

东方电热 (300217)

横向拓展的电加热器龙头

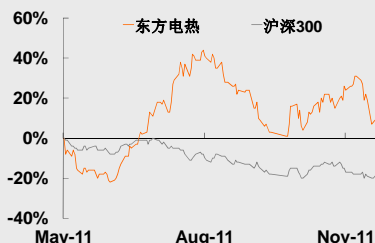
推荐 (首次)

现价: 30.75 元

主要数据

行业	家电
公司网址	gfang-heater.com
大股东/持股	谭荣生/2.66%
实际控制人/持股	谭荣生/29.93%
总股本(百万股)	90
流通 A 股(百万股)	23
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	29.89
流通 A 股市值(亿元)	7.65
每股净资产(元)	10.2
资产负债率(%)	25.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

朱政
投资咨询资格编号 S1060511010023
电话 021-33830521
邮箱 zhuzheng003@pingan.com.cn

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。

投资要点

■ 空调辅助电加热器是公司的业务基石

空调辅助加热器是公司的第一大业务，占比 70%，是公司多领域扩张的基石。公司目前的市场份额约为 35%，这块业务的增长基本跟随下游空调销量的增长。空调行业前两年受政策刺激出现爆发性增长后，增速已向正常水平回归，未来公司这块业务以稳为主。

■ 增加电加热器的品类是长期的增长逻辑

除空调之外，多晶硅冷氢化改造和电热水器成为利润的主要增长点。

冷氢化改造可以降低多晶硅的生产成本，行业目前正在从分散走向集中，一些规模小的企业已经放弃生产，规模大一点的企业要想生存下去必须要做冷氢化改造。电加热器及其控制系统是冷氢化工艺的核心设备，公司是国产设备的唯一供应商。公司的价格相比国外厂商有优势，目前已经成为多晶硅龙头江苏中能、洛阳中硅的供应商。公司目前在手订单 10 家企业。

公司近期公告了使用超募资金启动水加热项目，产品主要是针对电热水器和滚筒洗衣机，这两个行业集中度高，进入龙头的供应商体系是公司的主要策略。合资企业杭州河合电器及意大利独资企业杭州佐帕斯是公司的两个主要竞争对手，跟他们相比，公司产品的性价比更具优势。公司目前已经顺利进入海尔电热水器的供应商体系，明年电热水器是公司一个比较明确的增长点。

石油天然气是公司目前重点在开拓的一个领域，这块市场未来更多的是在国外。中东石油市场是公司目前海外扩张的主要目标，公司目前组建了团队，取得了国际认证，同时跟中东石油公司已经开始接触，未来的发展值得期待。

其他领域，如电动汽车和轨道交通也是值得关注的领域，这两个产品的利润率比较高，已开始小批量供货。

■ 首次给予“推荐”评级

未考虑石油天然气领域的拓展，预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.29 元、1.51 元、1.80 元，对应前日收盘价 PE 为 24 倍、20 倍、17 倍，空调业务趋向平稳，多晶硅业务从长期角度值得看好，首次给予“推荐”评级。

■ 风险提示：空调、光伏行业需求低于预期。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	380	592	720	871	1,040
YoY(%)	56.3	56.0	21.5	21.0	19.3
净利润(百万元)	47	77	116	135	162
YoY(%)	414.2	63.3	49.9	17.1	19.8
毛利率(%)	26.9	28.8	31.0	29.2	29.3
净利率(%)	12.4	13.0	16.1	15.5	15.6
ROE(%)	24.7	28.6	12.2	12.5	13.0
EPS(摊薄/元)	0.53	0.86	1.29	1.51	1.80
P/E(倍)	63.3	38.7	23.9	20.4	17.0
P/B(倍)	15.6	11.1	2.9	2.5	2.2

正文目录

一、 公司概况	4
2.1 横向拓展的电加热龙头	4
2.2 营收情况	4
2.3 股权结构	5
二、 空调辅助电加热器是公司的业务基石	5
3.1 最大的收入来源	5
3.2 格局集中，盈利稳定	6
3.3 下游短期调整，中长期仍有增长空间	6
三、 多领域拓展是公司的长期成长逻辑	7
4.1 多晶硅冷氢化改造	7
4.2 水加热项目	8
4.3 石油天然气领域	9
四、 业绩预测	10
5.1 收入成本预测	10
5.2 盈利预测汇总	11

图表目录

图表 1	主营业务收入 单位：百万元.....	4
图表 2	归属于母公司净利润 单位：百万元.....	4
图表 3	业务构成	4
图表 4	毛利率	4
图表 5	发行前后股权结构.....	5
图表 6	公司空调辅助电加热器占收入比重.....	5
图表 7	各类空调辅助电加热器占比	5
图表 8	空调销量增速	6
图表 9	主要家电产品的内销空间测算.....	6
图表 10	主要家电产品的保有量 单位：台.....	错误！未定义书签。7
图表 11	电热水器零售市场份额.....	8
图表 12	滚筒洗衣机内销市场份额	9
图表 13	公司收入成本预测	10
图表 14	公司盈利预测汇总表 单位：百万元.....	11

一、 公司概况

1.1 横向拓展的电加热龙头

东方电热自创立以来一直从事高性能电加热器的研发、生产与销售，公司目前已经成为我国最大的空调辅助电加热器制造商、最大的冷藏陈列柜除霜电加热器制造商，多晶硅冷氢化电加热系统国内唯一供应商。同时，公司凭借在行业内长期的技术积累，开始向石油、天然气开采及管道输送、石化、电动汽车、轨道交通、小家电等领域拓展电加热器市场，目前已经形成了电加热业务多领域齐头并进的态势。

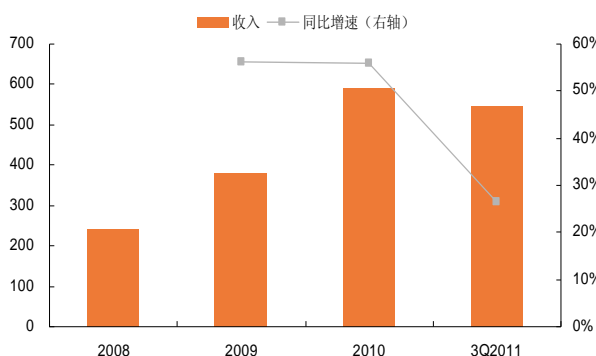
1.2 营收情况

公司 2011 前三季度收入 5.46 亿元,同比增长 26%,归属于母公司净利润 8809 万元,同比增长 55%,因下游空调销售增速放缓，公司近期收入增速有所回落。

公司主业可以分为民用加热器和工业用加热器两类，民用加热器主要在空调、冰柜等家电产品上使用，工业用加热器主要在多晶硅、石化等领域使用。公司自 2009 年开始进入工业用加热器领域，目前收入占比已达 20%左右。

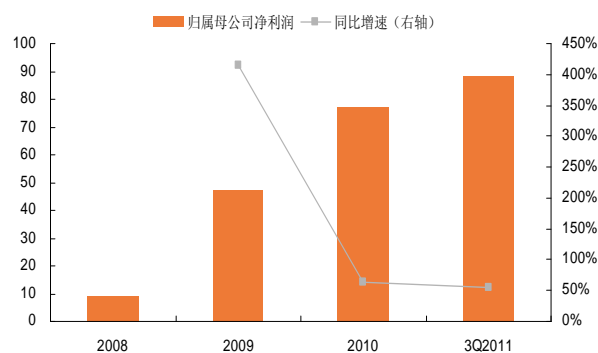
中报披露，公司综合毛利率为 32.63%，其中民用加热器毛利率为 27.66%，工业用加热器毛利率为 59.61%，民用加热器近几年毛利率平稳，工业用加热器毛利率有明显提升。

图表1 主营业务收入 单位：百万元



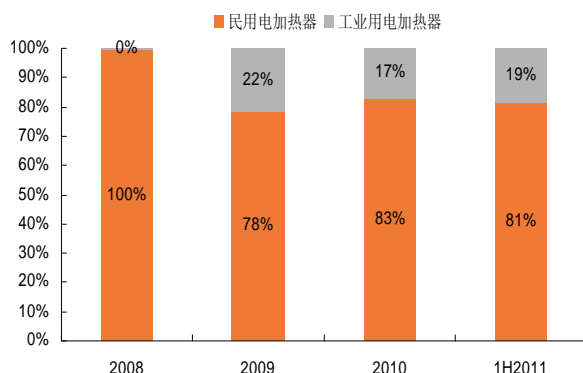
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表2 归属于母公司净利润 单位：百万元



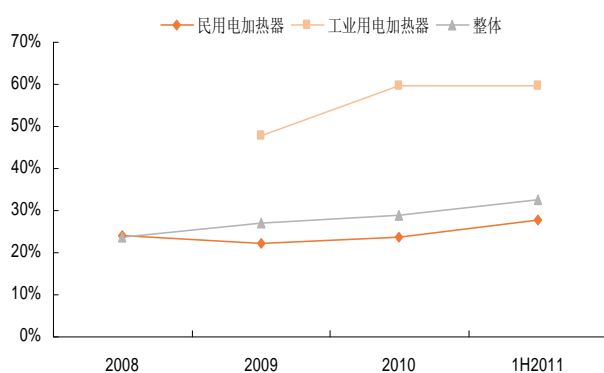
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表3 业务构成



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表4 毛利率



资料来源：公司资料，平安证券研究所

1.3 股权结构

公司控股股东及实际控制人为谭荣生、谭伟、谭克父子三人，合计持有 5352.4 万股股份，占公司发行前总股本的 80.03%，本次发行 2300 万股 A 股后，谭荣生、谭伟、谭克父子三人持股占总股本比例为 59.55%。

图表5 发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	数量 (万股)	比例	数量 (万股)	比例
谭荣生	2002.00	29.93%	2002.00	22.27%
谭伟	1675.20	25.05%	1675.20	18.64%
谭克	1675.20	25.05%	1675.20	18.64%
东方企管	890.00	13.31%	890.00	9.90%
其他自然人股东	445.60	6.66%	445.60	4.96%
本次发行股份			2300.00	25.59%
合计	6688.00	100.00%	8988.00	100.00%

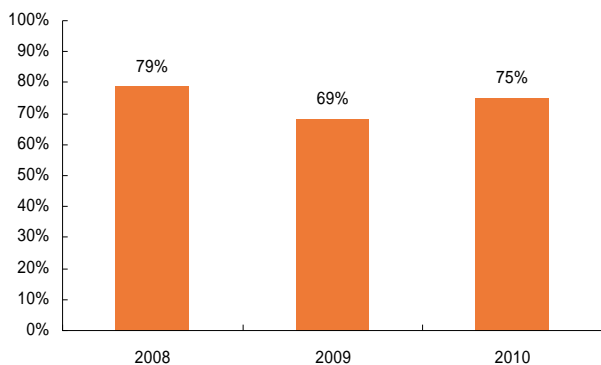
资料来源：公司资料，平安证券研究所

二、 空调辅助电加热器是公司的业务基石

2.1 最大的收入来源

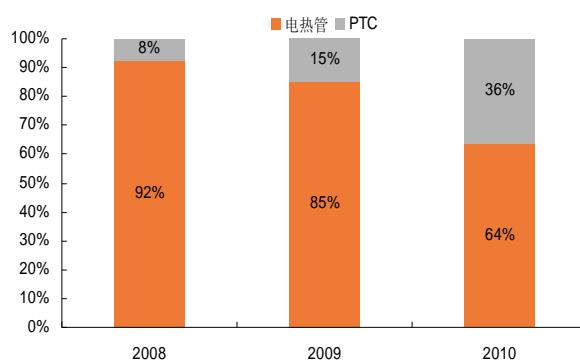
近三年来，空调辅助电加热器占公司总收入的比重保持在70%左右，是公司收入的主要来源，是公司多元化扩张的基石。公司目前有电热管和PTC两类空调辅助加热器，电加热器主要用于柜机，PTC加热器目前逐渐取代电加热器在挂机上使用。

图表6 公司空调辅助电加热器占收入比重



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表7 各类空调辅助电加热器占比



资料来源：公司资料，平安证券研究所

PTC加热器的优缺点。近年来，随着政府对空调节能要求的提高，PTC加热器获得了快速发展。PTC加热器在具有较好的制热效果的同时能够保持相对较低的能耗。此外，PTC空调辅助电加热器还具有安全的优点，由于PTC元件的最高温度一般只能达到200℃，即使在没有保护装置、风机也停机的情况下，也不会出现着火的情况，而传统空调辅助电加热器的发热元件表面温度能达到400多度，必须配以保护装置。随着空调挂机的设计越来越小巧，从而留给辅助电加热器的空间也越来越小，PTC元件由于比较安全，对保护装置的要求低，体积比较小，其应用也就越来越普遍。不过，PTC空调辅助电加热器由于发热元件的温度不很高，不适合较大范围空间的制热，所以，PTC空调辅助电加热器一般仅用在空调挂机中，在空调柜机中应用很少。

2.2 格局集中，盈利稳定

空调电加热器的下游是空调整机厂家，空调整机的集中度已经很高，格力、美的、海尔三家企业在内销市场的份额已经达到 60%，目前东方电热、格力世纪精信（只供格力）、顺德恒美（只供美的）、苏州新业是空调三巨头的主要供应商，因此，空调电加热器的格局也是相对集中的，东方电热在空调电加热器的市场份额大约在 35%左右。

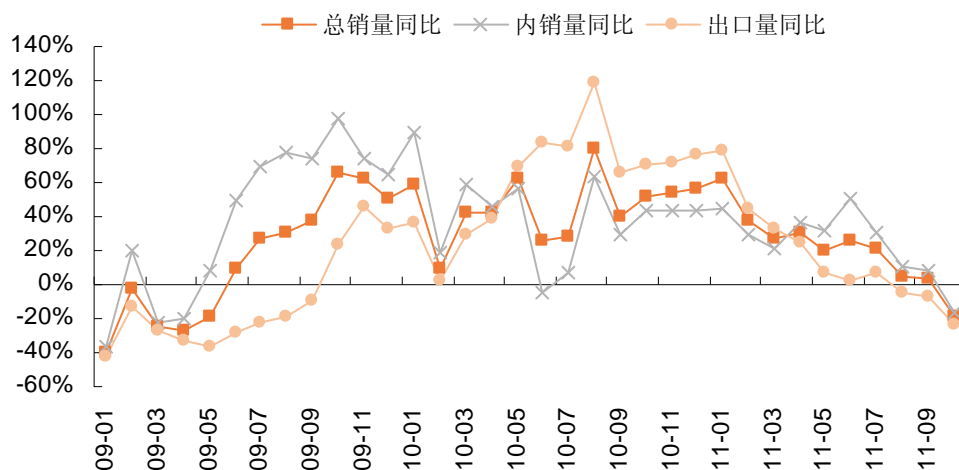
公司与下游整机企业保持着长期稳定的供货关系，整机企业为了保证供货质量的可靠稳定，不会轻易更换供应商，另外，公司的规模已经很大，已经确定一定规模优势。

空调辅助加热器的毛利率是相对较为稳定的，一方面是竞争格局集中的原因，另一方面，空调整机企业出于市场竞争的需要，每年都会推出空调新品，相应也要求电加热器设计新品以适应其需要，新品的推出保证了空调加热器的毛利率稳定。今年上半年的高利率有其特殊原因，由于产能不足，公司上半年主要接高毛利的订单，随着产能扩张，毛利率会回归正常。

2.3 下游短期调整，中长期仍有增长空间

空调电加热器的量保持与下游空调销量同步增长，空调行业短期受宏观经济波动及行业刺激政策退出影响开始进入调整阶段，但长期看，三四级市场、农村市场的保有量还有较大提升空间。公司空调电加热器未来将保持较为稳定的增长，为公司其他业务的拓展奠定基石。

图表8 空调销量增速



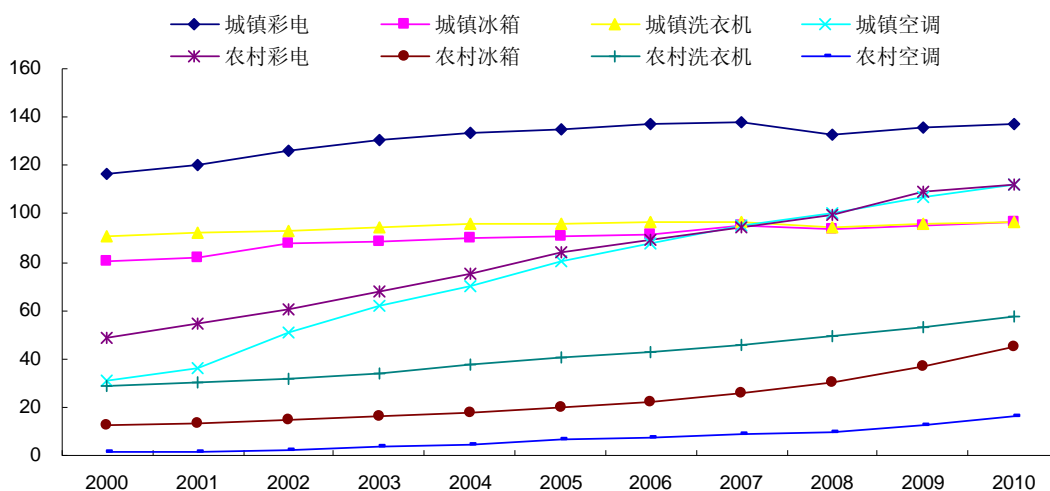
资料来源：产业在线，平安证券研究所

图表9 主要家电产品的内销空间测算

	每户台数	使用寿命(年)	年均容量(万台)	2011年预期销量(万台)	2011年销量/年均容量
液晶电视	1	8	5402	3849	71%
冰箱	1	10	4322	5829	135%
洗衣机	1	10	4322	3695	86%
空调	2	10	8643	6085	70%

资料来源：平安证券研究所

图表10 主要家电产品的每百户保有量 单位：台



资料来源：统计局，平安证券研究所

三、多领域拓展是公司的长期成长逻辑

国民经济中需要用到电加热的领域较多，公司在空调加热器领域确立龙头地位后，开始进入冷链、多晶硅冷氢化改造、石油天然气、热水器等领域，加热器品类的增加是公司未来主要的成长逻辑。

3.1 多晶硅冷氢化改造

目前国际上和国内绝对大多数企业均通过改良西门子法生产多晶硅，在用三氯氢硅生产多晶硅的过程中，会产生大量的副产品四氯化硅，四氯化硅是一种具有强腐蚀性的有毒物质，目前处理四氯化硅最常用的方式就是将四氯化硅转化为三氯氢硅，继续生产多晶硅。用四氯化硅生产三氯氢硅有两种工艺：热氢化工艺和冷氢化工艺，目前国外大型多晶硅生产企业均采用冷氢化工艺进行四氯化硅处理，热氢化工艺已被淘汰，而国内厂商多数仍以热氢化处理为主，冷氢化工艺相比热氢化工艺成本更低，代表未来的发展方向，目前有一定规模的多晶硅企业都在开展冷氢化改造以降低成本。

电加热器及其控制系统是冷氢化工艺设备的核心设备，公司是国产设备的唯一供应商。公司的价格相比国外厂商有优势，目前已经成为多晶硅龙头江苏中能、洛阳中硅的供应商。

最早洛阳中硅采用的冷氢化改造方案是来自俄罗斯的，该方案安全性较高，但与公司的方案相比，热效率低、能耗高、造价高、体积大、温度调控不精确，最终，公司的产品赢得了国内客户的认可。

多晶硅冷氢化加热设备是非标产品，每 5000 吨多晶硅产能对应 1500 万-2000 万的电加热器设备，其中电加热器和电加热芯各占 50%。电加热芯是易耗品，理论上每年更换一次，开工率低的企业更换得慢。

光伏行业的低迷对多晶硅项目的投产进度有一定影响，预计明年上半年比较艰难，三季度有望好转。明年多晶硅行业会洗牌，因此降成本很重要，企业要生存下去必须要做冷氢化改造，公司目前在手订单 10 家企业，都会正常执行改造，但在谈的项目不排除延期的可能性。公司回款方面比较正常，未发现下游客户因行业不景气拖欠款项。

该业务的收入需到下游客户的生产线启动后确认。

3.2 水加热项目

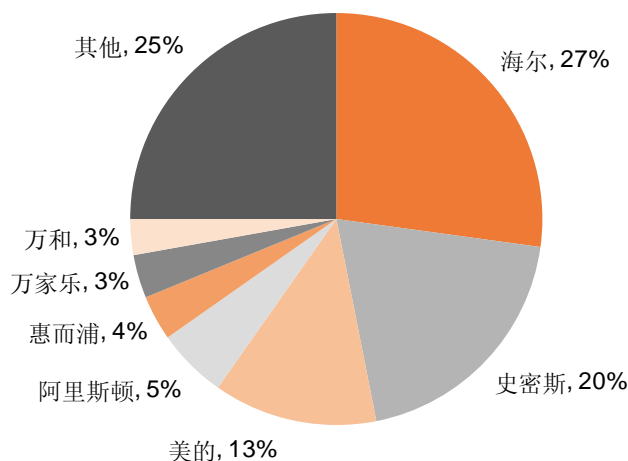
公司近期公告了使用超募资金启动水加热项目，产品主要是针对电热水器和滚筒洗衣机，这两个行业集中度高，进入龙头的供应商体系是公司的主要策略。

合资企业杭州河合电器及意大利独资企业杭州佐帕斯是公司的两个主要竞争对手。杭州河合是国内知名的加热元件制造商，热水器加热管年产 350 万支，洗衣机加热管年产 1000 万支，烤箱加热管年产 240 万支。杭州佐帕斯属全球知名电热元件制造商意大利佐帕斯在国内的独资公司，洗衣机管年产 800 万支，咖啡机蒸汽锅炉 400 万个，烤箱电热管 250 万支，并生产冰箱的化霜管、加热带、小家电加热管等。

电热水器市场份额集中，前三家企业海尔、史密斯、美的占了 60% 的市场份额。海尔电加热器的采购额约为 2 亿元，公司凭借高性价比以及空调加热器的长期合作关系，顺利进入了海尔电热水器的供应商体系，明年电热水器是公司一个比较明确的增长点。

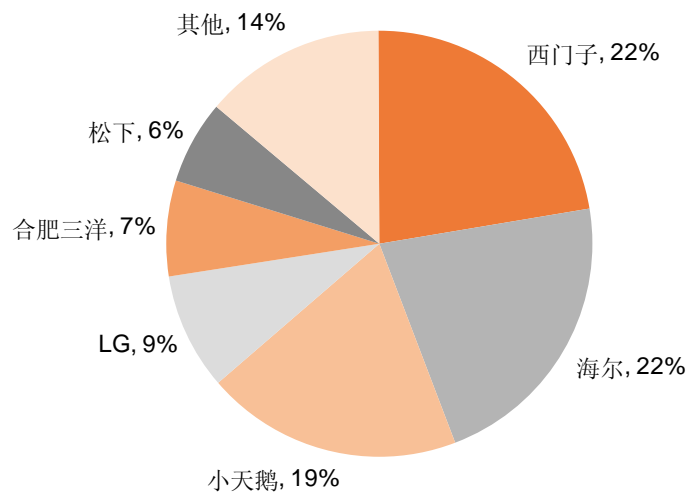
滚筒洗衣机的烘干功能需要用到电加热器。据产业在线统计，2010 年滚筒洗衣机内销量为 450 万台，出口量为 653 万台，内销市场前三大企业西门子、海尔、小天鹅的市场份额达到 63%，行业集中度高。公司目前已与下游客户建立联系，试制样品。

图表11 电热水器零售市场份额



资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表12 滚筒洗衣机内销市场份额



资料来源：产业在线，平安证券研究所

3.3 石油天然气领域

在石油、天然气的开采和运输过程中，电加热器主要有以下用途：

(1) 天然气开采环节。由于来自地下的高压天然气出井时的压力一般都远高于其在输气管网中的压力，出井后天然气在降压膨胀的过程中，会吸收大量的热，使周围的温度迅速降低，从地下采出的天然气中多少都含有水汽，水合物可能会结冰从而造成管线冻堵，因而一般对出井时降压吸热的天然气都要采取加热措施。

(2) 石油开采环节。由于出井时的原油中混有泥沙、石块等杂质，十分粘稠，通常需要配备加热装置对出井原油进行加热，降低其稠度，提高其流动性。

(3) 运输环节。在石油、天然气管线运输的过程中，为防止在低温环境下结冰造成管线冻堵的情况，也需要不时对石油、天然气进行加热。

中东石油市场是公司目前海外扩张的主要目标，公司目前组建了团队，取得了国际认证，同时跟中东石油公司已经开始接触，未来的发展值得期待。

四、业绩预测

4.1 收入成本预测

图表13 公司收入成本预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
工业电加热器合计					
收入 (百万元)	75.35	93.76	121.46	139.22	169.86
增速		24.43%	29.54%	14.62%	22.01%
成本 (百万元)	39.31	37.88	49.80	57.08	69.64
毛利率	47.83%	59.60%	59.00%	59.00%	59.00%
四氯化硅冷氢化用电加热器					
收入 (百万元)	49.03	39.30	47.16	47.16	56.60
增速		-19.84%	20.00%	0.00%	20.00%
销量 (套)	47.00	40.00	48.00	48.00	57.60
增速	571.43%	-14.89%	20.00%	0.00%	20.00%
四氯化硅冷氢化用电加热芯					
收入 (百万元)	8.08	37.64	53.27	65.77	80.41
增速		366.06%	41.54%	23.48%	22.25%
销量 (套)	16.00	78.00	110.40	136.32	166.66
增速		387.50%	41.54%	23.48%	22.25%
其他工业电加热器					
收入 (百万元)	18.24	16.82	21.03	26.28	32.85
增速		-7.80%	25.00%	25.00%	25.00%
销量 (套)	352.00	297.00	371.25	464.06	580.08
增速	-43.41%	-15.63%	25.0%	25.0%	25.0%
民用电加热器合计					
收入 (百万元)	298.03	489.50	598.37	731.86	869.74
增速	23.09%	64.25%	22.24%	22.31%	18.84%
成本 (百万元)	232.09	374.05	446.98	559.88	665.35
毛利率	22.13%	23.59%	25.30%	23.50%	23.50%
电热管空调辅助电加热器					
收入 (百万元)	220.73	282.11	313.14	328.80	345.24
增速	25.16%	27.81%	11.00%	5.00%	5.00%
三大家冷暖柜机销量 (万台)	504.65	723.58	933.04	1036.55	1116.52
销量 (万套)	728.49	826.34	917.24	963.10	1011.25
增速	50.23%	13.43%	11.0%	5.0%	5.0%
PTC 空调辅助电加热器					
收入 (百万元)	39.44	161.67	234.42	304.75	396.17
增速	172.75%	309.96%	45.00%	30.00%	30.00%
三大家冷暖挂机销量 (万台)	2291.92	3286.23	4237.52	4707.60	5070.82
销量 (万支)	177.56	686.21	995.00	1293.51	1681.56
增速	195.34%	286.47%	45.0%	30.0%	30.0%
除霜电加热器					

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入 (百万元)	10.31	16.95	22.04	27.55	33.06
增速	-30.18%	64.50%	30.00%	25.00%	20.00%
销量 (万支)	13.15	22.94	29.82	37.28	44.73
增速	1.15%	74.45%	30.0%	25.0%	20.0%
电热水器					
收入 (百万元)				35.00	45.50
增速					30.00%
销量 (万支)				100.00	130.00
增速					30.0%
滚筒洗衣机					
收入 (百万元)				7.00	21.00
增速					200.00%
销量 (万支)				20.00	60.00
增速					200.0%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.2 盈利预测汇总

未考虑石油天然气领域的拓展，预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.29 元、1.51 元、1.80 元，对应前日收盘价 PE 为 24 倍、20 倍、17 倍，空调业务趋向平稳，多晶硅业务从长期角度值得看好，首次给予“推荐”评级。

图表14 公司盈利预测汇总表 单位：百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	592	720	871	1040
营业成本	422	497	617	735
营业税金及附加	2	3	4	4
营业费用	21	22	26	30
管理费用	37	45	54	63
财务费用	6	-2	-11	-12
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	106	157	184	221
营业外收入	12	3	3	3
营业外支出	8	1	1	1
利润总额	110	159	186	223
所得税	15	24	28	33
净利润	95	135	158	189
少数股东损益	18	19	23	27
归属母公司净利润	77	116	135	162
EBITDA	112	163	187	227
EPS (元)	1.15	1.29	1.51	1.80

资料来源：公司资料、平安证券研究所

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	507	1064	1198	1386
现金	56	478	482	542
应收账款	98	128	156	183
其他应收款	2	5	4	6
预付账款	10	18	22	25
存货	160	235	284	331
其他流动资产	180	201	250	299
非流动资产	156	250	338	401
长期投资	0	0	0	0
固定资产	116	219	305	367
无形资产	27	29	31	33
其他非流动资产	13	2	1	1
资产总计	663	1314	1535	1787
流动负债	332	283	347	409
短期借款	102	0	0	0
应付账款	93	126	155	182
其他流动负债	137	157	192	227
非流动负债	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	349	299	363	425
少数股东权益	44	64	86	113
股本	67	90	90	90
资本公积	102	645	645	645
留存收益	101	216	352	514
归属母公司股东权益	270	951	1086	1248
负债和股东权益	663	1314	1535	1787

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	67	58	95	130
净利润	95	135	158	189
折旧摊销	0	9	14	18
财务费用	6	-2	-11	-12
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	0	-84	-67	-67
其他经营现金流	-34	1	1	1
投资活动现金流	8	-102	-102	-81
资本支出	16	100	100	80
长期投资	5	0	0	0
其他投资现金流	29	-2	-2	-1
筹资活动现金流	-59	466	11	12
短期借款	-69	-102	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	23	0	0
资本公积增加	1	542	0	0
其他筹资现金流	9	2	11	12
现金净增加额	16	422	4	61

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	592	720	871	1040
营业成本	422	497	617	735
营业税金及附加	2	3	4	4
营业费用	21	22	26	30
管理费用	37	45	54	63
财务费用	6	-2	-11	-12
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	106	157	184	221
营业外收入	12	3	3	3
营业外支出	8	1	1	1
利润总额	110	159	186	223
所得税	15	24	28	33
净利润	95	135	158	189
少数股东损益	18	19	23	27
归属母公司净利润	77	116	135	162
EBITDA	112	163	187	227
EPS (元)	1.15	1.29	1.51	1.80

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	56.0%	21.5%	21.0%	19.3%
营业利润	86.6%	48.4%	17.3%	20.0%
归属于母公司净利润	63.3%	49.9%	17.1%	19.8%
获利能力				
毛利率(%)	28.8%	31.0%	29.2%	29.3%
净利率(%)	13.0%	16.1%	15.5%	15.6%
ROE(%)	28.6%	12.2%	12.5%	13.0%
ROIC(%)	26.6%	24.2%	21.1%	21.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.6%	22.8%	23.6%	23.8%
净负债比率(%)	29.18%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.52	3.76	3.45	3.39
速动比率	1.04	2.93	2.64	2.58
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.73	0.61	0.63
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	4.75	4.52	4.39	4.36
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.29	1.51	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.64	1.05	1.45
每股净资产(最新摊薄)	3.00	10.58	12.08	13.89
估值比率				
P/E	35.82	23.90	20.41	17.04
P/B	10.25	2.91	2.54	2.21
EV/EBITDA	26	18	15	13

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