

# 普邦园林(002663.SZ)

## 稳健成长的地产园林领先企业

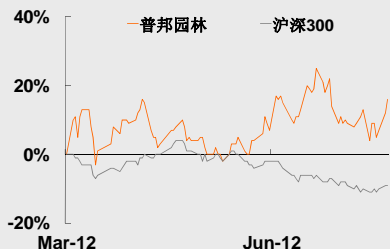
### 推荐(维持)

现价: 45.35 元

#### 主要数据

行业	建筑和工程
公司网址	http://www.pblandscape.com
大股东/持股	涂善忠/34.35%
实际控制人/持股	涂善忠/34.35%
总股本(百万股)	175
流通 A 股(百万股)	44
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	80.51
流通 A 股市值(亿元)	20.13
每股净资产(元)	10.29
资产负债率(%)	11.5

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《高成长、高送转符合预期, 未来关注订单与地产调控》——2012 半年报点评

#### 证券分析师

邵青

投资咨询资格编号 S1060511010002  
0755-22622740  
Shaoqing001@pingan.com.cn

#### 研究助理

杜市伟

一般证券从业资格编号 S1060112040036  
0755-22626137  
Dushiwei395@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

#### ■ 预计三季度净利润增长超过 50%

普邦园林上半年净利润增长 48.9%, 7 月份订单回暖迹象明显。我们预计三季度净利润增长将超过 50%。

#### ■ 行业容量大, 设计和管理是园林企业核心竞争力

地产园林市场容量超过 1500 亿元, 行业容量巨大。随着地产调控的持续和经济转型, 行业增速放缓, 一味地追求高成长而忽视成长质量的粗放式发展模式已穷途末路, 集中度提升是大势所趋。设计和管理构成园林企业核心竞争要素, 风险控制在调控背景下尤为重要, 资金可进一步提升企业竞争力。

#### ■ 追求成长与资金供给的平衡

以垫资的方式实现业务承接是行业特征决定的, 这无可厚非。但我们并不认同过度依赖垫资换取订单高速增长的模式。原因在于这夸大了企业自身实力, 积累了坏账风险, 最终导致企业通过不断的融资来维系企业的正常运营。我们崇尚企业资金供给与业务扩张的平衡, 通过不断探索新的商业模式、挖掘新的业绩增长点来实现业务扩张。

#### ■ 经营稳健、设计突出、资金充足助公司持续成长

公司发展战略和市场定位清晰, 高收现比凸显稳健经营特征; 作为在地产园林领域的激烈竞争中脱颖而出的业内领先企业, 公司设计需求有着深刻的理解。强大的方案设计能力体现公司设计优势; 上市募集资金为公司打破了成长的资金瓶颈, 增强公司竞争实力, 超募资金可撬动项目规模相当于 2011 年收入的两倍。

#### ■ 盈利预测: 未来三年净利润复合增速 47%, “推荐”评级

预计公司 12-14 年分别实现净利润 2.64 亿元、3.82 亿元和 5.29 亿元, 摊薄后 EPS 分别为 1.51 元、2.09 元和 3.03 元。8 月 14 日股价对应 12-13 年 PE 分别为 30.0 和 20.8 倍, 相对园林行业其他上市公司来说, 估值水平相对较高。但公司经营稳健、未来高成长确定性较高, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 地产持续调控、业务扩张带来的管理风险、优惠税率取消风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	861	1,309	1,925	2,751	3,834
YoY(%)	66.8	52.0	47.1	42.9	39.4
净利润(百万元)	49	168	264	382	529
YoY(%)	-8.6	245.5	57.2	44.4	38.6
毛利率(%)	26.8	26.8	26.5	26.7	26.8
净利率(%)	5.7	12.8	13.7	13.9	13.8
ROE(%)	17.2	37.3	13.5	16.3	18.4
EPS(摊薄/元)	0.28	0.96	1.51	2.19	3.03
P/E(倍)	162.8	47.1	30.0	20.8	15.0
P/B(倍)	28.0	17.6	4.0	3.4	2.8

## 正文目录

一、稳健成长的地产园林领先企业 .....	3
二、调控加速行业转型、强者更强局面有望呈现 .....	4
三、园林企业竞争要素：设计与管理是核心、调控下风险控制至关重要、资金必不可少 ....	6
四、经营稳健、设计能力突出、充足资金助力公司持续成长 .....	8
五、盈利预测与投资建议：未来三年净利润复合增速 47% .....	10
六 风险提示 .....	11

## 图表目录

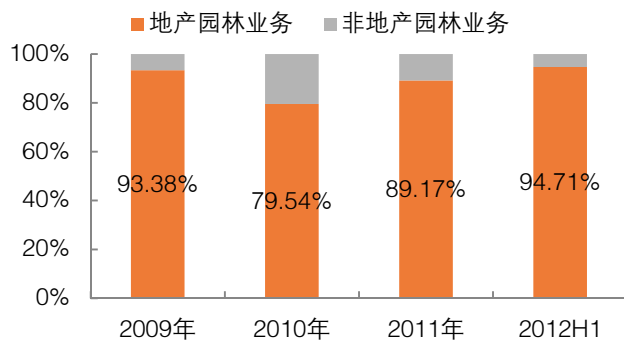
图表 1 专注地产园林 .....	3
图表 2 上半年收入结构 .....	3
图表 3 上半年收入增长 40% .....	3
图表 4 单季度同比增速见底回升 .....	3
图表 5 收入区域分布逐步均衡 .....	4
图表 6 华东和西南地区成为公司新的业绩发力点 .....	4
图表 7 前十名股东持股情况 .....	4
图表 8 我国园林绿化整体质量水平不高 .....	5
图表 9 行业集中度不断提升 .....	5
图表 10 业务类型和市场布局各不相同的园林绿化领先企业 .....	6
图表 11 园林企业应收账款大幅提高 .....	7
图表 12 园林企业应收账款坏账率提高 .....	7
图表 13 项目收支时间点不匹配、营运资金要求高 .....	7
图表 14 收现比领先 .....	8
图表 15 公司应收款/营收比例低 .....	8
图表 16 账龄结构大幅改善 .....	9
图表 17 公司人员数量稳步提高 .....	9
图表 18 设计人员数量最多 .....	9
图表 19 公司设计收入规模稳步增长（单位：万元） .....	9
图表 20 营收预测关键假设 .....	10
图表 21 公司估值水平相对较高 .....	11

## 一、稳健成长的地产园林领先企业

### ■ 专注地产园林的一体化运营企业

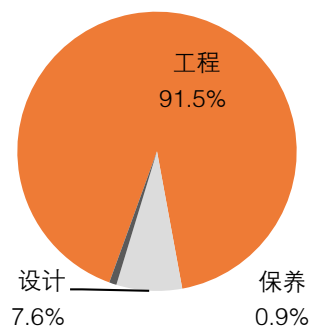
普邦园林将主营业务定位在市场化程度较高的中高端地产园林领域，在竞争中不断实现跨越式成长。

图表1 专注地产园林



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表2 上半年收入结构

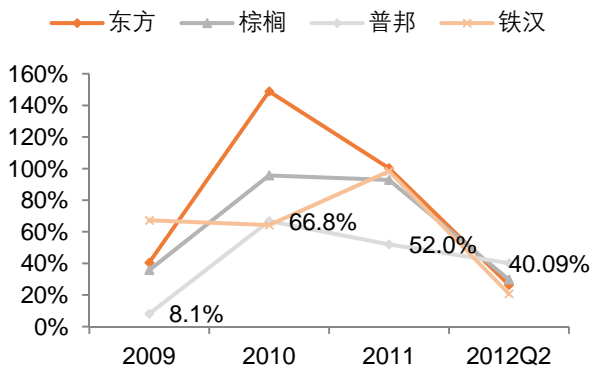


资料来源：公司资料、平安证券研究所

### ■ 地产调控下高成长持续

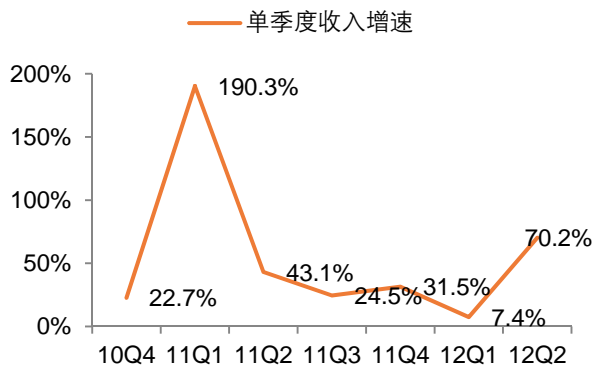
与其他上市公司相比，上半年公司收入增速领先。从单季度上看，增速呈现见底回升态势。

图表3 上半年收入增长40%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表4 单季度同比增速见底回升

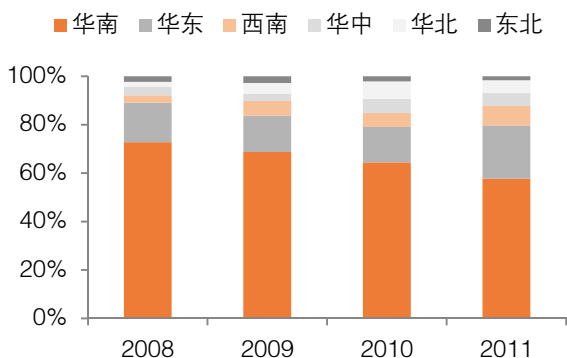


资料来源：公司资料、平安证券研究所

### ■ 跨区域经营能力逐步提高

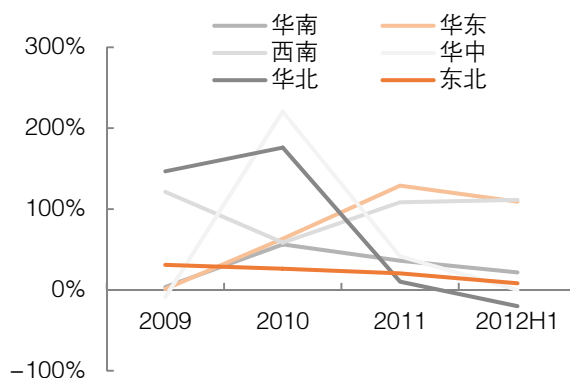
华南市场是公司根据地 and 主要业务来源，近年来收入地区分布逐步均衡，华东和西南市场增速较快，有望成为公司新的业绩发力点。

图表5 收入区域分布逐步均衡



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表6 华东和西南地区成为公司新的业绩发力点



资料来源：搜房网、平安证券研究所

### ■ 公司股权结构

图表7 前十名股东持股情况

股东名称	持股比例	持股总数	持有有限售条件股份	限售股上市日期
涂善忠	34.35%	60,000,000	60,000,000	2015-3-16
黄庆和	24.04%	42,000,000	42,000,000	2013-3-16
广发信德投资管理有限公司	3.43%	6,000,000	6,000,000	2013-9-16
何宇飞	2.75%	4,800,000	4,800,000	2013-3-16
深圳市博益投资发展有限公司	2.06%	3,600,000	3,600,000	2013-3-16
钟良	1.37%	2,400,000	2,400,000	2013-3-16
全国社保基金六零一组合	0.86%	1,503,712	0	
曾伟雄	0.86%	1,500,000	1,500,000	2013-3-16
黄建平	0.69%	1,200,000	1,200,000	2013-9-16
招商核心价值混合型证券投资基金	0.69%	1,199,868	0	

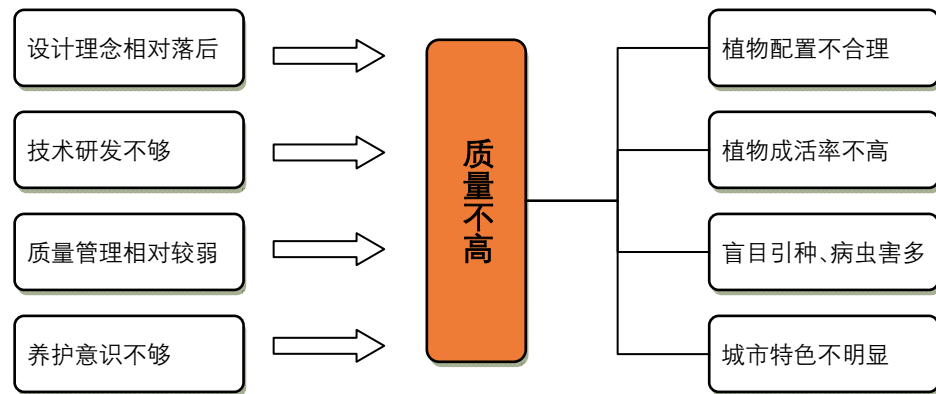
资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 二、调控加速行业转型、强者更强局面有望呈现

### ■ 行业转型升级势在必行

**行业高速发展后，整体质量水平不高，调控加速行业转型升级。**我国园林经过多年高速发展，已经取得了辉煌的成就，但普遍存在的问题是过于追求“量”，而忽略“质”，造成目前许多地区景观结构单一，植物景观单调，整体质量水平不高。随着地产调控的不断深入和居民生态意识的逐步提高，过去园林企业粗放的经营方式已经穷途末路，提升产品质量和服务水平成为企业发展壮大的必然选择，行业转型升级势在必行。

图表8 我国园林绿化整体质量水平不高



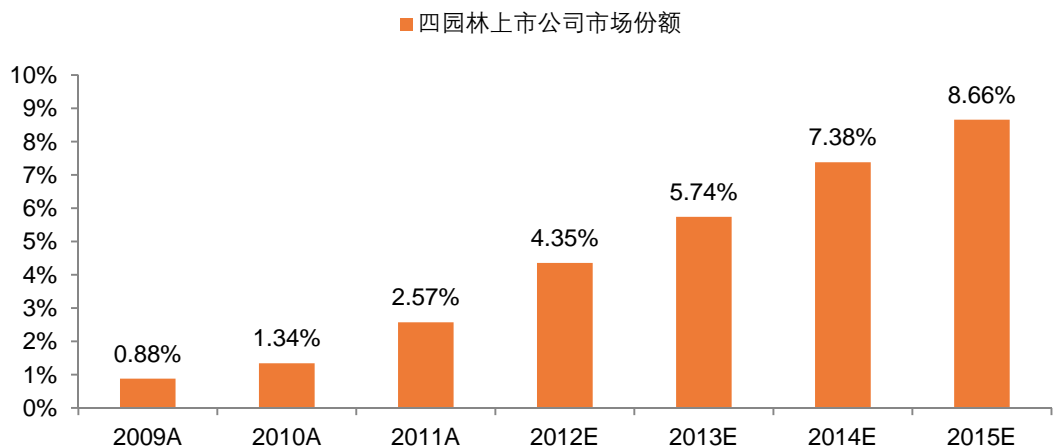
资料来源：平安证券研究所

■ 龙头企业有望进一步做大做强

**龙头企业将进一步做大做强。**行业升级转型及地产调控背景下，高品质园林是行业发展的需要，也是房地产促销的主要手段之一，这正是龙头企业擅长之处；另外以资金寻求与地方城府合作也成为有效的业务开拓手段。龙头企业有望其强大的资金优势、丰富的施工经验，领先的设计能力以及强大的跨区域经营能力，迅速抢占市场份额，实现快速成长。

**行业集中度有望持续提高，2015年四家上市公司市场份额有望从目前的2.57%提高到8.66%。**东方园林、棕榈园林、普邦园林和铁汉生态作为目前A股已上市公司，收入规模在行业中位列前八，我们依此作为优势企业代表计算行业集中度，得出四家上市公司市场份额由2009年的0.88%上升至2011年的2.57%，我们预计2015年，四家上市公司市场份额将达到8.66%。

图表9 行业集中度不断提升



资料来源：平安证券研究所

■ 业内领先企业业务布局和区域分布各有不同

图表10 业务类型和市场布局各不相同的园林绿化领先企业

排名	公司	收入规模	业务类型或简介	主要销售区域	资质
1	东方园林	29.1 亿元	苗木销售、景观设计 (5%)、园林施工 (市政园林 81%、休闲度假园林 11%、地产园林 2%)	华北及西北 51%、华南及华中 14%、东北 17%	风景园林设计甲级、城市园林绿化一级
2	棕榈园林	24.9 亿元	苗木销售、景观设计、园林施工 (其中地产园林 90%、市政园林 10%)	华东 44%、华南 26%	风景园林设计甲级、城市园林绿化一级
3	上海园林	23.3 亿元	包括市政园林和地产园林、仿古建筑等	国内业务主要集中在上海, 在国外完成 30 多项中国园林项目	园林绿化、古建筑、土石方施工一级资质; 风景园林设计甲级
4	普邦园林	13.1 亿元	景观设计 (10%)、园林施工 (90% 基本为地产园林)、绿化保养	华南 58%、华东 22%	城市园林绿化一级、风景园林设计乙级
5	中外园林建设有限公司	13.0 亿元	园林古建筑工程、园林施工、风景设计	自 1980 年成立至今, 公司在世界各地承建中式古典园林项目近 70 项, 占境外中式园林建设总量 80%,	风景园林设计甲级、园林古建筑施工一级、城市绿化施工一级资质
6	杭州市园林绿化工程有限公司	9.63 亿元	业务包括园林工程 (市政、地产、道路、生态修复)、古建工程、市政工程等	在上海、深圳、武汉、昆明、成都、合肥、重庆、石家庄、苏州、宁波等地设立了 10 余家分公司。	城市园林绿化一级资质、市政公用工程施工总承包一级资质, 风景园林工程设计乙级。
7	苏州园林发展股份有限公司	8.50 亿元	国内最早成立的园林古建专业公司, 业务主要包括园林古建筑工程、文物修缮工程、景观绿化工程和园林景观设计。	在上海、南京、济南、杭州、南宁等地设有办事机构, 并先后国外承建近三十项园林古建筑工程。	园林古建筑施工、城市园林绿化、文物保护施工一级资质, 园林设计甲级资质
8	铁汉生态	8.25 亿元	景观设计、园林施工 (市政和地产园林)、生态修复 31%	华南 86%	城市园林绿化一级、风景园林设计乙级、造林工程施工乙级

资料来源: 公司网站、平安证券研究所

### 三、园林企业竞争要素: 设计与管理是核心、调控下风险控制至关重要、资金必不可少

■ 核心竞争要素一: 设计

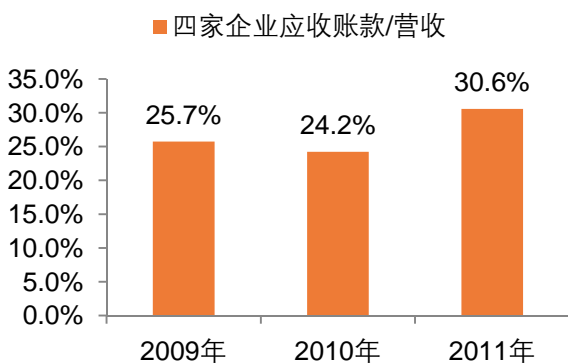
设计在园林企业中处于核心地位, 其主要原因系: 其一, 设计决定工程成本和项目效果, 直接影响项目中标。一般来说, 规划设计图决定了项目效果, 施工图设计基本锁定了 80%-90% 的工程成本。而园林投资占总投资比重较小, 业主对设计价格相对不敏感, 更加关心设计效果以及其带来的经济

效益。其二，设计单位对施工企业、苗木供应商选择有较大话语权。一般情况下，为了保证工程效果，业主倾向于设计单位选定的材料供应商和施工企业。

■ 核心竞争要素二：管理

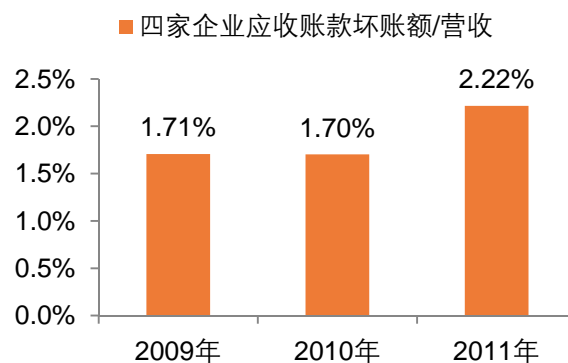
对于企业众多、进入壁垒不高的园林行业来说，管理是一个企业在竞争中脱颖而出的关键，主要原因为：**其一，工程质量和服务的保障。**高质量的产品和服务是争取用户，占领市场的根本保证，而质量是通过工程管理来实现的。**其二，工程进度的根本保证。**一套成熟的项目管理流程是企业不断的工程实践中得来的，可有力保证快工程进度。**其三，控制成本的关键。**较高的非标准化程度导致相对较高的管理难度、相对较弱的原材料采购议价能力。通过有效管理可减少施工过程中材料损耗，有效控制成本。

图表11 园林企业应收账款大幅提高



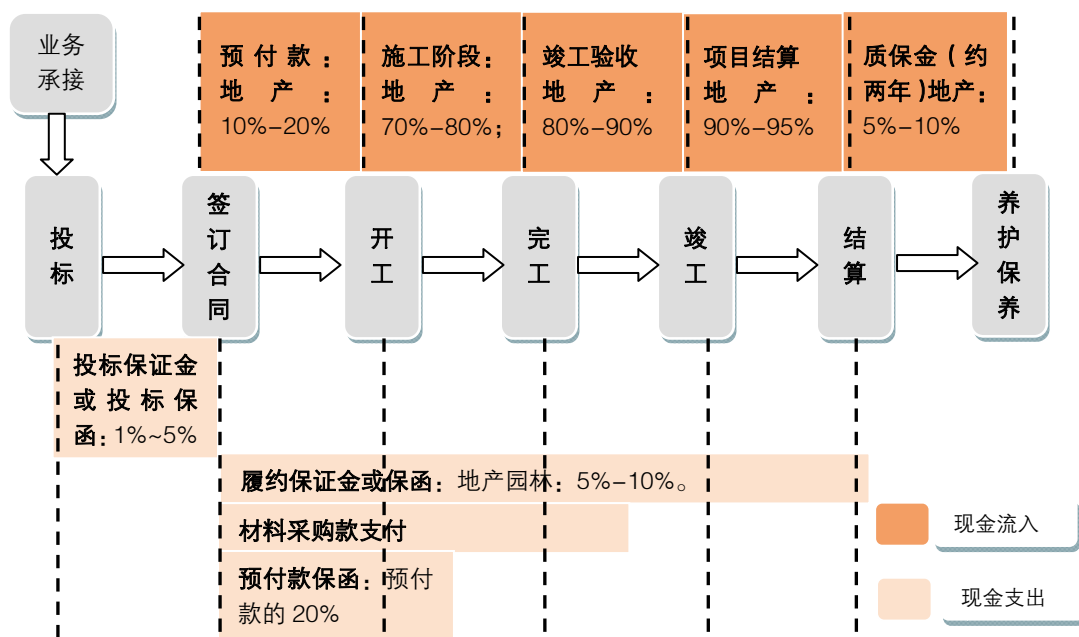
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表12 园林企业应收账款坏账率提高



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表13 项目收支时间点不匹配、营运资金要求高



资料来源：平安证券研究所

■ 调控下风险控制尤为重要

地产调控造成引起园林企业应收账款大幅增加。以四家上市园林公司为例，相比 2010 年，应收账款周转变慢、应收账款坏账占营收比重小幅提升，显示了调控背景下回款风险逐步增大。未来几年行业增速下滑和竞争加剧是大概率事件，如何规避风险对于企业来说至关重要。一味地追求高成长，忽视成长的质量，必将带来管理、资金链等方面的风险问题，为公司持续成长埋下隐患。

■ 资金必不可少

业务承接和项目开展需要大量的营运资金，而业主对工程项目的付款进度和园林企业对原材料供应商的付款进度之间存在差异，因此园林企业需要强大的资金实力。一般来说，对于地产园林来说至少需要 30% 合同金额的营运资金需求。

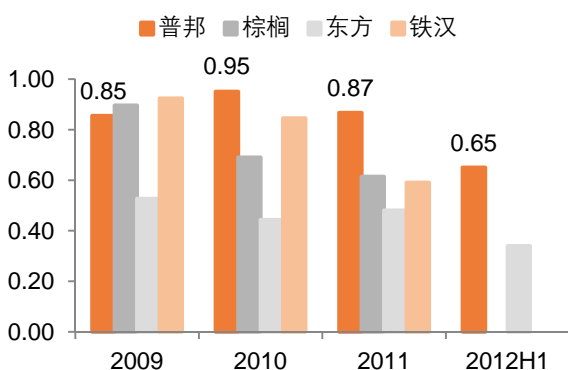
## 四、经营稳健、设计能力突出、充足资金助力公司持续成长

■ 严控“收现比”，追求稳健成长

**收现比控制在 60% 左右。**公司上半年收现比有所下降，但仍处于控制范围内。从过去两年的情况来看，公司“收现比”指标较其他公司明显占优。对于资金密集型的园林行业，以资金换订单是实现快速增长的一种方式，但这在一定程度上夸大了企业自身真正的实力，带来应收款坏账风险，该模式的后果是现金流状况持续恶化，只能通过不断的融资维系“高增长”，我们认为这种模式是值得商榷的。

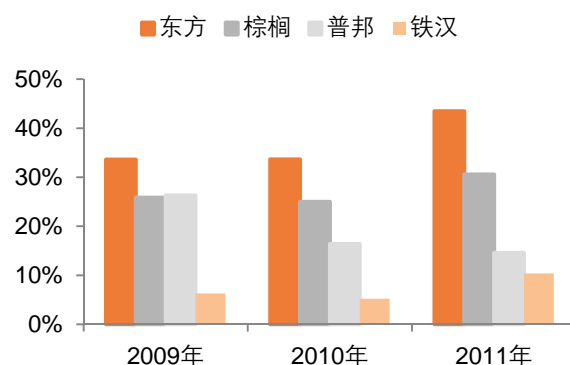
**项目承接严格评估，项目完成积极回收应收款。**在项目承接上对项目进行风险评估。公司大部分客户为长期合作的大中型房地产企业，项目回款状况良好。另外公司将应收款与项目经理业绩评价、销售人员业绩提成等挂钩，整体回款状况良好。

图表14 收现比领先



资料来源：平安证券研究所

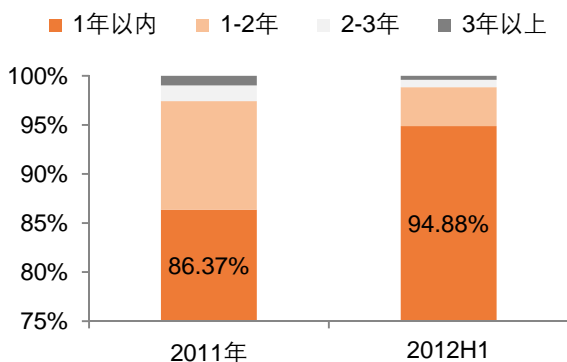
图表15 公司应收款/营收比例低



资料来源：Wind、平安证券研究所

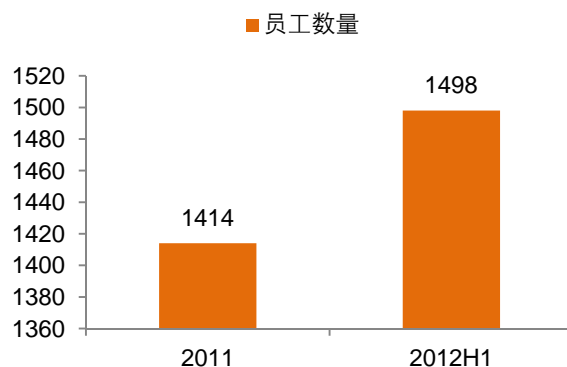


图表16 账龄结构大幅改善



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表17 公司人员数量稳步提高



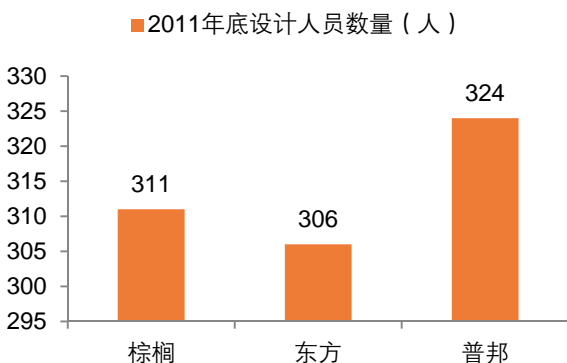
资料来源：平安证券研究所

### ■ 设计能力突出

**对设计需求和重要性认识深刻。**作为在地产园林领域的激烈竞争中脱颖而出的业内领先企业，公司设计需求有着深刻的理解。截至2011年年底，公司共有设计人员324人，占公司总人数比重为23%，在上市公司中最高，显示公司对设计重要性的充分认识。

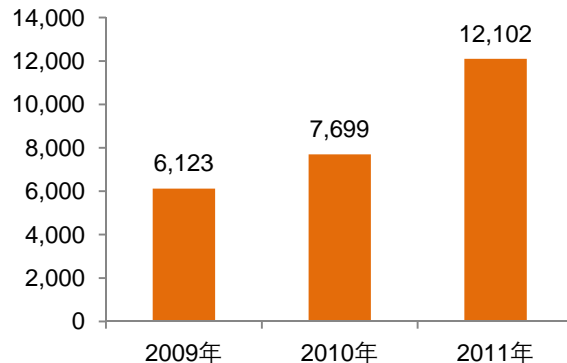
**强大的方案设计能力体现公司突出的设计优势。**方案设计是最能体现一个公司设计能力的环节，公司11个设计所中9个设计所均具有方案设计能力。另外在2009年公司自身多年取得的设计成果，根据各个设计所的风格特点，归纳并编制了多种风格的系列图库，提高了设计效率。

图表18 设计人员数量最多



资料来源：平安证券研究所

图表19 公司设计收入规模稳步增长 (单位：万元)



资料来源：Wind、平安证券研究所

### ■ 上市为公司打破成长资金瓶颈

公司上市募集资金净额12.6亿元，其中超募资金超过9亿元，相当于公司2011年净利润的5倍之多，募基资金到位进一步增强公司竞争实力。工程资金占用比例按照35%计算，公司超募资金可撬动26亿元项目规模，相当于2011年全年收入的两倍。

## 五、盈利预测与投资建议：未来三年净利润复合增速 47%

### ■ 全年收入增速前低后高，

公司上半年订单实现超过 30% 的增长，我们预计公司全年承接订单量将达到 20 元。上半年受宏观环境的影响，公司设计收入增速放缓，但从 7 月份情况来看，回暖迹象明显。

### ■ 关键假设与盈利预测

**收入假设：**未来地产投资增速中枢下降，但公司依托领先的竞争优势以及上市带来的资金优势，未来三年收入复合增速超过 43%。

**毛利假设：**“一体化”产业链逐步完善、苗木自给率逐步提高、项目管理优化推升公司毛利水平，但行业整合初期，业内竞争加剧，毛利亦有下行压力，预计公司综合毛利率未来三年保持稳中有升的态势。

**费用率假设：**规模效应驱动下，公司管理费用率稳步下降；异地扩张以及规模效应影响下销售费用率保持相对稳定。

图表20 营收预测关键假设

分类		2011A	2012E	2013E	2014E
工程	收入（万元）	117,731.34	174,710.44	249,500.27	348,099.62
	增速	52.0%	48.4%	42.8%	39.5%
	毛利率	22.7%	22.6%	22.9%	23.1%
设计	收入（万元）	12,101.65	16,532.14	24,025.00	33,495.75
	增速	57.2%	36.6%	45.3%	39.4%
	毛利率	68.5%	68.0%	67.0%	66.0%
养护	收入（万元）	1,030.91	1,264.93	1,528.02	1,827.23
	增速	12.4%	22.7%	20.8%	19.6%
	毛利率	15.1%	16.0%	16.0%	16.0%
总收入（万元）		130,863.90	192,507.51	275,053.29	383,422.59
综合毛利率		26.8%	26.5%	26.7%	26.8%

资料来源：平安证券研究所

我们预计公司 2012-2014 年分别实现营收 19.2 亿元、27.5 亿元、38.3 亿元，净利润 2.64 亿元、3.82 亿元和 5.29 亿元，摊薄后 EPS 分别为 1.51 元、2.09 元和 3.03 元。

### ■ 投资建议：维持“推荐”评级

8 月 14 日股价对应 12-13 年 PE 分别为 30.0 和 20.8 倍，相对园林行业其他上市公司来说，估值水平相对较高。但公司经营稳健、未来高成长确定性较高，维持“推荐”评级。

图表21 公司估值水平相对较高

股票名称	股价	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2012-8-14	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E
东方园林	63.80	1.492	2.42	3.55	42.8	26.3	18.0
棕榈园林	25.00	0.72	1.05	1.55	34.7	23.8	16.1
铁汉生态	34.05	0.666	1.12	1.67	51.1	30.5	20.5
普邦园林	45.35	0.96	1.51	2.19	47.2	30.0	20.8
平均值					42.9	26.9	18.2

资料来源：朝阳永续、平安证券研究所

## 六 风险提示

**地产持续调控风险：**一方面地产调控造成房屋新开工面积增速下滑，下游需求萎缩，另一方面影响下游房地产商企业的资金链，从而给企业带来较大的资金压力。

**业务快速扩张风险：**业务高速扩张提高对公司管理能力的要求，一旦管理无法适应公司快速扩张的业务规模，那么会对工程质量、项目进度、回款等方面造成重大影响。

**所得税优惠税率取消风险：**公司为高新技术企业，2010年-2012年执行15%的所得税税率，一旦无法在今年通过复审，那么将恢复25%的所得税税率，对公司净利润造成较大影响。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	633	2178	2630	3287	<b>营业收入</b>	1309	1925	2751	3834
现金	164	1380	1430	1558	营业成本	957	1416	2016	2806
应收账款	191	362	569	865	营业税金及附加	46	68	97	138
其他应收款	21	29	42	59	营业费用	0	0	0	0
预付账款	7	16	23	34	管理费用	102	142	198	268
存货	251	382	554	761	财务费用	-0	-20	-19	-13
其他流动资产	0	10	11	12	资产减值损失	3	3	2	3
<b>非流动资产</b>	24	51	68	63	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	19	36	52	50	<b>营业利润</b>	201	316	456	632
无形资产	2	3	4	5	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	4	12	13	8	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	657	2229	2698	3350	<b>利润总额</b>	201	316	457	633
<b>流动负债</b>	180	243	344	479	所得税	33	52	75	104
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	168	264	382	529
应付账款	92	142	202	281	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	88	101	142	199	<b>归属母公司净利润</b>	168	264	382	529
<b>非流动负债</b>	26	26	12	0	EBITDA	200	299	442	625
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.28	1.51	2.19	3.03
其他非流动负债	26	26	12	0					
<b>负债合计</b>	206	269	356	479	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	131	175	175	175	<b>成长能力</b>				
资本公积	143	1344	1344	1344	营业收入	52.0%	47.1%	42.9%	39.4%
留存收益	177	442	823	1352	营业利润	184.1%	57.5%	44.4%	38.6%
归属母公司股东权益	451	1960	2342	2871	归属于母公司净利润	245.5%	57.2%	44.4%	38.6%
<b>负债和股东权益</b>	657	2229	2698	3350	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	26.8%	26.5%	26.7%	26.8%
					净利率(%)	12.8%	13.7%	13.9%	13.8%
					ROE(%)	37.3%	13.5%	16.3%	18.4%
					ROIC(%)	53.2%	40.7%	39.5%	39.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	31.4%	12.1%	13.2%	14.3%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.51	8.97	7.65	6.86
					速动比率	2.12	7.40	6.04	5.27
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.36	1.33	1.12	1.27
					应收账款周转率	7	7	6	5
					应付账款周转率	11.77	12.10	11.75	11.64
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.96	1.51	2.19	3.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	-0.11	0.39	0.73
					每股净资产(最新摊薄)	2.58	11.22	13.41	16.44
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.12	29.97	20.75	14.98
					P/B	17.56	4.04	3.38	2.76
					EV/EBITDA	39	26	18	12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	38	-19	68	127
净利润	168	264	382	529
折旧摊销	0	3	5	7
财务费用	-0	-20	-19	-13
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-278	-314	-415
其他经营现金流	-129	12	14	20
<b>投资活动现金流</b>	-8	-30	-23	-1
资本支出	10	29	22	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	2	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-9	1265	5	1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	44	0	0
资本公积增加	0	1201	0	0
其他筹资现金流	-9	20	5	1
<b>现金净增加额</b>	22	1216	51	127

## 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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257