

万家乐（000533）深度研究报告

——变压器业务和燃气具业务齐发展

基本数据	2010-06-11
收盘价（元）	12.15
市盈率	43.39
市净率	8.38
股息率（分红/股价）	0.49%
每股净资产（元）	1.45
资产负债率%	62.03%
总股本（亿股）	6.91
流通 A 股（亿股）	6.79
流通 A 股市值（亿元）	82.50

一年内股价走势：



相关研究：

研究员：冯福来

电话：020-37865166

EMAIL：fengfl@wlzq.com.cn

报告日期：2010-06-11

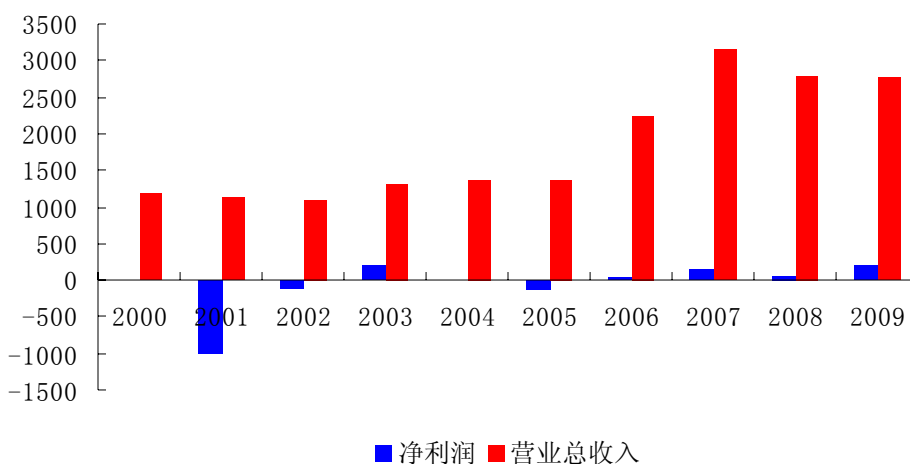
- **公司变压器业务和燃气具业务两翼发展。**公司目前的营业收入主要来自变压器业务和燃气具业务。变压器业务是公司收入的主要来源，占全部营业收入的比重约 60%，主要以干式变压器为主，还包括风电用箱变、非晶干式变压器和 SVC，变压器业务是公司盈利贡献主体。燃气具业务占全部营业收入的比重约为 40%，主要以燃气热水器为主，还有电热水器、太阳能热水器。
- **变压器业务：通过与阿海珐合资，做大做强。**我们认为阿海珐进入顺特公司，一方面有利于公司开拓海外市场，目前阿海珐已经给公司带来新的海外订单，而海外市场的毛利率要高于国内市场，有利于提高公司产品的盈利能力；另外一方面有利于提高公司产品的技术水平和品质，阿海珐作为全球著名的输配电企业，技术水平处于国际领先水平，和公司合资后，有望将新技术和管理经验带到合资公司，提高公司产品的质量。
- **燃气具业务：进入快速发展期。**我们认为公司在顺特和阿海珐合资之后，公司未来将聚集资源推动万家乐厨卫电器业务的低成本快速扩张。万家乐燃气具公司全国接近有 4300 个销售网点，未来将推动燃气具业务的销售收入进入一个高速发展期。
- **HCPV：有望成为公司未来新的利润增长点。**新曜光电是目前国内唯一自主掌握核心电池模块的企业，未来 HCPV 产业化后有望成为公司新的利润增长点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.406 元、0.414 元和 0.438 元，动态 PE 分别为 29.95、29.32 和 27.75，我们给予“增持”投资评级。

1. 公司变压器业务和燃气具业务两翼发展

广东万家乐股份有限公司成立于1992年10月，1994年1月在深圳证券交易所挂牌上市，是广东省50家工业龙头企业之一，广东省83家重点发展大型企业集团之一。控股子公司顺特阿海珐电气有限公司是世界最大的干式变压器制造企业之一，干式变压器国内市场占有率从1992年起一直位居全国第一；广东万家乐燃气具有限公司是中国乃至东南亚最大的燃气具及热水器生产基地之一，“万家乐”牌燃气热水器连续二十年产销量居全国第一。

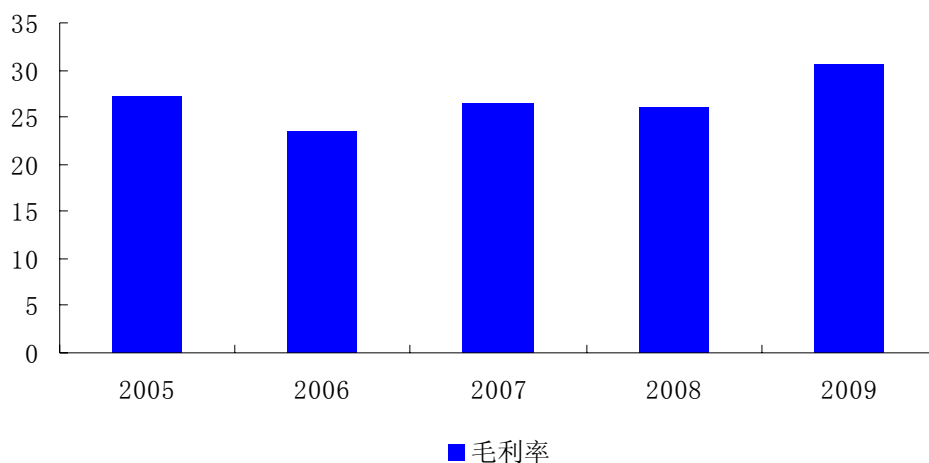
公司目前的营业收入主要来自变压器业务和燃气具业务。变压器业务是公司收入的主要来源，占全部营业收入的比重约60%，主要以干式变压器为主，还包括风电用箱变、非晶干式变压器和SVC，变压器业务是公司盈利贡献主体。燃气具业务占全部营业收入的比重约为40%，主要以燃气热水器为主，还有电热水器、太阳能热水器。

2000-2009年公司营业总收入和净利润变动趋势图



资料来源：万联证券

公司毛利率趋势变好



资料来源：万联证券

2. 变压器业务：通过与阿海珐合资，做大做强

2.1 顺特阿海珐：国内领先的干式变压器生产企业

公司的变压器业务集中于顺特阿海珐电气有限公司，它的前身是顺特电气有限公司，建立于1988年，当时公司从德国引进先进的技术和设备，进入当时国内尚为空白的干式变压器制造领域，1989年12月，公司设计制造出中国第一台环氧树脂浇注薄绝缘干式变压器，SC系列干式变压器投入批量生产，到目前为止已先后推出SC、SC3、SCB3、SC8（SCB8）、SC9（SCB9）、SC10（SCB10）共六代干式变压器产品，无论是产量或是技术水平均已走在国内乃至世界同行的前列。2009年顺特阿海珐公司干式变压器的产能大约为900KVA，预计2010年年底产能有望扩大到1200KVA。2009年顺特阿海珐实现营业收入167,737.14万元，同比下降10.58%；实现净利润16,585.28万元，同比增长73.52%。

公司通过和世界级电气企业合作，引进国外先进技术，填补公司产品空白。1999年引进美国GE公司全套技术生产组合式变压器（俗称美式箱变），开始进入组合式变压器领域。2003年3月和6月，分别与德国西门子、法国施耐德达成技术合作协议，填补了公司开关项目高端产品方面的空白。并且从当年9月份开始，公司与西门子合作生产的SF6气体绝缘全封闭中压开关成套设备以及与施耐德合作生产的BLOCKSET132型系列低压开关柜开始在全国推广。

经过20多年的发展，目前公司已成为世界干式变压器行业的翘楚和国内外著名的输配电设备成套供应商。作为国内专业制造干式变压器、预装式变电站、组合式变压器、高低压开关柜、干式电抗器、电力电子成套装置、智能电器等高品质的电气设备的公司，产品广泛应用于全国各行各业，包括公共建筑和政府设施、水利水电工程、核电工程、轨道交通工程、机场工程、石油化工和风力发电等领域。顺特阿海珐电气的产品还远销澳大利亚、韩国、泰国、伊拉克、阿联酋、伊朗、香港等近20个国家和地区。

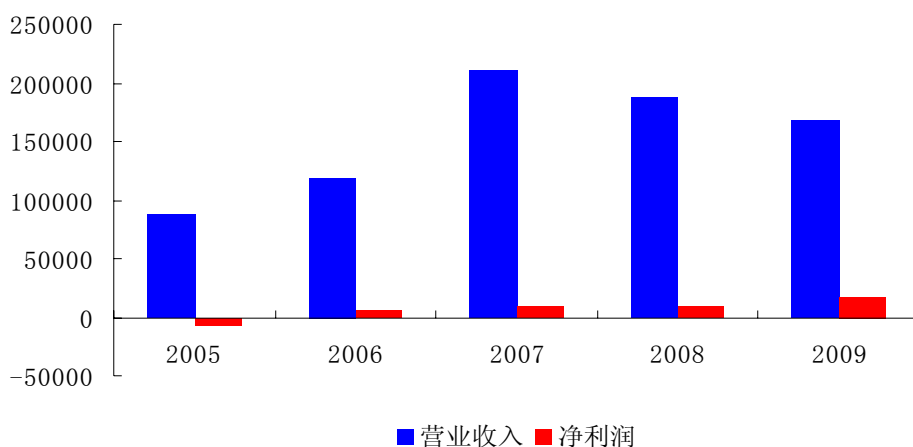
公司下游应用领域和主要客户

下游应用领域	主要客户
公共建筑及政府设施	北京人民大会堂、毛主席纪念堂、国务院西山300工程、中央军委办公大楼、国家安全部、国家公安部、中央人民广播电台、解放军空军司令部、北京市政府大楼、广东省委办公大楼、上海市政府大楼、上海大剧院、上海东方明珠电视塔、酒泉卫星发射中心、广州中山纪念堂
水利水电工程	长江三峡工程、黄河小浪底水利枢纽工程、四川二滩水电站、甘肃刘家峡水电站、广西天生桥一级水电站
核电工程	大亚湾核电站、岭澳核电站、秦山核电站、连云港核电站、辽宁红沿河核电站、福建宁德核电站
轨道交通工程	北京地铁、上海地铁、广州地铁、深圳地铁、西安地铁、重庆轻轨、武汉轻轨、长春轻轨、大连轻轨、苏州轻轨、广佛城际轨道、伊朗德黑兰地铁
机场工程	北京国际机场、上海虹桥机场、上海浦东机场、广州白云机场、深圳机场、天津滨海国际机场、珠海机场、三峡机场
石油化工工程	大庆油田、胜利油田、塔里木油田、大庆石化总厂
风力发电工程	吉林龙源通榆、吉林长岭、国华呼伦贝尔、宁夏银仪、福建漳浦六鳌和北京京能官厅风力发电场

资料来源：万联证券

2009年12月4日顺特电气有限公司与阿海珐的合资公司顺特阿海珐电气有限公司正式注册成立，顺特阿海珐电气有限公司注册资本14.9亿元，其中公司以顺特电气的净资产出资50%，阿海珐公司以现金出资50%。阿海珐输配电是世界三大输配电公司之一，全球有91个生产基地，遍布100多个国家，全球客户超过4万个。2009年11月30日，阿海珐集团将阿海珐输配电公司出售给阿尔斯通/施耐德。我们认为阿海珐进入顺特公司，一方面有利于公司开拓海外市场，目前阿海珐已经给公司带来新的海外订单，而海外市场的毛利率要高于国内市场，有利于提高公司产品的盈利能力；另外一方面有利于提高公司产品的技术水平和品质，阿海珐作为全球著名的输配电企业，技术水平处于国际领先水平，和公司合资后，有望将新技术和管理经验带到合资公司，提高公司产品的质量。

2005-2009年顺特阿海珐营业收入和净利润

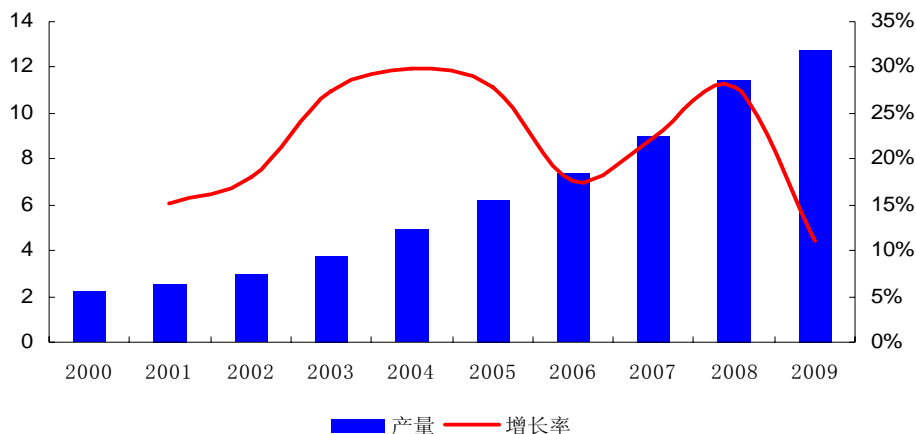


资料来源：万联证券

2.2 国内变压器市场需求旺盛

根据有关专家预计，“十一五”后三年至“十二五”期间，我国国内变压器市场的年需求量将超过12亿kVA。未来随着电源建设的稳步增长，电网公司将加大对电网的投资及改造力度，我国的变压器市场需求将在此期间内保持较高的年需求量。

2000-2009年中国变压器产量（单位：亿KVA）



资料来源：万联证券

2009年，国家电网对电网建设的投资总额首次突破3000亿元，达3058.6亿元，同比增长22.5%。2010年的目标是完成电网建设投资2274亿元，实现利润350.5亿元。2010年电网投资将主要投向特高压输电线路等重点工程建设、新一轮农网改造等城乡配电网建设，以及智能电网试点建设等。

2009年，南方电网公司完成电网建设投资914.9亿元，同比增长91.5%。2010年南方电网将积极落实国家扩内需政策，助力各地调结构促转变，继续保持电网投资水平，全面加快各级电网发展，计划完成固定资产投资1042亿元，其中电网建设投资880亿元。2010年，南方电网公司将继续加大城网改造和农网完善投资，重点建设±800千伏云广特高压直流输电工程、惠州抽水蓄能电站、西电东送网络完善工程等项目。

2.3 风力发电市场受益国家新能源政策

风力发电是当前新能源发电的主力，是个正处于朝阳阶段的发电模式。2009年，我国新增风电装机1380万千瓦，居世界第一，连续4年实现100%增长，中国累计风电装机已达2601万千瓦。根据国家《新能源产业振兴规划》草案，2020年我国风电总装机容量将达1.5亿千瓦，是2007年发布的《可再生能源中长期发展规划》目标的5倍。国家能源局确定了千万千瓦级风电基地规划，在保证规划的千万千瓦级风电基地建成后，我国在2020年就可以达到1亿千瓦的装机容量。根据规划，我国将在甘肃、新疆、河北、吉林、内蒙古、江苏六个省区打造7个千万千瓦级风电基地。甘肃酒泉千万千瓦级风电基地建设规划总装机容量为3565万千瓦；新疆哈密规划2000万千瓦；内蒙古规划建设5000万千瓦，其中蒙西2000万千瓦，蒙东3000万千瓦；河北规划在沿海和北部地区共建设1000万千瓦；江苏规划建设1000万千瓦，其中近海700万千瓦；吉林西部地区，主要在松源和白城等市，规划到2020年达到2300万千瓦。今后10年，每年新装机容量约1,500万千瓦。风电设备的市场需求预计在未来将保持快速增长，具有广阔的市场空间。

顺特阿海珐公司从上世纪九十年代末响应国家“环保·绿色能源”的政策以来，大力研究并开拓风电市场。2005年国家开始加大对于风电项目的投资力度，公司风电箱变产品顺利走上市场且日益成熟，获得了用户的充分肯定和信赖，销售势头已连续3年持续走旺。公司在参与国内重大风电项目的竞标中，屡屡击败竞争对手，显示了顺特品牌的强劲实力。2009年1-6月公司风电箱变产品实现销售收入1.88亿元。展望2010年，我们认为随着国家风力发电装机容量的不断提高，公司风电箱变产品的销售收入会呈现连年递增的趋势。

2.4 核电市场：公司处于寡头垄断竞争地位

当前我国核电装机共906.8万千瓦，核发电量占比仅为2.2%，在30个核电国家中排名倒数第一，而全球平均值在2007年底已达到14.2%。为实现2020年非化石能源消费比重提高到15%的目标，2009年国家加大了核电领域投资力度，陆续核准、开工一批核电项目。据统计，2009年核电基本建设投资完成576.3亿元，同比增加74.91%。目前，我国已核准待建11个核电项目共30台机组，核准装机规模3270万千瓦；已开工在建核电机组数达到23台，占全世界在建核电机组总数（57台）的40%，成为在建核电规模最大的国家。国家能源局于2009年2月3日召开首次全国能源行业会议，提出我国要尽快电力产业结构调整大力发展新能源产业。对于电力行业来说，要重点发展风电、核电等新能源发电。计划到2020年使得我国的发电结构趋于合理，降低煤炭在发电领域中的比例，逐步提高新能源发电所占比重。2007年制订的核电中长期发展规划中计划到2020

年核电建设 4000 万千瓦，但这一目标目前显得很不足，调整国家核电中长期规划的初稿在能源局电力司层面已经形成，近期将上报国务院。初步设想到 2020 年核电装机容量达到 5%，发电量达到 8%，保守估计，装机容量将超过 7500 万千瓦。核电产业在未来的 10 年内将出现一个历史性的高峰，具有广阔的发展前景。

1993 年，顺特阿海珐的干式变压器首次应用于大亚湾核电站，同时公司也是至今国内获得在 4 个核电站全部采购国产变压器都采用公司产品的供应商。2001 年，顺特阿海珐核电用 IE 级变压器通过国家环保总局核安全中心鉴定及省级鉴定，同时公司也是国产输配电设备进入核电领域的第一家。2009 年 10 月 28 日，公司通过了中国核电工程有限公司的核质保体系的审查，表明公司干变产品质量在核电领域中得到行业和国家权威机构的认可。公司的干式变压器在核电领域的竞争对手主要是国外变压器厂商，整个核电变压器市场处于寡头垄断竞争的状态。我们认为公司作为国内领先的核电领域干式变压器供应商，竞争力不断提高，未来在核电市场拥有的市场份额会不断上升。

2.5 轨道交通市场：大机会，大发展

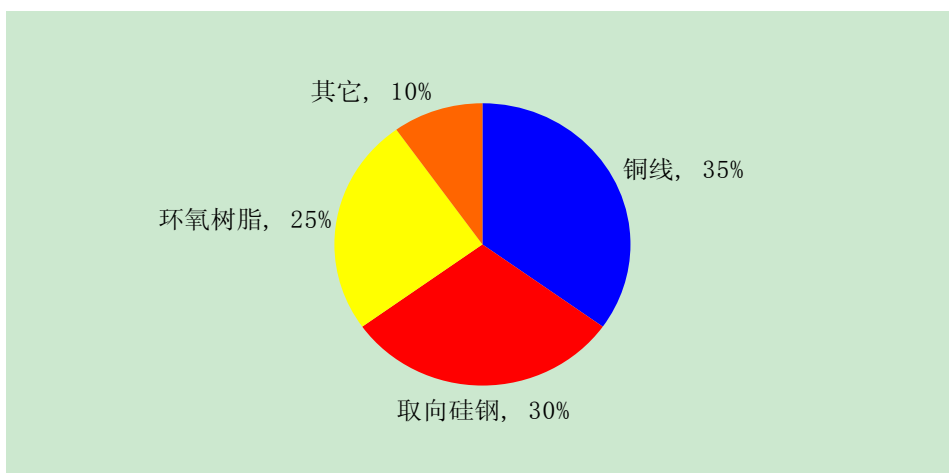
我国目前已有 10 个城市开通了 31 条城市轨道交通线，运营里程达到 835.5 公里。近期，国务院又批复了 22 个城市的地铁建设规划，总投资达 8820.03 亿元。据《人民日报》报道，到 2016 年，我国将新建轨道交通线路 89 条，总建设里程为 2500 公里，投资规模达 9937.3 亿元。中国已成为世界最大的城市轨道交通建设市场。国务院批准地铁建设有 3 项指标——城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿元、地方财政一般预算收入超 100 亿元。目前全国有近 50 个城市达标，我国轨道交通建设未来发展有着巨大潜力。

顺特阿海珐是国内率先研制出 12 脉波地铁牵引整流变压器的厂家，并于 1997 年成功开发出更高性能的 24 脉波干式整流变压器，不仅填补国内空白，而且达到世界轨道交通装备的先进水平。公司轨道交通牵引整流变压器种类齐全，电压等级通常有 10-35kV，整流脉波数有 12 脉波和 24 脉波，容量有 800、2000、2500、3300、4400kVA。国内地铁及轻轨工程，如北京、上海、广州、深圳、南京、天津、重庆、武汉、大连、长春等，均都选用了公司生产的干式牵引整流变压器，已投运的均反映运行性能良好。伊朗德黑兰地铁工程也采用公司生产的干式牵引变压器。我们认为随着国内城市大规模进行轨道交通建设，公司的牵引整流变压器产品面临大机会和大发展。

2.6 公司产品盈利能力的隐忧：原材料价格处于高位

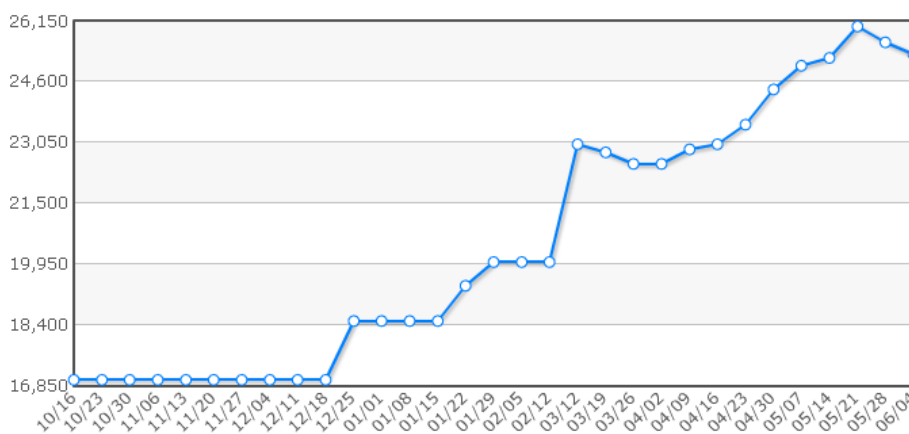
公司干式变压器成本结构中，大宗商品铜线和取向硅钢的比重分别为 35%和 30%，环氧树脂的比重为 25%，其它的比重为 10%。2009 年公司的销售净利率为 9.89%，比 2008 年提高 4.79 个百分点，销售净利率提高的主要原因是公司在原材料价格处于低位时一次性锁定原材料价格，公司规避了 2009 年原材料上升的风险。2010 年以来铜价格处于高位盘整，环氧树脂价格还出现大幅上升情况，而取向硅钢价格则小幅下降，从 2009 年底大约 21000 元/吨下降到大约 20000 元/吨，但是所有原材料成本都比 2009 年出现大幅上升，由于干式变压器市场竞争比较激烈，产品价格和原材料成本很难出现同幅度变动，因此今年原材料价格上涨对于公司干式变压器产品盈利带来负面影响。

干式变压器成本结构



资料来源：万联证券

大连奇化环氧树脂价格走势



资料来源：万联证券

2009 年以来 LME 现铜价格变动



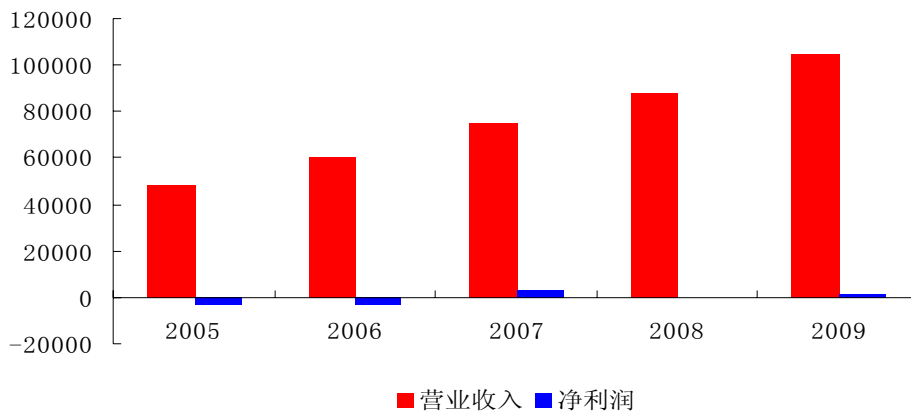
资料来源：万联证券

3. 燃气具业务：进入快速发展期

3.1 万家乐燃气具公司：技术和市场双双领先的企业

广东万家乐燃气具有限公司诞生于1988年，是一家拥有德国、瑞士、日本、瑞典尖端生产、检测设备的国内厨卫电器领先企业。万家乐发展战略定位在以燃气具为主业，带动整个厨房、卫浴及生活电器的发展，为消费者创造高品质的卫浴和厨房生活。万家乐是燃气具行业拥有“中国驰名商标”、“中国名牌”、“中国最有价值品牌”、“中国百姓特别尊敬的企业”四项荣誉的品牌。万家乐作为家用燃气热水器国家标准主要起草单位，家用燃气灶具国家标的起草单位。由万家乐燃气具主编的《冷凝式家用燃气快速热水器》已经成为行业标准。公司发布了国内第一套“集成式家用燃气中央热水系统”并被评为2009年家电“十大创新产品”，被评为广东省工业设计示范企业、“绿色标杆企业”，“万家乐”品牌被评为“共和国60年最具影响力品牌60强”。2010年，万家乐又推出了全预混燃气热水器，未来万家乐全预混燃气热水器将成为市场新的热点。2009年实现营业收入104,698.69万元，同比增加19.40%；实现净利润1,715.70万元，同比增长141.26%。2010年5月，中国行业企业信息发布中心发布数据显示：国内燃气热水器市场国内品牌占据70%的份额，其中万家乐占24.17%，是唯一超过20%份额的品牌，连续20年产销量稳居国内市场第一。

2005-2009 万家乐燃气具营业收入和净利润

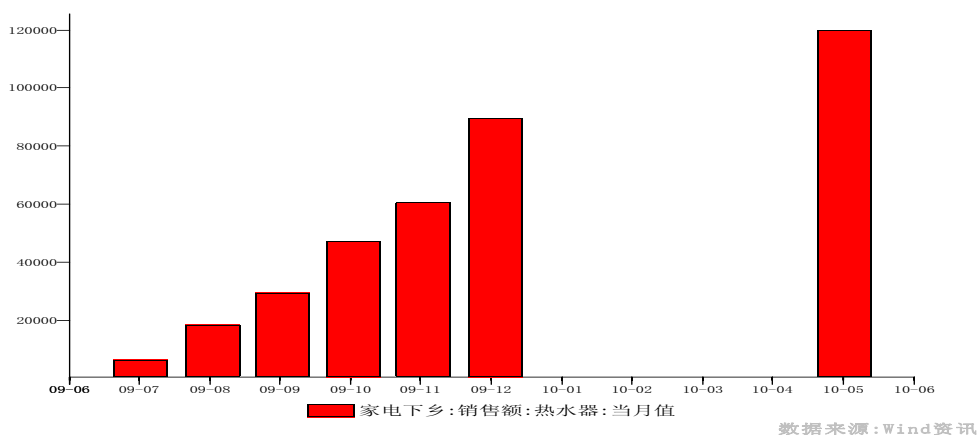


资料来源：万联证券

3.2 家电下乡为热水器带来广阔市场

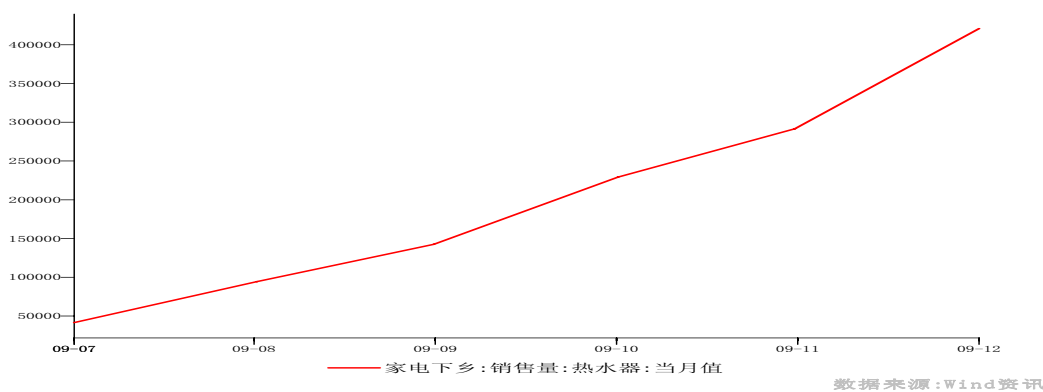
2009年2月我国开始在全国范围内实施家电下乡，首批全国范围的家电下乡品类是彩电、冰箱/冷柜、手机、洗衣机四大类，2月下旬增加了空调、电脑、摩托车、燃气/电热水器。热水器入围家电下乡政策补贴产品范围，既有助于国产热水器大力开拓潜力巨大的农村市场，又有助于企业不断加大研发投入，加快产品更新换代的步伐。根据家电下乡信息系统统计数据显示，2009年家电下乡实现热水器销售1250746台。根据商务部的最新数据显示，今年5月份，全国家电下乡产品销售575万台，实现销售额126亿元，比上年同期分别增长1.6倍和2.2倍，较上月环比分别增长20%和26%。销售额居前三名的产品是冰箱47亿元、彩电33亿元、热水器12亿元。今年1-5月，全国家电下乡产品累计销售2658.7万台，实现销售额543.5亿元，比上年同期分别增长3倍和4倍。

家电下乡热水器销售额（单位：亿元）



资料来源: WIND, 万联证券

家电下乡销售数量 (单位: 台)



资料来源: WIND, 万联证券

公司的燃气热水器和储水式热水器都中标国家家电下乡招标,2009年万家乐燃气具公司家电下乡实现发货9.7万台热水器,发货金额为1.13亿元。我们认为公司在顺特和阿海珐合资之后,公司未来将聚集资源推动万家乐厨卫电器业务的低成本快速扩张。万家乐燃气具公司的销售模式发生改变,由以前的自己设立销售点和代理销售结合的销售模式,现在已经全部改为代理销售模式,在代理销售模式下,公司采取的预收款方式,提高资金的周转率,避免坏帐。万家乐燃气具公司在全国接近有4300个代理销售网点,未来将会推动燃气具业务的销售收入会有进入一个高速发展期。同时,公司与供应商的采购模式从以前的赊销到买断模式转变,原材料采购成本会降低,也会相应提高公司的销售净利率,2009年燃气具业务的销售净利率为1.4%,今年销售净利率有望大幅度提高。

4. HCPV:有望成为公司未来新的利润增长点

2010年1月15日，万家乐与广州三新控股集团有限公司签署《股权转让协议》，约定万家乐以人民币285.68万元受让三新控股持有的广东新曜光电有限公司20%的股权，目前万家乐持有新曜光电25%的股权。

新曜光电是一家以第三代高聚光型（HCPV）太阳能发电模组和发电系统的开发、设计和产业化为主要业务方向的高科技公司。HCPV是近年来国际太阳能光伏发电技术的新热点，同晶硅技术和薄膜技术相比，HCPV在100KW以上发电系统中具有明显的优势，如果综合考虑年发电成本和碳痕迹等因素，则HCPV拥有绝对优势。目前HCPV发电在全球太阳能发电占比只有3%，预计未来10年内，HCPV的比重至少能够上升到20%以上。

新曜光电2009年8月开始正式运作，现阶段的定位主要是核心电池模块的开发和生产，模组架构的设计和和生产，聚光光学系统的设计和开发等，远期目标是成为国内甚至国际HCPV市场的主要系统集成商和解决方案供应商。新曜光电是目前国内唯一自主掌握核心电池模块的企业，电池芯片使用的砷化镓，目前最好转换率可以达到41%。公司已经能够实现模拟环境下1平方厘米电池模块的发电峰值达到35W，稳定值能够达到25W。目前国际上HCPV普遍的聚光倍数是550倍，公司已经掌握550倍和1100倍的设计技术，并且正在研发2200倍的技术。

HCPV技术的难点在有四点：（1）极高温；（2）光路优化；（3）聚光精度；（4）垂直精度。公司在模拟环境下已经解决了前三个难题，但是第四个难题尚未解决，而且我们认为第一和第三个难题在实际环境下是否真正解决尚难以判定。如果这四个难点全部顺利解决，新曜光电未来会面对巨大的HCPV发电市场，盈利前景将会不断超越预期，未来有望成为公司新的利润增长点。

5. 盈利预测与投资评级

我们对于未来收入做出如下假设：

- （1）阿海珐的现金出资上半年到位。
- （2）顺特阿海珐的扩大产能目标能够在今年年底实现，我们假设未来三年公司的营业总收入增长率分别为16.55%、40.03%和25%。
- （3）未来三年公司产品的综合毛利率分别为30.45%、31.77%和33%。

我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.406元、0.414元和0.438元，动态PE分别为29.95、29.32和27.75，我们给予“增持”投资评级。

财务和估值数据						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3137.19	2797.24	2752.76	3208.46	4492.87	5616.09
增长率(%)	39.89%	-10.84%	-1.59%	16.55%	40.03%	25.00%
归属母公司股东净利润	129.08	65.67	193.32	280.25	286.26	302.45
增长率(%)	562.85%	-49.13%	194.41%	44.97%	2.15%	5.65%
每股收益(EPS)	0.187	0.095	0.280	0.406	0.414	0.438
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.054	0.187	0.485	0.823	-0.324	1.011
销售毛利率	26.46%	26.03%	30.47%	30.45%	31.77%	33.00%
销售净利率	4.11%	2.35%	7.02%	11.54%	9.04%	7.52%

净资产收益率 (ROE)	21.83%	10.00%	22.51%	24.60%	20.08%	17.50%
投入资本回报率 (ROIC)	14.84%	10.92%	19.75%	27.58%	33.72%	22.65%
市盈率 (P/E)	65.03	127.82	43.42	29.95	29.32	27.75
市净率 (P/B)	14.19	12.78	9.77	7.37	5.89	4.86

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3137.19	2797.24	2752.76	3208.46	4492.87	5616.09
减：营业成本	2307.17	2069.06	1914.11	2231.42	3065.26	3762.78
营业税金及附加	10.50	8.63	8.14	9.49	13.29	16.61
营业费用	404.20	353.66	416.63	500.52	696.39	876.11
管理费用	157.77	188.20	181.41	224.59	305.52	381.89
财务费用	91.79	107.81	60.60	17.81	4.65	-0.65
资产减值损失	26.74	8.04	13.46	16.08	16.08	16.08
加：投资收益	30.98	14.72	34.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-10.10	3.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	285.13	150.00	0.00
营业利润	170.01	66.46	196.84	493.67	541.68	563.27
加：其他非经营损益	8.62	21.92	30.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	178.62	88.39	227.25	493.67	541.68	563.27
减：所得税	49.54	22.72	33.92	123.42	135.42	140.82
净利润	129.08	65.67	193.32	370.25	406.26	422.45
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	90.00	120.00	120.00
归属母公司股东净利润	129.08	65.67	193.32	280.25	286.26	302.45

6. 风险提示

(1) 顺特与阿海珐合资，两个企业的管理模式和企业文化不同可能会对顺特阿海珐的发展产生影响，从而影响合资的协同效应。

(2) 燃气具业务市场面临激烈的市场竞争，公司预定的市场目标可能难以实现。

(3) 新曜光电的 HCPV 产品目前尚处于实验室，未来有不能够顺利产业化的可能性。

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。