

证券研究报告

公司研究 / 深度研究

2016年09月13日

金属新材料 / 合金碳材 II

投资评级: 增持 (维持评级)

 当前价格(元): 21.14
 合理价格区间(元): 21.12~25.52

 陈雳 执业证书编号: S0570512070041
 研究员 010-56793977
 chenli8305@htsc.com

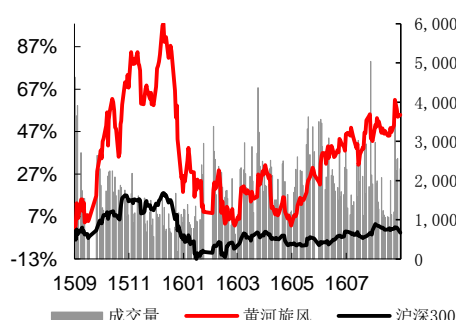
 杨欧雯 010-56793972
 联系人 yangouwen@htsc.com

 孙雪琬 010-56793921
 联系人 sunxuewan@htsc.com

相关研究

- 1《黄河旋风(600172):全能型领跑选手,定增再次助力发展》2014.06
- 2《黄河旋风(600172):2013年利润提升,高端产能继续扩张》2014.04
- 3《黄河旋风(600172):三季度盈利同比提升,管理费用有所增加》2013.10

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

依托智能制造业务, 增量金刚石主业业绩

黄河旋风(600172)

公司是品种最齐全的超硬材料供应商

公司是集科研、生产、贸易于一体的大型超硬材料企业, 拥有世界上最大的超硬材料生产基地, 是国内超硬材料及制品行业龙头企业, 超硬材料年产量超过 30 亿克拉, 国内市场产量占比约 20%。公司具备完备的金刚石产业链, 产品涵盖超硬材料及聚晶复合材料制品、金刚石制品、UDS 系列金刚石压机、建设机械、特种车辆和自动化控制装置六大类 146 个品种。

公司盈利能力稳步提升, 定增扩大宝石级金刚石及大单晶金刚石产能

尽管过去几年随着供需结构变化工业金刚石的平均价格下滑, 但公司始终保持相对稳定的毛利率和渐增的营业收入。金刚石公司 2015 年发行股份募集资金 3.3 亿元用于宝石级大单晶金刚石产业化项目。相比于工业用人造金刚石, 宝石级金刚石毛利率更高。国外企业已有成功生产宝石级金刚石及大单晶金刚石的经验, 但国内企业产业化大单晶金刚石仍有技术难题需要克服, 募集资金对这一专题进行攻克, 产业化完成后可提高公司产品的利润及公司整体竞争力。

公司收购明匠智能拓展智能制造业务

公司 2015 年发行股份的方式购买明匠智能 100% 股权, 实现了向工业 4.0 智能化制造领域的发展。2015 年公司工业智能化类收入为 1.17 亿元, 收入占比 6.46%, 实现毛利润 6399 万元, 营业收入同比增长 190.82%, 综合毛利达到 54.55%, 大幅超过预期。考虑到公司技术积累基本成熟, 客户资源大幅拓展, 假以 2016 年营业收入增长 50% 计, 明匠智能在公司营业收入中占比将提升到 8.92%, 利润占比超过 14%, 给公司带来新的业绩和利润增长点。

公司拟定增扩大金刚石线锯和增材制造金属粉末产能

金刚石线锯是金刚石最具发展潜力的下游之一, 公司此次募集资金拓展金刚石线锯业务有利于下游市场拓展和公司竞争力的提升。此外, 增材制造具备较快的行业增速, 公司原本具备一定金属粉末生产能力, 此次拟增加 2100 吨增材制造专用金属球形粉料的生产能力, 增加公司的盈利能力。

维持“增持”评级

公司人造金刚石业务市场份额较大, 产品品类齐全, 业务经营稳定, 智能制造业务技术及客户资源积累已经日趋成熟, 具备增长潜力。此外, 拟筹建的金钢石线锯和增材制造金属粉末也带给公司新的业绩和利润增长点。预计 2016-2018 年公司营业收入为 19.74 亿元、21.16 亿元和 22.70 亿元, EPS 为 0.45、0.52、0.63 元, 对应 PE46 倍、40 倍和 32 倍, 低于行业均值, PE 存在修复空间, 参考 DCF 估值, 假设永续增长率在 1%-2% 之间, 则公司合理估值区间在 21.12~25.52 元之间。

风险提示: 下游需求不及预期, 产品研发不及预期, 政策不及预期。

公司基本资料

总股本(百万)	792.40
流通 A 股(百万)	641.87
52 周内股价区间(元)	13.69-27.08
总市值(百万)	16,751
总资产(百万)	7,584
每股净资产(元)	5.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1,817	1,974	2,116	2,270
+/-%	9.32	8.62	7.20	7.29
净利润(百万)	274.87	358.13	409.05	499.21
+/-%	22.93	30.29	14.22	22.04
EPS(元)	0.35	0.45	0.52	0.63
PE	59.70	45.82	40.12	32.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

公司是品种最齐全的超硬材料供应商	4
公司是超硬材料供应商	4
公司市场占有率较高	5
公司产品系列丰富	6
公司盈利能力稳步提升	7
受供需结构影响，人造金刚石行业均价下滑	7
公司销售收入稳步增长，盈利能力持续小幅改善	8
超硬材料仍是公司收入和利润的主要来源	8
制造业升级金刚石用量不断扩大	9
超硬刀具替代标准刀具，上半年公司营业收入显著增加	9
宝石级大单晶金刚石毛利率高，2015 年 12 月完成募投	11
拟募集资金拓展金刚石线锯及增材制造金属粉末业务	12
公司拓展智能制造业务	14
增发收购明匠智能，传统行业转型升级	14
明匠智能精于提供智能解决方案	14
明匠智能产品订单增速快利润丰厚	15
明匠智能所属的工业 4.0 顺乎未来发展方向	16
收购明匠智能提升上市公司盈利能力	17
估值分析	17
盈利预测	17
绝对估值	18
相对估值	19
维持“增持”评级	19
风险提示	21

图表目录

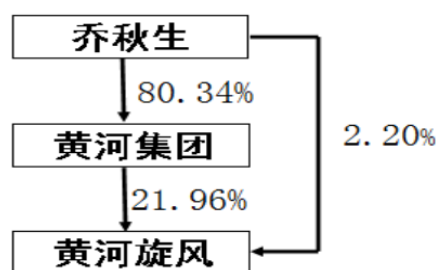
图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司募集资金建设项目	4
图 3: 中国人造金刚石单晶产量	5
图 4: 上市公司超硬材料产量	5
图 5: 金刚石产业链	6
图 6: 公司产品系列丰富	7
图 7: 超硬材料消费领域分布	8
图 8: 固定资产投资增速下滑	8
图 9: 公司分产品营业收入同比	8
图 10: 公司分产品毛利率	8
图 11: 公司主要产品营业收入中超硬材料占比较高	9
图 12: 公司主要产品营业利润中超硬材料占比较高	9
图 13: 金刚石的各种功能锯片	9
图 14: 全球主要工业制造国家机床消费额	10
图 15: 金刚石刀具	10
图 16: 公司超硬刀具营业收入	10
图 17: 工业用人造金刚石颗粒较小	11
图 18: 纯天然金刚石较为稀有昂贵	11
图 19: 普通切割方式容易损坏切割面	12
图 20: 金刚石切割精度较高	12
图 21: 全球及中国光伏安装量	12
图 22: 全球 3D 打印产值增速较快	13
图 23: 公司金属粉末营业收入	13
图 24: 明匠智能主要业务及产品	14
图 25: 名匠智能毛利率较高	15
图 26: 名匠智能营业收入	15
图 27: 明匠智能主要客户	16
图 28: 工业 4.0 的三大主题	17
图 29: 公司营业收入预测	18
表格 1: 金刚石工具的主要应用领域	6
表格 2: 绝对估值	18
表格 3: DCF 估值敏感性分析	19
表格 4: 相对估值	19

公司是品种最齐全的超硬材料供应商

公司是超硬材料供应商

公司是集科研、生产、贸易于一体的大型超硬材料企业，拥有世界上最大的超硬材料生产基地，是国内超硬材料及制品行业龙头企业。1992年，公司由黄河磨具厂、日本大阪金刚石工业株式会社（日本联合材料公司前身）及郑州三磨所三方共同出资建立，注册资本为5,000万元人民币，三方出资比例为70%、25%及5%。1994年，黄河磨具厂核心层组建了河南黄河实业（集团）公司，主要从事实业投资与管理，产业技术研究开发及推广转让、咨询服务。1997年，经河南省政府同意，公司变更为河南黄河旋风股份有限公司，并于1998年公开发行股票并上市，证券简称“黄河旋风”，证券代码“600172”。经过多年行业深耕，公司已成为国家高新技术企业，拥有国家级企业技术中心、企业博士后科研工作站、超硬材料标准化工作组和河南省超硬复合材料及其制品工程技术研究中心，拥有多项核心关键技术和自主知识产权，其中部分产品的综合指标已达到国际先进水平。

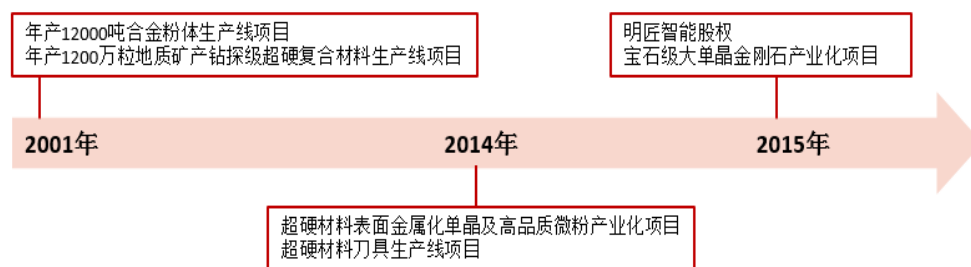
图1： 公司股权结构



资料来源：2016年中报，华泰证券研究所

公司上市后在2005年进行了股权分置改革，并在此后陆续3次增发。2011年，公司以每股14.21元的价格非公开发行45,742,434股，实际募集约6.3亿元用于年产12000吨合金粉体生产线项目和年产1200万粒地质矿产钻探级超硬复合材料生产线项目。2014年，公司以每股6.60元的价格非公开发行161,669,696股，实际募集约10.4亿元用于超硬材料表面金属化单晶及高品质微粉产业化项目、超硬材料刀具生产线项目和补充流动资金。2015年，公司以每股7.84元的价格非公开发行53,571,428股，用于购买明匠智能100%股权；同时以每股9.59元的价格非公开发行43,795,620股，募集配套资金42,000万元，其中33,000万元用于上市公司宝石级大单晶金刚石产业化项目，3,000万元用于明匠智能补充营运资金，剩余6,000万元用于补充上市公司流动资金。

图2： 公司募集资金建设项目

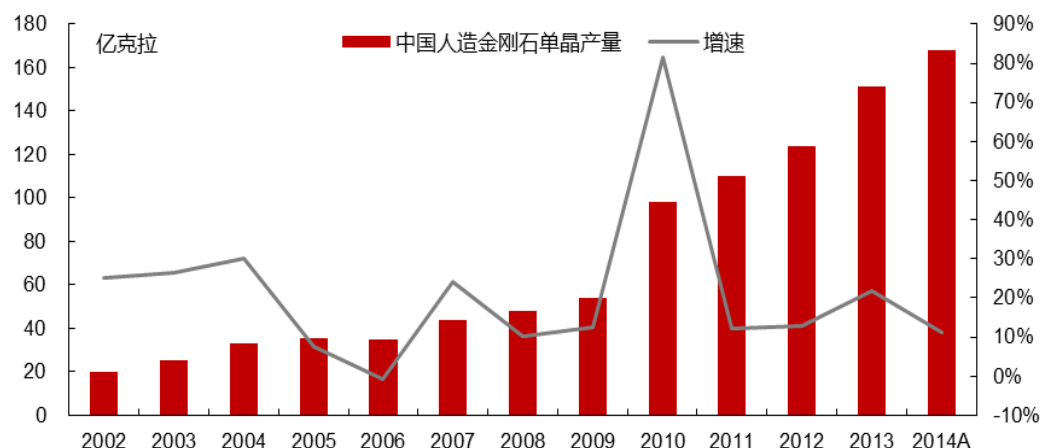


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司市场占有率较高

我国是人造金刚石的主要生产国。从2001年到2009年，我国人造金刚石的总产量由16亿克拉增加到54亿克拉，8年当中增长了2.4倍，年均复合增长率16.4%，2010年同比增速达到81%，随后增速有所回落。2012年，国内人造金刚石产量达到124亿克拉，占到全球人造金刚石单晶总产量的90%以上，2014年人造金刚石产量达到168亿克拉。在地域分布方面，河南省是我国超硬材料的重要产业基地，拥有多家扬名国际的金刚石龙头企业，金刚石、立方氮化硼（CBN）及金刚石复合片（PCD、PCBN）产品在国内市场的占有率达75%左右，原辅材料及其制品在国际市场也占有较大的份额。

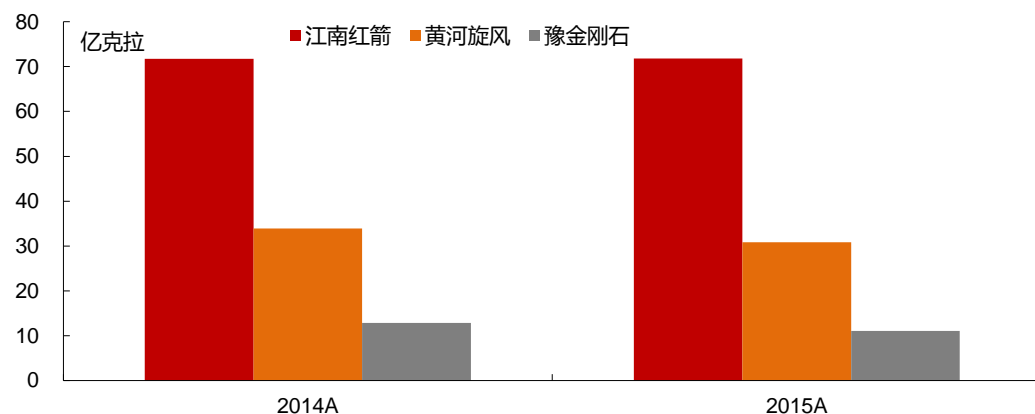
图3： 中国人造金刚石单晶产量



资料来源：超硬材料网，华泰证券研究所

黄河旋风金刚石产量占比超过20%。在整个金刚石产业链中，单晶超硬材料是超硬材料产业链的基础性产品，支撑了整个超硬材料下游产业的发展。我国超硬材料工业自1963年以来得到了蓬勃的发展，目前全球超过90%的单晶人造金刚石产能分布在我国，主要的生产企业包括江南红箭（000519）全资子公司中南钻石，以及上市公司黄河旋风（600172）、豫金刚石（300064）等。国内市场行业集中度比较高，地区也以河南地区为主，以2014年为例，江南红箭、黄河旋风和豫金刚石的超硬材料产量分别为71.74亿克拉、33.93亿克拉和12.82亿克拉，三者合计占到国内总产量168亿克拉的70.5%，黄河旋风在国内金刚石国内市场占有率20.19%。

图4： 上市公司超硬材料产量

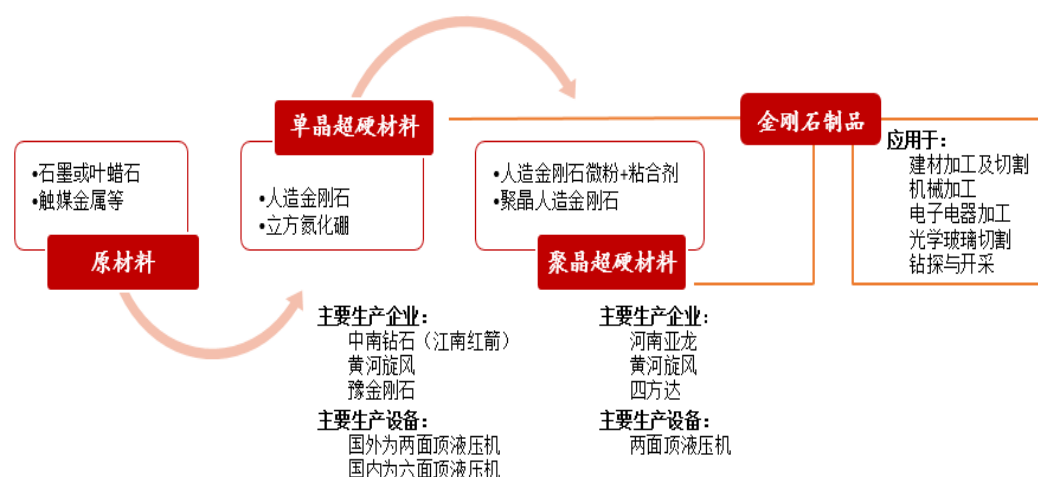


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司产品系列丰富

公司产品包括单晶、聚晶金刚石材料及金刚石制品。我国在金刚石单晶产品市场占据绝对主导地位，公司在国内单晶金刚石制品领域的产量占比约 20%。聚晶超硬材料主要是将金刚石微粉和粘结剂，经过先进的超高压高温合成工艺制造的无特定排列方向的多晶金刚石致密体。在这一领域，美日等跨国企业垄断了全球中高端聚晶材料的制造生产和销售，国内大部分产品需要进口。国内聚晶金刚石的主要生产企业有黄河旋风（600172）、四方达（300179）和河南亚龙金刚石制品股份有限公司等。此外，金刚石工具适合于加工硬质合金、硬而脆的非金属材料、铜铝等有色金属及其合金、橡胶、树脂之类的软韧材料，主要应用于石材加工、陶瓷加工、勘探开采、建筑建材加工、机械加工、光学玻璃和宝石加工、电子电器制造、汽车零部件制造等领域。公司生产的金刚石工具种类主要包括金刚石研磨工具、金刚石修整工具、金刚石钻进工具、金刚石锯切工具、金刚石超硬材料刀具等。

图5： 金刚石产业链



资料来源：华泰证券研究所

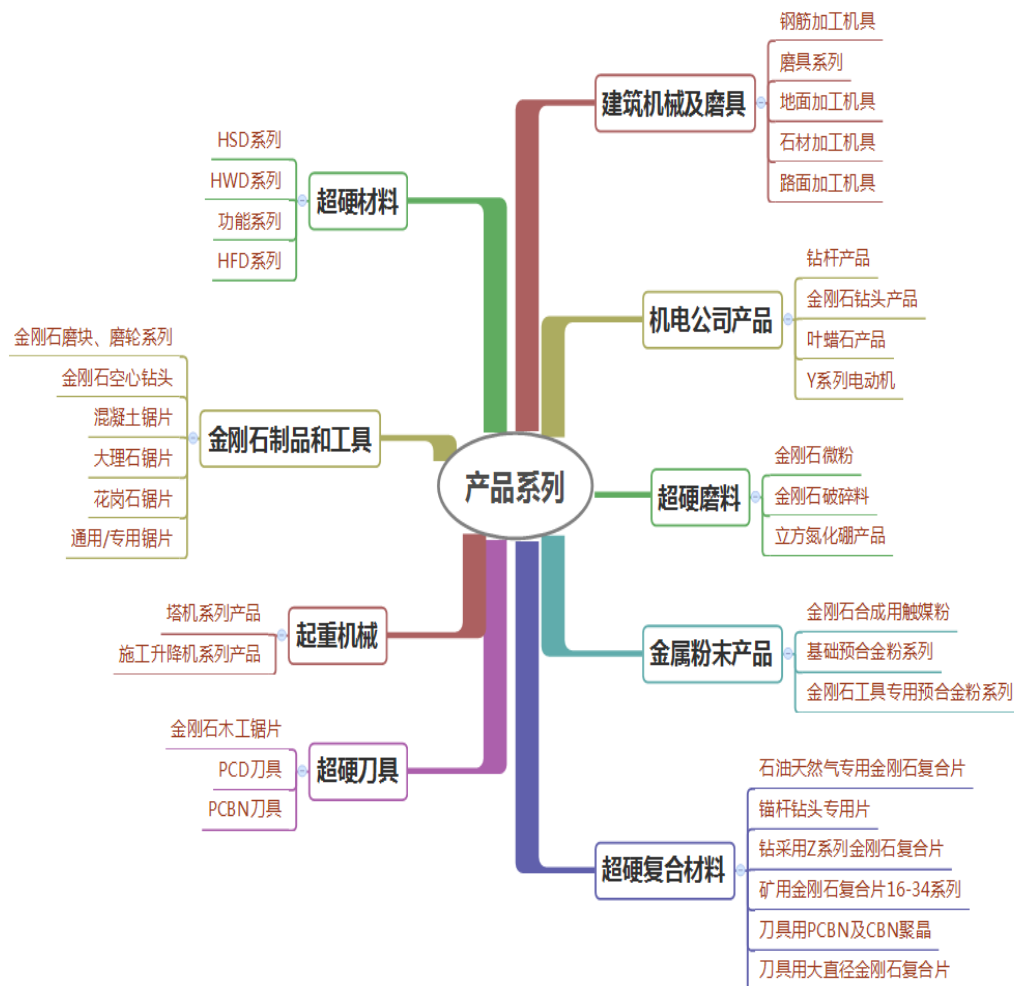
表格1： 金刚石工具的主要应用领域

应用行业	金刚石工具类别	作用	金刚石工具应用优势
机械加工	磨具、刀具	磨削硬质合金工件 磨削合金工具钢	磨削比高，成本降低 10% 加工效果好，大幅延长工具寿命
石材工业与建筑业	锯切工件、磨具	石材开采、锯切、加工 建材	石材成材率提高 切割效率高
地质钻探与开采工业	钻探工具	地质勘探和开采	钻井成本降低 钻井速度加快
光学玻璃工业	磨具、工具	切割、磨边	光学玻璃已经全部采用金刚石工具 扩展到宝石加工领域
电子工业和信息工业	拉丝模	微米级的各种金属丝 导线	耐用度高，寿命长，拉丝产品精度高

资料来源：豫金刚石招股说明书，华泰证券研究所

公司经过多年发展，已经成为国内乃至全球产业链最完备的金刚石生产企业。公司产品涵盖碳系材料及制品，超硬材料及聚晶复合材料制品、建筑机械、塔式起重机工件等。主导产品有超硬材料（人造金刚石、CBN、PCD、镀覆金刚石、金刚石微粉、CBN微粉）、金刚石制品、UDS系列金刚石压机、建设机械、特种车辆和自动化控制装置六大类 146 个品种。

图6：公司产品系列丰富



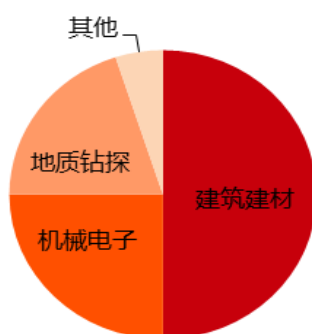
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司盈利能力稳步提升

受供需结构影响，人造金刚石行业均价下滑

人造金刚石主要应用在建筑建材、机械电子、地质钻探领域，其中建筑建材占到 50%。2010 年以后，受宏观经济及政策环境影响，建筑安装工程和设备工器具购置方面的固定资产投资增速持续下滑，给金刚石市场带来一定的影响。与此同时，主要生产企业前期增加的产能在这期间相继释放：豫金刚石产量从 2009 年的 4.02 亿克拉增加至 2015 年的 11.09 亿克拉，黄河旋风、江南红箭（中南钻石）的产量也相继翻番，金刚石行业的产品平均销售出现下滑，从 0.39 元/克拉下滑至 0.28 元/克拉，下降幅度接近 30%。

图7：超硬材料消费领域分布



资料来源：邹文俊 中国超硬材料与制品的发展与思考，华泰证券研究所

图8：固定资产投资增速下滑

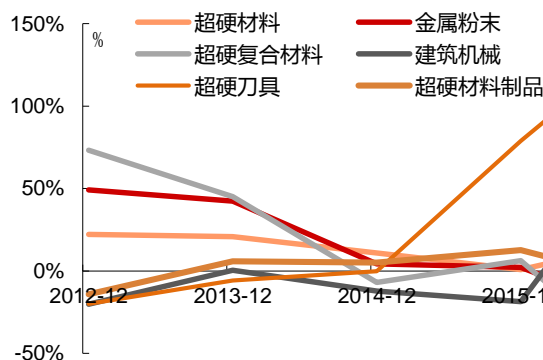


资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司销售收入稳步增长，盈利能力持续小幅改善

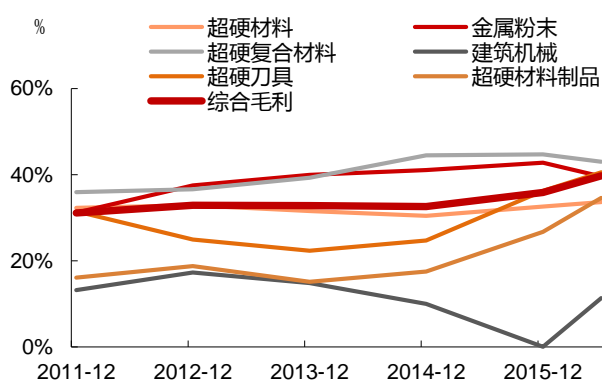
公司营业收入主要由超硬材料金属粉末、超硬复合材料、超硬刀具、超硬材料制品、建筑机械和其他收入构成。受固定资产投资增速下滑影响，公司在建筑机械领域的营业收入同比下滑，其他大部分业务自2012年以来均保持稳定的正向增长，且在此期间各个主营业务的毛利率也保持稳定，超硬刀具、超硬材料制品的毛利率小幅上升，综合毛利稳步上涨，2011年产品综合毛利率为31.11%，2015年综合毛利率为35.85%，2016年上半年毛利率为39.76%。

图9：公司分产品营业收入同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图10：公司分产品毛利率

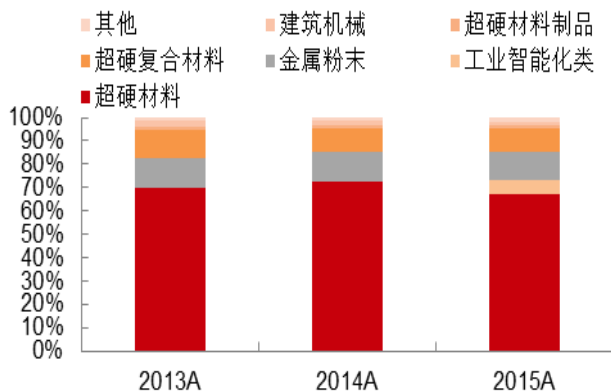


资料来源：Wind，华泰证券研究所

超硬材料仍是公司收入和利润的主要来源

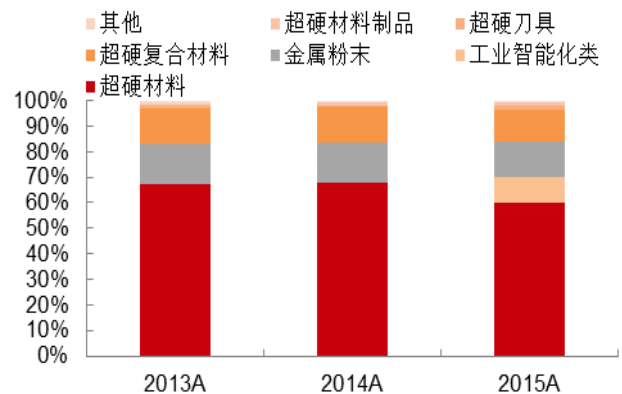
公司金刚石分产品毛利率相对稳定，超硬材料毛利率维持在30%左右；金属粉末和超硬复合材料的毛利率小幅上升，高于超硬材料；超硬材料制品和建筑机械类产品的毛利率低于超硬材料，在10%-20%之间。受到下游市场低迷的影响，建筑机械的毛利率显著下滑，2015年该部分业务利润为负。比较从过去三年的分产品收入及利润分布可以看出，尽管金属粉末、超硬复合材料、超硬材料制品等分项产品的毛利率高于超硬材料，但超硬材料仍是收入和利润的最主要贡献者，2015年超硬材料贡献了66.47%的营业收入和60.33%的营业利润。

图11: 公司主要产品营业收入中超硬材料占比较高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图12: 公司主要产品营业利润中超硬材料占比较高

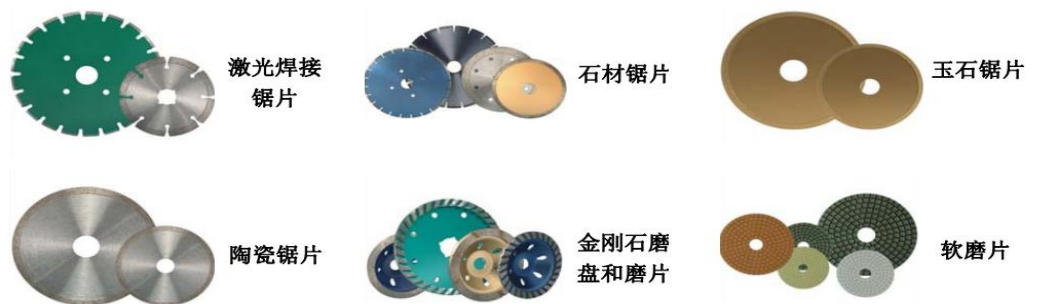


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

制造业升级金刚石用量不断扩大

金刚石工具根据其用途的不同，主要分为：金刚石磨削工具、金刚石锯切工具、金刚石刀具、金刚石钻探工具等几个大类。就产品类型而言，中国金刚石工具企业主要生产：金刚石锯片、金刚石钻头、金刚石磨盘和金刚石刀具等几类产品，其中，金刚石锯片是我国金刚石工具企业产量最大的品种。

图13: 金刚石的各种功能锯片

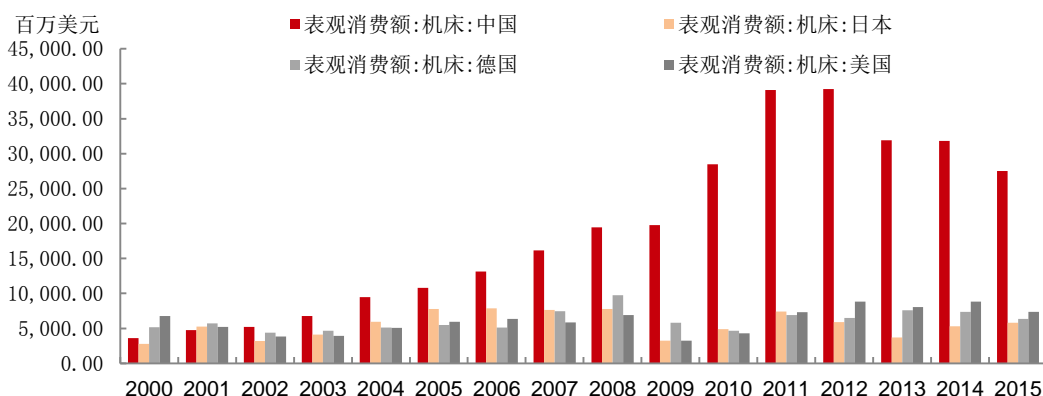


资料来源: 博深工具招股说明书, 华泰证券研究所

超硬刀具替代标准刀具，上半年公司营业收入显著增加

超硬刀具消费量是衡量国家制造业发展水平的重要指标之一。刀具是工业制造中需求量较大且较关键的工件，以工作效率分为标准刀具和高效刀具，使用的主要原材料包括高速钢、硬质合金、以及超硬材料。我国刀具消费中硬质合金刀具的占比已有近一半。超硬刀具与传统硬质合金刀具相比，其耐用度提高 50-280 倍，加工光洁度提高 1-2 级，生产效率提高 1.6-4 倍。这类刀具将作为换代刀具部分替代机械加工中的普通刀具，使机械加工行业产生极深刻的变革，在机加工行业有广阔的发展前景，并已广泛应用在汽车、航空航天、能源、军事、模具等重要领域。从某种意义上说，它是一种战略物资，各工业发达国家把它作为提高经济效益，达到节能、高效、精密、自动化等目的的重要材料加以发展，并将其发展水平视为衡量一个国家技术进步的重要标志。

图14： 全球主要工业制造国家机床消费额



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我国超硬刀具的替代空间逐渐增大。超硬刀具主要包括单晶金刚石刀具、聚晶金刚石刀具、聚晶立方氮化硼刀具、化学气相沉积金刚石刀具等，其中绝大部分超硬刀具使用人造金刚石作为原料。我国自2012年以来机床消费量始终大于其他主要工业制造国。在发达国家，经济稳定发展的正常年份，每年的刀具消费规模大体稳定在机床消费的1/2左右。我国机床与刀具的消费比例尚未达到发达国家的这一协调发展的比率。2010年，中国机床消费达到了285亿美元，同年刀具消费为50亿美元，刀具消费仅为机床消费的18%。我国制造业长期以来习惯选用标准刀具，虽然性能不是最优，但经济适用。随着生产企业降本增效的压力加大；全球资源能源短缺的问题日益严峻；以及制造业行业集中度提高，大型企业改进设备的动力和资金实力增强，超硬刀具的市场渗透率逐步提高，替代空间不断扩大。

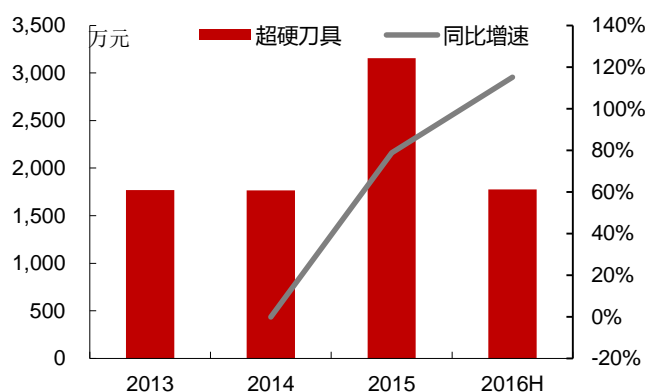
硬质刀具市场需求可能在34亿元以上。依照发达国家刀具消费的1/2规律，2015年中国机床消费量为275亿美元，与之对应的刀具消费市场容量约为825亿元人民币(137.5亿美元)，而去年我国刀具消费量仅为145亿元人民币，潜在的刀具消费市场空间为680亿元人民币，保守按照5%的超硬金刚石材料占有比率计算，金刚石刀具的潜在市场空间为34亿元人民币。国外制品与材料的价值比为20:1，国内按5:1的价值比计算，对应24亿克拉的市场规模，仅金刚石刀具这一下游产品对应的潜在市场需求对现有市场容量的扩充就超过10%。随着产品渗透率的提高，金刚石刀具的潜在市场需求可能远超34亿元人民币。

图15： 金刚石刀具



资料来源：四方达招股说明书，华泰证券研究所

图16： 公司超硬刀具营业收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司 2016 年上半年超硬刀具同比收入增速 115.06%。公司 2015 年全年超硬刀具营业收入为 31587.58 万元，占比接近 2%。尽管收入占比尚小，但具备较高增速和较大增长空间。2016 年上半年超硬刀具收入为 1777.28 万元，同比增长 115.06%，可以预见今年全年超硬刀具收入同比将高于行业及公司收入平均增速。从行业层面估算，考虑到黄河旋风约 20% 的市场占有率，假设将保守估计的 34 亿元人民币新增市场需求平均分配给现有市场参与者，则给黄河旋风带来的营业收入增长为 6.68 亿元，占到 2015 年全年营业收入的 37%。

宝石级大单晶金刚石毛利率高，2015 年 12 月完成募投

宝石级金刚石大单晶市场规模已达 10 亿美元。人造金刚石的应用已经涉及众多工业领域，但相对于金刚石的应用潜力而言，金刚石的应用还处于初级阶段。当单颗金刚石的大小和纯度达到一定水准以上时，即宝石级大单晶金刚石的合成实现产业化以后，金刚石的众多性能特别是光学和半导体性能才能得到发挥。自从 2003 年 Gemesis 公司将切割打磨的 HPHT 大单晶金刚石在珠宝商点销售以来，阿波罗金刚石（ApolloDiamond）、D.NEA、Chatham 人造金刚石（Chatham Created Diamonds）、新世纪金刚石（New Age Diamonds）和 Tairus 也先后进入宝石市场。国外企业由于原材料成本和工资成本较高，生产的人造宝石级大单晶金刚石价格相对较高。国内企业由于研究开发力度不够，产业化生长大单晶的一些关键技术还有待攻克。如果技术壁垒得以打破，国内企业将更具竞争优势。

公司增加宝石级大单晶金刚石产能，拓展人造金刚石新应用。考虑到公司在人造大尺寸金刚石领域拥有研发经验，公司于 2015 年 12 月 16 日完成 43,795,620 股新增股份的增发，其中募投资金中的 3.3 亿元用于建设国内首条无色大单晶钻石和片状大单晶金刚石生产线。达产后将形成无色大单晶钻石 73.50 万克拉、片状大单晶金刚石 49.28 万片的生产能力，预计可新增销售收入 27,717 万元，新增利润总额 7,889 万元，新增净利润 6,706 万元。该项目的毛利率预计为 51.34%，税后静态投资回收期 6.69 年，一方面可以缩短与国际先进水平的差距，替代进口、扩大出口，打破 De Beers 公司、GE 公司和住友公司在世界人造高品级金刚石市场的垄断局面；另一方面可以在工业领域需求低迷时，优化公司产品结构，增加盈利规模。

图17： 工业用人造金刚石颗粒较小



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图18： 纯天然金刚石较为稀有昂贵

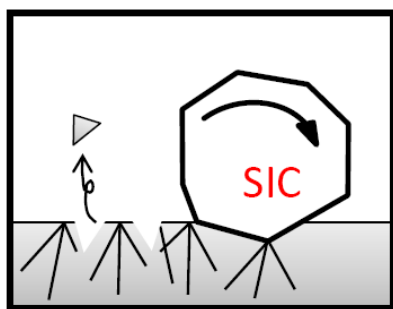


资料来源：Bloves 官网，华泰证券研究所

拟募集资金拓展金刚石线锯及增材制造金属粉末业务

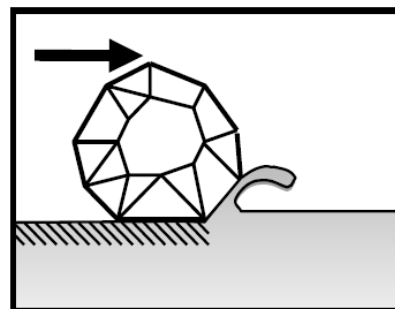
金刚石切线锯是超硬材料行业最具有市场发展潜力的产品之一。金刚石线锯是柔性切割工具，其柔性切割的特点使得其在开采石材荒料的过程中解决了凿眼爆破法中石材荒料成材率低、资源浪费严重、开采效率低、环境影响大、危险系数高的弊病，一经推出就迅速扩展应用到建筑切割市场。此外，金刚石线锯还可用于硅片、半导体芯片、LED、LCD、蓝宝石、功能陶瓷、其它人工晶体等贵重硬脆材料的高精度切割，可切割 0.1-0.2mm 厚度单晶硅、多晶硅片，用于卫星太阳能电池板等零部件的高效精密加工。

图19：普通切割方式容易损坏切割面



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

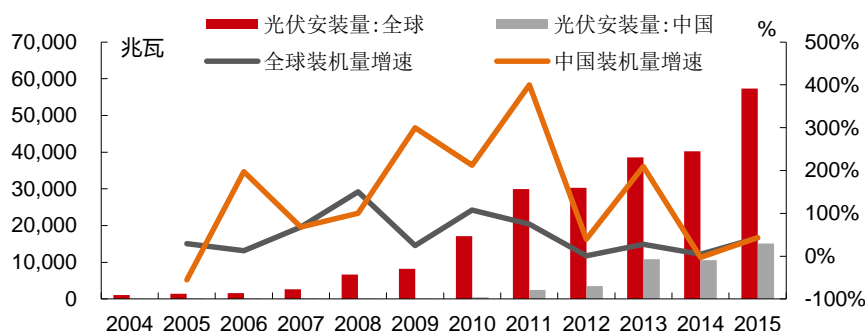
图20：金刚石切割精度较高



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我国在突破金刚石线锯技术后产量迅速增加，公司拟投入约 5.9 亿元进行生产线改造。根据 Euro monitor 的数据，2010 年全球金刚石切割线产量就已达 10065 万千米，按照中低档切割线的每米 3 元钱的售价粗略计算，则市场规模已经超过 3 亿元。我国金刚石线锯产业尽管起步较晚，但借助技术突破和成本优势，产量快速增加并大量出口，2013 年出口份额占到总产量的 50%，成为世界最大的绳锯生产国和出口国。随着进口替代比例的进一步增加，以及主要加工对象所在的光伏硅晶及蓝宝石等新兴行业的快速发展，金刚石切割线市场也在快速增长。公司 2016 年 9 月公告拟投资 58,973 万元改造公司现有的一栋生产加工用于生产金刚石线锯，其中约 4.8 亿元为募投资金。此举一方面介入金刚石线锯市场，增加新的收入来源，另一方面能够完善产品结构，增强公司竞争实力。

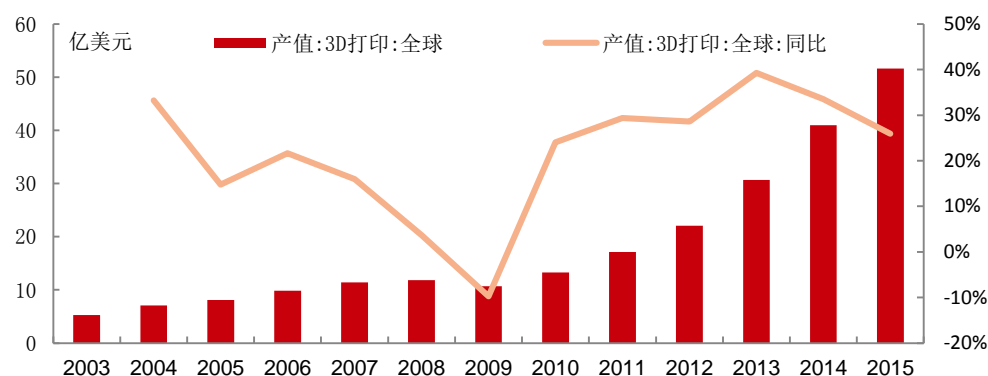
图21：全球及中国光伏安装量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

3D 打印是智能制造未来发展方向。3D 打印自 2010 年以来进入快速增长阶段，全球产值年均增速超过 20%，2015 年全球产值达到 51.65 亿美元。当前，美国、日本、德国、英国和澳大利亚等国都纷纷制定 3D 打印技术及产业发展规划或者路线图，抢占制高点。3D 打印工艺也已经从单一模式发展到多种工艺，从单一树脂材料发展到各种塑料、陶瓷和金属等多种材料。《中国制造 2025》将研发具有深度感知、智慧决策、自动执行功能的高档数控机床、工业机器人、增材制造（3D 打印）装备等智能制造装备以及智能化生产线列为中国制造业的重要发展方向，“十三五”国家创新规划也将 3D 打印列为科技创新 2030 重大项目。

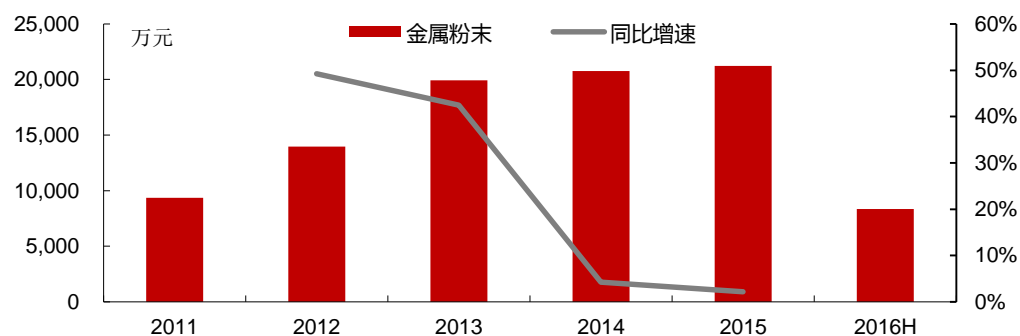
图22： 全球 3D 打印产值增速较快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

3D 打印材料是 3D 打印产业链重要一环，公司拟投资约 5.2 亿元建设增材制造材料项目。3D 打印材料占据 3D 打印产值 30% 左右的份额，对应 2015 年 51.61 亿美元的全球产值，2015 年 3D 打印材料的产值约 15.5 亿美元。公司具备一定的金属粉末产能，2015 年金属粉末业务营业收入为 2.1 亿元，产品毛利率为 42.78%，2016 年上半年实现营业收入 8363 万元，产品毛利 39.57%。金属粉末业务的产品毛利率高于公司的综合毛利率。此次计划拟此次投入 51,845 万元改造现有生产线实现 2100 吨增材制造专用金属球形粉料的生产能力，项目达产后将增加公司的营业收入和利润，提高公司综合毛利率。

图23： 公司金属粉末营业收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司拓展智能制造业务

增发收购明匠智能，传统行业转型升级

公司在 2015 年为了实现传统行业的转型升级，改善主营业务收入结构，通过发行股份购买上海明匠智能系统有限公司，实现了向工业 4.0 智能化制造领域的发展。公司以发行股份的方式购买明匠智能 100% 股权，同时拟定增股份募集配套资金 4.2 亿元，其中 3,000 万元用于明匠智能补充营运资金。

明匠智能精于提供智能解决方案

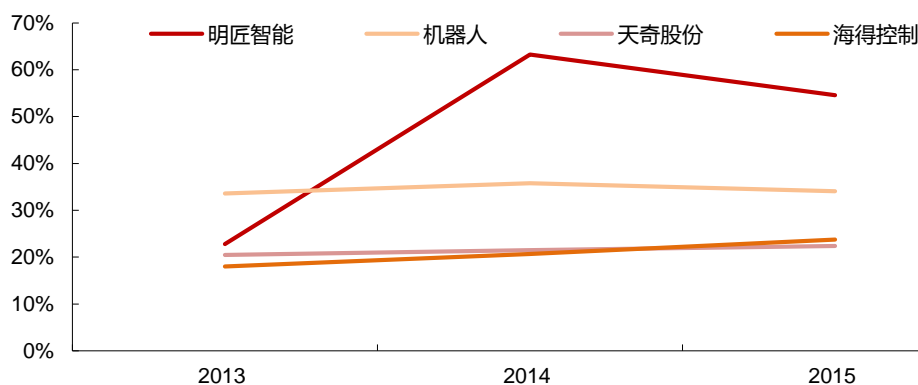
明匠智能主要从事工业 4.0 高端智能装备业务，主要产品为智能解决方案。明匠智能立足于智能制造行业，定位为智能工厂、工业自动化、机器人集成应用和智能化生产管理系统提供商。公司能够根据客户的需求，运用自身开发的软件、信息采集板卡、智能执行制造系统、自动化设备等，为客户提供个性定制的自动化集成系统。在为客户提供的智能解决方案中，一般包括以下全部或部分的组合：核心零部件（数据高速采集板卡）、软件（智能执行制造系统 MES、智能工厂工业 APP）、本体（机器人、自动导引车），并将这些进行连接，形成一个整体的系统。公司具备较深的技术积累，其产品和解决方案已应用于汽车、汽配、电动车、仓储等领域，并正在向家电、钢铁、钢构、教育等领域拓展。

图24： 明匠智能主要业务及产品



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

同类型公司包括沈阳新松机器人自动化股份有限公司（机器人 300024）、天奇自动化工程股份有限公司（天奇股份 002009）、上海海得控制系统股份有限公司（海得控制 002184）等。其中机器人主要产品为工业机器人、物流与仓储自动化成套装备、自动化装配与检测生产线及系统集成、交通自动化系统；天奇股份主要产品为物流自动化装备系统和风电零部件；海得控制的主要产品为主要为市政、交通、港口、电力、冶金、矿产等项目市场客户提供工业控制、传动、通讯、生产与管理信息等方面的系统设计、系统成套、设备集成及 EPC 工程等服务。明匠智能主要产品为汽车、钢铁、电器等行业的智能生产线以及工业互联网信息息系统。相比而言，明匠智能的产品毛利率比较高。

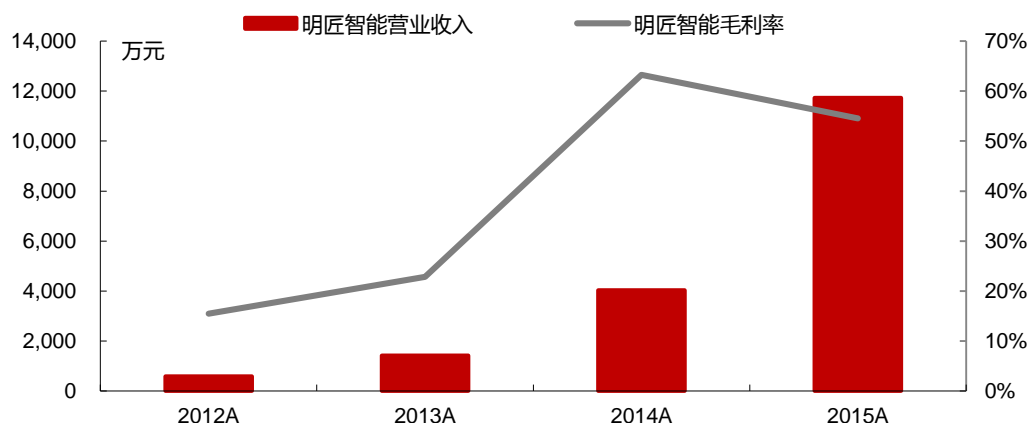
图25：名匠智能毛利率较高

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

明匠智能产品订单增速快利润丰厚

明匠智能是国内少数完成“智能工厂全系统集成”的企业，软件类收入增加抬高毛利率。在国内智能制造企业中，公司是少有的同时涵盖软件、硬件和系统集成企业，覆盖了智能核心零部件-软件-本体制造-系统集成等产业链各个环节，尤其在智能采集板卡、数据采集装置、制造执行系统、工业 APP、工业机器人设计制造等领域有较深的技术积累。公司工业自动化、信息化、智能化整体解决方案的收入在 2014、2015 年大幅增加，且其中信息技术和软件的收入占比较高，硬件的收入占比较低。由于软件类产品毛利率高于硬件产品，故而公司的综合毛利率较高，2012-2015 年综合毛利分别为 15.47%、22.81%、63.24%和 54.55%。

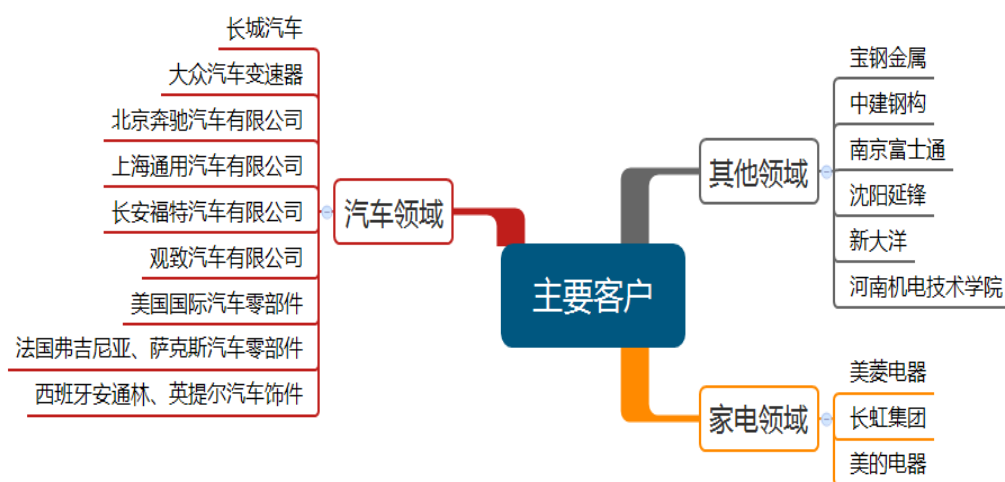
示范性订单完成，技术及客户积累集中爆发，单笔合同金额提升。公司成立于 2010 年 11 月，考虑到汽车行业的自动化水平比较高，公司从汽车行业着手发展，与汽车零部件行业平台采购商 IAC 合作。自 2013 年末将产品成功应用于某知名企业生产线，公司在业内知名度迅速提升，技术及客户积累集中爆发。2014 年营业收入同比增长 185.66%，其中来自 IAC 汽车采购平台不同产线、工艺的项目收入大幅增加，单项合同收费金额也快速增长，均价从 2013 年的 7.7 万元提升至 47.1 万元。

图26：名匠智能营业收入

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

明匠智能客户群持续优化，客户行业分布更广泛。由于智能制造本身在国内是一个较新的概念，基本处于客户开拓阶段，明匠智能早期客户集中在汽车领域，同时应用智能制造的厂商数量也相对较少，因此造成客户集中度较高的情况。2015 年以来公司将业务拓展至家电、机械、教育、钢铁等行业，开发了河南机电职业学院和广州美的厨房电器制造有限公司等教育类家用电器消费客户，上半年实现销售收入 5,208.8 万元，其中对 IAC 的销售收入为 201.57 万元，销售占比为 3.87%，从而改变了对 IAC 终端客户的依赖。公司现有汽车领域的客户为长城汽车大众汽车变速器、北京奔驰汽车有限公司、上海通用汽车有限公司、长安福特汽车有限公司、观致汽车有限公司等等；在家电领域，客户包括美菱电器、长虹集团、美的电器等；其他领域客户还包括宝钢金属、中建钢构、南京富士通、沈阳延锋、新大洋、河南机电技术学院等。

图 27： 明匠智能主要客户



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

明匠智能所属的工业 4.0 顺乎未来发展方向

工业 4.0 是将智能设备、人和数据连接起来组成虚拟网络-实体物理系统（CPS），并以智能的方式利用这些交换的数据。工业 4.0 的三大主题是智能工厂、智能生产和智能物流，其中智能工厂重点研究智能化生产系统及过程，以及网络化分布式生产设施的实现；智能生产主要涉及整个企业的生产物流管理、人机互动、3D 打印等技术在工业生产过程中的应用；智能物流通过各种联网，充分整合物流资源，实现供给和需求的快速匹配。工业 4.0 的本质是数据，其终极目标是建立一个高度灵活的个性化和数字化的产品与服务的生产模式，使工业生产由集中式控制向分散式增强型控制的模式转变。

图28： 工业 4.0 的三大主题



资料来源：华泰证券研究所

智能制造提高工业生产效率。自德国提出工业 4.0 的概念并将其提升至国家战略层面以来，第四次工业革命大幕拉开，美国、日本等发达国家陆续跟进。我国是名副其实的制造业大国，但制造业普遍存在自主创新能力差、核心部件对外依存度高、产业结构不合理等问题，与美、日、德等发达工业国家存在较大差距。工业 4.0 所倡导的智能、互联等理念将有助于中国制造业提高劳动效率、提升产品质量、摆脱问题桎梏，实现从制造大国向制造强国的转变，从而在当下日趋激烈的国际竞争中抢占先机。为实现从制造大国到制造强国的升级目标，中国在国家战略层面提出“中国制造 2025”概念，未来将在政策、资金、技术等多方面对相关行业予以支持。《中国制造 2025》实施了五大工程，其中一项就是大力推进智能制造。根据工业和信息化部部长苗圩在媒体采访的讲话，据估算，未来 20 年中国工业互联网发展至少可带来 3 万亿美元左右 GDP 增量，为未来智能化成套装备生产公司提供了持续发展的空间。

收购明匠智能提升上市公司盈利能力

收购明匠智能能够扩大上市公司资产总额和净资产规模，提升上市公司未来盈利能力。股权收购明匠智能为上市公司引入专业智能化生产线制造平台，为上市公司切入工业 4.0 智能制造领域，实现可持续发展提供产业保障。2015 年公司工业智能化类收入为 1.17 亿元，毛利润 6399 万元，达到公司承诺的业绩目标，且营业收入和利润增速超过增发方案发布时的预期。明匠智能的产品毛利率和营业收入增速都超过黄河旋风主营业务，将明匠智能纳入黄河旋风 100%控股子公司，明匠智能能够在经营管理、资本筹集方面得到上市公司的支持，有助于扩大产能开拓市场，上市公司也能从中获得盈利。

估值分析

盈利预测

公司 2015 年完成对明匠智能的股权收购，目前工业智能化类业务已经并表。

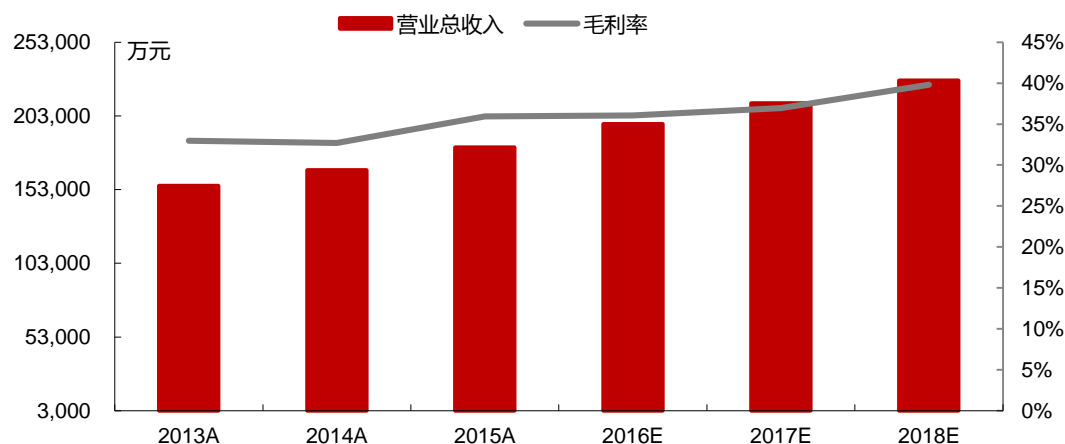
- 1) 考虑到公司金刚石业务的下游行业与宏观经济紧密相关，且前期扩产产能持续释放，故假设金刚石相关业务的收入与宏观经济增速保持一致。
- 2) 参考公司超硬材料毛利率在 2011-2015 年间保持相对稳定，假设金刚石相关业务毛利率

与前期保持基本一致，在宝石级金刚石投产后有小幅上升。

- 3) 公司智能化类产品业务具有较高的业绩增速和利润收入，考虑到明匠智能 2015 年营业收入和利润均超过其增发报告中假设的增速，故在模型中假设其 2016 年营业收入增速为 60%，其后两年保持 20% 的收入增速。
- 4) 明匠智能在 2012-2015 年间毛利率波动较大，这里仅假设其毛利率维持在 58% 的水平。
- 5) 公司募集资金增加金刚石线锯和 3D 打印金属粉末产能的项目尚未落实，存在不确定性，故而未考虑进估值模型中。

基于以上假设条件，公司 2016-2018 年营业收入为 19.74 亿元、21.16 亿元和 22.70 亿元，同比增速为 8.62%、7.20% 和 7.29%，公司毛利率持续上升，净利润增长，2016-2018 年分别实现 EPS 为 0.45 元/股、0.52 元/股和 0.63 元/股，对应 PE 为 46 倍、40 倍和 33 倍。

图29： 公司营业收入预测



资料来源：华泰证券研究所

绝对估值

基于 DCF 方法对公司进行合理估值，使用 2.25% 作为无风险利率，并依据公司历史数据假设出贝塔值等各项数值，对应 WACC 为 5.82%，假设永续增长率在 1%-2% 之间，则公司合理估值区间在 21.12 ~ 25.52 元之间。

表格2： 绝对估值

假设项	数值
贝塔值 (β)	1.321
无风险利率 (%)	2.25%
市场的预期收益率 (%)	5.00%
股权资本成本 (K_e)	5.88%
债务成本 K_d (%)	5.68%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	29.73%
WACC	5.82%
永续增长率 (G_n)	1%

资料来源：华泰证券研究所

表格3: DCF 估值敏感性分析

		永续增长率 (Gn)		
		0%	1%	2%
WACC (%)	2.82%	42.50	62.89	132.77
	3.82%	30.13	39.04	57.73
	4.82%	22.93	27.72	35.90
	5.82%	18.24	21.12	25.52
	6.82%	14.95	16.82	19.47
	7.82%	12.52	13.80	15.53
	8.82%	10.66	11.57	12.75

资料来源：华泰证券研究所

相对估值

公司主要从事金刚石的生产销售，A股中同类企业还包括豫金刚石、江南红箭和四方达，故而将此4家公司列做同类公司进行比较。根据9月12日的wind数据，公司在这4家同类公司中总市值最高，最近100周的Beta值为1.36。

公司在4家同类企业中规模较大，截至2016年9月12日的总市值最大，以及2015年的总收入、净利润最高。与其余3家公司相比，公司过去12个月的PE明显低于其他公司，PB也处于相对低位。考虑到公司收购的资产明匠智能的收入增速及盈利能力都高于金刚石行业的平均收入增速和盈利能力，故而认为公司存在估值修复空间，以2016年盈利预测中的EPS做参照，当公司PE值为55倍时对应股价24.75元，在绝对估值的合理价格区间内。

表格4: 相对估值

证券简称	收盘价/元	总市值/亿元	总收入/百万元	净利润/百万元	Beta/100周	PE			PB
						TTM	16E	17E	
黄河旋风	21.14	167.51	1,816.95	274.90	1.36	47.66	46.77	40.95	3.59
豫金刚石	10.84	73.51	763.21	100.21	1.17	57.92	45.89	27.24	3.65
江南红箭	13.20	136.39	1,548.16	248.55	0.53	101.47	105.26	78.34	3.23
四方达	7.70	36.83	203.26	46.14	1.34	113.13	69.87	55.28	5.09

资料来源：Wind，更新到2016-9-12，华泰证券研究所

维持“增持”评级

公司是品种最齐全的超硬材料供应商。公司是集科研、生产、贸易于一体的大型超硬材料企业，拥有世界上最大的超硬材料生产基地，是国内超硬材料及制品行业龙头企业，超硬材料年产量超过30亿克拉，国内市场产量占比约20%。公司还是国内乃至全球产业链最完备的金刚石生产企业，产品涵盖超硬材料及聚晶复合材料制品、金刚石制品、UDS系列金刚石压机、建设机械、特种车辆和自动化控制装置六大类146个品种。

公司盈利能力稳步提升，定增扩大宝石级金刚石及大单晶金刚石产能。尽管过去几年随着供需结构变化工业金刚石的平均价格下滑，但公司始终保持相对稳定的毛利率和渐增的营业收入。公司2015年发行股份募集资金3.3亿元用于宝石级大单晶金刚石产业化项目。相比于工业用人造金刚石，宝石级金刚石毛利率更高。国外企业已有成功生产宝石级金刚石及大单晶金刚石的经验，但国内企业产业化大单晶金刚石仍有技术难题需要克服，募集资金对这一

专题进行攻克，产业化完成后可提高公司产品的利润及公司整体竞争力。

公司收购明匠智能拓展智能制造业务。公司 2015 年发行股份的方式购买明匠智能 100% 股权，实现了向工业 4.0 智能化制造领域的发展。2015 年公司工业智能化类收入为 1.17 亿元，收入占比 6.46%，实现毛利润 6399 万元，营业收入同比增长 190.82%，综合毛利达到 54.55%，大幅超过预期。考虑到公司技术积累基本成熟，客户资源大幅拓展，假以 2016 年营业收入增长 50% 计，明匠智能在公司营业收入中占比将提升到 8.92%，利润占比超过 14%，给公司带来新的业绩和利润增长点。

公司拟定增扩大金刚石线锯和增材制造金属粉末产能。金刚石线锯是金刚石最具发展潜力的下游之一，公司此次募集资金拓展金刚石线锯业务有利于下游市场拓展和公司竞争力的提升。此外，增材制造具备较快的行业增速，公司原本具备一定金属粉末生产能力，此次拟增加 2100 吨增材制造专用金属球形粉料的生产能力，增加公司的盈利能力。

维持“增持”评级。公司人造金刚石业务市场份额较大，产品品类齐全，业务经营稳定，智能制造业务技术及客户资源积累已经日趋成熟，具备增长潜力。此外，拟筹建的金金刚石线锯和增材制造金属粉末也带给公司新的业绩和利润增长点。预计 2016-2018 年公司营业收入为 19.74 亿元、21.16 亿元和 22.70 亿元，EPS 为 0.45 元/股、0.52 元/股、0.63 元/股，对应 PE46 倍、40 倍和 32 倍，低于行业均值，PE 存在修复空间，参考 DCF 估值，假设永续增长率在 1%-2% 之间，则公司合理估值区间在 21.12 ~ 25.52 元之间。

风险提示

人造金刚石下游需求低于预期

金刚石下游建筑机械需求下滑可能导致公司业绩低于预期。

研发进展低于预期

公司在高附加值领域的新产品宝石级金刚石及大单晶的研发周期超过预期可能使得预测数据高于实际值。

募投项目建设低于预期

公司 2015 年底募集资金建设宝石级大单晶金刚石产能，若产线建设进度不及预期，或达产后订单数量不及预期均有可能影响估值模型的准确性。

智能制造领域订单低于预期

公司在智能制造领域具有一定客户群，若 2016 年订单额低于预期则可能导致公司业绩低于预期。

盈利预测

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,362	2,286	2,303	2,670
现金	675.94	718.87	602.74	871.01
应收账款	736.69	610.26	693.71	759.33
其他应收账款	17.13	15.00	15.87	17.80
预付账款	77.83	60.86	69.06	72.56
存货	418.94	545.10	554.08	562.48
其他流动资产	435.86	335.61	367.70	386.48
非流动资产	5,222	5,358	5,778	5,875
长期投资	14.08	30.14	26.99	25.89
固定投资	3,261	3,910	4,345	4,435
无形资产	249.20	331.14	414.86	503.90
其他非流动资产	1,698	1,087	991.14	910.12
资产总计	7,584	7,644	8,081	8,545
流动负债	2,233	2,007	2,094	2,129
短期借款	1,380	1,184	1,229	1,239
应付账款	348.16	387.72	404.10	415.02
其他流动负债	504.85	434.76	460.73	474.74
非流动负债	829.80	796.88	783.50	764.51
长期借款	28.55	6.16	(12.52)	(30.89)
其他非流动负债	801.25	790.72	796.01	795.40
负债合计	3,063	2,804	2,877	2,893
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	792.40	792.40	792.40	792.40
资本公积	2,357	2,357	2,357	2,357
留存公积	1,372	1,691	2,055	2,503
归属母公司股	4,521	4,840	5,204	5,652
负债和股东权益	7,584	7,644	8,081	8,545

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	475.42	904.51	653.86	821.30
净利润	274.87	358.13	409.05	499.21
折旧摊销	217.74	265.05	323.76	366.15
财务费用	117.45	71.17	65.43	62.88
投资损失	(28.80)	(22.73)	(23.12)	(23.94)
营运资金变动	(129.78)	82.17	(94.86)	(80.32)
其他经营现金	23.93	150.71	(26.40)	(2.68)
投资活动现金	(1,738)	(534.54)	(684.88)	(430.45)
资本支出	1,424	600.00	600.00	350.00
长期投资	(0.03)	22.98	(4.35)	(1.66)
其他投资现金	(313.18)	88.45	(89.23)	(82.11)
筹资活动现金	1,573	(327.04)	(85.11)	(122.59)
短期借款	320.93	(195.47)	44.24	10.46
长期借款	(9.45)	(22.39)	(18.68)	(18.38)
普通股增加	259.04	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,606	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(603.24)	(109.18)	(110.67)	(114.67)
现金净增加额	312.46	42.93	(116.13)	268.27

利润表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,817	1,974	2,116	2,270
营业成本	1,164	1,262	1,333	1,366
营业税金及附加	19.87	18.12	20.47	22.07
营业费用	45.71	54.39	56.77	60.82
管理费用	159.06	162.69	174.32	189.00
财务费用	117.45	71.17	65.43	62.88
资产减值损失	30.03	20.96	22.92	23.46
公允价值变动收益	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
投资净收益	28.80	22.73	23.12	23.94
营业利润	309.61	406.92	465.49	569.49
营业外收入	11.32	7.92	8.60	8.83
营业外支出	2.87	2.02	2.00	2.15
利润总额	318.07	412.83	472.09	576.16
所得税	43.19	54.69	63.03	76.95
净利润	274.87	358.13	409.05	499.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	274.87	358.13	409.05	499.21
EBITDA	644.80	743.15	854.68	998.51
EPS(元)	0.35	0.45	0.52	0.63

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	9.32	8.62	7.20	7.29
营业利润	22.53	31.43	14.39	22.34
归属母公司净利润	22.93	30.29	14.22	22.04
获利能力				
毛利率(%)	35.94	36.05	36.97	39.81
净利率(%)	15.13	18.15	19.33	21.99
ROE(%)	6.08	7.40	7.86	8.83
ROIC(%)	6.89	7.48	7.64	8.86
偿债能力				
资产负债率(%)	40.38	36.68	35.60	33.86
净负债比率(%)	47.20	44.03	43.75	43.21
流动比率	1.06	1.14	1.10	1.25
速动比率	0.86	0.86	0.83	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.26	0.27	0.27
应收账款周转率	3.01	2.73	3.01	2.90
应付账款周转率	3.41	3.43	3.37	3.34
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.45	0.52	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.14	0.83	1.04
每股净资产(最新摊薄)	5.71	6.11	6.57	7.13
估值比率				
PE	59.70	45.82	40.12	32.87
PB	3.63	3.39	3.15	2.90
EV_EBITDA	26.70	23.16	20.14	17.24

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

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

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com