

投资评级 优于大市 首次覆盖

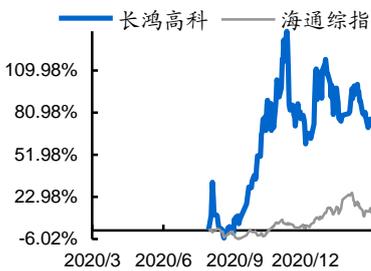
# 热塑性弹性体 (TPE) 行业龙头, 拓展可降解塑料领域

## 股票数据

03月23日收盘价(元)	25.55
52周股价波动(元)	12.65-37.77
总股本/流通A股(百万股)	459/46
总市值/流通市值(百万元)	11723/1175

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.7	-18.9	-2.6
相对涨幅(%)	-1.5	-8.8	-2.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 李智

Tel: (021)23219392

Email: lz11785@htsec.com

证书: S0850519110003

## 投资要点:

- 热塑性弹性体 (TPE) 行业先进企业。**长鸿高科专注于苯乙烯类热塑性弹性体 (TPES) 的研发、生产和销售, 核心产品包括 SBS 和 SEBS 系列。2017-2019 年公司营业收入分别为 4.91 亿元、10.21 亿元和 11.57 亿元, 同比分别增长 3.37%、107.75% 和 13.39%。2017-2019 年净利润分别为 0.69 亿元、1.81 亿元和 2.15 亿元, 同比分别增长 17.52%、160.83% 和 18.77%。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 22.05%、24.46% 和 26.35%, 盈利能力有所增强。
- 下游应用领域广泛, 未来市场前景广阔。**TPE 产品的应用领域非常广泛, 大部分橡胶制品都是 TPE 的潜在替代市场。其中, TPES 作为 TPE 中占比最大的一类, 已成为广泛替代传统橡胶和部分塑料的极具发展前景的新型材料, 2017 年全球市场规模超过 250 万吨, 产量和消费量居 TPE 之首。TPES 的应用领域除目前已进入的建筑工业、制鞋业、聚合物改性、胶黏剂等方面外, 在电子通讯、医疗卫生、地面铺装材料等领域的应用前景也广阔。
- 募投项目扩增产能, 打造全系列 TPES 产品供应商。**2019 年公司 SBS 产品营业收入为 9.58 亿元, 占公司主营业务收入的 84.75%; 公司 SEBS 产品营业收入为 1.70 亿元, 占公司主营业务收入的 14.99%。公司利用柔性化生产装置的转换优势, 根据不同产品市场价格的变化情况灵活切换 SBS 和 SEBS 系列产品的生产, 实现公司毛利的最大化。公司 IPO 拟募投资于投资“2 万吨/年氯化苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯热塑性弹性体 (SEPS) 技改项目”和“25 万吨/年溶液丁苯橡胶扩能改造项目二期” 打造全系列 TPES 产品供应商。
- 国内可降解塑料行业迎来快速增长, 公司 PBAT 产能预计 21 年中后期投产。**随着国内禁塑限塑政策的推广, 可降解塑料需求有望迎来快速增长, 国内厂商纷纷推出 PBAT 扩产计划。公司计划在全生物降解热塑性塑料产业园建设年产 60 万吨 PBAT/PBS/PBT 灵活柔性生产项目。总投资约 50 亿元人民币, 计划用地 213 亩, 一次规划, 分两期实施, 每期建设年产 30 万吨 PBAT、PBS、PBT 等可降解材料柔性生产线, 总建设周期为 5 年。其中一期投资 25 亿元, 一期首次投资 10 亿元, 第一期首次先行建设 10 万吨/年生产线, 预计 2021 年六七月份建成投产。
- 盈利预测与估值区间。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.05、5.67、8.47 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.66、1.24、1.85 元/股。我们给予公司 2021 年 26-32 倍 PE, 对应合理价值区间 32.24-39.68 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料及产品价格波动、市场竞争加剧、下游需求下滑、可降解塑料项目不及预期。

## 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1021	1157	1323	2504	3735
(+/-)YoY(%)	107.8%	13.4%	14.3%	89.3%	49.2%
净利润(百万元)	181	215	305	567	847
(+/-)YoY(%)	160.8%	18.8%	41.6%	86.2%	49.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.47	0.66	1.24	1.85
毛利率(%)	26.1%	27.6%	30.6%	33.9%	33.8%
净资产收益率(%)	22.9%	21.4%	17.0%	24.0%	26.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 目 录

1. 长鸿高科：热塑性弹性体（TPE）行业龙头，拓展可降解塑料领域 .....	5
2. TPE 下游应用领域广泛，市场格局较好 .....	6
2.1 SBS 是产能、产量最大的 TPES 产品 .....	6
2.2 SEBS 集中应用于包覆材料和线材 .....	8
2.3 SIS 和 SEPS 发展快速，国内企业研发实现进口替代 .....	9
3. 公司产品盈利水平逐年提升，募投项目扩增产能 .....	11
3.1 公司主营业务突出，SBS 和 SEBS 盈利能力有所提高 .....	11
3.2 SBS 和 SEBS 产品协调生产实现公司毛利最大化 .....	12
3.3 募投项目发挥规模效应，打造全系列 TPES 产品供应商 .....	13
4. 坚定布局可降解塑料市场 .....	14
4.1 国内可降解塑料需求迎来快速增长 .....	14
4.2 PBAT 产能大幅扩张 .....	14
5. 盈利预测与估值区间 .....	16
6. 风险提示 .....	17
财务报表分析和预测 .....	18

## 图目录

图 1	2016-2019 年公司营业收入、净利润情况	5
图 2	2016-2019 年公司毛利率及净利率情况	5
图 3	发行后公司股权结构图	6
图 4	全球热塑性弹性体消费量预计持续增长（万吨）	6
图 5	2017 年我国 SBS 下游消费结构占比	7
图 6	我国高速公路发展及 SBS 道改需求情况	7
图 7	防水材料产量走势	7
图 8	2016 年国内 SEBS 消费结构	8
图 9	2013-2017 年线材对 SEBS 需求统计（万吨）	9
图 10	2013-2017 年包胶对 SEBS 需求统计（万吨）	9
图 11	2009-2019 年中国大输液行业消费量及预测消费量	9
图 12	2013-2017 年国内热熔胶产量及增速统计	10
图 13	2018 年国内 SEPS 消费结构	10
图 14	2014-2018 年我国润滑油粘度指数改进剂领域 SEPS 市场容量	11
图 15	2014-2018 年我国光纤光缆油膏细分领域 SEPS 市场容量	11
图 16	2014-2018 年我国 SEPS 进口量（吨）	11
图 17	公司营业收入构成情况（百万元）	12
图 18	2019 年公司产品毛利占比情况	12
图 19	SBS 产业链	12
图 20	2017-2019 年公司 SBS、SEBS 产品毛利率情况	12
图 21	公司 SBS 产品产销量变动情况	12
图 22	公司 SEBS 产品产销量变动情况	12
图 23	SBS 单价与原材料苯乙烯、丁二烯采购单价走势（元/吨）	13
图 24	SEBS 单价与原材料苯乙烯、丁二烯采购单价走势（元/吨）	13
图 25	中国生物可降解塑料需求量有望迎来快速增长	14
图 26	PBAT 产业链示意图	15

## 表目录

---

表 1	公司产品主要用途.....	5
表 2	2018 年 SBS 主要企业产能占比.....	8
表 3	2018 年 SEBS 主要企业产能占比.....	9
表 4	首次公开发行募投情况.....	13
表 5	主要可降解塑料性能对比.....	14
表 6	2019 年全球主要 PBAT 生产企业.....	15
表 7	国内 PBAT 新增产能规划.....	16
表 8	公司主要产品盈利预测.....	17
表 9	可比公司估值表.....	17

## 1. 长鸿高科：热塑性弹性体（TPE）行业龙头，拓展可降解塑料领域

长鸿高科是国内热塑性弹性体（TPE）行业的高新技术企业，专注于苯乙烯类热塑性弹性体（TPES）的研发、生产和销售。公司的核心产品主要包括 SBS（苯乙烯-丁二烯-苯乙烯嵌段共聚物）和 SEBS（氢化苯乙烯-丁二烯嵌段共聚物）系列苯乙烯类热塑性弹性体。TPES 产品目前已作为橡胶制品、沥青改性剂、聚合物改性剂、粘合剂等广泛应用于制鞋业、基建、防水卷材、玩具、地面铺装材料、光纤光缆、汽车家电、医疗、润滑油等日常生产所需的领域。

公司坚持自主研发，在氢化 TPES，即 SEBS 和 SEPS 技术上取得了丰硕成果，同时加快推进 SEPS 生产能力建设，推动我国 SEPS 产业化发展，努力实现 TPES 全系列产品的研发、生产和销售能力。

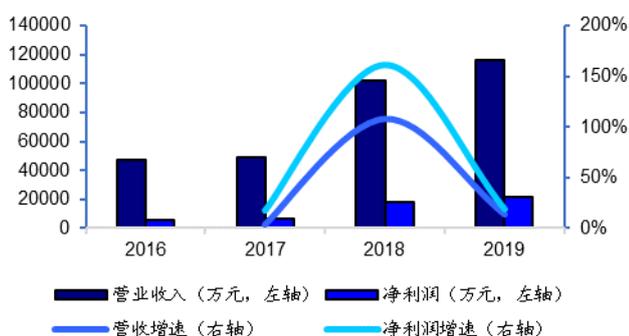
表 1 公司产品主要用途

产品种类	主要用途
SBS	主要应用于橡胶制品、聚合物改性剂、沥青改性剂和粘合剂等领域。
SEBS	广泛应用于包覆材料（如电线电缆、牙刷柄等）、线材、和玩具、地面铺装材料（如塑胶跑道、瑜伽垫等）及一次性输液管、血袋、医用人体手术教学模型、医用腋下拐杖腋托等医用器材领域。
SIS	主要用作热熔胶和压敏胶，用在医疗、电绝缘、包装、保护和掩蔽、标志、粘接固定以及复合袋的层间黏合等。
SEPS	广泛应用于光纤光缆填充油膏、大温度跨度高等级润滑油粘度指数改性剂、化妆品、高透明医用材料、塑料改性等高端应用领域，也作为高端粘合剂用于医疗、电绝缘、食品包装和复合袋的层间黏合。

资料来源：招股说明书（2020），海通证券研究所

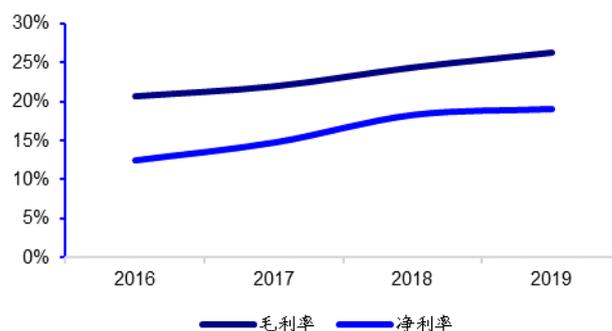
**营收规模显著增长，盈利能力有所增强。**2017-2019 年公司营业收入分别为 4.91 亿元、10.21 亿元和 11.57 亿元，同比分别增长 3.37%、107.75%和 13.39%。公司于 2017 年末完成对生产线 C 线的改造，2018 年公司三条生产线的开工率均在 80%以上，产能较 2017 年扩大，SBS 和 SEBS 产品的销量大幅提高，使得 SBS、SEBS 产品的收入明显增长。2017-2019 年净利润分别为 0.69 亿元、1.81 亿元和 2.15 亿元，同比分别增长 17.52%、160.83%和 18.77%。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 22.05%、24.46%和 26.35%，盈利能力有所增强。

图1 2016-2019 年公司营业收入、净利润情况



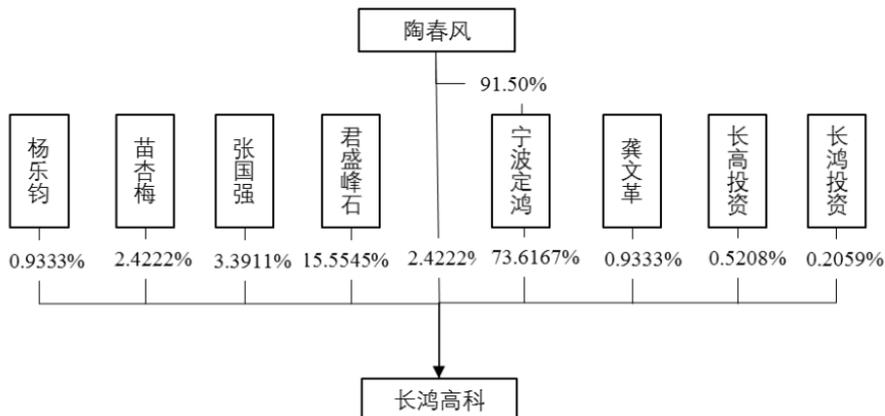
资料来源：招股说明书（19 年申报稿），招股说明书（2020），海通证券研究所

图2 2016-2019 年公司毛利率及净利率情况



资料来源：招股说明书（19 年申报稿），招股说明书（2020），海通证券研究所

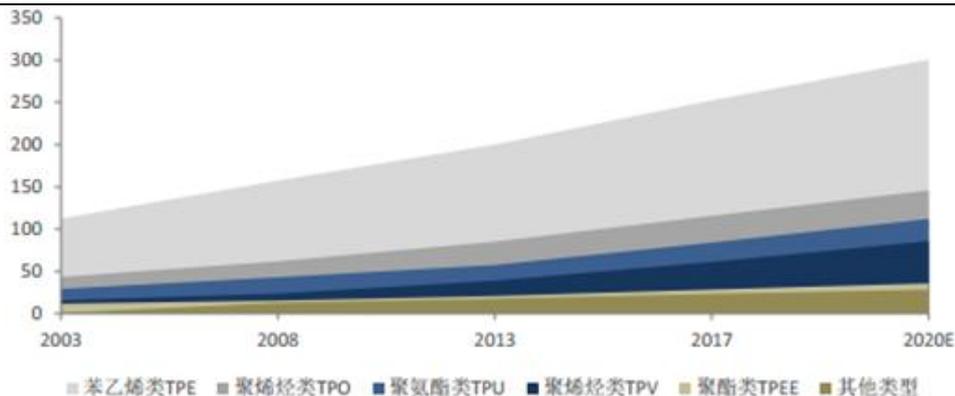
发行后，宁波定鸿持有公司 30392.15 万股股份，占公司总股本的 73.62%，系公司控股股东。陶春风为公司实际控制人。

**图3 发行后公司股权结构图**


资料来源：招股说明书（2020），海通证券研究所

## 2. TPE 下游应用领域广泛，市场格局较好

TPE 是一种石油节约型、能源节约型的可持续发展的新型“绿色”高分子材料，兼具传统橡胶的高弹性能和塑料材料的热塑性加工性能，充分满足了低能耗加工、可重复性加工性能的要求。**TPE 产品的应用领域非常广泛，大部分橡胶制品都是 TPE 的潜在替代市场。**

**图4 全球热塑性弹性体消费量预计持续增长（万吨）**


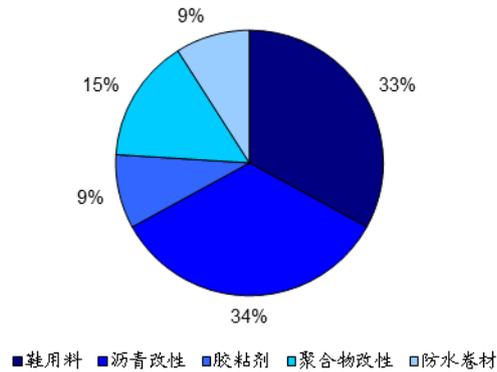
资料来源：招股说明书（2020），智研咨询，海通证券研究所

TPES 作为 TPE 中占比最大的一类，已成为广泛替代传统橡胶和部分塑料的极具发展前景的新型材料，2017 年全球市场规模超过 250 万吨，产量和消费量居 TPE 之首。

### 2.1 SBS 是产能、产量最大的 TPES 产品

SBS 目前消费量约占 TPES 的 70%。SBS 同时具备橡胶的高弹性和塑料的高强度及易加工型，具有良好的耐低温性、透气性和抗湿滑性，适于大部分橡胶制品。由于 SBS 材料优异的综合性能和良好的性价比，应用领域不断扩展，目前已作为橡胶制品、沥青改性剂、聚合物改性剂和胶黏剂，广泛应用于制鞋工业、修筑高速公路、建材工业、塑料及其他高分子改性工业和粘合剂工业。

图5 2017年我国SBS下游消费结构占比

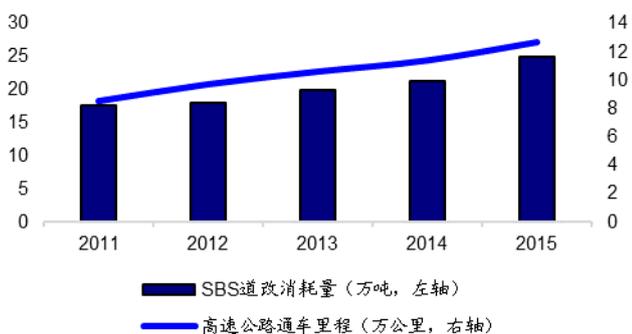


资料来源：卓创资讯，招股说明书（2020），海通证券研究所

**道路交通快速发展为我国沥青市场需求增长提供主要驱动力。**截至2015年底，全国公路总里程达到457.7万公里，全国公路养护里程达到446.6万公里。根据“十三五”综合交通运输发展规划，到2020年我国将实现公路通车里程500万公里。根据招股说明书援引卓创资讯数据显示，以250吨/公里改性沥青单耗计算，我们认为未来五年，我国新建高速公路改性沥青需求量约650万吨，加上养护需求量及其他机场建设和市政道路建设需求，国内改性沥青总需求将超过700万吨。快速增长的沥青需求为SBS沥青改性市场提供了广阔的空间。此外，我们认为，“一带一路”建设等的实施促进交通基础设施建设快速发展，将会为SBS的市场容量增长提供动力，未来“一带一路”国家战略将对SBS沥青改性需求的持续增长带来持久的政策支撑。

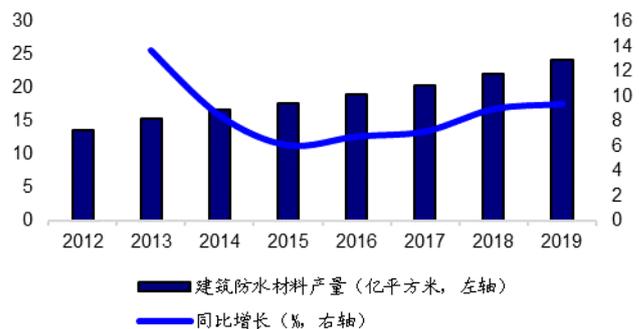
**防水卷材市场快速扩张，带动SBS市场需求扩大。**防水材料主要用于工业民用建筑和公共设施与基础设施建设工程。根据前瞻产业研究院的数据整理，2019年我国建筑防水材料中防水卷材占比最大，为63.76%，防水卷材中SBS/APP改性沥青防水卷材占比最大，为53.57%。未来防水材料需求增量一方面由于我国未来新建房屋面积预计整体仍将保持增长，另一方面，当前国内防水造价在建筑成本比例不足2%，仅为发达国家1/5左右。随着我国房屋建设防水标准不断提升，单位施工面积防水材料需求量仍有较大上涨空间。另外，存量房屋面积基数越来越大，防水卷材在房屋翻修维护市场中的潜力巨大；海绵城市建设和城市地下综合管廊建设的逐步推进也将为防水卷材市场注入新的活力。我们认为，随着环保观念的提升以及检查力度的加大，作为主要防水材料的SBS防水卷材未来市场空间将进一步得到提升，从而促进SBS市场需求的扩大。

图6 我国高速公路发展及SBS道改需求情况



资料来源：卓创资讯，招股说明书（2020），海通证券研究所

图7 防水材料产量走势



注：2019年为预测数据

资料来源：招股说明书（2020），中国建筑防水协会，前瞻产业研究院，海通证券研究所

**SBS在制鞋业方面的市场需求仍存在很大的市场空间。**SBS是制作鞋底的优良材料，我国是世界上最大的鞋类产品制造基地，也是世界第一大鞋类产品消费市场，目前已形成了广州、温州、泉州、成都四大制鞋基地和相应的材料市场及相关配套企业，围绕制鞋、鞋材生产等诸多的相关产业也发展成熟，形成了良好的产业链。随着消费者对

时尚度和舒适度要求的提高,以及新零售浪潮的带动,未来我国鞋类市场仍有较大发展空间,带动 SBS 市场空间得到扩大。

根据公司招股说明书,2018年,我国 SBS 生产企业有十几家,其中中石化和惠州李长荣橡胶有限公司和长鸿高科三家企业 SBS 的市场份额占总体市场的 70%以上。因此,我国 SBS 市场集中度较高,呈现出“寡头垄断”的竞争格局。

**表 2 2018 年 SBS 主要企业产能占比**

企业名称	产能 (万吨)	占比
中石化	37.00	32.31%
惠州李长荣橡胶有限公司	30.00	26.20%
宁波长鸿高分子科技有限公司	15.50	13.54%

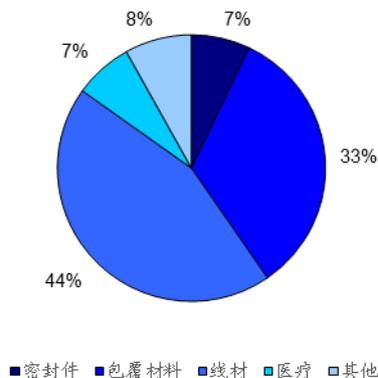
资料来源:中国产业竞争情报网,招股说明书(2020),海通证券研究所

## 2.2 SEBS 集中应用于包覆材料和线材

SEBS 是 SBS 的加氢产品,是典型的技术进步的产物和消费升级的受益者,SEBS 的生产工艺难点主要在加氢环节,氢化度对 SEBS 性能的影响较大。随着氢化度的提高,SEBS 的化学稳定性、耐温性、耐老化性、耐候性以及耐水性等也会改善,压缩变形性也有效降低,稳定性比 SBS 更强。其应用领域较 SBS 更为广阔,在业界有“橡胶黄金”的美誉。

我国 SEBS 生产起步较晚,国内市场一度依赖于进口,近年来,国内企业取得了长足的技术进步,已在部分 SEBS 产品上取代进口,与国际巨头展开竞争。受价格较高的影响,目前国内 SEBS 下游消费领域主要集中于包覆材料和线材。

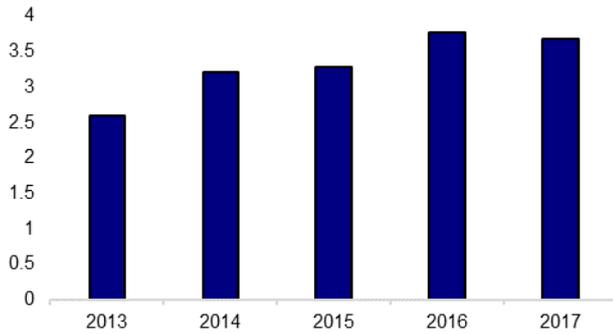
**图 8 2016 年国内 SEBS 消费结构**



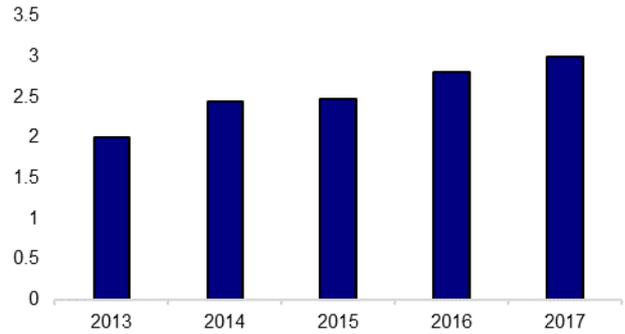
资料来源:卓创资讯,招股说明书(2020),海通证券研究所

**SEBS 在线材行业应用具备优势,市场有望拓展。**SEBS 产品是制作电线电缆包皮和绝缘带的优异材料,主要应用于移动智能终端和家电等领域。目前在线材行业,SEBS 产品在低压线材领域(如耳机线、充电器线、USB 线、音频/视频线、电脑线等)替代 PVC 已成为大势所趋。由于消费类电子产品更新换代快、使用周期短,随着消费升级时代的来临,SEBS 相关产品在该行业有着巨大的发展空间。此外由于 SEBS 是具有阻燃特性的高性能产品,其未来替代 PVC、CPE 等电缆基材的趋势日益显现,未来应用前景广阔。

**SEBS 包覆材料性能优良,整体需求量维持稳步增长。**SEBS 用作包覆材料主要是利用 SEBS 共混改性的专用料通过嵌件注射的方式注射到已成型的材料表面形成一层包覆层,这是 SEBS 最早和最成熟的一个用途。根据公司招股说明书援引卓创资讯的数据显示,2013-2017 年国内包覆材料对 SEBS 整体需求量维持稳步增长。SEBS 包胶材料赋予了制品舒适触感,提升握持性,提高制品美观度以及产品附加值,制品大多出口外销到美国、日本及欧盟等发达国家和地区。

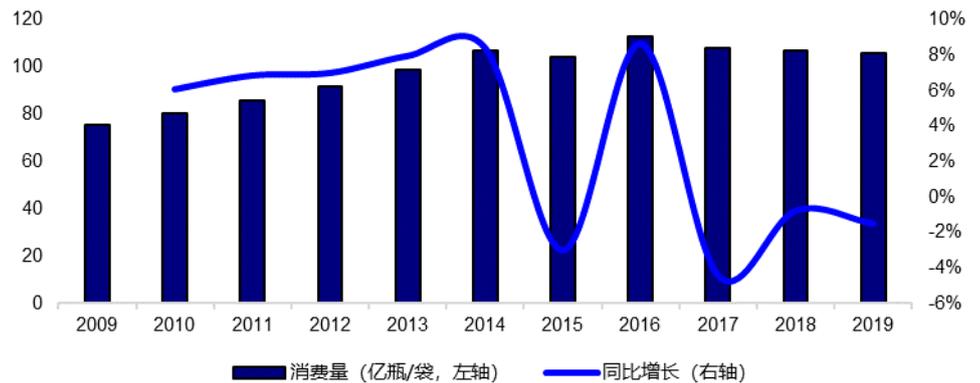
**图9 2013-2017年线材对SEBS需求统计(万吨)**


资料来源: 卓创资讯, 招股说明书(2020), 海通证券研究所

**图10 2013-2017年包胶对SEBS需求统计(万吨)**


资料来源: 卓创资讯, 招股说明书(2020), 海通证券研究所

**非PVC软袋应用扩大促进SEBS产品在医疗领域的市场扩展。**SEBS产品摩擦系数低, 容易挤出成型, 可采用蒸汽和环氧乙烷及紫外线消毒, 已被美国及欧盟相关认证机构认可用于医疗器材, 如非PVC软袋、一次性输液管等。SEBS是一种理想的绿色环保医用材料, 未来发展空间巨大。根据中国报告网数据, 国际上, 非PVC软袋市场占比约为80%, 玻璃瓶占比约为20%, 而国内非PVC软袋、塑瓶、玻璃瓶的市场占有率分别为40%、40%、20%, 因此, 国内大输液包材的结构存在较大的升级空间。未来, 非PVC软袋将成为我国未来大输液包装的主流形势, 促进SEBS产品在医疗领域的市场扩展。

**图11 2009-2019年中国大输液行业消费量及预测消费量**


资料来源: 中国产业信息网, 海通证券研究所

2018年, 我国SEBS生产企业仅有几家, 包括中国石油化工股份有限公司巴陵分公司、台橡(南通)实业有限公司和宁波长鸿高分子科技有限公司等, 上述三家企业SEBS的市场份额占总体市场的80%以上。总的来看, 我国SEBS市场集中度较高, 呈现出“寡头垄断”的竞争格局。

**表3 2018年SEBS主要企业产能占比**

企业名称	产能 (万吨)	占比
中国石油化工股份有限公司巴陵分公司	4.00	34.78%
台橡(南通)实业有限公司	3.5	30.43%
宁波长 高分子科技有限公司	2.00	17.39%

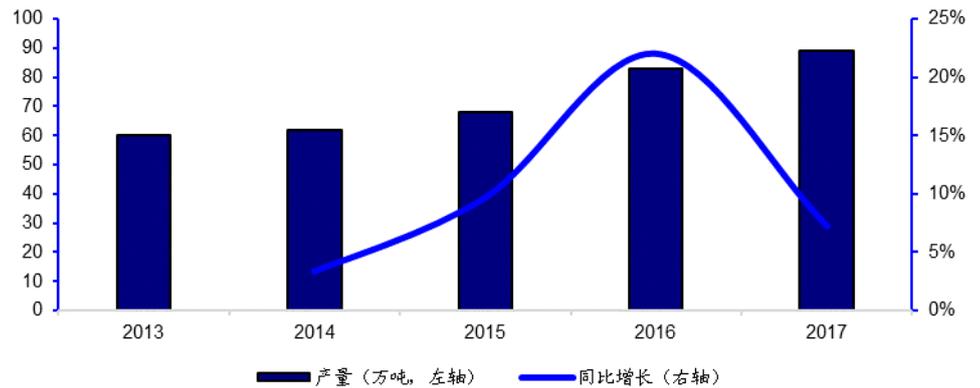
资料来源: 中国产业竞争情报网, 招股说明书(2020), 海通证券研究所

### 2.3 SIS和SEPS发展快速, 国内企业研发实现进口替代

SIS近些年来发展速度较快, 已成为继SBS后的第二大TPES产品, 大约90%的SIS主要应用于胶黏剂领域。以SIS为主要原料制成的热熔胶不仅粘性优越, 而且耐热性好, 不含溶剂, 无毒、无味, 被誉为“绿色胶粘剂”, 并广泛应用于包装、纺织、制鞋、

建筑、木材加工、汽车、电子电器、装饰、印刷装订、机械加工、医疗、涂料等领域。

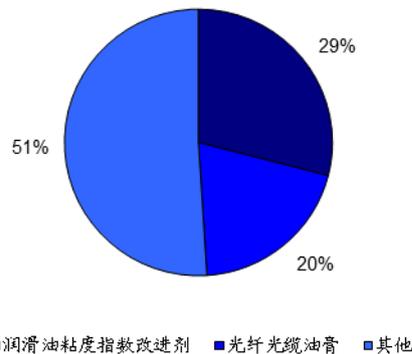
图12 2013-2017年国内热熔胶产量及增速统计



资料来源：卓创资讯，招股说明书（2020），海通证券研究所

SEPS 是 SIS 的加氢产品，加氢后的 SEPS 不易结晶，比部分结晶的 SEBS 具有更好的柔韧度和高弹性，用途广泛，但生产难度更大，目前国内产业化正处于起步阶段。SEPS 产品广泛应用于通信工程用光缆填充油膏、大温度跨度高等级润滑油粘度指数改进剂、化妆品、成人用品、高透明医用材料、塑料改性等高端领域，也作为高端粘合剂用于医疗、电绝缘、食品包装和复合袋的层间粘合。

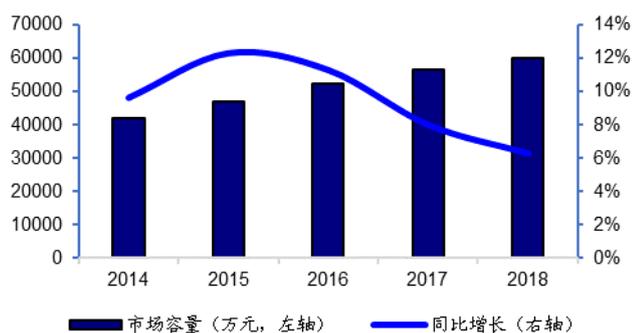
图13 2018年国内SEPS消费结构



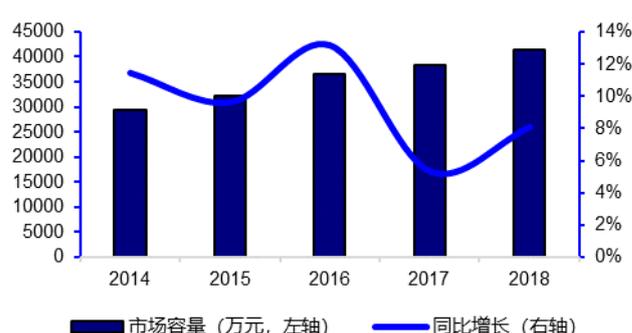
资料来源：中国产业竞争情报网，招股说明书（2020），海通证券研究所

**润滑油工业发展为 SEPS 类润滑油粘度指数改进剂提供巨大发展空间。** SEPS 是一种性能优良的润滑油粘度指数改进剂，从发展趋势看，在众多的石油化工产品中，润滑油的技术含量高，而且附加值大，并在经济发展中具有不可替代的作用。随着我国经济的持续快速发展，特别是工程机械行业、汽车行业、电力业、交通运输业等的迅猛发展，必然会带动润滑油工业的快速发展，润滑油粘度指数改进剂的市场需求量将不断增加，因而带动 SEPS 类润滑油粘度指数改进剂的发展空间巨大。

**5G 技术发展拉动 SEPS 热塑性弹性体需求量增长。** 在光缆生产中，缆芯的阻水材料主要有两大类，一类为阻水填充油膏，另一类为阻水带、阻水纱。SEPS 热塑性弹性体应用于光纤、光缆填充油膏，具有优良的触变性、适宜的粘度和高低温性能，是理想的材料选择。未来几年，5G 基站的致密化叠加星型前传组网结构，将带来光纤需求的大幅提升。在接入网不断完善、骨干网与城域网扩容、5G 技术商用及数据中心大规模建设等因素带动下，光纤光缆市场将持续发展，光纤光缆油膏作为重要的光通信材料之一将迎来良好的发展契机。在此背景下，光纤光缆油膏领域用 SEPS 热塑性弹性体的需求量将不断增加。

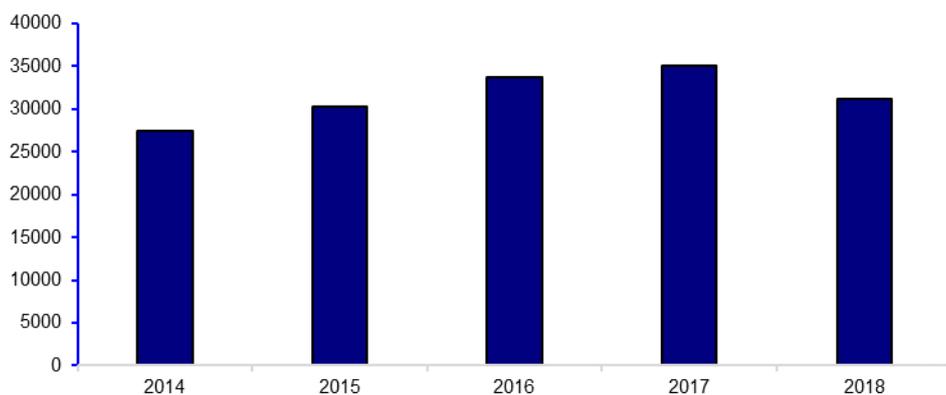
**图14 2014-2018年我国润滑油粘度指数改进剂领域 SEPS 市场容量**


资料来源：中国产业竞争情报网，招股说明书（2020），海通证券研究所

**图15 2014-2018年我国光纤光缆油膏细分领域 SEPS 市场容量**


资料来源：中国产业竞争情报网，招股说明书（2020），海通证券研究所

SEPS 生产工艺技术要求高，是 TPES 产品中生产难度最大的品种，被誉为“橡胶黄金”。2018 年，全球 SEPS 热塑性弹性体生产企业仅有几家，主要企业有美国 Shell 公司、日本可乐丽公司和中国巴陵石化三家企业。2017 年以前，我国 SEPS 产品一直全部依赖进口，随着国内需求量的增加，进口量持续增加，直至 2017 年下半年巴陵石化 SEPS 项目的投产，我国才开始了 SEPS 产品的产业化生产，填补了我国 SEPS 产品研发生产的空白，实现了对进口产品的部分替代。2020 年，我国 SEPS 产品只有长鸿高科和巴陵石化等极少数公司研发成功。公司 2 万吨/年 SEPS 技改项目作为重点项目正处于建设期，未来，随着募集资金投资项目的建成达产，公司业务规模将不断扩大，研发能力将进一步增强，行业地位将逐步提高。

**图16 2014-2018年我国 SEPS 进口量 (吨)**


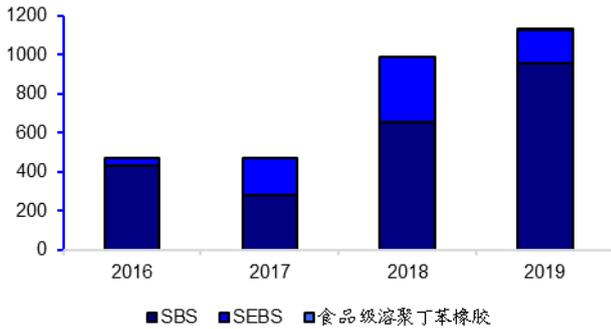
资料来源：中国产业竞争情报网，招股说明书（2020），海通证券研究所

### 3. 公司产品盈利水平逐年提升，募投项目扩增产能

#### 3.1 公司主营业务突出，SBS 和 SEBS 盈利能力有所提高

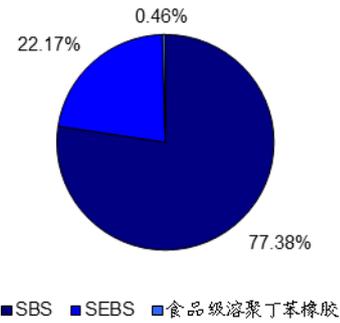
**公司主营业务突出。** 2017-2019 年公司主营业务收入在营业收入中所占比重均在 95% 以上，其中 SBS 产品营业收入分别为 2.82 亿元、6.58 亿元和 9.58 亿元，分别占公司主营业务收入的 59.88%、66.36% 和 84.75%，SEBS 产品营业收入分别为 1.89 亿元、3.33 亿元和 1.70 亿元，分别占公司主营业务收入的 40.12%、33.64% 和 14.99%。

图17 公司营业收入构成情况 (百万元)



资料来源: 招股说明书 (19 年申报稿), 招股说明书 (2020), 海通证券研究所

图18 2019 年公司产品毛利占比情况



资料来源: 招股说明书 (2020), 海通证券研究所

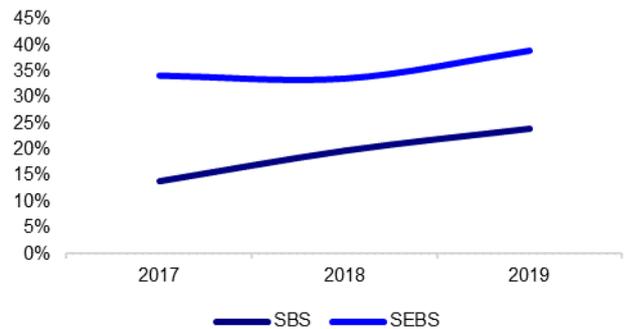
原材料价格涨跌影响对应时期公司产品盈利能力。2017 年上半年丁二烯、苯乙烯等原材料价格上升过快, 导致 2017 年上半年公司 SBS 毛利率维持在较低水平, 而 2019 年原材料价格处于低位, 公司 SBS 产品和 SEBS 产品的盈利能力均有所提高。

图19 SBS 产业链



资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

图20 2017-2019 年公司 SBS、SEBS 产品毛利率情况

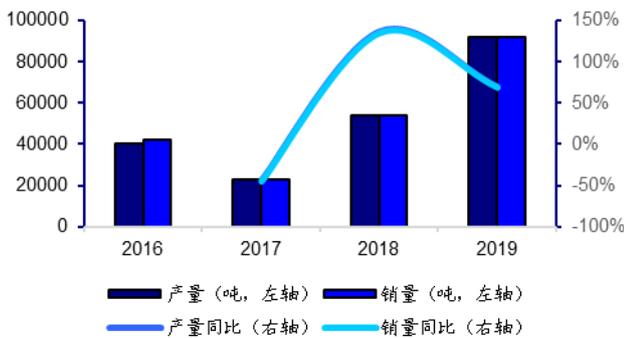


资料来源: 招股说明书 (2020), 海通证券研究所

### 3.2 SBS 和 SEBS 产品协调生产实现公司毛利最大化

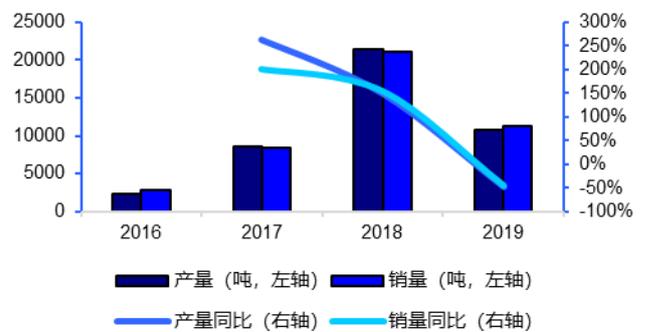
公司在逐步发展过程中, 形成了 SBS 系列和 SEBS 系列产品协调发展的业务格局, 公司利用柔性化生产装置的转换优势, 根据不同产品市场价格的变化情况灵活切换 SBS 和 SEBS 系列产品的生产, 实现公司毛利的最大化。

图21 公司 SBS 产品产销量变动情况



资料来源: 招股说明书 (19 年申报稿), 招股说明书 (2020), 海通证券研究所

图22 公司 SEBS 产品产销量变动情况

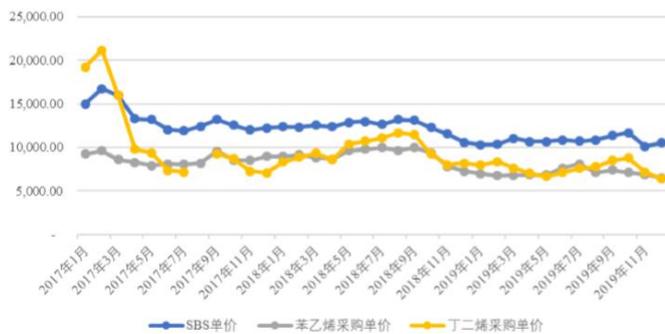


资料来源: 招股说明书 (19 年申报稿), 招股说明书 (2020), 海通证券研究所

SBS 产品市场发展较为成熟, 市场竞争情况相对较高, 其应用领域相对传统, 市场需求较大, 因此在原材料价格异常上涨导致生产成本大幅上升时, 产品价格上升的速度

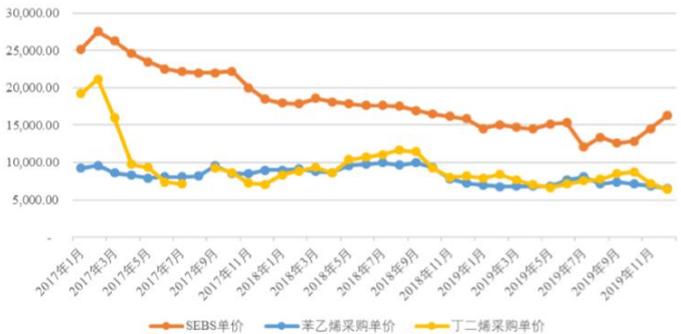
及幅度相对较低，毛利率会随之出现阶段性下降。SEBS为SBS的加氢产品，是典型的技术进步的产物和消费升级的受益者，主要应用于高端玩具、高端电子产品的线材、医疗卫生以及高端产品的包覆材料等高端领域，其下游市场盈利空间较大，对产品价格上涨的承受性较强。由于SEBS生产工艺技术壁垒较高，产品呈现卖方市场，对原材料价格上涨的转嫁能力更强更为迅速。

图23 SBS单价与原材料苯乙烯、丁二烯采购单价走势(元/吨)



资料来源：招股说明书（2020），海通证券研究所

图24 SEBS单价与原材料苯乙烯、丁二烯采购单价走势(元/吨)



注：2016年7月公司无SEBS对外销售。

资料来源：招股说明书（2020），海通证券研究所

**SBS产品的毛利率呈逐年上升趋势。**2017年SBS产品毛利率较低的主要原因是2016年底受巴斯夫工厂火灾事故的影响，丁二烯价格暴涨，同时带动苯乙烯价格上涨，公司生产成本大幅上升，而SBS对下游行业产品价格的转嫁能力较弱，其市场销售价格涨幅滞后于原材料，导致2017年上半年SBS毛利率维持在较低水平。2019年SBS产品毛利率为24.06%，相对较高的主要原因系2019年原材料价格处于低位，且下游沥青改性及防水卷材市场需求旺盛，SBS产品的盈利能力有所提高。

**SEBS产品的毛利率基本稳定。**2017年和2018年公司SEBS产品的毛利率相对稳定，2019年毛利率相对较高主要原因系原材料价格处于低位，且公司2019年生产和销售的SEBS产品以高端牌号1520为主，盈利能力较强。

### 3.3 募投资项目发挥规模效应，打造全系列TPES产品供应商

公司IPO拟募资用于投资“2万吨/年氯化苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯热塑性弹性体（SEPS）技改项目”和“25万吨/年溶液丁苯橡胶扩能改造项目二期”。公司通过对现有生产线的生产装置进行技术改造、设备更新、后处理设备升级等，将其中一条生产线进行柔性化改造，使其具备2万吨/年SEPS的生产能力。另外，募投项目在现有装置的基础上，采用自主研发的工艺技术新增生产线，项目完成后，公司将具有25万吨/年的产能，即23万吨/年SBS和2万吨/年SEBS，且SBS和SEBS可根据市场情况调整为15.5万吨/年SBS和4万吨/年SEBS。

表4 首次公开发行募投情况

序号	项目名称	总投资额	拟使用募集资金投资额	项目备案情况	项目环评情况
1	2万吨/年氯化苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯热塑性弹性体（SEPS）技改项目	31500万元	11000万元	仓经信备[2017]016号	甬环建[2018]40号
2	25万吨/年溶液丁苯橡胶扩能改造项目二期	43549万元	43549万元	仓经信备[2016]049号	甬环建[2017]13号
	合计	75049万元	54549万元	-	-

资料来源：招股说明书（2020），海通证券研究所

“2万吨/年氯化苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯热塑性弹性体（SEPS）技改项目”达产后公司预计形成年均销售收入6.35亿元，年均税后利润1.43亿元，所得税后项目投资回收期为5.41年（不含建设期）。“25万吨/年溶液丁苯橡胶扩能改造项目二期”达产后公司预计形成年均销售收入11.09亿元，年均税后利润0.86亿元。

## 4. 坚定布局可降解塑料市场

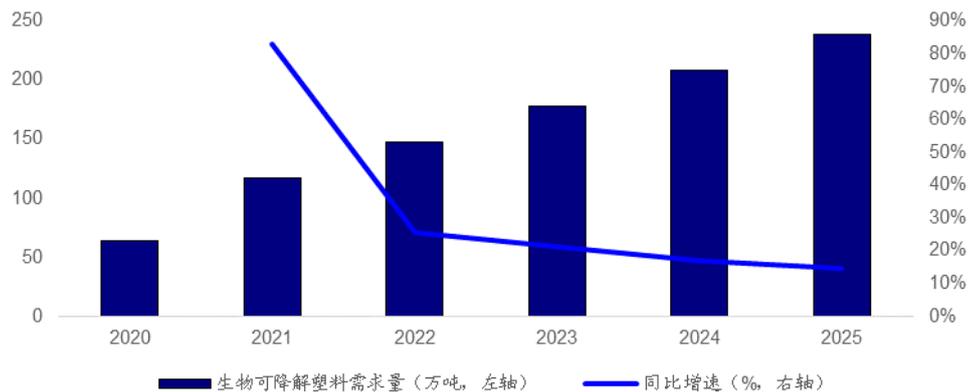
### 4.1 国内可降解塑料需求迎来快速增长

**2020年各部委密集出台限塑禁塑政策。**近几年国内陆续出台关于限塑、禁塑的政策，但从执行效果来看收效甚微。我们认为，行业拐点发生在2020年，2020年1月19日，国家发展改革委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，该项政策第一次具体明确了限塑、禁塑的应用范围、推进节奏。随后2020年6月国家邮政总局引发《邮件快递绿色包装规范》；7月农业部、工信部、生态环境部、市场监管总局联合发布《农用薄膜管理办法》；8月商务部发布《关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知》。

根据2020年1月16日国家发展改革委和生态环境部印发的《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，此次全国范围的禁塑限塑，按照禁限一批、替代循环一批、规范一批的思路，分2020年、2022年、2025年三个时间段完成任务目标。其中不可降解塑料袋和一次性塑料餐具为主要禁止和限制目标，这两个领域有望率先激发可降解塑料行业的需求。

根据中国循环经济协会估计，随着2020年限塑禁塑政策的执行，2020-2025年我国可降解塑料总消费量分别将达到64、117、147、178、208和238万吨，因此我们测算2020-2025年复合增速高达30%。

图25 中国生物可降解塑料需求量有望迎来快速增长



资料来源：中国循环经济协会，海通证券研究所

表5 主要可降解塑料性能对比

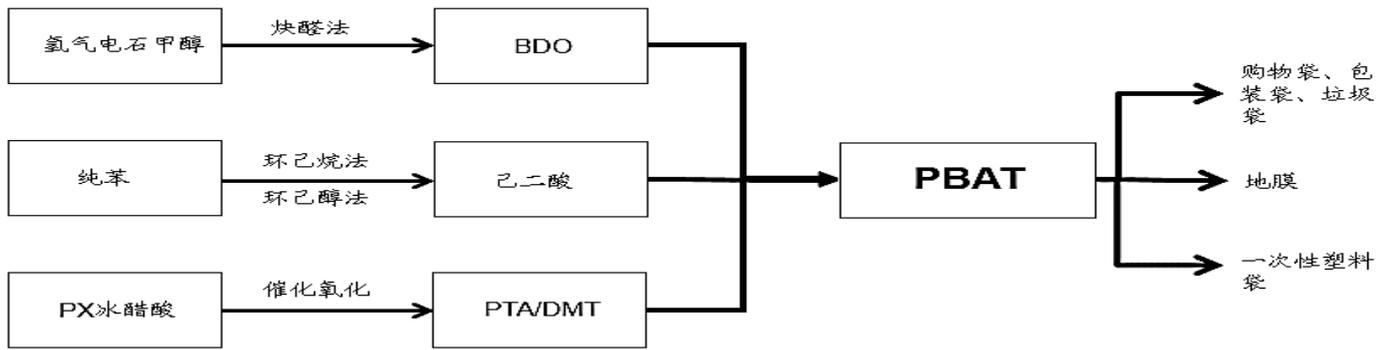
项目	淀粉基塑料	PLA	PHA	PBS/PBSA	PBAT
耐热性能	较低	较高	高	高	高
成膜性能	较好	差	较好	较好	良好
硬度	较低	高	低	较低	低
力学强度	适中	较高	高	高	高
耐水解性能	适中	低	高	高	高
透明性	低	高	低	低	低
价格	低	较低	高	较高	较高

资料来源：《降解塑料的发展现状分析---和晓楠》，海通证券研究所

### 4.2 PBAT 产能大幅扩张

从产业链上看，PBAT最上游为石油，直接原材料为BDO、己二酸和PTA。

图26 PBAT 产业链示意图



资料来源：聚烯烃人微信公众号，海通证券研究所

目前 PBAT 生产工艺已经较为成熟，从全球产能布局来看，国内合计产能规模已经超过国外。截止 2019 年底，海外主要 PBAT 生产商是德国的巴斯夫和意大利的 NOVAMONT，两者产能分别为 6 万吨和 4 万吨。而国内产能最大的是金发科技，具备 7.1 万吨产能，其他主要生产企业包括新疆蓝山屯河、杭州鑫富、山西金晖兆隆，产能规模分别为 3 万吨、2 万吨和 2 万吨。

表 6 2019 年全球主要 PBAT 生产企业

地区	企业	产地	年产量 (万吨)
国外	BASF	德国	6
	NOVAMONT	意大利	4
国内	金发科技	中国	7.1
	新疆蓝山屯河塑料	中国	3
	浙江杭州鑫富	中国	2
	山西金晖兆隆	中国	2

资料来源：《An overview on synthesis, properties and applications of poly(butylene-adipate-co-terephthalate)-PBAT---Jiao Jian, Zeng Xiangbin, Huang Xianbo》，《2019 年金发科技年报》，海通证券研究所

随着国内禁塑限塑政策的推广，可降解塑料需求有望迎来快速增长，国内厂商纷纷推出 PBAT 扩产计划。根据中国化工信息周刊统计，目前国内已有 16 家企业宣布扩产计划，其中正在新建的产能合计 111.4 万吨，未来远期规划还要新增的产能 210 万吨。我们认为随着禁塑限塑政策的推广，未来两年行业需求确实会迎来快速增长，PBAT 市场机遇可期；但后期随着产能大幅扩张，后续市场竞争将会加剧，产能规模较小、成本高的尾部企业可能会面临危机。

公司计划在全生物降解热塑性塑料产业园建设年产 60 万吨 PBAT/PBS/PBT 灵活柔性生产项目。总投资约 50 亿元人民币，计划用地 213 亩，一次规划，分两期实施，每期建设年产 30 万吨 PBAT、PBS、PBT 等可降解材料柔性生产线，总建设周期为 5 年。其中一期投资 25 亿元，一期首次投资 10 亿元，第一期首次先行建设 10 万吨/年生产线，预计 2021 年六七月份建成投产。

相较行业其他产能，公司预计有以下优势：1、公司项目是一体化的产业园，就生产过程而言，公司在生产中，改性直接生产终端薄膜，塑料袋等终端产品，能耗大为降低，又减少了物料转运及中间环节，因此，最终的终端产品价格会比非一体化产业公司更有优势。2、由于买断了中科院 PBAT 专利在浙江省的独家使用权，在浙江省内只有公司能够使用中科院的专利生产 PBAT。3、浙江省的政策好，政府禁塑决心够强，市场足够大。4、所需原材料在浙江省内能充分供应，原材料运输半径小。5、公司项目建设速度快，预计投产时间相对较早，有一个先发优势。

**表 7 国内 PBAT 新增产能规划**

企业	在建产能 (万吨)	远期规划 (万吨)
广安宏源科技	10	20
重庆鸿庆达	3	17
金发科技	6	-
彤程新材	6	-
瑞丰高材	6	-
山东睿安	6	-
万华化学	6	-
湖南宇新能源	6	-
北京化工集团华腾沧州	4	-
华峰新材	30	-
河南恒泰源聚氨酯	3	-
江苏科爽莱新材料	2.4	-
江苏和时利	1	-
长鸿高科	10	50
甘肃莫高聚合环保	2	3
新疆望京龙新材料	10	120
合计	111.4	210

资料来源：中国化工信息周刊，海通证券研究所

## 5. 盈利预测与估值区间

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.05、5.67、8.47 亿元，对应的 EPS 分别为 0.66、1.24、1.85 元/股。我们给予公司 2021 年 26-32 倍 PE，对应合理价值区间 32.24-39.68 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利假设：

- （1）随着需求复苏和市场替代，预计 SBS 和 SEBS 的销量将保持较快增长。2 万吨/年氯化苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯热塑性弹性体 (SEPS) 技改项目和 25 万吨/年溶液丁苯橡胶扩能改造项目二期将于 2022 年投产开始贡献增量。项目达产后公司将具有 23 万吨/年 SBS 和 2 万吨/年 SEBS 的产能。2020 年公司毛利率持续提升，我们预计未来 1-2 年产品售价和毛利率仍将稳中有升。
- （2）公司建设“年产 60 万吨全生物降解热塑性塑料产业园 PBAT/PBS/PBT 灵活柔性”生产项目，分两期实施，首期 10 万吨将于 2021 年投产贡献增量。

**表 8 公司主要产品盈利预测**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>SBS</b>				
收入 (万元)	95844.81	115000.00	154000.00	198000.00
成本 (万元)	72782.87	82800.00	110880.00	142560.00
毛利率	24.06%	28.00%	28.00%	28.00%
<b>SEBS</b>				
收入 (万元)	16951.28	14850.00	15950.00	29000.00
成本 (万元)	10344.67	8464.50	9091.50	16530.00
毛利率	38.97%	43.00%	43.00%	43.00%
<b>食品级溶聚丁苯橡胶</b>				
收入 (万元)	294.02	296.00	296.00	296.00
成本 (万元)	158.23	148.00	148.00	148.00
毛利率	46.18%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>SEPS</b>				
收入 (万元)			12000.00	24000.00
成本 (万元)			5400.00	10800.00
毛利率			55.00%	55.00%
<b>其他</b>				
收入 (万元)	2643.20	2114.56	2156.85	2199.99
成本 (万元)	461.11	422.91	431.37	440.00
毛利率	82.55%	80.00%	80.00%	80.00%
<b>可降解塑料</b>				
收入 (万元)			66000.00	120000.00
成本 (万元)			39600.00	76800.00
毛利率			40.00%	36.00%
<b>总计</b>				
收入 (万元)	115733.31	132260.56	250402.85	373495.99
成本 (万元)	83746.88	91835.41	165550.87	247278.00
毛利率	27.64%	30.56%	33.89%	33.79%

资料来源: 招股说明书 (2020), Wind, 海通证券研究所

**表 9 可比公司估值表**

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600309.SH	万华化学	108.00	3.23	3.20	5.76	33.5	33.8	18.8
603650.SH	彤程新材	34.90	0.56	0.71	0.92	61.9	49.2	38.1
均值						47.7	41.5	28.4

 注: 收盘价为 2021 年 03 月 23 日价格, EPS 为 wind 一致预期, 万华化学 2020 年财务数据为实际值  
 资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 6. 风险提示

原材料及产品价格波动、市场竞争加剧、下游需求下滑、可降解塑料项目不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1157</b>	<b>1323</b>	<b>2504</b>	<b>3735</b>
每股收益	0.47	0.66	1.24	1.85	营业成本	837	918	1656	2473
每股净资产	2.19	3.91	5.15	7.00	毛利率%	27.6%	30.6%	33.9%	33.8%
每股经营现金流	0.38	0.47	1.14	1.46	营业税金及附加	3	3	6	8
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	7	15	30	45
P/E	54.48	38.48	20.66	13.83	营业费用率%	0.6%	1.1%	1.2%	1.2%
P/B	11.66	6.53	4.96	3.65	管理费用	20	28	50	77
P/S	9.11	8.86	4.68	3.14	管理费用率%	1.7%	2.1%	2.0%	2.1%
EV/EBITDA	-0.06	29.06	14.67	9.99	EBIT	245	311	668	995
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	2	5	14	18
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%
毛利率	27.6%	30.6%	33.9%	33.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	18.6%	23.0%	22.7%	22.7%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	21.4%	17.0%	24.0%	26.4%	<b>营业利润</b>	<b>246</b>	<b>311</b>	<b>664</b>	<b>991</b>
资产回报率	16.2%	14.5%	20.4%	22.7%	营业外收支	2	45	0	0
投资回报率	18.4%	13.7%	22.7%	25.3%	<b>利润总额</b>	<b>248</b>	<b>356</b>	<b>664</b>	<b>991</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	292	383	771	1097
营业收入增长率	13.4%	14.3%	89.3%	49.2%	所得税	33	52	96	144
EBIT 增长率	18.2%	27.0%	114.7%	48.8%	有效所得税率%	13.2%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润增长率	18.8%	41.6%	86.2%	49.3%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>215</b>	<b>305</b>	<b>567</b>	<b>847</b>
资产负债率	24.2%	14.6%	15.2%	14.0%					
流动比率	3.21	6.10	3.57	4.68	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	2.15	4.63	2.27	3.24	货币资金	169	397	218	571
现金比率	1.19	3.06	0.88	1.66	应收账款及应收票据	133	199	333	530
<b>经营效率指标</b>					存货	91	100	180	268
应收帐款周转天数	20.61	25.00	22.80	23.90	其它流动资产	63	97	150	242
存货周转天数	39.69	39.58	39.64	39.61	流动资产合计	457	793	880	1611
总资产周转率	0.87	0.63	0.90	1.00	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.47	1.62	1.46	2.05	固定资产	788	818	1718	1818
					在建工程	37	437	117	217
					无形资产	22	33	50	64
					非流动资产合计	869	1310	1907	2121
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1326</b>	<b>2103</b>	<b>2787</b>	<b>3732</b>
净利润	215	305	567	847	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	108	91	189	263
非现金支出	48	71	102	102	预收账款	2	3	4	7
非经营收益	-1	-38	4	3	其它流动负债	33	37	54	74
营运资金变动	-86	-120	-150	-280	流动负债合计	143	130	247	344
<b>经营活动现金流</b>	<b>176</b>	<b>217</b>	<b>523</b>	<b>672</b>	长期借款	135	135	135	135
资产	-262	-466	-695	-310	其它长期负债	42	42	42	42
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	178	178	178	178
其他	0	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>320</b>	<b>308</b>	<b>424</b>	<b>522</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-262</b>	<b>-466</b>	<b>-695</b>	<b>-310</b>	实收资本	413	459	459	459
债权募资	90	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1006	1795	2362	3210
股权募资	0	46	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-65	431	-8	-8	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1326</b>	<b>2103</b>	<b>2787</b>	<b>3732</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>477</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-61</b>	<b>228</b>	<b>-179</b>	<b>353</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
 邓勇 石油化工行业  
 李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,诺普信,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源,鼎龙股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

## 宏观经济研究团队

宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

## 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁蕾(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

## 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

## 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
联系人  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

## 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相美(021)23219945 xm11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

## 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

## 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

## 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

## 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

## 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

## 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

## 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

## 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

## 电子行业

周旭辉 zxh12382@htsec.com  
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
联系人  
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

## 煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
 联系人  
 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com  
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com  
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com  
 联系人  
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒晖 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**银行行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
 联系人  
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com  
 高瑞 gr13547@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com

**海通证券股份有限公司研究所**

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
 电话: (021) 23219000  
 传真: (021) 23219392  
 网址: www.htsec.com