

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

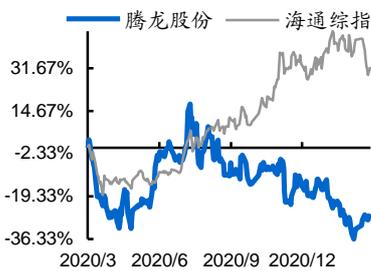
汽车节能环保零件龙头，布局氢燃料电池

股票数据

03月03日收盘价(元)	19.14
52周股价波动(元)	15.18-28.86
总股本/流通A股(百万股)	217/217
总市值/流通市值(百万元)	4153/4153

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.6	-5.7	-6.4
相对涨幅(%)	13.2	-10.3	-14.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

分析师:张磊

Tel:(021)23212001

Email:zl10996@htsec.com

证书:S0850517070006

联系人:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

投资要点:

- 专注汽车节能环保零部件布局。**腾龙股份专注于汽车节能环保零部件研发、生产和销售，主要布局汽车热管理系统零部件、汽车发动机节能环保零部件两大板块，其中汽车热管理系统零部件板块主要产品为汽车空调管路、汽车热管理系统连接硬管及附件，汽车发动机节能环保零部件板块主要产品为EGR（汽车废气再循环）系统、传感器、汽车胶管。同时，2020年公司收购新源动力，进入氢燃料电池领域。
- 并购进入氢燃料电池领域。**据腾龙股份2020年三季报，截至2020年9月30日，公司已持有新源动力40.36%的股份。新源动力是中国第一家致力于燃料电池产业化的公司，主要从事氢燃料电池膜电极、电堆模块、系统及相关测试设备的设计开发、生产制造和技术服务，处于产业链中游核心位置。2019年我国燃料电池汽车上牌量达2737辆，较2018年度同比增长79%，在《节能与新能源汽车产业技术路线图2.0》的基础上保守估计我国**2025年**氢能源汽车保有量将达5万辆，其中包括1万辆商用车和4万辆乘用车，假设新源动力占有5%市场份额，**将带来2.4亿元的年收入，为新源动力2019年营收的3.08倍。**
- 汽车热管理系统零部件量价齐升。**公司汽车热管理系统零部件业务主要产品为汽车空调管路、汽车热管理系统连接硬管及附件。**新能源车渗透率提升带来热管理系统单车售价的上升，公司并购天元奥特后有望提升其市占率。**2019年公司市占率约为12%。我们假设**2025年**，公司市占率提升到15%，则公司本业务收入有望达**12.6亿元，是2019年的1.75倍。**
- 国六推动EGR需求爆发。**EGR为公司传统业务，2017年5月，公司又收购了从事EGR业务的力驰雷奥。EGR系统可以降低汽车尾气中的NOx（氮氧化物）的含量，同时提升燃油经济性。2018年6月8日发布的国六标准，要求汽车NOx氮氧化物的排放量需低于35mg/km，相较于国五和国六a标准允许的60mg/km下降达41.7%。假设**2025年**，公司在EGR市场份额达到10%，其业务营收有望达**3.6亿元，约为2019年该业务营收的1.98倍。**
- 盈利预测与估值。**我们预计公司2020-21年实现归母净利润1.65、2.18亿元，对应EPS为0.76、1.00元/股。考虑到公司在汽车热管理系统的完整产业链布局，以及国内新能源车需求的快速增长，给予公司2021年23-26X PE，合理价值区间为23-26元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**（1）新源动力收购进程不及预期。（2）竞争加剧，影响公司市场份额和毛利率的提升。（3）国六非EGR解决方案的竞争。（4）对并购公司的整合不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1018	1034	1765	2071	2484
(+/-)YoY(%)	12.6%	1.5%	70.7%	17.3%	20.0%
净利润(百万元)	117	122	165	218	265
(+/-)YoY(%)	-10.6%	4.3%	35.1%	32.0%	21.6%
全面摊薄EPS(元)	0.54	0.56	0.76	1.00	1.22
毛利率(%)	31.4%	34.4%	32.7%	34.3%	34.2%
净资产收益率(%)	11.9%	11.5%	13.4%	15.0%	15.4%

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

目 录

1. 汽车节能环保零部件完整布局	5
2. 收购进入氢燃料电池领域	7
3. 汽车热管理系统有望量价齐升	11
4. 国六推动 EGR 需求快速增长	13
5. 盈利预测与估值	16
6. 风险提示	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	腾龙股份并购情况.....	5
图 2	腾龙股份近 5 年营收和归母净利情况	5
图 3	2019 年腾龙股份营收构成	6
图 4	腾龙股份股权结构图，截至 2020Q3	6
图 5	公司销售毛利率和销售净利率情况	7
图 6	公司费用占总营收比例情况（%）	7
图 7	近年全球分应用领域燃料电池出货量	7
图 8	近年国内燃料电池汽车上牌数（辆）	8
图 9	我国燃料电池汽车保有量和企业产能规划	8
图 10	车用燃料电池产业链	9
图 11	新源动力部分在售产品	9
图 12	截至 2019 年末燃料电池汽车发动机系统供应商分布	10
图 13	燃料电池发动机及电堆成本受规模效应影响情况	10
图 14	国内汽车销量情况和预测	12
图 15	全球汽车、新能源汽车销量情况和预测	12
图 16	公司热交换零部件年销售额/全国汽车及其零部件年销售额（元/万元，公司销售 额含胶管）	13
图 17	公司热管理零部件销售业务毛利率情况（%）	13
图 18	公司 EGR 业务收入情况	14
图 19	EGR 系统运作原理示意图	15
图 20	重型柴油车国三至国五标准实施时间及 NOx 限量（g/kwh）	15
图 21	我国各年份乘用车百公里油耗上限要求（L）	16
图 22	公司 EGR 业务毛利率情况（%）	16

表目录

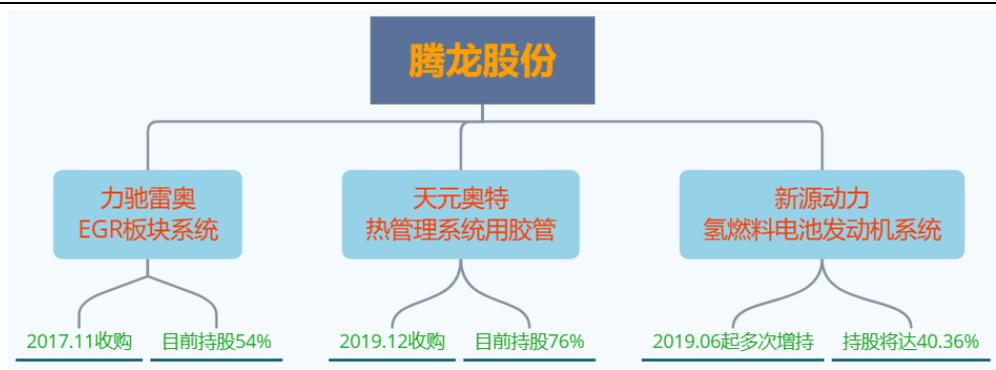
表 1	第一类轻型车国五/国六部分标准对比（mg/km）	14
表 2	腾龙股份分产品盈利预测（亿元）	18
表 3	可比公司市盈率（倍）	19

1. 汽车节能环保零部件完整布局

腾龙股份专注于汽车节能环保零部件研发、生产和销售，主要布局汽车热管理系统零部件、汽车发动机节能环保零部件两大板块，其中汽车热管理系统零部件板块主要产品为汽车空调管路、汽车热管理系统连接硬管及附件，汽车发动机节能环保零部件板块主要产品为 EGR（汽车废气再循环）系统、传感器、汽车胶管。同时，2020 年公司收购新源动力，进入氢燃料电池领域。

公司下游客户主要为整车厂和零部件系统供应商。主要整车制造商客户包括本田、沃尔沃、标致雪铁龙、福特、马自达、吉利、上汽、东风、长城、广汽、北汽、蔚来、比亚迪等，零部件系统供应商客户包括法雷奥、马勒、翰昂、大陆、博世等，同时公司通过系统供应商配套于特斯拉、玛莎拉蒂、保时捷、奔驰、宝马、奥迪、丰田、大众等全球知名汽车品牌。

图1 腾龙股份并购情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

2019 年腾龙股份实现营业收入 10.34 亿元，比上年同期增长 1.5%；实现归母净利润 1.2 亿元，比上年同期增长 4.3%。营业收入与净利润增长主要源于公司 EGR 系统及传感器销售收入同比增长 30.47%。2020 年 Q1-3 公司将天元奥特并表，其营业收入和归母净利润大幅增长。

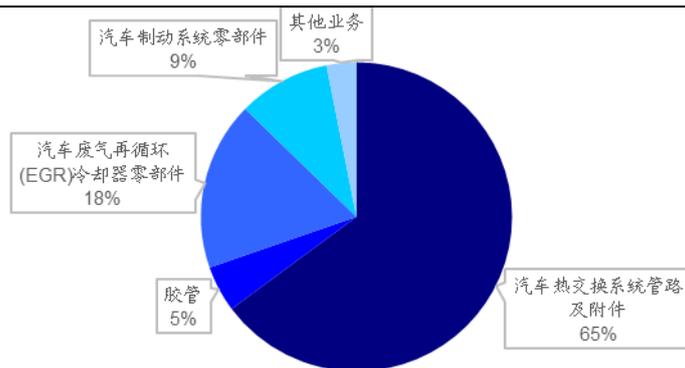
图2 腾龙股份近 5 年营收和归母净利润情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

汽车热交换系统管路及部件一直是腾龙股份的第一大营收来源，2019 年，该业务营收占比 65%，2015-19 年呈下降趋势，同期公司 EGR 业务收入占比从 10% 上升到 18%。

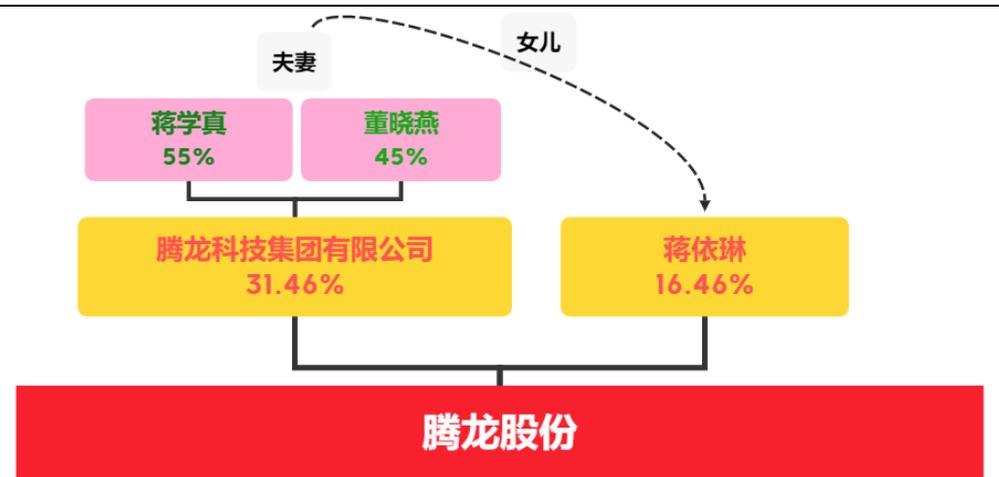
图3 2019年腾龙股份营收构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司股权架构稳定。截至2020年第三季度末,公司实际控制人为蒋学真、董晓燕夫妇,通过腾龙科技集团有限公司合计持有公司31.46%的股权,与一致行动人、其女儿蒋依琳合计持有公司股份47.92%。

图4 腾龙股份股权结构图,截至2020Q3

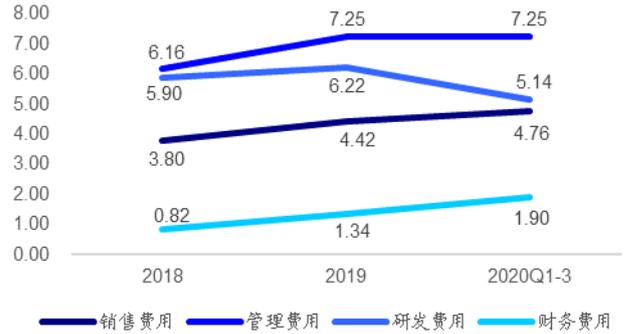


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2016年以来,公司的毛利率和净利率总体波动不大,2019年公司毛利率为34.42%,净利率为13.12%。2020Q1-3,公司毛利率为31.33%,净利率为11.15%,较2019年有一定的下滑。2019年,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占营收比重为4.42%、7.25%、6.22%、1.34%。2020年Q1-3,公司销售费用率、管理费用率和财务费用率小幅上升,我们认为,这主要源于疫情影响下的正常波动。

图5 公司销售毛利率和销售净利率情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司费用占总营收比例情况 (%)


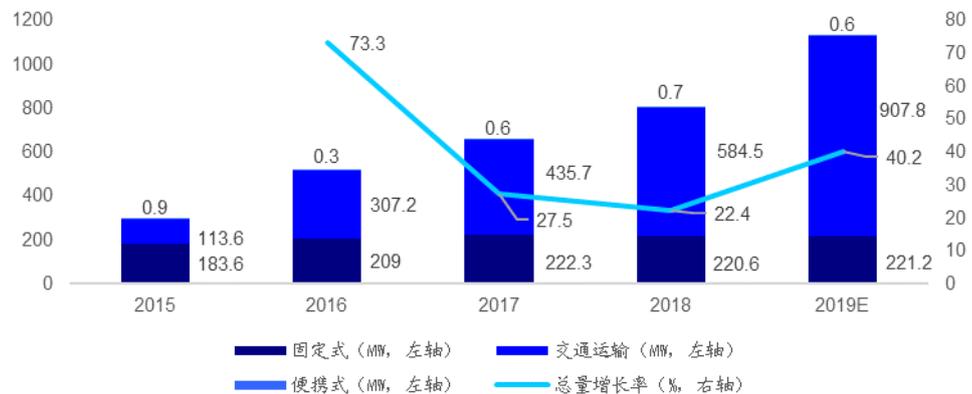
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 收购进入氢燃料电池领域

2019年6月,腾龙股份宣布收购氢燃料电池公司新源动力3.57%的股权,之后公司继续对新源动力进行了数轮收购,据腾龙股份2020年三季报,截至2020年9月30日,公司已持有新源动力40.36%的股份。

与锂离子电池相比,氢燃料电池有续航里程更长,充电时间更短的优势。但是由于较高的成本和技术要求,氢燃料电池尚未实现大规模产业化。氢燃料电池汽车的研发与商业化应用在日本、美国、韩国、欧洲等国家迅速发展,各国均制定了燃料电池行业中长期发展规划并投入巨额补贴,日本等甚至将发展氢能燃料电池技术提升到了国家战略层面。

目前,燃料电池根据其应用场景不同可大体分为交通运输用、固定式、便携式燃料电池,近年来需求量均呈现爆发式增长。根据亿华通招股书援引E4tech的统计数据,2019年度全球燃料电池出货量达1129.6兆瓦,2015年-2019年复合增长率达到39.52%,其中交通运输领域需求上升尤为显著,年复合增长率达68.13%。燃料电池整体应用领域由以清洁电站、辅助电源为应用场景的固定式电源向以交通运输为应用场景的车用电源转变。

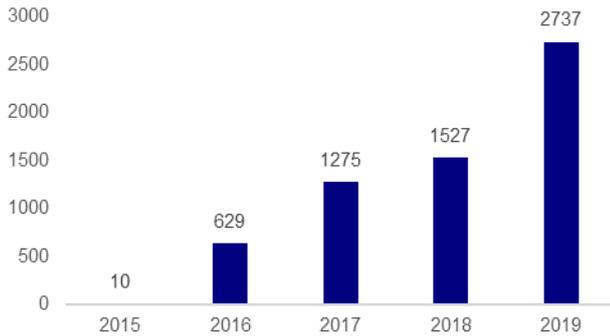
图7 近年全球分应用领域燃料电池出货量


资料来源: 亿华通招股书, E4tech-《The Fuel Cell Industry Review 2019》, 海通证券研究所

“十五”期间,氢燃料电池汽车即被确立为我国新能源汽车发展的主要技术路径之一。我国燃料电池汽车销量于2016年开始快速起步,之后4年燃料电池汽车销量年复合增长率达到63.26%,2019年度我国燃料电池汽车上牌量达2737辆,较2018年度同比增长79%,表明我国燃料电池汽车产业已经从政府主导的技术探索、示范运营阶段发展至商业化初期阶段。根据中国汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车产业技术路

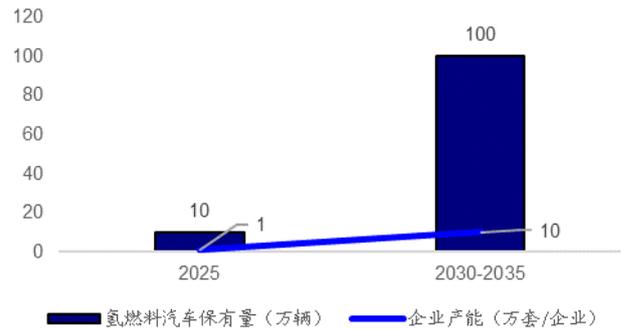
线图 2.0》，到 2030-2035 年将实现大规模商业化推广累计 100 万辆，燃料电池系统产能超过 10 万套/企业，整机性能达到与传统内燃机相当。

图8 近年国内燃料电池汽车上牌数 (辆)



资料来源：亿华通招股书，中汽协，深圳市高工产业研究有限公司，海通证券研究所

图9 我国燃料电池汽车保有量和企业产能规划

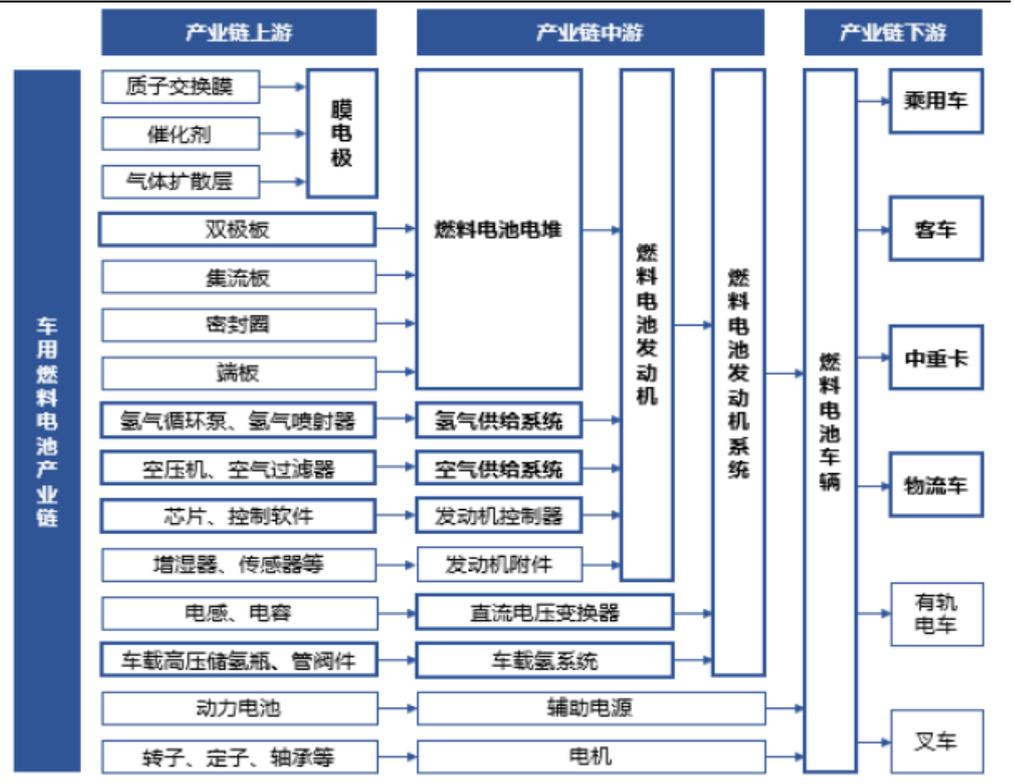


资料来源：中国汽车工程学会-《节能与新能源汽车产业技术路线图 2.0》，海通证券研究所

中国燃料电池汽车产业发展路径为先商后乘，即通过商用车发展规模化降低燃料电池和氢气成本，同时带动氢能基础设施建设，后续拓展到乘用车领域，主要由于：1) 我国城市人口密度和人口基数普遍较大，公共交通运输系统发达，公交车与城市客车保有量较大；2) 商用车一般存在固定路线，沿线建设加氢站可有效提升加氢站利用率，且燃料电池汽车从技术特点上更适合中长途、中重载运输体系；3) 我国依托政策优势可快速进行公共交通体系及城市配送领域的商业化推广，燃料电池公交车、城市客车、城市物流车节能减排效果显著，可有效缓解因燃油车油耗及碳排放较高带来的环保压力。目前我国燃料电池汽车在售车型主要来自于宇通客车、北汽福田、中通客车、申龙客车等商用车企业，同时上汽集团、长城汽车等车企纷纷在燃料电池乘用车领域进行布局。

新源动力是中国第一家致力于燃料电池产业化的公司。主要从事氢燃料电池膜电极、电堆模块、系统及相关测试设备的设计开发、生产制造和技术服务，处于产业链中游核心位置。新源动力 2018 年实现营业收入 7699 万元，净利润 507 万元；2019 年实现营业收入 7886 万元，净利润-893 万元。我们认为，氢燃料电池目前渗透率不高，但前期卡位需要巨大的研发投入，实现关键零部件的国产化。

图10 车用燃料电池产业链



资料来源：亿华通招股书，海通证券研究所

电堆作为燃料电池系统的核心组成部分，对燃料电池发动机的关键性能和成本具有较大的影响。电堆被称之为燃料电池发动机系统的核心，是燃料电池发动机的动力来源，其主要由多层膜电极与双极板堆叠而成。燃料电池的研发和生产具备较高的技术壁垒，新源动力是国内少有的能够独立生产电堆并经过多年实际应用的公司。

膜电极是燃料电池发生电化学反应的场所，由质子交换膜、催化剂与气体扩散层结合而成，是燃料电池电堆的核心部件，对电堆的性能、寿命和成本具有关键影响。新源动力已经实现了自主研发的高功率密度、强环境适应性和车用高耐久性膜电极的量产。

图11 新源动力部分在售产品



资料来源：新源动力官网，海通证券研究所

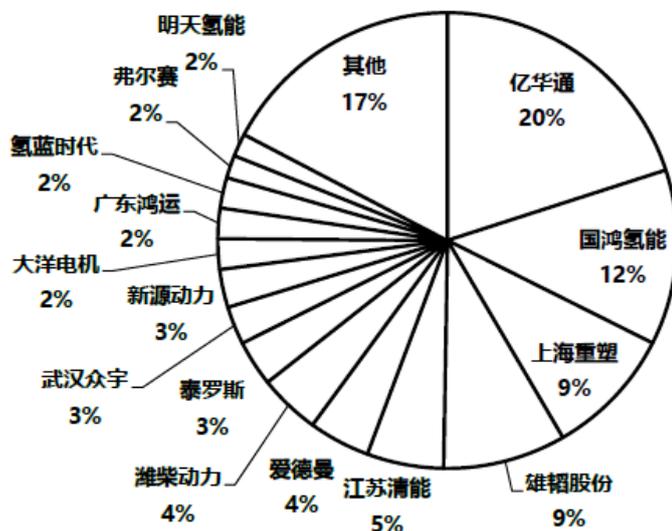
我们认为，新源动力在未来5年会迎来行业市场空间和公司市场份额的双重提升。

在行业市场空间方面：我们在《节能与新能源汽车产业技术路线图2.0》的基础上做更保守的估计，假设2025年我国氢能源汽车保有量将达5万辆，其中包括1万辆商用车和4万辆乘用车，即至少平均每年新增2000辆商用车和8000辆乘用车。

在公司市场占比方面：1) 由于新源公司的原大股东为上汽投资，其主要客户也为上汽系，随着腾龙股份入主新源动力，新源动力有望借助腾龙股份的客户渠道进一步开拓下游市场。2) 腾龙股份的控股子公司腾龙氢能处于氢燃料电池产业链上游，有望为

处于产业链中游的新源动力提供核心零部件及技术支撑,进一步压缩成本,提升新源动力的市场竞争力,形成良好的联动效应。3) 新源动力作为国内少有的能够独立生产电堆并经过多年实际应用的厂商,有望借助国产替代效应进一步增加市场份额。考虑到同样具有独立生产电堆能力的亿华通目前市占率达 20%,我们保守估计,到 2025 年,新源动力将依托各方面有利条件,将市占率提升到前五名的水平,假设和目前的第五名市占率相当——5% (据图 12,新源动力 2019 年市占率为 3%)。

图12 截至 2019 年末燃料电池汽车发动机系统供应商分布

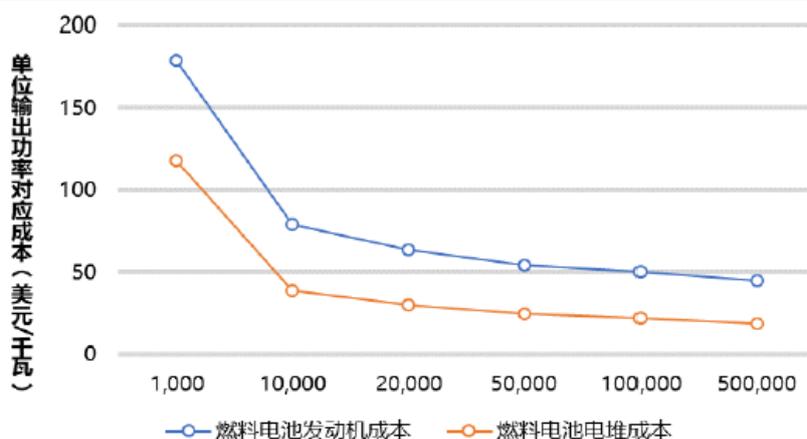


资料来源: 亿华通招股书, 工信部-《道路机动车辆生产企业及产品》, 海通证券研究所

根据以上假设,我们可以保守估计,到 2025 年,新源动力将为超过 $2000 \times 5\% = 100$ 辆商用车和 $8000 \times 5\% = 400$ 辆乘用车提供电池系统,参考亿华通招股书公布的电堆单价,我们保守假设未来电堆价格有一定的下降,按每辆乘用车电堆 40 万元,每辆商用车电堆 80 万元计算,这意味着 2025 年 2.4 亿元的年收入,为新源动力 2019 年营业收入的 3.08 倍。

参考同样具有量产自主研发电堆能力的科创板上市公司亿华通-U,其在 2016 年至 2019 年的销售毛利率分别为 43.19%、46.3%、50.32%、45.12%。随着生产规模的扩大,燃料电池系统成本将快速下降。根据美国能源部对燃料电池系统及电堆成本与产量关系的测算,当制造商燃料电池发动机年产量达到 50 万套时,燃料电池电堆及发动机成本可分别下降至 19 美元/千瓦及 45 美元/千瓦,成本较年产量 1000 套情况下分别下降 83.90%、74.86%。在未来,我们认为行业内头部公司的毛利率有望进一步提升。

图13 燃料电池发动机及电堆成本受规模效应影响情况



资料来源: 亿华通招股书, 美国能源部-《DOE Hydrogen and Fuel Cells Program Record》, 海通证券研究所

3. 汽车热管理系统有望量价齐升

腾龙股份汽车热管理系统零部件业务板块主要产品为汽车空调管路、汽车热管理系统连接硬管及附件。2019年,公司在该板块实现营收6.7亿元,同比下降7.94%,我们认为这是受到2019年国内汽车销量总体下滑的影响;2020H1,公司在该板块实现营收2.9亿元,同比上升13.33%。我们认为,公司该板块业务未来成长迅速:

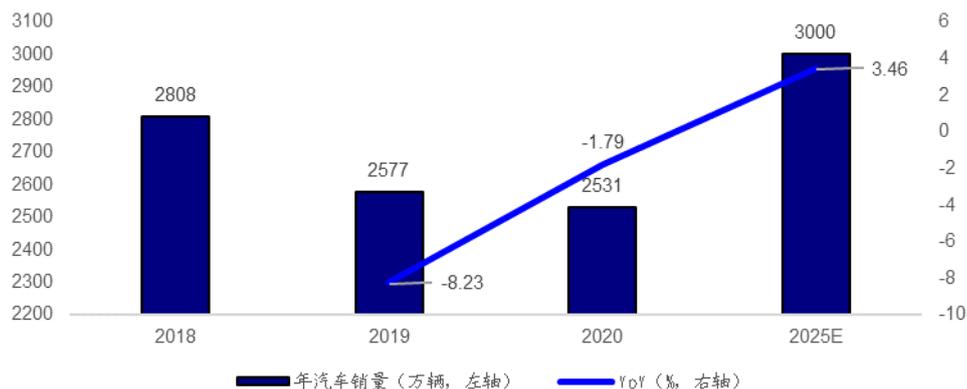
一是新能源车渗透率提升带来的单车销售额上升。传统汽车的热管理系统主要为汽车空调和发动机散热系统,而新能源汽车的热管理系统涵盖了新能源汽车几乎所有的组成部分,包括空调、动力电池、驱动电机、整车电控等等,复杂程度更高,对空调管路及相关零部件提出了更高的要求。在汽车空调管路产品领域,一方面与传统燃油车相比新能源汽车将增加一定数量管路,另一方面,增加新的管路支路对管路的工艺制作,如铝管的管端成型、密封槽的旋压、管件弯曲、管间密封焊接技术提出了更高的要求。在产品售价上新能源汽车空调管路与传统燃油汽车相比单车价值量更高。我们认为,新能源汽车配套热管理系统零部件将成为公司本块业务未来的发力点。

公司的销售结构转型已经展现。在国内市场,公司同时为传统客户的新能源车型以及蔚来、小鹏等新势力企业提供配套。海外方面,2018年以来,公司欧洲工厂与标致雪铁龙、沃尔沃等车企建立了良好的合作关系,在2019年国内汽车销量整体下滑的情况下,公司获得多个海外市场项目定点,欧洲生产基地和东南亚生产基地已陆续实现投产。2020年11月7日,公司的定增申请获证监会发审委审核通过,公司将投入3.4亿元用于波兰汽车空调管路扩能项目,我们认为,这将进一步提升公司在新能源车配套热管理系统零部件方面的竞争力,进一步拓展新能源汽车热管理系统零部件海外市场。

根据国务院在2020年10月20日发布的《**新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)**》,我国在**2025年,新能源汽车新车销量将占到全部汽车新车销量的20%**。我们认为,在同期,公司的销售结构中,新能源汽车占比能达到同样或更高的水平:1)公司在技术方面有优势,公司在定增后将投建的欧洲研发中心项目将进一步强化新能源汽车热管理系统零部件研发,布局汽车空调管路前瞻技术,帮助公司改善销售结构。2)得益于欧洲不断加强碳排放控制,各国出台了燃油车禁售时间表,公司海外业务的销售对象或将有更多的新能源车型,这将改善公司的销售结构。我们保守估计,公司在2025年,汽车热循环系统零部件的销售对象中,**非新能源:新能源汽车比例与行业相当,即4:1**。

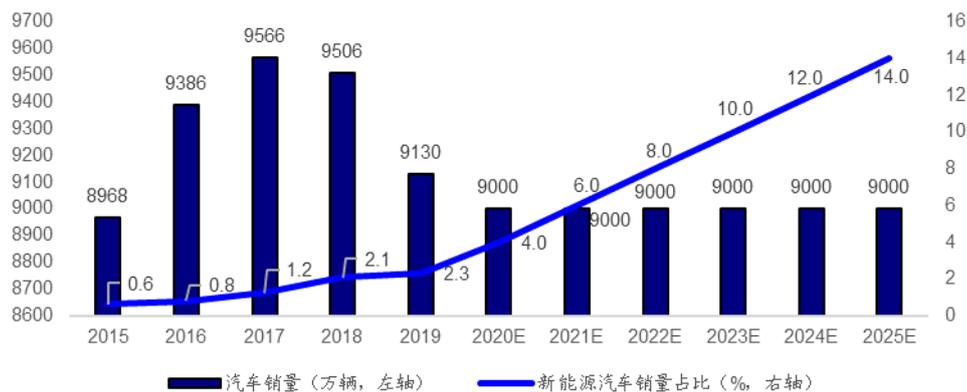
根据中国产业信息网的研究,燃油车单车的空调管路等设备的价值在200元左右。由于新能源汽车需要的热管理管路更多,技术要求更高,我们估计公司热管理系统零部件对新能源汽车的单车销售额为燃油车的3倍,在600元左右。假设2019年公司热管理系统零部件供应的车量中,新能源车占比为4.7%,即与当年国内新能源车销量占总销量的比例相一致。那么我们可以计算出公司热管理系统零部件的平均单车销售额约为 $600*4.7%+200*95.3%=219$ 元。我们保守假设2025年公司下游客户中新能源车型的占比为20%,则平均单车销售额将达 $600*20%+200*80%=280$ 元。这意味着相比2019年,2025年的平均单车销售额将上升约27.85%。

二是国内外整体汽车销售的稳定上升。2019年,我国汽车行业在转型升级过程中,受中美经贸摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素的影响,承受了较大压力,总销量较2018年下滑较大。2020年,尽管面对了新冠疫情的冲击,但是随着国内疫情情况的迅速好转,汽车销量较2019年总体稳定。中汽协常务副会长兼秘书长付炳锋在2021年中国汽车市场发展预测峰会上提出,2025年国内汽车销量有望达3000万辆,这相对于2020年的2531万辆增长超18%,CAGR达3.46%。

图14 国内汽车销量情况和预测


资料来源：中汽协，海通证券研究所

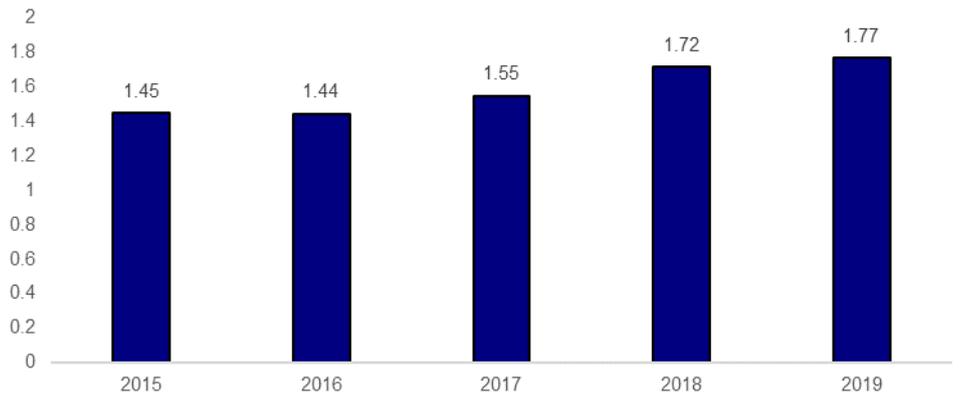
在境外市场，我们认为，公司的业务主要针对新能源汽车。根据产业信息网援引智研咨询的数据，2019年，全球汽车总销量9130万辆，新能源汽车渗透率2.3%。根据腾龙股份2020年非公开发行A股股票预案援引Marklines的预测，在政策的刺激下，欧洲新能源汽车产销规模将在2021年突破100万辆，预计到2025年时，新能源汽车销量将达456.7万辆。我们保守估计，至2025年全球汽车年销量维持在9000万辆，同时新能源车的渗透率达到14%，则全球新能源汽车年销量将达1260万辆，相对于2019年的210万辆增长达500%。

图15 全球汽车、新能源汽车销量情况和预测


资料来源：产业信息网，智研咨询，《Global EV Outlook 2020》，OICA，海通证券研究所

三是公司市占率的上升。1) 国内市场，公司有望利用规模效益，提升市占率；2) 国外市场，公司有望利用成本优势进一步提高市占率；3) 公司在2019年并表了天元奥特，如果顺利整合天元奥特的胶管业务和原有的空调导管业务，则有望提升市占率。

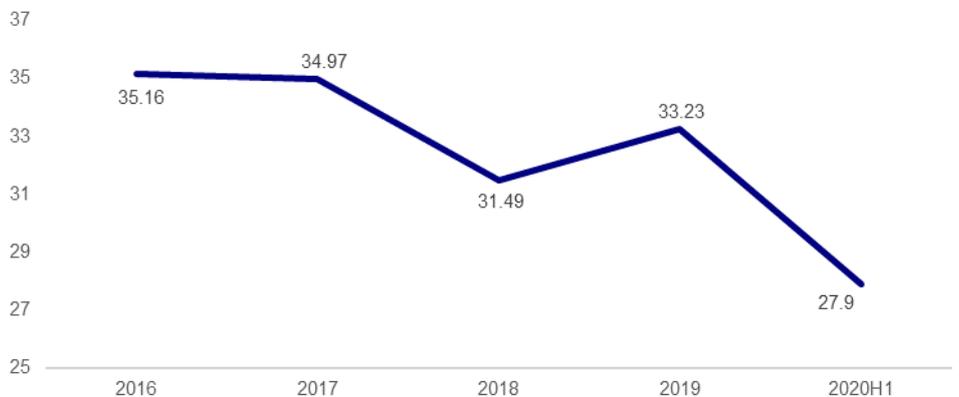
我们采取每年公司热交换零部件业务的销售额（含胶管）与当年国内汽车及其零部件销售额的比值作为衡量公司市场份额的指标。可以观察到，自2016年起，公司的此项数据逐年上升。2019年，由于腾龙股份并表了天元奥特的胶管业务，本指标达到新高，相比2016年增长超过20%。这也验证了我们的判断。

图16 公司热交换零部件年销售额/全国汽车及其零部件年销售额 (元/万元, 公司销售额含胶管)


资料来源: 中汽协, Wind, 海通证券研究所

在 2019 年, 国内市场共销售汽车 2577 万辆, 按我们测算的单车 219 元的销售额, 当年的市场营收空间约为 56 亿元。而腾龙股份当年本块业务的销售额为 6.7 亿元, 由此我们判断 2019 年公司的市占率约为 12%。我们保守假设 2025 年, 国内汽车年销量 3000 万台, 公司的热管理零部件系统市占率提升到 15%, 按单车售价 280 元, 则公司本业务收入 (含胶管) 可达 12.6 亿元, 是 2019 年该业务收入的 1.75 倍。

2016 年到 2019 年, 公司热管理零部件业务的毛利率水平总体较为稳定, 分别为 35.16%, 34.97%, 31.49%, 33.23%。2020H1 毛利率水平有一定的下滑, 降落到 27.9%, 我们认为这是并表天元奥特后的正常毛利水平波动, 公司在长期的毛利率水平能够回到 30% 以上。

图17 公司热管理零部件销售业务毛利率情况 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 国六推动 EGR 需求快速增长

公司在上市时, 就已经在从事 EGR (废气再循环) 业务, 2017 年 5 月, 公司启动了对从事 EGR 业务的原新三板挂牌公司力驰雷奥的收购, 并于 2018 年将其全面并表。根据腾龙股份 2020 年中报, 公司持有力驰雷奥 54% 的股权。2018 年并表力驰雷奥后, 公司 EGR 零件业务营收迎来了高速增长, 2019 年实现收入 1.82 亿元, 较 2017 年增长超过 200%; 2020 年上半年实现收入 1.01 亿元, 同比增长 67%。

图18公司 EGR 业务收入情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，国家排放标准的迭代更新是推进公司 EGR 业务扩张的主要原因。国六标准将作为对 2017 年 7 月 1 日起全面实施的国五标准的升级，对汽车排放提出了更严格的要求。国六标准被划分为国六 a 和国六 b 两套细则，国六 a 作为对国五的过渡，将于 2021 年 7 月 1 日对所有车辆实施；国六 b 将于 2021 年 1 月 1 日对燃气车辆实施，2023 年 7 月 1 日对所有车辆全面实施。

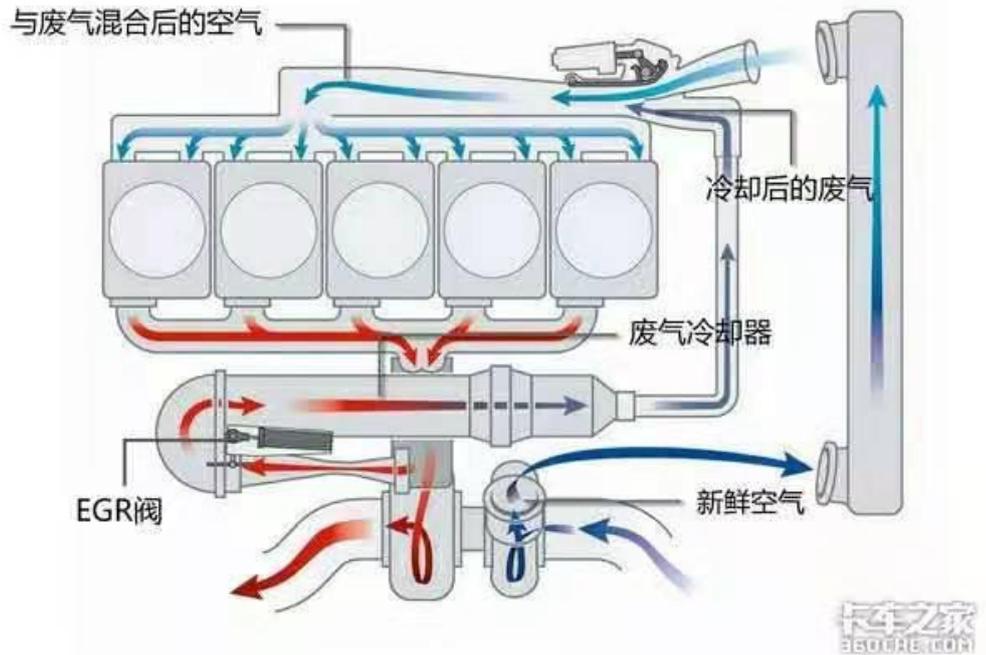
表 1 第一类轻型车国五/国六部分标准对比 (mg/km)

排放物	国五	国六 a	国六 b
CO 一氧化碳	1000	700	500
THC 碳氢化合物	100	100	50
NMHC 非甲烷总烃	68	68	35
NOx 氮氧化物	60	60	35
PM 颗粒	4.5	4.5	3

资料来源：环境部，海通证券研究所

国六 b 标准要求汽车 NOx 氮氧化物的排放量需低于 35mg/km，相较国五和国六 a 标准允许的 60mg/km 下降达 41.7%。腾龙股份及其子公司生产各类 EGR 系统的配件，EGR 系统可以降低汽车尾气中的 NOx（氮氧化物）的含量，减少其导致的酸雨形成，同时在一定程度上提升燃油的经济性。

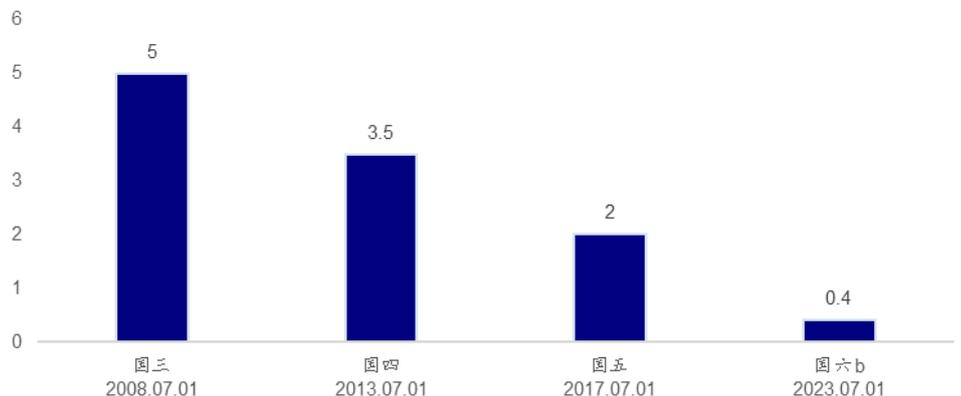
图19 EGR 系统运作原理示意图



资料来源：卡车之家微信公众号，海通证券研究所

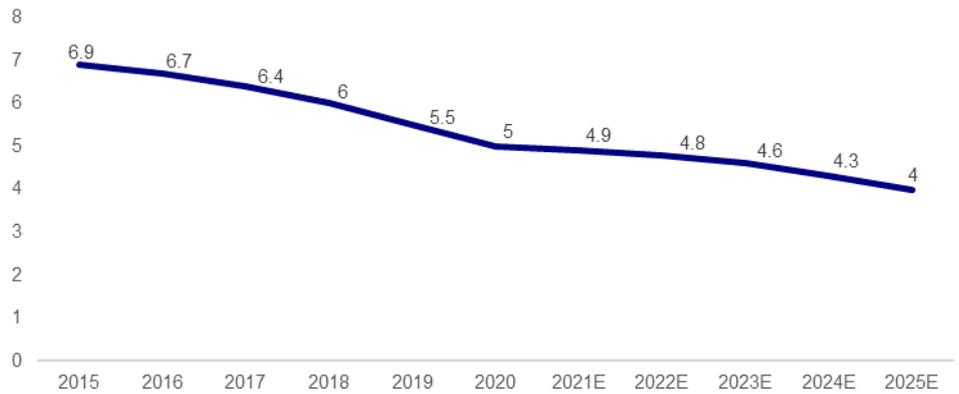
在国内柴油发动机领域，由于国家标准对 NOx 的限制不断加强，EGR 技术逐渐成为一种主要的轻型柴油发动机排放技术路线。但是在国三阶段，由于下游行业技术储备不足、油品质量低、转换成本较高等原因，行业内国三排放标准实质上并未得到有效执行，引致 EGR 技术的实际装机率较低；在国四、国五阶段，由于成本高昂等原因，EGR 技术同样未得到极大规模的开展。进入国六技术阶段，由于国六 b 对 NOx 和其他各类排放物排放量的要求进一步变严格，包括戴姆勒、沃尔沃、潍柴、玉柴等企业大量应用 EGR+DOC+DPF+SCR 的技术路线，该技术先通过 EGR 降低原机的 NOx 排放，再通过 DOC +DPF + SCR 降低 NOx 和颗粒物排放，与不同发动机的匹配具有广泛性；而非 EGR 路线技术难度相对更大，对标定精度和后处理要求较高，应用不易。这提振了 EGR 系统及其零部件在柴油车发动机领域的销售。

图20 重型柴油车国三至国五标准实施时间及 NOx 限量 (g/kwh)



资料来源：环境部，车主指南网，海通证券研究所

在汽油车发动机领域，进入 21 世纪后，EGR 技术在汽油发动机上的降低油耗功能得到重视。汽油发动机上搭载使用 EGR 技术，通过废气循环能够抑制爆震，降低最高燃烧压力和温度，从而提升燃油功效，达到降低油耗的目的。这意味着，EGR 技术可以同时提高汽油车经济方面和排放方面的竞争力，因此 EGR 技术在汽油车发动机领域迅速得到应用推广。目前，国际上丰田、福特、克莱斯勒等汽车制造商的主要车型均已开始配套汽油 EGR 技术，以达到提升燃油效率的目的。

图21 我国各年份乘用车百公里油耗上限要求 (L)


资料来源：工信部，全国汽车标准化技术委员会，第一电动网，海通证券研究所

根据工信部制定的《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》发布，我国将在 2025 年实现乘用车百公里燃油消耗不超过 4L，较 2015 年规定的上限 6.9L 降低超过 42%。我们认为在主流燃油技术无法单独满足燃油消耗限值要求的情况下，越来越多的国内汽油机采用兼具经济效益与降耗性能的 EGR 技术作为降低燃油消耗的重要手段。

根据智研咨询测算的数据，2016 年全国 EGR 需求规模在 18 亿元左右，同年公司和力驰雷奥公司（尚未被合并）的 EGR 业务营收为 1.21 亿元，这意味当年公司的市场占比约为 6.7%。我们认为，在 2025 年，考虑到公司合并力驰雷奥带来的强协同效应和强品牌效应，公司的市场份额占比有望达到 10%。假设 2025 年全国汽车销量 3000 万辆，汽车 EGR 渗透率达 20%，单车价值 600 元，则全国 EGR 市场的规模将达 36 亿元。按 10% 份额，公司 EGR 业务的营收有望达 3.6 亿元，约为 2019 年该业务营收的 1.98 倍。

图22 公司 EGR 业务毛利率情况 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 盈利预测与估值

分产品盈利假设：

(1) 汽车热管理系统零部件：公司 2020 年中报披露汽车热管理系统零部件板块收入同比+13%，由于疫情影响，我们保守假设 2020 年收入同比+10%。考虑到电动车销量的迅速增长以及热管理零部件单车用量的增加，我们保守假设 2021-22 年公司该块业务分别增长 15%、20%。公司 2020 年中报披露该板块毛利率 28%，我们保守假设公司 2020 年该块业务毛利率保持该水平，考虑到疫情影响减弱的可能，以及公司电动车客户的增长带来的单车价值量上市，保守假设公司该业务 2021-22 年毛利率提升到 30%。

（2）EGR 系统及传感器：公司 2020 年中报披露该板块收入同比+67%，我们保守估计 2020 全年该板块收入增长 50%，由于国六出台拉动对 EGR 的需求，我们预计 2021-22 年该块业务保持 35% 增速。公司 2020 年中报披露该板块毛利率 30%，我们假设 2020 年全年毛利率为 30%，考虑疫情影响减弱的可能，以及公司收购力驰雷奥后市占率的提高，我们假设公司该业务 2021-22 年毛利率恢复到 2019 年水平——35%。

（3）胶管：该块业务主要来自于收购的 2019 年 12 月收购的北京天元，公司 2020 年业绩预增公告，自 2019 年 12 月份起把北京天元纳入合并报表，2020 年北京天元收入 6.38 亿元。保守假设 2021-22 年该块业务保持 15% 的增长。我们假设 2020-22 年公司该板块保持 2019 年的毛利率——39%。

（4）汽车制动系统部件等其他：公司 2020 年中报披露该板块收入同比-26%，由于下半年疫情影响减弱，我们保守假设 2020 年收入同比-15%。我们保守假设 2021-22 年该块业务收入增速均保持 5%。公司 2020 年中报披露该板块毛利率 20%，我们保守假设公司 2020-22 年该块业务毛利率保持该水平。

（5）其他：我们保守假设该板块收入和毛利率均保持不变。

表 2 腾龙股份分产品盈利预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车热管理系统零部件					
收入	7.27	6.69	7.36	8.47	10.16
YOY(%)		-7.94	10.00	15.00	20.00
成本	5.02	4.47	5.30	5.93	7.11
毛利	2.25	2.22	2.06	2.54	3.05
毛利率(%)	30.99	33.23	28.00	30.00	30.00
EGR 系统及传感器					
收入	1.40	1.82	2.74	3.69	4.99
YOY(%)		30.47	50.00	35.00	35.00
成本	0.94	1.19	1.92	2.40	3.24
毛利	0.45	0.64	0.82	1.29	1.75
毛利率(%)	32.46	35.03	30.00	35.00	35.00
胶管					
收入		0.50	6.38	7.34	8.44
YOY(%)			1169.23	15.00	15.00
成本		0.31	3.88	4.46	5.13
毛利		0.20	2.50	2.88	3.31
毛利率(%)		39.19	39.19	39.19	39.19
汽车制动系统部件等其他					
收入	1.22	0.99	0.84	0.88	0.93
YOY(%)		-18.51	-15.00	5.00	5.00
成本	0.79	0.70	0.67	0.71	0.74
毛利	0.42	0.29	0.17	0.18	0.19
毛利率(%)	34.64	28.88	20.00	20.00	20.00
其他					
收入	0.30	0.32	0.32	0.32	0.32
YOY(%)		8.34	0.00	0.00	0.00
成本	0.23	0.11	0.11	0.11	0.11
毛利	0.07	0.22	0.22	0.22	0.22
毛利率(%)	24.63	66.67	66.67	66.67	66.67
合计					
收入	10.18	10.34	17.65	20.71	24.84
YOY (%)		1.49	70.75	17.35	19.95
成本	6.98	6.78	11.88	13.61	16.34
毛利	3.20	3.56	5.77	7.10	8.50
毛利率(%)	31.44	34.42	32.69	34.30	34.23

资料来源：腾龙股份 2018-19 年度报告，海通证券研究所测算

我们预计公司 2020-21 年实现归母净利润 1.65、2.18 亿元，对应 EPS 为 0.76、1.00 元/股。考虑到公司在汽车热管理系统的完整产业链布局，以及国内新能源车需求的快速增长，给予公司 2021 年 23-26X PE，合理价值区间为 23-26 元，给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司市盈率(倍)

可比公司	PE(TTM)	PE(2020E)	PE(2021E)	PE(2022E)
三花智控	62	59	47	40
银轮股份	27	34	18	15
松芝股份	16	16	15	12
平均值	35	36	27	22

资料来源: wind 一致预期(2021/3/3), 海通证券研究所。

6. 风险提示

(1) 新源动力收购进程不及预期。(2) 竞争加剧, 影响公司市场份额和毛利率的提升。(3) 国六非 EGR 解决方案的竞争。(4) 对并购公司的整合不及预期。

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
每股指标 (元)					营业总收入	1034	1765	2071	2484
每股收益	0.56	0.76	1.00	1.22	营业成本	678	1188	1361	1634
每股净资产	4.89	5.66	6.67	7.90	毛利率%	34.4%	32.7%	34.3%	34.2%
每股经营现金流	0.49	0.34	1.24	0.56	营业税金及附加	12	21	24	29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	46	78	92	109
P/E	34.05	25.20	19.09	15.69	营业费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
P/B	3.92	3.38	2.87	2.42	管理费用	75	128	150	180
P/S	4.02	2.35	2.01	1.67	管理费用率%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
EV/EBITDA	16.72	16.92	13.39	12.07	EBIT	159	209	273	333
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	14	19	23	27
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%
毛利率	34.4%	32.7%	34.3%	34.2%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	11.8%	9.3%	10.5%	10.7%	投资收益	1	2	2	3
净资产收益率	11.5%	13.4%	15.0%	15.4%	营业利润	148	205	266	326
资产回报率	5.0%	5.4%	6.0%	6.2%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	8.3%	8.4%	9.7%	9.8%	利润总额	147	205	266	326
盈利增长 (%)					EBITDA	216	287	365	418
营业收入增长率	1.5%	70.7%	17.3%	20.0%	所得税	12	25	27	36
EBIT 增长率	8.4%	31.6%	30.4%	22.2%	有效所得税率%	7.9%	12.2%	10.0%	11.1%
净利润增长率	4.3%	35.1%	32.0%	21.6%	少数股东损益	14	15	22	25
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	122	165	218	265
资产负债率	48.4%	52.2%	53.8%	53.5%					
流动比率	1.28	1.22	1.20	1.22	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.85	0.80	0.75	0.80	货币资金	239	300	350	400
现金比率	0.22	0.20	0.19	0.18	应收账款及应收票据	602	795	971	1255
经营效率指标					存货	455	595	798	888
应收帐款周转天数	181.11	126.41	136.32	147.95	其它流动资产	111	121	131	137
存货周转天数	245.24	182.80	214.02	198.41	流动资产合计	1407	1811	2250	2680
总资产周转率	0.42	0.58	0.57	0.58	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.85	2.63	2.66	2.80	固定资产	558	671	777	887
					在建工程	8	8	8	8
					无形资产	178	233	316	384
					非流动资产合计	1046	1214	1403	1582
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2453	3026	3653	4262
净利润	122	165	218	265	短期借款	447	697	778	993
少数股东损益	14	15	22	25	应付票据及应付账款	392	517	689	769
非现金支出	63	78	92	85	预收账款	8	10	14	16
非经营收益	11	17	22	25	其它流动负债	253	267	394	415
营运资金变动	-102	-202	-85	-279	流动负债合计	1100	1491	1876	2192
经营活动现金流	107	73	269	121	长期借款	38	38	38	38
资产	-61	-243	-278	-260	其它长期负债	50	50	50	50
投资	-258	0	0	0	非流动负债合计	88	88	88	88
其他	27	2	2	3	负债总计	1188	1578	1964	2280
投资活动现金流	-292	-241	-276	-257	实收资本	217	217	217	217
债权募资	668	249	81	215	归属于母公司所有者权益	1061	1228	1447	1714
股权募资	8	0	0	0	少数股东权益	205	220	242	267
其他	-502	-20	-25	-29	负债和所有者权益合计	2453	3026	3653	4262
融资活动现金流	174	229	57	186					
现金净流量	-10	61	50	50					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 03 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

张一弛 电力设备及新能源行业
杜威 汽车行业
张磊 公用事业

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： 上海电气,良信股份,卧龙电驱,许继电气,公牛集团,八方股份,南都电源,当升科技,恩捷股份,宁德时代,信捷电气,炬华科技,正泰电器,阳光电源,中科电气,汇川技术,亿纬锂能,雷赛智能,翔丰华,欣旺达,科士达,东方电气,川能动力,容百科技,嘉元科技,璞泰来,国电南瑞,明阳智能,天奈科技,孚能科技

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;	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。
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。	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
孙丁茜(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

周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(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
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@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 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
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 fgq12116@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 ppt3606@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

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
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

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 zhx12382@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 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
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 hj10361@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 张峰青(021)23219383 zzq11650@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 李 轩(021)23154652 lx12671@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 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@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 张恒昶 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 朱 健(021)23219592 zhuj@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 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@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