



漆包线、高翅片铜管行业领先企业

——宏磊股份（002647）新股定价报告

2011年12月18日

估值区间：15.19—21.06

宏磊股份 新股定价

摘要：

- 公司是是国内漆包线龙头企业，掌握漆包线和高精度钢管材生产的核心技术。**公司是国内全系列漆包线和高精度钢管材产品的大型专业生产商，其中，漆包线产品为“中国名牌”产品，“宏磊”商标为中国驰名商标。在钢管方面，公司专注于高精度钢管的细分市场，自主研发的无缝高翅片钢管填补了国内空白，产品高效、节能，是热交换领域理想的换代产品。
- 漆包线品种齐全，高翅片钢管居国内领先水平。**公司拥有线径介于0.04mm-3.15mm之间的特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品，在中小型电机行业具有明显优势。公司率先自主研制开发了热交换器用铜及铜合金无缝高翅片管，产品热交换面积大，热交换效率高，节能效果可达到20%以上。产品技术处于国内领先、世界先进水平。
- 募投项目扩大产能，提升技术含量。**公司计划募集资金为3.89亿元，募集资金主要投向：1)年产15万吨高性能铜及铜合金杆材项目、2)年产3万吨节能环保型特种漆包线项目、3)年产5,000吨热交换器用高效节能高翅片钢管建设项目。其中3万吨节能环保型特种漆包线项目和5,000吨热交换器用高效节能高翅片钢管项目为现有高端产品的产能扩张。
- 盈利及估值预测：**预计公司2011—2013年销售收入分别为：41.68亿、55.4亿、82.8亿，实现归属母公司净利润分别为：0.85亿、1.27亿、1.86亿，对应EPS分别为：0.54元、0.81元、1.18元。相对估值合理估值区间为相对于2012年业绩的20—26倍PE，对应的价格区间为：16.20—21.06元，DCF绝对估值区间为：15.19—19.76元，结合相对估值和绝对估值，公司的合理价值区间为：15.19—21.06元。

财务指标预测

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	3,872.15	4,168.00	5,544.00	8,280.00
主营收入增长率	47.27%	7.64%	33.01%	49.35%
EBITDA（百万元）	176.29	209.66	285.84	375.98
EBITDA增长率	35.11%	18.93%	36.33%	31.53%
净利润（百万元）	79.29	85.27	127.45	186.17
净利润增长率	98.00%	7.53%	49.48%	46.07%
ROE	21.17%	17.82%	21.95%	25.52%
EPS（元）	0.630	0.544	0.813	1.188
P/E	27.18	31.46	21.05	14.41
P/B	5.79	5.61	4.62	3.68
EV/EBITDA	14.34	955.84	11.30	8.93

林阳

有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

010-6655 4024

linyang@dxzq.net.cn

李晨辉

联系人

010-66554028

lich@dxzq.net.cn

估值区间

15.19—21.06

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本（万股）	16891
发行量（万股）	4223
发行日期	待定
发行方式	IPO
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.96
净资产收益率（%）	23.72
资产负债率（%）	66.32

主要股东和持股比例

目 录

1. 公司概况	4
1.1 公司主营业务	4
1.2 公司股权结构	4
1.3 公司主要子公司	6
2. 国内漆包线需求量高速增长	7
2.1 漆包线是电能转化的核心部件	7
2.2 漆包线应用广泛	7
2.3 全球最大漆包线生产国，需求量年均增长 13.26%	8
2.4 漆包线向节能环保等高端应用转移	9
3. 高精度、节能环保铜管材高速增长	10
3.1 铜管材分类及应用领域	10
3.2 我国已成为铜管材生产和消费大国	11
3.3 高精度、节能、环保产品将成为主流产品	11
3.4 铜管材产品市场需求广阔	12
4. 竞争优势分析	14
4.1 漆包线产品结构优化、毛利率提升	14
4.2 高翅片铜管居国内领先水平	15
4.3 规模及品牌优势	16
5. 募投项目分析	17
5.1 募投项目基本情况	17
5.2 募投项目前景分析	18
6. 公司盈利预测与投资建议	18
6.1 盈利预测及主要假设	18
6.2 相对估值：16.20—21.06 元	20
6.3 绝对估值：15.19—19.76 元	20
6.4 合理估值：15.19—21.06 元	21
7. 风险提示	22

表格目录

表 1：公司及下属子公司的具体业务情况	5
表 2：公司及下属子公司的具体业务情况	6
表 3：漆包线分类	7
表 4：十二五期间各行业漆包线需求预测	9
表 5：铜管材应用领域	10
表 6：高效换热翅片铜管应用领域逐步扩大	14
表 7：公司所获客户授予的荣誉称号	17
表 8：募投项目资金使用说明（单位：万元）	17
表 9：盈利预测假设指标	19

表 10: 公司收入预测表	19
表 11: 行业可比公司估值表	20
表 12: 绝对估值假设表	20
表 13: 公司绝对估值表	21
表 14: 绝对估值敏感性分析表	21
表 15: 绝对估值假设表	21

插图目录

图 1: 公司 2008—2011 年主要产品销量 (单位: 吨)	4
图 2: 公司历年净利润 (单位: 万元)	4
图 3: 发行人的股权结构	5
图 4: 发行人的内部组织机构	5
图 5: 公司主要产品漆包线和高精度钢管材产业链	6
图 6: 漆包线产品结构图	7
图 7: 漆包线下游应用领域	8
图 8: 1999-2010 年我国漆包线需求趋势图 (单位: 万吨)	8
图 9: 2000-2009 年我国漆包线进出口量 (单位: 万吨)	8
图 10: 2003 年漆包线漆量和比例	10
图 11: 2008 年漆包线漆量和比例	10
图 12: 2000-2009 年我国铜加工材主要品种产量	11
图 13: 2001-2010 年我国铜管材进出口量	11
图 14: 2000-2010 年 11 月我国空调产量图 (单位: 万台)	12
图 15: 2001 年-2010 年我国发电总量趋势图 (单位: 亿千瓦时)	13
图 16: 2008-2011H1 公司漆包线产销量 (单位: 吨)	15
图 17: 2008-2011H1 公司漆包线产品结构	15
图 18: 2008-2011H1 公司漆包线产品单位毛利	15
图 19: 高翅片管应用领域	16

1. 公司概况

1.1 公司主营业务

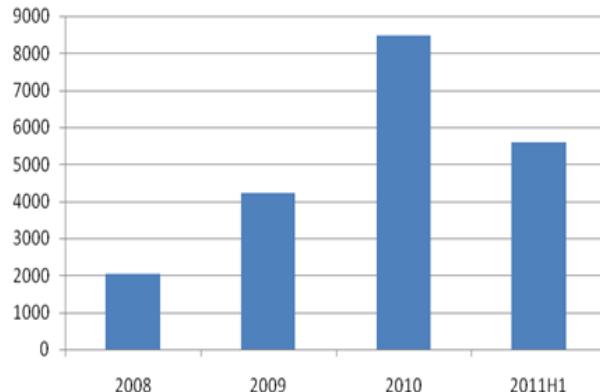
公司主要从事漆包线、高精度铜管材和其他铜材的研发、生产和销售，经过13年持续发展，已成为国内全系列漆包线和高精度铜管材产品的大型专业生产商，其中，漆包线产品为“中国名牌”产品，“宏磊”商标为中国驰名商标。在铜管方面，公司专注于高精度铜管的细分市场，自主研发的无缝高翅片铜管填补了国内空白，产品高效、节能，是热交换领域理想的换代产品。目前，公司漆包线年产能约6万吨，产品种类齐全，拥有常规漆包线、特种漆包线和微细漆包线等全系列产品，在中小电机行业具有明显优势；铜管年产能约2万吨，已成为国内无缝高翅片铜管和空调制冷用蚊香盘管的重要生产基地之一。公司为中国机械工业联合会理事单位、中国有色金属工业协会理事单位、中国有色金属加工工业协会副理事长单位、中国电器工业协会会员，公司为“中国制造业500强企业”、“浙江省制造业百强企业”、“中国自主创新能力行业十强”、“中国电器工业最具竞争力企业”、“浙江省创新型试点企业”。

2010年公司实现收入38.72亿元，其中漆包线占74.05%，铜管占24.03%。公司历年主要产品销量和利润如图1、图2所示。

图1：公司2008—2011年主要产品销量（单位：吨）



图2：公司历年净利润（单位：万元）



资料来源：招股说明书、东兴证券

资料来源：招股说明书、东兴证券

1.2 公司股权结构

公司的控股股东、实际控制人戚建萍女士、戚建萍女士妹妹戚建华女士、戚建萍女士弟弟戚建生先生、戚建萍女士之子金磊先生和戚建萍女士之女金敏燕女士分别持有公司50.50%、12.38%、9.23%、7.02%、7.02%的股份，合计持有公司10,910.92万股股份，占公司本次发行前86.15%的股份。

本次发行前，公司总股本12,668万股，本次拟向社会公众发行不超过4,223万股普通股，占发行后总股本的25%；发行后总股本16,891万股。发行前后公司股本结构如下表所示：

表 1：公司及下属子公司的具体业务情况

股东	发行前		发行后	
	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
戚建萍	6,396.28	50.50	6,396.28	37.86
戚建华	1,568.00	12.38	1,568.00	9.28
戚建生	1,168.00	9.23	1,168.00	6.91
金敏燕	889.32	7.02	889.32	5.27
金磊	889.32	7.02	889.32	5.27
海越股份	633.40	5.00	633.40	3.75
鞠成立	380.00	3.00	380.00	2.25
富润股份	256.00	2.02	256.00	1.52
李叶华	256.00	2.02	256.00	1.52
王越亮	126.68	1.00	126.68	0.75
魏浙强	20.00	0.16	20.00	0.12
顾根良	15.00	0.12	15.00	0.09
娄学忠	12.00	0.09	12.00	0.07
方中厚	12.00	0.09	12.00	0.07
郑树英	12.00	0.09	12.00	0.07
俞晓光	12.00	0.09	12.00	0.07
赵忠良	12.00	0.09	12.00	0.07
傅龙兴	5.00	0.04	5.00	0.03
黄河	5.00	0.04	5.00	0.03
公众投资者	0.00	0.00	4,223.00	25.00
合计	12,668.00	100.00	16,891.00	100.00

资料来源：招股说明书、东兴证券

图 3：发行人的股权结构


资料来源：招股说明书、东兴证券

图 4：发行人的内部组织机构


资料来源：招股说明书、东兴证券

1.3 公司主要子公司

截至目前，宏磊股份拥有 1 家全资子公司江西宏磊，1 家控股子公司宏天铜业，下辖 3 个工业园。

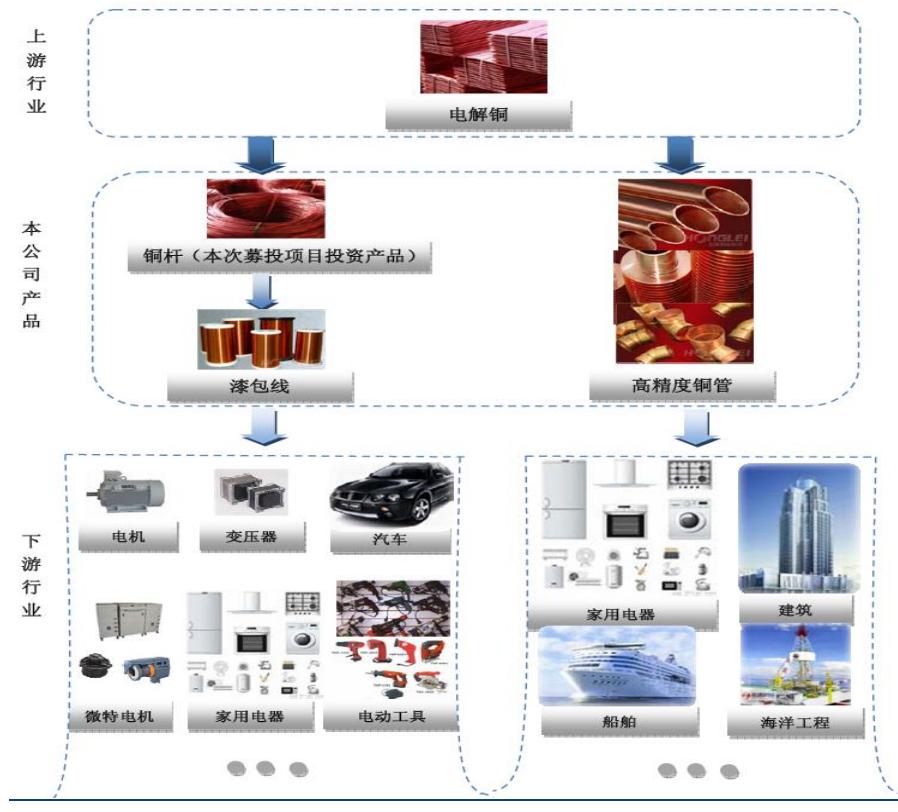
表 2：公司及下属子公司的具体业务情况

公司名称	注册资本	公司出资比例	主要业务	主要产品
宏磊股份	--	--	漆包线等铜材的研发、生产和销售	线径介于Φ0.04mm-Φ3.15mm 之间的特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品。
江西宏磊	5,118 万元	100%	漆包线等铜材的研发、生产和销售	线径介于Φ0.04mm-Φ3.15mm 之间的特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品。
宏天铜业	3,380 万美元	61.54%	高精度铜管材等铜材的研发、生产和销售	铜及铜合金无缝高翅片管、内螺纹铜盘管、铜光盘管、蚊香盘管、无缝铜水管和铜气管等。

资料来源：招股说明书、东兴证券

漆包线产品是本公司最主要的收入来源，报告期内公司漆包线业务占主营业务收入的比例在 70%左右，高精度铜管材占 20%左右。公司主要产品漆包线和高精度铜管材的产业链情况如下：

图 5：公司主要产品漆包线和高精度铜管材产业链



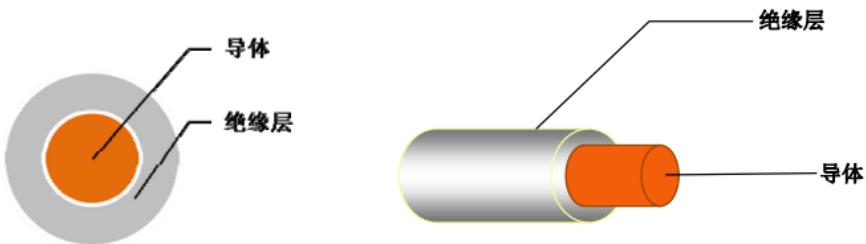
资料来源：招股说明书、东兴证券

2. 国内漆包线需求量高速增长

2.1 漆包线是电能转化的核心部件

漆包线是电磁线（即绕组线）的一种，是具有绝缘层的导电金属电线，以绕组形式产生电磁效应，实现电能与磁能的转换、动作控制和信号传输的目的，由导体和绝缘层两部分组成，裸线经退火软化后，再经过多次涂漆、烘焙而成，普遍具备机械性能、化学性能、电性能和热性能四大性能。目前，漆包线在绕组线中占据主导地位。

图 6：漆包线产品结构图



资料来源：招股说明书、东兴证券

目前，漆包线在绕组线中占据主导地位，按照导体形状、线径、绝缘漆品、耐热温度、用途等可分为不同的类型。

表 3：漆包线分类

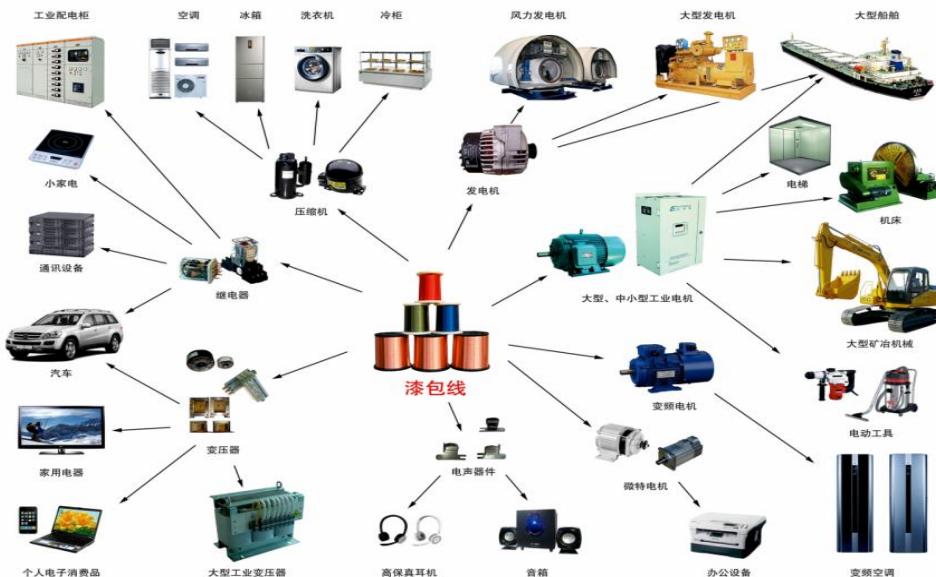
分类标准	类别名称
按导体形状分类	圆线、扁线、异型线
按线径规格分类	常规漆包线（直径 0.6mm 以上）、微细漆包线（直径 0.6mm 以下）
按绝缘漆品种分类	缩醛、聚酯、改性聚酯、聚脂亚胺、聚氨酯、聚酰亚胺、聚酯亚胺/聚酰胺酰亚胺、自粘、复合涂层
按耐热温度等级分类	120 级 (E)、130 级 (B)、155 级 (F)、180 级 (H)、200 级 (C)、220 级、240 级
按用途分类	普通用途漆包线、特种漆包线（耐电晕、耐冷媒、其它）

资料来源：招股说明书、东兴证券

2.2 漆包线应用广泛

漆包线应用广泛，是电机、变压器、家用电器、电动工具、汽车、微特电机、继电器、电子变压器、电声器件等行业配套的基础材料，是我国实现社会信息化、智能化、国民经济现代化的重要基础产业。

图 7: 漆包线下游应用领域

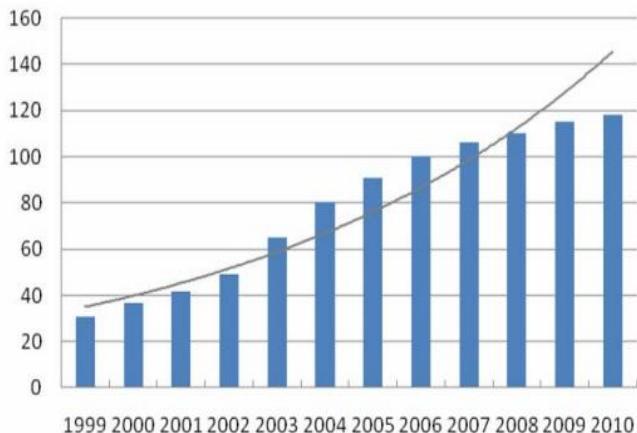


资料来源：招股说明书、东兴证券

2.3 全球最大漆包线生产国，需求量年均增长 13.26%

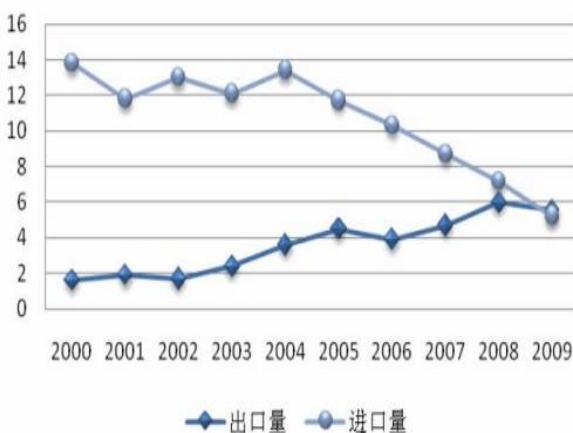
随着世界制造中心的转移和中国成为世界制造中心的形成，全球漆包线市场也开始逐步向中国转移，同时，受益于机电、家电等技术进步行业、以电子信息为主体的高科技行业以及经济全球化等因素的联合拉动，我国漆包线行业保持高速发展，漆包线产量已超过美国和日本等国，成为世界第一大生产和消费国。根据中国电器工业协会电线电缆分会统计，1999 年我国漆包线需求量仅约 30 万吨，至 2010 年增至约 118 万吨，年复合增长率达 13.26%，总体增长率达 293.33%。

图 8: 1999-2010 年我国漆包线需求趋势图（单位：万吨）



资料来源：招股说明书、东兴证券

图 9: 2000-2009 年我国漆包线进出口量（单位：万吨）



资料来源：招股说明书、东兴证券

新兴产业群的不断涌现，将进一步扩大漆包线的市场需求。国家“十二五”规划明确提出，培育发展战略性新兴产业，积极有序发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等产业。随着国家节能环保政策的深入贯彻实施，围绕节能减排、环境保护为目标的新能源、新材料、电动汽车、节能设备、信息网络等一批新兴产业群不断涌现，漆包线作为重要的配套元件，市场需求将进一步扩大，未来几年我国漆包线行业需求持续增长是值得期待的。

根据中国电器工业协会电线电缆分会预测，到 2015 年我国漆包线需求量将达到 140-150 万吨，详见表 4。由此可见，漆包线作为各行业的基础配件，未来市场需求仍将保持持续稳定的增长。

表 4：十二五期间各行业漆包线需求预测

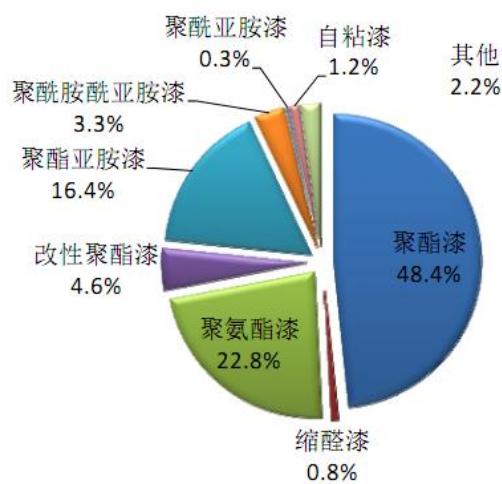
下游应用领域	需求量（单位：万吨）	
	2010 年	2015 年
电机和发电机	23.30	25.20
变压器	40.00	40.00
空调	10.00	13.30
冰箱	4.45	5.74
微特电机	7.00	11.50
汽车	7.50	11.00
电动工具	8.09	10.00
电子变压器	7.00	9.50
继电器	3.00	4.00
彩管显示器	0.68	0.32
其他	6.98	9.44

资料来源：招股说明书、东兴证券

2.4 漆包线向节能环保等高端应用转移

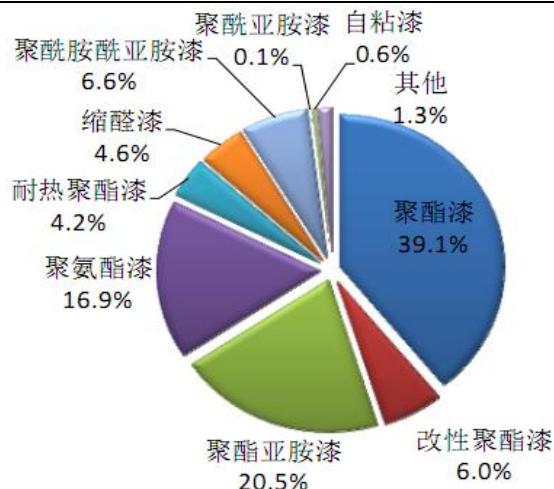
随着近年我国工业电器、家用电器、电子信息产品等领域的迅速发展，各行业对漆包线产品的品质要求有所提高，由原来对耐热等级的单一需求转变为多样化需求，漆包线产品需要同时具备多种优良性能，如耐冷媒、耐电晕、耐高温、耐腐蚀、高强度、自润滑等。从我国绝缘漆产品的供应情况来看，2003 年以来我国漆包线产品结构已经开始逐步优化调整，特种漆包线比例大幅增加。未来几年，耐冷媒、耐电晕、耐高温、耐腐蚀、高强度、自润滑等高性能水平的特种漆包线产品比例将进一步提升，以满足国内外市场对高性能产品的需求。

图 10：2003 年漆包线漆量和比例



资料来源：招股说明书、东兴证券

图 11：2008 年漆包线漆量和比例



资料来源：招股说明书、东兴证券

节能环保是整个制造业的发展方向，节能环保技术不断应用于电机和家电等漆包线应用领域，漆包线作为电机、家电等产品的关键材料，不仅要满足一般特性和加工工艺性的要求，更要满足新型的环保节能技术对漆包线化学稳定性、绝缘特性的要求，实现系统高效、稳定地运行。2010 年 5 月 31 日财政部和国家发改委推出《节能产品惠民工程高效电机推广实施细则》，中央财政将向高效电机生产企业发放补贴，这将直接推动高效电机的市场需求，同时带动节能环保型特种漆包线产品的发展。本公司拟投资建设的年产 3 万吨特种漆包线产品为节能、环保型产品，符合行业发展趋势。

3. 高精度、节能环保铜管材高速增长

3.1 铜管材分类及应用领域

铜管材作为重要的铜加工产品之一，是由铜经过压制、拉制工艺而制成的无缝管，具有导热和延伸性好、强度高和耐腐蚀等特点，被广泛用于水（汽）传输设备和热交换设备的关键部位。

铜管材按成分可分为紫铜管（纯铜）、黄铜管（以铜锌合金为主）、青铜管（铜与铝、锡等其他元素形成的合金）和白铜管（以铜镍合金为主）；按形状可分为直管和盘管；按用途可以分空调制冷用铜管，建筑用铜管（水管、燃气管、采暖管等），热交换器及其他用途铜管等。

表 5：铜管材应用领域

应用领域	简单说明
空调用铜管	空调制冷用铜管多为纯铜管，包括光盘管、内螺纹铜盘管、翅片管、蚊香盘管和直管等多个品种，主要用于空调的蒸发器、冷凝器、室内机和室外机的连接管和内环管。
电力行业	电力工业是国民经济发展中重要的基础能源产业，发电机组所采用的凝汽器主要使用铜管

材。

建筑用钢管

建筑用钢管主要用于供热、供气、供水等，作为水道管材建筑用钢管具有强度大、韧性好、延展性强、耐高温、耐腐蚀等特点，被广泛用于高档住宅、写字楼的管道设施，代表了未来建筑用管的发展方向。

热交换器用钢管

热交换器用钢管按照加工材料可以分为纯钢管和钢管。作为热交换设备冷凝器的关键材料，热交换器用钢管及钢管制造技术要求较高，工艺比较复杂，生产加工难度大。热交换器钢管包括铜镍合金管、锡黄铜管、铝黄铜管等，其中又以铜镍合金管为主要产品，广泛用于发电厂、核电站、海洋工程、船舶制造等领域的高性能冷凝管及石油化工领域的供水输油管道等。

高翅片管

高翅片管是国际市场中热交换器用钢管的新型产品，其在发挥钢管优异传导特性的基础上，借助于翅片的作用，扩展钢管热交换面积和传导方式，使其热交换能力得以提升，显著提高了能源使用效率，是节能、环保的热交换器用钢管产品。

资料来源：招股说明书、东兴证券

3.2 我国已成为钢管材生产和消费大国

钢管材作为重要的钢管产品，随着国内家用电器、汽车、电力、仪器仪表、机械设备、海洋工程等工业的快速发展，我国的钢管产量大幅增加，同时钢管材占我国钢管材的比例不断提高，从 2000 年 9.46% 增至 2009 年的 17.62%。另外，我国钢管的出口保持增长趋势，由 2001 年 1.80 万吨增至 2010 年的 16.57 万吨，而进口量则稳步下降，由 2001 年 4.70 万吨减至 2010 年的 3.03 万吨²⁸，目前，我国已成为钢管材的生产和消费大国。我国钢管材的生产企业主要集中在长江三角洲、珠江三角洲和环渤海地区，目前已经形成了包括海亮股份、精艺股份和金龙集团在内的一批大规模钢管生产企业及包括本公司在内的一批走专业化、精细化之路的特色企业。

图 12：2000-2009 年我国钢管材主要品种产量

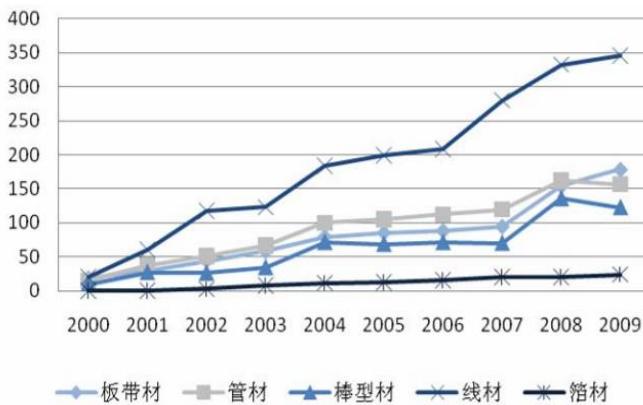
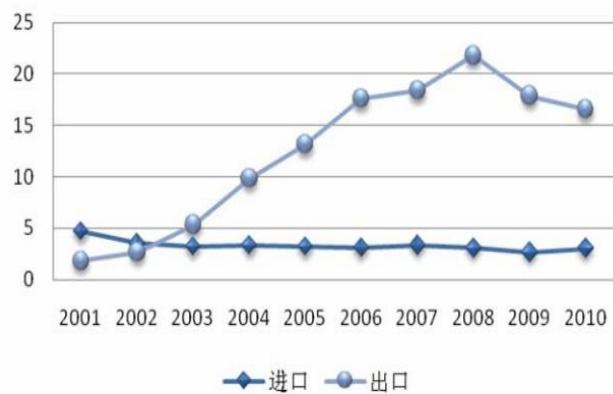


图 13：2001-2010 年我国钢管材进出口量



资料来源：招股说明书、东兴证券

资料来源：招股说明书、东兴证券

3.3 高精度、节能、环保产品将成为主流产品

节能和环保已经成为当今世界人们共同关心的话题，随着下游行业对产品节能环保要求的提高，以及由于铜资源的有限性，钢管生产企业须不断改进工艺技术、提高产品质量、生产更加环保、节能的钢管产品。未来 10 年内，在产量快速增长的同时，中国钢管的品种、生产技术和装备等方面也将发生相应的转变，其中空调制冷散热管将

逐步实现全部内螺纹化，并向直径小、齿型复杂、高散热性、高洁度的方向发展；同时高效节能铜及铜合金无缝高翅片管凭借其具有的传导性高、热交换效率高、刚度强、抗腐蚀、抗震性好等特点将逐步成为一种理想的热交换器用节能新产品，生产与应用也将取得突破性进展。

3.4 铜管材产品市场需求广阔

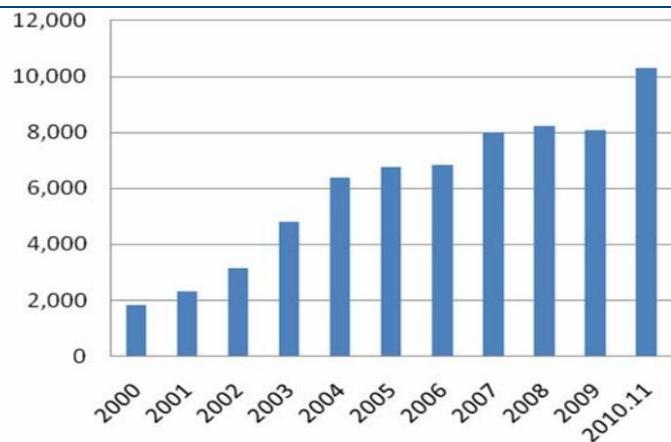
铜管材主要分为空调制冷用钢管，建筑用钢管，热交换器用钢管三大类，被广泛应用于家用电器、建筑、电力、海洋工程和船舶工业等多个行业。

3.4.1 空调制冷用钢管

自 2000 年以来，随着国民经济增长、人民生活水平提高以及全球空调生产基地向中国转移，我国空调行业取得了长足的发展，跃居成为全球最大的空调生产国和出口国。根据国家统计局的数据，我国空调 2001 年的产量约为 2,333 万台，到 2010 年 11 月已高达约 10,288 万台，其中出口 3,958 万台。随着发达国家经济的恢复，拉美、中东、非洲、印度等新兴市场经济的高速发展，人均可支配收入快速增加使得家电需求呈几何级别增长，将刺激全球空调市场的继续增长，空调用钢管厂商将持续受益。

预计近两年，我国空调用钢管的增幅将维持在 8%-12% 之间。空调制冷用钢管产品中，内螺纹管的使用比例为 50% 左右，与光盘管相比，内螺纹钢管能够使传热效率提高 20%-30%，节热效率提高 15%，成为空调制冷用钢管中发展最快的产品，并向高精密度、异形齿、交叉齿等提高换热效率方向发展。目前我国内螺纹管的技术水平、产品质量、产业化规模都已处于世界领先水平，近几年来，内螺纹钢管的需求量保持稳定增长的态势。

图 14：2000-2010 年 11 月我国空调产量图（单位：万台）



资料来源：招股说明书、东兴证券

3.4.2 建筑用钢管

钢管具有强度大、韧性好、耐蚀、耐压、耐高温、使用寿命长、不可渗透性、能抑制细菌生长、卫生健康等优异的性能，广泛应用于建筑用水（气）管道。国外建筑行业较早采用铜制供水管道系统，在欧美等发达国家，铜水管及管件始终是建筑用水管及

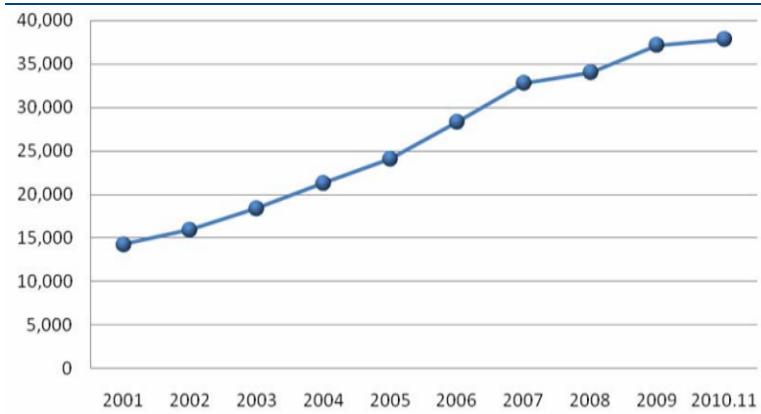
管件的首选产品，英国、美国、加拿大等发达国家的铜水管普及率已达 85%以上，已形成较为成熟的消费市场，铜水管的国际市场需求稳定。由于铜水管的成本较传统的镀锌钢管高，我国建筑用铜水管的普及率与欧美有着一定差距。

随着我国相关政策的出台，以及我国居民生活水平的提升和对铜水管认知度的提高，国内铜水管的普及率不断提高，消费市场逐渐开始启动。国内铜水管的应用由原先主要集中在高级宾馆、饭店、写字楼及大型公众设施上，逐渐普及到国内经济比较发达城市的民用建筑上，例如上海、北京、深圳、广州、大连和青岛等城市，我国经济发达地区建筑用铜管的应用普及率已经达到约 25%。此外，铜管还应用于作石油、天然气和液化气管道等多种领域，国内建筑用铜管市场前景十分广阔，2015 年我国建筑用铜管市场需求量预计将达 15 万吨。

3.4.2 电力行业

近几年来，随着我国电力工业结构向环保节能方向的调整，电力行业积极推进产业结构优化升级，关闭大批能效低、污染重的发电机组，在很大程度上加快了国内发电设备的更新换代，拉动发电设备市场需求。电力设备的调整对传统的冷凝铜管提出新的要求，热交换能力好、耐腐蚀性、强度高的铜管产品将成为未来发展的方向。中国电力企业联合会最新组织研究和编制的《电力工业“十二五”规划研究报告》指出，“十二五”期间要优先开发水电，优化发展煤电，大力发展核电，积极推进新能源发电，2015 年全国发电装机容量将达到 14.37 亿千瓦左右，年均增长 8.5%，其中，水电装机将达 2.84 亿千瓦，煤电装机将达 9.33 亿千瓦，核电装机将达 0.43 亿千瓦。电力设备的技术进步和发展将给铜及铜合金管材带来巨大发展。

图 15：2001 年-2010 年我国发电总量趋势图（单位：亿千瓦时）



资料来源：招股说明书、东兴证券

3.4.2 热交换器用翅片铜管

热交换器用铜及铜合金管广泛运用于能源、电力、船舶、化工、大型空调和海水淡化设备等领域，翅片管是热交换器用铜及铜合金管的主要品种之一。

翅片管是一种精密异型管材，翅片管材料有铜、黄铜、铜镍合金、铝、铝合金等，其中以铜及铜合金用的最多。铜及铜合金翅片管具有较好的热传导性、成型性、耐腐蚀

性和较高的机械强度，广泛应用于能源、海水淡化、化工设备及太阳能装置、大型空调器等机械制造领域大型结构件上，并可向航空、航天等更广阔的领域延伸，产品高效、节能，是热交换领域理想的换代产品。

发达国家翅片管产品在结构设计、生产技术、材质等方面总体水平较高，目前重点向高传导、增加热交换面积、改变翅片形状方向发展。为加快我国铜及铜合金高翅片管的发展，2009年10月中国有色金属加工工业协会设立了专门的“高效换热翅片管专业委员会”，对我国铜及铜合金高翅片管的产业化和推广应用予以扶持。随着产业扶持政策的实施，我国翅片管技术水平将大幅度提高，应用领域将逐步扩大，2015年我国高效换热翅片管市场需求量预计将达到约15万吨。

表 6：高效换热翅片铜管应用领域逐步扩大

应用领域	市场前景
换热器	石化、钢铁、汽车作为支柱型产业，在“十二五”期间将继续保持快速发展势头，势必将成为换热器行业带来更加广阔的发展空间，而热交换器用铜及铜合金管作为换热器的核心元件，市场需求也将迅速扩大。
电力工业	《电力工业“十二五”规划研究报告》指出，“2015年全国发电装机容量将达到14.37亿千瓦左右，年均增长8.5%，电力设备的技术进步和发展将给铜及铜合金管材带来巨大发展。
燃气热水器	2005年我国家用燃气热水器产量仅为689.34万台，2010年1-11月已经增至1,546.93万台，预计未来五年我国燃气热水器销售量增长率将超过19%。目前欧美等发达国家90%的家庭以及商用楼宇均采用中央热水器，而我国中央热水器的使用率仅占整个热水器行业的5%左右。翅片铜管作为燃气热水器的主要材料，国内市场潜力巨大。
造船行业	《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》的总体目标，2015年我国年造船能力将达到2,800万载重吨，年产量2200万载重吨，年销售收入1,800亿元，占全球份额的35%，成为世界造船强国。据国内外造船工业的经验数据，每增加1万吨造船产量需要消耗约50吨铜合金冷凝管，届时，我国造船工业对铜合金冷凝管的年需求量将达到11万吨。
海水淡化	根据2005年8月18日国家发改委、国家海洋局和财政部联合发布的《海水利用专项规划》，到2010年，我国海水淡化能力将达到80-100万立方米/日，到2020年，我国海水淡化能力将达到250-300万立方米/日。按照2020年新增淡化能力300万立方米/日计算，其中低温多效蒸馏的市场份额可达到150万立方米/日，如果全部使用铜合金管，需求约为4.5万吨

资料来源：招股说明书、东兴证券

4. 竞争优势分析

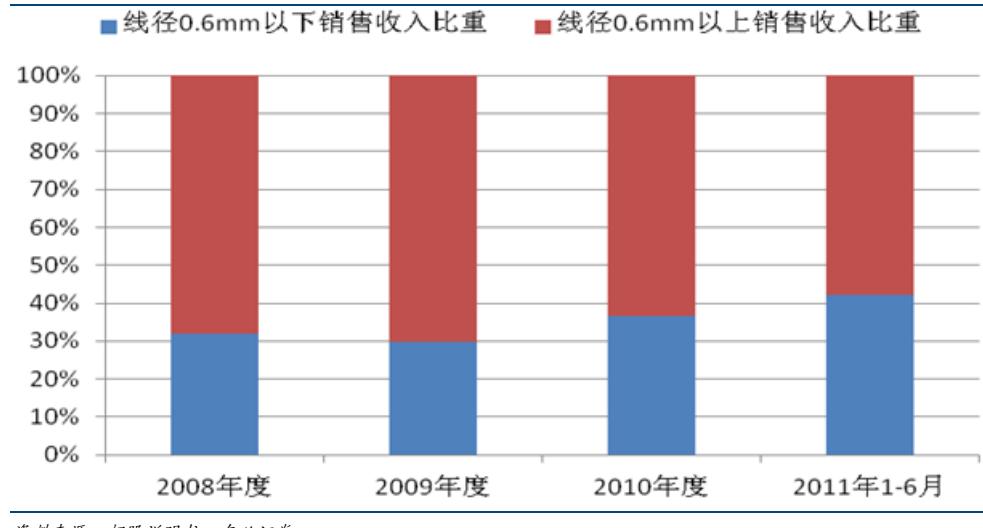
4.1 漆包线产品结构优化、毛利率提升

公司是国内大型综合性漆包线产品供应商之一，拥有线径介于0.04mm-3.15mm之间的特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品，“宏磊牌”漆包线产品为中国名牌产品，被广泛应用于中小型电机、电器、精密仪表、电子、航空、航天、汽车、通讯等行业，可以最大限度满足各种不同市场的需求，在中小型电机行业具有明显优势。

4.1.1 漆包线产销量逐年稳步增加

2010 年公司漆包线产品产量达到 5.38 万吨，实现销量为 5.39 万吨，产销率为 100.18%，较 2009 年及 2008 年漆包线产品产销量均有较大幅度的提升。

图 16：2008-2011H1 公司漆包线产销量（单位：吨）

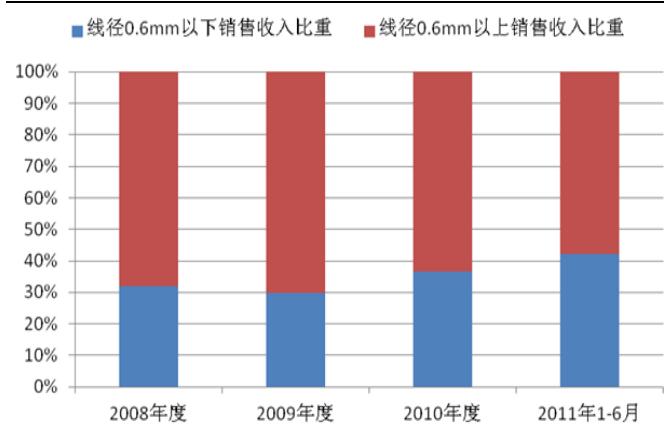


资料来源：招股说明书、东兴证券

4.1.2 漆包线产品结构优化，毛利率提升

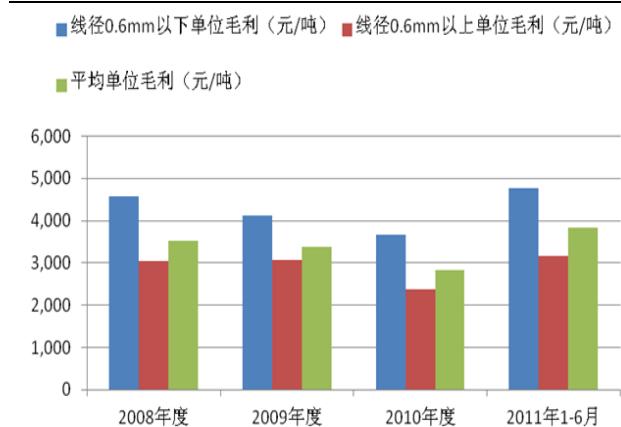
漆包线行业一般采用“铜价+加工费”的定价模式，企业利润主要来自于相对稳定的加工费收入，盈利水平的提高主要依靠规模扩张。普通漆包线产品是传统成熟产品，市场竞争较为激烈，加工费较低，利润水平较低；而耐电晕、耐冷媒和耐高温等高端特种漆包线产品因拥有较高的技术含量，加工费较高，利润水平也较高。因此，扩大市场份额和调整产品结构是企业保持和提升利润水平的重要手段。在漆包线产销量逐年稳步增加的同时，公司不断优化产品结构、提升产品的核心盈利能力，微细漆包线产品销售收入占比从 2008 年的 32.03% 提升到 2011 年上半年的 42.31%。

图 17：2008-2011H1 公司漆包线产品结构



资料来源：招股说明书、东兴证券

图 18：2008-2011H1 公司漆包线产品单位毛利



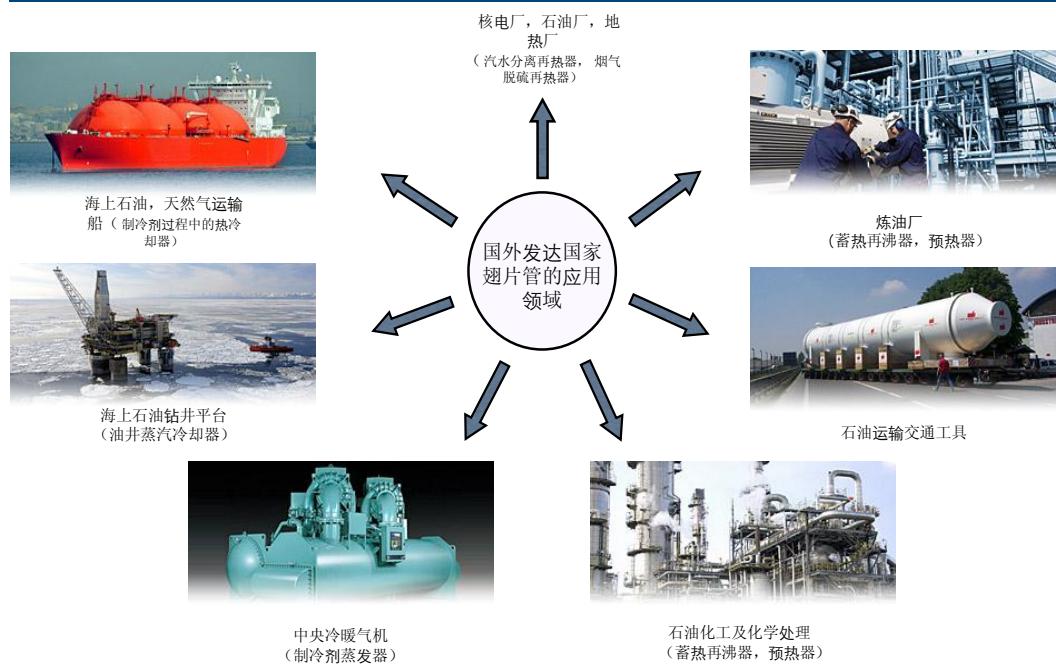
资料来源：招股说明书、东兴证券

4.2 高翅片铜管居国内领先水平

公司率先自主研制开发了热交换器用铜及铜合金无缝高翅片管，采用特制的铜及铜合金母管，应用三辊冷旋轧一次成型等先进生产技术，翅片管的基管与外翅片构成一个有机的整体，产品具有高翅、薄翅片、大密度、刚度强，抗震性好等特点，翅高可达20mm、翅片厚度薄至0.4mm，翅距小至2mm，产品热交换面积大，热交换效率高，节能效果可达到20%以上。目前产品已批量生产，主要出口美国市场，产品技术填补了国内空白，处于国内领先、世界先进水平。

高翅片铜管主要应用于海水淡化、核电等热交换效率要求较高的新兴领域。

图 19：高翅片管应用领域



资料来源：招股说明书、东兴证券

根据国家发改委发布的《产品结构调整指导目录（2011年）》，耐蚀热交换器用铜合金管属于鼓励类产品，同时随着下游行业对节能环保产品要求的提高，中国有色金属加工工业协会高效换热翅片管专业委员会加大了对高效换热翅片管的产业化技术和推广应用的扶持，公司产品的市场空间将迅速打开，市场地位将逐步提升。尤其是随着公司本次年产5,000吨高效节能高翅片铜管募集资金投资项目的顺利投产实施，公司高翅片管市场地位将进一步增强。

4.3 规模及品牌优势

公司是国内规模较大、技术领先的综合性漆包线产品生产商之一，产品品种齐全，拥有线径介于0.04mm-3.15mm之间的特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品，有广泛的适用性，可最大限度满足不同市场需求，在中小型电机行业具有明显优势。2008年、2009年、2010年和2011年1-6月，公司漆包线产品的销量分别为4.11万吨、4.36万吨、5.39万吨和2.66万吨，总体呈上升趋势。另外，公司铜管材

产品致力于细分市场，为国内无缝高翅片铜管和空调制冷用蚊香盘管的重要生产基地之一。

司漆包线产品为“中国名牌”产品、“宏磊”商标为中国驰名商标，同时，公司也跃升为“中国制造业 500 强企业”、“中国自主创新能力行业十强”、“中国电器工业最具竞争力企业”。由此可见，品牌优势已成为公司实现快速发展的重要保障力量之一。近几年来，公司产品销售额快速增长、市场占有率持续提高，充分体现了客户对公司品牌和产品的认可，由于所处行业及自身经营的特点，下游客户一旦选定供应商后，为了保证产品性能的稳定性，一般会与供应商形成长期合作关系，2008-2010 年间公司多次被下游客户授予优秀供应商等荣誉称号，详见表 6。这足以证明公司与其下游客户的关系具有较强的稳定性，为公司实现长期业务发展目标奠定了坚实的基础。

表 7：公司所获客户授予的荣誉称号

编号	公司名称	荣誉称号
1	中山大洋电机股份有限公司	2009 年度最具竞争力供应商 2010 年度优秀供应商
2	浙江新界泵业股份有限公司	2010 年度优秀供应商 2009 年度最佳供应商 2008 年度优秀供应单位
3	大速电机有限公司	优秀供应商
4	广东志高空调有限公司	2010 年度优秀供应商
5	珠海凯邦电机制造有限公司、合肥凯邦电机有限公司、重庆电机分厂	2010 年度优秀供应商

资料来源：招股说明书

5. 募投项目分析

5.1 募投项目基本情况

公司本次拟公开发行 4,223 万股普通股，计划募集资金为 3.89 亿元，本次募投资金拟投入三个项目：年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目、年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目、年产 5,000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管建设项目。其中 3 万吨节能环保型特种漆包线项目和 5,000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管项目为现有高端产品的产能扩张，15 万高性能铜杆项目主要为现有产品漆包线解决原材料供应，属于向上游延伸的项目。具体情况见下表：

表 8：募投项目资金使用说明（单位：万元）

序号	项目名称	募集资金投入（万元）	建设周期
1	年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目	16,398.00	1.5 年
2	年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目	17,532.00	1.5 年

年产 5000 吨热交换器用高效节能高翅片铜
3 管建设项目

4,980.00

1 年

资料来源：招股说明书、东兴证券

5.2 募投项目前景分析

(一) 年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目

本项目建成投产后，公司将形成 15 万吨高性能铜及铜合金杆材的年产能，主要用于满足自身漆包线生产需要，超出部分用于对外销售。目前公司漆包线产品的年产能约 6 万吨，随着本次年产 3 万吨节能环保型特种漆包线募集资金投资项目的顺利达产和公司规模的进一步扩大，15 万吨高性能铜及铜合金杆材最终将全部内部消化。该项目的实施不仅将满足公司生产特种漆包线产品对高性能铜及铜合金杆材的需求，同时还将延伸和完善公司产业链，降低产品成本，提升公司漆包线产品的质量，提高公司的整体市场竞争力。

该项目建设已接近尾声，预计 2011 年底有望投产，2012 年铜杆产量有望达到 9 万吨左右，按 500 元/吨的单位毛利估算，2012 年有望增利 4,500 万元左右。

(二) 年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目

本项目建成投产后，特种漆包线产品年产能新增 3 万吨，其中：节能型变频电机用耐电晕漆包线、环保型耐冷媒漆包线和聚酯亚胺漆包线年产能各新增 1 万吨。以上三类特种漆包线产品主要应用于冰箱、冷柜和空调等制冷设备的压缩机以及适用于耐热要求高的电机、电器、仪表、电动工具和电力干式变压器等绕组。公司通过对现有节能环保特种漆包线产品进行扩产，有利于实现公司产品的升级，提高产品市场竞争力，并巩固公司在国内漆包线行业的领先地位。本项目前期已部分投入，预计 2012 年中期将投产。

(三) 年产 5,000 吨高翅片钢管项目

本项目建成投产后，公司高效节能高翅片钢管年产能将新增 5,000 吨，其中：高效节能高翅片紫铜管 4,000 吨，高效节能高翅片白铜管 1,000 吨。随着我国经济的发展，制冷技术的进步，特别是各种大型的工业制冷装置和空调用制冷装置的迅速发展，作为新兴节能环保产品，翅片管的应用具有广阔的市场，预计 2015 年需求量将达约 15 万吨。公司将充分利用高翅片钢管建设项目，加快公司技术创新体系建设，促进公司高新技术产业化的进程，提升公司产品核心竞争力，抢抓市场机遇，进一步提高经济效益。

6. 公司盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测及主要假设

对公司 2011—2013 年业绩进行预测，假设如下：1) 公司 15 万吨铜杆项目投产后，预计 2012 年产量 9 万吨，其中 6.5 万吨配套漆包线，2.5 万吨外销；2) 2013 年产

量 15 万吨，其中 8.5 万吨配套公司自己的漆包线，6.5 万吨外销；3) 公司费用率与此前年份保持稳定，所得税率按照 22%计算；

按照上述假设，得到公司业绩预测结果，2011—2013 年销售收入分别为：41.68 亿、55.4 亿、82.8 亿，实现归属母公司净利润分别为：0.85 亿、1.27 亿、1.86 亿，对应 EPS 分别为：0.54 元、0.81 元、1.18 元。

表 9：盈利预测假设指标

指标	2011E	2012E	2013E
铜全年均价（万元，不含税）	5.6	5.0	4.6
漆包线销量(吨)	5.5	6.5	8.5
铜管销量(吨)	1.4	1.4	2.0
铜杆内销量(吨)	0.0	6.5	8.5
铜杆外销量(吨)	0.0	2.5	6.5

资料来源：公司资料、东兴证券

表 10：公司收入预测表

指标	2011E	2012E	2013E
漆包线			
销量 (万吨)	5.5	6.5	8.5
单位毛利 (元/吨)	3,500	3,550	3,700
销售价格 (元)	60,000	54,000	50,000
收入 (万元)	330,000	351,000	425,000
钢管			
销量 (万吨)	1.4	1.4	2.0
单位毛利 (元/吨)	3,500	3,500	4,000
销售价格 (元)	62,000	56,000	52,000
收入 (万元)	86,800	78,400	104,000
铜杆内销			
销量 (万吨)	0.0	6.5	8.5
单位毛利 (元/吨)	500	500	500
销售价格 (元)	—	—	—
收入 (万元)	—	—	—
铜杆外销			
销量 (万吨)	0.0	2.5	6.5
单位毛利 (元/吨)	500	500	500
销售价格 (元)	56,000	50,000	46,000
收入 (万元)	0.0	125,000	299,000
主营业务收入 (百万元)	4,168	5,544	8,280

主营收入增长率%	7.6%	33.0%	49.4%
----------	------	-------	-------

资料来源：公司资料、东兴证券

6.2 相对估值：16.20—21.06 元

以 12 月 16 日收盘价来计算，4 家可比公司的估值情况如表 12 所示，这 4 家公司按 2011 年预测业绩计算的市盈率区间为 18 倍-85 倍，均值为 40.7 倍；按 2012 年预测业绩计算的市盈率区间为 15 倍-59 倍，均值为 28 倍

表 11：行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE			PB
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
002203	海亮股份	12.11	0.59	0.65	0.78	20.53	18.63	15.53	2.78
600577	精达股份	9.03	0.30	0.37	0.47	30.10	24.41	19.21	2.11
002141	蓉胜超微	5.26	0.09	0.15	0.27	58.44	35.07	19.48	3.17
002295	精艺股份	11.9	0.32	0.14	0.20	37.19	85.00	59.50	2.04
	宏磊股份		0.63	0.61	0.72				
	平均					36.56	40.78	28.43	2.53

资料来源：Wind、东兴证券

注：价格为 2011 年 12 月 16 日股价

公司漆包线产品与精达股份同质性较强，铜管材与海亮股份相似，我们认为，公司高翅片铜管项目的下游属于新兴产业范畴，可以给予较高的估值水平，且短期公司增长较快，我们从保守角度出发，按照精达股份的估值水平给予 2012 年 23 倍 PE 计算公司估值中值为 18.63 元，我们对公司相对估值水平区间设定在 20 - 26 倍，对应估价区间为：16.20 - 21.06 元。

6.3 绝对估值：15.19—19.76 元

我们采取三阶段现金流折现模型估算公司绝对价值。主要假设条件如下：

表 12：绝对估值假设表

假设	数值		
第二阶段年数	8	Ke	8.00%
第二阶段增长率	10.00%	税率	25.00%
长期增长率	1.50%	Kd	4.58%
无风险利率 Rf	3.50%	Ve	200,000
β	1.0	Vd	529.98
Rm	8.00%	WACC	8.99%

资料来源：东兴证券

DCF 模型显示，在永续增长率为 1% 的条件下，公司的绝对价值为 17.12 元/股。

表 13：公司绝对估值表

DCF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	59.76	1.86%
第二阶段	1,021.78	31.83%
第三阶段（终值）	2,128.40	66.31%
企业价值 AEV	3,209.93	100.00%
+ 非核心资产价值	125.04	3.90%
- 少数股东权益	122.14	-3.80%
- 净债务	529.98	-16.51%
总股本价值	2,682.85	83.58%
股本（百万股）	156.68	
每股价值（元）	17.12	

资料来源：东兴证券

表 14：绝对估值敏感性分析表

敏感性测试	长期增长率 (g)									
	WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
5.49%	24.24	26.09	28.31	31.02	34.40	38.76	44.58	52.73	64.98	
5.99%	21.45	22.93	24.68	26.79	29.36	32.57	36.71	42.23	49.97	
6.49%	19.07	20.28	21.69	23.35	25.35	27.79	30.84	34.77	40.01	
6.99%	17.03	18.02	19.17	20.51	22.09	23.98	26.30	29.20	32.93	
7.49%	15.26	16.09	17.03	18.12	19.39	20.89	22.69	24.89	27.65	
7.99%	13.72	14.41	15.19	16.09	17.12	18.33	19.76	21.47	23.56	
8.49%	12.36	12.94	13.60	14.34	15.20	16.18	17.32	18.68	20.31	
8.99%	11.15	11.65	12.21	12.83	13.54	14.35	15.28	16.37	17.66	
9.49%	10.08	10.51	10.98	11.50	12.10	12.77	13.54	14.43	15.46	
9.99%	9.12	9.48	9.89	10.34	10.84	11.40	12.04	12.78	13.62	
10.49%	8.25	8.57	8.92	9.30	9.73	10.21	10.74	11.35	12.05	

资料来源：东兴证券

6.4 合理估值：15.19—21.06 元

结合公司绝对估值和相对估值的结果，公司股价合理区间为：15.19—21.06 元。

表 15：绝对估值假设表

估值方法	估值区间（元/股）
相对估值	16.20—21.06
绝对估值	15.19—19.76
合理价格区间	15.19—21.06

资料来源：东兴证券

7. 风险提示

首先，募集资金项目的实施风险，如果项目不能如期实施、市场环境突变或行业竞争加剧等情况发生，或项目建设过程中管理不善导致不能如期实施，将会给募集资金投资项目的预期效益带来较大影响。

其次，下游行业需求风险。公司主要产品漆包线、铜管需求可能随经济周期波动。此外 15 万吨铜杆项目投产初期有部分产品需要外销，存在一定的市场需求风险。

利润表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	3,872.15	4,168.00	7.64%	5,544.00	33.01%	8,280.00	49.35%
营业成本	3,664.18	3,926.50	7.16%	5,219.25	32.92%	7,810.50	49.65%
营业费用	22.23	37.51	68.71%	49.90	33.01%	74.52	49.35%
管理费用	38.72	45.85	18.42%	60.98	33.01%	91.08	49.35%
财务费用	44.04	33.12	-24.81%	35.05	5.83%	45.70	30.39%
投资收益	6.15	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	107.97	120.35	11.47%	176.60	46.74%	254.89	44.33%
利润总额	108.90	120.35	10.52%	176.60	46.74%	254.89	44.33%
所得税	24.14	30.09	24.63%	44.15	46.74%	63.72	44.33%
净利润	84.76	90.27	6.50%	132.45	46.74%	191.17	44.33%
归属母公司所有者的净利润	79.29	85.27	7.53%	127.45	49.48%	186.17	46.07%
NOPLAT	118.31	115.10	-2.71%	158.74	37.91%	225.44	42.02%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	363.24	125.04	-65.58%	166.32	33.01%	248.40	49.35%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	377.91	403.67	6.82%	536.93	33.01%	801.91	49.35%
预付款项	131.10	150.73	14.98%	176.83	17.31%	215.88	22.09%
存货	347.87	376.51	8.23%	500.48	32.92%	748.95	49.65%
流动资产合计	1,296.00	1,138.15	-12.18%	1,489.89	30.90%	2,178.43	46.21%
非流动资产	326.59	434.19	32.95%	510.00	17.46%	454.61	-10.86%
资产总计	1,622.59	1,572.34	-3.10%	1,999.89	27.19%	2,633.04	31.66%
短期借款	694.39	471.98	-32.03%	634.75	34.49%	844.79	33.09%
应付帐款	63.86	75.30	17.91%	100.10	32.92%	149.79	49.65%
预收款项	28.94	39.36	36.00%	53.22	35.21%	73.92	38.89%
流动负债合计	1,095.08	905.71	-17.29%	1,206.30	33.19%	1,685.52	39.73%
非流动负债	35.89	65.89	83.59%	85.89	30.35%	85.89	0.00%
少数股东权益	117.14	122.14	4.27%	127.14	4.09%	132.14	3.93%
母公司股东权益	374.48	478.61	27.80%	580.57	21.30%	729.50	25.65%
净营运资本	200.92	232.44	15.69%	283.59	22.01%	492.92	73.81%
投入资本 IC	850.77	1,005.68	18.21%	1,254.13	24.70%	1,536.03	22.48%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	84.76	90.27	6.50%	132.45	46.74%	191.17	44.33%
折旧摊销	24.27	0.00	N/A	74.19	N/A	75.39	1.62%
净营运资金增加	111.75	31.52	-71.79%	51.15	62.29%	209.32	309.21%
经营活动产生现金流	37.57	132.48	252.65%	69.06	-47.88%	(25.03)	N/A

投资活动产生现金流	(50.87)	(163.00)	N/A	(150.00)	N/A	(20.00)	N/A
融资活动产生现金流	(169.33)	(207.68)	N/A	122.22	N/A	127.11	4.00%
现金净增(减)	(182.64)	(238.20)	N/A	41.28	N/A	82.08	98.84%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所基础工业组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中科院信号与信息处理专业硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。