

公司研究/首次覆盖

2018年05月14日

建材/非金属新材料 II

投资评级：买入（首次评级）

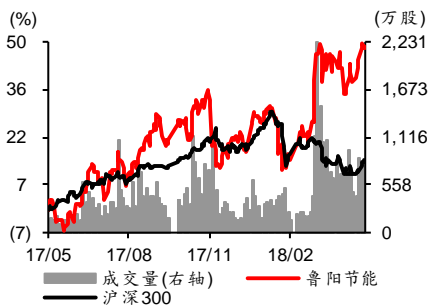
当前价格(元): 15.95
合理价格区间(元): 17.48~19.32

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

赵蓬 执业证书编号: S0570518040001
研究员 0755-82493836
zhao.peng@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

耐火材料龙头，提效增产可期

鲁阳节能(002088)

全球耐火材料龙头，盈利实现反转

鲁阳节能是亚洲最大、世界前三的耐火纤维生产企业，年产陶纤 30 万吨、岩棉 10 万吨。受益于外部环保督促、营改增以及内部生产规模扩大，2017 年公司业绩实现快速反转。陶纤占整体耐材市场比例有望逐步提升，下游石化等高端应用领域进入新项目集中释放期，公司积极推广模块化解决方案。岩棉是优质节能保温材料，在建筑、船舶、管道领域有广泛应用，目前市场供不应求，公司现有岩棉产能利用率提升，新产能逐步释放，岩棉业务有望量价齐升。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 17.48~19.32 元。

陶纤景气提升，石化等高端应用释放需求

陶纤用于冶金、建材、石化、陶瓷等多领域，具有优良的节能保温功能。参照海外龙头摩根公司发展经验，国内陶纤应用领域有望进一步向高端领域扩宽。目前国内陶纤产能约 80-90 万吨，产能相对分散。在环保标准收紧，执行力度加大情况下，行业供给结构优化，进入景气上行周期。公司针对高端客户，开发定制化解决方案产品，产品逐步切换到中高端市场，盈利能力有望进一步提升。

岩棉供不应求，量价齐升可期

岩棉是建筑节能 A 类保温材料，《建筑设计防火规范》落地强化建筑外墙及隔离带对 A 类保温材料需求，另外旧房改造需求也在不断提升。行业内符合准入条件的产能有限，大部分为不规范的矿棉小产能。供给侧改革推动下，小产能逐步退出，供给有望进一步收缩。公司加大岩棉扩产力度，将原定 5 万吨新产线增加到 8 万吨，今年三季度投产后总产能将达到 18 万吨。行业供不应求推动岩棉价格上涨，公司老产线产能利用率提升，新产线有望快速投放，岩棉业务量价齐升可期。

业绩迎来快速释放，首次给予“买入”评级

奇耐入股以后的提效降本红利期仍在延续，2018 年股权激励方案净利润年化 20% 复合增速彰显中期发展信心。公司业绩有望快速释放：陶纤产品定位中高端，盈利能力有望进一步提升；岩棉供不应求，量价齐升。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.2/4.2/5.2 亿元，YoY+52%/30%/24%，对应的 PE 分别为 15.8/12.2/9.8X。根据可比公司 2018 年估值均值 21x 认可给予公司 2018 年 19-21xPE，对应合理价格区间为 17.48~19.32 元，首次给予“买入”评级。

风险提示：岩棉产能扩张不达预期，陶纤、岩棉景气下行。

公司基本资料

总股本(百万股)	350.97
流通 A 股(百万股)	208.17
52 周内股价区间(元)	10.95-16.72
总市值(百万元)	5,598
总资产(百万元)	2,388
每股净资产(元)	5.49

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,190	1,596	1,819	2,020	2,218
+/-%	5.01	34.15	13.99	11.05	9.81
归属母公司净利润(百万元)	104.67	213.75	323.90	419.84	520.67
+/-%	81.89	104.22	51.53	29.62	24.02
EPS(元, 最新摊薄)	0.30	0.61	0.92	1.20	1.48
PE(倍)	48.82	23.91	15.78	12.17	9.81

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

鲁阳节能：全球领先的耐火材料龙头.....	4
业务结构积极调整，盈利稳定性强.....	4
股权激励草案发布，彰显公司发展信心.....	7
陶纤：景气提升，模块解决方案推进产品高端化.....	8
2017年陶纤行业景气提升，应用领域前景广阔.....	8
供不应求，产能利用率提升.....	9
产品迈向中高端，陶纤盈利能力提升.....	10
岩棉：行业供不应求，量价齐升可期.....	12
行业政策压缩供给，公司产能逆势扩张.....	12
需求旺盛，尽享政策红利.....	13
供不应求推涨价格，公司产能利用率进一步提高.....	14
盈利预测与投资建议.....	16
关键假设.....	16
投资建议.....	17
风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 鲁阳节能历史沿革.....	4
图表 2: 鲁阳节能十大股东持股结构 (截止 2018Q1)	4
图表 3: 2006-2017 鲁阳节能营业收入及增速.....	5
图表 4: 2006-2017 鲁阳节能归母净利润及增速.....	5
图表 5: 2006-2017 鲁阳节能主营业务收入结构.....	5
图表 6: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司毛利率.....	6
图表 7: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司净利率.....	6
图表 8: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司应收账款周转率	6
图表 9: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司资产减值损失/营业收入	6
图表 10: 2012-1H17 鲁阳节能及可比公司资产负债率.....	6
图表 11: 2012-1H17 鲁阳节能及可比公司经营性现金流净额.....	6
图表 12: 2012-2017 年我国耐火材料产量.....	8
图表 13: 耐火材料行业下游需求分布.....	8
图表 14: 保温隔热耐火材料的优劣势比较.....	8
图表 15: 2012-2017 陶纤产量 (以保温隔热耐火制品产量近似估计)	9
图表 16: 2017 年英国摩根公司下游需求分布.....	9
图表 17: 2012-2017 陶纤产能利用率.....	10
图表 18: 2010-2017 公司陶纤营业收入及增速.....	11
图表 19: 2010-2017 公司陶纤毛利率.....	11
图表 20: 2014-2017 年公司陶纤业务单位成本拆分.....	11
图表 21: 建筑外墙保温材料分类	12
图表 22: 2010-2016 年全国岩棉产能及增速.....	12
图表 23: 2010-2016 年全国岩棉产量及增速.....	12
图表 24: 符合《岩棉行业准入条件》生产线名单.....	13
图表 25: 2010-2016 年全国岩棉市场规模及增速.....	14
图表 26: 2010-2016 年全国岩棉消费量及增速.....	14
图表 27: 2012-2017 公司岩棉营业收入及增速.....	14
图表 28: 2012-2017 公司岩棉毛利润及增速.....	14
图表 29: 2014-2017 年公司岩棉业务单位成本拆分.....	15
图表 30: 鲁阳节能陶纤及岩棉业务盈利预测.....	16
图表 31: 鲁阳节能主营业务盈利预测.....	17
图表 32: 可比公司估值表	17
图表 33: 鲁阳节能历史 PE-Bands.....	18
图表 34: 鲁阳节能历史 PB-Bands.....	18

鲁阳节能：全球领先的耐火材料龙头

鲁阳节能是亚洲规模最大、世界排名前三的耐火纤维生产企业，具备年产各种陶瓷纤维制品 30 万吨，岩棉类制品 10 万吨的能力。公司的陶纤、岩棉产品广泛应用于石化、冶金、陶瓷、电力、航空、航天、消防、家电、汽车、船舶等各个领域。公司是国家火炬计划重点高新技术企业、国家“863”计划协作单位和中国陶瓷纤维国家标准主起草单位。自主研发的陶瓷纤维建筑隔膜等四项产品被认定为“国家重点新产品”，含锆系列产品被评为“国家级新产品”，属国内首创。

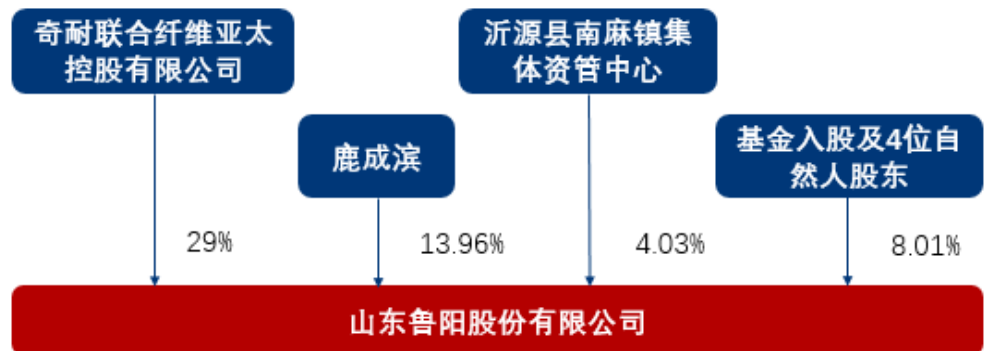
公司前身为山东省沂源节能材料厂，成立于 1984 年。1992 年通过定向募集方式整体改制为淄博鲁阳节能材料股份有限公司，1996 年更名为山东鲁阳股份有限公司，并被授予“中国最大碳酸铝耐火纤维生产基地”的称号。2006 年公司登陆深交所，为耐火材料行业首家上市企业。2010 年公司吸收合并了鲁阳轻钢公司，2015 年初完成对奇耐纤维（苏州）100% 股权的收购。同年，奇耐联合纤维亚太控股有限公司从南麻镇集体资管中心手中购买了公司 29% 的股权，成为第一大股东。

图表1：鲁阳节能历史沿革



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：鲁阳节能十大股东持股结构（截止2018Q1）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

业务结构积极调整，盈利稳定性强

营业收入整体稳步增长，2015 年前因经营不善利润逐年下滑。上市至今，公司营收总体稳步向上，2006-2017 年营收复合增速达 10.9%。然而 2008-2015 年，公司归母净利润整体呈现下滑趋势，系行业下游固定资产投资承压，高端产品需求萎缩、低端产品竞争激烈，产品价格走低压缩利润空间，2015 年陷入上市以来利润最低谷。

行业竞争格局改善叠加奇耐入主，公司归母净利润触底反弹。一方面，在 2015 年的低谷期，公司考察海外市场以寻求出路，引入奇耐联合（高温隔热材料全球领先制造商）作为战略投资者，为公司提供技术与管理支持。另一方面，2016-2017 年随着供给侧改革的推进与下游市场的节能环保需求不断升级，为公司创造了良好发展环境。2016 年，公司归母净利润触底反弹，实现净利润 1.05 亿元，YoY+82%；17 年实现归母净利润 2.14 亿元，

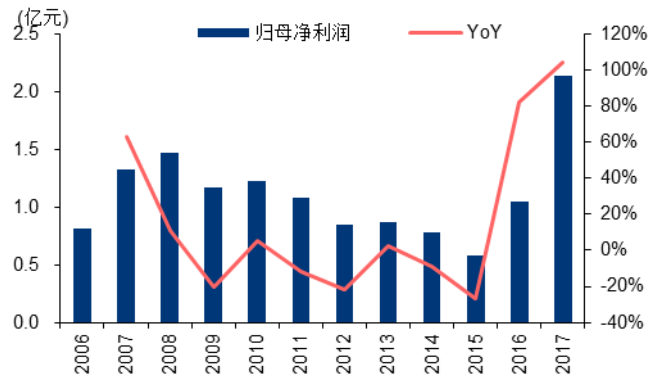
YoY+104%。我们认为随着陶纤高端市场的进一步扩大及岩棉下游需求继续向好，公司业绩有望进一步提升。

图表3: 2006-2017 鲁阳节能营业收入及增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

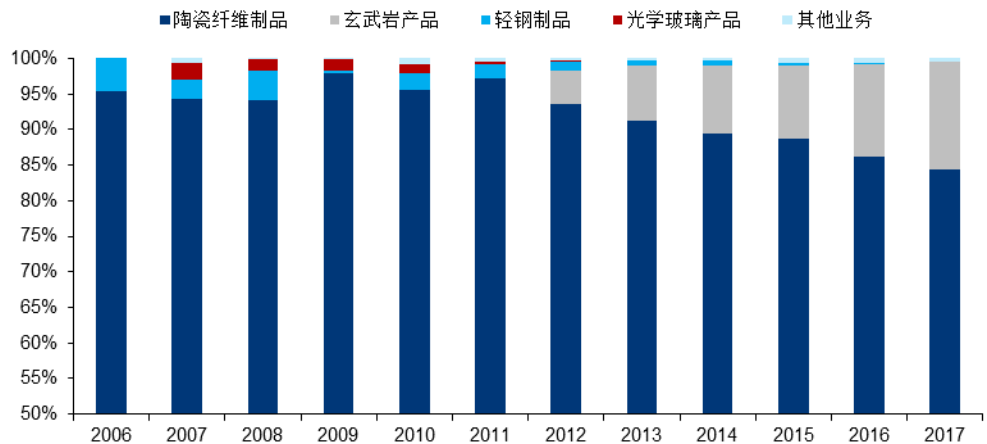
图表4: 2006-2017 鲁阳节能归母净利润及增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

业务主打陶纤，岩棉收入占比逐年提升。陶瓷纤维一直是公司的主打产品，销售收入从2006年的4.8亿元增长至2017年的13.45亿元，CAGR（2006-2017）9.82%。2012-2017公司陶纤销售收入占比呈逐年下滑趋势，由2012年的93.6%降至2017年的84.3%，主要原因系公司积极调整业务结构，自2012年起开始布局玄武岩纤维（岩棉）业务。该业务占比从2012年4.68%逐年提升至2017年的15.1%，已成为公司重要的收入来源。

图表5: 2006-2017 鲁阳节能主营业务收入结构

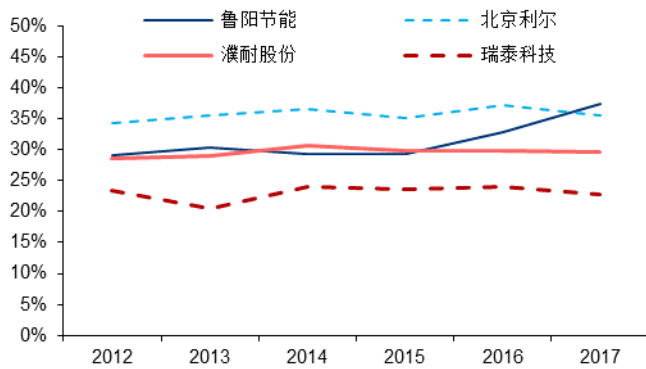


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司盈利稳定性较强，回款能力优于行业可比公司。2015年，国内外整体经济形势下行，冶金、石化等陶瓷纤维传统应用行业需求不足，市场竞争激烈，陶纤产品价格下滑。在这一环境下，2015年可比公司北京利尔、瑞泰科技出现大幅亏损，分别较上年净利润下滑129%/123%，濮耐股份净利润同比下滑47.8%；而鲁阳节能仅下滑26.68%。

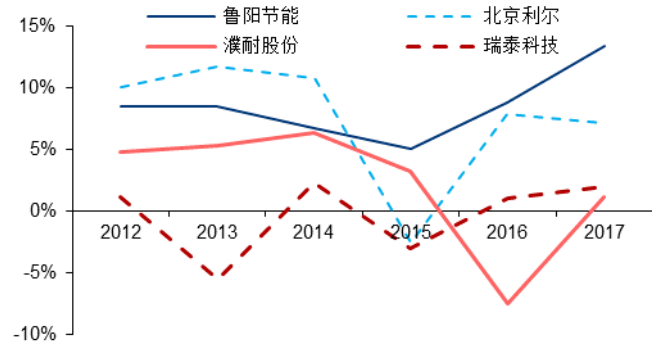
主要原因在于：(1) 鲁阳节能采用缩短账期、以协议价格付款等措施提升回款能力，回款能力显著优于可比公司；(2) 2015年下游冶金、石化等行业产能过剩现象严重，企业出现大幅亏损。受此影响，瑞泰科技/濮耐股份/北京利尔纷纷计提坏账损失，2015年三家公司的资产减值损失率分别为提升1.39/2.33/11.6pct，对利润造成较大侵蚀。而鲁阳节能在新行业开发及老客户挖潜销售取得积极成效，资产减值损失率同比下滑0.68pct；(3) 2015年5月，奇耐亚太与公司达成战略合作，生产协同已初步显现。公司陶纤产品的生产成本下降，生产效率提升。

图表6: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司毛利率



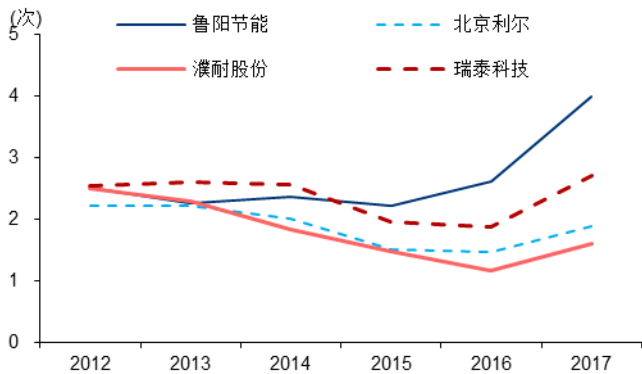
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司净利率



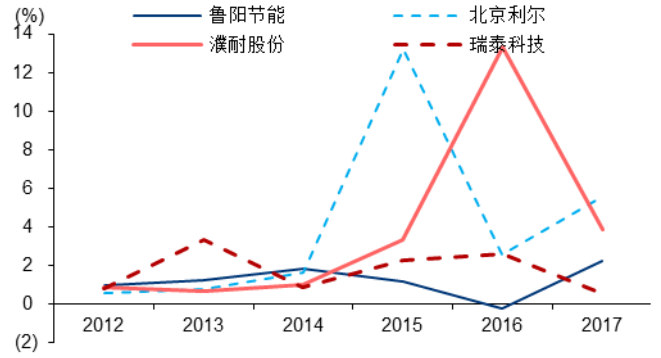
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表8: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司应收账款周转率



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

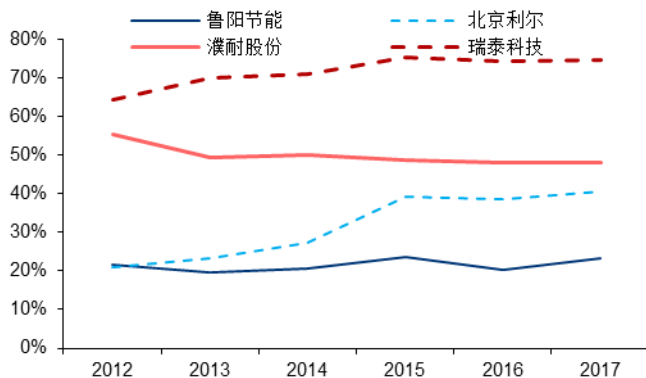
图表9: 2012-2017 鲁阳节能及可比公司资产减值损失/营业收入



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

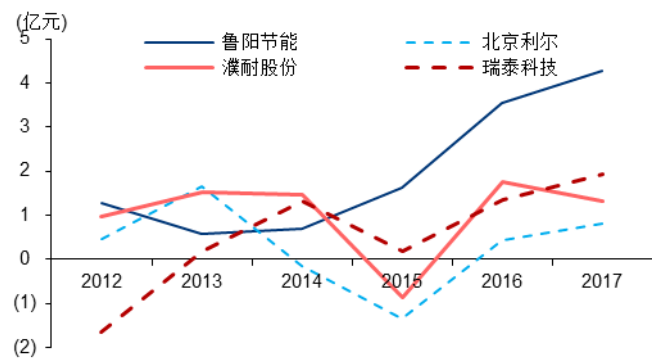
资产负债率同行业最低，现金流持续优化。受益于公司较强的回款能力，公司经营性现金流净额 2013-2017 保持高速增长。2017 年，公司实现经营性现金净流入 4.26 亿元，创历史新高，YoY+20%，增幅显著高于同行业可比公司。除此之外，鲁阳节能自 2012 年以来资产负债率基本维持在 20% 左右，低于同行业可比公司，偿债能力强，经营稳健。

图表10: 2012-1H17 鲁阳节能及可比公司资产负债率



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表11: 2012-1H17 鲁阳节能及可比公司经营性现金流净额



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

股权激励草案发布，彰显公司发展信心

2018年4月21日，公司发布《2018年限制性股票激励计划(草案)》(公告编号:2018-012)，拟对197名中高层管理人员及核心骨干一次性发售限制性股票1100万股，占总股本的3.13%，授予价格不高于8.87元/股。这一措施有助于建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，为公司长远发展保驾护航。

行业景气度高，公司业绩目标完成可能性大。公司限制性股票解锁条件为2018-2021年净利润增速相对于2017年不低于20%/40%/60%/80%。在行业景气度上行的背景下，公司业绩快速发展，18Q1实现净利润5321万元，YoY+212%，同时预告18H1业绩增速区间90%-140%，2018全年业绩有望保持较快增长，大幅超出解锁条件。

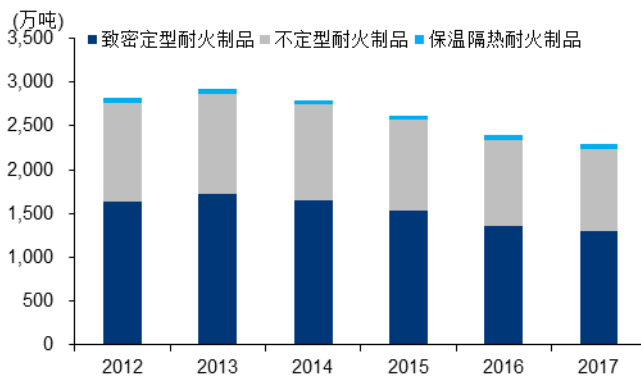
股票激励有望带动经营效率提升，覆盖费用摊销。公司实施股票激励计划分别为2018-2022年带来股份支付费用2398/2327/1058/458/106万元，在不考虑股票激励计划对公司经营的刺激作用情况下，这一费用对公司业绩影响较小。若考虑到激励计划激发管理团队积极性，同时提升公司经营效率，由此带来的业绩提升有望高于其带来的费用。

陶纤：景气提升，模块解决方案推进产品高端化

耐火材料受行业产能过剩及下游需求下滑影响，产量逐年下滑。耐火材料可分为致密定型耐火材料、保温隔热耐火材料与不定形耐火材料三种。受行业产能过剩与下游需求下降的双重挑战，根据中国耐火材料行业协会数据，自2013年以来，耐材行业总产量呈现逐年下滑趋势，2017年市场总量达2292.54万吨。其中，致密定型/不定形/保温隔热耐火材料占比分别为57%/41%/2%。

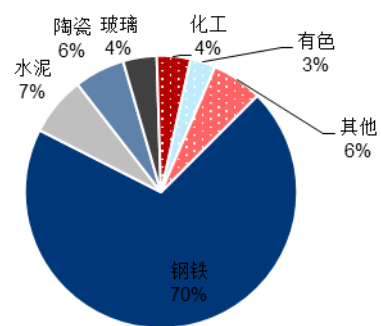
耐材需求主要源于冶金，钢铁业用量较大。从下游需求分布来看，耐材下游主要集中在钢铁、有色等冶金行业，占比合计达73%；水泥、玻璃等建材行业占比达11%；陶瓷、化工分别占到6%、4%。根据中国耐火材料协会的数据，目前钢铁行业整体承包耐火材料消耗基本为15kg/t左右，更换周期一般为3-5年；新型干法水泥窑耐火材料消耗约为0.5kg/t熟料，更换周期在8-12个月；浮法玻璃窑耐材单耗一般在1:1左右，即一条600t/d的玻璃窑一般要用600吨左右的熔铸耐火材料，更换周期一般为玻璃窑的冷修周期（6-8年）。

图表12：2012-2017年我国耐火材料产量



资料来源：中国耐火材料行业协会、华泰证券研究所

图表13：耐火材料行业下游需求分布



资料来源：北京利尔公司公告、华泰证券研究所

2017年陶纤行业景气提升，应用领域前景广阔

陶瓷纤维属于耐火材料分类中的保温隔热材料，是将陶瓷材料通过熔融纺丝工艺或胶体纺丝工艺制备而成的轻质纤维状材料，既保留了陶瓷材料的耐高温、低热导的特性，又具有纤维材料的容重小、柔韧性好等特点，同时克服了陶瓷材料的容重大、脆性大的缺点，成为当今耐火、保温、节能材料的首选。陶瓷纤维下游应用较为广泛，可应用于供暖管道（约30%）、石化（15%）、钢铁（7~8%）、船舶、光热发电、余热蓄热等多个领域。

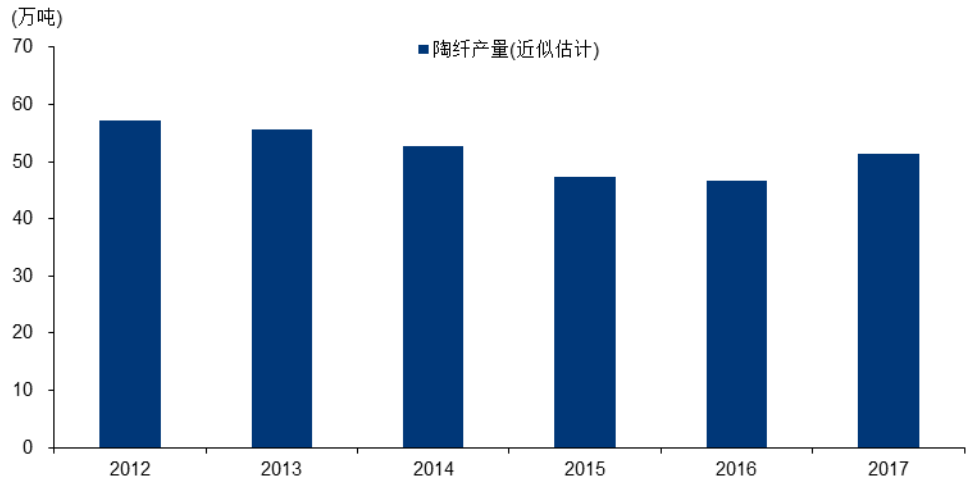
产品特性优良，2017年陶纤下游需求回暖。陶瓷纤维行业需求与其下游冶金、建材、石化等传统周期行业需求密切相关。在2014-2015年下游行业产能过剩严重的时期，企业普遍出现亏损，陶纤需求同样下滑。而随着2016-2017年供给侧改革执行良好，下游周期行业景气度提升，陶瓷纤维因其特性优良而受到广泛应用，行业需求出现反弹。

图表14：保温隔热耐火材料的优劣势比较

产品	优势	劣势
陶瓷纤维	重量轻、耐高温、热稳定性好、导热率低、耐机械振动、隔音效果好	价格稍高，低端产品会产生些微粉尘
石棉制品	价格相对便宜，高度耐火性、绝热性	国际癌症研究中心确认为致癌物，发达国家已普遍禁止使用，国内也逐步淘汰
耐火砖	抗风蚀、侵蚀性能优于陶瓷纤维	自重大，造价高
硅酸钙板	价格低廉	脆性大，易粉化，使用寿命短
岩（矿）棉	价格低廉，与低端陶纤产品竞争	适用温度低，范围窄，对人体有害

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

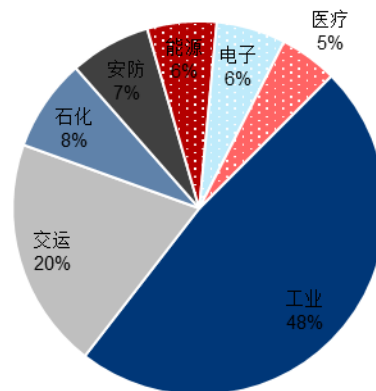
图表 15: 2012-2017 陶纤产量 (以保温隔热耐火制品产量近似估计)



资料来源: 中国耐火材料行业协会、华泰证券研究所

对标海外龙头, 陶纤应用范围有望向高端领域拓宽。根据海外巨头英国摩根公司 (Morgan Advanced Materials) 的下游需求分布, 公司在传统工业、石化行业需求仅占到 56%, 其余需求分布在交运、安防、电子、医疗等。我们判断随着技术的成熟与发展, 国内陶瓷纤维的应用范围有望向高端领域进一步拓宽。

图表 16: 2017 年英国摩根公司下游需求分布



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

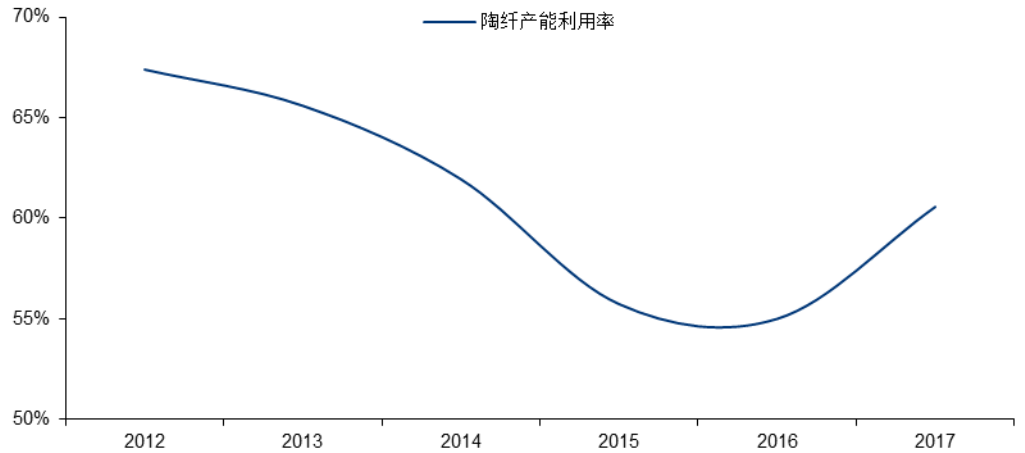
供不应求, 产能利用率提升

国内陶纤产能分散, 龙头优势凸显。根据公司公告, 陶瓷纤维全行业产能约 80-90 万吨。其中, 鲁阳节能 2017 年的实际产能由 20 万吨提升至 30 万吨, 约占国内产能的 1/3, 且产能仍未到达饱和状态。根据公司调研信息, 目前鲁阳节能拥有山东、内蒙古、新疆、贵州、苏州五大生产基地, 40 余条生产线, 其中 16 条生产线位于内蒙古、1 条生产线位于苏州、4 条生产线位于新疆、4 条生产线位于贵阳, 其余位于山东沂源。

公司国内竞争对手基本不成规模, 其主要竞争者是英国摩根、美国奇耐联合等国外公司。根据公司调研信息, 奇耐在苏州设有工厂, 但是没有很成功地进入市场。摩根在中国设有 4 条生产线, 产能共计 2 万吨左右, 其在中国的三大板块分别是: 陶纤、耐火砖 (宜兴、荆门)、浇注料 (大连), 整体模块在韩国生产, 国内陶纤主要产能还是以鲁阳节能为主。

行业供给优化，进入景气上行周期。2012-2015年，受下游需求不景气影响，陶纤市场产能过剩现象严重，产能利用率逐年下滑。随着国家供给侧改革进程不断深入、环保督察力度加大、新旧动能转换步伐加快，公司装备、技术、品质优势得到充分发挥。另一方面，营改增税制改革、知识产权保护力度加大等政策推行，使公司迎来更公平的市场环境，市场供给情况大幅优化，行业景气度提升。根据我们的测算，2017年陶纤行业产能利用率较2016年显著提升6pct。

图表 17： 2012-2017 陶纤产能利用率



资料来源：公司公告、中国耐火材料行业协会、华泰证券研究所

产品迈向中高端，陶纤盈利能力提升

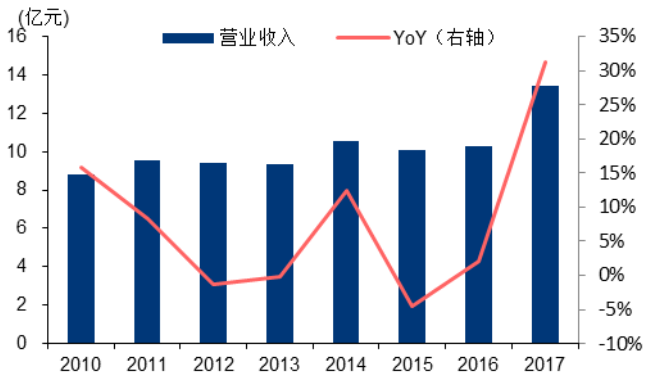
节能政策驱动叠加“爆品战略”，公司产品迈向中高端。

(1) 随着国家节能减排政策的推动，公司的下游客户，尤其是传统的冶金、石化行业对保温、耐火材料的性能提出了更高的要求。相对于传统耐火材料，陶瓷纤维耐火材料的主要优势在于：密度小，相对减轻了工业窑炉设计难度；体积小，容易增加窑炉的内部空间，相同外部体积的窑炉，产量相对较大。我国节能减排工作的开展为性能优异的陶瓷纤维带来新的需求。

(2) 2016年，公司采取“爆品战略”，以更加精准的满足客户需求为出发点，加强产品研发与营销策划环节联动，推出中高端威盾模块产品，成效显著。2017年，公司威盾产品，全年签约量在1000吨以上；Mass涂料、高温热辐射涂料等产品推广初见成效；高端氧化铝纤维棉毯及组件类产品销量稳步增长。同时，光热、光电、家电等新行业开发工作逐步形成规模。

产品结构调整，盈利能力改善。公司产品结构整体向高端化迈进，截止2018年3月，公司低端产品占比约60%，中端标准产品约25%，高端产品约10%。受益于低端产品随供需格局优化提价、中高端产品需求日益增长，2017年公司陶纤业务实现营业收入13.45亿元，YoY+31.27%，毛利率提升4.62pct至38.26%。

图表 18: 2010-2017 公司陶纤营业收入及增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

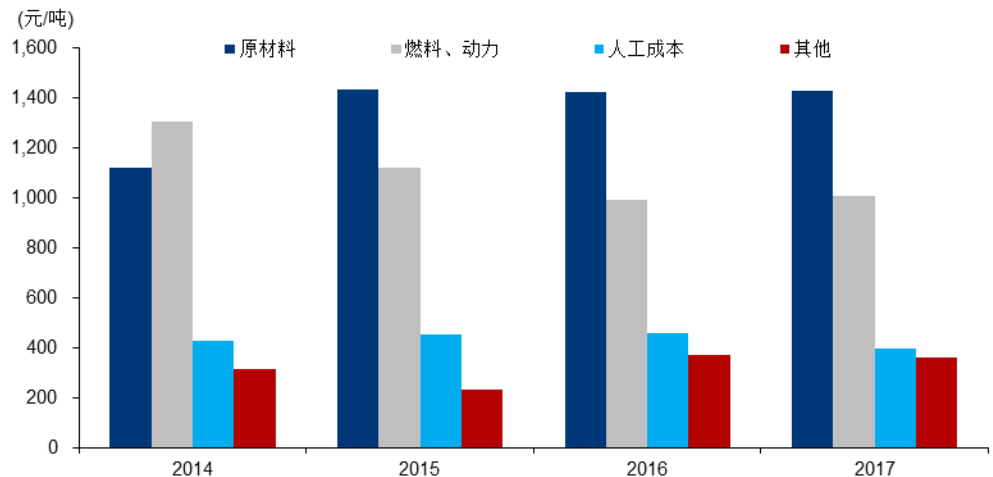
图表 19: 2010-2017 公司陶纤毛利率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

从成本拆分来看，公司陶纤业务的主要成本来自于原材料，占比约 44%，主要为煤矸石、氧化铝、焦宝石、石英砂等。公司产品生产对氧化铝的品质及纯度要求较高，主要从澳大利亚进口，价格较高。焦宝石与石英砂则是与供货商签订长期供货合同，原材料成本基本可控。公司燃料及动力成本约占 30%，受 2017 年上半年煤炭价格上涨，2017 年公司燃料吨成本小幅上涨。人工成本及其他成本约占 25%，2014 年以来基本维持稳定。

图表 20: 2014-2017 年公司陶纤业务单位成本拆分



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

岩棉：行业供不应求，量价齐升可期

岩棉是性能出众的建筑保温材料。岩棉又称玄武岩纤维，是优良的建筑、工业保温防火材料，具有保温、吸音、隔热、防火、透气等性能。作为无机不燃材料，岩棉是已具有成熟应用技术的所有外墙外保温材料中，唯一能够完全满足我国现行国家和行业标准中A级不燃的保温材料。与岩棉相比，酚醛板、聚氨酯板耐火等级只能达到B1级，不及岩棉的A级耐火性能；陶瓷保温板、玻化微珠、珍珠岩等浆料能够达到A级耐火，但导热系数约为岩棉的2倍，保温效果不如岩棉。因此岩棉在常用建筑保温材料中具有出色的性能优势。

图表21：建筑外墙保温材料分类

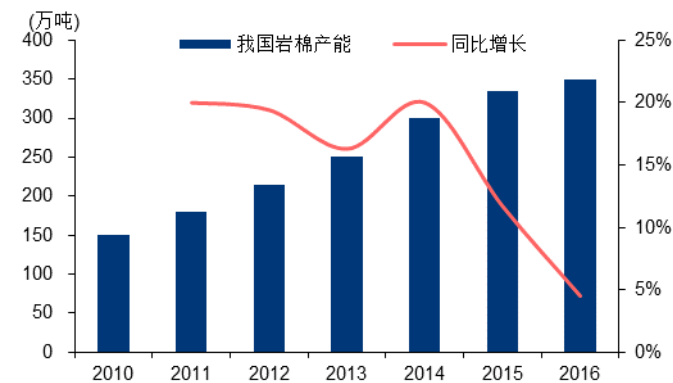
耐火等级	定义	特性	主要产品
A1	不燃性建筑材料	不发生任何燃烧的材料	岩棉板、无机活性墙体保温隔热材料、水泥发泡保温板、玻化微珠保温砂浆、玻璃棉板、发泡陶瓷等
B1	难燃性建筑材料	其在空气中遇明火或在高温作用下难起火，不易很快发生蔓延，且当火源移开后燃烧立即停止	聚苯板、挤塑板、酚醛板、聚氨酯板等
B2	可燃性建筑材料	在空气中遇明火或在高温作用下会立即起火燃烧，易导致火灾的蔓延，如木柱、木屋架、木梁、木楼梯等。	模塑聚苯板(EPS)、挤塑聚苯板(XPS)、聚氨酯(PU)、聚乙烯(PE)等
B3	易燃性建筑材料	极易燃烧，火灾危险性很大。	

资料来源：中国建材网、华泰证券研究所

行业政策压缩供给，公司产能逆势扩张

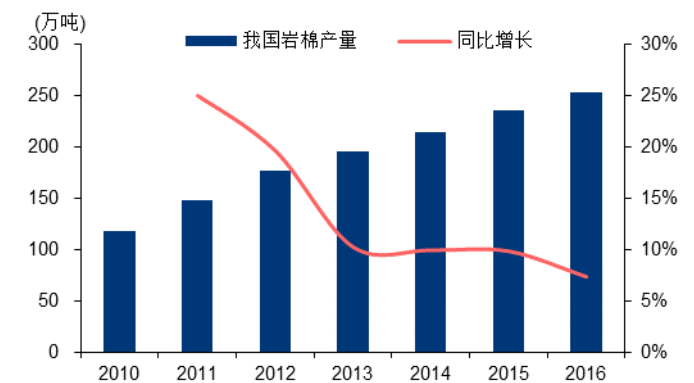
为加快岩棉行业转型升级，2012年工信部下发《岩棉行业准入公告管理暂行办法》，并在《岩棉行业准入条件》中要求“新建岩棉项目总规模不得低于4万吨/年，单线规模不得低于2万吨/年；改扩建岩棉项目单线规模不得低于2万吨/年”。自2012年起，岩棉行业产能增速呈现下滑趋势。受供给侧改革影响，2015-2016年产能增速降幅较大。截止2016年，我国岩棉产能共350万吨/年，产量252.5万吨，行业产能利用率72%。

图表22：2010-2016年全国岩棉产能及增速



资料来源：中国岩棉行业协会、华泰证券研究所

图表23：2010-2016年全国岩棉产量及增速



资料来源：中国岩棉行业协会、华泰证券研究所

截至2016年底，仅有29条总产能76.8万吨的生产线通过了工信部的准入，其中包括鲁阳总产能为10万吨的3条生产线。除合格优质岩棉外，建筑用岩棉市场中存在大量耐气候性差、酸度系数不达标、强度差等不能用于外墙保温的矿渣棉。这些劣质矿渣棉冒充合格岩棉扰乱市场，产能已超过200万吨。然而低端产品在使用性能及环保要求上受到限制，难以达到国家规范的要求。在产品质量规范的压力下，近几年低端岩棉产品生存空间逐步消失，矿渣棉小产能逐步退出，供给进一步收缩。

图表 24: 符合《岩棉行业准入条件》生产线名单

序号	生产线名称	产能 (万吨/年)	建设地点
1	北新集团建材股份有限公司下花园分公司岩棉生产线	2	河北省张家口市下花园区原煤矿岩棉厂院内
2	上海新型建材岩棉有限公司岩棉生产线 (1号线)	2	上海市青浦区沪青平公路 3828 弄 99 号
3	上海新型建材岩棉有限公司岩棉生产线 (2号线)	2	上海市青浦区沪青平公路 3828 弄 99 号
4	上海凡凡新型建材有限公司岩棉生产线 (1号线)	2	上海市青浦工业区崧瑞路 117 号
5	上海凡凡新型建材有限公司岩棉生产线 (2号线)	2	上海市青浦工业区崧瑞路 117 号
6	南京恒翔保温材料制造有限公司 1#岩棉生产线	2	江苏省南京市六合经济开发区湖荡路
7	南京恒翔保温材料制造有限公司 2#岩棉生产线	3	江苏省南京市六合经济开发区湖荡路
8	山东泰石节能保温材料有限公司岩棉生产线一线	3	山东省泰安市岱岳区满庄镇上泉村
9	洛科威防火保温材料 (广州) 有限公司岩棉制品生产线一线	2	广东省广州市经济技术开发区永禾区禾丰路以南
10	洛科威防火保温材料 (广州) 有限公司岩棉制品生产线二线	2	广东省广州市经济技术开发区永禾区禾丰路以南
11	天津市东方巨龙供热设备有限公司岩棉制品项目 (一线)	2.5	天津市武清区梅厂镇福源经济区开源路 9 号
12	天津市东方巨龙供热设备有限公司岩棉制品项目 (二线)	2.5	天津市武清区梅厂镇福源经济区开源路 9 号
13	北京金隅节能保温科技有限公司岩棉制品生产线	3.5	河北省廊坊市大厂县夏垫镇夏安路 8 号大厂工业园区
14	河北华能中天化工建材集团有限公司岩棉制品生产线 (一线)	2.5	河北省廊坊市大城县留各庄工业区大汪村北
15	河北华能中天化工建材集团有限公司岩棉制品生产线 (二线)	2.5	河北省廊坊市大城县留各庄工业区大汪村北
16	河北华能中天化工建材集团有限公司岩棉制品生产线 (三线)	2.5	河北省廊坊市大城县留各庄工业区大汪村北
17	南京彤天岩棉有限公司岩棉制品生产线	2.5	江苏省南京市六合经济开发区时代大道
18	山东鲁阳股份有限公司岩棉制品生产线 (1号线)	2.5	山东省淄博市沂源县经济开发区
19	山东鲁阳股份有限公司岩棉制品生产线 (2号线)	2.5	山东省淄博市沂源县经济开发区
20	山东鲁阳股份有限公司岩棉制品生产线 (3号线)	5	山东省淄博市沂源县经济开发区
21	马鞍山市宏达保温材料有限公司环保型岩棉装饰建材项目 (A 线)	2	安徽省马鞍山市博望区新材料产业园振兴路南侧
22	沈阳泰石岩棉有限公司年产 50000 吨岩棉生产线	5	辽宁省铁岭市铁岭县工业园区懿路工业园四号路第 1 号
23	江苏振威新材料科技有限公司年产 25000 吨岩棉生产线 (1号线)	2.5	江苏省徐州市沛县杨屯镇南仲山西工业园区
24	扬州科沃节能新材料有限公司年产 20000 吨岩棉制品生产线 (1号线)	2	江苏省扬州市仪征经济开发区科研四路 1 号
25	威海博盛新材料有限公司年产 25000 吨岩棉生产线 (一线)	2.5	山东省威海市文登南海临港产业区龙海路东现代路北
26	山东阳光岩棉科技有限公司年产 35000 吨岩棉生产线 (一期)	3.5	山东省聊城市莘县古云镇秦庄村
27	泰石岩棉有限公司年产 30000 吨岩棉生产线 (二线)	3	山东省泰安市岱岳区满庄镇上泉村
28	泰石岩棉有限公司年产 30000 吨岩棉生产线 (三线)	3	山东省泰安市岱岳区满庄镇上泉村
29	四川帕沃可矿物纤维制品有限公司年产 28000 吨玄武岩岩棉制品生产线	2.8	四川省华蓥市广华工业新城
合计		76.8	

资料来源: 工信部、华泰证券研究所

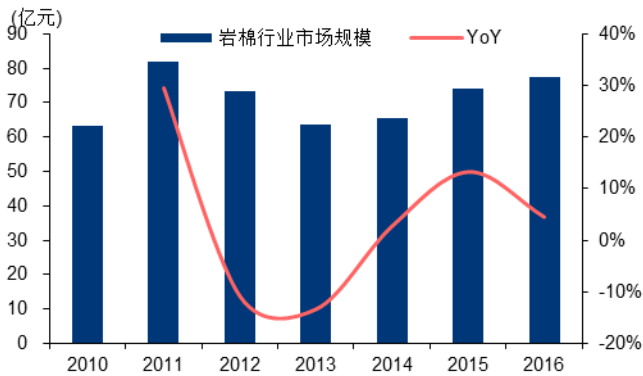
公司国内竞争对手主要为广州洛科威和上海樱花, 拟新建生产线增加供给, 提高公司竞争力。在工信部公布的《符合<岩棉行业准入条件>生产线名单》中, 洛科威 (广州) 合格的岩棉生产线有 2 条, 总产能为 4 万吨, 占国内全部生产线产能的 5.2%; 上海樱花生产线有 2 条, 年产能共 4 万吨, 占比也只有 5.2%。而鲁阳共有 3 条准入生产线, 产能共 10 万吨, 占比达到 13.0%。为满足日益增长的市场需求, 公司拟投资 1.2 亿元在山东沂源新建年产 4 万吨岩棉建筑保温板生产线 2 条, 2018 年投产后公司岩棉总产能将达到 18 万吨, 同比提升 80%, 进一步增大岩棉供给能力。

需求旺盛, 尽享政策红利

行业标准出台, 岩棉需求启动。岩棉原来在国内更多地应用在工业保温的领域, 产品市场杂乱无章, 大部分采用低端的岩矿棉。2014 年《建筑设计防火规范》出台, 2015 年 5 月 1 日起正式实施, 住建部对建筑, 特别是公用建筑的设计施工的规范提出了更高的标准: 24 米以上的建筑必须使用 A 级不燃材料作为防火隔离带, 50 米以上建筑必须采用 A 级不燃材料或者 B1 级材料搭配防火窗设计。

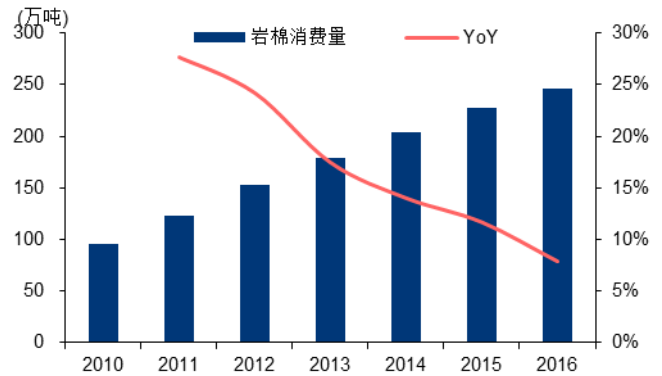
一方面, 国内防火窗配套产品较少, 实际客户会倾向于直接采用 A 级不燃材料; 另一方面, 对整个设计而言, 达不到 30 米高度的建筑不用 A 级不燃材料的造价比用岩棉、A 级污染材料的成本还要高一些。兼具保温性和最高级防火性的岩棉材料成为首选, 市场规模逐步扩大, 下游需求日益增长。根据行业协会数据, 2016 年, 岩棉行业市场规模已达 77.4 亿元, 同比提升 4.59%; 岩棉行业消费量已达 245.56 万吨, CAGR (2010-2016) 达 17%。

图表 25: 2010-2016 年全国岩棉市场规模及增速



资料来源: 中国岩棉行业协会、华泰证券研究所

图表 26: 2010-2016 年全国岩棉消费量及增速



资料来源: 中国岩棉行业协会、华泰证券研究所

岩棉在建筑节能化政策推动下有望实现需求大幅提升。我国每年新建建筑面积近 20 亿平方米, 其中有五分之一为外立面墙, 按照国家消防总局建筑防火规定, 建筑外墙需设立防火隔离带, 一定高度以上的建筑必须使用燃烧性能达到 A 级的材料, 市场容量大约有 1 亿平方米。同时, 我国还有大量的现有建筑未进行节能改造。根据公司公告, 这部分建筑面积大约在 400 亿平方米 (其中城市约 140 亿平方米)。在节能改造时, 因改造房屋中会有大量居住人员, 对保温材料的安全性要重点考虑。岩棉制品既具备优良的保温性能又具有最高防火等级的特性, 将成为建筑防火材料的首选。根据公司 2017 年 6 月 28 日发布的《公司关于投资建设年产 5 万吨岩棉制品扩产项目的公告》(公告编号: 2017-022), 经公司推算, 岩棉未来市场容量较大, 预计年需求量在 300 万吨以上。

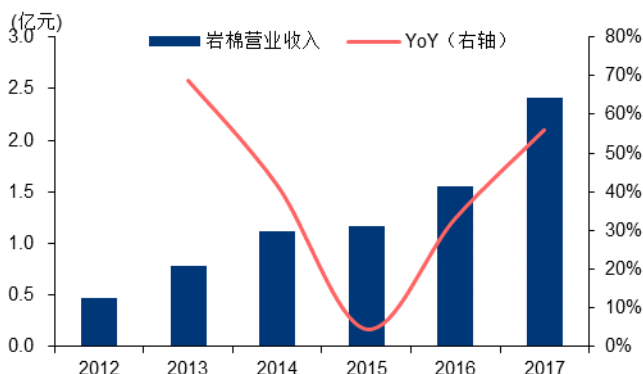
供不应求推涨价格, 公司产能利用率进一步提高

2017 年, 岩棉行业进入供不应求的阶段, 根据公司披露的机构调研信息, 岩棉产品 2017 年年底排单已经超过 90 天, 岩棉价格迅速上涨。根据公司调研, 2016 年岩棉价格约为 2900 元/吨, 2018 年初已升至 3700-3800 元/吨, 未来有望继续上涨至 4000-4200 元/吨。

在需求火热的情况下, 岩棉供给受限, 公司产能利用率有望进一步提高。2015-2017 年, 公司岩棉产能均为 10 万吨/年, 2015 年公司岩棉销量约为 3 万吨, 2017 年销量则已超过 7 万吨, 产能利用率提高了 40% 左右。我们判断随着岩棉需求继续向好, 公司岩棉产能利用率有望进一步提升。

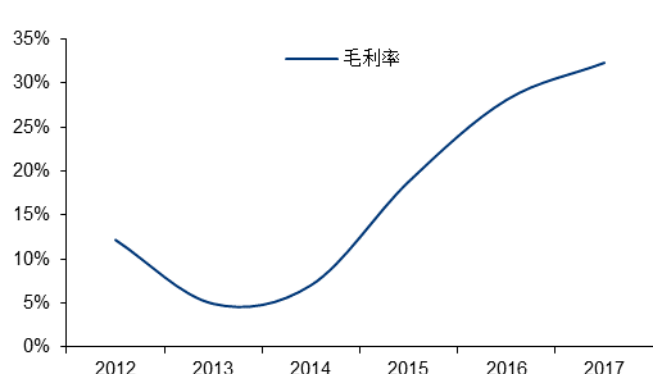
在销售放量 and 价格上涨的双重推动下, 2017 年公司岩棉业务实现营业收入 2.41 亿元, YoY+56%, 毛利率同比提升 4.21pct 至 32.36%。受原材料及燃料价格上涨影响, 2017 年岩棉原材料及燃料动力吨成本小幅上涨; 人力及其他吨成本自 2014 年以来逐年下滑。

图表 27: 2012-2017 公司岩棉营业收入及增速



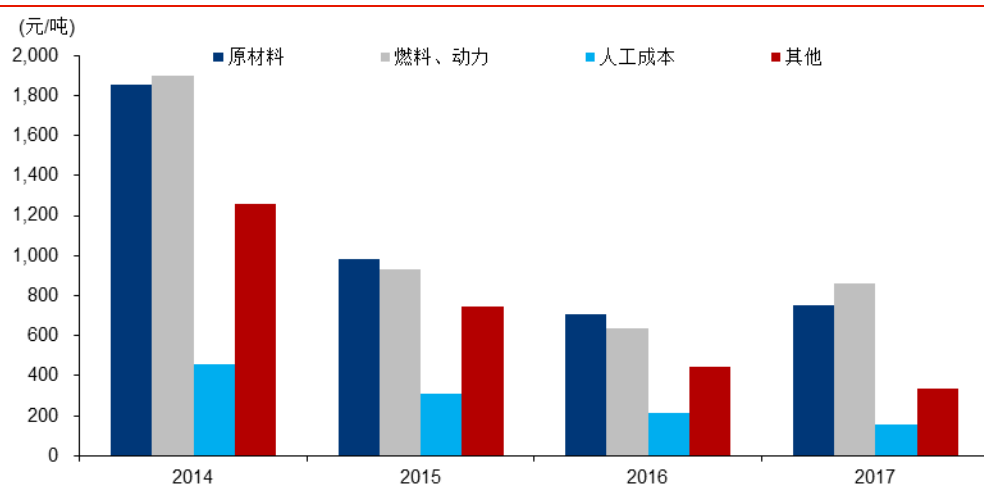
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 28: 2012-2017 公司岩棉毛利润及增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 29: 2014-2017 年公司岩棉业务单位成本拆分



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

关键假设

公司的盈利预测基于以下假设：

1. 陶纤业务：

销量：奇耐入股带动公司陶纤生产效率提升，现产能30万吨/年，产能利用率约85%，2017陶纤销量约26万吨。根据公司调研信息，目前陶纤产能利用仍未到达饱和状态。我们判断随着下游需求向好，公司2018-2020年陶纤销量稳中有升，分别达28/29/30万吨。

均价：我们测算公司2017年陶纤产品销售均价较2016年提升170元/吨左右至5174元/吨。考虑到公司产品定位中高端市场，且产品供不应求，我们判断2018-2020年均价有望进一步上涨，分别达到5400/5600/5800元/吨。

成本：假设原材料成本基本可控，燃料成本随煤炭价格走弱而稳中有降，人力及其他成本逐年小幅下降，2018-2020年吨成本分别为3150/3100/3050元。

2. 岩棉业务：

销量：公司拟投资1.2亿元在山东沂源新建年产4万吨岩棉建筑保温板生产线2条，2018年投产后公司岩棉总产能将达到18万吨，同比提升80%。考虑到新线投产后产能释放仍需时间，我们判断公司2018-2020年公司岩棉销量分别为9/11/12.6万吨。

均价：岩棉在建筑节能政策推动下有望实现需求大幅提升，产品供不应求，2017年价格较2016年提升约350元/吨，我们判断2018-2020年岩棉价格有望进一步提升，分别达到3300/3500/3700元。

成本：假设原材料及燃料价格成本在18-20年基本稳定，人力及其他成本逐年下滑，吨成本分别为2000/1900/1800元。

图表30：鲁阳节能陶纤及岩棉业务盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
陶瓷纤维业务						
陶纤销量(万吨)	21.50	20.46	26.00	28.00	29.00	30.00
增长率(YoY)	1.99%	-4.84%	27.08%	7.69%	3.57%	3.45%
均价(元/吨)	4674.28	5008.55	5174.02	5400.00	5600.00	5800.00
吨成本(元)	3236.47	3323.51	3194.44	3150.00	3100.00	3050.00
玄武岩纤维(岩棉)业务						
岩棉销量(万吨)	3.00	5.60	7.76	9.00	11.00	12.60
增长率(YoY)	50.00%	86.67%	38.57%	15.98%	22.22%	14.55%
均价(元/吨)	3875.67	2763.21	3109.61	3300.00	3500.00	3700.00
吨成本(元)	3144.00	1985.18	2103.34	2000.00	1900.00	1800.00

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 31: 鲁阳节能主营业务盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入 (百万元)	1132.75	1189.52	1595.78	1819.00	2020.00	2218.20
增长率 (YoY)	-3.82%	5.01%	34.15%	13.99%	11.05%	9.81%
毛利率	29.42%	32.80%	37.32%	41.23%	44.77%	48.15%
陶纤制品						
销售收入 (百万元)	1004.97	1024.75	1345.24	1512.00	1624.00	1740.00
增长率 (YoY)	-4.60%	1.97%	31.28%	12.40%	7.41%	7.14%
毛利率	30.76%	33.64%	38.26%	41.67%	44.64%	47.41%
玄武岩产品						
销售收入 (百万元)	116.27	154.74	241.31	297.00	385.00	466.20
增长率 (YoY)	4.46%	33.09%	55.94%	23.08%	29.63%	21.09%
毛利率	18.88%	28.16%	32.36%	39.39%	45.71%	51.35%
轻钢产品						
销售收入 (百万元)	4.09	1.60				
增长率 (YoY)	-54.71%	-60.88%				
毛利率	13.69%	5.63%				
其他						
销售收入 (百万元)	7.41	8.43	9.23	10.00	11.00	12.00
增长率 (YoY)	87.59%	13.77%	9.49%	8.34%	10.00%	9.09%
毛利率	20.92%	21.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

投资建议

图表 32: 可比公司估值表

	2017A	2018E	2019E	2020E
菲利华	39.61	30.36	23.86	19.58
中国巨石	21.04	16.09	13.12	10.97
长海股份	21.93	15.93	11.98	9.56
平均值	27.53	20.79	16.32	13.37

资料来源: Wind、华泰证券研究所 (截止 20180514, 均为 Wind 一致预期)

公司陶纤产品定位中高端市场, 市场话语权有望进一步提升; 岩棉产能在行业供给收缩的情况下持续扩张。受益于行业供需格局向好, 我们判断公司陶纤及岩棉业绩有望集中释放。我们预计公司 2018-20 年归母净利润分别为 3.2/4.2/5.2 亿元, YoY+52%/30%/24%, EPS 分别为 0.92/1.20/1.48 元。根据可比公司 2018 年估值均值 21x, 认可给予公司 2018 年 19-21xPE, 对应合理价格区间为 17.48~19.32 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

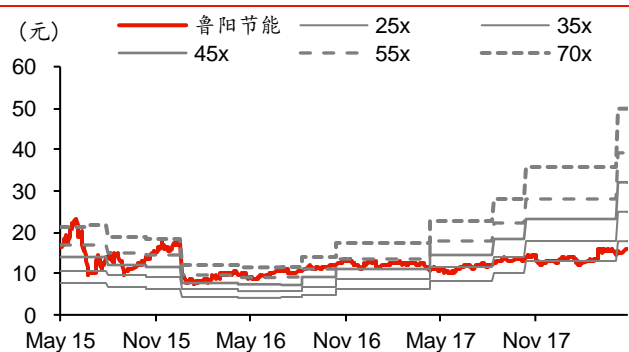
风险提示

岩棉产能扩张不达预期: 公司拟投资 1.2 亿元在山东沂源新建年产 4 万吨岩棉建筑保温板生产线 2 条, 2018 年投产后公司岩棉总产能将达到 18 万吨, 同比提升 80%, 这也是我们对于公司岩棉业务“量价齐升”的重要判断依据。若公司岩棉产能扩张不达预期, 将影响到公司岩棉业务的收入及利润。

陶纤、岩棉景气下行: 2017 年公司业绩大幅增长的原因主要在于陶纤、岩棉业务下游需求向好, 产品供不应求, 价格上涨。若陶纤、岩棉下游需求不达预期, 产品价格上涨则缺乏动力, 将影响到公司的业绩增长。

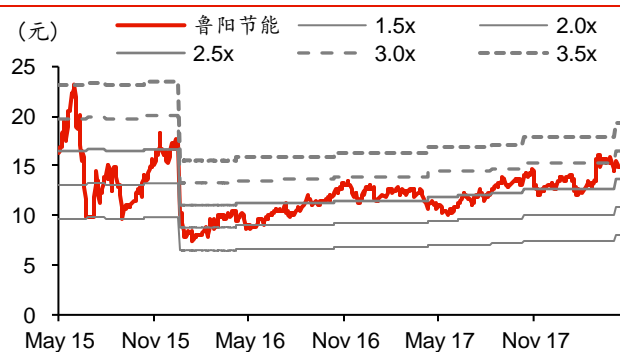
PE/PB - Bands

图表33: 鲁阳节能历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表34: 鲁阳节能历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,184	1,533	1,970	2,409	3,021
现金	226.05	431.83	662.39	1,041	1,504
应收账款	405.15	394.31	537.15	548.06	626.90
其他应收账款	23.01	23.62	29.68	31.94	35.44
预付账款	19.09	18.25	23.05	23.70	23.42
存货	198.47	208.09	233.41	239.94	248.62
其他流动资产	312.55	457.39	484.71	523.61	582.44
非流动资产	932.78	906.42	865.95	837.43	768.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	685.29	632.05	623.23	603.45	546.65
无形资产	144.62	140.11	131.40	122.68	113.97
其他非流动资产	102.87	134.26	111.32	111.29	107.50
资产总计	2,117	2,440	2,836	3,246	3,789
流动负债	418.48	547.75	621.85	611.78	633.80
短期借款	77.00	40.00	109.67	75.56	75.07
应付账款	141.10	179.18	212.91	206.48	216.15
其他流动负债	200.39	328.57	299.28	329.74	342.58
非流动负债	14.79	17.97	16.39	16.35	16.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.79	17.97	16.39	16.35	16.90
负债合计	433.27	565.72	638.25	628.13	650.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	233.98	350.97	350.97	350.97	350.97
资本公积	537.96	420.97	420.97	420.97	420.97
留存公积	911.89	1,102	1,426	1,846	2,367
归属母公司股	1,684	1,874	2,198	2,618	3,139
负债和股东权益	2,117	2,440	2,836	3,246	3,789

现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	355.30	426.20	217.11	471.05	489.96
净利润	104.67	213.75	323.90	419.84	520.67
折旧摊销	94.04	92.59	83.06	91.11	97.17
财务费用	1.84	5.11	1.08	0.72	(1.44)
投资损失	(0.02)	(2.98)	(1.02)	(1.34)	(1.78)
营运资金变动	146.39	79.80	(225.43)	(39.61)	(142.71)
其他经营现金	8.38	37.92	35.52	0.33	18.05
投资活动现金	(42.69)	(157.87)	(55.15)	(57.23)	(27.94)
资本支出	45.07	83.13	60.58	62.99	33.99
长期投资	(0.33)	(2.59)	(0.12)	(0.13)	0.02
其他投资现金	2.05	(77.34)	5.31	5.64	6.07
筹资活动现金	(165.60)	(63.67)	68.60	(34.84)	0.96
短期借款	(135.00)	(37.00)	69.67	(34.11)	(0.48)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	116.99	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(116.99)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(30.60)	(26.67)	(1.06)	(0.73)	1.44
现金净增加额	152.21	201.48	230.56	378.99	462.98

利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,190	1,596	1,819	2,020	2,218
营业成本	799.33	998.10	1,069	1,116	1,150
营业税金及附加	21.08	29.13	26.37	33.99	36.66
营业费用	169.94	192.30	223.74	242.40	271.29
管理费用	95.27	114.30	121.95	141.40	155.27
财务费用	1.84	5.11	1.08	0.72	(1.44)
资产减值损失	(3.22)	35.85	10.88	14.50	20.41
公允价值变动收益	(0.11)	0.11	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.02	2.98	1.02	1.34	1.78
营业利润	104.29	240.99	367.00	472.62	587.59
营业外收入	27.67	8.30	13.83	14.51	15.81
营业外支出	0.12	3.42	8.26	4.21	4.50
利润总额	131.84	245.87	372.57	482.92	598.91
所得税	27.17	32.12	48.67	63.08	78.24
净利润	104.67	213.75	323.90	419.84	520.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	104.67	213.75	323.90	419.84	520.67
EBITDA	200.17	338.70	451.14	564.46	683.32
EPS(元, 基本)	0.45	0.61	0.92	1.20	1.48

主要财务比率

会计年度(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.01	34.15	13.99	11.05	9.81
营业利润	71.55	131.09	52.29	28.78	24.33
归属母公司净利润	81.89	104.22	51.53	29.62	24.02
获利能力(%)					
毛利率	32.80	37.45	41.23	44.77	48.15
净利率	8.80	13.39	17.81	20.78	23.47
ROE	6.22	11.41	14.74	16.04	16.59
ROIC	5.72	15.45	20.53	26.36	31.46
偿债能力					
资产负债率(%)	20.47	23.19	22.50	19.35	17.17
净负债比率(%)	17.77	7.07	17.18	12.03	11.54
流动比率	2.83	2.80	3.17	3.94	4.77
速动比率	2.36	2.40	2.78	3.53	4.36
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.70	0.69	0.66	0.63
应收账款周转率	2.20	3.34	3.28	3.13	3.17
应付账款周转率	4.78	6.23	5.45	5.32	5.44
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.61	0.92	1.20	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.21	0.62	1.34	1.40
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.34	6.26	7.46	8.94
估值比率					
PE(倍)	48.82	23.91	15.78	12.17	9.81
PB(倍)	3.03	2.73	2.32	1.95	1.63
EV_EBITDA(倍)	23.07	13.64	10.24	8.18	6.76

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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、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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 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 1063211166/传真：86 1063211275

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