新股询价

中国平安 PING AN 平安证券公司

建筑业

2011 年 1 月 13 日

中化岩土 (002542)

石油工程地基处理领域霸主

建议询价区间

35 ~ 37 RMB

预计上市定价

39.1 ~ 40.9 RMB

主要数据

行业	建筑业
公司网址	-
大股东/持股	吴延炜/53.82%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	66.8
流通 A 股(百万股)	66.8
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	-
流通 A 股市值(亿元)	-
每股净资产(元)	-
资产负债率(%)	-

行情走势图

相关研究报告

研究员

窦泽云 S1060210090001
0755-22627752
Douzeyun001@pingan.com.cn

投资要点

■ 建议询价区间 35~37 元

预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 为 1.01 元、1.33 元，可比公司 2011 年、2012 年的平均动态市盈率分别为 40.5 倍、29.4 倍，以此作为公司的合理估值，建议申购区间为 35 元~37 元，对应的 2011 年动态 PE 为 34.9 倍~36.4 倍。

■ 公司是强夯地基处理行业翘楚

公司是我国强夯地基处理行业技术革新的引领者、行业标准的制定者和高能级强夯市场的开拓者，在行业中处于领先地位。目前公司主要参与中高能级强夯业务的市场竞争，并重点在高能级强夯市场开展业务，高能级强夯业务市场主要集中于石油石化建设领域。公司在高能级强夯市场具有垄断优势。

■ 强夯地基处理市场有望快速增长

我们认为，强夯法在地基处理技术中具有工期短、成本低的显著优势，特别适用于野外空旷作业和填海工程，看好强夯法部分替代传统桩基的市场前景。总体来看，由于强夯技术能级的提升，其应用范围正在逐步扩展。原来要求处理深度较大必须通过桩基来完成的一些领域现在已经逐步可以通过强夯技术进行处理，或者通过强夯技术处理改善土质状况，从而减少桩基的使用，因此在特定条件下，高能级强夯有替代桩基的趋势。

■ 三大优势助公司垄断高端市场

公司的主要竞争优势是设备、技术和客户。由公司自主研发并委托加工的高能级强夯施工设备为国内首创；公司是强夯行业技术标准的制定者；公司脱胎于中国化学工程集团，在石化、石油工程领域积累了广泛的客户资源。

■ 募投项目打开成长空间

募投项目投产后，将使公司产能增加 228 万平方米，较 2009 年产能增长 160%。我们认为，募投项目短期内解决了公司发展瓶颈，设备投入使用后将使公司收入实现快速增长。

■ 风险提示

公司维持竞争优势的主要手段是持续加大对施工设备和技术的投入，如果公司未来不继续投入，可能面临业绩下滑。未来若大型竞争对手进入高能级强夯施工市场，将对公司利润造成较大冲击。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	142.3	190.7	211	297	399
YoY(%)	21.1	34.0	11%	41%	34%
净利润(百万元)	20.7	33.0	46	67	89
YoY(%)	204.2	58.9	39%	47%	32%
毛利率(%)	28.8	33.4	35.5%	36.8%	36.8%
净利率(%)	14.6	17.3	21.7%	22.7%	22.3%
ROE(%)	46.6	42.6	7.7%	10.3%	12.2%
EPS(摊薄/元)	0.0	0.0	0.69	1.01	1.33

本文为证券研究报告，请务必阅读正文后免责条款

正文目录

投资要点 1
一、 建议询价区间 35~37 元 4
二、 公司强夯地基处理行业中的龙头企业 4
2.1. 强夯地基处理技术简介 4
2.2. 公司为强夯细分行业龙头 5
三、 基建投资促强夯法市场快速增长 5
3.1. 强夯法主要适用于工业和基建领域 5
3.2. 看好强夯法在地基处理中的市场前景 6
四、 垄断高端市场，募投打开成长空间 7
4.1. 主要竞争优势：设备、技术、客户 7
4.2. 垄断高端市场 8
4.3. 产能瓶颈限制收入增速 8
4.4. 募投产能打开成长空间 8
五、 盈利预测和关键假设 9
六、 风险提示 10

图表目录

图表 1：可比上市公司平均 2011 年动态市盈率 40 倍.....4
图表 2：强夯法施工原理示意图.....4
图表 3：强夯技术主要特点：工期短、成本低.....4
图表 4：强夯施工工法能级划分.....5
图表 5：发行后股本结构.....5
图表 6：高管持股情况.....5
图表 7：强夯法工期、造价有绝对优势.....6
图表 8：2009 年强夯法处理地基面积占工业和基建领域 20%.....7
图表 9：产能成为发展瓶颈.....8
图表 10：收入和毛利率预测.....9
图表 11：产能、产量和单价假设.....9

一、 建议询价区间 35~37 元

预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 1.01 元、1.33 元，预计上市定价 39.1 元~40.9 元，建议申购价格区间为 35~37 元。

我们选择主营业务为工业建筑和油田服务的施工企业作为参照，可比公司 2011 年、2012 年的平均动态市盈率分别为 40.5 倍、29.4 倍，以此作为公司的合理估值，对应的价格区间为 39.1 元~40.9 元，对应的 2011 年动态 PE 为 38.7 倍~40.5 倍。在此基础上给予 10%折价，建议申购区间为 35.2 元~36.8 元，对应的 2011 年动态 PE 为 34.9 倍~36.4 倍。

图表 1：可比上市公司平均2011年动态市盈率40倍

简称	主营业务	当前股价	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2011 年 PE	2012 年 PE
中国海诚	工业建筑	21.71	0.82	1.00	26.5	21.7
东华科技	工业建筑	41.02	1.07	1.49	38.5	27.5
三维工程	工业建筑	69.27	1.11	1.49	62.2	46.4
海默科技	油田服务	34.84	0.85	1.34	41.0	26.0
延长化建	工业建筑、油田服务	12.46	0.30	0.38	41.5	32.8
海油工程	海洋石油工程服务	8.14	0.24	0.37	33.4	21.8
	平均值				**40.5**	**29.4**

资料来源：Wind资讯，平安证券研究所

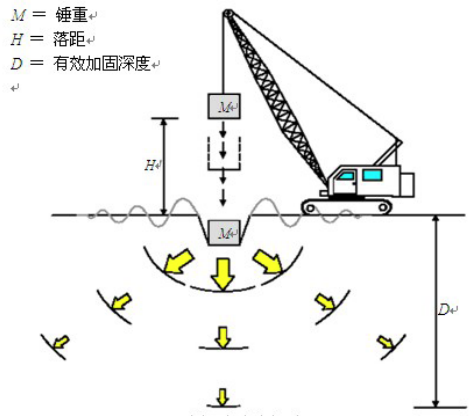
二、 公司强夯地基处理行业中的龙头企业

2.1. 强夯地基处理技术简介

地基处理是为了使建筑地基的承载能力和变形达到建设要求而预先采取的工程技术措施，其处理效果直接关系到整个建筑的工程质量、工程进度、投资规模及对环境的影响。

强夯地基处理（即强夯法）是以天然地基作为处理对象，在没有其它材料介入的情况下，通过动力冲击，在地基土中产生冲击波能量，波在传播过程中，使一定深度内的地基土层受到压缩，密实度提高，从而满足承受建筑基础传来的荷载要求，夯击能的大小决定有效处理深度和应用范围。

图表 2：强夯法施工原理示意图



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 3：强夯技术主要特点：工期短、成本低

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 4：强夯施工工法能级划分

能级名称	强夯能级范围	举例说明
高能级强夯	10,000kN.m 以上	将 50 吨的夯锤由 20 米高落下
中能级强夯	4,000kN.m-10,000kN.m	将 50 吨的夯锤由 10 米高落下
低能级强夯	4,000kN.m 以下	将 40 吨的夯锤由 10 米高落下

资料来源：公司资料，平安证券研究所

2.2. 公司为强夯细分行业龙头

■ 垄断高能级强夯市场

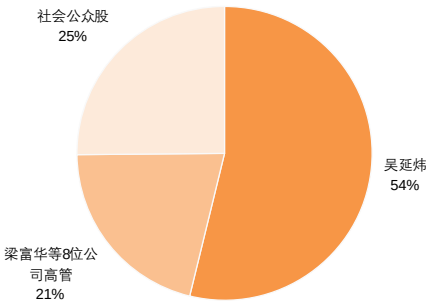
公司是我国强夯地基处理行业技术革新的引领者、行业标准的制定者和高能级强夯市场的开拓者，在行业中处于领先地位。目前公司主要参与中高能级强夯业务的市场竞争，并重点在高能级强夯市场开展业务，高能级强夯业务市场主要集中于石油石化建设领域。

公司在高能级强夯市场具有垄断优势。2008 年，公司占有高能级强夯市场（10,000kN.m 以上）大约 60%的份额，其中在 15,000kN.m 以上能级强夯市场的份额为 100%。

■ 发行概况

公司本次发行 1680 万股，占发行后总股本的 25.15%，发行后总股本为 6680 万股。公司的控股股东为公司董事长兼总经理吴延炜，持有 3595 万股，占发行后股本的 53.82%，仍为实际控制人。

图表5：发行后股本结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表6：高管持股情况

股东情况	出资额（万元）	比例（上市后）
梁富华	300	4%
王亚凌	200	3%
王锡良	200	3%
王秀格	175	3%
杨远红	175	3%
修伟	125	2%
柴世忠	125	2%
李鸿江	105	2%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

三、 基建投资促强夯法市场快速增长

我们看好强夯地基处理市场，主要原因是强夯法主要用于工业和基建领域，在基建投资持续增长的背景下，强夯法在地基处理行业中的占比将显著提高。

3.1. 强夯法主要适用于工业和基建领域

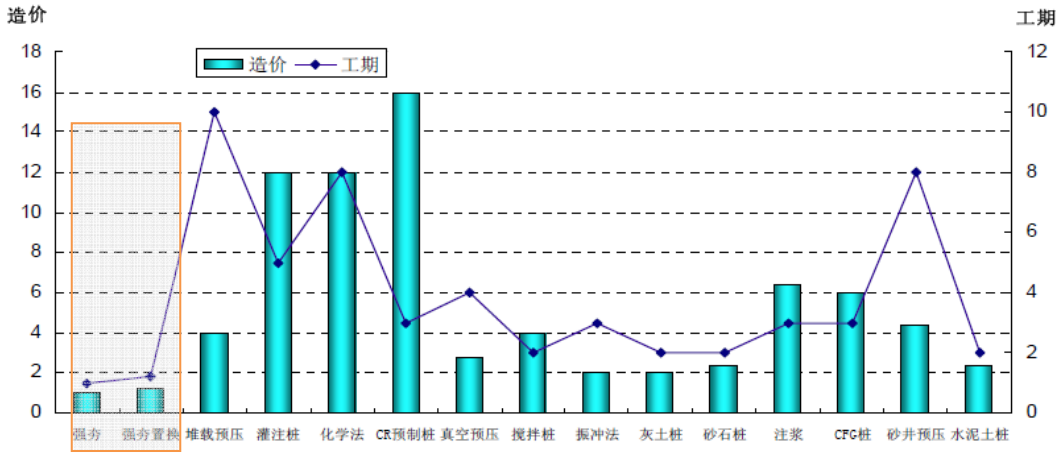
强夯法的施工原理决定了其仅适用于在空旷野外的工业和基础设施工程，主要原因一是工业和基建工程对工期、造价的要求较高，而强夯法在这两方面优势明显；二是在建筑和人口密集区域进行强夯法施工，既扰民严重，又会对相邻建筑的基础造成扰动，影响其他建筑的安全。

■ 强夯法具有工期和成本的显著优势

目前通常的地基处理手段主要有四类（强夯法、预压法、复合地基、桩基）共十余种，与其他方法相比，强夯法由于完全不消耗建筑材料，成本最低。

与复合地基、桩基相比，强夯法完全是地表作业，无需钻孔、灌浆、放置钢筋笼等复杂流程，工期较短。而预压法完全靠“时间换空间”，非常耗时。

图表 7：强夯法工期、造价有绝对优势



资料来源：公司资料，平安证券研究所

■ 强夯法的适用范围

强夯技术适用于处理碎石土、素填土、砂土、低饱和度的粉土和粘性土，但不适用于处理天然含水量较高的粘性土，这类土的透水性低，在夯击过程中压力不易消散，容易出现土质液化现象，土质结构受到破坏。

根据我国的土质情况，强夯法适用面积大约占到我国陆地面积的 70%，广泛分布于丘陵、山区、平原和沿海地区，并已经成为“开山填海”和“山区深厚填土”形成的场地中首选的地基处理方法。同时强夯作业会产生较大震动和噪声，会造成扰民和对周围建筑基础的扰动，因此必须在野外空旷地区施工。

目前国内强夯技术最高能级为 18,000kN.m，处理深度为 18m，当特殊工程要求单层有效处理深度超过 18m 时，也只能选用其他地基处理方式。

3.2.看好强夯法在地基处理中的市场前景

我们认为，强夯法在地基处理技术中具有工期短、成本低的显著优势，特别适用于野外空旷作业和填海工程，看好强夯法部分替代传统桩基的市场前景。

总体来看，由于强夯技术能级的提升，其应用范围正在逐步扩展。原来要求处理深度较大必须通过桩基来完成的一些领域现在已经逐步可以通过强夯技术进行处理，或者通过强夯技术处理改善土质状况，从而减少桩基的使用，因此在特定条件下，高能级强夯有替代桩基的趋势。

2009 年全国工业和基础设施建设领域地基处理面积为 3.82 亿平米，由于强夯法成本低、工期短，其处理面积达到约 7600 万平米，处理面积占比达到 20%。

图表 8：2009年强夯法处理地基面积占工业和基建领域20%

	处理面积		工程造价	
地基处理（基础）类型	数量（万平米）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
强夯法	7,600	19.9%	42	7.0%
预压法（堆载预压等）	2,550	6.7%	20	3.3%
复合地基（搅拌桩、CFG 桩等)	11,050	28.9%	73	12.2%
桩基（预制桩、灌注桩）	17,000	44.5%	463	77.4%
合计	38,200	100.0%	598	100.0%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

随着我国基本建设规模的不断扩大与建设用地控制日趋严格的矛盾日益凸现，沿海地区越来越多地通过“围海造田”方式满足大型工业建设用地需求。围海造田形成的建设场地，一般无分层回填和夯实的条件，即便选用桩基方案，考虑到未完成自重固结沉降的回填土对基桩的负摩擦阻力，打桩前一般要选用强夯或其它地基处理工艺进行预处理，以加快完成人工填土的自重固结沉降，有时不得不增加桩长或桩数，以抵消负摩擦阻力对基桩承载力的折减，但随之而来的问题是场地未打桩区的不均匀沉降，时常引起室内地坪、道路、管线的变形、开裂，影响正常使用。

强夯地基处理技术在国内多年的发展实践证明，高能级强夯地基处理技术作为一种能够部分替代桩基的绿色环保地基处理新技术，具有广阔的市场开发前景。

四、 垄断高端市场，募投打开成长空间

4.1.主要竞争优势：设备、技术、客户

■ 自主研发国内最高能级强夯机械

公司成功研制的 CGE1800B 型强夯机（自动平衡式强夯机），将国内强夯施工能级提高到 18,000kN.m，是目前国内最高强夯能级，将过去最大有效处理深度从 10m 提高到 18m。同时，显著提高了强夯机械的安全可靠性，实现了操作自动化，降低了劳动强度，改善了作业环境。

公司高能级强夯机的研制成功，突破了原有施工能级一次强夯处理深度不能超过 10m 的技术限制，结束了大型储油设施、大型石化、炼油项目多数采用桩基、碎石桩等复合地基处理的历史，降低了工程造价、环境污染、能源消耗，使得强夯技术在大型石油化工项目中得到广泛应用，并为将来在其他行业大型工程项目中强夯技术的应用奠定了基础。

■ 行业技术标准的制定者

公司起草的《10,000kN.m～18,000kN.m 高能级强夯施工工法》，于 2009 年被建设部批准为“国家一级工法”，是我国第一套高能级强夯施工工法。公司起草的《履带式强夯机技术标准》于 2009 年于北京市技术监督局备案，是我国第一部强夯机技术标准。

公司依靠对高能级强夯工艺和强夯装备技术的有效结合确立了公司在国内高能级强夯领域技术革新的领导地位。公司紧紧围绕重点工程和难点项目，开展技术攻关和技术服务，以强夯施工项目为基础和依托，科研与工程实践两者有效地结合，缩短了研发周期，保证了研究成果的可行性和可靠性，加速了技术成果的转换和推广应用。

■ 石化领域客户资源优势较强

公司脱胎于中国化学工程集团，在石化、石油工程领域积累了广泛的客户资源。

近年来公司成功完成了多个国家重点工程的强夯地基处理项目，这些项目多数为中石油、中石化和中海油负责建设的国家石油、石化重点建设项目，包括：国家战略石油储备工程大连基地项目，中石油广西石化 1,000 万吨炼油项目、中石油抚顺石化 80 万吨乙烯项目、中海油惠州 1,200 万吨炼油项目、中海油马鞭州岛原油库项目、中石化茂名 80 万吨乙烯项目、中石油珠海物流仓储基地项目等，这些项目具有地基处理工程量大、地质条件复杂、施工难度大、设计要求高等特点，且不同的项目个性化差异较大，公司通过自主专用设备优势、岩土勘察优势，成功的完成了对上述项目的设计、施工、管理和运作，依托上述项目的影响力，公司在行业内树立了良好的品牌和知名度，客户群也逐步从石油、石化行业拓展到港口、造船、电力等领域，形成了显著的品牌、客户优势。

4.2.垄断高端市场

目前，国内高能级强夯业务主要集中在石油、石化建设领域。受国家在石油、石化建设行业的投资规模不断加大、城市绿化等要求重型工业项目的迁移以及国家战略石油储备和商业石油储备基地建设力度的加大等影响，采用强夯技术进行地基处理的工程项目越来越多。

据统计，公司占国内石油、石化行业强夯地基处理的市场份额达 15%。其中公司在 10,000kN.m 以上能级市场份额达 60%，在 15,000kN.m 以上能级市场份额达 100%，体现了公司在强夯业务高端市场的显著优势。

随着国内强夯技术的日趋完善，强夯地基处理在国内的应用范围也逐步得到扩展，目前已经在石油、石化、机场、港口、电力等多个行业建设中得到应用，并且强夯技术的技术特点顺应我国建立“资源节约、环境友好”型社会的总体要求，形成了强夯技术替代其他地基处理技术的发展趋势。

4.3.产能瓶颈限制收入增速

目前公司的主要业务在石油、石化、港口、电力等行业，由于国家对耕地保护的要求，上述行业建设项目主要采用开山填海的方式解决建设用地，因此使得这些行业的工程项目具有工程量大、强夯施工设备需要量多的特点。由于公司施工设备的不足，在承接上述项目时不得不采用劳务分包或租赁设备的方式进行。公司强夯施工设备数量的不足，已成为公司快速发展的瓶颈，不能适应公司未来业务发展的需求。

近年来公司实际产量远高于产能，产能已成为公司发展的主要瓶颈。

图表 9：产能成为发展瓶颈

项目	2007A	2008A	2009A	1-3Q2010
产能（万平方米）	100	120	140	115
产量（万平方米）	158	165	193	157
产能利用率	158%	138%	138%	137%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

4.4.募投产能打开成长空间

募投项目投产后，将使公司产能增加 228 万平方米，较 2009 年产能增长 160%。我们认为，募投项目短期内解决了公司发展瓶颈，设备投入使用后将使公司收入实现快速增长。

公司本次 IPO 募集资金主要用于增加产能和技术研发。公司拟使用募集资金购造专用强夯机 25 台，其中：CGE1800A 型强夯机 5 台，CGE1800B 型强夯机 10 台，CGE800C 型强夯机 10 台，按照 CGE1800A 型强夯机和 CGE1800B 型强夯机每台每月作业面积 10,000kN.m 及以上能级

10,000 ㎡，达产年新增设备新增生产能力为 144 万㎡（生产能力利用率按 80%计算）；CGE800C 型强夯机每台每月作业面积 10,000kN.m 以下的 10,000 ㎡，达产年新增设备新增生产能力为 84 万㎡（生产能力利用率按 70%计算）。

五、 盈利预测和关键假设

我们根据募投项目规划，预测 2011 年、2012 年公司强夯施工量可达到 301、405 万平方米，EPS 分别为 1.01 元、1.33 元。

图表 10：收入和毛利率预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（百万元）						
勘察	1	6	6	3	3	4
桩基	22	27	44	57	71	96
强夯	94	109	140	151	223	300
合计	118	142	191	211	297	399
毛利率（%）						
勘察	7.6%	2.8%	5.3%	15.6%	10.0%	10.0%
桩基	4.7%	8.9%	4.4%	6.1%	6.0%	6.0%
强夯	24.0%	35.3%	43.9%	47.0%	47.0%	47.0%
合计	20.2%	28.8%	33.4%	35.5%	36.8%	36.8%
强夯工程量(万平方米)						
高能级	47	94	112	154	211	283
中能级	71	71	82	56	90	121
低能级	41	-	-	-	-	-
合计	158	165	193	210	301	405

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 11：产能、产量和单价假设

关键假设	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产能（万平方米）	100	120	140	150	274	368
产量（万平方米）	158	165	193	210	301	405
产能利用率	158%	138%	138%	140%	110%	110%
强夯单价（元/平方米）						
高能级	83.3	74.4	78.2	77.7	80	80
中能级	56.8	54.9	64.5	56.7	60	60
低能级	38.1	-	-	-	40	40

资料来源：公司资料，平安证券研究所

六、 风险提示

- **核心竞争力风险。**公司核心竞争力主要是设备、技术和客户，维持竞争优势的主要手段是持续加大对施工设备和技术的投入，如果公司未来不继续投入，可能会丧失竞争优势，失去主要的大型客户，进而影响业绩水平。
- **行业竞争风险。**目前占公司主要收入来源的高能级强夯市场竞争不激烈，公司拥有垄断优势，未来若大型竞争对手进入高能级强夯施工市场，将对公司利润造成较大冲击。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	115	628	621	636
现金	19	473	398	347
应收账款	77	127	178	240
其他应收款	4	6	9	11
预付账款	3	8	12	12
存货	10	14	23	25
其他流动资产	1	0	0	0
非流动资产	34	44	142	234
长期投资	2	2	2	2
固定资产	28	37	133	225
无形资产	3	4	5	6
其他非流动资产	1	1	1	2
资产总计	148	672	763	870
流动负债	71	80	110	139
短期借款	3	0	0	0
应付账款	43	56	75	97
其他流动负债	25	24	35	42
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	71	80	110	139
少数股东权益	0	0	0	0
股本	50	67	67	67
资本公积	4	456	456	456
留存收益	24	69	130	209
归属母公司股东权益	77	592	653	731
负债和股东权益	148	672	763	870

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	17	-3	28	56
净利润	33	46	67	89
折旧摊销	0	2	4	9
财务费用	0	-3	-6	-5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-47	-38	-37
其他经营现金流	-17	0	0	0
投资活动现金流	-9	-12	-102	-102
资本支出	13	11	101	101
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	4	-1	-1	-1
筹资活动现金流	3	469	-1	-5
短期借款	3	-3	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	35	17	0	0
资本公积增加	4	452	0	0
其他筹资现金流	-39	3	-1	-5
现金净增加额	10	454	-74	-51

利润表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	191	211	297	399
营业成本	127	136	188	252
营业税金及附加	6	6	8	11
营业费用	1	1	2	2
管理费用	16	19	26	34
财务费用	0	-3	-6	-5
资产减值损失	3	-1	1	1
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	38	53	78	103
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	38	53	79	104
所得税	5	8	11	15
净利润	33	46	67	89
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	33	46	67	89
EBITDA	38	52	77	108
EPS（元）	0.66	0.69	1.01	1.33

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	34.0%	10.8%	40.7%	34.3%
营业利润	55.8%	41.1%	47.2%	31.8%
归属于母公司净利润	58.9%	39.1%	47.2%	31.8%
获利能力				
毛利率(%)	33.4%	35.5%	36.8%	36.8%
净利率(%)	17.3%	21.7%	22.7%	22.3%
ROE(%)	42.6%	7.7%	10.3%	12.2%
ROIC(%)	55.3%	36.8%	24.7%	22.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.8%	11.9%	14.5%	15.9%
净负债比率(%)	4.23%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.61	7.84	5.63	4.58
速动比率	1.48	7.67	5.42	4.40
营运能力				
总资产周转率	1.46	0.52	0.41	0.49
应收账款周转率	3	2	2	2
应付账款周转率	2.87	2.75	2.87	2.94
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.69	1.01	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	-0.04	0.42	0.84
每股净资产(最新摊薄)	1.16	8.86	9.77	10.95
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

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）

分析师声明及风险提示：

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。

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 2011 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