的成长》
中小市值策略专题系列五：
《制造转型：挖掘机器替代人工的机会》
中小市值策略专题系列六：
《插上成长翅膀：挖掘受益超募的创业板公司》

证券分析师

王韧
首席策略研究员
S1060210090010
0755-22623376
WANGREN740@pingan.com.cn

研究概述：

- 结合平安证券研究所最新发布的平安战略新兴产业指数，我们对中小市值和新兴产业公司三季报进行了统计汇总。总体上看三季度中小公司净利增速继续放缓，整体依然面临较大估值压力，但结构分化的机会也在酝酿，重点关注真正受益政策扶持的新兴产业相关子领域明年的盈利反弹机会。

投资要点：

- 业绩增速继续放缓，全年盈利难达预期。2011 年前三季度中小市值公司累计营业收入同比增长 28.56%；净利润同比增长 16.06%。相比去年同期，盈利能力显著下降是中小市值公司净利增速放缓的主要原因。与业绩低于预期相对应，市场对中小市值公司的盈利预测不断下调，但从目前看，全年盈利仍有较大下调空间，这将给中小市值整体带来一定的估值压力。
- 新兴产业整体疲软，部分领域相对较强。前三季度新兴产业业绩增长弱于传统行业。三季度单季平安战略新兴产业成份股营收和净利同比增速 18.54%和-2.16%；其他中小市值公司营收和净利同比增速 30.33%和 16.80%。新兴产业各细分领域中仅生物行业净利增速维持 39.16%高位，新材料、生物和高端装备制造行业的估值水平与盈利增速匹配度相对较高。
- 整体机会难以再现，未来走势趋于分化。四季度中小公司业绩回落趋势料将延续，加之估值压力仍然偏高，中小市值股票四季度很难出现整体性机会。但在政策暖风频吹，经营环境改善背景下，未来结构性机会将逐步凸显：一方面，历经两年摸索，部分新兴产业子领域扶持规划将更具操作性，政策效果将大幅提升；另一方面，今年以来业绩压力反而创造强势公司的扩张机会，提升未来业绩弹性。建议重点关注节能环保设备、化工新材料、核电建设相关、TMT 软业务（软件、软消费、软服务）四大主题。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、整体增速显著放缓，全年盈利难达预期	4
1.1 三季度中小公司业绩增速继续放缓	4
1.2 中小公司盈利能力显著下降	5
1.3 中小公司业绩低于市场预期	7
1.4 全年盈利预测仍具下调空间	7
二、新兴产业整体疲软，部分领域相对较强	8
2.1 平安战略新兴产业指数今年跑输大盘	8
2.2 盈利下滑是新兴产业表现疲软根源	9
2.3 三季度生物行业一枝独秀	11
2.4 新材料、生物和高端装备制造行业具有估值吸引力	11
三、整体机会难以再现，未来走势趋于分化	12

图表目录

图表 1	中小板公司增长速度显著放缓	4
图表 2	创业板公司增长速度显著放缓	4
图表 3	中小公司三季度营业收入增速同比下滑、环比稳定	5
图表 4	中小公司三季度净利润增速同比、环比迅速下滑	5
图表 5	中小公司 ROE 同比、环比均下滑	5
图表 6	中小公司净利率同比、环比均下滑	5
图表 7	中小公司资产周转率相对稳定	6
图表 8	中小公司财务杠杆相对稳定	6
图表 9	中小公司毛利率同比、环比均下滑	6
图表 10	中小公司销售费用率变化	6
图表 11	中小公司管理费用率同比、环比均上升	6
图表 12	中小公司财务费用率同比、环比均上升	6
图表 13	中小板公司三季报业绩多数低于预期	7
图表 14	创业板公司三季报多数低于预期	7
图表 15	对 2011 年中小市值公司的盈利预测不断下调	7
图表 16	当前市场盈利预测仍然有很大的下调空间	8
图表 17	A 股中小公司估值溢价仍处于高位	8
图表 18	七大战略新兴产业指数成份股分布	9
图表 19	今年以来新兴产业指数跑输大盘	9
图表 20	新兴产业营业收入增速同比大幅下滑	10
图表 21	新兴产业净利润同比、环比大幅下滑	10
图表 22	新兴产业 ROE 同比、环比均下滑	10
图表 23	新兴产业净利率同比、环比均下滑	10
图表 24	新兴产业资产周转率相对稳定	10
图表 25	新兴产业财务杠杆相对稳定	10
图表 26	七大战略新兴产业指数成份股营业收入同比增速	11
图表 27	七大战略新兴产业指数成份股净利润同比增速	11
图表 28	七大战略新兴产业估值水平与净利润增速	12
图表 29	七大战略新兴产业领域各子领域投资机会梳理	13
图表 30	平安推荐成长股组合(截至 11 月 21 日)	13

本篇报告对中小市值以及新兴产业相关公司的三季报情况进行了汇总分析。中小市值公司包括在中小板和创业板上市的 892 家公司，其中中小板 618 家，创业板 274 家。新兴产业相关公司以我们发布的平安战略新兴产业指数的成份股作为样本，具体包括节能环保、新一代信息技术、新能源、新能源汽车、生物、高端装备制造以及新材料这七大战略新兴产业的相关上市公司。平安战略新兴产业指数成份股共计 476 家上市公司，其中主板 147 家，中小板 151 家，创业板 79 家。

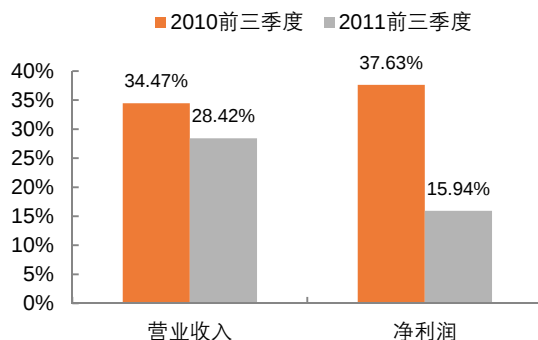
从我们的分析结果来看，三季度中小市值公司的盈利增速显著放缓，其中新兴产业相关公司的表现明显弱于传统产业。整体来看，由于四季度中小公司的经营状况很难大幅改善，同时中小市值股票的估值仍然偏高，我们认为中小市值股票在四季度很难出现整体性的机会，未来中小市值股票的走势将趋于分化。

一、整体增速显著放缓，全年盈利难达预期

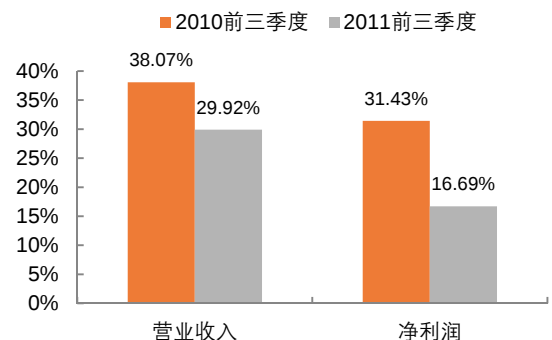
1.1 三季度中小公司业绩增速继续放缓

2011 年前三季度中小市值公司累计营业收入同比增长 28.56%，其中中小板和创业板分别增长 28.42% 和 29.92%；前三季度中小市值公司累计归属母公司净利润同比增长 16.06%，其中中小板和创业板分别增长 15.94% 和 16.69%。相比去年同期，中小市值公司业绩增速继续放缓。其中，受盈利能力下降影响，净利润增速下滑幅度更为明显。

图表1 中小板公司增长速度显著放缓



图表2 创业板公司增长速度显著放缓

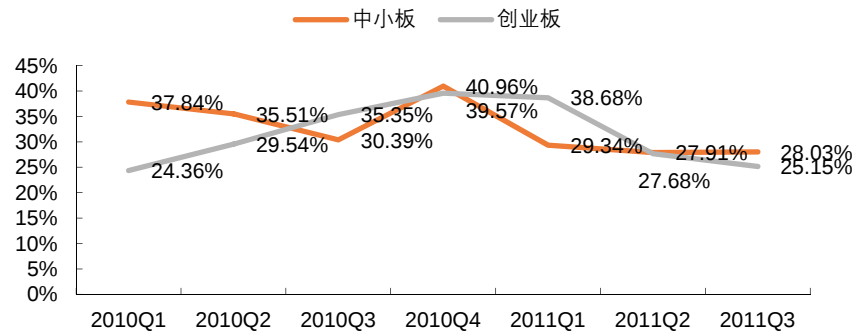


资料来源：WIND，平安证券研究所

资料来源：WIND，平安证券研究所

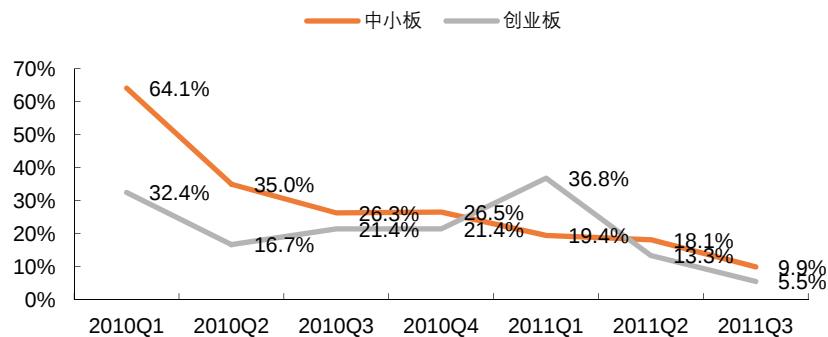
从单季度来看中小公司增速放缓的现象更为显著。虽然三季度单季中小公司收入增速相对稳定，但利润增速大幅下滑。2011 年三季度单季中小板和创业板营业收入同比增速分别为 28.03% 和 25.15%，与二季度增速基本持平；但净利润增速从一季度的 19.4% 和 36.8% 分别下滑至三季度 9.9% 和 5.5%，下降幅度较大。

图表3 中小公司三季度营业收入增速同比下滑、环比稳定



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 中小公司三季度净利润增速同比、环比迅速下滑

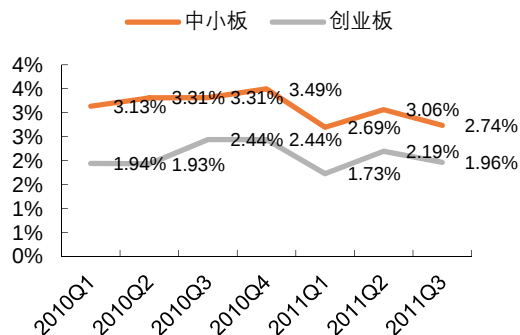


资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 中小公司盈利能力显著下降

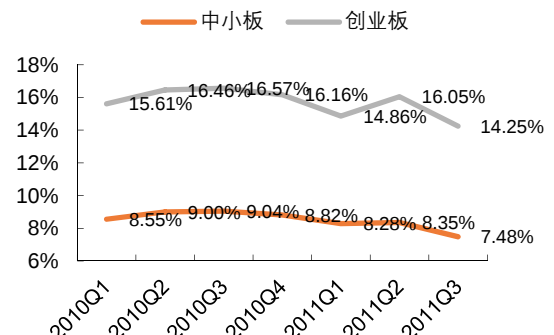
盈利能力显著下降是导致三季度中小公司净利润增速大幅下滑的主要原因。三季度单季中小板和创业板公司 ROE 分别为 2.74% 和 1.96%，环比下降 0.32 和 0.23 个百分点，同比下降 0.75 和 0.48 个百分点。通过杜邦分析将 ROE 分解成销售净利率、资产周转率和财务杠杆。从 ROE 分解来看，净利率的大幅回落是 ROE 下降的主要原因，而资产周转率和财务杠杆相对保持稳定。

图表5 中小公司ROE同比、环比均下滑



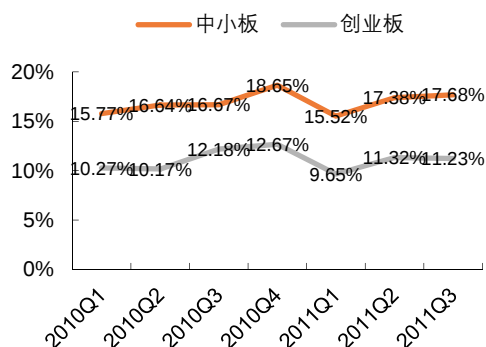
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 中小公司净利率同比、环比均下滑



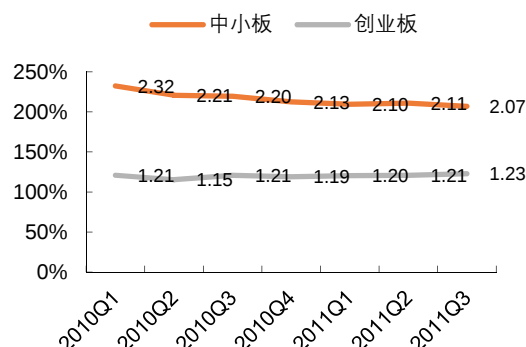
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 中小公司资产周转率相对稳定



资料来源: WIND, 平安证券研究所

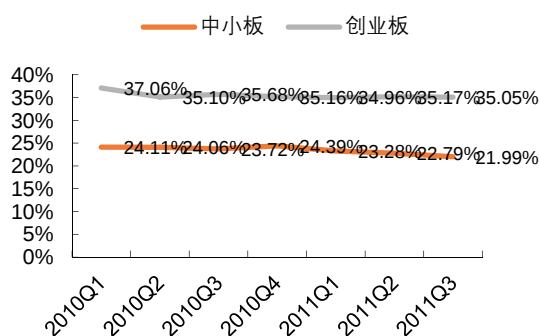
图表8 中小公司财务杠杆相对稳定



资料来源: WIND, 平安证券研究所

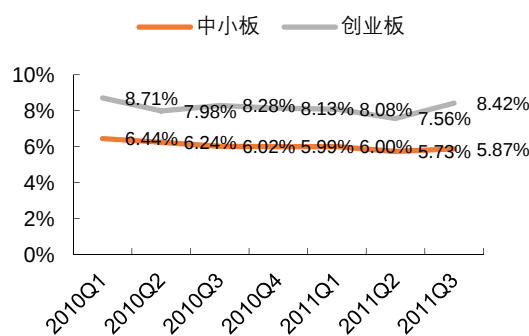
具体来看, 毛利率的下降和费用率的上升共同侵蚀了中小公司的利润率。中小板和创业板三季度毛利率分别为 21.99% 和 35.05%, 同比下降 1.73 和 0.63 个百分点, 环比下降 0.80 和 0.14 个百分点。同时, 除中小板公司销售费用率同比出现小幅下滑以外, 中小市值公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率同比和环比均出现了一定的上升。

图表9 中小公司毛利率同比、环比均下滑



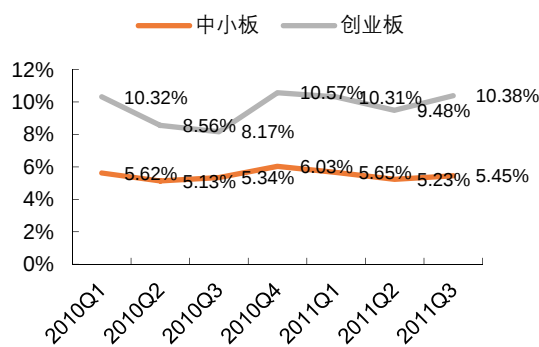
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表10 中小公司销售费用率变化



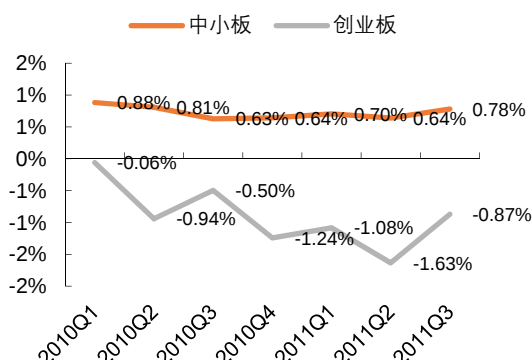
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 中小公司管理费用率同比、环比均上升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表12 中小公司财务费用率同比、环比均上升

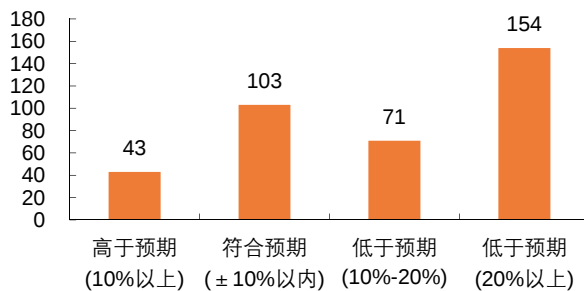


资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.3 中小公司业绩低于市场预期

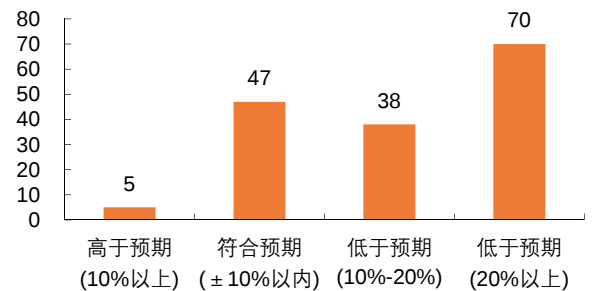
中小公司三季度的糟糕表现也远远超出了卖方分析师的预期。我们统计了 531 家中小公司的三季报以及朝阳永续一致预期，其中中小板 381 家，创业板 160 家。分析师对前三季度业绩的预期使用全年的盈利预测，乘以往年公司前三季度占全年业绩的比例得出。与预期相比，多数中小公司的业绩低于卖方分析师的一致预期，其中有相当比例的公司，其低于预期的幅度在 20% 以上。

图表13 中小板公司三季报业绩多数低于预期



资料来源: WIND, 朝阳永续, 平安证券研究所

图表14 创业板公司三季报多数低于预期

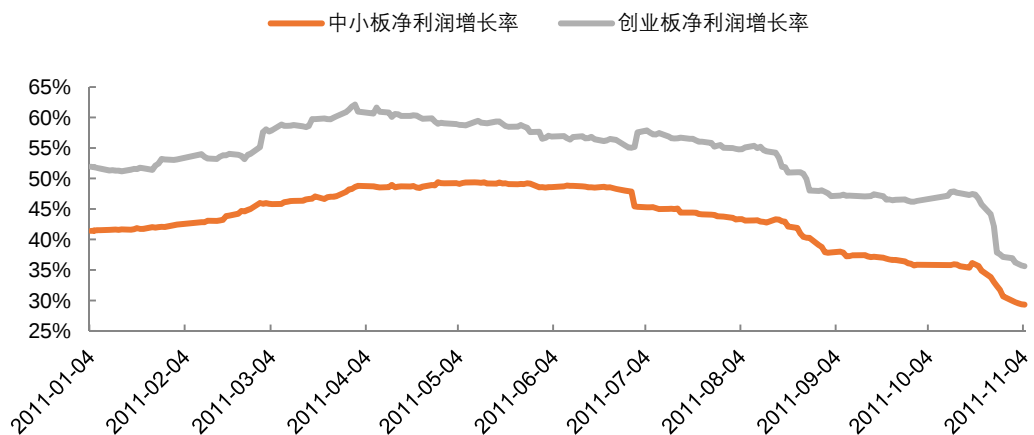


资料来源: WIND, 朝阳永续, 平安证券研究所

1.4 全年盈利预测仍具下调空间

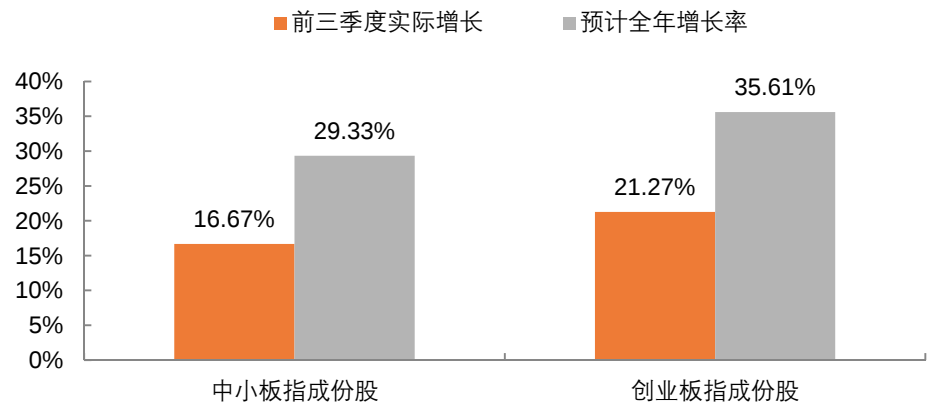
今年中小市值公司增速的显著放缓也导致分析师不断的调低对其的盈利预测，但这种下调可能还远没有结束。从目前朝阳永续对卖方分析师盈利预测的统计来看，当前市场对于中小板和创业板指数成份股公司全年的净利润增速预测值分别为 29.33% 和 35.61%，而前三季度中小板和创业板指数成份股公司实际盈利同比增速分别为 16.67% 和 21.27%，市场对中小公司盈利预期仍然具有很大的下调空间。虽然卖方分析师对盈利预测的调整相对市场存在一定的滞后性，但与预期相比如此大的差距意味着中小公司的高成长性光环已经逐渐褪色。目前 A 股中小市值公司的估值溢价仍然处于历史高位，综合考虑业绩低于预期和估值压力两大因素，中小公司整体性行情短期很难出现，投资机会只能集中于结构性的领域和公司。

图表15 对2011年中小市值公司的盈利预测不断下调



资料来源: 朝阳永续, 平安证券研究所

图表16 当前市场盈利预测仍然有很大的下调空间



资料来源: WIND, 朝阳永续, 平安证券研究所

图表17 A股中小公司估值溢价仍处于高位



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、新兴产业整体疲软，部分领域相对较强

2.1 平安战略新兴产业指数今年跑输大盘

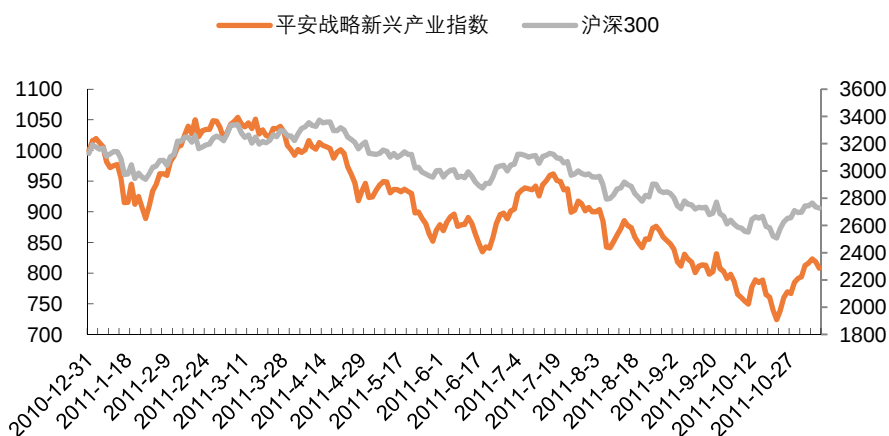
结合我们近期发布平安战略新兴产业指数以及相关公司的三季报，我们对战略新兴产业相关公司2011年前三季度的经营状况进行了分析。平安战略新兴产业指数包括战略新兴产业总指数以及节能环保、新一代信息技术、新能源、新能源汽车、生物、高端装备制造、新材料这七大战略新兴产业指数。平安战略新兴产业指数成份股共计476家上市公司，其中主板147家，中小板151家，创业板79家，其中主板的上市公司也以中小市值为主。今年以来，平安战略新兴产业总指数下跌21.11%，同期沪深300指数下跌16.65%，新兴产业指数跑输大盘4.46个百分点。

图表18 七大战略新兴产业指数成份股分布

所属行业	成份股数量	主板公司数量	中小板公司数量	创业板公司数量	今年涨跌幅
新兴产业总指数	476	147	151	79	-21.11%
节能环保	45	20	14	11	-19.97%
新一代信息技术	78	26	30	22	-16.67%
新能源	88	45	32	11	-22.18%
新能源汽车	69	45	20	4	-16.52%
生物	50	19	17	14	-15.39%
高端装备制造	81	38	27	16	-21.23%
新材料	76	30	37	9	-22.00%

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表19 今年以来新兴产业指数跑输大盘

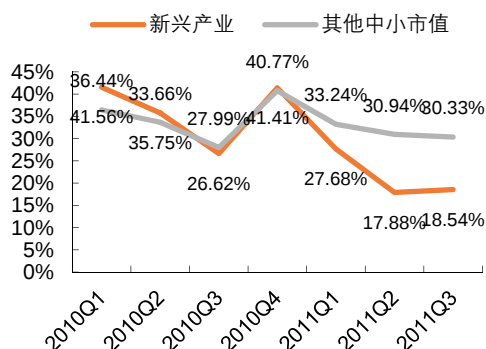


资料来源：WIND，平安证券研究所

2.2 盈利下滑是新兴产业表现疲软根源

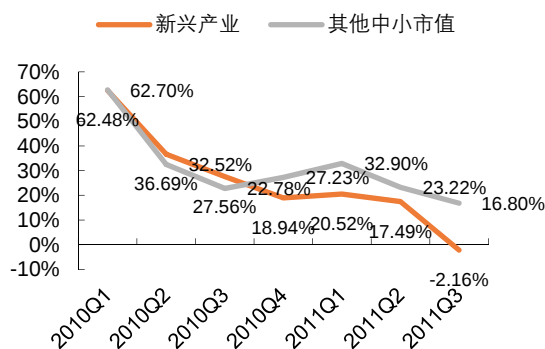
今年以来新兴产业公司表现明显弱于传统行业。三季度平安战略新兴产业成份股营业收入同比增速 18.54%，大幅低于去年同期的 26.62%；而其他中小市值公司营业收入同比增速 30.33%，高于去年同期的 27.99%。新兴产业指数成份股三季度净利润同比下降 2.16%，去年同期净利增速为 22.78%；其他中小市值公司净利增速也由去年同期的 27.56%下滑至 16.80%。

图表20 新兴产业营业收入增速同比大幅下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

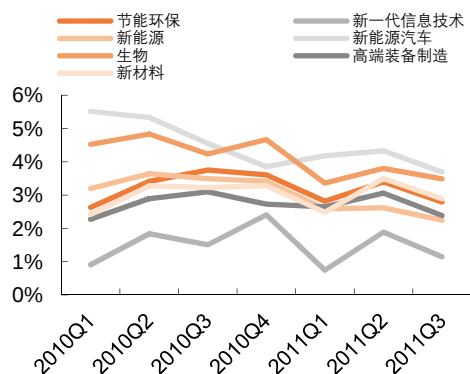
图表21 新兴产业净利润同比、环比大幅下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

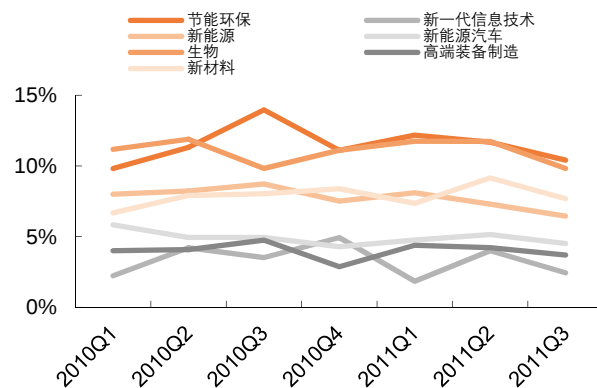
盈利能力的显著下降是新兴产业净利润增速大幅下滑的主要原因。2011 年三季度七大战略新兴产业的 ROE 同比、环比均出现下降。细分来看, 销售净利率的下降是 ROE 下降的主要原因, 而资产周转率和财务杠杆都保持相对稳定。

图表22 新兴产业ROE同比、环比均下滑



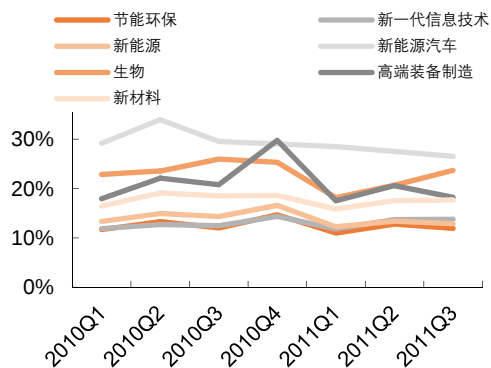
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表23 新兴产业净利率同比、环比均下滑



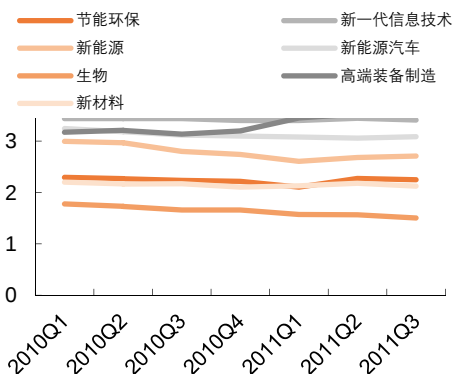
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表24 新兴产业资产周转率相对稳定



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表25 新兴产业财务杠杆相对稳定



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.3 三季度生物行业一枝独秀

细分来看，七大战略新兴产业中新一代信息技术和生物行业的营业收入增速同比、环比有所提高，而节能环保、新能源、新能源汽车、高端装备制造以及新材料行业的营业收入增速均出现了一定幅度下滑。从净利润增速来看，由于信息技术行业净利率的大幅下降，七大战略新兴产业中仅生物行业的盈利增速得到维持，其他行业增速均有所放缓，其中节能环保、新一代信息技术、新能源和高端装备制造行业净利润同比出现了一定程度的下降。

图表26 七大战略新兴产业指数成份股营业收入同比增速

所属行业	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
节能环保	31.33%	23.92%	15.91%	28.62%	27.37%	24.68%	24.42%
新一代信息技术	13.91%	12.61%	13.00%	24.52%	19.88%	26.07%	26.49%
新能源	24.18%	27.47%	23.33%	30.50%	22.24%	11.58%	11.65%
新能源汽车	79.92%	69.62%	48.83%	46.15%	30.45%	6.79%	16.40%
生物	36.17%	22.00%	30.76%	27.83%	22.40%	30.47%	39.20%
高端装备制造	32.19%	24.94%	18.05%	49.31%	34.01%	27.09%	17.05%
新材料	65.71%	52.92%	39.39%	36.44%	34.01%	23.90%	25.05%

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表27 七大战略新兴产业指数成份股净利润同比增速

所属行业	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
节能环保	111.25%	29.55%	38.08%	33.93%	57.87%	28.69%	-7.30%
新一代信息技术	-21.83%	10.87%	-7.17%	-1.78%	-0.79%	19.95%	-12.24%
新能源	53.04%	19.64%	34.75%	40.24%	23.84%	-1.07%	-17.40%
新能源汽车	174.80%	95.78%	54.15%	21.24%	6.48%	11.40%	6.33%
生物	62.33%	44.74%	37.67%	10.21%	28.74%	28.76%	39.16%
高端装备制造	17.35%	18.69%	18.11%	17.30%	47.00%	31.23%	-8.96%
新材料	179.87%	51.87%	35.36%	41.97%	47.52%	43.46%	19.55%

资料来源：WIND，平安证券研究所

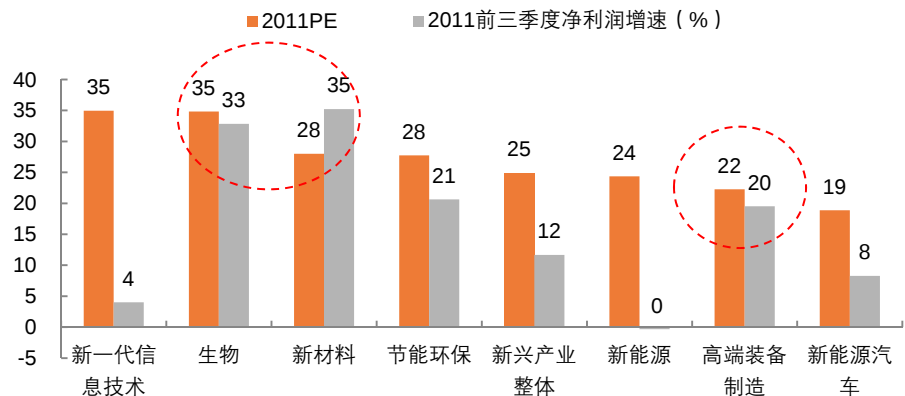
2.4 新材料、生物和高端装备制造行业具有估值吸引力

2011 年前三季度新兴产业成份股净利润同比增速仅为 11.67%。虽然短期看，新兴产业成份股业绩表现不佳，但从长期转型视角看，新兴产业相关公司可能正处于盈利周期的底部，真正具有成长性的领域和公司将重新获得市场关注。

当前战略新兴产业总指数对应 2011 年 PE 为 25 倍，前三季度盈利同比增速约为 12%，整体上看估值偏高。但细分来看，新材料、生物和高端装备制造行业的估值水平和盈利增速较为匹配，具有较

高的估值吸引力。

图表28 七大战略新兴产业估值水平与净利润增速



资料来源：WIND，平安证券研究所

三、整体机会难以再现，未来走势趋于分化

受宏观经济和货币紧缩等因素影响，今年以来中小市值股票业绩增速大幅低于预期。整体来看，由于四季度中小公司的经营状况很难大幅改善，同时中小市值股票的估值仍然偏高，我们认为中小市值股票在四季度很难出现整体性的机会，未来中小市值股票的走势将趋于分化。

今年以来新兴产业相关公司业绩低于预期的主要原因在于三个方面：一是不利的宏观背景，鉴于成长期更高的业绩波动性，今年以来国内外经济波动和需求回落直接导致新兴产业相关公司的业绩下滑；二是扭曲的政策背景，在货币全面紧缩并引发流动性短缺和利率双轨制的背景下，新兴产业因为集中了更多的中小企业和集聚了更迫切的资金需求而在这过程中受损；三是过高的市场预期，2009年以来市场对于经济转型的热切期望、信贷加速扩张引发的投资冒进、股市投融资制度安排的欠缺共同营造了新兴产业的高增长预期，甚至将部分新兴领域加速传统行业化（如风电、多晶硅等）。

虽然短期看，成长股盈利预测依然存在一定下调空间，但从长期转型视角看，新兴产业相关公司可能正处于盈利周期的底部：一方面，政策环境改善，政策结构转型、财政扶持加大等因素都将对新兴产业相关公司的未来业绩增长产生正面驱动；另一方面，发展趋向理性，经历前期投资“大跃进”并品尝部分新兴领域“传统行业化”的恶果后，新兴产业发展开始从单纯资金推动的粗放式增长转向注重效率提升的集约化增长；再次，经历前期摸索后，政府和市场对于新兴产业不同子领域的发展也开始有了更深的认识，相关扶持政策细则和市场资金流入的准确度都在大幅提升。综合这三个因素，在政策暖风频吹，经营环境改善背景下，未来新兴产业的结构性机会也将逐步凸显。

投资思路看，综合自上而下的分析和自下而上的汇总，我们更看好新兴产业中具有明确的成长空间和较高业绩确定性的细分领域。建议重点关注七大战略新兴产业的以下子领域：

(1)节能环保，主要机会在变频节能装备以及和大气污染防治相关的环保装备；(2)新能源，机会在于核电复苏，风电和光伏等已被传统行业化的领域相对谨慎；(3)新材料，机会在于节能环保新材料、高性能纤维复合材料、功能性薄膜材料、新型煤化工等高性能化学材料、高新能电子信息化学品等细分领域；(4)新一代信息技术，机会集中于有核心技术的平台软件、传媒等软消费、国家扶持的系统集成软服务，以及光通信和WIFI等硬件领域；(5)生物产业，机会开始向产品研发线匹配度较高的疫苗企业、品牌中药以及生物育种和水产领域集中；(6)高端装备制造，机会在于偏投资的航空航天军工装备，偏消费的石油装备等，包括轨道交通装备的阶段反弹；(7)新能源汽车，可

能遵循充电站和充电桩—零配件（电机、电池和上游材料）-整车龙头的发展路径，主要机会在于具有消耗耗材特质的上游材料领域。

图表29 七大战略新兴产业领域各子领域投资机会梳理

新兴产业	未来投资机会
节能环保	主要机会在变频节能装备以及和大气污染防治相关的环保装备。
新能源	机会在于核电复苏，风电和光伏等已被传统行业化的领域相对谨慎。
新材料	机会在于节能环保新材料、高性能纤维复合材料、功能性薄膜材料、新型煤化工等高性能化学材料、高新能电子信息化学品等细分领域。
新一代信息技术	机会集中于有核心技术的平台软件、传媒等软消费、国家扶持的系统集成软服务，以及光通信和 WIFI 等硬件领域。
生物	机会开始向产品研发线匹配度较高的疫苗企业、品牌中药以及生物育种和水产领域集中
高端装备制造	机会在于偏投资的航空航天军工装备，偏消费的石油装备等，包括轨道交通装备的阶段反弹。
新能源汽车	可能遵循充电站和充电桩—零配件（电机、电池和上游材料）-整车龙头的发展路径，主要机会在于具有消耗耗材特质的上游材料领域。

资料来源：平安证券研究所

公司维度，建议遵循两条路径筛选相关公司：

一是关注具备超募资金优势的中小市值公司。货币紧缩背景下那些能够将超募带来的“资金优势”转化为“竞争优势”的公司，一旦增长环境改善，将获得更高的成长性，建议关注连锁复制实现扩张的公司、产品供不应求并存在产能瓶颈的公司、适合收购实现外延增长三类公司。

二是潜在大小非减持压力较小的公司。重要股东的减持行为侧面反映了其对公司前景的判断，每年11-12月都是中小市值公司遭遇重要股东减持的高峰期，这两个月的减持次数大概占全年比例的35%-45%。今年特殊背景下，国企的年终业绩考核压力和年底现金回帐需求可能放大股东减持压力。由此，未来两个月可能是选择投资标的的重要观察窗口，建议回避那些遭遇重要股东持续减持的公司，布局业绩确定性较高和减持压力较小的公司。

综合前面分析，四季度我们重点推荐节能环保设备（变频节能设备和大气污染防治设备）、核电建设复苏（核电建设和运营设备相关）、化工新材料（高性能纤维复合材料、功能性薄膜材料）、TMT软业务（软件、软服务、软消费）四个投资主题。并提供了以下供参考的中小市值投资组合：

图表30 平安推荐成长股组合(截至11月21日)

股票简称	股票代码	当前股价	11EPS	12EPS	11PE	12PE
东材科技	601208	24.28	0.81	0.99	30.0	24.5
华测检测	300012	19.58	0.56	0.76	35.0	25.8
德力股份	002571	27.21	0.78	1.63	34.9	16.7
金发科技	600143	15.19	0.78	1.07	19.5	14.2
中航电子	600372	31.27	0.45	0.58	69.5	53.9
獐子岛	002069	28.67	0.75	0.92	38.2	31.2
杰瑞股份	002353	72.30	2.00	2.70	36.2	26.8
龙净环保	600388	25.68	1.25	1.50	20.5	17.1
利源铝业	002501	22.15	1.04	1.85	21.3	12.0
北纬通信	002148	16.00	0.23	0.83	69.6	19.3

资料来源：Wind，平安证券研究所

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）

公司声明及风险提示：

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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 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