

建议申购:

合理价值区间: 36.8 - 46.0 元

发行价格及数量

发行价格	39.99 元
网下发行数量	1700.4 万股
网上发行数量	1133.6 万股

股本结构

总股本(百万股)	113.34
流通A股(百万股)	28.34
B股/H股(百万股)	0/0

重要日期

网下申购日	2020年5月21日
网上申购日	2020年5月21日
预计上市日期	

## 宇新股份: 国内技术领先的 LPG 深加工优势企业

### 投资要点:

- 国内技术领先的 LPG 深加工优势企业。**公司主营以 LPG 为原料的有机化工产品的工艺研发、生产和销售。近年来公司营业收入呈稳步增长态势, 2016-2019 年公司营收分别为 19.75 亿元、27.79 亿元、33.32 亿元和 31.61 亿元, 2017-2019 年同比增长 40.73%、19.92%和-5.13%。2016-2019 年归母净利润分别为 1.61 亿元、1.47 亿元、1.77 亿元和 2.43 亿元, 2017-2019 年同比增长-8.86%、20.70%和 36.82%; 2016-2019 年公司产品毛利率分别为 21.38%、14.39%、15.34%和 19.75%, 盈利能力有所回升。
- 下游需求持续增长, 拉动 LPG 深加工行业发展。**异辛烷、MTBE 等产品下游主要用于生产成品汽油, 汽车行业发展情况、汽车保有量的增长以及汽油价格变化将直接影响其市场需求及价格。目前各国汽油产量增长及品质升级使得异辛烷、MTBE 需求持续增加。近年来我国异辛烷、MTBE 产能持续增加, 但整体开工率较低, 产量稳中有增。2018 年异辛烷、MTBE 产能分别为 1815 万吨、2123 万吨, 同比增长 23.00%、3.51%, 产量达 961.95 万吨、1208.44 万吨, 同比增长 8.68%、3.68%。
- 主营产品销量保持增长, LPG 价格影响盈利能力。**公司主营业务收入主要来源于异辛烷、MTBE、SBAC 等产品的销售。2016-2019 年, 公司主营业务收入分别为 15.37 亿元、22.20 亿元、26.25 亿元和 26.55 亿元, 占营业收入的比例分别为 77.87%、79.88%、78.78%及 84.00%。2017-2018 年异辛烷和 MTBE 价格持续上涨, 但 2017 年下半年国际油价反弹, 第四季度国内 LPG 需求明显增加、价格大幅上涨导致成本增加, 而产品售价未能保持同步变化, 导致 2016-2018 年异辛烷、MTBE 利润水平明显收窄。
- 募投项目完善 LPG 深加工产业链, 带来新盈利增长点。**公司 IPO 拟募资用于投资“15 万吨/年顺酐项目”和“补充营运资金”。募投项目的实施, 将进一步完善公司 LPG 深加工的循环经济产业链, 丰富产品结构, 降低生产成本, 从而增强盈利能力和抗风险能力。根据招股说明书(申报稿)预计, 项目达产后, 在正常经营年份, 每年可新增销售收入 15.84 亿元, 预计每年可实现净利润 1.96 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 2.60/3.03/3.45 亿元, 对应的 EPS 为 2.30/2.68/3.05, 考虑公司是新股, 给予一定的估值溢价, 我们给予公司 2020 年 16-20 倍 PE, 对应合理价值区间为 36.8-46.0 元, 建议申购。
- 风险提示。**原材料价格波动风险、市场需求不稳风险、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)	3332	3161	3446	3999	4432
(+/-)YoY(%)	19.9%	-5.1%	9.0%	16.0%	10.8%
净利润(百万元)	177	243	260	303	345
(+/-)YoY(%)	20.7%	36.8%	7.3%	16.6%	13.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.56	2.14	2.30	2.68	3.05
毛利率(%)	12.1%	16.5%	15.7%	16.1%	16.2%
净资产收益率(%)	23.8%	24.5%	11.2%	11.7%	12.0%

注: 2018 年、2019 年每股收益按 IPO 后的总股本摊薄计算。

资料来源: 招股说明书, 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

## 目 录

1. 宇新股份：国内技术领先的 LPG 深加工优势企业 .....	5
2. 下游需求持续增长，拉动 LPG 深加工行业发展 .....	6
2.1 异辛烷行业持续增长 .....	6
2.2 MTBE 行业发展平稳 .....	8
3. 主营产品销量保持增长，LPG 价格影响盈利能力 .....	9
4. 募投项目完善 LPG 深加工产业链，带来新盈利增长点 .....	11
5. 盈利预测与估值区间 .....	12
6. 风险提示 .....	13
财务报表分析和预测 .....	14

## 图目录

图 1	2016-2019 年公司营业收入和归母净利润变化.....	5
图 2	2016-2019 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	LPG 深加工行业产业链结构图.....	6
图 5	异辛烷主要下游产业链.....	7
图 6	2012-2019 年国内汽油产量.....	7
图 7	2012-2018 年国内异辛烷产能、产量、烷基化装置开工率.....	7
图 8	MTBE 主要下游产业链.....	8
图 9	公司产品营业收入构成情况（百万元）.....	10
图 10	2018 年公司主要产品毛利占比.....	10
图 11	国内液化气、烷基化油、MTBE 价格走势图（元/吨）.....	11
图 12	异辛烷、MTBE 毛利率变化.....	11
图 13	2015-2019 年我国新能源汽车销量及增速统计.....	11

## 表目录

表 1	公司主要产品及用途.....	5
表 2	2018 年国内异辛烷主要生产企业产能统计.....	8
表 3	公司异辛烷市场占有率.....	8
表 4	2012-2018 年我国 MTBE 产销量、进出口统计.....	9
表 5	2018 年国内 MTBE 主要生产企业产能统计.....	9
表 6	公司 MTBE 市场占有率.....	9
表 7	公司主要产品的生产销售情况.....	10
表 8	中国分地区汽油需求量估算（2019 年预计）.....	11
表 9	首次公开发行募投情况（百万元）.....	12
表 10	公司主要产品盈利预测.....	13
表 11	可比公司估值表.....	13

## 1. 宇新股份：国内技术领先的 LPG 深加工优势企业

宇新股份主营以 LPG 为原料的有机化工产品的工艺研发、生产和销售。公司生产的主要产品是以 LPG 中的碳四（C4）组分为原料的异辛烷、MTBE 和 SBAC；同时，公司也以 LPG 中的碳三（C3）原料生产销售了少量异丙醇、乙酸甲酯等产品，并对外销售戊烷发泡剂等副产品。

表 1 公司主要产品及用途

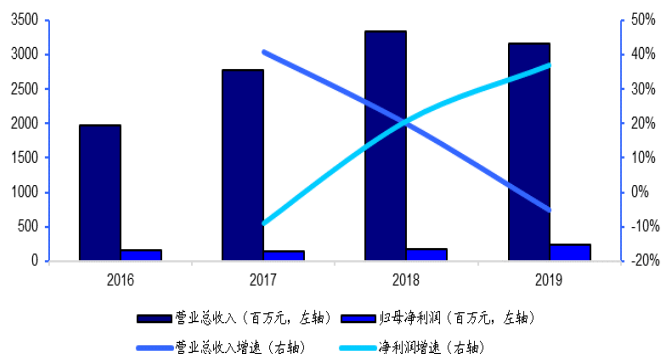
主要产品名称	应用领域
异辛烷	用于生产清洁环保汽油；用于医药、化工、化学等领域的有机合成、溶剂和气相色谱分析标准及稀释剂等
MTBE	用于生产成品汽油；可裂解生成高纯度异丁烯，用于精细化工领域生产丁基橡胶、聚异丁烯（PIB）、甲基丙烯酸甲酯（MMA）等多种有机化工产品；在医学领域用作医药中间体
SBAC	作为有机溶剂广泛应用于涂料、胶带、胶粘剂、合成革、油墨、磁带等行业部门；作为化工原料生产仲丁醇、丁酮等

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

**公司不断优化产品结构，完善 LPG 深加工产业链。**公司于 2009 年成立之后，投产了 MTBE 和 SBAC 联合装置，2016 年继而投产 LPG 分离装置、异辛烷和硫酸回收联合装置，实现了对 LPG 中 C3 和 C4 的综合利用。2017 年，公司投产烯烃异构化和 MTBE 联合装置，同年下半年将 SBAC 装置改造升级为工业试验装置，并在 2018 年利用 LPG 中的 C3 组分进行了异丙醇的小批量试生产。2018 年，公司建设并投产了碳四烯烃异构化装置的原料预处理装置，提升了原料利用效率。

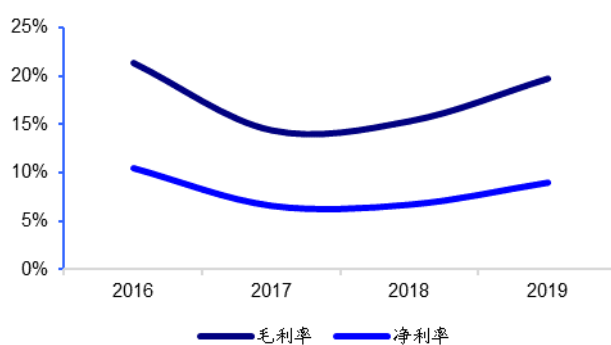
**营收规模稳步增长，盈利能力有所回升。**2016-2019 年公司营收分别为 19.75 亿元、27.79 亿元、33.32 亿元和 31.61 亿元，2017-2019 年同比增长 40.73%、19.92%和-5.13%。2016-2019 年归母净利润分别为 1.61 亿元、1.47 亿元、1.77 亿元和 2.43 亿元，2017-2019 年同比增长-8.86%、20.70%和 36.82%。2016-2019 年公司产品毛利率分别为 21.38%、14.39%、15.34%和 19.75%。2017 年受原材料价格上涨的影响，异辛烷和 MTBE 的毛利率都出现下降，2018 年，毛利率较高的 MTBE 的销售收入占比提高，盈利能力有所回升。

图 1 2016-2019 年公司营业收入和归母净利润变化



资料来源：wind，海通证券研究所

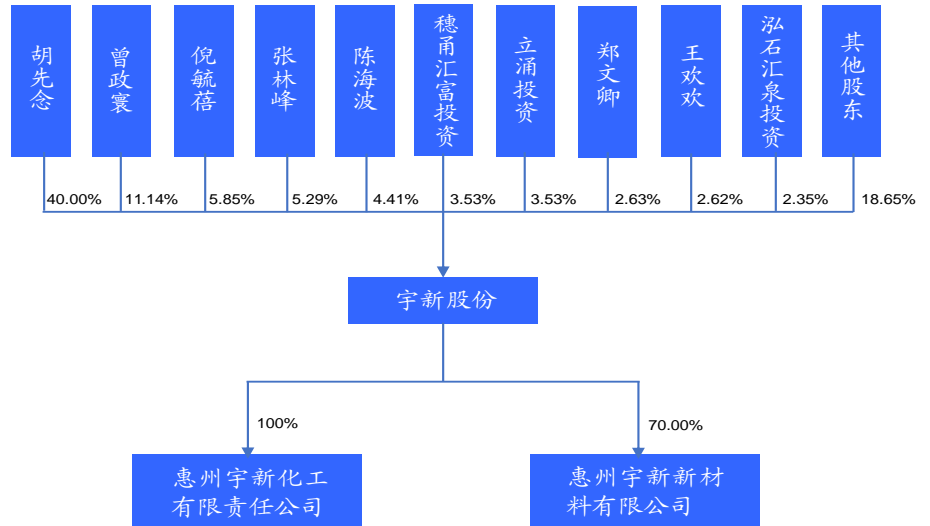
图 2 2016-2019 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：wind，海通证券研究所

**控股股东、实际控制人为胡先念。**发行前，胡先念直接持有公司 3400 万股，持股比例为 40%，是公司主要发起人和第一大股东。公司股权结构较为集中，前十大股东持股比例合计 81.35%。

图3 发行前公司的股权结构图

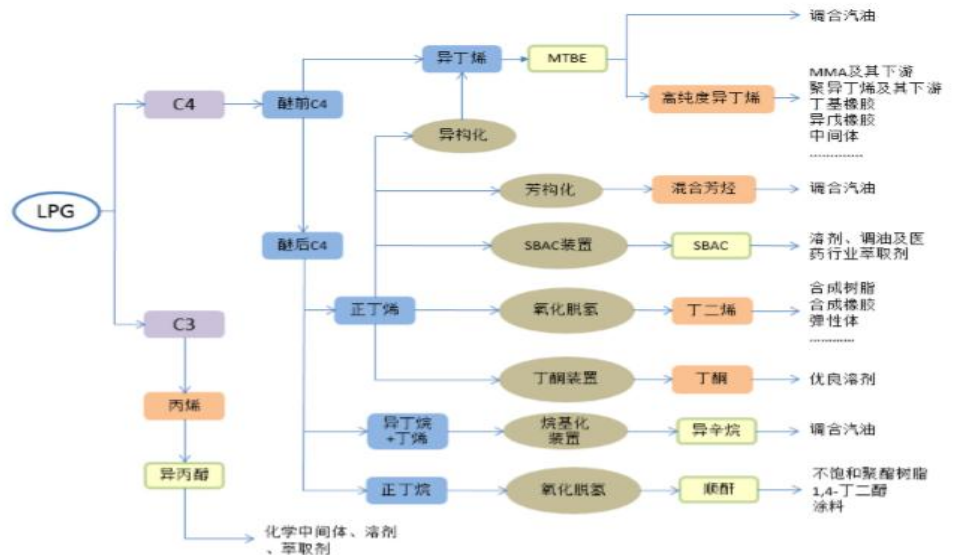


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

## 2. 下游需求持续增长，拉动 LPG 深加工行业发展

LPG 是石油副产品之一，是从油气田开采、炼油厂和乙烯工厂中生产的一种无色气体，是一种基础化工原料和新型城市燃气。目前，LPG 深加工已成为国内气头化工的主要发展方向。我国 LPG 的主要厂家为中石油、中石化、中海油等主营企业以及部分地方炼油企业，且 95% 以上的 LPG 来自炼油，少量开采于油气田。随着我国炼油装置产能的持续增长，国内 LPG 产量快速增加，从 2012 年的 2262.40 万吨增长至 2018 年的 3800.50 万吨，年均复合增长率达 9.03%。

图4 LPG 深加工行业产业链结构图



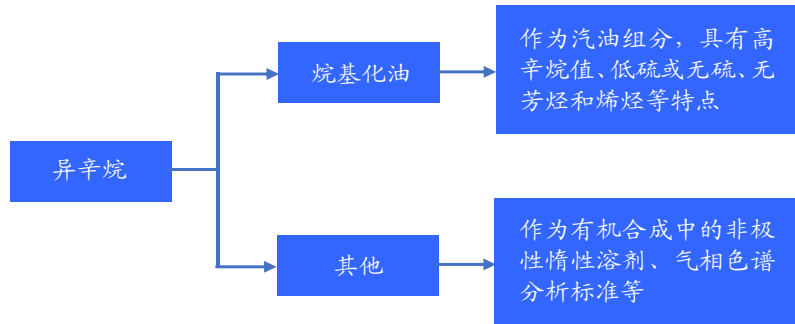
资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

公司生产的 LPG 深加工产品以异辛烷和 MTBE 为主。LPG 深加工产品具有应用广泛的特点，而对于异辛烷、MTBE 等主要产品，其下游主要用于成品汽油的生产，因而汽车行业发展情况、汽车保有量的增长以及汽油价格变化将直接影响异辛烷、MTBE 等产品的市场需求及价格。

### 2.1 异辛烷行业持续增长

清洁汽油需求上升拉动异辛烷行业增长。异辛烷是清洁环保汽油的优质组分，具有

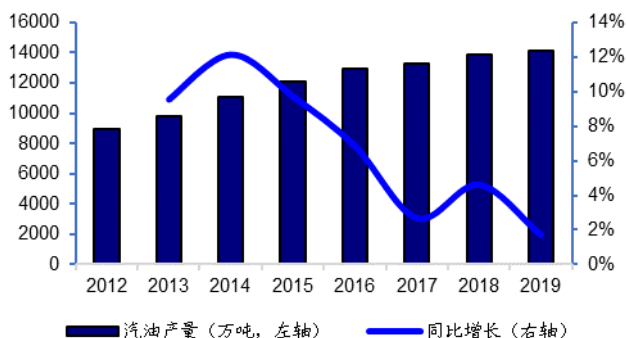
不含芳烃和烯烃、硫含量低、辛烷值高、敏感度好、蒸气压低等优良特性。随着全球汽油标准的逐渐提高，对汽油中烯烃及硫含量要求越来越严格，以及近几年我国车用汽油“国五”标准、“国六 A”标准、“国六 B”标准逐渐实施，限制了汽油组分中硫、烯烃、芳烃的含量，造成汽油辛烷值降低的问题。异辛烷是十分理想的成品汽油添加组分，在提高汽油辛烷值的同时，具有清洁环保、污染性低的特性，具有广阔的市场空间。此外，异辛烷还可用于有机合成、溶剂和气相色谱分析标准及稀释剂等，在医药、化工、化学领域应用广泛。

**图5 异辛烷主要下游产业链**


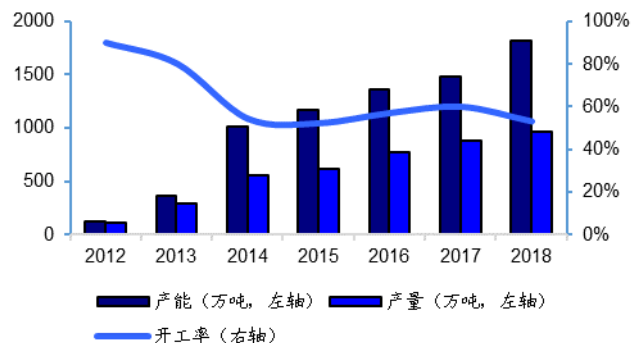
资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

**汽油产量增长及品质升级带动异辛烷需求持续增加。**在全球范围内，异辛烷在各领域的消费比例依次是成品汽油生产 86%、溶剂 13%、其他 1%，汽油需求量直接影响到异辛烷的需求量。近年来，我国汽车保有量快速增长，根据公司招股说明书（申报稿）援引公安部交管局的数据统计，2018 年全国汽车保有量达到 2.4 亿辆，同比增长 10.51%。汽车保有量的增长促进了国内汽油消费量的快速增长，2018 年我国汽油产量为 1.4 亿吨，同比增长 5.26%。我们认为下游汽油需求量的持续增长将带动异辛烷需求量的增长。

**受装置开工率影响，异辛烷产量增速不及产能增速。**异辛烷作为优质的成品汽油生产原料，在世界范围内被广泛应用，近年来全球异辛烷新增产能主要来自于我国的产能增加。根据中国能源网数据，2017 年我国汽油表观消费量为 1.2 亿吨，以国内烷基化油 5% 的比例计算，国内对异辛烷的需求约在 600 万吨，而 2017 年我国异辛烷产量为 885.14 万吨，异辛烷市场总体供大于求。根据隆众资讯，受加工利润限制和碳四原料短缺影响，近几年国内烷基化装置开工率基本都在 50% 左右，受开工率影响，异辛烷产量的增长远低于其装置产能的增长。2018 年，异辛烷实际产量约 962 万吨。

**图6 2012-2019 年国内汽油产量**


资料来源：前瞻经济学人，中国报告网，海通证券研究所

**图7 2012-2018 年国内异辛烷产能、产量、烷基化装置开工率**


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

2018 年，我国异辛烷总产能已达到 1815 万吨，对应产量达到 962 万吨。国内主要的异辛烷生产企业包括科德化工、华邦化学、安徽泰合森、广东德美、濮阳盛源、中嘉华宸、天恒石化、齐翔腾达、齐发化工、湖南宇新。

**表 2 2018 年国内异辛烷主要生产企业产能统计**

企业名称	产能 (万吨/年)	区域
科德化工	40	山东
华邦化学	40	山东
安徽泰合森	24.8	安徽
广东德美	24	广东
濮阳盛源	20	河南
中嘉华宸	20	浙江
天恒石化	20	广西
齐翔腾达	20	山东
齐发化工	20	山东
宇新股份	20	湖南

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

**表 3 公司异辛烷市场占有率**

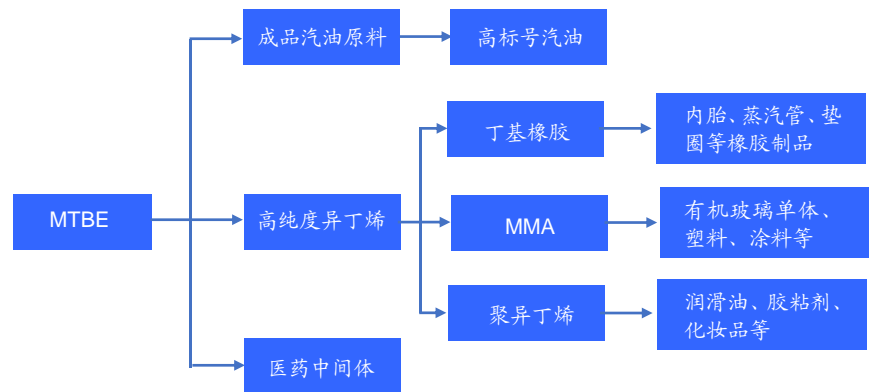
年份	公司产量(万吨)	全国产量(万吨)	市场占有率
2016	21.97	773.65	2.84%
2017	28.58	885.14	3.23%
2018	31.26	961.95	3.25%
2019	32.10	1273.91	2.5%

注：2019 年全国产量为卓创资讯预测数据

资料来源：招股说明书，卓创资讯，海通证券研究所

## 2.2 MTBE 行业发展平稳

MTBE 即甲基叔丁基醚，可作为成品汽油生产的原料，在精细化工领域和医药领域也有应用，其中用于成品汽油生产的需求量占 MTBE 总需求量的 90% 以上。目前各国汽油升级换代的需求促进了 MTBE 产业的发展，MTBE 需求的增长速度与汽油消费量以及汽车保有量的增长速度呈正相关关系。

**图8 MTBE 主要下游产业链**


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

**我国 MTBE 产能持续增长。**2018 年全球 MTBE 总产能达 14000 万吨左右，产能主要集中于北美、欧洲、俄罗斯、日本等国家和地区。近年来，随着异构化装置、异丁烷脱氢装置、PO/MTBE 联产装置等 MTBE 生产装置的投产，我国 MTBE 产能持续提高。2012 年至 2015 年，我国 MTBE 产能以平均每年超过 15% 的速度持续增长。2018 年，国内 MTBE 装置总产能为 2123 万吨/年，同比增长 3.51%。

**MTBE 市场表现稳定。**近几年，随着 MTBE 产能逐渐增长，国内 MTBE 市场由过去的供不应求逐步过渡到供需平衡状态。目前国内 MTBE 产销较为平衡，进口和出口都



保持较低水平，国内 MTBE 市场的进口需求主要来源于华南等 MTBE 供应紧张地区。

**表 4 2012-2018 年我国 MTBE 产销量、进出口统计**

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
产量(万吨)	513.76	650.52	775.13	796.66	1106.51	1165.52	1208.44
进口量(万吨)	20.70	32.75	29.51	24.40	48.22	20.46	9.35
出口量(万吨)	7.90	1.47	0.89	5.11	6.05	5.71	6.22
表观消费量(万吨)	526.56	681.80	803.75	815.95	1148.68	1180.27	1211.57

资料来源：招股说明书（申报稿），卓创资讯，海通证券研究所

2018 年，我国有山东垦利石化、宁夏宝利化工、宁夏瑞科新源、中石油大庆石化等厂家的 MTBE 陆续投产，我们预计未来 MTBE 产量会继续保持增长趋势。

**表 5 2018 年国内 MTBE 主要生产企业产能统计**

企业名称	产能(万吨/年)	区域
万华化学	78	山东
亨斯迈	74	江苏
盛荣化工	50	山东
安瑞佳	41	黑龙江
东明前海	36	山东
神驰化工	35	山东
齐翔腾达	35	山东
鲁清石化	30	山东
宇新股份	13	湖南
茂化实华	8	广东

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

**表 6 公司 MTBE 市场占有率**

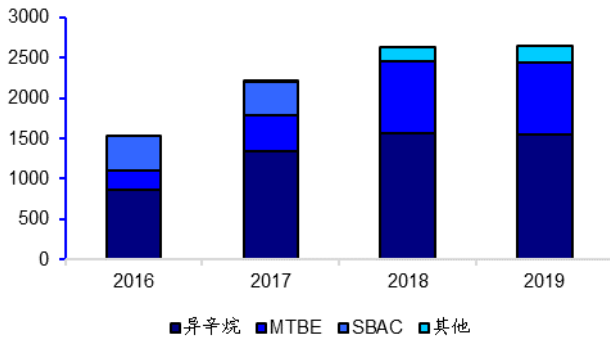
年份	公司产量(万吨)	全国产量(万吨)	市场占有率
2016	4.87	1106.51	0.44%
2017	9.39	1165.52	0.81%
2018	17.11	1208.44	1.42%
2019	18.35	1300.00	1.41%

注：2019 年全国产量为卓创资讯预测数据

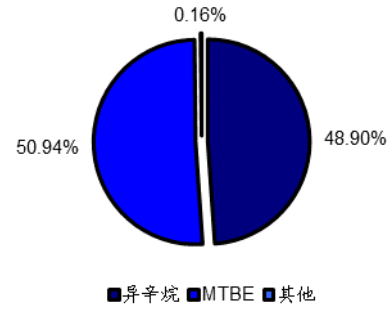
资料来源：招股说明书，卓创资讯，海通证券研究所

### 3. 主营产品销量保持增长，LPG 价格影响盈利能力

公司营收主要来源于异辛烷和 MTBE 产品的销售。公司主要从事以 LPG 为原料的有机化工产品的工艺研发、生产和销售业务，其主营业务收入主要来源于异辛烷、MTBE、SBAC 等产品的销售，其他产品收入主要包括异丙醇、乙酸乙酯、戊烷发泡剂等，2018 年公司已不再生产和销售 SBAC 产品。2016-2019 年，公司主营业务收入分别为 15.37 亿元、22.20 亿元、26.25 亿元和 26.55 亿元，占营业收入的比例分别为 77.87%、79.88%、78.78%及 84.00%。公司异辛烷和 MTBE 作为清洁汽油的生产原料，市场需求量快速增长，销售情况良好，是公司毛利的主要来源。

**图9 公司产品营业收入构成情况（百万元）**


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

**图10 2018年公司主要产品毛利占比**


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

**销量增长推动异辛烷、MTBE 销售收入稳步增长。**2017-2018 年，受异辛烷、MTBE 市场需求上升以及销售价格上涨的影响，公司收入均持续增长，2016-2019 年异辛烷销售收入为 8.68 亿元、13.35 亿元、15.58 亿元和 15.46 亿元，MTBE 销售收入为 2.34 亿元、4.56 亿元、9.07 亿元和 8.93 亿元。

**表 7 公司主要产品的生产销售情况**

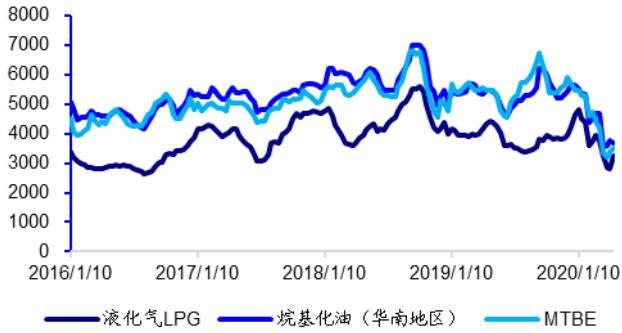
产品名称	产能 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产能利用率	产销率	销售收入 (万元)
<b>2016 年</b>						
异辛烷	20.00	21.97	21.42	109.87%	97.50%	86797.01
MTBE	2.40	4.87	5.37	203.00%	110.21%	23432.61
SBAC	15.00	13.89	13.52	92.62%	97.33%	43518.55
<b>2017 年</b>						
异辛烷	20.00	28.58	29.13	142.89%	101.92%	133498.99
MTBE	13.00	9.39	9.42	72.27%	100.23%	45570.43
SBAC	15.00	9.43	10.09	62.89%	106.96%	41187.13
<b>2018 年</b>						
异辛烷	20.00	31.26	30.85	156.30%	98.68%	155755.91
MTBE	13.00	17.11	17.14	131.62%	100.16%	90689.74
<b>2019 年</b>						
异辛烷	30.00	32.10	32.56	107.00%	101.43%	154573.74
MTBE	13.00	18.35	18.39	141.15%	100.22%	89269.50

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

**LPG 价格变动影响 LPG 深加工的盈利能力。**异辛烷和 MTBE 的主要下游应用都为生产成品汽油，故其价格走势同汽油的价格高度相关，生产成本则主要取决于 LPG 的价格，异辛烷与 MTBE 的价格保持高度的相关性，其原材料又同为 LPG 中的碳四组分，故其利润水平变动趋势较为相似。通常情况下，LPG 深加工产品价格会随着 LPG 价格的波动进行调整，但短期内原料价格上涨幅度过高、上涨速度较快，而下游产品需求增长不明显时，将会挤压 LPG 深加工产品的利润空间。华南地区汽油消耗量大，但异辛烷和 MTBE 生产装置较少、产能占比低，导致华南地区碳四原料价格相对较低，而产品售价却高于华中、华东和华北等地区，一定程度上扩大了区域内相关产品厂商的利润空间。

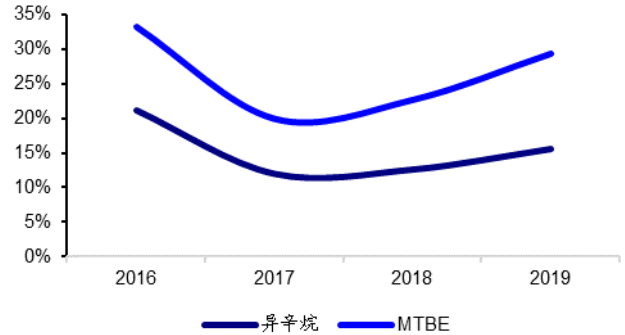
2017 年，异辛烷和 MTBE 产品市场价格处于震荡缓涨状态，2018 年受国内汽油价格上涨以及即将实施“国六”标准带来异辛烷、MTBE 需求上升影响，导致 2017-2018 年异辛烷和 MTBE 价格持续上涨。2017 年下半年国际油价反弹，第四季度国内 LPG 需求明显增加、价格大幅上涨导致成本增加，使得 2017 年异辛烷、MTBE 利润水平明显收窄。

图11 国内液化气、烷基化油、MTBE 价格走势图（元/吨）



资料来源：wind，海通证券研究所

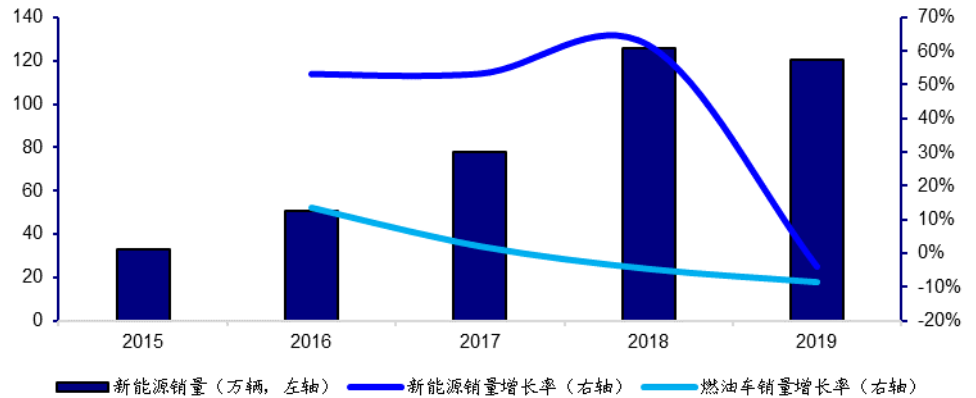
图12 异辛烷、MTBE 毛利率变化



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

**新能源汽车及乙醇汽油推广或使异辛烷、MTBE 市场面临挑战。**截至 2019 年末，我国汽车保有量为 26000 万辆，同比增长 8.21%；汽车产销量分别为 2572.10 万辆和 2576.90 万辆，同比分别增长 -7.51% 和 -8.23%；新能源汽车保有量为 381.00 万辆，占比为 1.47%，2017-2019 年新能源汽车销量分别为 77.77 万辆、125.62 万辆和 120.60 万辆，同比分别增长 53.25%、61.67% 和 -4.00%，2019 年新能源汽车销售占比为 4.68%。我们认为，新能源汽车的增加会对燃油汽车产生一定的替代作用，对汽油消费量产生影响，从而影响异辛烷、MTBE 等汽油生产原料的市场需求。另外，2017 年 9 月，国家发改委等十五部委联合印发了《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》，要求到 2020 年在全国推广车用乙醇汽油。2018 年，中国汽油表观消费量为 1.26 亿吨，同比增长 3.60%，使用乙醇汽油 3000-3500 万吨。乙醇汽油的推广将在一定程度上抑制 MTBE 市场需求，我们认为中长期来看烷基化油的市场空间可能会受到冲击。

图13 2015-2019 年我国新能源汽车销量及增速统计



资料来源：wind，海通证券研究所

表 8 中国分地区汽油需求量估算（2019 年预计）

汽油需求数量	未使用乙醇汽油	部分地市使用乙醇汽油	全境使用乙醇汽油
超过 1000 万吨	广东、四川	江苏	-
700-1000 万吨	浙江、上海（研讨中）	山东、湖北	辽宁、河南
300-700 万吨	北京、福建、湖南、贵州、云南、陕西、江西、新疆	河北、内蒙古、山西	天津、黑龙江、安徽、广西
300 万吨以下	重庆、海南、宁夏、甘肃、青海	-	吉林

注：不含西藏和港澳台

资料来源：娄岩《中国乙醇汽油和燃料乙醇市场供需现状》，海通证券研究所

## 4. 募投项目完善 LPG 深加工产业链，带来新盈利增长点

公司 IPO 拟募资用于投资“15 万吨/年顺酐项目”和“补充营运资金”。顺酐项目的建设，一方面可以延长公司碳四深加工产品线，丰富产品结构，有助于增强盈利能力和抗风险能力；另一方面，顺酐生产可进一步开发利用原有生产装置加工后剩余 LPG 中的

正丁烷组分,完善了公司 LPG 深加工的循环经济产业链,有助于降低产品总体生产成本。

表 9 首次公开发行募投情况 (万元)

序号	募集资金投资项目	项目总投资	其中:项目 建设投资	项目铺底 流动资金	使用募集 资金投资	备案核准	环评批复	实施主体	建设期
1	15 万吨/年 顺酐项目	129271.49	125830.00	3441.49	84000.00	《广东省企业投资项目备案证》 (项目代码: 2018-441303-26-03-838625)	惠市环建 (2019) 13 号	宇新新材料	20 个月
2	补充营运资 金	16000.00	-	-	16000.00	-	-	宇新股份	-
<b>合计</b>		<b>145271.49</b>	<b>125830.00</b>	<b>3441.49</b>	<b>100000.00</b>	-	-	-	-

资料来源:招股说明书(申报稿),海通证券研究所

目前我国顺酐主要用来生产不饱和聚酯树脂(UPR)、加氢产品、农用化学品、涂料油漆、润滑油添加剂以及其它有机化学品。其中,UPR 在其下游消费领域占据主导地位,占比 53%左右,出口占比 5%,加氢产品、农用化学品及其他占比 42%左右。近几年我国不饱和树脂行业快速发展,2015 年国内不饱和树脂产能为 330 万吨左右,2018 年国内产能已接近 480 万吨,在国家愈发重视环境保护的背景下,国内部分大型主流树脂企业仍能保证开工平稳,并在需求平稳下保持稳步扩产,2018 年国内树脂行业整体产量有了较为稳定的增长。随着我国经济的不断发展,我们认为加氢产品、农用化学品、涂料油漆、润滑油添加剂等产品需求也将保持稳定增长状态。

15 万吨/年顺酐项目总投资为 12.93 亿元,其中建设投资 12.58 亿元,项目建设期 20 个月;公司预计项目达产后,在正常经营年份,每年可新增销售收入 15.84 亿元,预计每年可实现利润总额 2.61 亿元,按照所得税税率 25%计算的净利润为 1.96 亿元。

## 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 2.60/3.03/3.45 亿元,对应的 EPS 为 2.30/2.68/3.05,考虑公司是新股,给予一定的估值溢价,我们给予公司 2020 年 16-20 倍 PE,对应合理价值区间为 36.8-46.0 元。

**表 10 公司主要产品盈利预测**

项目	2019	2020E	2021E	2022E
<b>异辛烷</b>				
收入(亿元)	15.46	15.18	15.64	16.10
成本(亿元)	13.05	13.05	13.45	13.85
毛利率	15.57%	14.00%	14.00%	14.00%
<b>MTBE</b>				
收入(亿元)	8.93	8.93	9.60	9.60
成本(亿元)	6.31	6.61	7.10	7.10
毛利率	29.32%	26.00%	26.00%	26.00%
<b>顺酐</b>				
收入(亿元)		2.40	6.00	9.00
成本(亿元)		1.97	4.80	7.20
毛利率		18.00%	20.00%	20.00%
<b>其他主营业务</b>				
收入(亿元)	2.17	2.39	2.63	2.89
成本(亿元)	1.95	2.15	2.36	2.60
毛利率	10.19%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>其他业务</b>				
收入(亿元)	5.06	5.56	6.12	6.73
成本(亿元)	5.07	5.29	5.81	6.40
毛利率	-0.29%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>总计</b>				
收入(亿元)	31.61	34.46	39.99	44.32
成本(亿元)	26.38	29.07	33.53	37.15
毛利率	16.55%	15.66%	16.14%	16.19%

资料来源：招股说明书，WIND，海通证券研究所

**表 11 可比公司估值表**

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002408	齐翔腾达	5.80	0.35	0.33	0.49	20.46	17.75	11.76
603026	石大胜华	25.65	1.52	1.58	2.12	23.01	16.21	12.09
	均值		0.94	0.96	1.31	21.74	16.98	11.93

 注：收盘价为 2020 年 5 月 20 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、市场需求不稳风险、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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3161</b>	<b>3446</b>	<b>3999</b>	<b>4432</b>
每股收益	2.14	2.30	2.68	3.05	营业成本	2638	2907	3353	3715
每股净资产	8.72	20.58	22.82	25.42	毛利率%	16.5%	15.7%	16.1%	16.2%
每股经营现金流	2.87	3.39	4.60	4.74	营业税金及附加	11	12	14	15
每股股利	0.00	0.44	0.44	0.44	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	72	78	91	101
P/E	18.68	17.41	14.94	13.13	营业费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
P/B	4.58	1.94	1.75	1.57	管理费用	59	49	65	68
P/S	1.08	1.32	1.13	1.02	管理费用率%	1.9%	1.4%	1.6%	1.5%
EV/EBITDA	-1.15	-1.55	-1.75	-2.35	EBIT	263	281	331	377
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	财务费用	1	-9	-4	-6
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
毛利率	16.5%	15.7%	16.1%	16.2%	资产减值损失	0	-1	-2	-2
净利润率	7.7%	7.6%	7.6%	7.8%	投资收益	7	5	8	8
净资产收益率	24.5%	11.2%	11.7%	12.0%	<b>营业利润</b>	<b>276</b>	<b>297</b>	<b>346</b>	<b>394</b>
资产回报率	19.0%	9.9%	10.4%	10.7%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	20.6%	9.9%	10.6%	10.9%	<b>利润总额</b>	<b>275</b>	<b>297</b>	<b>346</b>	<b>394</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	313	435	536	581
营业收入增长率	-5.1%	9.0%	16.0%	10.8%	所得税	36	39	46	52
EBIT 增长率	30.0%	6.7%	17.8%	13.9%	有效所得税率%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润增长率	36.8%	7.3%	16.6%	13.7%	少数股东损益	-4	-2	-3	-3
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>243</b>	<b>260</b>	<b>303</b>	<b>345</b>
资产负债率	16.6%	8.4%	8.6%	8.3%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
流动比率	3.55	5.57	6.19	7.86	货币资金	402	717	979	1409
速动比率	2.97	4.91	5.57	7.23	应收账款及应收票据	26	31	34	39
现金比率	2.69	4.53	5.26	6.89	存货	51	68	72	83
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	51	66	67	77
应收帐款周转天数	2.96	3.25	3.11	3.18	流动资产合计	530	881	1152	1608
存货周转天数	7.08	8.52	7.80	8.16	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	2.47	1.31	1.38	1.38	固定资产	332	1080	1278	1176
固定资产周转率	9.52	3.19	3.13	3.77	在建工程	332	532	282	182
					无形资产	76	127	186	242
					非流动资产合计	749	1748	1755	1610
<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>1279</b>	<b>2630</b>	<b>2907</b>	<b>3218</b>
净利润	243	260	303	345	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-4	-2	-3	-3	应付票据及应付账款	48	63	67	77
非现金支出	47	155	207	207	预收账款	33	38	43	48
非经营收益	-5	-3	-5	-5	其它流动负债	68	58	77	79
营运资金变动	44	-26	19	-7	流动负债合计	149	158	186	204
<b>经营活动现金流</b>	<b>325</b>	<b>385</b>	<b>521</b>	<b>537</b>	长期借款	43	43	43	43
资产	-324	-1155	-214	-61	其它长期负债	20	20	20	20
投资	7	0	0	0	非流动负债合计	63	63	63	63
其他	0	5	8	8	<b>负债总计</b>	<b>212</b>	<b>221</b>	<b>249</b>	<b>267</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-317</b>	<b>-1150</b>	<b>-207</b>	<b>-54</b>	实收资本	85	113	113	113
债权募资	43	0	0	0	普通股股东权益	989	2332	2586	2881
股权募资	68	28	0	0	少数股东权益	78	76	73	69
其他	0	1052	-53	-53	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1279</b>	<b>2630</b>	<b>2907</b>	<b>3218</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>111</b>	<b>1081</b>	<b>-53</b>	<b>-53</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>118</b>	<b>316</b>	<b>262</b>	<b>431</b>					

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  
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,茶花股份,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,雅本化学,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

### 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;	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。
<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。	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 zwx10402@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



<b>电子行业</b> 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	<b>煤炭行业</b> 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	<b>电力设备及新能源行业</b> 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
<b>基础化工行业</b> 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	<b>计算机行业</b> 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	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zfq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 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	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 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	<b>机械行业</b> 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	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 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	<b>食品饮料行业</b> 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
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行业</b> 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	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 衣楠永(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  
 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 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

### 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  
 郭金鑫(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