

投资评级 优于大市 首次覆盖

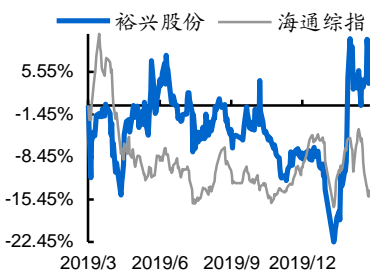
国内特种功能性聚酯薄膜龙头企业

股票数据

04月07日收盘价(元)	10.89
52周股价波动(元)	6.88-11.41
总股本/流通A股(百万股)	289/233
总市值/流通市值(百万元)	3145/2533

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.0	46.4	29.2
相对涨幅(%)	21.2	49.0	37.9

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:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

投资要点:

- 公司专注于聚酯薄膜制造,营收稳步增加。**公司的产品主要包括太阳能背材基膜、特种电气绝缘用膜、特种电子用膜、光学基膜、触摸开关膜、珠片用聚酯薄膜、护卡用聚酯薄膜、综丝膜等。根据公司年度报告的数据,2016-2019年公司营收分别为5.20亿元、5.91亿元、7.38亿元和8.75亿元,同比增长-0.16%、13.49%、25.06%和18.43%。2016-2019年归母净利润分别为0.72亿元、0.69亿元、0.76亿元和0.94亿元,同比增长-11.95%、-4.55%、10.52%和23.82%。
- 通用膜产能过剩,特种膜进口替代空间大。**通用膜主要用于包装行业,需求量大,目前产能也大。但近年来,国内通用膜生产企业投入大量资金成套引进的国外生产线,使得产品种类单一且出现产品供给远大于需求的局面,大大压缩了产业利润空间。特种膜可分为中厚型膜(100μm以上)和超薄型膜(5μm以下),主要应用于太阳能光伏产业、家电及消费类电子、电气化铁路市场、纺织机械市场等。
- 功能性薄膜占主导,盈利能力受原材料影响较大。**2016-2018年,公司功能性聚酯薄膜收入分别为4.71亿元、5.40亿元和6.44亿元,占业务总收入的比例分别为90.60%、91.39%和87.22%。通用聚酯薄膜和其他业务营业收入占比较少。2017年起功能性聚酯薄膜毛利率降低,是由于受激烈的市场竞争和原材料聚酯切片价格不断上涨双重因素的影响。
- 扩建光学膜产能。**光学级聚酯基膜为光电产业链前端最为重要的战略材料之一。因需满足高透光率、低雾度、高亮度等性能要求,所以光学基膜为聚酯薄膜行业技术壁垒最高的领域。当前,光学基膜为全球垄断生产,国内进口依存度较高。裕兴股份是国内为数不多的几家能生产光学基膜的企业。2019年裕兴股份利用自有资金投建年产2.5万吨功能聚酯薄膜项目、年产2万吨光学级聚酯基膜和年产5000万平方米光学用离型及保护膜项目。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为0.94亿元、1.09亿元和1.24亿元,对应的EPS为0.33元、0.38元和0.43元,我们给予公司20年28-35倍PE,对应的合理价值区间为10.64-13.30元(对应20年PB为1.82-2.28倍),首次覆盖给予公司优于大市评级。
- 风险提示:**特种功能性聚酯薄膜需求量不及预期,原材料价格剧烈变化。
- 合规提示:**海通证券担任【430462 树业环保】在全国中小企业股份转让系统的做市商

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	591	738	875	980	1167
(+/-)YoY(%)	13.5%	25.1%	18.4%	12.0%	19.1%
净利润(百万元)	69	76	94	109	124
(+/-)YoY(%)	-4.5%	10.5%	23.8%	15.5%	13.7%
全面摊薄EPS(元)	0.24	0.26	0.33	0.38	0.43
毛利率(%)	14.7%	14.4%	17.5%	17.5%	17.6%
净资产收益率(%)	4.8%	5.1%	6.0%	6.5%	6.8%

资料来源:公司年报(2017-2018)、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

目 录

1. 裕兴股份：国内特种功能性聚酯薄膜龙头企业	5
2. 聚酯薄膜行业	6
2.1 聚酯薄膜产业链介绍	6
2.2 通用膜产能过剩，特种膜进口替代空间大	7
2.3 竞争格局	8
3. 公司营收以功能性聚酯薄膜为主，通用聚酯薄膜为辅	10
3.1 功能性聚酯薄膜是主要收入来源	10
3.2 持续拓展产品种类	11
3.3 扩建光学膜产能	12
4. 盈利预测与投资评级	13
5. 风险提示	14
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	2016-2019 年公司收入和净利润.....	5
图 2	2016-2019 年 1-9 月公司销售毛利率变化.....	5
图 3	公司的股权结构图.....	6
图 4	BOPET 薄膜产业链.....	6
图 5	2011 年聚酯薄膜在各领域的应用情况.....	6
图 6	2014-2018 年我国 BOPET 薄膜产能和需求量（万吨）.....	7
图 7	2011-2018 年全球光伏新增装机规模及新增预测（GW）.....	7
图 8	2011-2018 年我国光伏新增装机规模及新增预测（GW）.....	7
图 9	2008-2018 年我国铁路电气化里程和高铁营业里程（万公里）.....	8
图 10	2014-2019 年我国家电产量（亿台）.....	8
图 11	2014-2019 年我国手机、微型计算机设备产量（万台）.....	8
图 12	2013-2017 年我国聚酯薄膜进出口均价（美元/吨）.....	9
图 13	行业内绝大多数聚酯薄膜生产企业盈利模式业务流程图.....	10
图 14	裕兴科技盈利模式业务流程图.....	10
图 15	2018 年公司主要产品营收占比.....	10
图 16	2018 年公司主要产品毛利占比.....	10
图 17	2016-2018 年功能性聚酯薄膜营业收入及其变化情况.....	10
图 18	2016-2018 年功能性聚酯薄膜毛利率.....	10
图 19	裕兴股份 PET 绝缘膜和聚酯切片价格变化（元/吨）.....	11
图 20	裕兴股份产能变化.....	11

表目录

表 1	公司主要产品.....	5
表 2	员工持股计划概况.....	6
表 3	我国 BOPET 膜生产企业分类情况.....	9
表 4	裕兴股份各生产线产品概况.....	12
表 5	我国生产光学基膜企业简介.....	12
表 6	新产线项目概况.....	13
表 7	裕兴股份盈利预测.....	13
表 8	可比公司估值表.....	13

1. 裕兴股份：国内特种功能性聚酯薄膜龙头企业

公司主要业务为中厚型特种功能性聚酯薄膜的研发、生产和销售。公司的产品主要包括太阳能背材基膜、特种电气绝缘用膜、特种电子用膜、光学基膜、触摸开关膜、珠片用聚酯薄膜、护卡用聚酯薄膜、综丝膜等。公司产品厚度位于 50-500 μm 之间，具备优异的尺寸稳定性、绝缘性能、耐热性能，被广泛应用于太阳能背材、电气绝缘、消费电子材料以及纺织机械等工业领域。

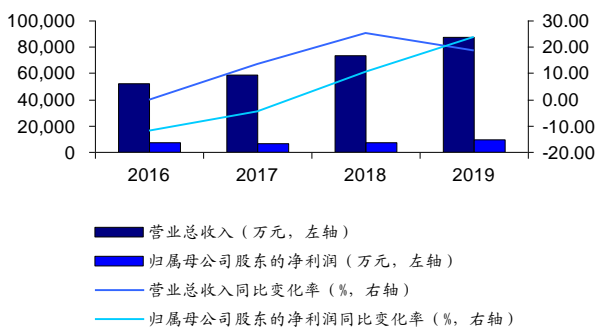
表 1 公司主要产品

产品分类	产品名称
太阳能背材用聚酯薄膜	CY25T透明PET薄膜、CY25R乳白色PET薄膜、CR25RG48耐水解聚酯薄膜、CR25RG60乳白色PET薄膜、PV背板聚酯薄膜、CY11白色聚酯薄膜、CY11G48、CY11GU抗紫外线聚酯薄膜、CY25R-11S、CY28黑色PET薄膜、CY18T抗静电PET薄膜
光学聚酯薄膜	CY20透明基光学薄膜、CY20 DW基础光学薄膜低雾度、CY20 DC双面涂层光学薄膜、CY20 SC单面涂层光学薄膜、CY51反射光学薄膜
电气绝缘用聚酯薄膜	6023D绝缘聚酯薄膜、CY20L蓝色聚酯薄膜、CY60 PET薄膜用于电绝缘、6027用于薄膜开关的PET薄膜、CY30 PET薄膜用于电绝缘低萃取PET薄膜、6027低热收缩PET薄膜、6027D透明PET薄膜用于电子
电子材料用聚酯薄膜	CY20L蓝色聚酯薄膜、CY22 PET薄膜用于综片、6026用于亮片的透明PET薄膜、CY29D白色PET薄膜用于印刷、6027用于薄膜开关的PET薄膜用于电子的PET薄膜、CY29M用于亮片的白色PET薄膜、CY10D哑光白色PET薄膜用于印刷、6027低热收缩PET薄膜、CY10*哑光PET薄膜用于印刷、6027D厚聚酯薄膜、6027D透明PET薄膜用于电子、6020透明PET薄膜用于电子、CY18T抗静电PET薄膜、CY28黑色聚酯薄膜、CY29H白色PET薄膜用于电子
综丝用聚酯薄膜	CY22 PET薄膜用于综片
珠片聚酯薄膜	6026用于亮片的透明PET薄膜、CY29M用于亮片的白色PET薄膜
印刷、喷绘用聚酯薄膜	CY29D白色PET薄膜用于印刷、CY10D哑光白色PET薄膜用于印刷、CY10*哑光PET薄膜用于印刷

资料来源：裕兴股份官网，海通证券研究所

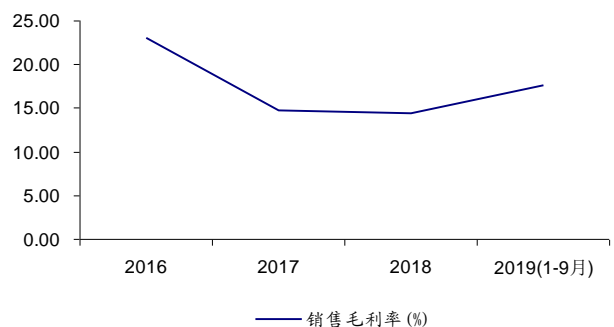
营收规模稳步增长。根据 2016-2019 年年度报告以及 2019 年业绩快报的数据，2016-2019 年公司营收分别为 5.20 亿元、5.91 亿元、7.38 亿元和 8.75 亿元，同比增长-0.16%、13.49%、25.06%和 18.43%。其中 2016 年公司受中厚型聚酯薄膜市场竞争的影响，聚酯薄膜销售价格同比有所下降。2018 年新产线投产，带动 2019 年产能释放，聚酯薄膜产品的产销量有所增长。2016-2019 年归母净利润分别为 0.72 亿元、0.69 亿元、0.76 亿元和 0.94 亿元，同比增长-11.95%、-4.55%、10.52%和 23.82%，2016-2019 年 1-9 月销售毛利率分别为 23.04%、14.69%、14.40%和 17.57%。我们认为，毛利率波动与原材料聚酯切片价格变化有关。

图1 2016-2019 年公司收入和净利润



资料来源：WIND，海通证券研究所

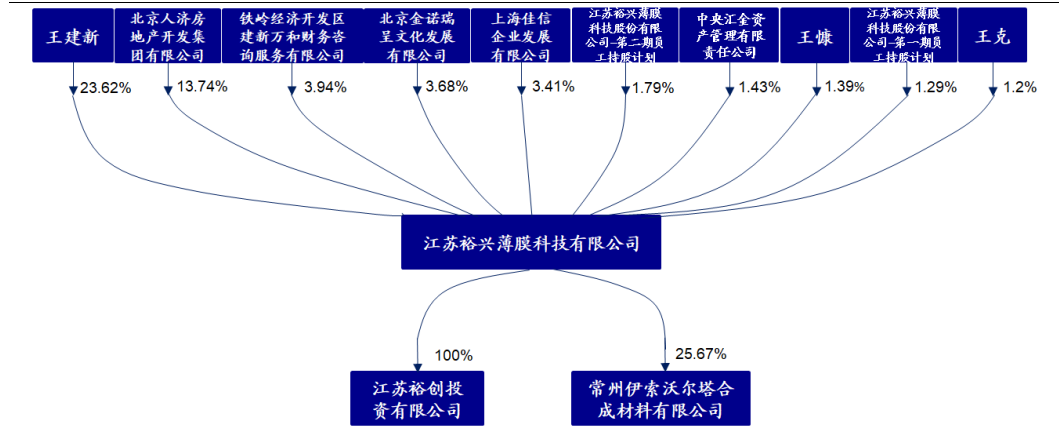
图2 2016-2019 年 1-9 月公司销售毛利率变化



资料来源：WIND，海通证券研究所

控股股东、实际控制人为王建新。王建新持有裕兴股份 68.21 百万股，占总股本的 23.62%。十大股东合计持有股份 160.20 百万股，占总股本 55.49%。江苏裕创投资有限公司为子公司，其主营业务为对外投资，投资管理。常州依索沃尔塔合成材料有限公司为裕兴股份和奥地利依索沃尔塔股份公司的联营企业，其经营范围为生产高性能复合材料及其制品（含电气复合绝缘材料及其原材料）、耐高温绝缘材料及绝缘成型件，分切加工绝缘材料。裕兴股份持有依索合成 25.67% 的股权。

图3 公司的股权结构图



资料来源: WIND, 海通证券研究所

员工持股计划体现公司对未来发展的信心。为了建立长期人才激励机制,有效调动管理者和员工的积极性,2019年公司实行了两期员工持股计划,累计持有公司8.9万股,占公司总股份3.08%。第一期持股计划的业绩考核为:2019-2021年相较于2018年的收入增长分别不低于12%、20%、30%。第二期持股计划的业绩考核为:2019-2021年相较于2018年的收入增长分别不低于15%、25%、35%。

表2 员工持股计划概况

项目名称	时间	持股数量(股)	持股比例
第一期员工持股计划	2019年6月	3715000	1.29%
第二期员工持股计划	2019年9月	5160000	1.79%

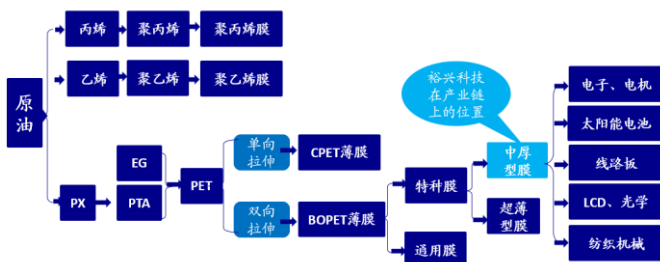
资料来源: WIND, 海通证券研究所

2. 聚酯薄膜行业

2.1 聚酯薄膜产业链介绍

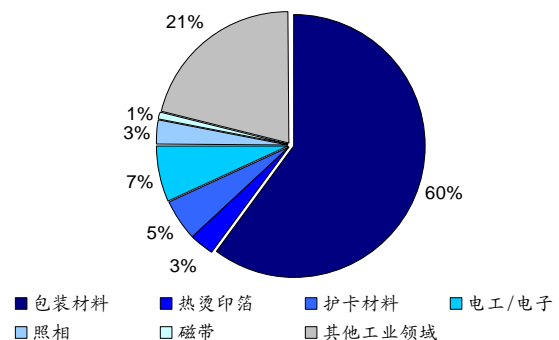
聚酯薄膜,即聚对苯二甲酸乙二醇酯薄膜,是以优质的聚酯切片(薄膜级切片)为主要原料,采用先进的工艺配方,经过干燥、熔融、挤出、铸片和拉伸等工序制成的薄膜。由于聚酯薄膜优异的物理和化学性能,用途广泛,尤其是中厚规格特种功能性聚酯薄膜的下游行业大多为国家重点支持和发展的行业,如家电、消费电子、电气、新能源、纺织等。根据裕兴股份招股说明书援引专业咨询机构英国PCI膜咨询公司,国内60%的BOPET薄膜应用于包装材料,40%应用于电子(气)绝缘、护卡材料、新能源、影像胶片、热烫印及其他工业领域等。受整个宏观经济持续增长及下游产业政策的带动,聚酯薄膜下游应用行业近年来呈现了持续增长的势头,给行业带来了新的应用和发展空间。

图4 BOPET 薄膜产业链



资料来源: 裕兴股份招股说明书, 海通证券研究所

图5 2011年聚酯薄膜在各领域的应用情况



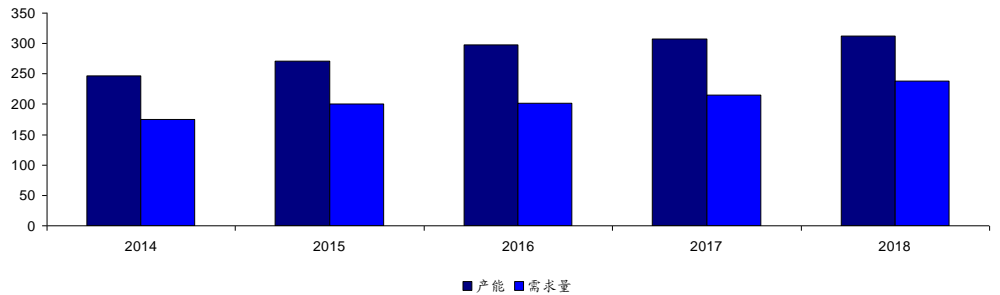
资料来源: 双星新材招股说明书, 海通证券研究所

2.2 通用膜产能过剩，特种膜进口替代空间大

根据聚酯薄膜的用途可以分为通用膜和特种膜。通用膜主要是包装膜，特种膜主要是指具有特种用途或性能的中厚型膜和超薄型膜。

通用膜市场产能过剩，压缩利润空间。通用膜主要用于包装行业，需求量大，目前产能也大。但近年来，国内通用膜生产企业投入大量资金成套引进的国外生产线。从国内之前引进的生产线看，同时期多为配置相同的重复引进，所用的原料相同、生产的产品一致、客户对象也相同，使得产品种类单一且出现产品供给远大于需求的局面，诸多通用膜生产企业纷纷采取低价竞销的方式来争夺订单，严重挤压着整个产业的经营空间，大大压缩了产业利润空间。

图6 2014-2018年我国BOPET薄膜产能和需求量(万吨)

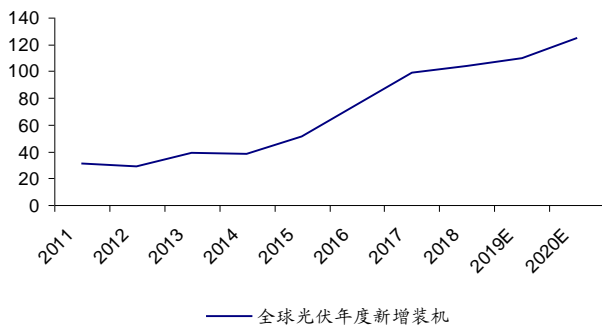


资料来源：中国产业信息网，卓创资讯，海通证券研究所

特种膜可分为中厚型膜（100 μm 以上）和超薄型膜（5 μm 以下），主要应用于太阳能光伏产业、家电及消费类电子、电气化铁路市场、纺织机械市场等。

太阳能光伏产业迅速发展，成为聚酯薄膜应用领域新的增长点。太阳能光伏发电有清洁、安全、可靠、使用寿命长、运行维护成本低等优点，被全世界认为是最有希望的可再生能源之一。在严峻的能源替代形势和人类生态环境（全球变暖）压力下，在各国逐步完善的法规政策的强力推动下，全球光伏行业呈快速发展态势。根据国际能源网援引 SolarPower Europe，2019年全球GW级市场数目由2017年的9个增长到16个。我国光伏产业快速发展，已形成较为完整的光伏制造产业体系。中国目前已成为全球光伏新增装机量的第一大国。根据 LARGE 钜大官网，2018年，我国新增光伏装机容量达44.3GW，占全球新增比例四成以上。

图7 2011-2018年全球光伏新增装机规模及新增预测(GW)



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

图8 2011-2018年我国光伏新增装机规模及新增预测(GW)

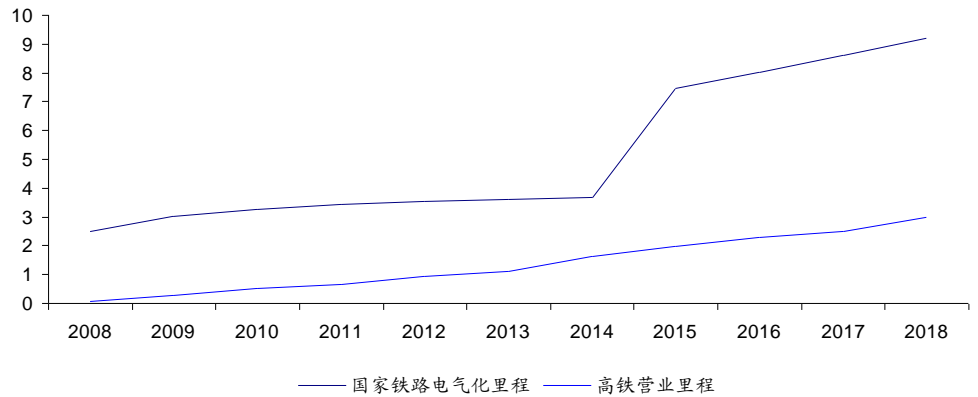


资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

电气化铁路高速发展，给特种电气绝缘用膜带来良好市场机遇。特种电气绝缘用聚酯薄膜主要作为各种电机马达（包括空调、冰箱的压缩机）槽间、匝间的绝缘材料，干式变压器线圈之间以及槽间的隔断绝缘材料等。“十二五”期间我国铁路建设（特别是高速铁路）迎来一个高峰期。“十三五”规划预计，到2020年全国铁路营业里程达到15万公里左右，其中高速铁路3万公里，电气化率达到70%。我们认为，电气化铁路的高

速发展, 将给与之配套的特种电气绝缘用膜带来良好的市场机遇。

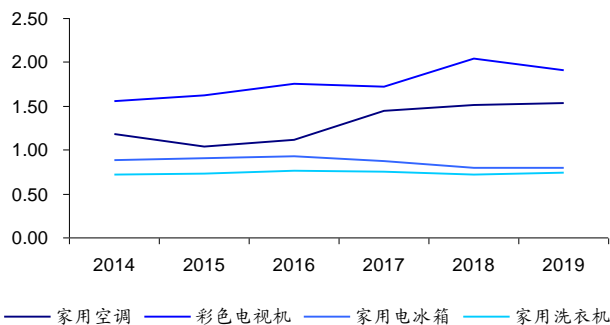
图9 2008-2018年我国铁路电气化里程和高铁营业里程(万公里)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

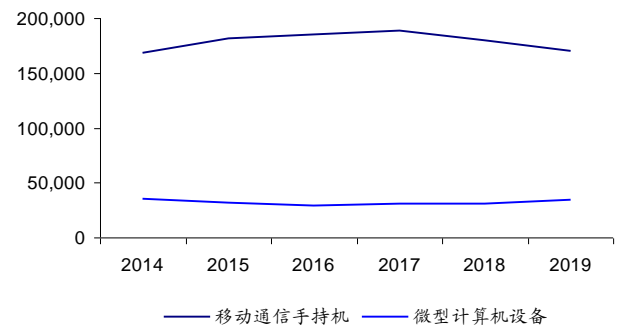
随着冰箱、空调、洗衣机、液晶电视机等家电市场需求的增长, 特种电气绝缘用膜和光学膜也将持续增长。一般而言, 一台冰箱、空调的压缩机约需要用 70 克特种电气绝缘用膜, 而一台洗衣机压缩机约需要 25 克特种电气绝缘用膜。一台液晶显示器需要 7-8 张膜, 一台微型计算机设备(笔记本电脑, 按 12 英寸、16:9、一张膜 150 μ m 计算)约需要 60 克的聚酯薄膜。

图10 2014-2019年我国家电产量(亿台)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图11 2014-2019年我国手机、微型计算机设备产量(万台)

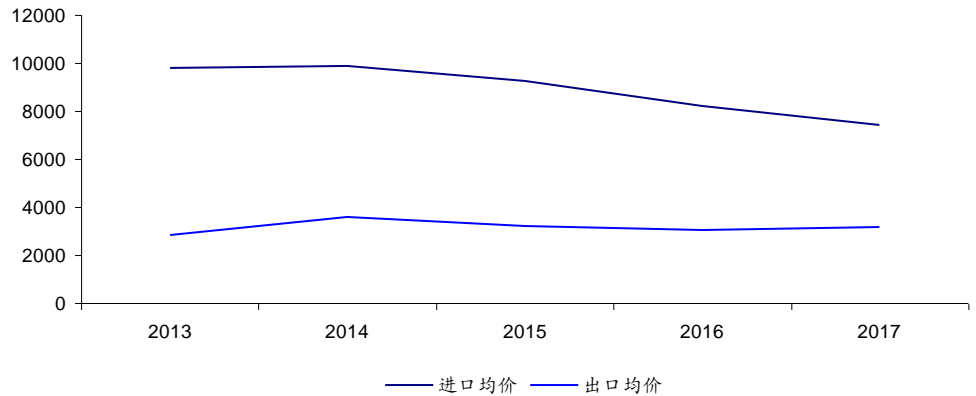


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

2.3 竞争格局

国内通用膜市场竞争激烈。对于通用膜产品而言, 由于产品品种较为单一, 生产技术要求较低, 主要技术都掌握在设备厂商手中, 只要有资金引进成套的设备, 即可进行通用膜的生产制造, 因此进入门槛较低。我们判断, 目前国内通用膜市场处于供大于求的局面, 未来随着通用膜行业竞争的加剧以及利润水平的降低, 有一部分通用膜生产企业将逐步转向从事特种膜的生产。

特种膜市场生产能力不足, 依赖进口。国内特种功能性聚酯薄膜的产能很小, 厚规格特种功能性聚酯薄膜产能更小, 主要集中在应用于绝缘材料领域的几家公司。由于国内某些特种功能性聚酯薄膜产品还是空白, 特别是高附加值的高端中厚型特种功能性聚酯薄膜, 基本上只能依赖进口, 而出口基本上是低端产品, 这就导致了进口产品均价为出口产品的 2-4 倍。

图12 2013-2017 年我国聚酯薄膜进出口均价 (美元/吨)


资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

特种膜市场形成寡头竞争格局。特种膜市场，特别是高端特种膜（如光学基膜、太阳能背材基膜等）市场仍然由国外厂商（或其合资的厂商）占据领先地位。未来随着国内通用膜企业的逐步转型以及国外大型聚酯薄膜生产企业（主要是韩国的聚酯薄膜生产企业，如韩国 SKC 公司、晓星公司、世韩公司等）的进入，国内特种功能性聚酯薄膜行业的竞争将越来越激烈。

目前我国 BOPET 膜生产企业根据其生产的产品类型和规模，大致可以分为规模企业、特色企业及由规模企业向特色企业转型的企业（转型企业）三大类，裕兴科技属于其中的特色企业。

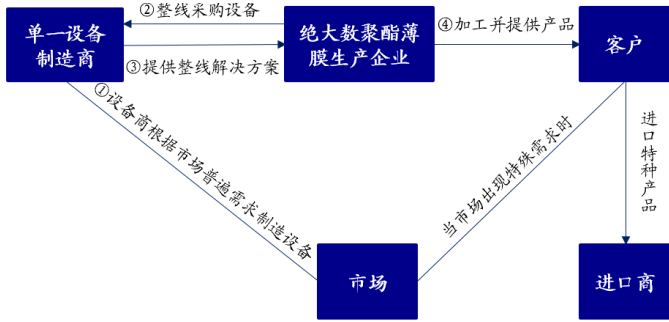
表 3 我国 BOPET 膜生产企业分类情况

项目	规模企业	转型企业	特色企业
主要产品	包装用聚酯薄膜(通用膜)	仍然以通用膜为主，但是产品结构中，通用膜的比例在逐步降低，特种膜的比例逐步提高。	特种功能性聚酯薄膜（特种膜），并能一定程度上替代进口产品。
竞争策略	以规模取胜	进行产品结构调整	以高性能、多功能的特种差异化聚酯薄膜产品取胜。
所处细分市场的竞争格局	完全、无序的市场竞争	通用膜面临完全市场竞争，特种膜市场竞争较少，但其特种膜竞争力还不强	国内生产企业竞争尚不充分，但面临较大的国际厂商高端产品的竞争。
产品研发	关键技术掌握在设备商手中，自主研发能力较弱	有一定的自主研发	自主研发能力较强
代表企业	浙江欧亚薄膜材料有限公司	上海紫东薄膜材料股份有限公司、天津万华股份有限公司	裕兴股份、杜邦鸿基、东材科技、乐凯集团

资料来源：裕兴股份招股说明书，海通证券研究所

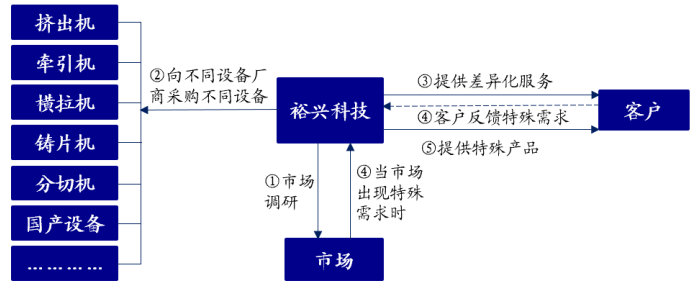
裕兴股份独特的盈利模式降低公司初始投入，增强公司生产多样化产品的能力。行业内绝大多数公司直接向国外设备商整线引进（即“交钥匙工程”），生产企业能通过投资标准化的设备来提高产量，但在这种“以量取胜”的盈利模式最终将导致通用膜市场进入一个“产能扩大—价格降低—利润降低—产能再扩大”的恶性循环。裕兴股份采用向不同设备供应商采购不同的设备的创新盈利模式，采购的设备有一部分为国产设备，由于国产设备购买价格较低，维修方便，且物流成本较低，所以节省约 40% 的设备投资，更关键的是摆脱了对设备商的被动依赖，从而使公司能够主动根据市场调研结果向不同设备商采购设备，生产出满足客户不同需求的差异化产品，并为客户提供一系列特种聚酯薄膜材料的解决方案。

图13 行业内绝大多数聚酯薄膜生产企业盈利模式业务流程图



资料来源：裕兴股份招股说明书，海通证券研究所

图14 裕兴科技盈利模式业务流程图

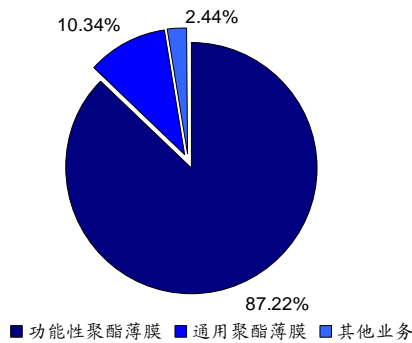


资料来源：裕兴股份招股说明书，海通证券研究所

3. 公司营收以功能性聚酯薄膜为主，通用聚酯薄膜为辅

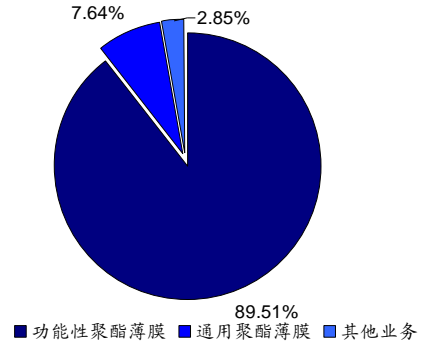
从业务构成来看，公司主营业务收入构成中以功能性聚酯薄膜为主，通用聚酯薄膜和其他业务为辅。根据裕兴股份年度报告的数据，2016至2018年，公司功能性聚酯薄膜收入分别为4.71亿元、5.40亿元和6.44亿元，占业务总收入的比例分别为90.60%、91.39%和87.22%。通用聚酯薄膜和其他业务营业收入占比较少。

图15 2018年公司主要产品营收占比



资料来源：裕兴股份2018年年报，海通证券研究所

图16 2018年公司主要产品毛利占比

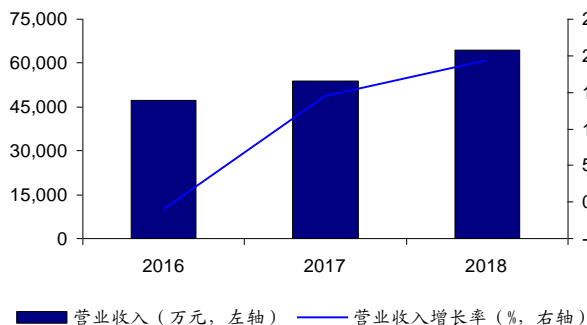


资料来源：裕兴股份2018年年报，海通证券研究所

3.1 功能性聚酯薄膜是主要收入来源

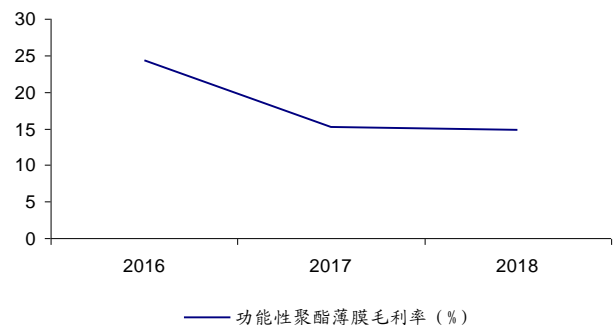
功能性聚酯薄膜是主要收入和盈利来源。根据公司年度报告数据，2016至2018年公司功能性聚酯薄膜收入分别为47142.8万元、53964.5万元和64411.6万元。2017年起毛利率有所降低，主要是由于受激烈的市场竞争和原材料聚酯切片价格不断上涨双重因素的影响。

图17 2016-2018年功能性聚酯薄膜营业收入及其变化情况



资料来源：公司2016-2018年年度报告，海通证券研究所

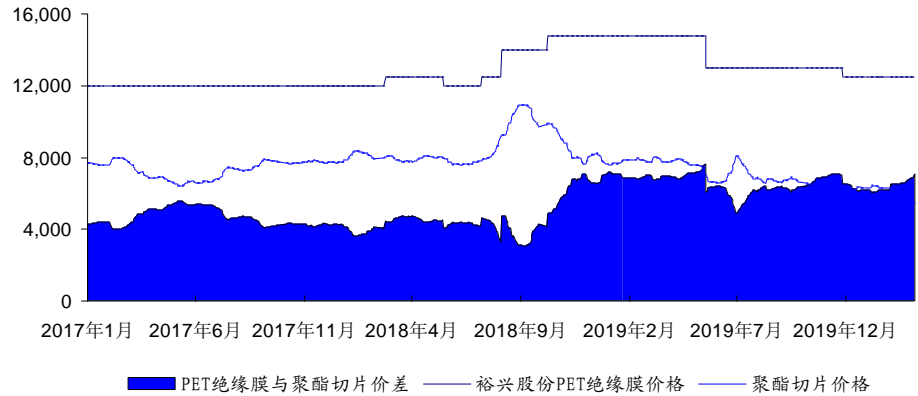
图18 2016-2018年功能性聚酯薄膜毛利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

公司生产所用主要原材料为聚酯切片及抗粘连母料，聚酯切片的原材料为精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（EG），精对苯二甲酸（PTA）的上游为对二甲苯（PX），三者均为石油的下游产品。2012年聚酯切片占公司产品成本的比重约为73.46%。由于原材料成本在公司产品成本中所占比重较大，故原材料价格的波动对公司的盈利能力有较大的影响。

图19 裕兴股份 PET 绝缘膜和聚酯切片价格变化（元/吨）

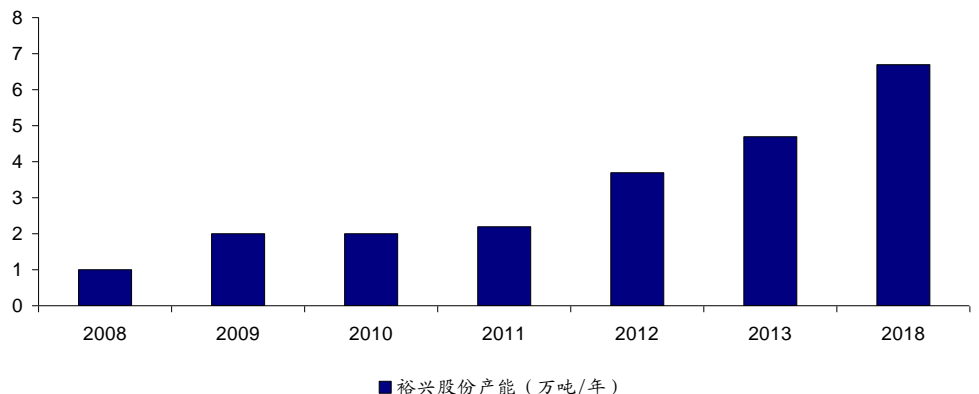


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

3.2 持续拓展产品种类

持续投建新产线，扩大聚酯薄膜产能。2007年裕兴股份在产能为1万吨/年的1#生产线的基础上开始投资建设2#生产线，于2009年2月达产，达产后公司总产能达2万吨/年。2011年5月裕兴股份经过2条生产线技术改造后产能增加至2.2万吨。2010年，裕兴股份启动了3#生产线项目（即年产1.5万吨高端中厚规格BOPET薄膜生产线），3#生产线于2012年5月交付使用，为后续扩大光学基膜产量打下了基础。2011年公司决定投资建设4#生产线（即年产1万吨高端特种电子专用聚酯薄膜生产线项目）并于2013年下半年达产。截至2017年裕兴股份产能为4.7万吨/年。此外，2017公司以自有资金1.28亿元新建五号线项目（即年产2万吨高端功能聚酯薄膜项目）并于2018年投产。

图20 裕兴股份产能变化



资料来源：裕兴股份招股说明书，裕兴股份年度报告，海通证券研究所

持续拓展特种功能性薄膜产品种类。2006年以前公司只生产珠片膜和护卡膜，自2007年开始集中精力研发、生产高附加值的高端中厚型聚酯薄膜，推出了特种电气绝缘用膜、特种电子膜、太阳能背材基膜、触摸开关膜四大类新产品并小批量生产和销售，2008年公司又推出了LCD显示屏光学模组用的光学基膜，2010年公司推出了专为纺织机配套综丝用的薄膜（综丝膜）。随着3#、4#生产线的投产，公司特种功能性聚酯薄膜

的产能增加。2016年,公司与国内科研院所合作,加快推进抗紫外抗水解薄膜、高透高雾薄膜、高阻隔薄膜等产品和性能的研发进度。

表 4 裕兴股份各生产线产品概况

生产线名称	产品概况
1#生产线	以通用聚酯薄膜为主
2#生产线	主要生产中高端中厚规格BOPET膜
3#生产线	生产高端中厚规格BOPET薄膜,其中太阳能背材基膜产能0.46万吨、光学基膜产能0.38万吨、压缩机膜及各种特种电机膜产能0.38万吨,各类电子用特种基膜产能0.28万吨
4#生产线	生产高端特种电子专用聚酯薄膜,其中光学基膜产能0.2万吨,反射膜产能0.1万吨,扩散膜产能0.2万吨,特种电子用膜产能0.2万吨,特种太阳能背材膜产能0.2万吨,综丝膜产能0.1万吨。

资料来源:裕兴股份招股说明书,海通证券研究所

3.3 扩建光学膜产能

光学基膜主要用于液晶显示器的光学膜片,光学基膜经过涂层等工艺后即可制成光学膜片,光学膜片主要包括反射膜、扩散膜、棱镜片等。光学膜片主要是利用各种特制材料的光学性能(例如光源的集中反射、光源的均匀扩散、光源的增亮等)起到增强光源、保证屏幕各区域显示亮度均一性等作用。光学膜片主要应用于LCD的背光模组,背光模组是LCD生产的核心器件之一。

裕兴股份是国内为数不多的几家能生产光学基膜的企业。光学级聚酯基膜为光电产业链前端最为重要的战略材料之一。因需满足高透光率、低雾度、高亮度等性能要求,所以光学基膜为聚酯薄膜行业技术壁垒最高的领域。当前,光学基膜为全球垄断生产,国内进口依存度较高。目前,全球光学基膜基本由国外大公司生产,尤其是高档光学基膜产品的国际、国内市场,几乎都被日本的东丽、美国3M、三菱和韩国的SKC等公司的产品垄断。国内70%的背光模组厂商大多使用上述企业的产品。我国国内光学薄膜产业还处于起步阶段,公司2007年开始研发光学基膜,并于2008年实现试生产,2010年已经开始批量生产。裕兴股份是国内为数不多的几家能生产光学基膜的企业。

表 5 我国生产光学基膜企业简介

公司名称	股票代码	光学基膜生产项目	备注
裕兴股份	300305.SZ	年产2万吨光学级聚酯基膜、年产5000万平方米光学用离型及保护膜生产线	
激智科技	300566.SZ	勤邦新材料二期聚酯薄膜项目	激智科技通过旗下产业基金投资勤邦新材料布局光学基膜
树业环保	430462.OC	光学级BOPET薄膜生产线项目	
长阳科技	688299.SH	研发中心项目	引进了光学基膜的生产线,2018年投产
东材科技	601208.SH	年产15,000吨特种聚酯薄膜生产线	四川东材科技集团股份有限公司通过全资子公司江苏东材布局光学基膜

资料来源:WIND,长阳科技招股说明书,勤邦官网,海通证券研究所

为满足市场需求,扩大功能聚酯薄膜生产能力,提高太阳能电池背板用抗紫外高阻隔聚酯基膜和光学级聚酯基膜的市场占有率,2019年裕兴股份利用自有资金投建年产2.5万吨功能聚酯薄膜项目、年产2万吨光学级聚酯基膜和年产5000万平方米光学用离型及保护膜项目。新产线正常投产预计将增加产能4.5万吨,将会提高经济效益,提升核心竞争力。

表 6 新产线项目概况

项目名称	投资金额		建设期	效益测算
年产 25000 吨功能聚酯薄膜项目	1.6 亿元	15 个月		项目完全达产后, 公司将形成年产项目产品 25000 吨生产能力, 预计年销售收入为 3.5 亿元, 实现利润为 4200 万元 (所得税率按 15% 计算)。项目税后投资回收期 3.7 年
年产 2 万吨光学级聚酯基膜和年产 5000 万平方米光学用离型及保护膜项目	3 亿元		光学级聚酯基膜生产线建设周期预计为 18 个月, 光学用离型及保护膜生产线建设周期预计为 24 个月	项目完全达产后, 正常生产年份预计将形成年产光学级聚酯基膜 2 万吨、光学用离型及保护膜 5 千万平方米生产能力, 预计年销售收入分别为 2.9、1.3 亿元, 利润总额分别为 3600、2500 万元。项目预计合计可实现年销售收入 4.2 亿元, 年利润总额 6100 万元。项目税后投资回收期 6.7 年

资料来源: 裕兴股份关于投建年产 2 万吨光学级聚酯基膜和年产 5000 万平方米光学用离型及保护膜项目的公告公司, 关于投建年产 25000 吨功能聚酯薄膜项目的公告, 海通证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

盈利预测假设: 公司目前产能利用率仍有一定的提升空间, 因此我们预计 2019 和 2020 年公司营业总收入实现小幅增长。根据公司的建设项目进度, 我们预计 25000 吨功能聚酯薄膜项目、2 万吨光学级聚酯基膜以及 5000 万平方米光学用离型及保护膜项目将于 2021 年逐步建成投产, 因此 2021 年公司营业收入增幅有所提升, 增速为 19.12%。此外, 公司产品价格及毛利率水平保持稳定。

我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 0.94 亿元、1.09 亿元和 1.24 亿元, 对应的 EPS 为 0.33 元、0.38 元和 0.43 元, 我们给予公司 20 年 28-35 倍 PE, 对应的合理价值区间为 10.64-13.30 元 (对应 20 年 PB 为 1.82-2.28 倍), 首次覆盖给予公司优于市评级。

表 7 裕兴股份盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
功能性聚酯薄膜					
收入(百万元)	539.65	644.12	760.06	851.26	1021.52
成本(百万元)	457.93	548.91	619.45	693.78	832.54
毛利率 (%)	15.14	14.78	18.50	18.50	18.50
通用聚酯薄膜					
收入(百万元)	30.46	76.35	97.73	112.39	129.25
成本(百万元)	27.76	68.23	87.96	101.15	116.32
毛利率 (%)	8.87	10.64	10.00	10.00	10.00
其他业务					
收入(百万元)	20.41	18.01	16.75	15.91	16.07
成本(百万元)	18.06	14.98	13.74	13.05	13.18
毛利率 (%)	11.54	16.83	18.00	18.00	18.00
总计					
收入(百万元)	590.52	738.48	874.54	979.57	1166.84
成本(百万元)	540.43	632.12	721.14	807.98	962.04
毛利率 (%)	14.69	14.40	17.54	17.52	17.55

资料来源: 公司 2018 年报, WIND, 海通证券研究所

表 8 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2020E
002324.SZ	普利特	19.92	0.18	0.31	0.43	56.12	42.99	40.69	4.07
002395.SZ	双象股份	23.62	0.12	0.17	1.15	86.75	147.72	20.06	4.82
	平均值		0.15	0.24	0.79	71.44	95.36	30.38	4.45

注: 收盘价为 2020 年 4 月 7 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

特种功能性聚酯薄膜需求量不及预期，原材料价格剧烈变化。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	738	875	980	1167
每股收益	0.26	0.33	0.38	0.43	营业成本	632	721	808	962
每股净资产	5.13	5.46	5.84	6.27	毛利率%	14.4%	17.5%	17.5%	17.6%
每股经营现金流	-0.03	0.16	0.11	0.01	营业税金及附加	3	4	4	5
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	11	14	15	18
P/E	30.01	25.70	22.26	19.58	营业费用率%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
P/B	1.54	1.54	1.44	1.34	管理费用	17	26	28	32
P/S	4.19	3.54	3.16	2.65	管理费用率%	2.4%	3.0%	2.9%	2.7%
EV/EBITDA	19.61	28.79	25.71	21.28	EBIT	46	74	84	104
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-17	-10	-13	-10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.3%	-1.1%	-1.4%	-0.9%
毛利率	14.4%	17.5%	17.5%	17.6%	资产减值损失	7	5	1	1
净利润率	10.3%	10.8%	11.1%	10.6%	投资收益	26	27	25	26
净资产收益率	5.1%	6.0%	6.5%	6.8%	营业利润	86	106	122	139
资产回报率	4.6%	5.5%	6.0%	6.3%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	3.8%	5.2%	5.3%	5.9%	利润总额	86	106	122	139
盈利增长 (%)					EBITDA	98	74	84	104
营业收入增长率	25.1%	18.4%	12.0%	19.1%	所得税	9	11	13	15
EBIT 增长率	12.4%	60.5%	14.2%	22.5%	有效所得税率%	11.1%	10.6%	10.8%	10.6%
净利润增长率	10.5%	23.8%	15.5%	13.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	76	94	109	124
资产负债率	9.5%	7.5%	7.8%	8.5%					
流动比率	8.8	10.3	9.3	8.4	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	8.2	9.5	8.5	7.6	货币资金	413	296	254	222
现金比率	2.9	2.6	2.0	1.5	应收账款及应收票据	437	458	516	614
经营效率指标					存货	51	55	61	73
应收帐款周转天数	194.1	191.3	192.3	191.9	其它流动资产	350	356	360	369
存货周转天数	26.3	28.1	27.5	27.7	流动资产合计	1250	1166	1190	1278
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	长期股权投资	33	33	33	33
固定资产周转率	2.5	2.6	2.7	3.0	固定资产	316	346	376	406
					在建工程	5	125	195	225
					无形资产	12	12	12	12
					非流动资产合计	389	539	639	699
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1639	1705	1829	1977
净利润	76	94	109	124	短期借款	40	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	91	98	113	133
非现金支出	59	5	1	1	预收账款	3	3	4	4
非经营收益	-24	-26	-25	-26	其它流动负债	8	12	12	15
营运资金变动	-118	-26	-52	-96	流动负债合计	142	113	128	152
经营活动现金流	-8	47	32	3	长期借款	0	0	0	0
资产	-51	-150	-100	-60	其它长期负债	15	15	15	15
投资	-21	0	0	0	非流动负债合计	15	15	15	15
其他	22	27	25	26	负债总计	157	128	143	167
投资活动现金流	-50	-123	-75	-34	实收资本	289	289	289	289
债权募资	30	-40	0	0	普通股股东权益	1483	1577	1686	1810
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-42	-1	0	0	负债和所有者权益合计	1639	1705	1829	1977
融资活动现金流	-12	-41	0	0					
现金净流量	-69	-117	-43	-31					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
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： 皇马科技,梅花生物,诺普信,茶花股份,联瑞新材,双一科技,和远气体,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,鲁西化工,利民股份,光华科技,海利尔,黑猫股份,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,先达股份,万顺新材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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; 2. 市场基准指数的比较标准: 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

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@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

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@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
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@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
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@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
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@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

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@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
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
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 xj11211@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
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@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
联系人
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
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

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

批发和零售贸易行业

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

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@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(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@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 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@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 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@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 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@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 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@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 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@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 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xy z11630@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 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@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 辛丽娟(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 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 jiwj@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	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@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