公司报告

深度报告

中国平安 PING AN 平安证券公司

综合类

2010 年 9 月 15 日

中国宝安 (000009)

新能源助力宝安“老树发新芽”

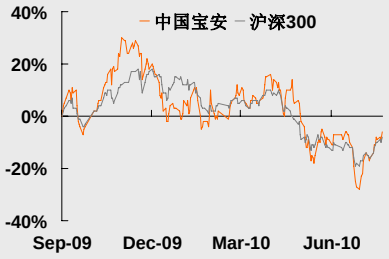
推荐（首次）

现价：12.14 元

主要数据

行业	综合类
公司网址	www.chinabaoan.com
大股东/持股	深圳市富安控股有限公司/8.42%
实际控制人/持股	其他股东/84.82%
总股本(百万股)	1,091
流通 A 股(百万股)	1,072
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	136.34
流通 A 股市值(亿元)	134.02
每股净资产(元)	2.04
资产负债率(%)	64.6

行情走势图



相关研究报告

研究员

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

李晓东
0755-22625083
lixiaodong885@pingan.com.cn

余 兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

投资要点

■ 目前股价几未反映新能源业务价值

公司旗下拥有高新技术、房地产、生物医药三大业务板块，控参股马应龙药业、深鸿基等 20 余家企业。公司“三驾马车”中，地产及生物医药发展态势良好，未来稳定成长，为公司价值提供安全边际。预计地产业务价值 9.62 元/股(RNAV 估值）、生物医药业务价值 3 元/股，则传统业务价值为 12.62 元/股。

预计公司新能源业务 2010 年、2011 年利润贡献分别为 0.10 元/股、0.15 元/股，鉴于其高成长特征，给予其 50 倍 PE，对应合理价值为 5 元。

我们认为中国宝安目前合理价值应为：9.62 元（地产）+3 元（生物医药）+5 元（新能源）=17.62 元。即股价上涨空间大。

■ 新能源布局早，产业链完整且资质优良

中国宝安新能源产业链布局完整，子公司资质优良。**深圳贝特瑞**为国内锂电池负极材料龙头，具备分拆上市的条件；**深圳天骄科技**为锂电池三元材料龙头，并进军锰酸锂、磷酸铁锂、电解液制造领域；控股**宁波拜特测控**，主营电池检测设备/电源管理系统/充电设施；控股**深圳大地和**，在新能源车驱动电机及其控制器领域处于国内前列。此外，宝安还拥有石墨资源，鸡西石墨产业园 2011 年将部分达产贡献利润，后期宝安或将触角延伸至锂矿资源等上游。

2010 年为新能源汽车发展元年，行业将倍增式成长，预计 2015 年我国新能源汽车将达到百万规模，年均复合增长 216%。大发展初期，部件类、资源类公司最早最快受益。宝安新能源业务进可攻退可守：若行业爆发增长，将最大程度受益；若行业步骤慢于预期，产能也可被现有市场充分消化。同时，我们看好产业链较为完整的公司，该类公司在新能源产业发展过程中受益环节较多，同时因产品多样化，可以降低技术路线变化给企业带来的风险。

■ 地产业务品牌成熟回报稳定，生物医药行业地位突出

中国宝安 1992 年进军房地产领域，至今开发足迹逾 20 多个大中城市，市场开发经验丰富，中式风格的“江南”系列品牌价值突出。公司项目主要储备于 04—06 年，成本低廉，多分布于二三线城市。我们测算宝安地产业务 RNAV 估值为 2010 年 9.62 元、2011 年 10.48 元。公司还持有深鸿基（000040）19.8%的股权，为打造专业地产大平台进一步积聚力量。

公司 1995 年控股马应龙，并于 2004 年成功上市。马应龙为我国治痔类龙头，并布局专科医院及药房连锁，上市以来市值增长了 6 倍。预测马应龙 2010 年、2011 年净利润为 1.8 亿元、2.23 亿元，贡献中国宝安 EPS 为 0.05 元、0.06 元，合理价值 2 元。此外，唐人药业可给公司贡献约 0.03 元的 EPS，价值约 1 元。

■ 盈利预测与投资建议

中国宝安较早布局新能源领域，目前拥有从矿产资源到电池材料、电机等核心零部件的较为完整的产业链。面临新能源汽车产业巨大的成长空间，新能源板块将成为中国宝安跑的最快的“马车”，以早日实现公司三大主业“三足鼎立”的战略构想。我们预计中国宝安 2010 年、2011 年每股收益为 0.63 元、0.88 元，合理价格在 17.6 元左右，首次给予其“推荐”评级。

请务必阅读正文之后免责条款

正文目录

一、公司简介 **4**
- 高新技术业 4
- 房地产业 5
- 生物医药业 5

二、高新技术产业——新能源车产业链布局较完整 **6**

2.1 重点子公司简介 7
- 贝特瑞新能源材料股份有限公司 7
- 深圳市天骄科技开发有限公司 7
- 宁波拜特测控技术有限公司 7
- 深圳市大地和电气有限公司 8

2.2 2010 年为新能源汽车发展元年，行业将倍增式成长 9
- 锂电池材料—正极材料最关键 9
- 电机及其控制器—最快产业化的核心部件 10
- 充电设备—兵马未动粮草先行 11

2.3 宝安新能源业务—进可攻退可守 12

三、房地产—品牌成熟，回报稳定 **13**

四、生物医药—行业地位突出 **15**

五、盈利预测与投资建议 **18**

图表目录

图表 1 中国宝安主营业务构成 单位：万元 4
图表 2 中国宝安三大主营板块及其主要控参股公司 4
图表 3 中国宝安主要控参股公司净利润 单位：万元 5
图表 4 中国宝安利润构成 单位：万元 5
图表 5 中国宝安新能源产业布局 6
图表 6 中国宝安新能源板块主要公司简况 单位：万元 6
图表 7 宁波拜特测控公司主要财务指标 单位：万元 8
图表 8 宁波拜特测控 BMS 控制系统产品 8
图表 9 宁波拜特测控 BMS 控制系统产品 8
图表 10 深圳大地和主要财务指标 单位：万元 9
图表 11 平安证券新能源汽车市场需求预测 单位：万辆 9
图表 12 电池产业相关企业 10
图表 13 驱动电机系统的基本性能比较 11
图表 14 充电设备的作用及组件构成 11
图表 15 直接充电设备市场容量预测 12
图表 16 中国宝安主要新能源企业盈利预测 单位：万元 12
图表 17 中国宝安地产业务项目一览 单位：万平米、亿元、元 14
图表 18 中国宝安地产业务 RNAV 估值 15
图表 19 马应龙主营业务构成 单位：万元 16
图表 20 马应龙上市以来总市值变化 单位：亿元 17
图表 21 马应龙利润表预测 单位：万元 17
图表 22 中国宝安三大表预测 单位：百万元 19

一、公司简介

中国宝安集团股份有限公司成立于 1983 年 7 月，自成立以来创下多个“第一”：成立新中国第一家股份制企业；发行新中国第一张股票；第一张可转换债券；第一张中长期认股权证；首次通过证券二级市场控股上市公司上海延中实业；第一家收购机场（1992 年收购武汉南湖机场）进行房地产成片开发的企业；分拆马应龙并上市（为我国首例分拆上市的公司）；成功策划武汉商场成为深交所第一家异地上市公司；开办我国首个财务顾问公司安信财务；协助川盐化、甘长风等二十多家国企改制上市等。

1991 年中国宝安集团在深交所上市。目前公司业务主要分为三大板块：高新技术业、房地产业和生物医药业，长期战略是做到高新技术、地产、生物医药三足鼎立。公司拥有全资企业及控股企业二十多家，并持有上市公司马应龙药业（600993）、深鸿基（000040）部分股权。

图表 1　中国宝安主营业务构成　　单位：万元

2010H1	营业收入	收入构成	营业利润	营业利润构成	毛利率
房地产行业	73345	45.1%	32773	46.9%	44.7%
制药加工	57474	35.4%	24505	35.1%	42.6%
高新技术	15750	9.7%	6636	9.5%	42.1%
其他行业	15454	9.5%	5940	8.5%	38.4%

资料来源：公司 2010 年半年报

图表 2　中国宝安三大主营板块及其主要控参股公司

一 高新技术	深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司	三 生物医药	
	深圳市天骄科技开发有限公司		马应龙药业集团股份有限公司
	宁波拜特测控技术有限公司		唐人药业有限公司
	深圳市大地和电气有限公司		深圳大佛药业有限公司
	新疆宝安新能源矿业有限公司		成都绿金高新技术股份有限公司
	武汉云峰再生资源有限公司		
二 房地产业	中国宝安集团海南实业有限公司	其它产业及投资	中国风险投资有限公司
	武汉宝安房地产开发有限公司		深圳市恒运物流有限公司
	惠州市宝安房地产开发有限公司		广东宝安农林高科技有限公司
	山东宝安房地产开发有限公司		北京翰宝国际公司拍卖有限公司
	新疆宝安房地产开发有限公司		深圳市运通物流实业有限公司
	天津宝安房地产开发有限公司		上海宝安企业有限公司
	贵州宝安房地产开发有限公司		湖北红莲湖旅游度假区开发有限公司
	深圳市鸿基（集团）股份有限公司		荆州宾馆有限公司
	深圳市恒基物业管理有限公司		湖北天台山风景区开发有限公司

资料来源：公司公告

■　高新技术业

宝安拥有矿产—电池材料—电机—充电柜/电池检测设备等较为完备的新能源汽车产业链。相关公司

具有较高的市场地位、领先的技术优势，并已取得实际利润，其中尤以深圳贝特瑞最为突出，该公司为我国负极材料龙头，09 年净利润 0.66 亿，具备分拆上市的条件。

电动汽车“十二五”专项规划草案在鼓励类产品中，新增“新能源汽车关键零部件，其中包括电池管理系统、电机管理系统、电动汽车驱动电机、电路集成以及充电设备”等。中国宝安控股子公司宁波拜特测控和深圳大地和作为该领域的领先企业将直接从中受益。

■ **房地产业**

中国宝安开发足迹遍及全国 11 个省、18 个大中城市，开发项目近百个，积累了丰富的大规模成片开发土地的成功经验。特别是具有显著中式风格的“江南”系列产品，已成为中国宝安的最响招牌。2008 年 9 月，“宝安—江南系列”被国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院共同认定为“2008 年中国房地产项目品牌价值 TOP10”，品牌价值 6.5 亿。

■ **生物医药业**

中国宝安目前控股曾荣获中华老字号、“中国驰名商标”、中国最具价值品牌 500 强和中国 500 家最大医药工业企业等称号的马应龙药业集团，该集团拥有两百余种产品文号和 26 种生产剂型。其痔治类产品多年占据全国同类产品市场占有率第一名。2006 年马应龙成为中国治痔领域唯一的“中国驰名商标”。在世界品牌实验室发布的“2010 中国 500 最具价值品牌”排行榜中，马应龙名列第 210 位，品牌价值达到 43.21 亿元。其它生物医药企业还有深圳大佛药业有限公司、唐人药业有限公司等。

图表 3　中国宝安主要控参股公司净利润　　单位：万元

主要被参控公司	股比	2009 年		2010H1
		净利润	贡献净利润	
马应龙药业集团股份（并表）	30.1%	18008	5428	2582
深圳市贝特瑞新能源材料	54.76%→62.3%	6646	3639	1932
深鸿基	19.8%	5022	994	826
深圳市大华永昌投资	49%	3697	1812	125
唐人药业	100%	3104	3104	

资料来源：公司公告

近年公司利润中，“持有交易性金融资产、持有至到期投资、可供出售金融资产等期间取得投资收益及处置收益”一项占比较大，成为影响公司利润的主要项目。

图表 4　中国宝安利润构成　　单位：万元

项目	2009 年	2010H1
投资收益	24580	10620
其中：成本法	79	71
权益法	2230	799
其它投资收益	*22271*	*9750*
净利润-投资收益	766	8324
净利润总计	25346	18944

资料来源：公司公告

二、高新技术产业——新能源汽车产业链布局完整

2001 年中国宝安开始在新能源、新材料领域寻找合适标的，首先介入了贝特瑞公司，该公司拥有中国第一、全球第二的锂电池负极材料龙头深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司。2007 年又投资了锂电池三元正极材料行业的龙头企业深圳市天骄科技开发有限公司，其在国内率先实现了新型锂电池三元正极材料大规模工业化生产，主要产品性能达到并超过日本和新西兰同类产品水平。

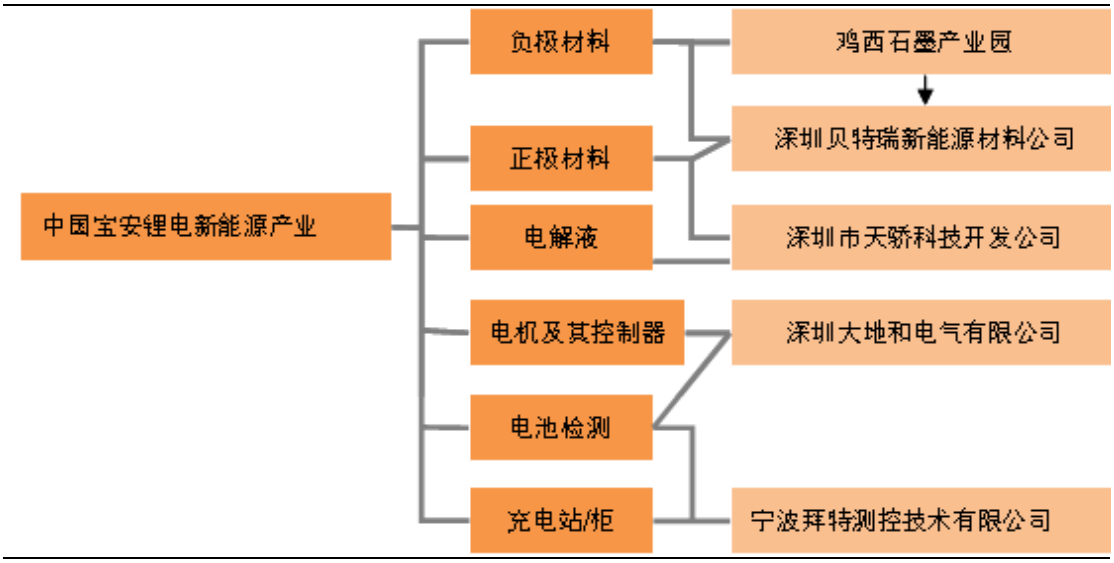
2010 年 2 月 24 日中国宝安受让了 24%宁波拜特测控股权并对其增资，投入 2237 万元共持股宁波拜特测控公司 52.26%。宁波拜特测控公司致力于新型动力电池（以锂电池与燃料电池为主）与新型储能电池的系统集成，在新能源汽车及新型储能电站（如新能源汽车充电站、充电柜）等相关业务领域拥有丰富的技术积累。

宝安集团还投资了武汉市唯一一家，湖北省第二家取得含铅废物特许经营权的武汉云峰再生资源有限公司和从事红柱石的开放、生产、经营及其他新能源、新材料矿产资源开发的新疆宝安新能源矿业有限公司。

2010 年 7 月 12 日中国宝安受让股权并增资，以 3712 万元持有深圳大地和电气有限公司 51.56%股权，该公司在新能源车用驱动电机及其控制器领域处于国内前列。至此，中国宝安在新能源汽车产业链的布局趋于完整，涵盖了矿产—电池正极、负极—电机—电池检测—充电柜等领域，且资质均较为优良，并已产生实质性利润。

我们判断公司后期还可能与地方政府合作以取得锂矿等更为上游的资源，在新能源领域的触角可能进一步延伸。

图表 5　中国宝安新能源产业布局



资料来源：公司公告

图表 6　中国宝安新能源板块主要公司简况　　单位：万元

公司名称	持股	主营业务	行业地位	09 年净利润
深圳贝特瑞	62.30%	锂电池负极材料	全球第二，中国第一（市占率 23%）	6646
深圳市天骄科技	75%	锂电池正极材料	三元材料国内第一	5200
宁波拜特测控	52.26%	电池检测设备、BMS、充电柜	电池检测设备国内最佳	213
深圳大地和	51.56%	电机及其控制器	国内领先	687

资料来源：公司公告

2.1 重点子公司简介

■ 贝特瑞新能源材料股份有限公司

该公司致力于锂离子二次电池用正、负极材料的专业化生产，集基础研究、产品开发、生产、销售及解决方案于一体，负极材料行业市场占有率中国排名第一，全球排名第二，是我国锂离子电池石墨类负极材料国家标准制定单位。公司具有强大的自主研究和自主创新能力，具有独立的知识产权，目前拥有 20 余项国家发明专利，并申报了国际专利。

该公司还具备磷酸铁锂正极材料的产业化能力，但将交给深圳天骄公司生产。

产品优势：贝特瑞研制、生产出具有国际领先水平的高容量、高倍率、高能量密度、高低性能优越、长寿命的负极材料，首次放电容量达 365mAh/g 以上，首次效率大于 95%，压实比达 1.7g/ml 以上，循环寿命 500 次容量保持在 88%以上。目前具备近万吨负极材料年产能，公司产品出口日本、韩国、美国、法国、德国、加拿大、丹麦、印度等国家，2010 年公司出口同比倍增。

生产设施：贝特瑞主要生产设备和检测仪器均从国外进口，在深圳市光明新区公明镇拥有三座工厂，共计 12 栋厂房，另有一栋工程研究中心，一栋品质中心。2009 年公司收购了天津铁城，技术优势更加突出，公司在深圳的 12 万平米新能源材料厂房在 09 年 6 月开工建设，预计 2010 年下半年竣工投产。

拓展上游打造鸡西石墨产业园：2010 年 6 月公司投资打造的鸡西市贝特瑞石墨产业园正式开工建设，产业园规划占地 15 万平方米，一期工程占地 6 万平方米，首期投资 1.5 亿元，以球形石墨、微粉石墨、增碳剂为起点，逐步向高碳石墨、高纯石墨、可膨胀石墨、核纯石墨、改性石墨方面发展，逐步实现“打造世界级石墨深加工基地”战略构想，达产后预计可达到石墨深加工产品 3000 吨，年销售额超 5 亿元。鸡西市拥有丰富的石墨矿产资源和四通八达的交通网络。贝特瑞则拥有强大的石墨深加工技术和完善的市场销售网络，强强联合将产生明显协同效应。

■ 深圳市天骄科技开发有限公司

天骄科技成立于 2004 年，中国宝安于 07 年控股，直接+间接控股 75%。生产基地位于深圳市龙岗区葵涌镇锂电工业园。公司汇集了一批国内外锂离子电池材料研究的专业技术人员，在国际知名锂电专家王伟东博士的领导下，率先实现了三元正极材料的大规模工业化生产，确立了三元正极材料国内龙头地位，国内市占率达 1/3。公司于 2009 年 5 月收购了山东临沂杰能新能源材料有限公司 60%的股权，此后推出锰酸锂正极材料，为公司快速发展增添了新生力量。公司在惠州的工厂则生产电解液，产能 5000 吨，规模国内领先。

产品优势：公司目前主要产品是**层状锰镍钴酸锂电池正极材料**。该产品经过国内多家研究及生产单位测试、应用，证明其具有高安全性、高容量、循环寿命长等优良特性，达到并超过日本和美国同类产品水平，是目前传统钴酸锂优良的替代产品，可广泛应用于锂离子电池、锂聚合物电池、柱状电池等产品，尤其适合应用于动力电池，目前公司具备三元材料 4400 吨产能，磷酸铁锂正极材料后期将逐步做大（目前贝特瑞具备磷酸铁锂 500 吨产能，后期可能放在天骄公司）。公司其它产品如**高镍高容量产品**正在中试中，低成本二元材料也在进行中试。

■ 宁波拜特测控技术有限公司

成立于 2005 年 3 月，总部位于浙江宁波，在北京、深圳、上海等多个大中城市均设立办事处，是国内领先**电池测试集成系统**提供商、国内主要汽车生产厂商电池管理系统提供商。公司拥有高素质的研发和管理团队，拥有多项专利技术。

产品优势：主要致力于新型动力电池（以锂电池与燃料电池为主）与新型储能电池的系统集成，在新能源汽车及**新型储能电站**（如新能源汽车充电站、充电柜）等相关业务领域拥有丰富的技术积累。宁波拜特测控不仅在功率型锂动力电池测试领域有突出优势，同时在质子交换膜燃料电池测控领域和固态燃料电池测控领域拥有一定的市场占有率，其**锂动力电池管理系统（BMS）**也于 2007 年开始通过电池厂进入一批整车厂的路试实验阶段。公司在技术与产品结构上服务于新能源汽车与智能电网，在行业上横跨新能源、节能环保，这些领域受政策支持力度大，未来成长空间大。

公司与国际技术领先的美国 AeroVironment 公司建立了深层次的技术、商务合作，其独特核心资质包括：燃料电池系统和控制、电池管理和控制、快速充电器、电子动力设备、嵌入式控制器、可再生能量、电动推进系统、无人航空交通工具和系统集成等。

图表 7　宁波拜特测控公司主要财务指标　　单位：万元

	2008 年底	2009 年底
资产总额	669	1298
负债总额	253	662
净资产	416	636
	2008 年	2009 年
营业收入	474	1310
利润总额	–18	238
净利润	–21	213

资料来源：公司公告

图表 8　宁波拜特测控BMS控制系统产品

资料来源：宁波拜特测控

图表 9　宁波拜特测控BMS控制系统产品

资料来源：宁波拜特测控

■　深圳市大地和电气有限公司

该公司成立于 2005 年，一直致力于**永磁同步电机、交流异步电机及其控制器**的研发。在永磁同步电机、异步变频电机及其驱动系统的研发方面经验丰富，在国内同行业中处于领先水平，也是国内目前唯一能自主为客户提供交流系统产品（电机及控制器）配套服务的企业。

公司曾先后与国内著名科研院所（中科院、清华大学、天津大学、武汉理工大学等）进行技术交流与合作，多次为参加 863 计划电动汽车专项项目的高校与科研单位提供电机配套服务。

图表 10 深圳大地和主要财务指标 单位：万元

	2009 年底	2010 年 4 月底
资产总额	1258	1373
负债总额	423	452
净资产	836	921
	2009 年	2010 年 1-4 月
营业收入	1990	525
利润总额	859	159
净利润	687	124

资料来源：公司公告

2.2 2010 年为新能源汽车发展元年，行业将倍增式成长

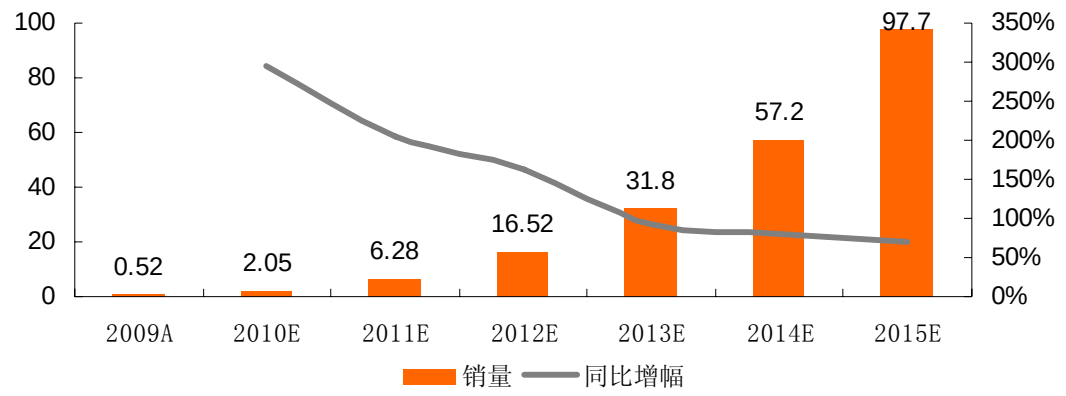
国家补贴政策使我们对新能源汽车的研究和投资从“雾里看灯”的阶段逐步过渡到“雾里看花”的境界。

我国政府相继推出多项政策积极推动新能源汽车应用和推广，包括“十城千辆”节能与新能源汽车规模化推广应用工程、《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》、《汽车产业调整和振兴规划》、《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》等产业政策。

根据《汽车产业调整和振兴规划》，我国将在 2011 年之前形成 50 万辆新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5%左右，则到 2012 年销量至少将超过 50 万辆；三年内形成 10 亿安时（Ah）车用高性能单体动力电池生产能力。

2010 年将成为新能源汽车发展的元年，预计到 2015 年中国新能源汽车将达到 100 万辆左右，年均复合增长率在 216%左右。

图表 11 平安证券新能源汽车市场需求预测 单位：万辆



资料来源：平安证券研究所

广阔的新能源汽车市场空间将首先催生关键零部件、关键原材料的规模急剧上升，在发展初期，整车厂需要进行大量实验、试生产，该阶段，诸如锂电池材料、电机及其控制器、检测设备、充电设施处于百舸争流、快速发展阶段。

中国宝安新能源板块覆盖了矿产资源、锂电池正极/负极、电机及其控制器、电池检测/电源管理系统、充电柜等，下面我们针对中国宝安新能源涉及到的主要公司所在的具体行业进行行业层面的分析，以更好地认识这些公司广阔的发展空间及具体的产业化步骤。

■ 锂电池材料—正极材料最关键

相对传统的铅酸以及镍氢和镉镍电池而言，锂离子电池的历史虽然很短，但凭借其出色的性能在通讯、IT 等领域获得广泛应用，近年则在新能源动力市场崭露头角。

动力锂离子电池是以锂离子电池为材料的一种高能量密度电池，是专门为机动车提供动力的锂电池，具有零污染、零排放、能量密度高、体积小和循环使用寿命长等优点，是国内外动力电池发展和应用的趋势。

正极材料的性能直接决定相应动力电池能否在电动汽车上有一个好的表现。新能源气车动力电池应具有比能量高、比功率大、自放电少、价格低廉、使用寿命长及安全性好等特性。相应的正极材料也应满足相同的要求。

目前技术最成熟、应用最广泛、商业化最成功的锂离子电池正极材料是钴酸锂，而各国研发的重点则是能够应用于电动汽车的动力电池用正极材料，比如**镍钴锰酸锂，锰酸锂和磷酸铁锂**等。

锂电池发展潜力巨大。从事相关电池材料（正极、负极、电解液、隔膜等）生产的企业受益明显。相比之下，正极和隔膜材料需要更高的技术，目前相关材料进口较多，一旦国内技术突破，市场订单将迅速上升。

锂电电动车对动力锂电产生强大推动力，预计 2010 年动力锂电市场规模约为 5 亿美元，到 2018 年将达到 160 亿美元，并与小型锂电规模相当，年均复合增长率高达 54.2%。

锂离子电池的制造成本中，正极材料占比最高，将近一半。其次为隔膜，负极材料占整个生产成本的 5-15%。

作为新兴产品，用于电动车的锂电池需要进行大量实验并进行跟踪监测，宁波拜特测控的电池检测设备也将会面临一个急剧扩大的市场需求。

图表 12　电池产业相关企业

锂资源	正极材料	负极材料	隔膜	电解液	锂离子动力电池
西藏矿业	中信国安	上海杉杉	佛塑股份	华荣化工	比亚迪
中信国安	湖南杉杉	中国宝安	新乡格瑞恩	天津金牛	比克电池
新疆锂盐厂	**天骄科技**	**深圳贝特瑞**	东莞星源	东莞杉杉	苏州星恒
青海锂业	当升科技	……	……	……	天津力神
……	……				万向集团
					中信盟固利
					……

资料来源：平安证券研究所

■　电机及其控制器—最快产业化的核心部件

驱动电机及其控制系统是新能源汽车的核心部件之一，其驱动特性决定了汽车行驶的主要性能指标，它是电动汽车的重要部件。电机驱动系统主要部件为电动机及其控制器。

电动汽车电机的三种主要形式是异步电动机、永磁同步电动机和开关磁阻电动机。其中，异步电机主要应用在纯电动汽车，永磁同步电机主要应用在混合动力汽车中，开关磁阻电机目前主要应用在客车中。各种方案各有优缺点，批量生产的可靠性和成本比方案本身更为重要。

就目前发展水平，各类驱动电机基本性能比较如下：

图表 13 驱动电机系统的基本性能比较

项目	直流电机	感应电机	永磁电机	开关磁阻电机
功率密度	低	中	高	较高
峰值功率（%）	85~89	90~95	95~97	<90
负荷效率（%）	80~87	90~92	85~87	78~86
转速范围（r/min）	4000~8000	12000~15000	4000~10000	>15000
可靠性	一般	好	优秀	好
结构的坚固性	差	好	一般	优秀
电机的外形尺寸	大	中	小	小
电动机的质量	重	中	轻	轻
电动机成本	中	较低	较高	较低
控制操作性能	最好	好	好	好
控制器装置成本系数	**1**	**3.5**	**2.5**	**4.5**
功率器件数	少	多	多	较多

资料来源：《机电元件》、平安证券研究所

目前大客车电机驱动系统均价在 20 万元以上，国内新能源客车中电机驱动系统占整车售价超过 1/5—1/6，轿车电机驱动系统均价约 3 万—5 万不等，我们按照产业规划中的新能源汽车规模目标测算，电机驱动系统将在 3—5 年内形成 200 亿—300 亿产值的产业规模。

深圳大地和公司具备电机控制器的自主开发技术，而电机控制器在整个电机驱动系统中成本为电动机本体的 2.5—4.5 倍，作为最易产业化的核心部件，电机类公司将最快贡献实质性业绩。

■ 充电设备—兵马未动粮草先行

在节能环保、能源安全的多重考虑下，全国各地加大了对电动汽车的推广力度。6 月份国家发布的《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》进一步明确了国家对插电式混合动力、纯电动乘用车的鼓励态度，预计这些新能源乘用车市场的春天将提前来临。在政策支持下，我们预计 2011 年以后混合动力及纯电动乘用车将呈现爆发性的增长，从而拉动充电站需求。

从历史和国外经验来看，电动汽车充电站一般先于新能源汽车市场爆发，预计到 2015 年我国充电站建设投资有望达到 48 亿元。

2009 年初，国家电网曾经做了充电站的十年长期发展规划。根据规划，到 2015 年我国充电站数量将达到 1700 座；到 2020 年我国充电站数量有望达到 10000 座。

一个完整的充电站，包括直接充电设备、配电设备、管理辅助设备三个部分。其中，直接充电设备是充电站的核心，一般占充电站成本的 50%左右。

图表 14 充电设备的作用及组件构成

部件	组件	简述	成本占比
配电设备	10/0.4kV 变压器	任务是供电。属通用设备，竞争激烈。	35%—45%
	高低压保护设备		
	低压开关		
直接充电设备	电力电子设备	采用 UPS 技术，保证电池不受损坏。是充电站的核心设备。	45%—55%
	充电机		
	充电监控设备		
	电池及其管理系统		
管理辅助设备	烟雾传感器	属软件、控制等非电气设备范畴	10%—20%
	电池储存架		
	组件		

资料来源：平安证券研究所整理

根据我们估计，直接充电设备投资占总投资（不含征地费用）的 50%左右。因此，预计未来 2015 年的直接充电设备市场容量可望达到 24 亿元以上。

图表 15 直接充电设备市场容量预测

项目	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
建设总投资（亿元）	8	18	32	40	48
直接充电设备市场容量	4	9	16	20	24

资料来源：平安证券研究所

2.3 宝安新能源业务—进可攻退可守

在新能源汽车大发展的初期，部件类、资源类公司最早最快受益，中国宝安的几家主要新能源公司已经贡献实质性业绩，后期发展有望加速，规模将大幅提升。从利润贡献看，新能源板块暂时是中国宝安“三足鼎立”战略中最弱“一足”，但却无疑是发展最快的“一足”。

2010 年上半年，贝特瑞公司在出口业务的带动下，销售收入同比增长 47%，净利润同比增长 48%，我们预计全年增长幅度在 50%左右，与行业平均增速相当。深圳公明新工业园已有三条生产线在 6 月份相继投入使用，随着产能的逐步释放和现有产品线使用效率的提高，收入和利润增长均将保持至少 50%的增速。

天骄科技三元材料扩产迅速，惠州天骄科技园已完成三元材料和电解液项目的技改，我们预测未来三年年均增速在 50%左右。

宁波拜特测控公司 2010H1 销售收入同比增长 119%，净利润同比增长 176%。公司的电池检测和 BMS 均处于业务发展的快速上升期。

鸡西石墨产业园 6 月在黑龙江省鸡西市正式动工建设，该产业园规划占地 15 万平方米，其中一期工程 6 万平方米，以石墨深加工为主，设计规模为年处理石墨深加工产品 3000 吨，“打造世界级石墨深加工基地”的战略构想正逐步实现。我们预计 2011 年一期工程可实现部分达产，实现净利润 5000 万元。

深圳大地和电气在新能源汽车驱动和控制器系统经验丰富，随着电动汽车市场的增长，电机及其控制器将成为最先产业化的关键部件，公司具备电机控制器的自主开发优势，我们预计公司未来将快速成长。

总体判断，预计中国宝安 2010 年新能源可贡献 EPS0.10 元，2011 年可贡献 EPS0.15 元。随着中央与地方政策的陆续出台，新能源业务有望超出预期、实现翻番式增长。

图表 16 中国宝安主要新能源企业盈利预测 单位：万元

公司名称	持股	2009 年	2010E	2011E
深圳贝特瑞	62.30%	6646	10000	15000
深圳市天骄科技	75%	5200	6000	8500
宁波拜特测控	52.26%	213	400	500
深圳大地和	51.56%	687	900	1200
净利润总计		12746	17300	25200
为宝安贡献净利润		8506	11403	16600
折合 EPS（元）		0.08	0.10	0.15

资料来源：平安证券研究所

中国宝安在新能源产业链布局中坚持培养优质公司，未来随着新能源汽车市场发展进可攻退可守。公司在新能源产业链上布局主要在电池材料、电池测试、充放电设施以及电机领域，技术成熟程度

是此类产品能否快速占领市场的关键。此外，我们看好产业链较为完整的公司，该类公司在新能源产业发展过程中受益环节较多，同时因产品多样化，可以降低技术路线变化给企业带来的风险。

综合分析宝安下属新能源子公司，均具备技术领先的优势；如果新能源汽车市场如期扩张，宝安可在第一时间扩大产能，匹配市场发展，为市场提供技术成熟的动力电池用三元材料、锰酸锂、磷酸铁锂正材料、高容量碳负极材料、电解液、BMS 电池管理系统、动力电池组测试系统，以及驱动电机等产品。即使新能源汽车市场发展速度慢于预期，其下属子公司产品产能完全可以在现有市场消化，公司新能源产业也可实现稳步发展。

三、房地产—品牌成熟，回报稳定

公司 92 年即进入房地产市场，94 年曾为建筑房地产类企业首位，至今公司开发足迹遍布 20 个大中城市，开发项目近百个，积累了丰富的大规模成片开发土地的成功经验。极具中式风格的江南系列已成为中国宝安集团最著名的品牌，在新疆、山东、天津等地项目的江南系列，以中式别墅为主，依山傍水，总计建设面积超过 200 万平米。

公司项目储备时间集中在 04—06 年，地价成本低廉，项目分布于二三线城市如：海南、惠州、武汉、天津、山东、新疆等。

公司拥有武汉青龙山风景区、鄂州红莲湖旅游度假区、红安天台山风景区的经营权，占地面积超过 100 平方公里，在海南三亚海棠湾有 880 亩农场土地，公司拟将现有农场土地变更为商业住宅。

2010 年上半年，中国宝安海南公司开发的位于海口海边的“宝安・江南城”三期项目均已完工，其中 1＃地（熙园）已基本售罄，3＃地（御城）累计销售超过 70%。位于海口国贸中心区的“宝安・滨海豪庭”项目正在进行主体工程建设，截至上半年底，该项目累计销售面积约为 80%。位于万宁的“宝安・椰林湾”一期项目主体施工已完成并已基本售罄；二期项目已完成规划设计。

武汉宝安房地产公司开发的位于武汉的“宝安・山水龙城”三期、四期项目的建设和销售进展顺利，五期项目已完成整体规划，正在进行市政施工。武汉月湖项目（暂命名“宝安・山水琴台”）已完成设计规划，下半年将开工建设。新疆、山东、天津等地的“宝安・江南城”项目正在准备之中。惠州公司的“宝安・山水江南”一期项目销售顺利，累计销售面积约为 80%；二期项目已于 6 月正式开工建设。

由于国家对房地产市场持续调控，整个行业受政策影响较大。虽然短期不明朗因素较多，但我们仍能本着谨慎的原则估算宝安的地产业务基本价值。

图表 17 中国宝安地产业务项目一览 单位：万平米、亿元、元

城市	项目	位置	权益	占地面积	建筑面积	可结算面积	地价	楼面地价
深圳				**2.1**	**4.2**	**4.2**	**0.56**	**1324**
深圳	世纪春城 4 期	深圳布吉	60%	0.02	0.1	0.1	0.01	556
深圳	华浩源 4 期	深圳龙华	100%	0.08	0.1	0.1	0.01	1070
深圳	深圳布吉	深圳布吉	100%	2	4	4	0.54	1350
武汉				**57.9**	**54.97**	**55**	**1.47**	**267**
南京	山水龙城 3 期	武汉	100%	4.44	1.97	2	0.17	845
南京	山水龙城 4 期	武汉	100%	9.33	6.5	6.5	0.35	546
南京	山水龙城 5 期	武汉	100%	40	34.5	34.5	0.35	101
南京	山水琴台	武汉	100%	4.13	12	12	0.6	500
万宁				**13.51**	**23**	**23**	**0.21**	**91**
万宁	宝安椰林湾	海南万宁	100%	13.51	23	23	0.21	91
海口				**49.06**	**60.97**	**61**	**2.08**	**341**
海口	江南城 3 期	综合	100%	12.97	11.65	11.7	0.89	768
海口	滨海豪庭	住宅	100%	2.09	6.65	6.7	0.82	1238
海口	文安	住宅	100%	16.67	16.67	16.7	0.25	147
海口	桂林洋	待定	100%	17.33	26	26	0.12	45
惠州				**63.48**	**121**	**121**	**14.04**	**1160**
惠州	山水江南	多层	100%	0.48	8	8	0.43	542
惠州	惠州	住宅	70%	63	113	113	13.61	1204
库尔勒				**20**	**32**	**32**	**1.6**	**500**
	新疆库尔勒	库尔勒	100%	20	32	32	1.6	500
威海				**33.33**	**50**	**50**	**9**	**1800**
	威海文登	威海	100%	33.33	50	50	9	1800
天津				**40**	**60**	**60**	**12**	**2000**
	杨柳青	天津	90%	40	60	60	12	2000
				279.38	**406.14**	**406.1**	**22.11**	**544**

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

我们测算，宝安地产业务 RNAV 估值为 2010 年 9.62 元、2011 年 10.48 元。

图表 18 中国宝安地产业务 RNAV 估值

序号		位置	权益	GFA(万平米)	增值-未来净利润折现/土地增值(万元)			
					2008年	2009年	2010E	2011E
一、	资产重估增值							
(一)	深圳							
1、	世纪春城4期	深圳龙华	100%	0.1	342	362	-	-
2、	华浩源4期	深圳布吉	100%	0.1	305	323	-	-
3、	深圳布吉	深圳布吉	100%	4	13101	13882	14708	15584
(二)	武汉							
1、	山水龙城3期	武汉	100%	1.97	6666	7063	-32	-34
2、	山水龙城4期	武汉	100%	35	20509	21730	23024	11827
3、	山水龙城5期	武汉	100%	12	116360	123290	130632	138368
4、	山水琴台	武汉	100%	5.58	22857	24218	25660	21346
(二)	海南万宁							
1、	宝安椰林湾	海南万宁	100%	23	14385	15241	12240	7226
(三)	海口							
1、	江南城3期	综合	100%	11.65	33948	35970	25935	15302
2、	滨海豪庭	住宅	100%	6.65	19776	20954	22202	16005
3、	文安	住宅	100%	16.67	30100	31893	33792	35805
4、	桂林洋	待定	100%	26	47281	50097	53080	56241
(四)	惠州							
1、	山水江南	多层	100%	8	12932	13702	9877	5824
2、	惠州	住宅	70%	113	121463	128697	136361	144482
(五)	库尔勒							
1、	新疆库尔勒	库尔勒	100%	32	39023	41348	43810	46419
(六)	威海							
1、	威海文登	威海	100%	50	55881	59210	62736	66472
(六)	天津							
1、	杨柳青	天津	90%	60	60154	63736	67532	71554
	商业及写字楼							
	上海宝安大厦	上海	100%	9.13	75111	79584	84324	89346
	北京京门大厦	北京	100%	1.5	7879	8348	8845	9372
	连云港商业广场	连云港	100%	6.19	18282	19371	20524	21747
	咸阳宝安广场	咸阳	100%	1.44	2669	2828	2997	3175
	合计			423.48	719024	761846	778249	776064
五、	归属母公司的账面净资产				172475	201100	271085	366743
六	重估净资产值				891499	962946	1049334	1142806
七、	每股RNAV				8.17	8.83	9.62	10.48

资料来源：平安证券研究所

此外，公司还持有深鸿基（000040）19.8%的股权，为该公司的第一大股东。2009 年深鸿基收入近 7 亿元，净利润 0.64 亿元。深鸿基对于中国宝安具备实业运作价值，为打造专业地产大平台进一步积聚力量。

四、生物医药—行业地位突出

公司于 1995 年以 1100 万元受让了马应龙（原武汉第三制药厂）55%的股份，正式入主有 400 多年历史的中华老字号企业，此后马应龙连续 10 多年实现两位数成长，并于 2004 年成功上市。目前中国宝安的生物医药板块运作以马应龙为平台及核心。其它生物医药企业还有深圳大佛药业有限公司、唐人药业有限公司等。

马应龙先后荣获中华老字号、“中国驰名商标”、中国最具价值品牌 500 强和中国 500 家最大医药工业企业等称号,拥有两百余种产品文号和 26 种生产剂型。马应龙痔治类产品多年占据全国同类产品市场占有率第一名,中国宝安通过马应龙集团，拥有全国多家肛肠专科医院、药房连锁店等。

痔治龙头，行业地位突出：2010 上半年马应龙稳健增长，公司治痔类产品收入为 2.12 亿元，同比 31%，利润率同比增加 3 个百分点。公司统筹推进基本药物目录、医保目录、社区目录、新农合目录工作及招投标工作，均以合理价位中标。在已公布医保目录的省份中，马痔栓和龙珠软膏均进入地方目录。

公司产品销售 OTC 与医院渠道比例为 7：3，医院市场开发和三四级市场渗透是目前主要营销策略。同时公司在产品价格上有管控手,渠道控制力较强，随着新农合政策落实到位，上述四个独家中药产品未来仍会支撑公司业绩实现较快增长。

开拓药妆新市场，前景向好：重点开发了湖北、北京、天津、重庆、沈阳、昆明、长沙、乌鲁木齐等市场，以大型零售连锁药店为基础构建营销网络，全面推广八宝眼霜。药妆将成为公司新的盈利增长点。

布局专科医院及药房连锁：目前拥有武汉肛肠医院、北京长青肛肠医院；2010 年 6 月底公司又新成立了南京马应龙肛肠医院。上半年医疗服务收入为 962 万元，武汉肛肠医院今年即可实现盈亏平衡。公司以高端连锁专科肛肠医院为突破口，积极进入和布局医疗产业,预期在三五年内开设 5—8 家医院。

公司在武汉约有 130 余家直营大药房，在武汉直营店份额排第一，其中有 60 家是医保定点连锁药店，2010 年公司计划通过并购继续开新店。

大佛药业公司在巩固达芬霖高端市场基础的同时，加强中低端市场开发，提高产品的覆盖和销量，销售收入稳中有升。特别是公司利用达芬科创和达芬盖进入基本药物目录和医保目录的机会，将其提升为公司重点品种，系统开展销售，使其销售收入实现较大幅度的增长。

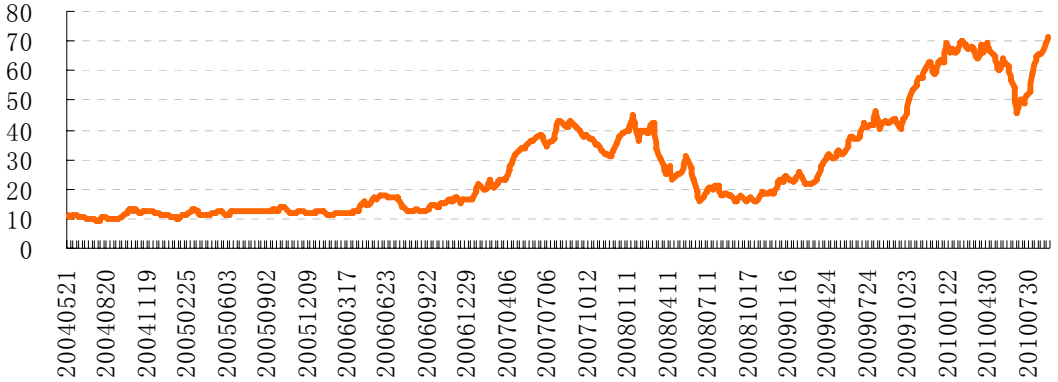
图表 19 马应龙主营业务构成 单位：万元

收入	2007 年	2008 年	2009 年	2009H1	2010H1
药品零售批发	23538	44746	60778	30805	29532
治痔类	19124	27909	32609	16274	21244
其他	12052	7530	7594	4530	4973
医院诊疗			247		962
毛利率	**2007 年**	**2008 年**	**2009 年**	**2009H1**	**2010H1**
药品零售批发	18.6%	14.0%	15.0%	13.1%	14.6%
治痔类	76.4%	75.2%	77.4%	76.4%	79.4%
其他	37.7%	46.4%	45.3%	43.8%	50.1%
医院诊疗			-0.2%		61.1%

资料来源：平安证券研究所

自 2004 年马应龙成功上市以来，其总市值六年间增长了 6 倍。

图表 20 马应龙上市以来总市值变化 单位：亿元



资料来源：WIND

我们预测马应龙 2010 年、2011 年净利润为 1.8 亿元、2.23 亿元，贡献给中国宝安的每股收益为 0.05 元、0.06 元，给予 40 倍 PE，合理价值为 2 元。此外，我们估算全资公司唐人药业可给公司贡献近 0.03 元的 EPS，价值约 1 元。

图表 21 马应龙利润表预测 单位：万元

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
一、营业总收入	54863	80963	102198	115400	138480
二、营业总成本	49914	70664	90520	93469	112515
营业成本	31228	49473	63498	65778	78518
营业税金及附加	574	807	921	1154	1385
销售费用	11801	14878	20059	19849	24234
管理费用	5936	5462	6182	6982	8655
财务费用	171	2	-275	-289	-277
资产减值损失	204	43	136	-5	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	294	1040	-926	-1500	-500
投资净收益	13360	-2742	10708	1300	1500
四、营业利润	18603	8597	21461	21731	26965
加：营业外收入	495	565	818	800	500
减：营业外支出	622	217	225	360	50
五、利润总额	18477	8945	22054	22171	27415
减：所得税	3376	1745	3135	3991	4935
六、净利润	15100	7200	18919	18180	22480
减：少数股东损益	1760	-843	911	140	180
归属于母公司所有者的净利润	13340	8043	18008	18040	22300
基本每股收益(元)	0.80	0.49	1.09	1.09	1.35
贡献给中国宝安的每股收益（元）	**0.04**	**0.02**	**0.05**	**0.05**	**0.06**

资料来源：平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

立足高新技术、地产、生物医药三大板块，中国宝安有望“老树发新芽”再次焕发生机。我们认为“三驾马车”中，地产及生物医药发展态势良好，后期将稳定成长，为公司价值提供安全边际，据测算，**地产业务价值 9.62 元（RNAV）、生物医药业务价值 3 元，则传统业务价值为 12.62 元。**

公司凭借其敏锐的投资嗅觉和丰富的投资经验较早布局新能源领域，目前看新能源产业链布局较完整，拥有从矿产资源到电池材料、电机等较为完整的核心零部件资源。2010 年是新能源汽车发展元年，整车需求年增幅超过 200%，相关上游面临迅猛成长的机遇，中国宝安新能源板块将成为公司跑的最快的“马车”，以早日实现中国宝安三大主业“三足鼎立”的战略构想。

我们预计中国宝安 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.63 元、0.88 元。其中：公司新能源业务 2010 年、2011 年为公司贡献 EPS 分别为 0.1 元/股、0.15 元/股。鉴于新能源业务高成长特征，给予其 50 倍 PE，**对应合理价值为 5 元。**

我们认为中国宝安目前合理价值应为：

9.62 元（地产）+3 元（生物医药）+5 元（新能源）=17.62 元。

公司股价上涨空间大，首次给予其“推荐”的投资评级。

图表 22 中国宝安三大表预测 单位：百万元

资产负债表

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	4,293.46	5,108.75	10,052.55	15,619.21
货币资金	608.04	1,563.16	1,352.99	3,714.38
应收账款	401.43	355.72	462.43	601.16
预付帐款	667.45	959.79	1,055.76	1,161.34
存货	2,332.80	2,127.34	7,181.36	10,142.33
其他流动资产	283.74	102.75	-	-
非流动资产	1,790.33	2,393.26	2,590.03	2,861.75
长期股权投资	112.68	577.64	750.93	976.21
固定资产	927.25	929.19	975.65	1,024.43
投资性房地产	333.87	369.23	369.23	369.23
其他	416.53	517.20	494.22	491.88
资产总计	6,083.79	7,502.01	12,642.58	18,480.96
流动负债	2,562.42	2,830.59	5,065.13	9,216.35
短期借款	247.13	423.34	1,173.34	1,173.34
应付账款	341.26	678.02	881.43	1,145.86
预收款项	803.08	508.76	2,480.87	6,199.81
其他	1,170.94	1,220.46	529.50	697.34
长期负债	1,027.01	1,686.31	3,405.44	3,405.44
长期借款	995.50	1,630.89	3,380.89	3,380.89
应付债券	-	-	-	-
其他	31.51	55.42	24.55	24.55
负债合计	3,589.43	4,516.90	8,470.58	12,621.79
少数股东权益	769.61	974.11	1,461.16	2,191.74
股本	1,038.81	1,090.75	1,090.75	1,090.75
留存收益	685.94	920.25	1,620.10	2,576.68
归属母公司权益	1,724.75	2,011.00	2,710.85	3,667.43
负债和股东权益	6,083.79	7,502.01	12,642.58	18,480.96

现金流量表

会计年度				
经营活动现金流	418.10	635.26	-2,340.95	2,841.55
投资活动现金流	-616.54	-162.17	-368.33	-478.86
筹资活动现金流	54.47	470.63	2,499.12	-1.30
现金净增加额	-143.97	943.72	-210.16	2,361.38

利润表

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2,892.24	3,269.39	3,027.93	3,964.04
营业成本	1,828.42	2,152.10	1,406.41	1,691.96
营业税金及附加	120.60	175.69	224.15	379.43
主营业务利润	943.22	941.60	1,397.37	1,892.66
营业费用	245.41	316.56	300.15	363.86
管理费用	211.12	250.08	300.15	363.86
财务费用	69.56	117.70	-	-
投资收益及其他	-58.08	242.00	117.75	117.75
营业利润	359.05	499.26	914.82	1,282.69
营业外收入	19.20	41.36	-	-
营业外支出	15.41	30.15	-	-
利润总额	362.84	510.47	914.82	1,282.69
所得税	91.30	101.88	229.05	326.11
净利润	271.55	408.59	685.77	956.58
少数股东损益	71.16	155.13	-	-
归属母公司净利润	200.38	253.46	685.77	956.58
EPS(元)	0.18	0.23	0.63	0.88

重要财务指标

营业收入	2,892.24	3,269.39	3,027.93	3,964.04
同比(%)	48.43	13.04	-7.39	30.92
归属母公司净利润	200.38	253.46	685.77	956.58
同比(%)	-13.02	26.49	170.56	39.49
毛利率(%)	36.78	34.17	53.55	57.32
主营利润率(%)	32.61	28.80	46.15	47.75
净利率(%)	6.93	7.75	22.65	24.13
总资产周转率	0.48	0.44	0.24	0.21
ROE(%)	11.62	12.60	25.30	26.08
资产负债率(%)	59.00	60.21	67.00	68.30
权益比率	3.53	3.73	4.66	5.04
每股收益(元)	0.18	0.23	0.63	0.88
每股净资产(元)	1.58	1.84	2.49	3.36
P/E	69.57	55.00	20.33	14.57
P/B	8.08	6.93	5.14	3.80

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±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±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）

风险提示：

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：

此报告旨为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 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

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

传真：(0755) 8244 9257