大族激光 (002008)

增持/ 维持评级

股价：RMB12.06

分析师
卢山
SAC 执业证书编号:S1000208030121
+755-82492953 lushan@lhzq.com

联系人
李欣
+755-82125064 lixinsz@lhzq.com

相关研究

《开局良好，战略日益清晰》	080514

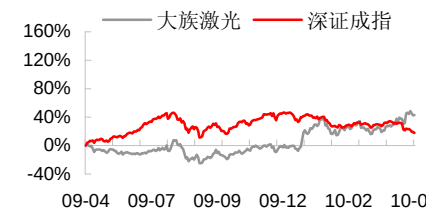
基础数据

总股本（百万股）	696
流通 A 股（百万股）	696
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	9239

电子景气向设备扩展，上游业绩出现拐点

- 我们认为公司兼具后周期性和成长性。公司传统优势产品激光打标机、焊接机、切割机等随着下游的复苏与增长，享受后周期带来的收益；PCB 设备、LED 设备、光伏设备等具有较显著的成长性。
- 后周期带来公司业绩拐点。激光打标机、焊接机等通用激光加工设备下游客户中，出口型企业占比较高，受国际金融危机影响较大，但从去年年底以来复苏趋势明显，带动公司出现业绩拐点，我们认为景气仍会持续。
- 公司成长的持续性来自于高端 PCB、LED、光伏等高成长行业的产品。电子需求的小型化、多样化带来高密度 PCB 板（HDI）的高速成长，激光打孔机的需求旺盛；公司的三个子公司冶星、路升、元亨光电，打造出了较完整的 LED 产业链，LED 封装设备领域也随着 LED 行业快速发展，需求出现井喷， LED 应用及其设备将是公司未来业绩的主力军；同时公司在光伏太阳能设备领域也有较好的布局。
- 在享受景气周期的同时，电子设备制造业向中国的持续转移，带动了上游设备业向中国的转移，掌握先进技术的公司将从中受益。
- 自主创新能力是公司保持市场主导地位的重要依托。09 年研发投入占营收 7.2%，同比增长 12.2%，共申请专利 177 项。截至 09 年底，获得各项专利共计 356 项。公司成功开发紫外、绿光激光器，技术壁垒高，利润空间大，在硅片、晶圆切割、高密度 PCB 板切割等领域拥有广阔的市场前景。
- 子公司大族光电从事 LED 封装、测试设备的研发、生产、销售，技术领先，产品覆盖面广，具有较强的成长性。公司子公司众多，生产 PCB 设备、LED 设备、光伏加工设备等专用设备的子公司存在在创业板分拆上市的可能性。
- 我们预测，公司 10、11、12 年的营收分别为 28.9 亿、36.3 亿、45.9 亿元，EPS 分别为 0.55、0.71、0.90 元，对应 22.1 倍、17.0 倍、13.4 倍市盈率，当前估值水平较低，给予 1 1 年 2 5 倍的估值水平，价值为每股 17.75 元较为合理，维持增持评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1950.4	549.3	2888.7	3625.5	4591.3
(+/-%)	13.7	104.1	48.1	25.5	26.6
归属母公司净利润(百万元)	3.0	42.7	379.6	493.4	628.3
(+/-%)	-97.8	220.7	12451.9	30.0	27.4
EPS(元)	0.004	0.06	0.55	0.71	0.90
P/E(倍)	3317.5		22.1	17.0	13.4

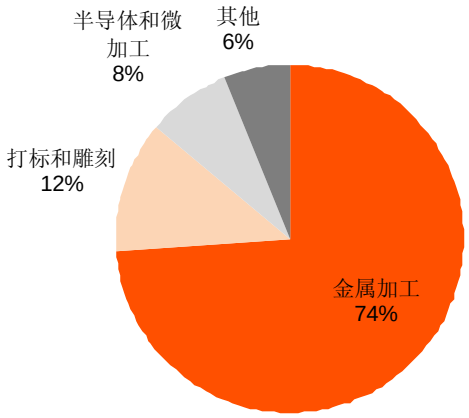
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

行业全面转暖，激光加工设备享受后周期

激光设备主要下游行业均处于较高景气度

激光加工设备的应用领域主要包括金属加工、打标和雕刻、半导体和微加工等，根据《工业激光解决方案》(ILS)提供的数据，09 年不同应用领域的激光器销售收入比例如下图所示。

图 1 激光加工设备各应用领域比例



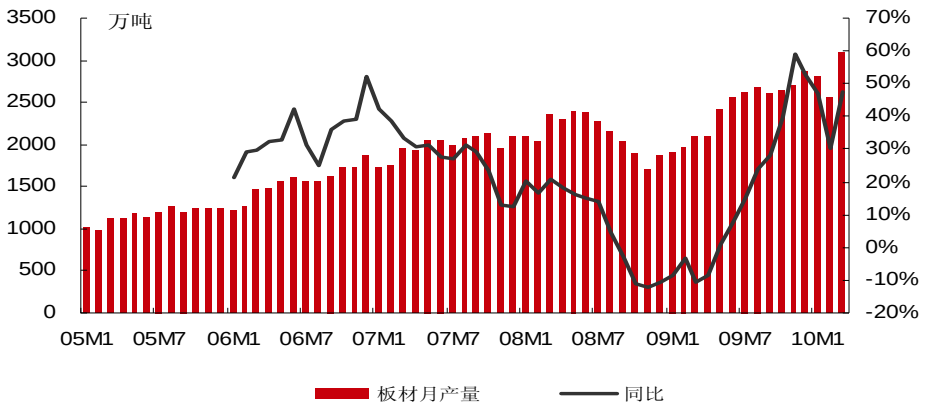
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

金属制品业和电子行业是激光加工设备的两个重要应用。我们分别分析这两个行业的景气度，以及由此带来的对设备的需求情况。

金属制品业固定资产投资快速增长

板材是金属制品业重要的原料，因此，板材产量标志着该行业的景气度。

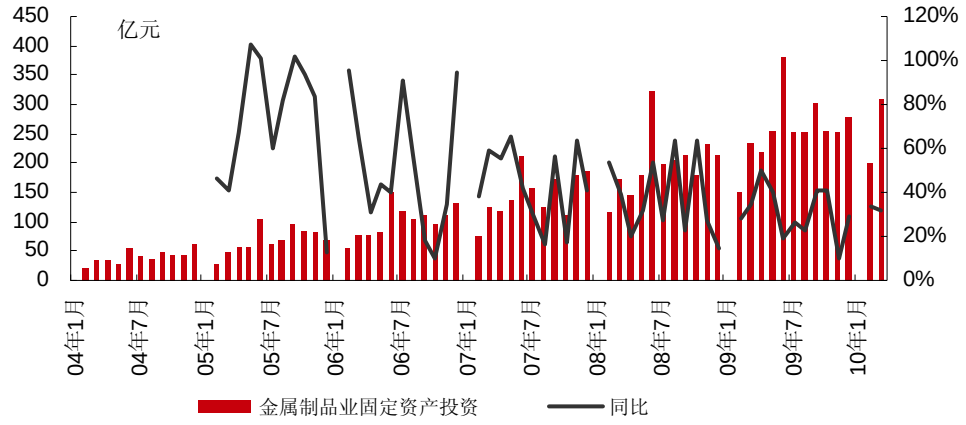
图 2 我国板材产量变化趋势



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

从上图中可以看出，09 年下半年以来，我国板材产量同比增幅由负转正，至今一直维持在较高水平。金属制品业的高景气度促使行业加大固定资产投资，从而增大对包括激光加工设备在内的机器设备的采购。

图 3 我国金属制品业固定资产投资（月度）



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

注：2 月数据为 1、2 月之和。

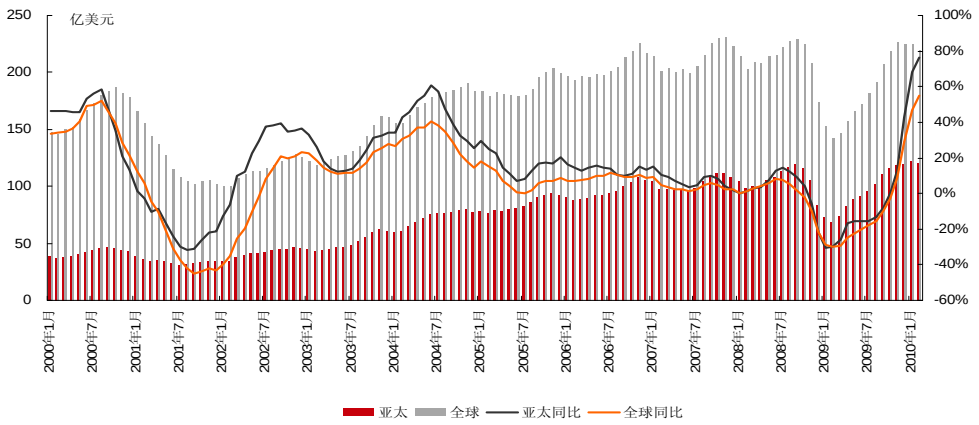
从上图可以看到，金属制品业固定资产投资目前处于历史同期高位，今年前三个月保持着 30%以上的同比增速，这将有效地拉动激光焊接机、切割机等相关设备的销售。

全球电子行业持续景气

电子行业作为激光加工设备的重要下游行业，其景气度处于较高水平。半导体和 PCB 板是电子行业最重要的上游产业，半导体出货量和 PCB 板 BB 值是电子行业景气度的两个重要先行指标。

截至 2010 年 2 月份，全球和亚太半导体出货量都达到历史高位，同比增长率分别达 55%和 77%。

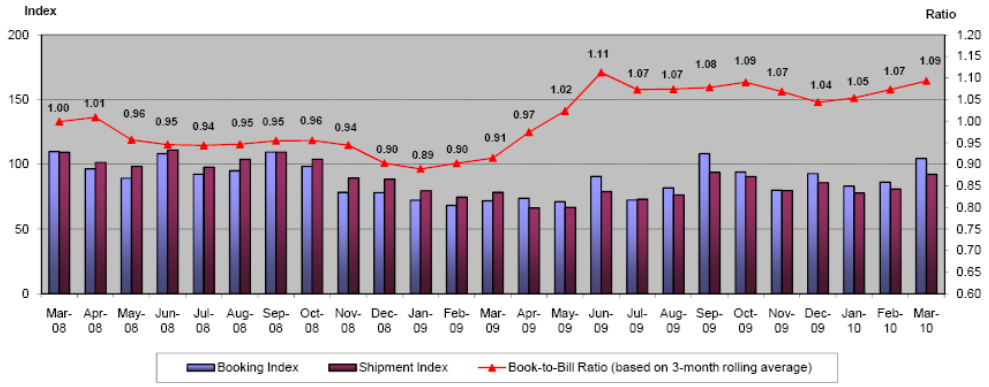
图 4 全球、亚太半导体出货量（月度）



资料来源：SIA，华泰联合证券研究所整理

北美 PCB 板 BB 值自 09 年下半年以来，一直大于 1，即当月新增订货大于出货。09 年 12 月以来，BB 值处于不断上升中。截至 10 年 3 月份，已经处于 1.09 的高位，表明行业景气度还将不断持续和深化。

图 5 2006 年以来北美 PCB 板 BB 值（06 年 1 月至 10 年 3 月）



资料来源：IPC，华泰联合证券研究所整理

电子行业的持续景气带动了资本支出的增加，从美国半导体设备 BB 值可以看出，行业资本支出处于较高水平。2010 年 1、2、3 月，美国半导体设备 BB 值分别为 1.23、1.23、1.19，创下 2003 年 12 月以来的新高，显示出半导体行业加大投资的趋势明显。10 年以来，单月新增订单一直高于 10 亿美元。

表 1 2007 年以来美国半导体设备 BB 值（单位：百万美元）

		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2010 年	出货量	958	1016	1082									
	新增订单量	1178	1251	1285									
	BB 值	1.23	1.23	1.19									
2009 年	出货量	584	526	438	386	393	441	538	580	648	694	744	850
	新增订单量	277	258	246	249	288	352	572	615	759	756	791	913
	BB 值	0.47	0.49	0.56	0.65	0.73	0.80	1.06	1.06	1.17	1.09	1.06	1.07
2008 年	出货量	1279	1311	1345	1337	1313	1160	1077	1065	927	871	807	672
	新增订单量	1141	1205	1166	1090	1029	934	889	867	650	840	784	579
	BB 值	0.89	0.92	0.87	0.82	0.78	0.81	0.83	0.81	0.70	0.96	0.97	0.86
2007 年	出货量	1448	1423	1436	1595	1670	1768	1686	1682	1557	1478	1383	1362
	新增订单量	1446	1398	1420	1568	1642	1608	1406	1371	1235	1177	1131	1156
	BB 值	1.00	0.98	0.99	0.98	0.98	0.91	0.83	0.82	0.79	0.80	0.82	0.85

资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所整理

关于电子行业景气周期的维持时间，我们认为在 10 年内应能延续。原因主要有：（1）半导体和 PCB 板出货量持续增长，尚未见顶，并且半导体和 PCB 板出货量对整个电子行业而言有一定先导性；（2）电子行业下游需求情况也较好。10 年内，PC 预计增长 12%-18%，手机预计增长 9.3%，而消费电子在新型应用的推动下，也将保持较快的增长。以 Iphone 为代表的触摸屏产品、手机支付为代表的移动互联应用、安防和

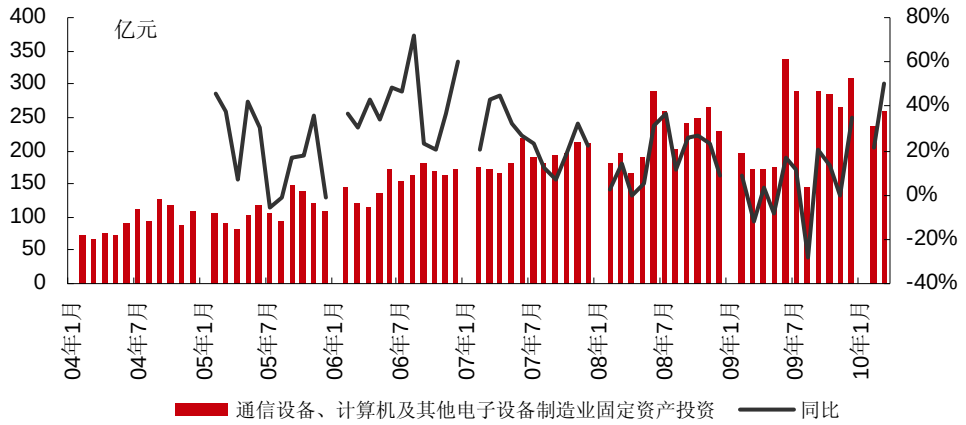
RFID 为代表的物联网，以及 3D 影视、微型投影、电子书、红外成像等诸多新兴电子应用将帮助电子行业维持在比较高的景气水平。

我们认为，11 年电子行业有比较大的概率仍处于景气周期，但仍存在一定的不确定因素，如欧美宏观经济等因素。

我国电子行业固定资产投资回暖趋势明显

09 年下半年以来，我国电子行业固定资产投资回暖趋势明显。CEIC 数据显示，通信设备、计算机及其他电子设备制造业固定资产投资自 09 年 12 月至 10 年 3 月，同比增长一直处于较高水平，分别为 34.7%、21.0%（1、2 月数据之和）和 50.7%。

图 6 我国通信设备、计算机及其他电子设备制造业固定资产投资



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

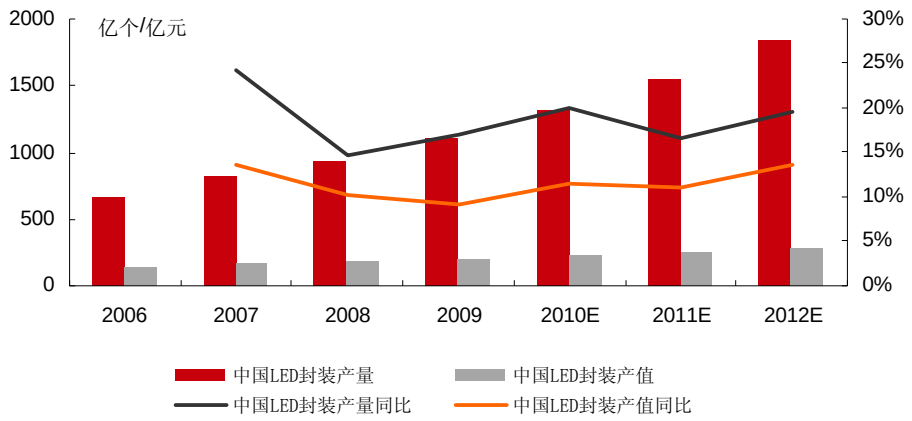
注：2 月数据为 1、2 月之和。

LED 和光伏发电等新兴行业发展迅速

近年来，LED、太阳能等行业发展迅速，逐渐成为激光加工设备新兴的下游行业。

LED 作为理想的节能照明方式，加之有政府的大力推广，近年来在我国发展迅速。以我国的 LED 封装行业为例，2006 年到 2009 年复合增长率为 18.6%，预计 09-12 年，复合增长率为 18.7%

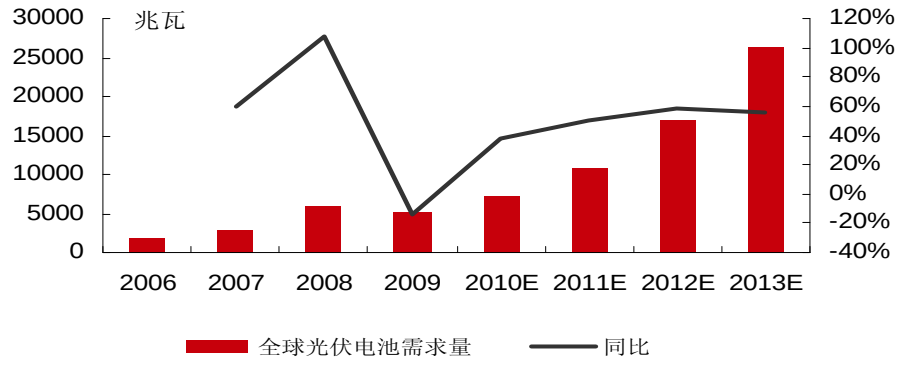
图 7 我国 LED 封装行业市场规模



资料来源：慧聪电子网，华泰联合证券研究所整理

光伏产业近年来同样保持着较高的增长率。根据 DisplaySearch 的预测，全球光伏电池需求量在经历了 09 年的短暂下滑后，10 年将迎来新一轮的增长。

图 8 全球光伏电池需求量

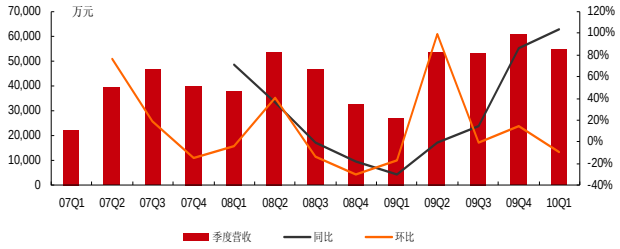


资料来源：DisplaySearch，华泰联合证券研究所整理

下游景气恢复带动公司业绩好转

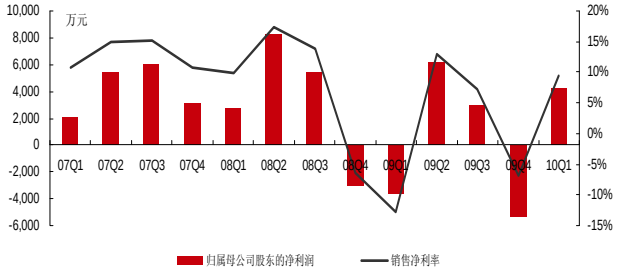
受益于下游行业景气度恢复，公司业绩从 09 年 4 季度以来出现明显回升。09 年 4 季度、今年 1 季度营收同比增长率分别为 86.8%和 104.1%，环比来看 1 季度受季节因素影响，环比下降 10%。净利润方面，因公司对持有的可供出售金融资产增加计提减值 7502 万元，09 年 4 季度归属母公司净利润为负值，1 季度盈利持续回升，达到历史上同期最好的净利润水平。

图 9 公司季度营收



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 10 公司季度净利润与净利率



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

打通产业链，销售规模直追全球行业巨头

激光行业上、中、下游分别是激光器、激光设备、行业应用。

行业上游是激光器。激光器从产生激光的原理上，可以分为气体激光器（二氧化碳激光器、氦氖激光器等）、固体激光器（绿光、蓝光、红光、黄光、红外激光器等）、光纤激光器等。目前公司能够生产各类激光器，用于激光加工设备。

中游是激光加工设备集成制造、激光医疗设备、光通信模块制造、以及激光全息设备制造。

下游是行业应用。对于激光加工行业，其下游主要是机械、汽车、半导体、宝石加工、光伏、塑料等行业；激光医疗行业下游主要是外科、整容等；激光全息行业下游包括防伪证件、防伪包装等。

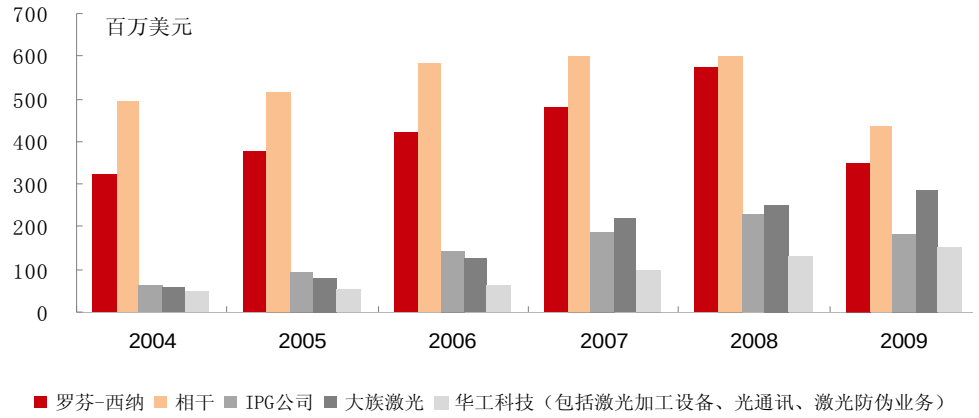
图 11 激光行业产业链

资料来源：华泰联合证券研究所整理

在激光加工设备领域，公司在产业规模、产品性能、研发能力等方面，已经具有全球竞争力，因此，公司得以充分享受到下游行业复苏以及产业向中国转移带来的机遇。

2009 年，激光设备行业出现了较大幅度的滑坡，全球激光器市场销售额 53.2 亿美元，同比下降 24.1%。罗芬-西纳、相干、IPG 等国外公司销售额均出现较大幅度的下滑，而公司保持着 13.7%的增长。公司与全球主要竞争对手的对比状况如下图所示。

图 12 全球主要激光设备厂商销售额



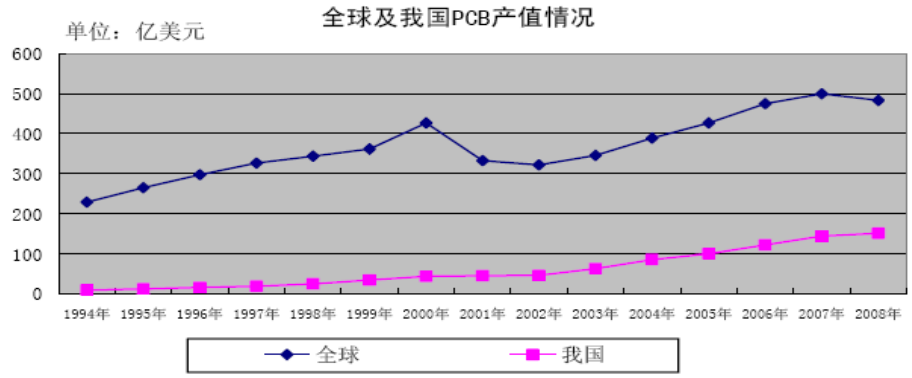
资料来源：Bloomberg，wind，华泰联合证券研究所整理

激光应用产业链向中国转移

激光应用产业链，如 PCB、激光切割等行业，由于上游技术的全面掌握，目前正向中国转移，也使我国激光设备制造业迎来较好的发展机遇。

PCB 行业和芯片行业是电子元件产业中最大的两个细分行业，近年来， PCB 行业向我国转移的趋势明显。2008 年全球 PCB 行业总产值为 482 亿美元，根据 Prismark 预测，2008 年至 2013 年，复合增长率为 3.6%。2008 年我国 PCB 行业总产值为 1183 亿元，占全球的 31%，预计今后几年中，我国 PCB 行业将保持 7.4%的复合增长率，2013 年，将占全球市场 37.2%，即 214 亿美元。

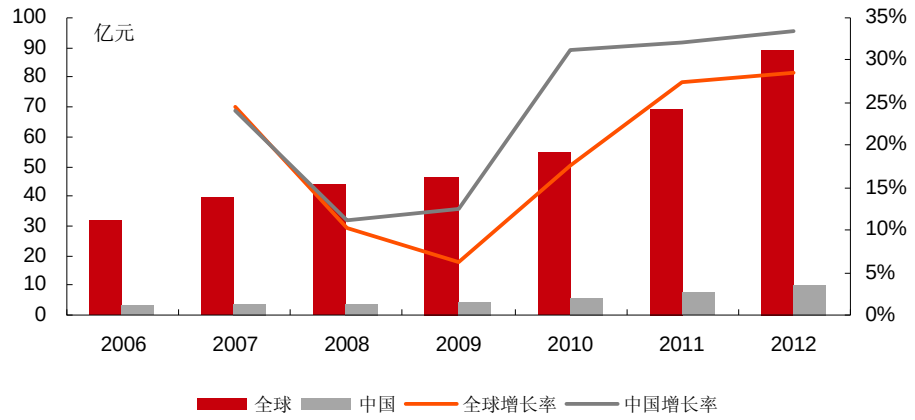
图 13 全球和我国 PCB 产值



资料来源：兴森快捷招股书，华泰联合证券研究所整理

目前，随着我国激光切割应用的不断发展，激光切割设备市场也得到了快速成长，在全球市场中的占比不断提升。预计到 2012 年，我国激光切割设备市场规模为 10.4 亿元，占全球 11.6%。

图 14 全球和我国中小功率激光切割机市场规模



资料来源：《工业激光解决方案》(ILS)，华泰联合证券研究所整理

激光设备涉及激光、自动化控制、计算机软件和机械控制等工程技术学科，只有持续增大投入研发方能保持行业领先。公司在 09 年不利的经济环境下仍然坚持加大科技投入，全年研发投入 12,817.28 万元，占销售收入 7.24%，同比增长 12.17%，截至 2009 年底，公司获得各项专利共计 356 项。

高比例的研发投入，也为公司未来的成长打下了较好的产品贮备。

产品结构向新兴行业优化

高端 PCB 设备

随着消费电子产品向更轻、更小、更薄、可靠性更高的方向发展，高密度 PCB 板（HDI）和刚挠板等新型 PCB 板获得了远高于普通 PCB 板的成长速度。据 PRISMARK 预测，从 2004 年至 2009 年 HDI 板产值全球复合增长率为 21%，远高于 PCB 行业的整体增长速度，而中国市场在其中所占份额从 2004 年的 15%增长到 34%。

目前市场上的 PCB 设备中，机械设备较适用于生产普通 PCB 板。对于 HDI 板而言，因为其孔径较小（一般小于 0.1mm），并且盲孔数量众多，机械钻孔机难以达到如此小的孔径，也不易控制盲孔的深度，而激光钻孔机能够克服这些不足。HDI 板同样要求有很高的切割精度，激光切割机的精度明显优于机械切割机，适用于 HDI 板的加工。

09 年激光 PCB 钻孔机实现销售收入 4474 万元，我们认为今年将有较大的成长。

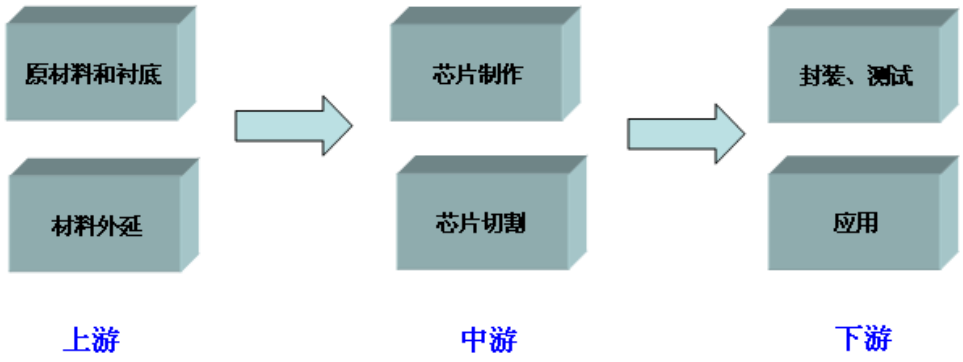
完善 LED 产业链，进入太阳能专用设备领域

公司控股子公司深圳市大族光电设备有限公司，从事 LED 全套自动化封装及测试设备的自主研发、生产。09 年公司投资控股了深圳市国冶星光电子有限公司、深圳路升光电科技有限公司、深圳元亨光电股份有限公司，进入到 LED 显示及高功率照明

器件的封装、系统及组件设计、生产领域。从而，公司打造完成了 LED 设备与产品研发、生产的产业链。

LED 行业产业链如下图所示:

图 15 LED 行业产业链

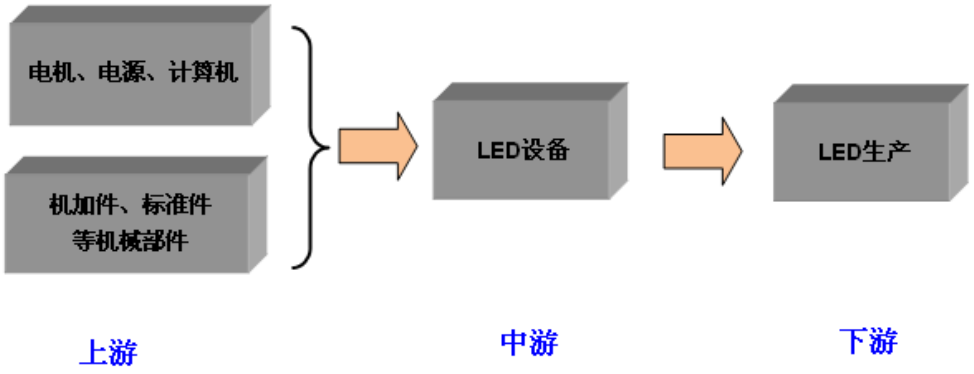


资料来源：华泰联合证券研究所整理

大族光电主要生产 LED 封装、测试设备，国冶星、路升、元亨从事 LED 的封装、测试以及 LED 产品的应用。

大族光电 LED 封装、测试设备的市场竞争力主要体现在，其产品线齐全，能够提供整套封测设备（固晶机、焊线机、灌胶机、分光机、装带机），而国内竞争对手往往仅能提供某些环节的设备。LED 设备方面，全球最具有竞争力的公司是 ASM。LED 设备产业链如下图所示:

图 16 LED 设备产业链



资料来源：华泰联合证券研究所整理

同时，公司目前具有用于多晶硅片的激光划片机、切割机，用于薄膜电池的激光刻划机、激光扫边机等太阳能专用设备生产能力。我们认为，光伏行业的快速发展将成为公司新的助推力量。

盈利预测和估值

我们对公司的主营业务分项作出预测，预测的主要出发点是:

1. 激光信息标记设备：公司下游客户中，服装、电子行业的出口型客户较多，08、09 受到金融危机影响较大，销售额连续下滑。09 年底以来，下游行业复苏，同时随着公司小功率绿光和紫外激光器的成熟和产品化，激光信息标记设备的下游领域也在不断扩张。
2. 激光切割设备：公司定向增发募投项目大功率激光切割机项目进展顺利，10 年销售收入可期，该项目年内应能实现盈亏平衡；09 年公司在成功开发、生产多晶硅、薄膜电池相关设备的基础上，增强了对光伏产业其他专用设备的开发、研制力度，10 将迎来较为快速的成长。
3. 激光焊接设备：下游的钣金加工等行业 09 年受金融危机影响较大，但根据我们上文的分析，目前正处于快速回升中。
4. 激光制版及印刷设备：结合行业形势，我们认为 10 年会有稳步增长。
5. PCB 设备：09 年全球 PCB 产值下降 14.2%，而公司 PCB 设备销售收入增长 12.3%；10 年全球 PCB 行业复苏，特别是 3G 手机的大量出货将带来高密度 PCB 板（HDI）的高速增长，这将推动公司 PCB 设备，尤其是适用于 HDI 加工的的激光 PCB 设备进一步成长。激光 PCB 设备技术壁垒较高，公司的主要竞争对手是三菱、日立等大公司。
6. LED 设备及产品：LED 后端封测设备方面，目前产品已经成熟，下游需求旺盛，我们预测 10 年将能实现 1 亿元左右的销售额。LED 产品方面，公司 09 年投资控股国冶星、路升、元亨光电三家公司，打造较完整的产品封装、应用产业链，根据三家公司今年的经营情况和行业趋势，我们预测 10 年 LED 产品实现 4 亿元左右的销售额

主营业务以外，公司今年还将获得房地产租金、土地转让等带来的收益。

与电子行业可比公司以及整个行业的估值水平相比，公司 10、11 年 PE 均较低。

我们预测，公司 10、11、12 年的营收分别为 28.9 亿、36.3 亿、45.9 亿元，EPS 为 0.55、0.71、0.90 元。10 年对应主业和其他收入（租金、动迁补偿金）的 EPS 分别为 0.38 元和 0.17 元。

我们将华工科技和公司的估值做一比较。

表 2 华工科技、大族激光的主营业务估值对比

	4-30 收盘价	EPS				PE			
		09 年主业	09 年其他	10 年（E）主业	10 年（E）其他	09 年主业	09 年其他	10 年（E）主业	10 年（E）其他
华工科技	20.30	0.19	0.18	0.32	0.18	92.6	15	55.0	15
大族激光	12.06			0.38	0.17		15	25.0	15

资料来源：wind、华泰联合证券研究所

说明：09 年华工科技 EPS 为 0.37 元，其中出售可供出售金融资产获得投资收益 8652 万元，税后对应 EPS0.18 元，故主业对应 EPS0.19 元；

10 年华工科技根据 wind 的预测，EPS 为 0.50 元，1 季度出售可供出售金融资产获得投资收益 8679 万元，税后对应 EPS0.18 元，故主业对应 EPS0.32 元。

由上表的对比可以看到，10 年对应于主业的市盈率，大族激光明显低于可比公司华工科技。

表 3 将公司、华工科技的估值（包括主业和其他业务对应的 EPS）水平和电子行业做一对比。可以看出，公司的估值水平较低。

表 3 可比上市公司市盈率水平

	10-4-30 收盘价	EPS			PE		
		09	10E	11E	09	10E	11E
电子元器件行业					71.4	45.8	34.4
华工科技	20.30	0.37	0.50	0.72	55.0	40.2	28.3
大族激光	12.06	0.004	0.55	0.72	2776.3	29.9	21.1

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

我们认为，公司正处在业绩的拐点阶段，当前估值水平较低，给予１１年２５倍的估值水平，价格为１７．７５元较为合理。

风险提示

激光信息标记设备下游出口型企业较多，国际市场的复苏可能会有反复，有可能影响公司产品销售情况；激光加工设备是竞争性行业，公司存在一定的市场风险，盈利预测中假设条件有可能改变，从而影响业绩预测。

盈利预测

资产负债表				单位：百万元
	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2461	3446	4393	5610
现金	832	1135	1467	1857
应收账款	662	983	1231	1560
其他应收款	49	74	90	115
预付账款	64	122	153	191
存货	819	1093	1402	1822
其他流动资产	35	38	51	65
非流动资产	1967	2338	2579	2747
长期投资	437	498	512	523
固定资产	468	799	1080	1302
无形资产	205	210	199	166
其他非流动资产	856	831	789	756
资产总计	4428	5784	6972	8356
流动负债	2114	3015	3588	4196
短期借款	1460	2120	2521	2890
应付账款	361	520	646	826
其他流动负债	294	375	421	480
非流动负债	65	67	84	100
长期借款	30	40	55	71
其他非流动负债	35	27	29	29
负债合计	2179	3082	3672	4296
少数股东权益	259	332	437	568
股本	696	696	696	696
资本公积	988	988	988	988
留存收益	309	689	1182	1811
归属母公司股东权益	1990	2370	2864	3492
负债和股东权益	4428	5784	6972	8356

现金流量表				单位：百万元
	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	105	120	322	381
净利润	33	453	598	760
折旧摊销	79	79	113	143
财务费用	21	51	66	77
投资损失	-11	-10	-10	-10
营运资金变动	-112	-464	-465	-615
其他经营现金流	95	11	20	27
投资活动现金流	-1025	-436	-340	-299
资本支出	609	320	310	295
长期投资	-267	77	24	21
其他投资现金流	-683	-40	-6	17
筹资活动现金流	865	619	349	308
短期借款	896	660	401	369
长期借款	30	10	15	16
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	103	-0	0	0
其他筹资现金流	-164	-51	-66	-77
现金净增加额	-55	303	331	390

利润表				单位：百万元
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1950.4	2888.7	3625.5	4591.3
营业成本	1218	1631	2092	2719
营业税金及附加	8	11	14	17
营业费用	325	390	428	514
管理费用	309	378	406	482
财务费用	21	51	66	77
资产减值损失	103	56	63	67
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	10	10	10
营业利润	-24	381	566	725
营业外收入	66	80	90	101
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	42	460	655	824
所得税	9	70	99	124
净利润	33	453	598	760
少数股东损益	30	73	105	132
归属母公司净利润	3.0	379.6	493.4	628.3
EBITDA	77	511	745	945
EPS（元）	0.00	0.55	0.71	0.90

主要财务比率				
	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.7%	48.1%	25.5%	26.6%
营业利润	-124.0%	1519.9%	48.5%	28.0%
归属于母公司净利润	-97.8%	12451.9%	30.0%	27.4%
获利能力				
毛利率（%）	37.6%	43.5%	42.3%	40.8%
净利率（%）	0.2%	13.1%	13.6%	13.7%
ROE(%)	0.2%	16.0%	17.2%	18.0%
ROIC(%)	-0.1%	12.0%	14.4%	15.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	49.2%	53.3%	52.7%	51.4%
净负债比率（%）	68.36%	70.09%	70.15%	68.92%
流动比率	1.16	1.14	1.22	1.34
速动比率	0.78	0.78	0.83	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.57	0.57	0.60
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	3.84	3.71	3.59	3.69
每股指标（元）				
每股收益（最新摊薄）	0.00	0.55	0.71	0.90
每股经营现金流（最新摊	0.15	0.17	0.46	0.55
每股净资产（最新摊薄）	2.86	3.40	4.11	5.02
估值比率				
P/E	3176.8	25.3	19.5	15.3
P/B	4.83	4.05	3.36	2.75
EV/EBITDA	130	19	13	11

重要财务指标				单位：百万元
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1950	2889	3625	4591
收入同比(%)	14%	48%	26%	27%
归属母公司净利润	3	380	493	628
净利润同比(%)	-98%	12452%	30%	27%
毛利率(%)	37.6%	43.5%	42.3%	40.8%
ROE(%)	0.2%	16.0%	17.2%	18.0%
每股收益(元)	0.00	0.55	0.71	0.90
P/E	3176.84	25.31	19.48	15.29
P/B	4.83	4.05	3.36	2.75
EV/EBITDA	130	19	13	11

数据来源：华泰联合证券研究所.

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券评级标准:

时间段　　报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数　沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入　　股价超越基准 20%以上

增　持　　股价超越基准 10%-20%

中　性　　股价相对基准波动在 ± 10% 之间

减　持　　股价弱于基准 10%-20%

卖　出　　股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持　　行业股票指数超越基准

中　性　　行业股票指数基本与基准持平

减　持　　行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称"华泰联合证券"）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@lhzq.com