

建议申购:

合理价值区间: 13.92 - 17.40 元

发行价格及数量

| | |
|--------|---------|
| 发行价格 | 16.26 元 |
| 网下发行数量 | 1560 万股 |
| 网上发行数量 | 1040 万股 |

股本结构

| | |
|---------------|--------|
| 总股本 (百万股) | 104.00 |
| 流通 A 股 (百万股) | 26.00 |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |

重要日期

| | |
|--------|------------|
| 网下申购日 | 2020年6月17日 |
| 网上申购日 | 2020年6月17日 |
| 预计上市日期 | |

燃料油深加工企业，募投项目带动产品升级

投资要点:

- 坚持以技术研发为导向的高新技术企业。**公司主营业务是对催化裂化后的燃料油即催化油浆进行深加工，研发、生产和销售作为化工原料的沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂等重芳烃产品和更为纯净的轻质燃料油。2017-2019 年公司营收分别为 3.62 亿元、5.82 亿元和 8.27 亿元，同比分别增长 37.64%、60.91%和 42.08%。2017-2019 年归母净利润分别为 0.84 亿元、0.89 亿元和 0.76 亿元，同比分别增长 19.64%、7.13%和-15.34%。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 40.53%、27.93%和 18.74%，盈利能力明显下降。
- 下游市场空间广阔，产销量增长巩固公司行业地位。**重芳烃产品应用范围广泛，下游覆盖橡胶行业、沥青行业、润滑油行业、交通运输行业等。沥青行业与道路基础设施建设紧密相关，2017-2019 年沥青表观消费量分别为 3200 万吨、2955.49 万吨和 3198.07 万吨，我们认为未来几年沥青道路需求增长或将带动道路沥青的需求提速。橡胶助剂的主要下游产品为汽车轮胎等，近 90%的橡胶助剂应用与汽车相关，橡胶助剂产量的 70%用于轮胎生产，轮胎工业和汽车工业是影响橡胶助剂发展的最大力量。
- 营收规模稳步增长，盈利能力有所回升。**公司的主要产品是以燃料油为原材料，生产重芳烃和轻质燃料油，2017-2019 年公司主要产品的收入占比均在 90%左右。公司主营业务突出，2017-2019 年，公司主营业务收入分别为 3.62 亿元、5.82 亿元和 8.27 亿元，占营业收入的比例分别为 100.00%、100.00%和 99.99%。2018 年到 2019 年上半年，受原油价格影响，公司产品销售价格处于历史高位，而产品单位毛利有所下降，导致公司产品毛利率明显下降；2019 年下半年，原材料供应偏紧因素基本消除，公司盈利能力有所回升。
- 募投项目缓解产能压力，带动公司产品升级。**公司 IPO 拟募资用于投资“60 万吨/年环保芳烃油及联产 20 万吨/年石蜡生产项目”和“补充营运资金”。募投项目能够带动公司现有产品向绿色环保产品升级，也有利于未来募投项目建成后的产品市场消化。根据招股意向书预计，项目达产后，在生产负荷 100%、价格保持市场水平的情况下，每年可形成销售收入 26.00 亿元，利润总额 2.38 亿元。
- 盈利预测与估值区间。**我们预计公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 0.91/1.40/2.07 亿元，对应的 EPS 为 0.87/1.35/1.99 元，我们给予公司 2020 年 16-20 倍 PE，对应合理价值区间为 13.92-17.40 元，建议申购。
- 风险提示。**原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险、新项目不及预期风险。

主要财务数据及预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 582 | 827 | 1151 | 1528 | 2079 |
| (+/-)YoY(%) | 60.9% | 42.1% | 39.2% | 32.7% | 36.1% |
| 净利润(百万元) | 89 | 76 | 91 | 140 | 207 |
| (+/-)YoY(%) | 7.1% | -15.3% | 20.1% | 54.1% | 47.6% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.86 | 0.73 | 0.87 | 1.35 | 1.99 |
| 毛利率(%) | 27.9% | 18.7% | 19.5% | 19.8% | 20.5% |
| 净资产收益率(%) | 23.9% | 17.8% | 9.7% | 13.0% | 16.1% |

注：2018 年、2019 年每股收益按 IPO 后的总股本摊薄计算。
资料来源：公司年报 (2018-2019)，海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 博汇股份：燃料油深加工企业 | 5 |
| 2. 下游主要用于基建、汽车轮胎等领域 | 6 |
| 3. 营收规模稳步增长，盈利能力有待回升..... | 9 |
| 4. 募资项目缓解产能压力，带动公司产品升级 | 11 |
| 5. 盈利预测与估值区间..... | 11 |
| 6. 风险提示..... | 12 |
| 财务报表分析和预测 | 13 |

图目录

| | | |
|------|--------------------------------|----|
| 图 1 | 2017-2019 年公司营业收入和归母净利润变化..... | 5 |
| 图 2 | 2017-2019 年公司毛利率和净利率情况..... | 5 |
| 图 3 | 发行前公司的股权结构图..... | 6 |
| 图 4 | 燃料油深加工行业产业链结构图..... | 6 |
| 图 5 | 2013-2018 年全国公路总里程及公路密度..... | 7 |
| 图 6 | 沥青表观消费量（万吨）..... | 7 |
| 图 7 | 我国橡胶助剂产量（万吨）..... | 8 |
| 图 8 | 我国润滑油表观消费量（万吨）..... | 8 |
| 图 9 | 公司营业收入构成情况（百万元）..... | 9 |
| 图 10 | 公司 2019 年营业收入构成..... | 9 |
| 图 11 | 公司重芳烃产品毛利率变化..... | 10 |
| 图 12 | 公司 2019 年毛利构成..... | 10 |
| 图 13 | 公司原材料采购入库单价走势图（元/吨）..... | 11 |

表目录

| | | |
|-----|---------------------|----|
| 表 1 | 公司主要产品及用途..... | 5 |
| 表 2 | 公司主要竞争对手情况..... | 9 |
| 表 3 | 公司主要产品的生产销售情况..... | 10 |
| 表 4 | 首次公开发行募投情况（万元）..... | 11 |
| 表 5 | 公司主要产品盈利预测..... | 12 |
| 表 6 | 可比公司估值表..... | 12 |

1. 博汇股份：燃料油深加工企业

公司主营业务是对催化裂化后的燃料油即催化油浆进行深加工，研发、生产和销售作为化工原料的沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂等重芳烃产品和更为纯净的轻质燃料油。公司是被纳入国家火炬计划产业化示范项目的高新技术企业，产品种类丰富，产品结构稳定，广泛应用于道路、建材、橡胶、润滑油、交通运输等行业，能够满足客户多元化的需求。

表 1 公司主要产品及用途

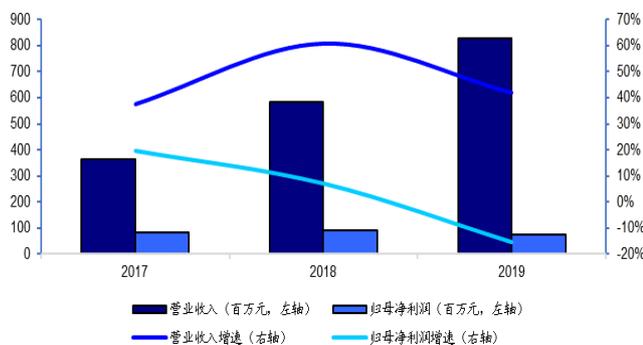
| 类别 | 产品名称 | 特点和功能 | 产品用途 |
|-------|-------|--|------------------------------------|
| 重芳烃 | 沥青助剂 | 产品富含芳香烃组分，具有高凝点、高闪点、挥发性较低等特性，能显著增加沥青的延伸度及与石料拌和粘结性，与 SBS、SBR 等互溶性较好，能显著改善 SBS、SBR 在沥青中的溶解性。 | 主要用于沥青改性，应用于道路建设和建筑防水。 |
| | 橡胶助剂 | 产品富含芳香烃组分，能有效改善橡胶的塑性，增加胶料的粘性，改善助剂的混合和分散性，提高硫化胶的伸长率，回弹性、抗老化等工艺性能。 | 主要在轮胎、传送带、胶板等橡胶制品生产中起到软化作用。 |
| | 润滑油助剂 | 产品颜色透亮，黏度大，胶质、沥青质含量低，氧化安定性较好，与铁类物质粘结性较好。作为润滑油助剂可提高黏度，改善润滑油脂的黏附力。 | 主要用于润滑油、润滑脂的生产，应用于钢缆防腐、齿轮润滑等。 |
| 轻质燃料油 | 轻质燃料油 | 轻质燃料油碳氢比、残炭、硫含量及金属含量低，热值高且易于燃烧。 | 广泛用于电厂发电、船舶锅炉燃料、加热炉燃料、冶金炉和其它工业炉燃料。 |

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

公司产品工艺采用自行研发的间歇式加工生产工艺、连续式生产工艺以及分子蒸馏和沉降等技术。其生产工艺大大减少了原料结焦的可能，有效提高了重芳烃产品的收率，因此产品含焦量低、产品色度大为提高，产品具有粘度、凝点较小，闪点及芳烃含量高的特点，提高了下游产品的性能，提升了产品质量，实现了催化油浆接近百分之百的综合利用率，提升了经济附加值，符合国家循环经济产业政策，具有循环经济和环保产业的双重特征，为节能减排做出积极贡献。

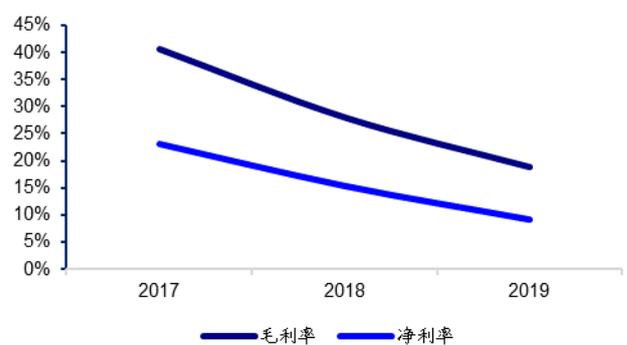
营收规模稳步增长，盈利能力有所下降。2017-2019 年公司营收分别为 3.62 亿元、5.82 亿元和 8.27 亿元，同比分别增长 37.64%、60.91%和 42.08%。2017-2019 年归母净利润分别为 0.84 亿元、0.89 亿元和 0.76 亿元，同比分别增长 19.64%、7.13%和 -15.34%。2017-2018 年公司产品的量价齐升，2019 年产销量增长带动公司营业收入增长，受原材料供应偏紧和下游橡胶市场较为低迷的影响，单位毛利有所下降导致营业利润、净利润有所下降。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 40.53%、27.93%和 18.74%。

图 1 2017-2019 年公司营业收入和归母净利润变化



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 2 2017-2019 年公司毛利率和净利率情况

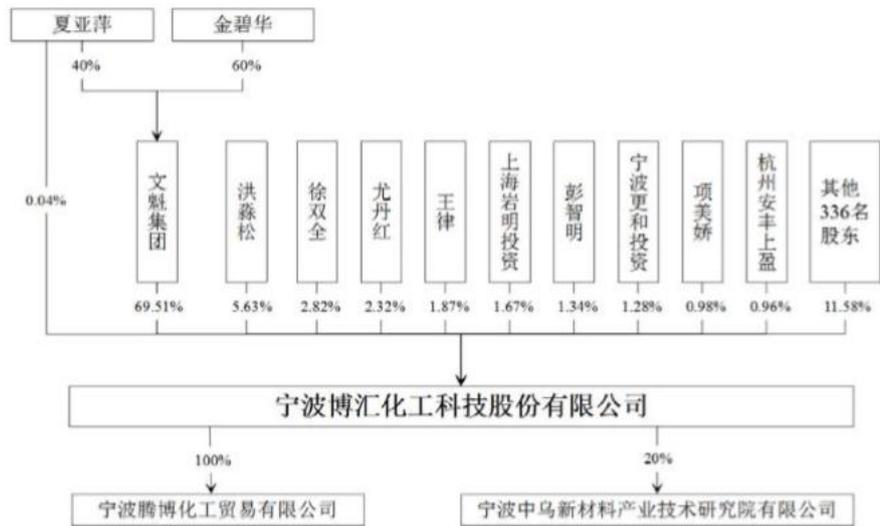


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

发行前，文魁集团持有公司 5421.90 万股股份，占公司总股本的 69.51%，系公司控股股东。2017-2019 年，金碧华、夏亚萍夫妇一直合计持有文魁集团 100% 的股份，此外，金碧华一直担任公司董事长，夏亚萍目前直接持有公司 3.04 万股股份，占公司发

行前总股本的 0.04%，因此金碧华、夏亚萍为公司的实际控制人，且发行后不发生变化。

图3 发行前公司的股权结构图

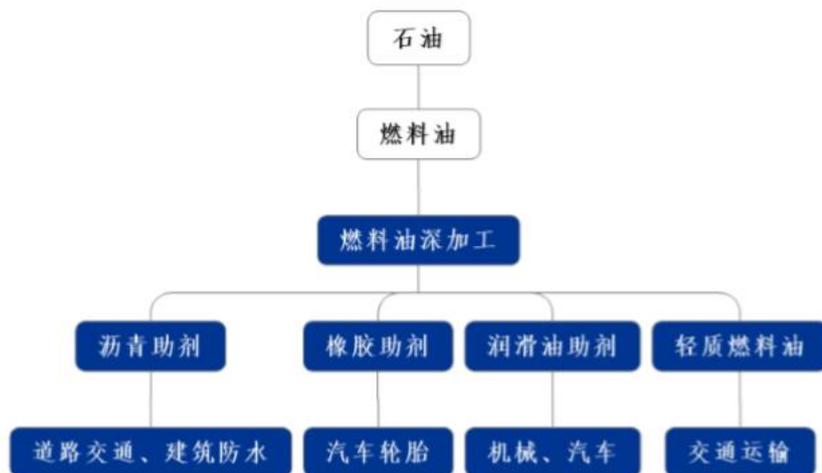


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 下游主要用于基建、汽车轮胎等领域

燃料油又叫做重油、渣油，主要用作蒸汽炉及各种加热炉的燃料或作为大型慢速船用燃料及作为各种工业燃料。燃料油深加工领域作为我国 21 世纪新兴化工工业，在经历了 10 多年的产业化发展后，已初步实现了产业化和规划化，其在产能产量、产品技术水平和应用范围方面呈现出较好的发展势头。燃料油深加工的产品，主要包括沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂和轻质燃料油，其下游主要有道路基础设施、汽车轮胎、交通运输和建筑防水行业等，具有广阔的市场需求。

图4 燃料油深加工行业产业链结构图



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

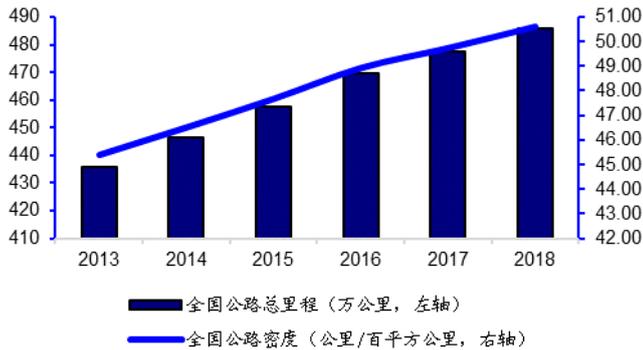
重芳烃产品凭借其优异的耐高温、耐腐蚀、绝缘性能，应用范围不断扩大，下游覆盖橡胶行业、沥青行业、润滑油行业、交通运输行业等，其中沥青行业与道路基础设施建设紧密相关，橡胶行业、润滑油则与汽车、机械工业等行业相互联系，轻质燃料油则主要用于船运的燃料。

燃料油深加工所生产的沥青助剂主要添加于改性沥青，应用于道路建设中的高等级公路（主要是高速公路）的建设和建筑防水卷材领域。高等级公路里程增长带来道路沥青需求量提升。道路建设中，改性沥青应用于新建高等道路的建设 and 道路后续维护的需

求，目前来看，我们认为国内新建公路投资在未来很长一段时间内仍将保持较高的水平。根据“十三五”规划，2016-2020年期间，全国高速公路预计新增通车里程4.6万公里，2020年高速公路通车里程将达到16.9万公里，增长率达37%。与此同时，我国的公路养护里程也不断增长。

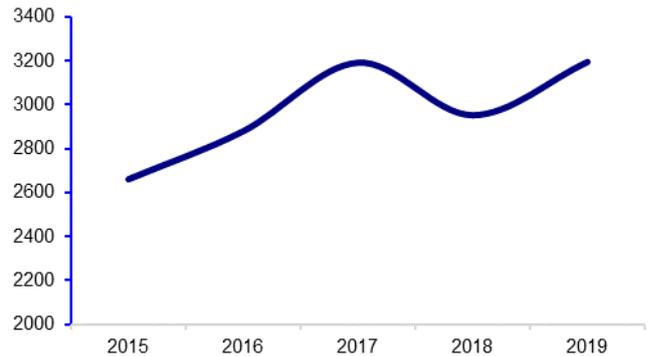
道路沥青的表观消费量约为沥青表观消费量的80%-85%。2017年沥青表观消费量约3200万吨，道路沥青表观消费量约2730万吨，2018年受资金面制约消费未达预期，2018年沥青表观消费量为2955.49万吨，2019年沥青表观消费量约3198.07万吨，国内公路交通建设呈现高位运行，增速放缓的特点，目前随着进入“十三五”下半程以及“稳基建”和“基建补短板”的政策逐步落实，政府专项债发行解决项目资金筹措问题，我们认为未来几年沥青道路需求增长或将提速，带动道路沥青的需求或将提速。

图5 2013-2018年全国公路总里程及公路密度



资料来源：招股意向书，《2017年交通运输行业发展统计公报》及交通运输部2019年2月的讲话，海通证券研究所

图6 沥青表观消费量（万吨）



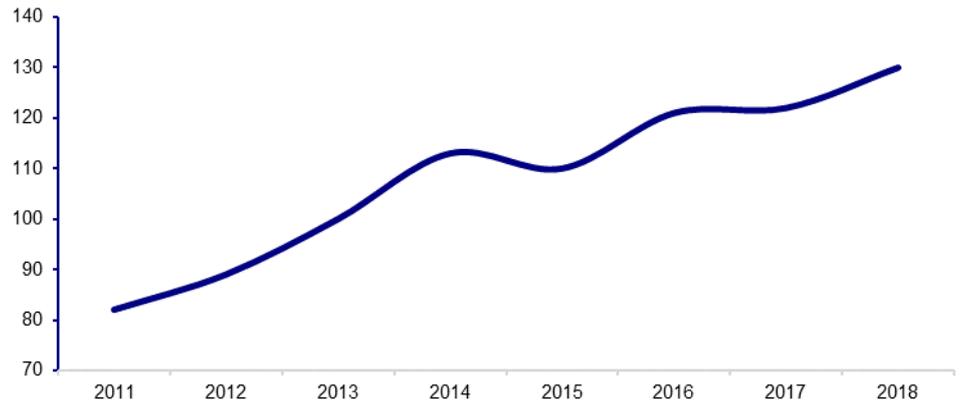
资料来源：招股意向书，百川资讯，海通证券研究所

国内建筑防水市场需求迅速增长，拉动防水沥青市场扩大。我国目前的建筑防水材料主要以防水卷材和防水涂料为主，占比超过80%，建筑防水材料作为建筑功能材料的重要组成部分，随着我国城市化水平提升带来的建筑翻修需求增加，根据公司招股意向书援引中国建筑防水协会的统计数据，2018年1-12月，沥青类防水卷材累计产量为11.73亿平方米，比上年同期增长4.29%。2019年1-9月，沥青类防水卷材累计产量为13.32亿平方米，防水市场需求增长较为迅速，较2018年同期增长23.68%。防水沥青需求的增长主要系国标防水材料的推广和非标防水材料的大量淘汰所致。

轮胎工业和汽车工业发展刺激橡胶助剂市场增长。燃料油深加工生产的橡胶助剂主要成份是芳烃或高芳烃，用于橡胶工艺操作过程中，是加工型助剂，其主要下游产品为汽车轮胎等。据公司招股意向书援引《橡胶助剂产业研究报告》的研究，近90%的橡胶助剂应用与汽车相关，橡胶助剂产量的70%用于轮胎生产，轮胎工业和汽车工业是影响橡胶助剂发展的最大力量。

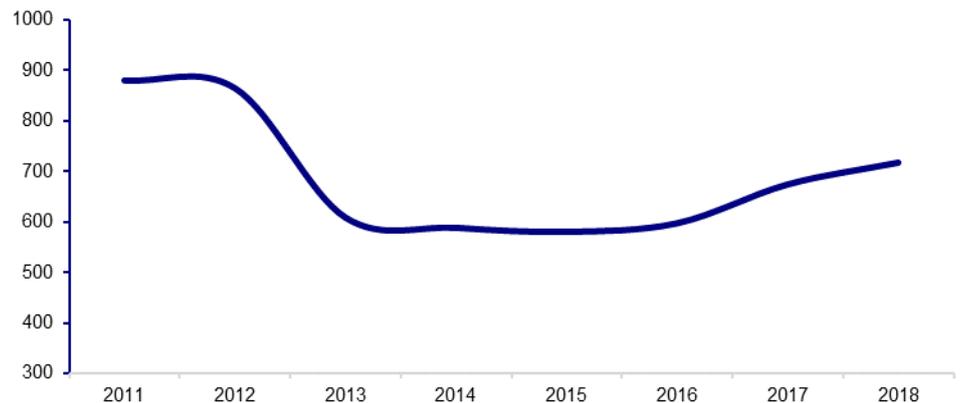
2018年，我国橡胶轮胎需求量受汽车销量下滑的影响，以及中美贸易冲突和欧美对中国反倾销、反补贴调查的影响，增速放缓。2018年，37家重点汽车轮胎企业实现现价工业总产值增长2.52%，实现销售收入增长1.22%。综合外胎产量增长0.53%，其中子午线轮胎产量增长0.64%，全钢子午胎产量增长0.66%。2019年2月15日起，美国决定对中国卡客车征收反倾销和反补贴税，汽车轮胎未来的增长面临较大的挑战。2019年1-11月，37家重点汽车轮胎企业实现现价工业总产值增长1.86%，实现销售收入增长1.86%。综合外胎产量增长3.89%，其中子午线轮胎产量增长4.41%，全钢子午胎产量增长2.02%。

国内橡胶助剂产量持续增长。2010至2017年期间，橡胶助剂产量由76万吨增加至122万吨，累计增长60.5%。根据我国汽车以及轮胎等橡胶制品工业的发展趋势，2018年全国橡胶助剂总产量为130万吨，增长6.56%。2019年1-11月全国橡胶助剂总产量为119.83万吨，与2018年同期基本持平。

图7 我国橡胶助剂产量（万吨）


资料来源：招股意向书，《中国橡胶》2018年第四期：《环保冲击下的橡胶助剂去年产销如何》及橡胶工业协会统计数据，海通证券研究所

润滑油市场需求增长促进润滑油助剂需求提升，润滑油助剂成长空间广阔。公司生产的润滑油助剂，可以有效改善润滑油的一些特性或使润滑油获得某种新的特性，润滑油与汽车、机械、交通运输行业密切相关，2014年以来，我国润滑油市场在经历了短暂的低谷期以后，产量和消费量逐步回升。随着我国居民收入水平逐步提高，汽车保有量不断上升，我们认为润滑油的需求量未来将有稳定的增长。目前，国内大多数的高端润滑油助剂仍旧依赖于进口，我们认为发展高端润滑油助剂具有广阔的成长空间。

图8 我国润滑油表观消费量（万吨）


资料来源：招股意向书，前瞻产业研究院，海通证券研究所

船运用油品质升级带动轻质燃料油需求增长。公司生产的轻质燃料油主要用于船运的燃料。随着国内经济逐步步入转型期，船运行业增长相应放缓，船用油需求增长趋缓。受到船用燃料油限硫令和船运行业波动的影响，船用燃料油的需求量基本保持稳定，我们预计未来一段时间船用燃料油将以低硫石油燃料为主，因此提升轻质燃料油的品质，增强产品竞争力是未来行业主流发展方向。

公司所处行业市场竞争程度较低。公司所属行业的竞争格局一方面存在于燃料油深加工同行业生产企业的竞争，另一方面，燃料油深加工后的产品又与其他化工如煤化工原材料生产的芳烃类产品存在竞争。燃料油深加工行业作为石油化工领域的新兴产业，入门技术门槛较高，行业内竞争对手相对较少。除山东、江苏和浙江有部分燃料油深加工企业，受限于全国石油炼化产业布局，其他地区同类企业较少。而与煤化工生产的同类产品相比，在同样的品质标准下，燃料油深加工产品具有明显的成本优势和价格优势，在市场上更受欢迎。因此总体来说，公司产品的市场竞争压力相对较小。公司2016年40万吨/年混合芳烃扩建项目投产后，公司产能和产销量规模迅速扩大，公司的行业地位得到增强。

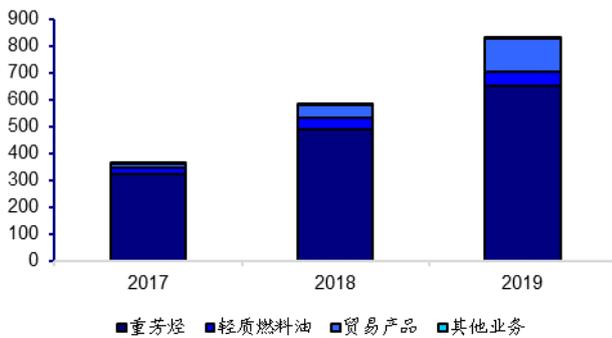
表 2 公司主要竞争对手情况

| 公司名称 | 产品情况 |
|-------------------|---|
| 山东菏泽德泰化工有限公司 | 公司现有 100 万吨/年重芳烃抽提装置、6 万吨釜式焦化装置、6 万吨生物柴油装置、10 万吨沥青装置和一套润滑油装置。主要产品有重芳烃、轻芳烃、蜡油、沥青等 10 余个品种。 |
| 武汉保华石化新材料开发股份有限公司 | 公司位于武汉市青山区，主营业务是采用沉降、提取、萃取及聚合等工艺对石油加工的固体废物资源——催化油浆进行深加工和综合利用，提炼出重芳烃产品和基质沥青。 |
| 江山联合化工集团有限公司 | 公司集生产销售环保型橡胶油、芳烃油、燃料油、蜡油、润滑脂、环烷油、基础油、沥青等产品和国际贸易为一体。 |

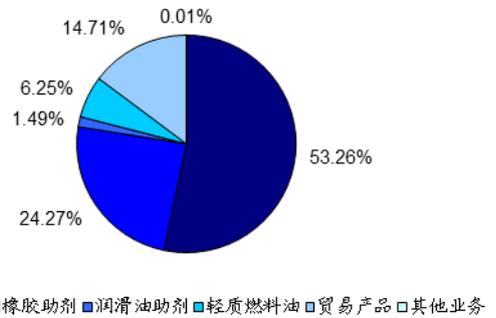
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

3. 营收规模稳步增长，盈利能力有待回升

公司主营业务突出，营收稳步增长。公司的主要产品是以燃料油为原材料，生产重芳烃和轻质燃料油，2017-2019 年公司主要产品的收入占比均在 90% 左右。此外，公司在 2017 年成立了子公司腾博贸易，主要从事沥青、岩沥青、稀释沥青等化工产品贸易业务，2018 年和 2019 年，贸易产品主要系腾博贸易销售的化工产品。

图9 公司营业收入构成情况（百万元）


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图10 公司 2019 年营业收入构成


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

产能增加、市场拓展、产品价格波动等因素共同推动主营业务收入稳步增长。2017 年，石油价格上涨带动产品平均单价也相应上涨，主营业务收入相应增长 37.64%；2018 年，公司产品总销量同比增长 34.44%，且平均单价受石油价格影响同比增长 19.69%，销量和价格双重增长共同带动主营业务收入同比增长 60.91%；2019 年，公司产品产量增加带动销量同比增长 29.33%，以及产品平均价格同比增长 2.73%，且贸易产品同比增长 137.12%，导致公司主营业务收入同比增长 42.06%。

从业务构成来看，重芳烃是公司的主要产品，2017-2019 年公司重芳烃产品主营业务收入占比均约为 80% 及以上。2017-2019 年公司重芳烃产品销售收入分别为 3.24 亿元、4.90 亿元和 6.54 亿元，占主营业务收入的比例分别为 89.49%、84.19% 和 79.03%。

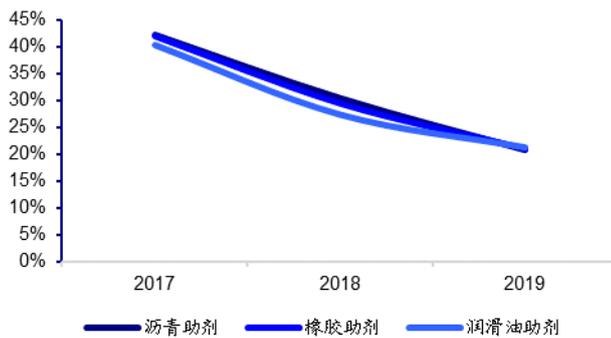
表 3 公司主要产品的生产销售情况

| 产品类别 | 产能(万吨) | 产量(万吨) | 销量(万吨) | 产能利用率 | 产销率 | 销售收入(万元) |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|
| 2017年 | | | | | | |
| 沥青助剂 | | 11.16 | 10.77 | | 96.53% | 20334.31 |
| 橡胶助剂 | | 4.62 | 4.64 | | 100.37% | 10920.76 |
| 润滑油助剂 | | 0.45 | 0.45 | | 100.26% | 1123.74 |
| 轻质燃料油 | | 1.01 | 0.94 | | 93.29% | 2450.94 |
| 合计 | 26.00 | 17.24 | 16.80 | 66.31% | 97.47% | 34829.74 |
| 2018年 | | | | | | |
| 沥青助剂 | | 13.23 | 13.56 | | 102.46% | 30238.13 |
| 橡胶助剂 | | 6.56 | 6.49 | | 98.87% | 17833.10 |
| 润滑油助剂 | | 0.32 | 0.32 | | 100.42% | 941.77 |
| 轻质燃料油 | | 1.08 | 1.15 | | 106.18% | 4073.20 |
| 合计 | 37.00 | 21.19 | 21.51 | 57.28% | 101.51% | 53086.21 |
| 2019年 | | | | | | |
| 沥青助剂 | | 19.03 | 19.08 | | 100.26% | 44055.87 |
| 橡胶助剂 | | 7.00 | 6.92 | | 98.91% | 20073.39 |
| 润滑油助剂 | | 0.42 | 0.41 | | 97.85% | 1234.14 |
| 轻质燃料油 | | 1.40 | 1.42 | | 101.44% | 5169.42 |
| 合计 | 40.00 | 27.84 | 27.82 | 69.60% | 99.94% | 70559.82 |

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

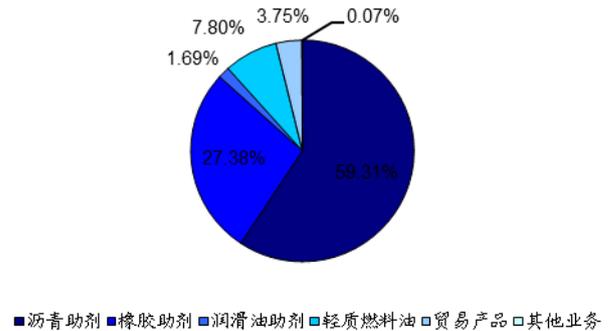
公司毛利主要是由重芳烃产品贡献的。2017-2019年公司沥青助剂、橡胶助剂产品的毛利总额占重芳烃产品的比例超过90%，其中沥青助剂占比超过50%。公司主要产品和原材料均为石油化工下游产品，受石油价格变动的影响较为直接、快速，原材料价格波动能够直接、快速的向下游传导。公司的定价模式以产品成本为基础进行成本加成，单位毛利相对稳定。主营业务毛利率波动的主要原因是产品价格的波动，以及原材料价格波动未能完全向下游传导。

图11 公司重芳烃产品毛利率变化



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

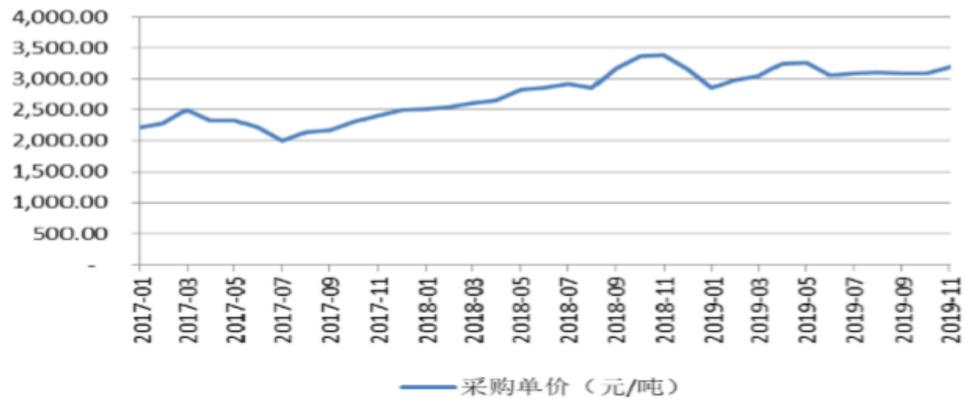
图12 公司2019年毛利构成



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

油价回落及下游市场回暖带动公司盈利能力回升。2018年，受原油价格的影响，公司产品销售价格处于历史高位，产品的单位毛利有所下降；2019年上半年，受到委内瑞拉重质原油供应量的减少以及部分地方炼厂停工整顿等因素影响，公司原材料采购价格也处于较高位置，重芳烃产品价格受原油价格影响更加明显，公司下游行业尤其是橡胶终端市场较为低迷，进一步挤压了公司单位毛利空间；2019年下半年，随着国内炼厂对委内瑞拉原油的积极替代，以及炼厂开工率逐步恢复并高于前两年，影响公司原材料供应偏紧的因素基本消除，橡胶终端市场的明显回暖带动公司产品的单位毛利明显回升，2019年9月开始，公司重芳烃产品单位毛利和毛利率均已企稳并回升。

图13 公司原材料采购入库单价走势图（元/吨）



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

4. 募资项目缓解产能压力，带动公司产品升级

公司 IPO 拟募资用于投资“60 万吨/年环保芳烃油及联产 20 万吨/年石蜡生产项目”和“补充营运资金”。项目设有高压芳烃油加氢装置，公司预计有 60% 的重芳烃可以升级为环保芳烃油，是对现有产品的升级和主营业务的扩展，能够带动公司现有产品向绿色环保产品升级，也有利于未来募投项目建成后的产品市场消化。

表 4 首次公开发行募投情况（万元）

| 序号 | 项目名称 | 总投资 | 拟投入募集资金 | 备案情况 | 环评批复 | 建设期 |
|----|-------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|----------------|-------|
| 1 | 60 万吨/年环保芳烃油及联产 20 万吨/年石蜡生产项目 | 73052.00 | 30000.00 | 镇石化改备[2015]021 号 | 甬环建[2016]139 号 | 24 个月 |
| 2 | 补充营运资金 | 13000.00 | 8209.74 | 不适用 | 不适用 | - |
| 合计 | | 86052.00 | 38209.74 | - | - | - |

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

环保芳烃油成为全球燃料油深加工行业发展方向，市场前景值得期待。环保芳烃油因具有传统芳烃油闪点高、耐高温、抗老化等特点，又因其稠环芳烃的含量低，对环境污染少的优势，使其将逐步取代传统芳烃油在橡胶、润滑油、白油等基础原料、沥青加工等行业中的应用。目前国内合成橡胶、轮胎行业每年消耗芳烃油约 90 万吨左右，其中出口轮胎必须添加环保芳烃油，因此仅出口轮胎，按标准每年需要环保芳烃油 50 万吨左右。根据常规添加量初步估算，2017 年我国沥青耗用环保芳烃油为 60 万吨以上，未来 5 年中仍将以每年 12% 左右的速度增长，故环保芳烃油作为改性沥青的添加剂，我们认为其在未来的发展中具备足够的空间 and 市场需求。目前国际市场上石蜡供应紧张，随着国内润滑油生产逐步由传统的溶剂脱蜡工艺改为加氢异构脱蜡工艺，国内外石蜡的供应更加紧张，我们预计石蜡产品未来市场前景广阔。

项目预计建设期 2 年，项目达产后将每年生产环保芳烃油 40 万吨、高芳环保芳烃油 20 万吨、石蜡 20 万吨、硫磺 5000 吨，公司预计每年形成销售收入 26.00 亿元，利润总额 2.38 亿元，税后项目投资回收期为 5.27 年（含建设期）。

5. 盈利预测与估值区间

我们预计公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 0.91/1.40/2.07 亿元，对应的 EPS 为 0.87/1.35/1.99 元，我们给予公司 2020 年 16-20 倍 PE，对应合理价值区间为 13.92-17.40 元，建议申购。

表 5 公司主要产品盈利预测

| 项目 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 重芳烃 | | | | |
| 收入 (亿元) | 6.54 | 3.93 | 3.70 | 2.94 |
| 成本 (亿元) | 5.17 | 3.10 | 2.92 | 2.32 |
| 毛利率 | 20.96% | 21.00% | 21.00% | 21.00% |
| 轻质燃料油 | | | | |
| 收入 (亿元) | 0.52 | 0.37 | 0.37 | 0.37 |
| 成本 (亿元) | 0.40 | 0.28 | 0.28 | 0.28 |
| 毛利率 | 23.38% | 24.00% | 24.00% | 24.00% |
| 环保芳烃油 | | | | |
| 收入 (亿元) | | 3.31 | 5.52 | 9.66 |
| 成本 (亿元) | | 2.48 | 4.14 | 7.24 |
| 毛利率 | | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 石蜡 | | | | |
| 收入 (亿元) | | 2.07 | 3.31 | 4.97 |
| 成本 (亿元) | | 1.66 | 2.65 | 3.97 |
| 毛利率 | | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 硫磺 | | | | |
| 收入 (亿元) | | 0.01 | 0.01 | 0.02 |
| 成本 (亿元) | | 0.01 | 0.01 | 0.02 |
| 毛利率 | | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 贸易产品 | | | | |
| 收入 (亿元) | 1.22 | 1.83 | 2.37 | 2.85 |
| 成本 (亿元) | 1.16 | 1.73 | 2.25 | 2.71 |
| 毛利率 | 4.78% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 (亿元) | 0.0012 | 0.0013 | 0.0015 | 0.0016 |
| 成本 (亿元) | 0.0001 | 0.0001 | 0.0001 | 0.0002 |
| 毛利率 | 91.67% | 90.00% | 90.00% | 90.00% |
| 总计 | | | | |
| 收入 (亿元) | 8.27 | 11.51 | 15.28 | 20.79 |
| 成本 (亿元) | 6.72 | 9.26 | 12.25 | 16.53 |
| 毛利率 | 18.74% | 19.53% | 19.82% | 20.48% |

资料来源：招股意向书，WIND，海通证券研究所

表 6 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 股价(元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E |
| 300121 | 阳谷华泰 | 7.47 | 0.47 | 0.62 | 0.86 | 14.88 | 12.10 | 8.73 |
| 300641 | 正丹股份 | 4.81 | 0.08 | | | 59.92 | | |
| | 均值 | | 0.28 | 0.62 | 0.86 | 37.40 | 12.10 | 8.73 |

注：收盘价为 2020 年 6 月 15 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：WIND，海通证券研究所

6. 风险提示

原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险、新项目不及预期风险。

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） | | | | | 营业收入 | 827 | 1151 | 1528 | 2079 |
| 每股收益 | 0.73 | 0.87 | 1.35 | 1.99 | 营业成本 | 672 | 926 | 1225 | 1653 |
| 每股净资产 | 4.09 | 9.03 | 10.38 | 12.37 | 毛利率% | 18.7% | 19.5% | 19.8% | 20.5% |
| 每股经营现金流 | 0.72 | 0.38 | 1.98 | 1.72 | 营业税金及附加 | 20 | 28 | 37 | 51 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| 价值评估（倍） | | | | | 营业费用 | 4 | 5 | 7 | 9 |
| P/E | 22.33 | 18.60 | 12.07 | 8.18 | 营业费用率% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| P/B | 3.97 | 1.80 | 1.57 | 1.31 | 管理费用 | 19 | 31 | 38 | 54 |
| P/S | 1.53 | 1.47 | 1.11 | 0.81 | 管理费用率% | 2.3% | 2.7% | 2.5% | 2.6% |
| EV/EBITDA | 4.69 | 0.81 | 0.02 | -0.43 | EBIT | 90 | 125 | 176 | 249 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 4 | 22 | 17 | 15 |
| 盈利能力指标（%） | | | | | 财务费用率% | 0.5% | 1.9% | 1.1% | 0.7% |
| 毛利率 | 18.7% | 19.5% | 19.8% | 20.5% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 9.2% | 7.9% | 9.2% | 9.9% | 投资收益 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 净资产收益率 | 17.8% | 9.7% | 13.0% | 16.1% | 营业利润 | 85 | 104 | 160 | 236 |
| 资产回报率 | 6.8% | 5.7% | 7.6% | 9.8% | 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 8.4% | 7.6% | 9.8% | 12.2% | 利润总额 | 86 | 104 | 160 | 236 |
| 盈利增长（%） | | | | | EBITDA | 97 | 146 | 208 | 281 |
| 营业收入增长率 | 42.1% | 39.2% | 32.7% | 36.1% | 所得税 | 11 | 13 | 20 | 29 |
| EBIT 增长率 | -14.5% | 38.9% | 41.2% | 41.5% | 有效所得税率% | 12.4% | 12.4% | 12.4% | 12.4% |
| 净利润增长率 | -15.3% | 20.1% | 54.1% | 47.6% | 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 | 91 | 140 | 207 |
| 资产负债率 | 61.5% | 41.5% | 41.6% | 39.2% | | | | | |
| 流动比率 | 0.99 | 2.29 | 2.24 | 2.50 | 资产负债表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 速动比率 | 0.64 | 1.77 | 1.71 | 1.88 | 货币资金 | 53 | 381 | 497 | 621 |
| 现金比率 | 0.15 | 1.14 | 1.14 | 1.25 | 应收账款及应收票据 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 101 | 154 | 194 | 268 |
| 应收帐款周转天数 | 0.28 | 0.44 | 0.36 | 0.40 | 其它流动资产 | 189 | 227 | 279 | 349 |
| 存货周转天数 | 54.87 | 60.71 | 57.79 | 59.25 | 流动资产合计 | 344 | 764 | 971 | 1240 |
| 总资产周转率 | 0.75 | 0.72 | 0.83 | 0.98 | 长期股权投资 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 固定资产周转率 | 37.61 | 1.64 | 2.12 | 2.80 | 固定资产 | 22 | 702 | 722 | 742 |
| | | | | | 在建工程 | 644 | 44 | 59 | 39 |
| | | | | | 无形资产 | 85 | 85 | 84 | 84 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 763 | 842 | 877 | 876 |
| 现金流量表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产总计 | 1106 | 1606 | 1847 | 2116 |
| 净利润 | 76 | 91 | 140 | 207 | 短期借款 | 108 | 100 | 100 | 100 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 133 | 121 | 201 | 244 |
| 非现金支出 | 9 | 22 | 32 | 32 | 预收账款 | 20 | 17 | 30 | 35 |
| 非经营收益 | 4 | 24 | 24 | 24 | 其它流动负债 | 86 | 95 | 103 | 117 |
| 营运资金变动 | -13 | -98 | 10 | -83 | 流动负债合计 | 347 | 333 | 434 | 496 |
| 经营活动现金流 | 75 | 39 | 206 | 179 | 长期借款 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| 资产 | -418 | -102 | -66 | -31 | 其它长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资 | 61 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| 其他 | 2 | 1 | 1 | 1 | 负债总计 | 680 | 667 | 768 | 830 |
| 投资活动现金流 | -355 | -101 | -65 | -30 | 实收资本 | 78 | 104 | 104 | 104 |
| 债权募资 | 569 | -8 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 426 | 940 | 1080 | 1286 |
| 股权募资 | 0 | 26 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -263 | 372 | -25 | -25 | 负债和所有者权益合计 | 1106 | 1606 | 1847 | 2116 |
| 融资活动现金流 | 306 | 390 | -25 | -25 | | | | | |
| 现金净流量 | 26 | 328 | 116 | 124 | | | | | |

备注：以上各表均为简表

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 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,联瑞新材,东岳硅材,双一科技,和远气体,诺普信,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,三角轮胎,鲁西化工,万润股份,国光股份,中旗股份,利民股份,光华科技,海利尔,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,金石资源

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
应镓娴(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 chen Yao@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
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@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
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
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(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
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lqk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@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
谢晶(021)23219436 xiey@htsec.com
金磊(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

| | | |
|---|--|--|
| 电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(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 杨震(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 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张弋 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 l f z11585@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 y j12399@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 潘莹莹(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 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 zhl11756@htsec.com |
| 建筑工程行业 张欣劼 z x j12156@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 张宇轩(021)23154172 z y x11631@htsec.com 联系人 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 | 银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@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 xyz11630@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 衣楦永(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
 季唯佳(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 010-5806 7936 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
 郭金奎(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