

欣旺达 (300207)

业绩历史性拐点清晰 充分受益锂电池产业链转移大趋势

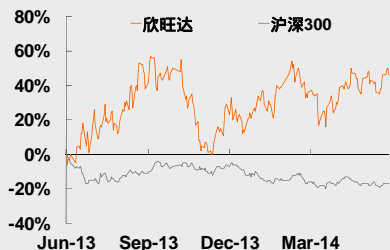
强烈推荐 (上调)

现价：27.17 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.sunwoda.com/
大股东/持股	33.10%
实际控制人/持股	33.10%
总股本(百万股)	244
流通 A 股(百万股)	131
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	66.48
流通 A 股市值(亿元)	35.76
每股净资产(元)	5.28
资产负债率(%)	54.67%

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

林照天 投资咨询资格编号S100011110004
0755-22626792
Linzhaotian379@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

- 欣旺达 (300207.SZ) 是国内领先的锂离子电池模组产品供应商。主营业务聚焦在锂离子电池模组、移动电源、精密结构件等。产品广泛应用于手机、笔记本电脑等消费电子以及电动工具、电动汽车等工业领域。公司收入近年来保持了稳健的增长，在激烈竞争的锂电池模组市场，公司凭借自己良好的性价比优势，不断扩大市场份额。除了在国内市场中华酷联等客户份额稳定外，公司在国际大客户如亚马逊、苹果等方面也进展良好。利润率方面，公司毛利率及净利率一直压力较大，12年和13年都出现了一定下滑。但随着公司自动化线的逐步投产及客户结构优化，我们认为公司利润率的历史性大拐点已经到来。
- 上市以来，公司长期受限于国内锂电池模组行业激烈竞争及人工，利润率压力一直较大。公司营收从09年的4.67亿增长到13年的22.03亿，复合增速为47.38%。但净利润只从09年的3571万元增长到13年8314万元，远远没有达到营收增速。但我们认为公司利润拐点已经出现，业绩有望在未来三年快速增长，原因主要有以下几点：一、从下一代iPhone开始，公司将进入苹果供应链，相较国内客户来说，苹果利润率要好得多，这也代表着公司技术和实力得到了最优秀客户的认可；二、公司自动化线改造正在快速推进，随着自动化线逐步投产，人工成本将大幅下降。对比自动化程度较高的新普高达6%的净利率，我们认为欣旺达未来利润率提升空间非常大；三、青海储能项目及青海新能源公司的设立，是公司开拓消费电子电源以外市场的关键步骤。
- 从更长远的角度来看，我们认为欣旺达的崛起与电池产业链向国内转移的大趋势是相辅相成的。从苹果供应份额的变化情况来看，这一趋势已经非常清晰，原本只由台湾企业供应的平板电脑电池模组将分流给国内企业。我们认为电池模组行业向大陆转移主要有以下几个方面原因：目前大陆电池产业正在崛起，未来对台湾企业的替代大势所趋。锂电池下游电池模组组装属于电子制造业，重视工艺创新，成本控制和快速响应。锂电池企

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	2203	3943	5872	8234
YoY(%)	56	79	49	40
净利润 (百万元)	81	199	328	506
YoY(%)	13	146	65	54
毛利率(%)	14.7	17.0	17.9	18.5
净利率(%)	3.7	5.1	5.6	6.1
EPS(摊薄/元)	0.33	0.81	1.34	2.07
P/E(倍)	82.0	33.4	20.3	13.1

业对台湾同行的替代主要有几个有利因素：1.劳动力成本：国内工程师和中、基成管理人员平均工资大大低于台干,充足的大学毕业生使国内电池模组企业未来可以继续享有“工程师红利”。2.产业集群及广阔的内需市场：中国大陆手机、平板电脑以及笔记本电脑等消费电子产品的产业集群已经形成,本土企业具备快速响应的服务优势。3.估值差异：过去几年国内二级市场电子行业高 PE,为国内电子企业产能扩张提供了充足、低成本的资金支持；4.管理层差异：国内电子企业如欣旺达电池管理层一般年富力强，富于进取心，更有奋斗的积极性。台湾与大陆电池企业竞争力的差距已经逐渐增大，如苹果等国际一线龙头企业都在不断提升国内企业的份额，未来这一趋势还将会不断强化。我们看好公司长期投资前景及机会。

- 我们预计公司 14-16 年营收分别为 39.4、64.8、94.亿元，净利润分别为 2.0、3.3、5.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.81、1.34、2.07 元，对应 14/15 年动态估值分别为 33.4/20.3 倍。我们认为公司是苹果产业链中业绩弹性最大的标的，历史性拐点清晰，上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。
- **风险提示**：苹果业务进展不如预期的风险；毛利率的风险。

正文目录

一、	公司推荐逻辑	5
二、	公司基本情况介绍	5
2.1、	公司竞争优势突出 将充分受益于锂电池行业发展	7
三、	锂电池行业前景光明 苹果业务弹性较大	7
3.1、	锂电池性能优异	7
3.2、	锂电池成为市场主流	8
3.3、	市场结构变化有利于公司发展壮大	9
3.4、	苹果将重回巅峰 看好公司苹果业务弹性	10
四、	业绩拐点已现 持续高增长可期	11
五、	风险提示	12

图表目录

图表 1：公司产品	5
图表 2：公司营收及净利润增速（单位：百万元）	6
图表 3：公司毛利率及净利率变化趋势	6
图表 4：公司毛利率及净利率变化趋势	8
图表 5：锂离子电池与其他二次电池的性能比较	8
图表 6：全球锂电池市场容量快速增长	9
图表 7：全球锂电池下游分布	9
图表 8：全球智能机分品牌出货量预测	10
图表 9：全球智能机分品牌出货量预测	11
图表 10：公司收入预测	11

一、 公司推荐逻辑

上市以来，公司长期受限于国内锂电池模组行业激烈竞争及人工，利润率压力一直较大。公司营收从 09 年的 4.67 亿增长到 13 年的 22.03 亿，复合增速为 47.38%。但净利润只从 09 年的 3571 万元增长到 13 年 8314 万元，远远没有达到营收增速。

但我们认为公司利润拐点已经出现，业绩有望在未来三年快速增长，原因主要有以下几点：一，从下一代 iPhone 开始，公司将进入苹果供应链，相较国内客户来说，苹果利润率要好得多，这也代表着公司技术和实力得到了最优秀客户的认可；二、公司自动化线改造正在快速推进，随着自动化线逐步投产，人工成本将大幅下降。对比自动化程度比较高的新普高达 6% 的净利率，我们认为欣旺达未来利润率提升空间非常大；三、青海储能项目及青海新能源公司的设立，是公司开拓消费电子电源以外市场的关键步骤。

从更长远的角度来看，我们认为欣旺达的崛起与电池产业链向国内转移的大趋势是相辅相成的。从苹果供应商份额的变化情况来看，这一趋势已经非常清晰，原本只由台湾企业供应的平板电脑电池模组将分流给国内企业。我们认为电池模组行业向大陆转移主要有以下几个方面原因：一、对于锂电池模组行业来说，技术差距并不明显，利润率主要决定于管理水平、自动化程度以及成本控制能力。随着大陆企业自动化程度的不断提高，其成本控制和管理优势将得到发挥；二、国内的工程师红利有利于企业发展壮大，降低成本。以素质接近的研发人员工资来看，大陆要低于台湾，人才也在不断向大陆回流集中；三、大陆企业董事长一般正当盛年，年富力强，而台企领导人大多年事已高，斗志不在；四、资本市场的支持也有利于国内企业发展壮大，国内估值水平和融资难度都要好于台湾企业。

二、 公司基本情况介绍

欣旺达（300207.SZ）是国内领先的锂离子电池模组产品供应商。主营业务聚焦在锂离子电池模组、移动电源、精密结构件等。产品广泛应用于手机、笔记本电脑等消费电子以及电动工具、电动汽车等工业领域。

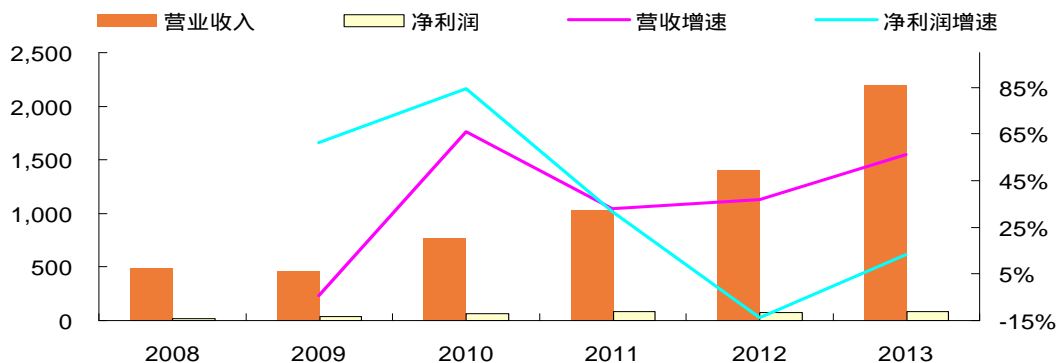
图表 1：公司主要产品



资料来源：公司网站，平安证券研究所

2009-2013 年，公司收入由 4.7 亿元增加到 22.0 亿元，CAGR 为 47.4%；净利润由 0.1 亿元增加到 0.81 亿元，CAGR 为 24.3%。

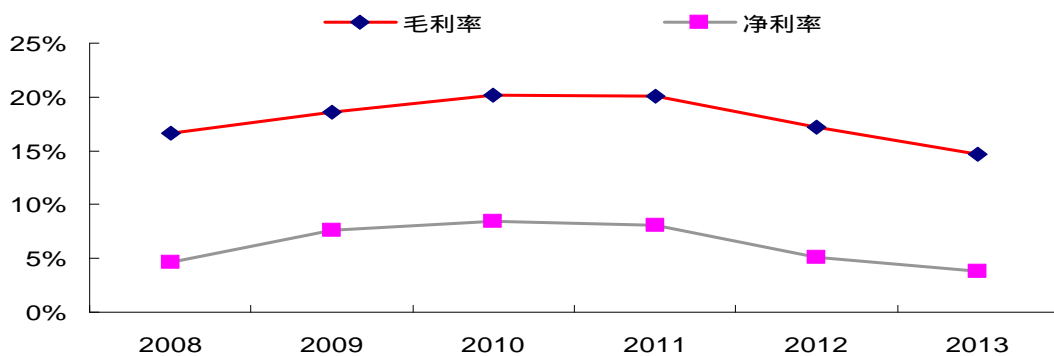
图表 2：公司营收及净利润增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司收入近年来保持了稳健的增长，在激烈竞争的锂电池模组市场，公司凭借自己良好的性价比优势，不断扩大市场份额。除了在国内市场中华酷联等客户份额稳定外，公司在国际大客户如亚马逊、苹果等方面也进展良好。利润率方面，公司毛利率及净利率一直压力较大，12 年和 13 年都出现了一定下滑。但随着公司自动化线的逐步投产及客户结构优化，我们认为公司利润率的历史性大拐点已经到来。

图表 3：公司毛利率及净利率变化趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

公司收入以锂离子电池模组为主，2011 年该业务收入 19.6 亿元，占总收入的比重为 88.8%；其次为结构件，收入 1.6 亿元，占总收入比重为 7.4%。公司确立以锂离子电池模组为发展重点，其占总收入的份额不断提升。

公司锂离子电池模组的收入主要来自三个领域：手机数码、笔电类和动力类。

- 手机数码：客户主要包括苹果（为 ipod touch 供应电池，未来将为 iPhone 提供锂电池模组）、联想、华为、oppo、金立等，是公司的主要收入来源。2013 年该领域收入 11.0 亿元，占锂离子电池模组收入的 56.4%。

- 笔电类：包括电纸书和笔记本电脑，客户主要有亚马逊（为电纸书供应电池）、清华同方、海尔等。2009-2013年，来自笔电领域的收入0.57亿元大幅增加到6.6亿元。
- 动力类：包括电动工具和电动自行车，客户主要有宝时得、百得，近年来增长缓慢。

2.1、公司竞争优势突出 将充分受益于锂电池行业发展

我们认为公司的竞争优势主要体现在：优质大客户优势，大规模产能优势，管理体制优势。

优质大客户优势

公司实力雄厚，坚持走大客户路线。在小型移动电源领域，不仅切入苹果（ipod touch 和nano，即将切入iPhone）供应链，而且开拓华为、联想等知名智能手机品牌客户。尤其是进入华为智能手机供应链，表明公司产品的品质、快速反应和供货能力都达到了相当高的水平，而且苹果智能手机的出货量高、单价高，是公司后续业绩增长的重要动力。中型电源领域，电动工具有宝时得、百得等著名电动工具大厂作为客户；而笔电领域（包括电纸书和笔记本电脑），客户主要有亚马逊（为电纸书、平板电脑供应电池）。公司与主要电芯厂如东莞新能源（ATL）建立长期合作，保护板成为核心客户的第一供应商。由于电芯是电池的核心部件，与电芯厂的合作很重要。

公司的大客户优势可以从前五大客户收入占比来看出，2013年，前五大客户的收入占总收入的比重达到45.5%。

大规模产能优势

大规模的产能是公司获得下游大客户认证，并最终拿到订单的重要条件。上市之前限于资金不足，公司产能扩张不快，2009年甚至有所收缩；上市后公司积极扩充产能，2011年产能增加21.5%，公司在2012年实现了产能扩张以及整体搬迁，虽然短期带来了费用率的攀升和利润率下滑，但这是公司重回一线大客户的保证。我们判断公司过去几年的产能扩张将在未来逐步收获硕果。

管理体制优势

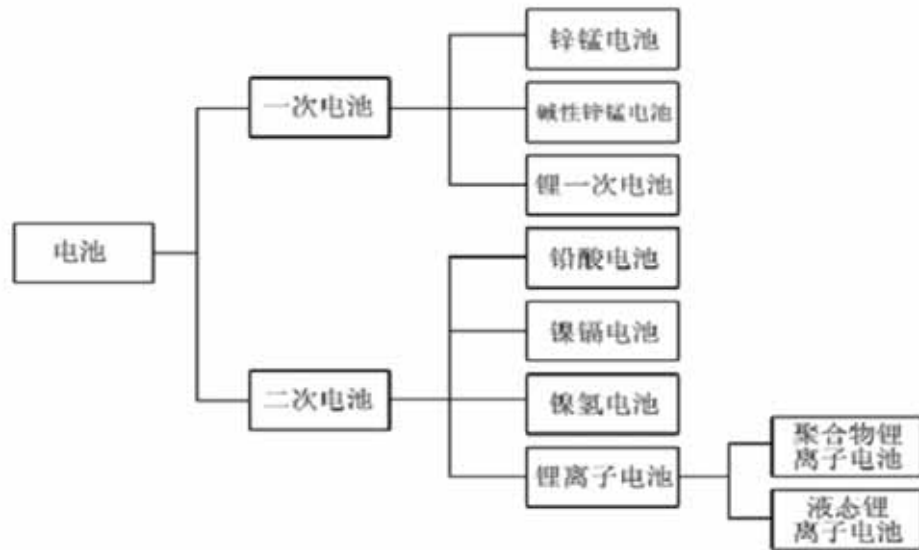
与国内主要竞争对手相比，公司为民营企业，机制更为灵活，管理层进取心也更为强烈，我们认为欣旺达更有机会把握未来几年锂电池行业发展的黄金机会。

三、 锂电池行业前景光明 苹果业务弹性较大

3.1、锂电池性能优异

电池分为一次电池和二次电池（即可充电电池）。在二次电池中，锂离子电池具有比能量高、寿命长、无污染、充电时间短等优势，已经成为各类便携式电子产品的最佳电源，未来将进一步替换铅酸电池和镍氢电池，获得更加广泛的应用。在锂电池中，聚合物锂电池由于1）防爆性好，2）能做到更轻更薄，从而在智能手机、平板、超级本等高端消费电子中扩大使用份额。

图表 4:公司毛利率及净利率变化趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 5:锂离子电池与其他二次电池的性能比较

性能	铅酸电池	镍氢电池	锂离子电池
比功率 (W/kg)	200 ~ 500	1000 ~ 1200	>1800
比能量(Wh/kg)	40 ~ 45	70 ~ 80	75 ~ 120
循环寿命(次)	>400	>1000	>2000
充电时间 (h)	8	3 ~ 6	3 ~ 6
温度范围()	- 20 ~ 70	- 10 ~ 50	- 20 ~ 60
优点	技术成熟、原材料丰富，价格低,温度特性好	放电倍率高、免维护	比能量大、寿命长
缺点	比能量、比功率较低，存在铅毒污染	自放电高、单体电压低	成本高、须保护电路

资料来源：《锂电池产业发展分析》，平安证券研究所

3.2、锂电池成为市场主流

2009 年全球锂离子电池市场总量约100 亿美元。随着便携式电子产品及电动工具、电动汽车和储能电站等市场的启动，市场容量呈快速增长的趋势，2020 年其市场总量预计达到 590 亿美元。

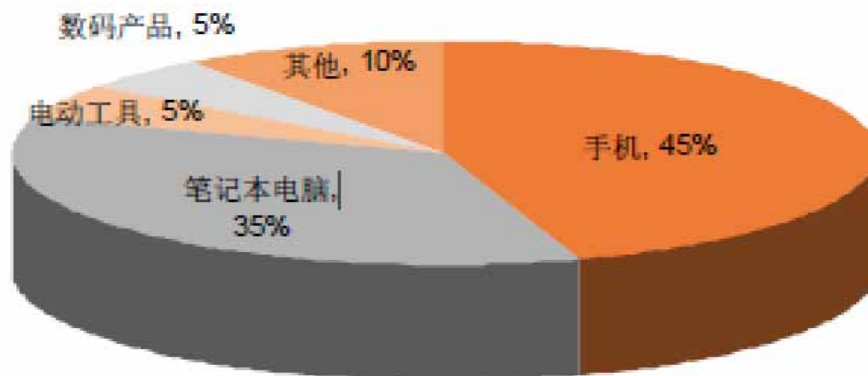
图表 6:全球锂电池市场容量快速增长



资料来源：《锂电池产业发展分析》，平安证券研究所整理

锂离子电池的下游应用领域主要集中在手机、笔记本电脑、电动工具、数码产品。全球来看手机为最大市场，占比 45%；笔记本电脑占 35%，电动工具占 5%。

图表 7:全球锂电池下游分布



资料来源：《锂电池产业发展分析》，平安证券研究所整理

3.3、市场结构变化有利于公司发展壮大

下游对锂离子电池的需求日益增加，其增长的动力来自：智能移动终端，尤其是智能手机和平板电脑的快速普及，大大增加对锂电池的需求，是主要增长动力。在电动工具和电动自行车等动力类领域渗透率的提升是锂电池新的需求增长点。

展望 2014 年，智能手机、平板电脑市场均进入成熟阶段。除了苹果靠硬件创新与大平台拉大对竞争对手的领先优势外，其他智能手机厂商的差距已经明显缩小。

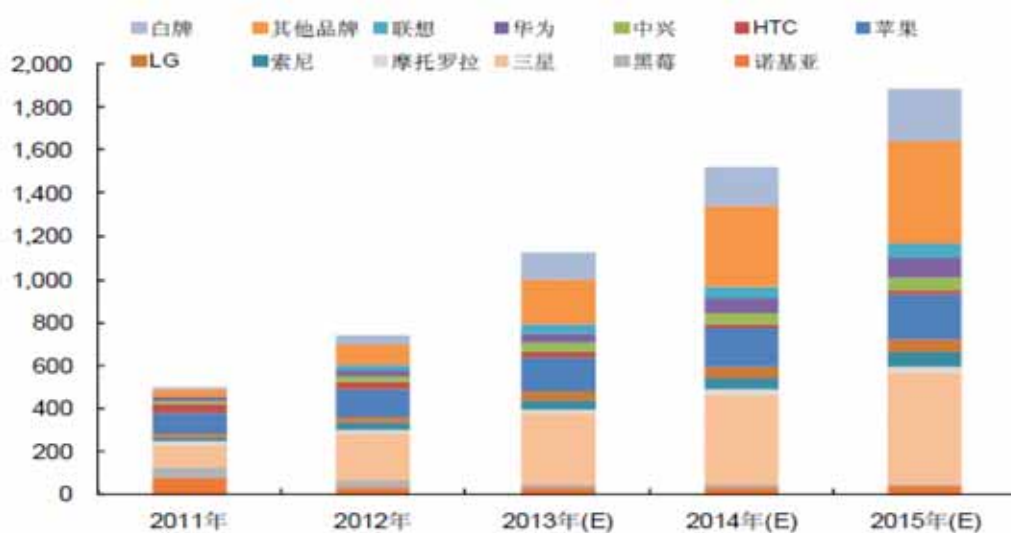
电子产品渗透过程就是一场你追我赶的马拉松。在创新性产品推出市场初期，领跑者遥遥领先竞争对手，获取高额利润。之后，实力强大的厂商最先跟上，缩小与领跑者的距离，分得中、高端市场

的第二杯羹。之后，随着低成本芯片解决方案的推动，中、低端市场迅速普及，中低端品牌厂商也随之崛起。最终，如果领跑者创新乏力，后来者甚至能超越领跑者。

目前，智能手机与平板电脑已经进入了渗透率的第三阶段。2013 上半年智能手机和平板电脑经历火山爆发般的出货潮，随后在传统旺季遭遇库存调整；随着年底到来，补库存和 iPhone 新品发布再次提振供应链。整体来看，全球智能手机渗透率达到 55%，中国渗透率达 80%，平板电脑年出货量（2 亿）超过笔电，预计三年内达到全部 PC 的水平。我们认为中小屏智能终端出货量增速将出现减缓，同时 ASP 下降，产业规模增速下行。

但与此同时，国产智能机在 2014 年将延续市占率大幅提高的趋势。可喜的是，国产品牌厂商在规模增大之后，也十分重视品牌与品质建设，创新能力也大幅提高，在中端手机市场的话语权不断加大。4G 网络的应用，也为拥有专利布局的国产手机厂商更大的发展机遇，如华为、中兴等。

图表 8:全球智能机分品牌出货量预测

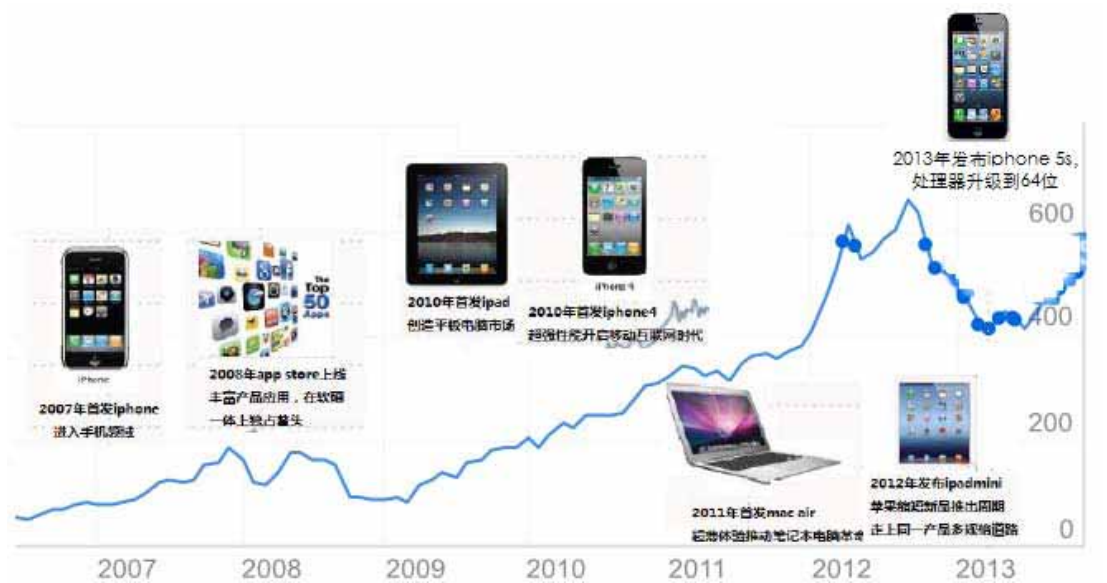


资料来源：Strategy Analytics，平安证券研究所

3.4、苹果将重回巅峰 看好公司苹果业务弹性

苹果已经形成了“终端、操作系统、内容服务”一体的大平台。苹果拥有最优良的app 生态系统，极强的客户粘性，用户使用累计了丰富的大数据，领先推出的云计算。苹果依靠iOS 操作系统牢牢绑定用户，接下来iOS 7 和64Bit CPU 将在各iOS 设备间提供无缝体验，真正做到在同一平台上统一所有硬件。或许，在某个阶段，单独看苹果的硬件、操作系统、APP、云计算都领先竞争对手的距离在缩小，但是没有竞争对手拥有苹果如此强大的平台战略。

图表 9:全球智能机分品牌出货量预测



资料来源：wind，平安证券研究所

苹果将在下半年发布大屏幕新一代iPhone，我们认为苹果未来两三年内重回高端市场霸主地位的可能较大，公司苹果业务未来有不断超预期可能。

四、 业绩拐点已现 持续高增长可期

我们认为，公司费用率攀升因素在扩厂完毕，产能逐步释放后将逐渐消失。此外，自动化线改造的完成，高毛利率客户占比提升，都将为公司利润率见底回升的源泉。此外，我们认为公司受益于电池模组产能向大陆转移大趋势，未来在全球一线大客户占比将不断提升，业绩弹性较大。

盈利预测与估值

关键假设：

1. 公司苹果业务进展顺利。
2. 公司自动化线投产顺利，利润率稳定回升。

图表 10：公司收入预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	2203	3943	5872	8234
YoY(%)	56%	79%	49%	40%
净利润(百万元)	81	199	328	506
YoY(%)	13%	146%	65%	54%
毛利率(%)	14.7%	17.0%	17.9%	18.5%
净利率(%)	3.7%	5.1%	5.6%	6.1%
EPS(摊薄/元)	0.33	0.81	1.34	2.07
P/E(倍)	82.04	33.38	20.27	13.13

资料来源：平安证券研究所整理

我们预计公司 14-16 年营收分别为 39.4、64.8、94.亿元，净利润分别为 2.0、3.3、5.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.81、1.34、2.07 元，对应 14/15 年动态估值分别为 33.38/20.27 倍。我们认为公司是苹果产业链中业绩弹性最大的标的，历史性拐点清晰，上调至“强烈推荐”评级。

五、 风险提示

苹果业务进展不如预期的风险

我们判断公司将重新进入苹果产业链，但仍有一定不确定性，苹果新一代销量也有一定不确定性。

毛利率风险

我们判断从14年下半年开始，公司将迎来毛利率历史性拐点，有较大弹性。但公司自动化线投产进度和未来产品价格竞争有可能导致毛利率不如我们的预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2138	3484	5038	6815	营业收入	2203	3943	5872	8234
现金	422	455	427	436	营业成本	1880	3272	4818	6712
应收账款	870	1550	2368	3281	营业税金及附加	7	12	17	25
其他应收款	8	41	57	74	营业费用	31	61	88	123
预付账款	34	103	145	192	管理费用	162	310	476	663
存货	495	940	1410	1929	财务费用	19	51	86	118
其他流动资产	310	395	630	903	资产减值损失	17	13	14	14
非流动资产	668	557	515	468	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	244	331	341	314	营业利润	88	224	372	578
无形资产	40	50	61	73	营业外收入	8	8	8	8
其他非流动资产	384	176	113	81	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2806	4041	5554	7283	利润总额	94	230	379	585
流动负债	1440	2463	3522	4656	所得税	11	27	45	69
短期借款	550	913	1310	1559	净利润	83	203	334	515
应付账款	636	1257	1778	2511	少数股东损益	2	4	6	9
其他流动负债	254	293	434	586	归属母公司净利润	81	199	328	506
非流动负债	75	97	217	297	EBITDA	153	315	511	755
长期借款	57	97	217	297	EPS (元)	0.33	0.81	1.34	2.07
其他非流动负债	18	-0	0	-0					
负债合计	1515	2559	3739	4953					
少数股东 权益	15	19	24	34	主要财务指标				
股本	244	244	244	244	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
资本公积	720	720	720	720	成长能力				
留存收益	311	498	826	1332	营业收入 (%)	56.1	78.9	48.9	40.2
归属母公司股东权益	1275	1462	1790	2297	营业利润 (%)	15.3	154.9	66.4	55.3
负债和股东权益	2806	4041	5554	7283	归属母公司股东权益 (%)	13.3	145.8	64.7	54.3
					获利能力				
					毛利率 (%)	14.7	17.0	17.9	18.5
					净利率 (%)	3.7	5.1	5.6	6.1
					ROE (%)	6.4	13.6	18.3	22.0
					ROIC (%)	6.4	11.7	13.7	16.2
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	54.0	63.3	67.3	68.0
					净负债比率 (%)	41.48	39.44	40.83	37.47
					流动比率	1.48	1.41	1.43	1.46
					速动比率	1.13	1.03	1.03	1.05
					营运能力				
					总资产周转率	0.89	1.15	1.22	1.28
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	3.15	3.46	3.18	3.13
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.33	0.81	1.34	2.07
					每股经营现金流	-0.67	-1.12	-1.83	-0.78
					每股净资产	5.22	5.98	7.33	9.40
					估值比率				
					P/E	82.04	33.38	20.27	13.13
					P/B	5.21	4.55	3.71	2.89
					EV/EBITDA	44	22	13	9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-164	-273	-448	-191
净利润	83	203	334	515
折旧摊销	46	40	53	59
财务费用	19	51	86	118
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-327	-634	-945	-909
其他经营现金流	14	67	25	25
投资活动现金流	-159	-9	-11	-12
资本支出	157	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2	-9	-11	-12
筹资活动现金流	213	315	431	211
短期借款	390	362	397	250
长期借款	20	40	120	80
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-197	-88	-86	-118
现金净增加额	-112	33	-28	8

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：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

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）

弱于大市（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。客户并不能仅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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室

邮编：518048

邮编：200120

邮编：100031

传真：(0755) 82449257

传真：(021) 33830395