

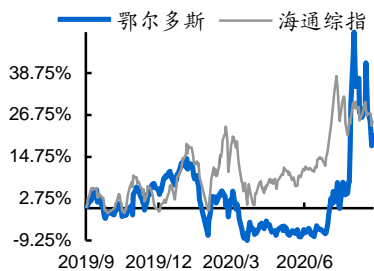
投资评级 优于大市 首次覆盖

## 双龙头，稳增长，安全垫，低估值

### 股票数据

09月04日收盘价(元)	8.88
52周股价波动(元)	6.86-11.92
总股本/流通A股(百万股)	1428/612
总市值/流通市值(百万元)	13237/9567

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.9	30.0	31.5
相对涨幅(%)	-9.0	16.0	9.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘彦奇

Tel: (021) 23219391

Email: liuyq@htsec.com

证书: S0850511010002

分析师: 施毅

Tel: (021) 23219480

Email: sy8486@htsec.com

证书: S0850512070008

分析师: 周慧琳

Tel: (021) 23154399

Email: zhl11756@htsec.com

证书: S0850519090001

### 投资要点:

- **双主业双龙头双基地。**公司原主营羊绒制品，后投资“资源就地转化”的电冶板块。其中羊绒制品和硅铁世界第一。羊绒制品位于东胜；电冶板块位于棋盘井，产品包括硅铁、硅锰、PVC、烧碱、电石等。
- **羊绒服装标准制定者和领跑者。**优质羊绒主产地在内蒙古，公司以此成为世界最大的羊绒服装企业，2017年公司营收是国内第二名的约4倍。
- **羊绒服装行业头部效应明显。**公司竞争力提升叠加消费升级，收入和单品利润逐步提升。而可比同行收入停滞或者下降，头部效应明显。
- **深耕自有品牌收获渐丰。**力推自有品牌30年，引进欧洲设计师、品牌进行细分定位，成果渐显，过去四年收入复合增9.33%，毛利复合增16.13%。
- **电冶板块20年蓝图终成。**PVC二期投产，电冶蓝图终成。2019年电冶板块收入占80%，毛利占60%。硅铁、羊绒制品、PVC毛利前三，合计约70%。2019年公司硅铁世界第一，是国内第二的4.48倍。
- **独立电网提供厚厚安全垫。**电力约占电冶板块成本的50%，公司获得了独立发电运营权，自己采煤、自己发电。过去三次行业低谷，电冶毛利率都波动较小。兰炭占约成本10%。煤炭、兰炭、天然气、石灰石和硅石均产自当地。这使得公司电冶板块盈利能力在可比公司中优势明显。
- **公司财务健康。**因主要项目均已完工，现金流充沛，负债率速降。
- **稳步增长。**羊绒服装进入收获期，稳步增长；按2017-2019年平均毛利计，PVC投产带来约8亿元毛利；2019财务费用比2018年降低4亿元；马泰壕煤矿有明显的增产潜力；行业头部集中利于盈利稳定；我国投资恢复较快。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2020至2021年可实现归母净利润分别为12.44、17.23亿元，对应EPS分别为0.87、1.21元，对应每股净资产分别为9.51、10.51元。我们参考可比公司，采用PE估值，我们给予公司2020年13-14倍PE，合理价值区间为11.31-12.18元，对应2020年1.2-1.3倍PB，给予公司“优于大市”评级。
- **风险提示。**公司PVC二期项目运行低于预期；公司服装销量下滑；国内经济增速大幅下滑、疫情反复等。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24623	22790	22948	23846	24354
(+/-)YoY(%)	11.3%	-7.4%	0.7%	3.9%	2.1%
净利润(百万元)	953	1341	1244	1723	1907
(+/-)YoY(%)	82.9%	40.7%	-7.2%	38.5%	10.7%
全面摊薄EPS(元)	0.67	0.94	0.87	1.21	1.34
毛利率(%)	30.0%	29.2%	27.2%	28.7%	29.0%
净资产收益率(%)	10.0%	10.6%	9.2%	11.5%	11.5%

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. 公司概况 .....	6
1.1 公司历史沿革 .....	6
1.2 股权结构 .....	6
1.3 主营业务范围 .....	7
1.4 主要控股参股公司 .....	7
2. 羊绒服装向头部集中 .....	8
2.1 羊绒制品标准制定者 .....	8
2.2 当地羊绒资源优势突出 .....	8
2.3 羊绒制品市占率全球第一 .....	9
2.4 羊绒服装革命性重新定位 .....	9
2.5 竞争力提升叠加消费升级 .....	9
2.6 向头部集中趋势明显 .....	10
2.7 大西北的弄潮思维 .....	11
3. 电冶板块蓝图终成 .....	11
3.1 电冶板块产业链 .....	11
3.2 电冶板块下属分子孙公司 .....	11
3.3 自产煤炭电力是电冶核心 .....	12
3.4 电冶板块各产品产量 .....	12
3.5 20 年蓝图收尾 .....	13
3.6 电力是公司最大成本优势 .....	13
3.7 电冶板块贡献远超羊绒制品 .....	13
3.8 硅铁占比世界第一 .....	14
3.9 电冶板块盈利能力横向对比 .....	14
4. 财务健康发展 .....	15
4.1 财务费用近几年下行明显 .....	15
4.2 存货小幅增长 .....	16
4.3 应收账款稳中有降 .....	16
4.4 负债率较高但快速下降 .....	16
4.5 利润质量较高 .....	17
4.6 收益率可观 .....	17
5. 业绩增长展望 .....	18
5.1 羊绒服装稳步增长 .....	18
5.2 电冶板块的“底线”思维 .....	18
5.3 新冠疫情带来影响分析 .....	19
5.4 注重内涵自然增长 .....	19
5.5 继续减轻利息负担 .....	20
5.6 PVC 二期投产带来增量 .....	20
5.7 马泰壕煤矿有望扩产 .....	20
5.8 行业格局利于盈利稳定 .....	20
6. 盈利预测与估值 .....	21
6.1 产品与原燃料价格 .....	21
6.2 预测假设 .....	21
6.3 盈利预测及估值 .....	23
7. 风险提示 .....	23
财务报表分析和预测 .....	24

## 图目录

图 1	公司实际控制人与股权分布 (截止 2020-07-17) .....	7
图 2	公司生产基地示意图 .....	7
图 3	鄂尔多斯与 st 中绒年收入对比 .....	10
图 4	鄂尔多斯与 st 中绒毛利率对比 .....	10
图 5	鄂尔多斯羊绒业务与申万纺织服装平均毛利率对比 .....	10
图 6	2014-2017 年主要公司羊绒制品收入总增幅对比 .....	10
图 7	鄂尔多斯单件羊绒衫毛利 .....	10
图 8	公司电冶板块产业链示意图 .....	11
图 9	公司电冶板块下属分公司、子公司、孙公司等 .....	12
图 10	公司过去 10 年各产品占营业收入比例 .....	14
图 11	公司过去 10 年各产品占毛利比例 .....	14
图 12	过去 10 年各省占全国硅铁年产量比例 .....	14
图 13	2019 年公司各产品国内市占率 .....	14
图 14	过去 10 年上市公司硅铁毛利率对比 .....	15
图 15	过去 10 年上市公司 PVC 毛利率对比 .....	15
图 16	过去 10 年上市公司烧碱毛利率对比 .....	15
图 17	过去 10 年上市公司电石毛利率对比 .....	15
图 18	公司三项费用情况 .....	15
图 19	公司存货 (亿元) .....	16
图 20	公司一季度存货周转率与存货周转天数 .....	16
图 21	公司分季度应收账款周转率 .....	16
图 22	公司分季度应付账款周转率 .....	16
图 23	公司资产负债率情况 .....	17
图 24	公司流动比率及速动比率 .....	17
图 25	公司扣非与非扣非归母净利润 .....	17
图 26	扣非后净利润占公司净利润比例 .....	17
图 27	过去 12 年电冶板块与羊绒服装毛利率 .....	18
图 28	2009 年以来我国硅铁产量和增速 .....	18
图 29	2008 年以来我国 PVC 与烧碱产量增速 .....	19
图 30	2009 年以来我国硅锰产量增速 .....	19

图 31	固投和房地产投资快速恢复而消费恢复较慢 (%) .....	19
图 32	电冶板块对应产品我国出口量占我国总产量比例 .....	19
图 33	公司主要原料价格.....	21
图 34	公司主要产品对应的公开市场价 (非公司所产) .....	21

## 表目录

表 1	公司历史发展进程.....	6
表 2	2019 年鄂尔多斯主要控股参股公司（亿元）.....	8
表 3	公司业内技术地位.....	8
表 4	中国和内蒙占全球羊绒产量比例.....	8
表 5	公司历年产量变化情况.....	9
表 6	公司羊绒衫不同市场市占率.....	9
表 7	2015 年公司羊绒服装 4 个细分品牌和定位.....	9
表 8	电冶板块高能耗产品的电耗和主要成本项.....	12
表 9	公司历年产量变化情况.....	13
表 10	2019 年公司主要产品产能和自用外销量.....	13
表 11	公司过去 10 年盈利能力.....	17
表 12	公司现金流与负债率（亿元）.....	20
表 13	PVC 二期完全正常生产后毛利测算.....	20
表 14	公司主营业务预测主要假设.....	21
表 15	公司主营业务分项预测表.....	22
表 16	公司可比氯碱化工上市公司估值（2020-09-04 收盘价）.....	23
表 17	可比公司估值情况（2020-09-04 收盘价）.....	23

## 1. 公司概况

### 1.1 公司历史沿革

1980 年公司前身伊克昭盟羊绒衫厂成立，1988 年“鄂尔多斯”商标注册。1995 年股份改制并发行 B 股 1.10 亿股、2001 年公司 A 股上市。

2003 年改制后变身为民营企业，同年为了消化富余员工并充分利用当地资源，在鄂尔多斯市鄂托克旗棋盘井镇建设电力冶金板块。电冶板块主要涉及煤炭采选、电力、铁合金、氯碱化工等。

表 1 公司历史发展进程

时间	事件
1980 年	伊克昭盟羊绒衫厂成立
1987 年	羊绒衫厂扩建，新建 30 万件羊绒衫项目
1988 年	国家工商局正式颁发了“鄂尔多斯”商标注册证
1989 年	“鄂尔多斯羊绒衫温暖全世界”的广告
1995 年	鄂尔多斯 B 股在上交所上市；
2001 年	鄂尔多斯 A 股在上交所上市
2002 年	鄂尔多斯集团产权制度改革顺利完成
2003 年	4 月 8 日，鄂尔多斯硅电联产项目在鄂托克旗棋盘井工业园区正式开工；7 月 20 日，鄂尔多斯电力冶金公司创立，由此拉开了集团进军棋盘井二次创业的大幕
2005 年	7 月，国家发改委发文正式核准棋盘井 2*33 万千瓦机组；8 月机组点火发电，标志着鄂尔多斯棋盘井工业园区煤炭-电力-冶金产业链条全部打通，投入运行
2006 年	5 月，鄂尔多斯联合化工公司年产 60 万吨合成氨、104 万吨尿素项目开工奠基
2009 年	8 月，棋盘井园区化工产业一期 30 万吨电石项目建成投产
2010 年	5 月，棋盘井园区 60 万吨电石联产 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱、100 万吨水泥项目开工建设
2015 年	棋盘井园区化工事业部大化肥二期年产 100 万吨尿素项目建成试产
2016 年	鄂尔多斯羊绒纺织品牌重塑为由 ERDOS、鄂尔多斯 1980、BE 构成的品牌家族，进入多品牌经营时代

资料来源：公司官网，海通证券研究所

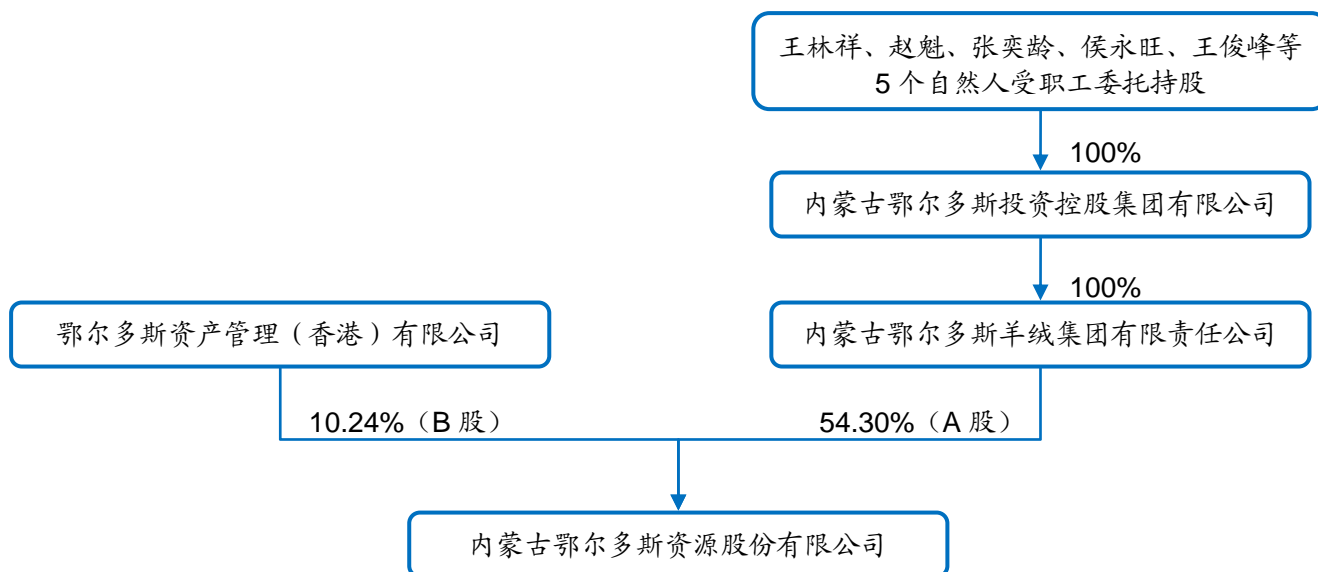
### 1.2 股权结构

截止 2020 年一季度，公司总股本 14.28 亿股，其中 A 股占 70.59%，B 股占 29.41%。公司控股股东为内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司，持公司 54.30%（A 股）股权。

公司控股股东的一致行动人鄂尔多斯资产管理（香港）有限公司截止 7 月 17 日增持公司 B 股后，合计持公司 10.24%（B 股）股权。

此前公司曾表示自 2020 年 5 月 27 日起 6 个月内择机增持公司 B 股股份，增持股份的价格不低于每股 0.6 美元，且不高于每股 0.9 美元，增持金额不低于 500 万美元，且不高于 520 万美元，公司公告截止 6 月 19 日已完成此次计划中的 250.12 万美元。

图1 公司实际控制人与股权分布 (截止 2020-07-17)



资料来源: Wind, 公司 2019 年报, 公司关于控股股东及其一致行动人增持计划实施完成公告, 海通证券研究所

### 1.3 主营业务范围

主营业务按基地分布可分为羊绒服装和电力冶金两大板块。羊绒服装板块是公司最早业务, 位于鄂尔多斯市东胜区罕台镇, 拥有从羊绒收购到最终服装成品的全流程产线。电力冶金化工板块则包括煤炭采选、发电、硅铁、硅锰、PVC、电石、烧碱、化肥、水泥等, 位于鄂尔多斯市西部约 300 公里的鄂托克旗棋盘井工业园区, 靠近乌海, 紧邻黄河, 有充足的水源保障。

图2 公司生产基地示意图



资料来源: 百度地图, 海通证券研究所

### 1.4 主要控股参股公司



公司控股内蒙古鄂尔多斯电力冶金集团股份有限公司（电力冶金板块或电冶板块）78%股权，另外 22% 由日本三井与盛祥集团持有。公司持有 25% 股权的永煤矿业，其主要煤矿为马泰壕煤矿，根据中国煤炭网报道马泰壕煤矿设计生产能力 800 万吨/年，装备能力 1200 万吨/年，预留发展能力可达 1500 万吨/年。

**表 2 2019 年鄂尔多斯主要控股参股公司（亿元）**

公司名称	持股比例	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
电力冶金	77.97%	发电、供热、供电、铁合金、硅铁、硅锰、多晶硅、煤炭加工及其产品销售	382.96	177.38	189.03	19.33
永煤矿业	25.00%	矿业投资；矿山设备销售；投资咨询、矿业信息咨询服务	187.22	151.86	40.64	14.25
联合化工	21.00%	生产合成氨、化肥和天然气化工、煤化工、氧气及精细化工产品的生产与销售及化肥出口业务	49.18	47.57	14.26	1.60
双欣电力	45.00%	电力、蒸气、热水的生产	22.28	7.83	6.73	0.35
多晶硅	55.49%	生产、销售多晶硅	20.80	5.87	3.28	-4.65
东乌铁路	20.00%	铁路及其附属设施的建设、经营；铁路货物运输	22.79	12.75	4.91	1.81
财务公司	45.00%		101.30	26.01	3.57	1.65

资料来源：Wind，2019 年报，海通证券研究所

## 2. 羊绒服装向头部集中

### 2.1 羊绒制品标准制定者

鄂尔多斯是中国唯一拥有国家科技部认定的国家羊绒制品工程技术研究中心和国家级企业技术中心的企业，是具备行业标准制定能力的羊绒制品企业。

**表 3 公司业内技术地位**

国家羊绒制品工程技术研究中心	2002 年科技部、内蒙古科技厅及鄂尔多斯羊绒集团三方投资 6100 万元组建面积 11000 平方米中心，国内国际最完备的羊绒创新和技术孵化平台。
全国纺织品标准化技术委员会羊绒制品分技术委员会	秘书处设置在鄂尔多斯
CCMI(国际羊绒驼绒制造商协会)	中国唯一会员
制定了 IWTO 国际标准（2015 年）	1 项
ISO 国际标准（2015 年）	2 项
国家和行业标准（2015 年）	17 项
申请国家专利（2015 年）	262 项

资料来源：公司官网，百度百科，新浪援引新华网等，海通证券研究所

### 2.2 当地羊绒资源优势突出

公司服装板块涉及羊绒原料（无毛线）、羊绒纱线、以羊绒衫为代表的各类羊绒服装。基本上都是羊绒服装，其他极少。

服装板块原料主要是都是羊绒，其他绒（驼绒）占比很小，且基本上都是白山羊绒。山羊绒按颜色划分，白绒（白山羊绒）最贵，然后青绒（黑色双色山羊和棕色山羊），紫绒（黑山羊）。

中国是世界上最大的原绒生产国，由于蒙古高原特有的气候，内蒙又是中国最大的羊绒产地；世界上 50% 的优质羊绒产于内蒙，而鄂尔多斯市又是中国优质羊绒的最大产地。

**表 4 中国和内蒙占全球羊绒产量比例**

	羊绒产量占世界比例	优质羊绒产量占世界比例（白山羊绒）
中国	70%	80%
内蒙	49%	50%

资料来源：搜狐网，中国产业信息网等，海通证券研究所



## 2.3 羊绒制品市占率全球第一

全球超过 90% 的羊绒原料在中国完成初加工, 3/4 以上的羊绒制品产自中国。2019 年鄂尔多斯生产 349 万件羊绒衫, 约占国内市场份额的 40%, 全球市场份额约 30%, 是世界上最大的羊绒制品公司。据内蒙古新闻搜狐号报道, 排名第二的内蒙古鹿王羊绒有限公司 2017 年销售收入 7.44 亿元, 同年鄂尔多斯羊绒服装板块收入为 27.12 亿元, 是鹿王的 3.65 倍。

表 5 公司历年产量变化情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
羊绒衫 (万件)		379.7		311	236	215	279.72	311	340	349
围巾、披肩 (万条)				58.8	49	61	78.08	83	73	59

资料来源: Wind, 2019 年报, 海通证券研究所

表 6 公司羊绒衫不同市场市占率

	公司占比
全国	40%
全球	30%

资料来源: 纺织经济信息网搜狐号, 海通证券研究所

## 2.4 羊绒服装革命性重新定位

2008 年, 公司将羊绒服装从功能性服装品牌升级为羊绒时装品牌, 适应了市场需求的变更。2015 年细分了市场、推出 4 个品牌并行战略, 并重新定位。

国际化也渐有成效。从进口走向出口, 从代工走向品牌, 是国内很多行业的发展路径, 羊绒产业也不例外。鄂尔多斯也经历过代工, 然后走向自创品牌, 并逐步开拓国际市场。为了借鉴欧洲时尚届设计和推广经验, 公司聘请了曾任职香奈儿、芬迪、皮埃尔·巴尔曼等国际顶级时装品牌的吉乐·杜福尔为艺术总监。经过彻底的变革, 公司羊绒制品国际化初见成效, 产品在市场上开始有了不错的影响。

表 7 2015 年公司羊绒服装 4 个细分品牌和定位

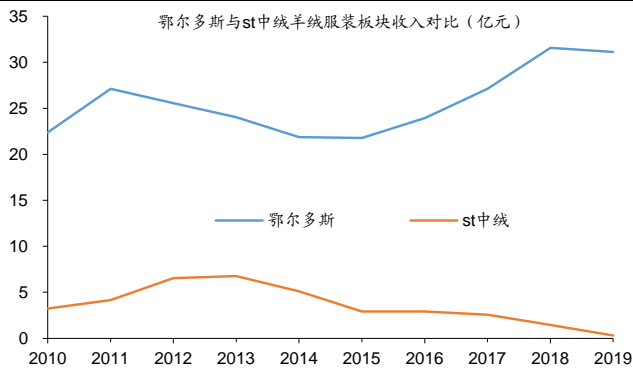
公司羊绒服装品牌	定位
“ERDOS”	新兴中产人群
“鄂尔多斯 1980”	传承经典的成熟客群
“BLUE ERDOS”	都市年轻客群
“ERDOS Kids”	注重高品质服装带孩子舒适体验的新一代父母

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

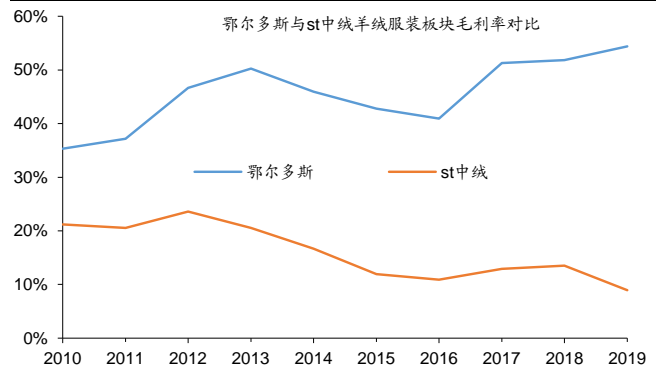
## 2.5 竞争力提升叠加消费升级

经过几年革新, 公司在羊绒服装板块成效显著。羊绒产业内另一家上市公司 st 中绒最近几年收入和毛利不断下行, 而鄂尔多斯则不断上升, 显示了公司业内竞争力在不断加强。

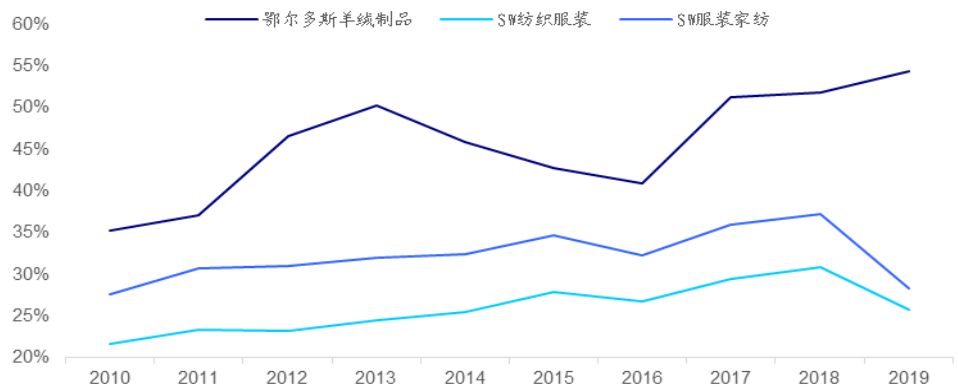
不仅如此, 在中国纺织行业有外迁和走弱的背景下, 鄂尔多斯羊绒产业反而毛利率一路走高, 更显示出羊绒这个高端服装产品的盈利能力和国内消费升级的趋势, 同时也显示出 2015 年羊绒服装板块战略调整的效果。

**图3 鄂尔多斯与 st 中绒年收入对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图4 鄂尔多斯与 st 中绒毛利率对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

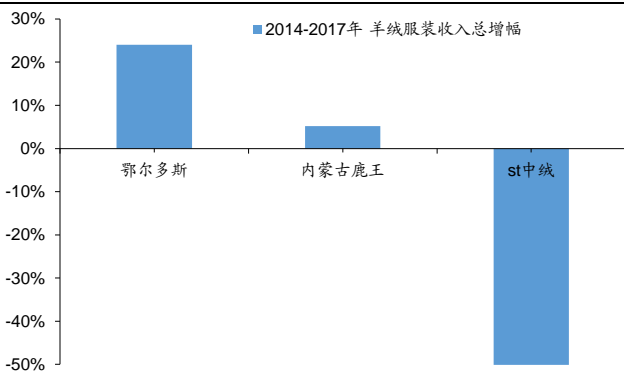
**图5 鄂尔多斯羊绒业务与申万纺织服装平均毛利率对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

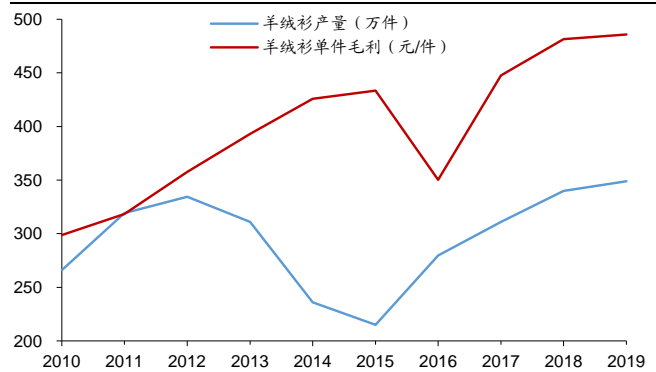
## 2.6 向头部集中趋势明显

2015年品牌细分战略实施以来,公司羊绒服装产品年销售收入逐步增长。2015年-2019年羊绒服装板块收入年复合增长9.33%,毛利年复合增长16.13%,处于稳步增长的状态,且因产品定位和品牌价值提升,毛利增速明显大于收入增速。

我们认为行业有向头部集中的明显趋势。非上市羊绒制品企业内蒙古鹿王2014-2017年收入增长5.21%,上市企业st中绒同期收入增长-50.10%,而鄂尔多斯同期收入增长24.01%,我们认为头部集中进一步巩固了公司龙头地位。同时,公司单件羊绒衫利润也明显增长并维持高位。

**图6 2014-2017年主要公司羊绒制品收入总增幅对比**


资料来源: Wind, 搜狐网, 新浪网等, 海通证券研究所

**图7 鄂尔多斯单件羊绒衫毛利**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.7 大西北的弄潮思维

公司地处大西北，但理念一直站在前沿。从 80 年代注册商标、创立自有品牌、央视大规模广告、组建时装表演队，到占领技术制高点、聘请欧洲设计师都显示出一种创新和顺应时代的思维。

为了多渠道扩大品牌影响力，公司又入住电商平台。近些年开始网络直播带货、邀请小红书博主对品牌进行打卡推广等，我们认为反映的都是对时代的敏锐感知和敬畏顺应。

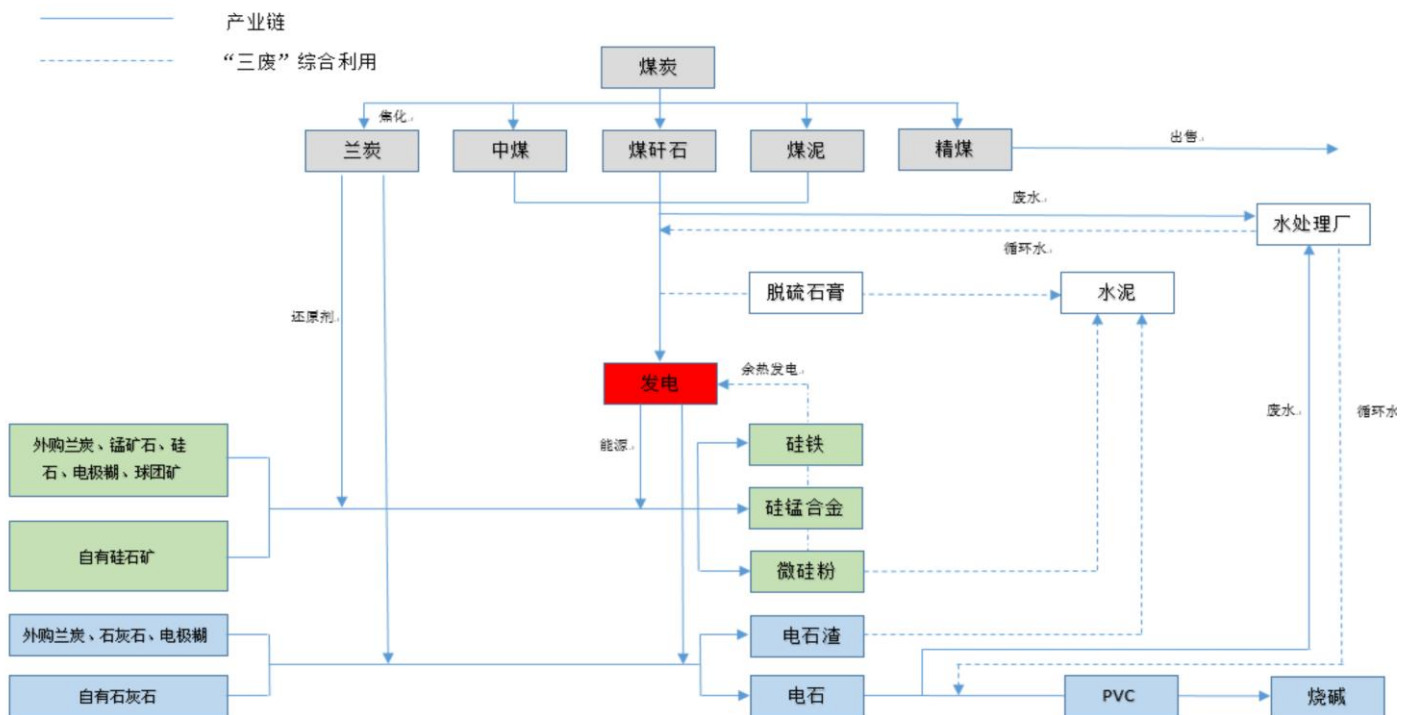
截止 2019 年公司直营及控股门店达 634 家，主要位于国内一、二线城市核心商圈内，经销模式则经销商通过自行开设百货店、专卖店等形式对外销售，门店主要位于二、三、四线城市核心商圈。

## 3. 电冶板块蓝图终成

### 3.1 电冶板块产业链

电冶板块有两条主线：一是铁合金，二是氯碱化工，产品和副产品种类较多。

图8 公司电冶板块产业链示意图



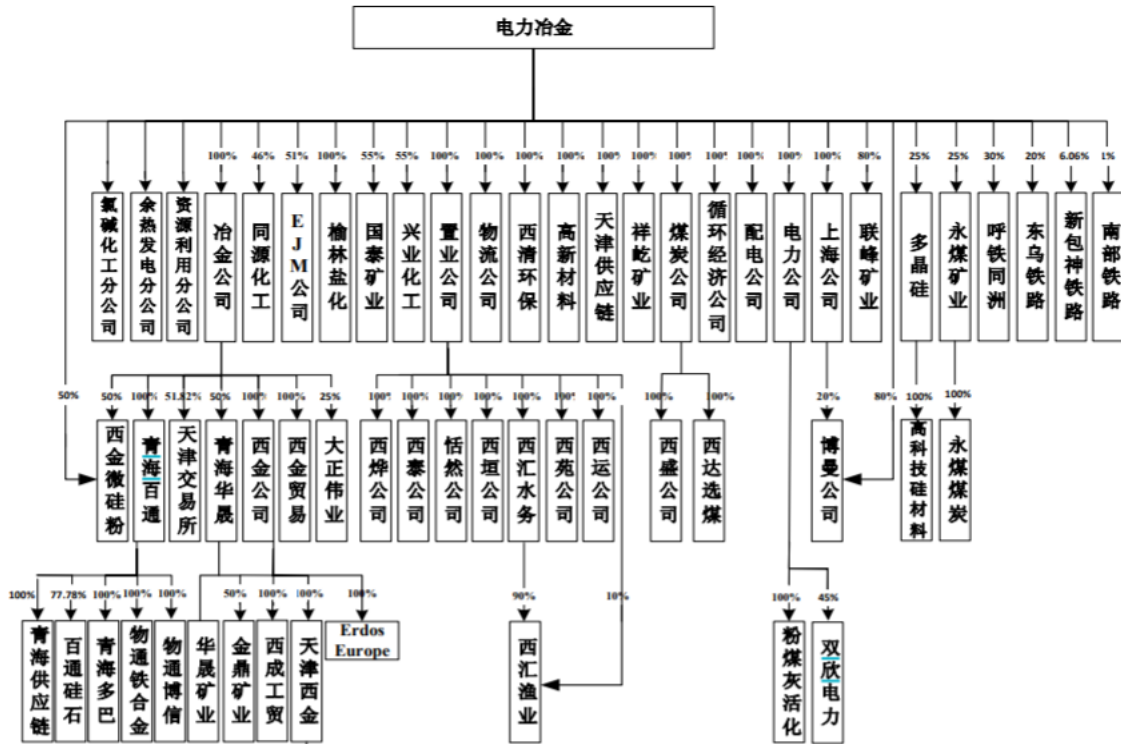
资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

### 3.2 电冶板块下属分子孙公司

公司控股 78% 的电冶板块下属实体较多，但基本上都是围绕铁合金、氯碱化工等主业产业链进行的设置。

电冶板块主要是利用低廉的当地能源加工当地丰富的原料。为了保证原料供应，电冶板块目前取得了 14 个采矿权，其中煤炭 5 个、石灰岩 3 个、岩盐 1 个、石英岩（含冶金用石英岩 4 个）5 个。

图9 公司电冶板块下属分公司、子公司、孙公司等



资料来源：鄂尔多斯发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），海通证券研究所

### 3.3 自产煤炭电力是电冶核心

鄂尔多斯市以“扬眉吐气”（羊绒，煤炭，稀土和天然气）而闻名，公司两大板块均以此为基。鄂尔多斯市有 50 多种矿产，公司主要原燃料煤炭、天然气、硅石、石灰石等均是当地自产。

电冶板块高能耗。公司控股 78% 的电力冶金及其控股子公司，在棋盘井 5 个矿井的采矿权，采选后精煤外售炼焦，余下部分自己发电，不足部分当地采购。我们认为电冶板块循环经济各种产品均围绕低成本电力这个核心而布局，公司自发电成本较低，发电量自己基本够用，且获得了独立发电运营权，发电小时数不受蒙西电网统一调峰影响。

电力成本平均约占电冶板块生产成本约 50%。公司主要产品硅铁电费占直接生产成本比例 60%，硅锰因锰矿价格较高而电费占比约为 30%，而电石（PVC 的原料）电费占比高达约 65%。兰炭占比约 10%。

表 8 电冶板块高能耗产品的电耗和主要成本项

	吨耗电（千瓦时/吨）	电费占直接生产成本比例	兰炭
硅铁	8500-9000	60.00%	11.30%
硅锰	4200	29.60%	6.70%
电石	3400	65%	10%

资料来源：公司 2016 年信用评级报告，中国铁合金在线，海通证券研究所

### 3.4 电冶板块各产品产量

公司原煤产量 500 万吨左右（不含永煤矿业约 800 万吨），选后精煤外销，余下自己发电，但仍尚需外购约 1000 万吨左右的低价低质煤炭发电。电石产能 160 万吨，PVC 二期投产以后，公司使用 120 万吨，余下 40 万吨外销。硅石来自当地，兰炭来自附近的榆林，锰矿主要依靠进口，适当搭配国内锰矿使用。

表 9 公司历年产量变化情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
精煤 (万吨)						82.78	82.74	76	127.70	158.18
硅铁 (万吨)	64	60.2	69.23	83	104	132.28	142.92	151	161.65	158.76
硅锰 (万吨)	12	11.61	14.99	14.4	20	36.74	42.76	48	37.38	33.22
电石 (万吨)	58	90.26	134	126.4	117.65	127	134.58	161	155.82	163.21
烧碱 (万吨)				12.53	101.95	36.13	30.91	31	32.47	31.25
PVC (万吨)				15.31	36.65	43	45.05	45	47.09	46.27
化肥 (万吨)										60.01
水泥 (万吨)				24.65	49.5	46.12	74.15	53	70.52	69

资料来源: Wind, 2019 年报, 海通证券研究所

### 3.5 20 年蓝图收尾

公司 PVC 二期两条 20 万吨产线已经分别于 2019 年底和 2020 年初投产, 至此经过近 20 年建设, 棋盘井电力冶金板块主要项目已经完全投产, 目前没有大的投资计划。

各产能板块基本匹配, 只有煤炭自供不足, 我们认为未来可能会解决。

表 10 2019 年公司主要产品产能和自用外销量

主要产品	产能/产量	自用量 (万吨)	外销量 (万吨)	下游行业
原煤 (万吨)	535			
精煤 (万吨)	158		158	外销
其他 (万吨)	377	377		自用发电
电力装机容量 (万千瓦)	308	308		自用
硅铁 (万吨)	159		159	炼钢、金属镁厂、铸造
硅锰 (万吨)	33		33	炼钢、金属镁厂
PVC (万吨)	80		80	塑料生产加工企业
电石 (万吨)	160	120	40	PVC 生产商
烧碱 (万吨)	60		60	氧化铝生产企业和化工企业等
水泥 (万吨)	69		69	建筑

资料来源: Wind, 公司 2019 年年报, 公司对上海证券交易所对公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告等, 海通证券研究所

注: 原煤精煤、硅铁、硅锰、水泥为公司 2019 年产量, 其余为产能数据。

### 3.6 电力是公司最大成本优势

电冶板块下属的鄂尔多斯电力有限责任公司 (电力公司) 2015 年发电 160 亿度, 2019 年电冶板块收入是 2015 年的 1.38 倍, 我们预计为了满足生产需要, 需耗电约为 222 亿吨。

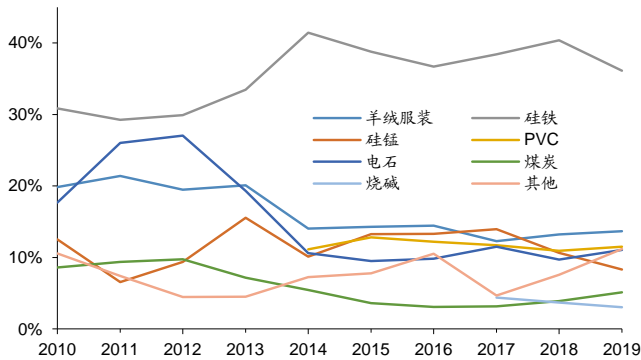
如果自发电每度电比外购便宜 1 分钱, 平均就为公司节省约 2.22 亿元, 显然自发电成本比外购不止便宜 1 分钱, 且公司自产约 500 万吨原煤, 除了约 160 万吨精煤外销外, 余下自己发电所用。这为公司奠定了电冶板块竞争力和行业低谷时的“安全垫”。

### 3.7 电冶板块贡献远超羊绒制品

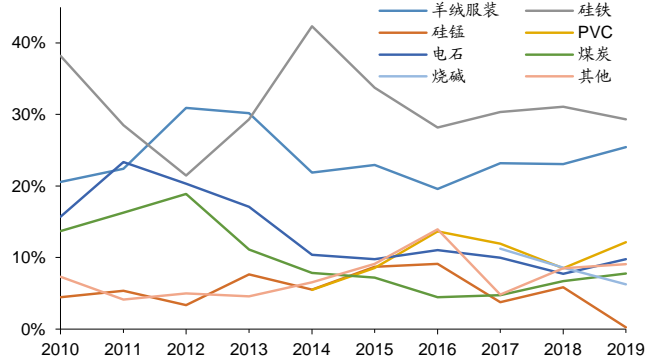
2019 年电冶板块总收入占公司总收入比例约 80%, 占总毛利约 60%, 硅铁占总毛利 29%, PVC 占 12%, 烧碱 6%。

硅铁无论收入还是毛利均是第一大产品, 过去 10 年占总毛利比例基本上稳定在 30% 左右, 而羊绒服装无论收入还是毛利基本都是第二大产品。但是随着 PVC 二期共 40 万吨投产, 我们认为未来 PVC 毛利贡献有可能追平羊绒服装。



**图10 公司过去 10 年各产品占营业收入比例**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图11 公司过去 10 年各产品占毛利比例**


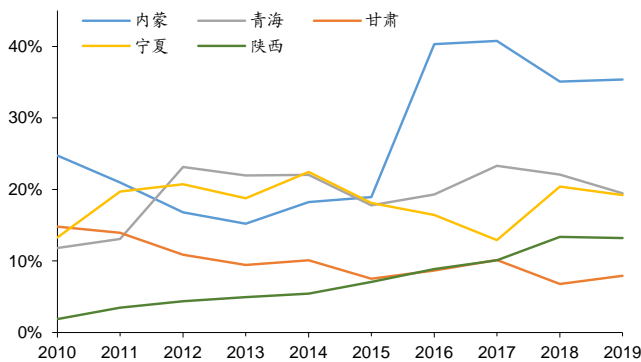
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.8 硅铁占比世界第一

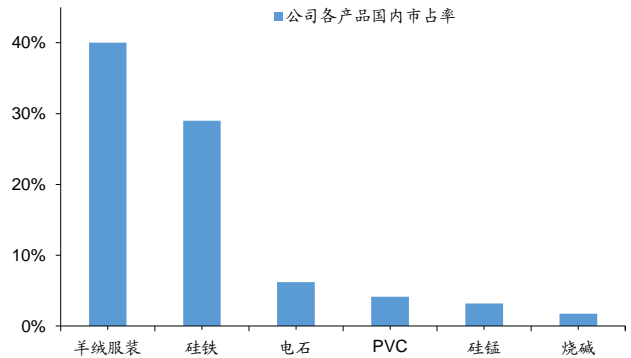
目前全球硅铁年产能 1110 万吨左右, 我国产能约 800 万吨, 我们认为很多小硅铁企业在目前环保政策下很难开启, 因此实际有效产能更低。2019 年我国实际硅铁产量 560 万吨。公司 2019 年产硅铁 158.76 万吨, 我国市场占有率 29%, 是全球最大的硅铁合金生产企业, 国内硅铁第二名是内蒙君正集团 (601216), 2019 年公司硅铁销售收入 82.35 亿元, 君正集团 18.39 亿元, 是其 4.48 倍。

我国铁合金产地集中在西北。主因是铁合金电耗很高, 而西北煤炭丰富、环保容量大。图 12 中五省合计硅铁产量占全国比近 90%, 内蒙是硅铁第一大省。

除了羊绒服装和硅铁占比世界第一且与第二名差距很大外, 公司其它产品国内市占率均不高, PVC 二期 2020 年一季度投产, 投产后产能 80 万吨/年并列全国第四内蒙第一。电石约 160 万吨产量, PVC 二期投产后 120 万吨自用, 实际外销 40 万吨, 占比将会更低。

**图12 过去 10 年各省占全国硅铁年产量比例**


资料来源: 钢联数据, 海通证券研究所

**图13 2019 年公司各产品国内市占率**


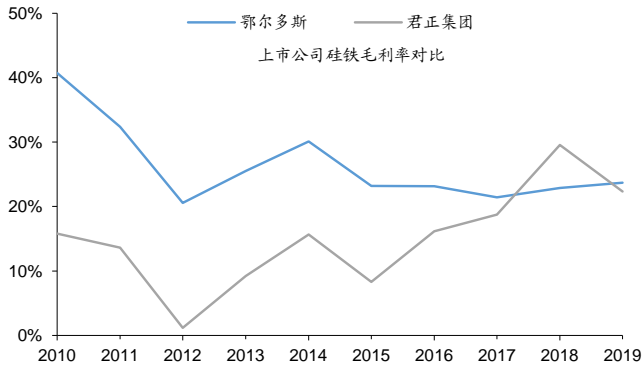
资料来源: 搜狐网、产业信息网、前瞻网、立鼎研究院援引 Mysteel、华经情报网、智研咨询等, 海通证券研究所

### 3.9 电冶板块盈利能力横向对比

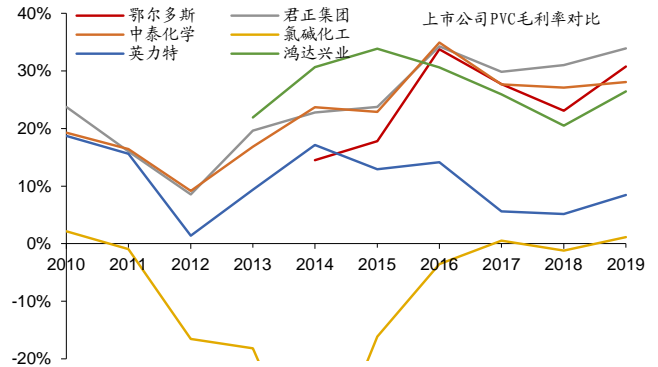
剔除收入很少或者连续几年缺少数据的品种以后, 我们梳理了鄂尔多斯电冶板块主要产品与上市公司对应产品的毛利率。

2019 年公司硅铁盈利能力稳定, 内蒙君正硅铁盈利能力逐步上升, 已经和公司持平。我们认为二期 PVC 投产初期可能毛利率会受影响。公司烧碱盈利能力过去三年稳居第二位置。上市公司有电石持续业务的很少, 扣除数据不可用企业之后, 只有公司和君正集团, 公司电石业务毛利率明显领先。硅锰没有可比公司, 但公司硅锰毛利率也不高, 2019 年只有 0.82% 的毛利率, 在硅锰业务上公司不占优势。

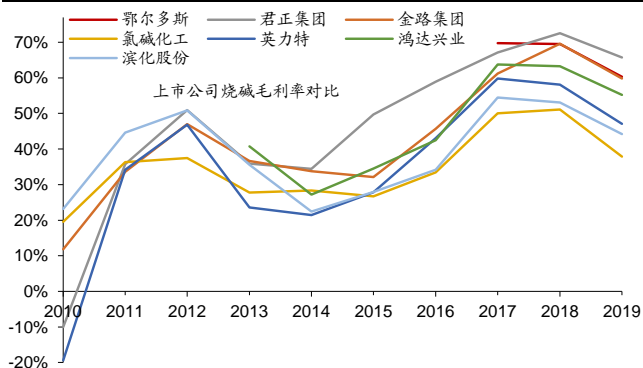
整体来看,我们认为公司电冶板块盈利能力在业内处于很领先位置,这也与公司自采煤炭、自主发电、享有独立发电运营权这个核心因素有关,这个核心因素为公司获得了厚厚的安全垫。

**图14 过去 10 年上市公司硅铁毛利率对比**


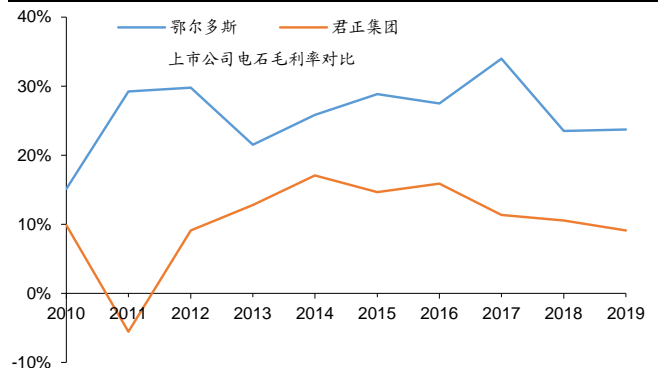
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图15 过去 10 年上市公司 PVC 毛利率对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图16 过去 10 年上市公司烧碱毛利率对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

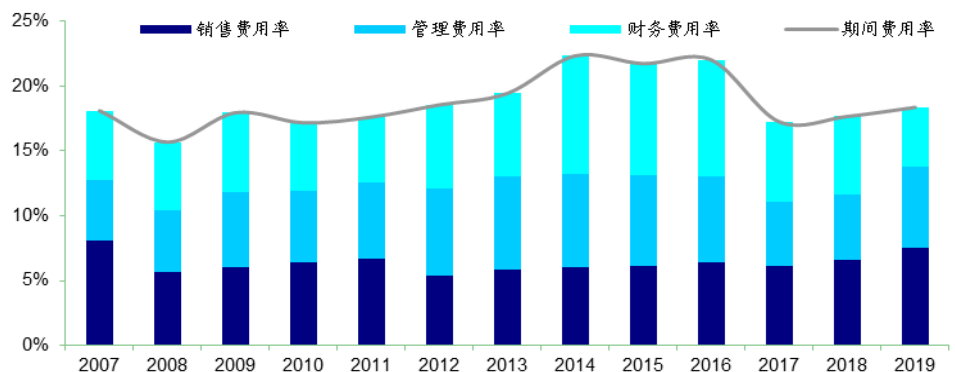
**图17 过去 10 年上市公司电石毛利率对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4. 财务健康发展

### 4.1 财务费用近几年下行明显

从三项费用来看,公司费用占比不低。2019 年公司期间费用率 18.36%,其中销售费用 7.49%,较前几年有所增长,我们认为主要是由于公司羊绒业务销售力度加大,渠道扩张导致。财务费用率公司有较为明显的下行,2014 年公司财务费用率 9.14%,截止 2019 年底公司财务费用率下行至 4.61%。

**图18 公司三项费用情况**


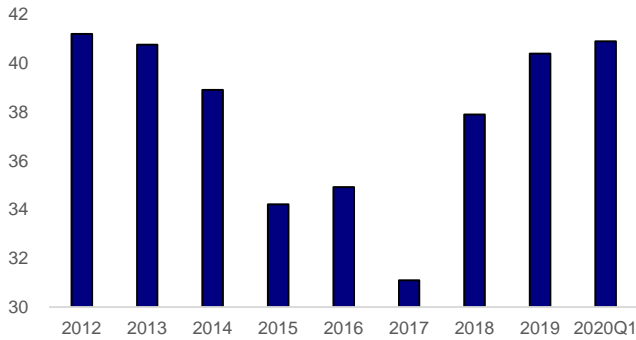
资料来源: Wind, 海通证券研究所



## 4.2 存货小幅增长

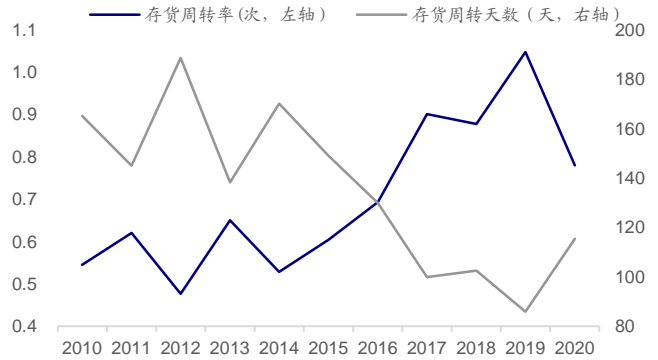
公司存货小幅增长，但总体稳定。2020Q1 公司存货 40.89 亿元，相比 2019 年末仅小幅增长，波动较小。从存货周转率来看，公司 2020Q1 存货周转率为 0.78 次，周转天数从去年一季度的 86 天增加为 115 天。我们认为一季度疫情对公司销售还是造成了一定影响，但总体来说可控。

图19 公司存货 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 公司一季度存货周转率与存货周转天数

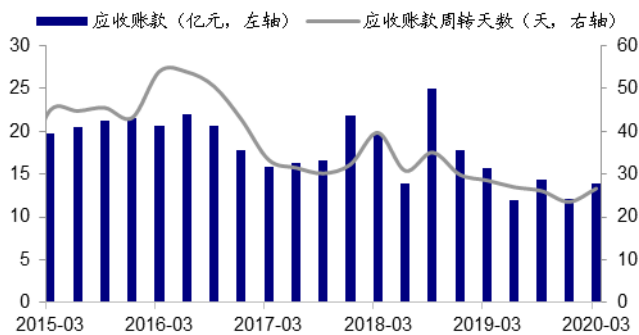


资料来源: Wind, 海通证券研究所 注: 均为一季度数据横向对比

## 4.3 应收账款稳中有降

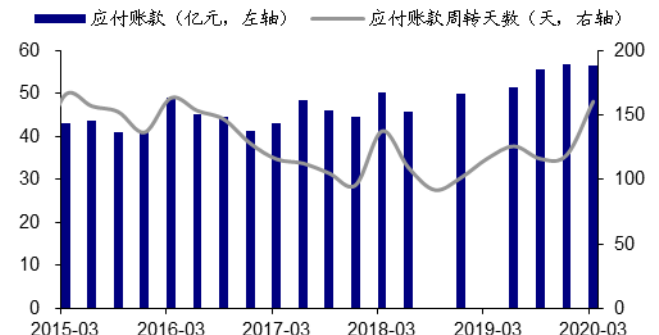
公司 2019 年应收账款周转率次数提升，应付账款周转率次数下降，营运能力良好。2020Q1 公司应收账款周转天数小幅上行，应付账款周转天数上升明显，显示疫情对公司有一定影响，但总体正常。

图21 公司分季度应收账款周转率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

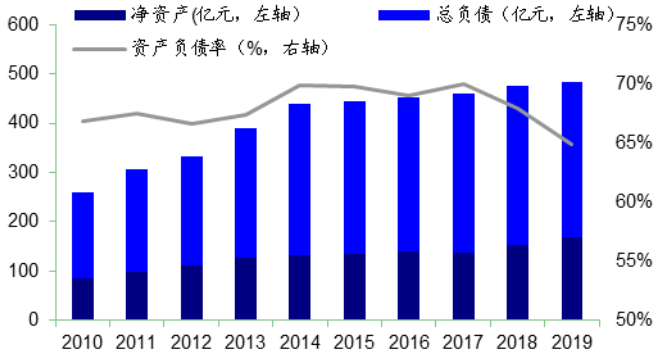
图22 公司分季度应付账款周转率



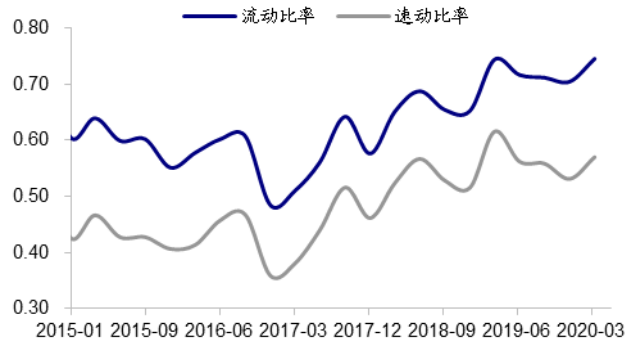
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4.4 负债率较高但快速下降

截止 2019 年末，公司资产负债率 64.91%，相对较高，但公司近三年负债率逐渐下行，有所好转。此外公司流动比率与速动比率也有所提升，显示偿债能力也有提升。我们认为随着电冶板块主要产线投产，现金流充沛的公司会继续降低负债。

**图23 公司资产负债率情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

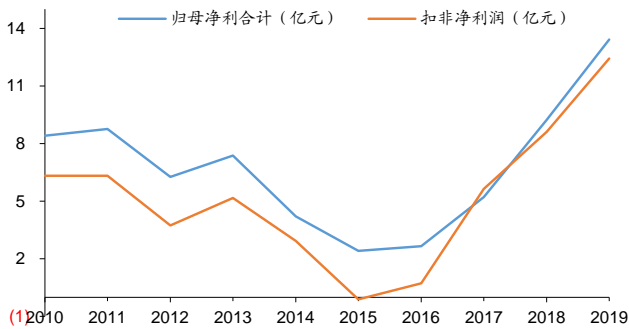
**图24 公司流动比率及速动比率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

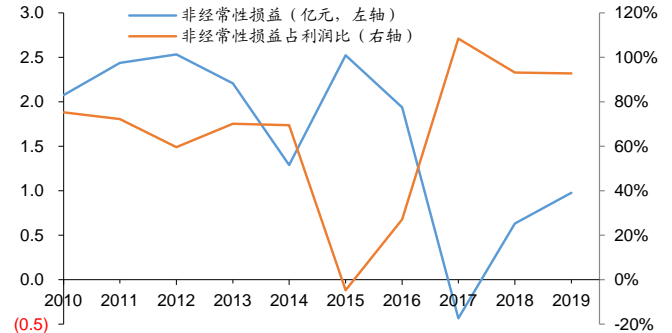
### 4.5 利润质量较高

过去三年公司扣非后净利润占净利润比例高达 98%，收益质量很高。

2015 年是公司过去 20 年唯一一次扣非净利润亏损的年份，当年微亏 0.11 亿元。我们认为主要是当年钢铁行业巨亏。据新浪援引生意社数据，从重点钢铁企业盈利看，2015 年也是过去 20 年唯一一亏损的年份，且巨亏 645 亿元，当年重点钢企平均吨钢亏损 103 元，而且公司电冶板块 PVC 和烧碱尚未投产。

**图25 公司扣非与非扣非归母净利润**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图26 扣非后净利润占公司净利润比例**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 4.6 收益率可观

随着电冶板块的完善、协同效应的发挥，公司收益率越来越高。最近三年净资产算术平均收益率为 10%，且不断走高。

**表 11 公司过去 10 年盈利能力**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净资产收益率(平均)(%)	19.43	17.28	10.93	11.66	6.21	3.44	3.7	6.9	10.9	12.33
总资产报酬率(年化)(%)	9.53	8.99	6.20	6.17	5.79	4.18	4.68	5.79	6.71	5.89
销售净利率(%)	12.45	11.96	6.99	8.12	5.57	3.2	3.49	4.67	6.5	6.63
EBITDA/营业总收入(%)	24.04	25.31	22.68	24.14	26.28	24.83	26.09	22.23	23.04	23.64
资产减值损失/营业总收入(%)	1.02	0.91	1.89	1.17	0.46	1.25	2.18	1.6	2.57	-2.75
成本费用利润率(%)	14.77	14.17	7.77	8.98	6	3.37	3.8	5.19	7.4	7.54
资产减值损失/营业利润(%)	7.84	7.38	27.30	15.21	9.13	57.77	54.58	23.64	29.96	-31.48
主营业务比率(%)	94.64	91.07	78.76	76.46	73.61	48.97	75.59	105.79	101.62	103.29

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5. 业绩增长展望

### 5.1 羊绒服装稳步增长

羊绒服装因价高质优，是典型消费升级品种。羊绒产量稀少(仅占世界动物纤维总产量的 0.2%)，品质优秀，价格昂贵，交易中以克计价。我们认为随着中国中产阶级扩大和收入提高，羊绒服装也将持续受到高收入群体的青睐。

其次，公司定位优质羊绒产品(白山羊绒)。内蒙古阿尔巴斯白绒山羊是珍贵畜种，其绒因纤维细长、手感柔软、拉力大、光泽好、颜色正白、含异色毛少而享有“纤维钻石”和“软黄金”美誉，2001 年，内蒙古白绒山羊被列入首批发布的动物遗传资源保护名录一级保护品种。而由于独特的地理气候条件，阿尔巴斯白绒山羊主产地就在鄂尔多斯市鄂托克旗。因草原环境容量有限，供给也有一定限制。

最重要的是，从 2015-2019 年公司实施品牌细分刚刚 4 年，年收入复合增长 9%，毛利复合增 16%，成效明显。未来随着头部效应深化、品牌影响力提升，特别是国外市场的逐步开拓，作为在羊绒服装产业一家独大的公司，未来未尝不能逐步成长为具有国际影响力的时尚高端产品的代表。

我们认为公司羊绒服装业务收入未来保持 10%的年增速是一个中性的预期，而且从图 7 可以看出，公司羊绒衫单件毛利也在逐步提高。

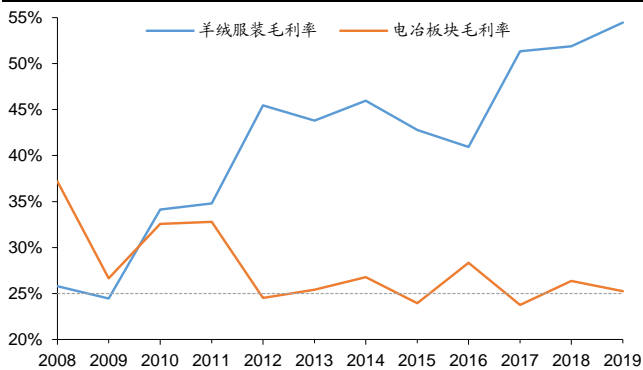
### 5.2 电冶板块的“底线”思维

过去十多年，公司电冶板块经受住了行业三次严峻大考。

2009 年全球金融危机板块毛利大幅下降；2012 年全国硅铁产量大幅下降 13.35%、PVC 产量增速下降到接近零、烧碱产量增速降到 3.80%、硅锰产量增速下降到-4.09%；2014-2016 年连续三年硅铁产量合计下降 29.02%，2015 年 PVC 产量下降 1.70%、烧碱产量下降 1.40%、硅锰产量下降 36.02%。

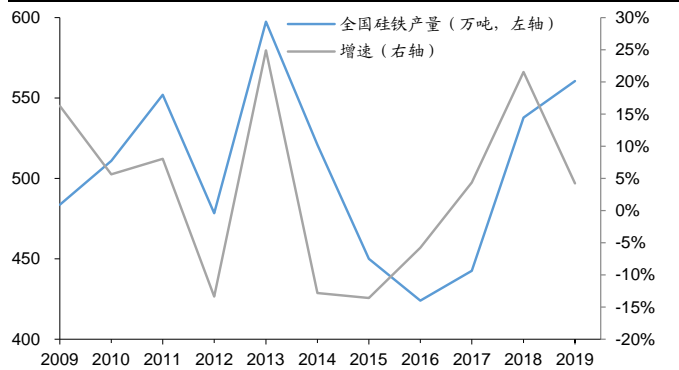
但公司电冶板块综合毛利率一直能维持在 25%的水平。我们认为这三次大考基本上可以认为是考出了公司电冶板块的盈利“底线”。过去 12 年电冶板块只有三次毛利率略低于 25%。但由于经济增速的走弱和供求关系的变化，电冶板块毛利率在 2012 年下降一个台阶之后，也很难再高于 30%，毛利率下台阶之后的 2012-2019 年这 8 年，电冶板块年平均毛利率为 25.55%。因此我们可以将 25%的毛利率看作公司未来的平均毛利率，甚至可能是毛利率“底线”，我们认为除非发生较大的行业波动，或者发生类似 2008 年金融危机、2020 年新冠疫情等这样的情况，电冶板块毛利率才有可能低于 25%。

图27 过去 12 年电冶板块与羊绒服装毛利率

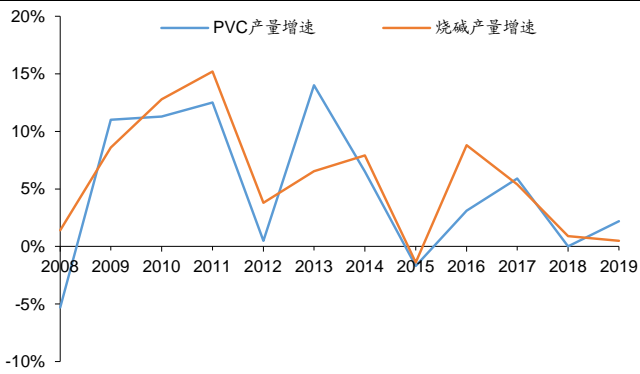


资料来源: Wind, 海通证券研究所

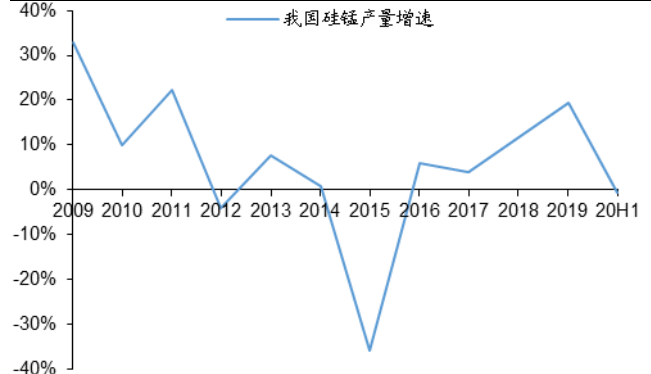
图28 2009 年以来我国硅铁产量和增速



资料来源: 钢联数据, 海通证券研究所

**图29 2008年以来我国PVC与烧碱产量增速**


资料来源：钢联数据，海通证券研究所

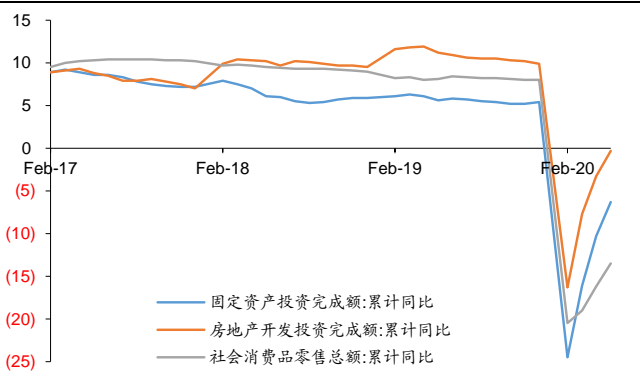
**图30 2009年以来我国硅锰产量增速**


资料来源：钢联数据，海通证券研究所

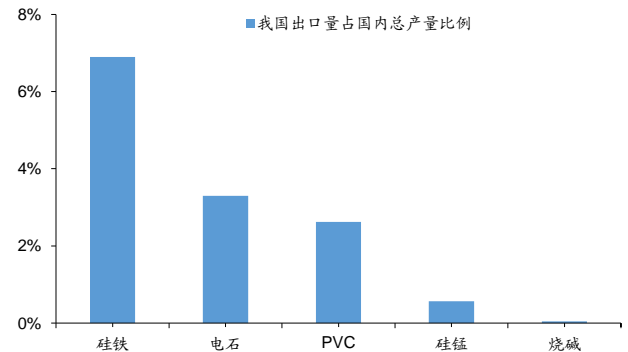
### 5.3 新冠疫情带来影响分析

我国新冠疫情基本结束。电冶板块主要产品硅铁、锰铁、烧碱、PVC最终应用领域主要是在投资领域。为了应对疫情对经济影响，截止2020年5月，我国投资恢复较快，粗钢产量增长1.9%，其中5月份粗钢产量增长4.2%，增速可观。从公司电冶板块对应的各个产品来看，其总出口量与总产量比例也不高，只有硅铁出口占比接近7%，但我们认为国内粗钢较快增长可以部分对冲出口压力，公司原料供应基本不受影响。

羊绒服装是季节性高端消费品。秋冬为旺季，春夏为淡季，原绒收购也有季节性，春季收购全年使用。今年春节后公司羊绒服装销售受到一定影响，但此后的春夏季节本就是淡季，随着疫情进入收尾，四季度有望彻底恢复。国外疫情仍在发展，对行业的冲击应该还是比较明显，从而会带来行业性压力。我国羊绒服装主要出口到欧美日韩，截止8月下旬，欧洲新冠疫情影响人数稳步下降到较低水平，但美国仍增速较高。

**图31 固投和房地产投资快速恢复而消费恢复较慢 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图32 电冶板块对应产品我国出口量占我国总产量比例**


资料来源：搜狐网、产业信息网、前瞻网、立鼎研究院援引Mysteel、华经情报网、搜狐网援引智研咨询，海通证券研究所

### 5.4 注重内涵自然增长

全球优质羊绒主产地是中国，中国主产地是内蒙，内蒙主产地是鄂尔多斯。我们认为公司羊绒服装目前市占率较高，且原料、产线、品牌、管理、渠道都很成熟，产能富裕，因此公司可能在行业自然增长的基础上，更加注重品牌建设带来的附加值提升。

电冶板块更是如此。电冶板块产品以低成本电力为核心，我们认为如果没有自发电，或者收购的产线不能形成综合利用效应，恐怕也达不到电冶板块目前的盈利能力。且公司电冶板块大项目刚投产完毕，也需要一定时间消化巩固。

因此，我们认为公司目前重心应该还是继续巩固目前的业务，羊绒服装重点提升品牌扩大市场，电冶板块重点发挥现有业务并降低成本。

## 5.5 继续减轻利息负担

公司经营现金流充沛，近几年投资逐步减少，开始享受前期投资的收益。最近两年公司在努力降低负债率，2018年同比降低2个百分点，2019年同比降低3个百分点。在总资产仍在扩张的情况下，总负债过去6年基本持平。同时，调整负债结构，降低利息成本。2018年公司财务费用14.49亿元，2019年10.51亿元，减少3.98亿元。我们预计在货币宽松、现金流充沛的情况下，公司将继续降低负债率减轻利息负担。

表 12 公司现金流与负债率 (亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经营活动现金流净额	49.37	50.06	42.73	43.43	70.92	35.61
投资活动现金流净额	-34.75	-34.11	-5.14	-5.14	-4.97	9.05
筹资活动现金流净额	-20.08	-15.79	-14.44	-44.74	-34.90	-34.18
总负债	307.41	310.46	312.48	322.33	323.64	313.86
负债率	69.91%	69.79%	69.03%	69.98%	67.96%	64.91%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5.6 PVC 二期投产带来增量

公司二期两条各20万吨、共40万吨PVC生产线分别在2019年12月份和2020年3月份投产，同时投产的还有30万吨烧碱生产线，设备度过磨合期以后就正式达产。

过去4年(PVC一期投产正常生产后)，公司PVC毛利平均28.84%，2019年为30.78%。烧碱过去3年(投产到现在共三年)平均毛利高达66.52%。从目前PVC和烧碱的盈利能力看，我们预计PVC和烧碱的投产将会公司带来明显的利润。

我们认为，40万吨PVC需要消耗60万吨电石，因此电石外销减少60万吨，相互抵消后，按照过去三年平均吨毛利计算，我们预计完全正常生产后，PVC二期可望带来约8亿元毛利。

表 13 PVC 二期完全正常生产后毛利测算

	2017-2019 平均吨毛利 (元/吨)	外销变化 (万吨)	毛利变化 (亿元)
电石	598	-60	-3.59
PVC	1540	40	6.16
烧碱	1797	30	5.39
合计			7.96

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

## 5.7 马泰壕煤矿有望扩产

公司通过电冶板块持有永煤矿业25%股权。马泰壕煤矿是永煤矿业下属的唯一的、也是新投产煤矿。马泰壕煤矿设计生产能力800万吨/年，装备能力1200万吨/年，预留发展能力1500万吨/年，2018年初已经投产，2019年永煤矿业收入40.64亿元，净利润14.25亿元。

马泰壕煤矿建设的时候就预留了后续发展空间，一旦条件成熟，扩产增产相对容易。我们假设产量仅扩大到现有装备能力1200万吨，公司持有25%的股权，按照2019年利润测算，将给电冶板块增加约1.78亿元的投资收益，归母净利润约1.39亿元。

## 5.8 行业格局利于盈利稳定

我们认为过去几年，尤其是供给侧改革之后，高能耗高污染的行业淘汰了不少小企业，尤其是铁合金行业，这对提高行业集中度、维持行业秩序有利。羊绒服装头部集中现象明显，也有利于单品利润提高。

中国以投资为主导的经济模式正在经历转型，我们相信，将来会有不少行业会内部



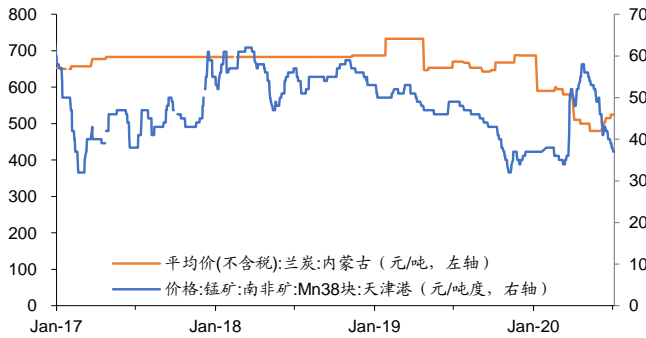
整合,最后形成类似家电行业那样的头部格局,或者至少也会有一定改善。

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 产品与原燃料价格

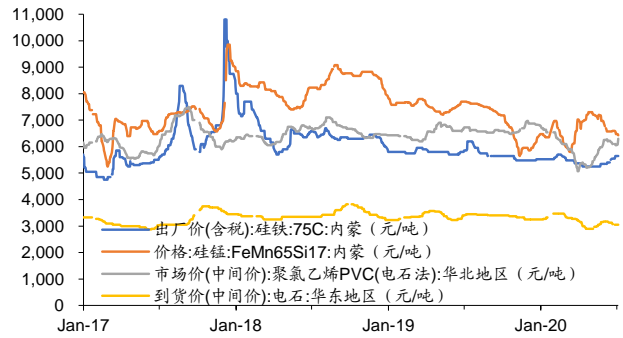
经过疫情冲击之后,各产品价格目前表现不一。硅铁价格与 2019 年基本持平;硅锰因进口锰矿来源国封国导致短暂二者均上涨,但目前均已恢复;PVC 与电石也基本与去年同期持平,只是 PVC 前期跌幅较深,后 V 型反弹回来,但也影响一季度二季度 PVC 盈利。原料方面,兰炭价格降幅更大。

图33 公司主要原料价格



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图34 公司产品对应的公开市场价 (非公司所产)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 6.2 预测假设

2020 年我们认为疫情主要对公司服装板块影响较大,公司实体店较多,预计国内销量会有较大压力。此外我们预计受海外疫情影响,羊绒服装海外销量预计也将承压。

硅铁硅锰方面,我们认为今年下游钢铁产量持续增长,预计硅锰硅铁下游需求较好,整体价格上或有小幅下行,但总体毛利率预计保持平稳。此外公司 PVC 二期投产将有效增加公司 PVC 及烧碱销量,预计该板块盈利将有明显提升。

表 14 公司主营业务预测主要假设

	主要假设
服装板块	2020 年受疫情影响,我们预计服装销量影响较大,毛利率小幅下滑,四季度完全恢复
硅锰硅铁板块	2020 年预计价格下行,2021-2022 年预计价格小幅回升
PVC、烧碱板块	PVC 二期投产将有效增加公司产量,2020 年毛利或有小幅下行,后逐渐恢复

资料来源: 海通证券研究所

表 15 公司主营业务分项预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>服装</b>					
产量 (万件)	413.00	408.00	367.20	385.56	404.84
平均售价(元/吨)	764	763	725	732	739
收入 (百万元)	3155.97	3113.07	2661.67	2822.71	2993.48
成本 (百万元)	1518.91	1418.50	1410.69	1354.90	1436.87
<b>硅铁</b>					
产量 (万吨)	161.65	158.76	158.76	158.76	158.76
平均售价(元/吨)	5959	5187	5031	5182	5182
收入 (百万元)	9633.15	8234.63	7987.59	8227.22	8227.22
成本 (百万元)	7429.56	6282.27	6150.45	6334.96	6334.96
<b>硅锰</b>					
产量 (万吨)	37.38	33.22	32.56	33.21	33.87
平均售价(元/吨)	6780	5695	5980	5681	5681
收入 (百万元)	2534.44	1891.82	1946.68	1886.34	1924.06
成本 (百万元)	2120.41	1876.35	1888.28	1792.02	1827.86
<b>煤炭</b>					
产量 (万吨)	127.70	158.18	161.34	164.57	167.86
平均售价(元/吨)	730	737	737	737	745
收入 (百万元)	932.73	1166.51	1189.84	1213.64	1250.29
成本 (百万元)	456.87	648.59	654.41	667.50	687.66
<b>电石</b>					
产量 (万吨)	155.82	163.21	165.00	165.00	165.00
平均售价(元/吨)	2416	2444	2322	2298	2321
收入 (百万元)	2315.03	2522.17	1509.00	1034.25	1044.59
成本 (百万元)	1766.05	1872.27	1146.84	786.03	793.89
<b>PVC</b>					
产量 (万吨)	47.09	46.27	65	80	80
平均售价(元/吨)	5535	5670	5443	5443	5498
收入 (百万元)	2606.62	2623.63	3538.24	4354.76	4398.31
成本 (百万元)	2004.14	1816.09	2759.83	3266.07	3298.73
<b>烧碱</b>					
产量 (万吨)	32.47	31.25	60.00	61.20	62.42
平均售价(元/吨)	2699	2215	2149	2149	2149
收入 (百万元)	876.31	692.29	1289.32	1315.11	1341.41
成本 (百万元)	267.24	274.65	541.51	526.04	536.56
<b>化肥</b>					
产量 (万吨)					
平均售价(元/吨)					
收入 (百万元)					
成本 (百万元)					
<b>其他主营业务</b>					
收入 (百万元)	1803.92	1495.99	1495.99	1495.99	1495.99
成本 (百万元)	1202.35	1231.65	1231.65	1231.65	1231.65
<b>营业收入合计 (亿元)</b>	<b>23858.17</b>	<b>22789.92</b>	<b>22947.88</b>	<b>23845.73</b>	<b>24353.89</b>
<b>同比增长率 (%)</b>	<b>7.82%</b>	<b>-4.48%</b>	<b>0.69%</b>	<b>3.91%</b>	<b>2.13%</b>
<b>营业成本合计 (亿元)</b>	<b>16765.53</b>	<b>16128.17</b>	<b>16714.34</b>	<b>16991.22</b>	<b>17289.59</b>
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>29.73%</b>	<b>29.23%</b>	<b>27.16%</b>	<b>28.75%</b>	<b>29.01%</b>

资料来源: Wind, 2018-2019 年报, 海通证券研究所



### 6.3 盈利预测及估值

公司羊绒和铁合金业务均属于细分领域龙头，可比公司较少。上市公司中君正集团主要产品包括聚氯乙烯树脂、烧碱、电石、硅铁和水泥熟料等，中泰化学则布局聚氯乙烯树脂、烧碱等产品。服装方面，公司羊绒服装可比公司较少，我们采用申万纺织服装板块做可比公司。

公司约 25%毛利来自羊绒制品，30%毛利来自硅铁锰铁，35%来自氯碱化工，还有 10%来自其他。因为硅铁锰铁基本上都用在钢铁行业，因此我们参照钢铁估值，钢铁板块 2020 年 9 月 4 日平均 PB (LF) 约为 0.91 倍 (扣除涉及 IDC 业务、金属制品)，可比的上市氯碱化工公司平均 PB (LF) 1.78 倍，可比申万纺服 PB (LF) 为 1.91 倍，其他业务的 10%可参照钢铁 PB 加权计算，则平均 PB 应该为 1.2 左右。

我们预计公司 2020 至 2021 年可实现归母净利润分别为 12.44、17.23 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.21 元，对应每股净资产分别为 9.51、10.51 元。我们参考可比公司，采用 PE 估值，我们给予公司 2020 年 13-14 倍 PE，合理价值区间为 11.31-12.18 元，对应 2020 年 1.2-1.3 倍 PB，给予公司“优于大市”评级。

表 16 公司可比氯碱化工上市公司估值 (2020-09-04 收盘价)

		市值 (亿元)	20H1 净资产 (亿元)	2019 净利润 (亿元)	20H1 净利润 (亿元)	PB (LF, 倍)	PE (2019, 倍)
600295.SH	鄂尔多斯	114.28	125.41	13.41	4.26	0.91	8.52
000635.SZ	英力特	24.67	26.18	0.51	-0.11	0.94	48.29
002092.SZ	中泰化学	107.54	186.02	3.43	-3.07	0.58	31.34
600618.SH	氯碱化工	71.49	46.84	8.11	1.47	1.53	8.82
000510.SZ	新金路	27.17	10.32	0.62	0.43	2.63	43.81
600075.SH	新疆天业	88.38	60.47	0.29	1.32	1.46	304.35
601216.SH	君正集团	761.11	173.89	24.92	13.25	4.38	30.55
002386.SZ	天原集团	46.15	49.22	0.79	-0.43	0.94	58.60
	平均					1.78	77.86

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司数据均采用 Wind 一致预期数据

表 17 可比公司估值情况 (2020-09-04 收盘价)

证券代码	公司名称	PB(LF, 倍)	PE(TTM, 倍)	每股收益 (元/股)		市盈率 (倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
<b>硅锰硅铁:</b>							
801040.SI	钢铁 (申万)	0.91	14.65	0.26	0.45	13.47	12.39
<b>化工:</b>							
002092.SZ	中泰化学	0.58	-31.91	0.05	0.17	111.33	28.94
600075.SH	新疆天业	1.46	81.66	0.14	0.25	46.40	25.88
002386.SZ	天原集团	0.94	-93.26	0.07	0.29	90.51	20.70
<b>羊绒:</b>							
801130.SI	纺织服装 (申万)	1.91	36.22	0.11	0.44	61.52	25.51
	<b>加权均值</b>	<b>1.19</b>	<b>9.84</b>	<b>0.16</b>	<b>0.37</b>	<b>49.73</b>	<b>20.14</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司数据均采用 Wind 一致预期数据

## 7. 风险提示

公司 PVC 二期项目运行低于预期; 公司服装销量下滑; 国内经济增速大幅下滑; 疫情反复等。

## 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>22790</b>	<b>22948</b>	<b>23846</b>	<b>24354</b>
每股收益	0.94	0.87	1.21	1.34	营业成本	16128	16714	16991	17290
每股净资产	8.85	9.51	10.51	11.63	毛利率%	29.2%	27.2%	28.7%	29.0%
每股经营现金流	2.49	2.86	3.83	3.62	营业税金及附加	490	545	548	566
每股股利	0.00	0.21	0.21	0.21	营业税金率%	2.1%	2.4%	2.3%	2.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1706	1721	1788	1827
P/E	9.46	10.20	7.36	6.65	营业费用率%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
P/B	1.00	0.93	0.85	0.76	管理费用	1170	1169	1218	1243
P/S	0.56	0.55	0.53	0.52	管理费用率%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
EV/EBITDA	4.66	4.91	3.79	3.09	EBIT	3037	2615	3082	3216
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	财务费用	1051	972	814	622
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	4.6%	4.2%	3.4%	2.6%
毛利率	29.2%	27.2%	28.7%	29.0%	资产减值损失	-626	-200	-200	-200
净利润率	5.9%	5.4%	7.2%	7.8%	投资收益	519	451	493	495
净资产收益率	10.6%	9.2%	11.5%	11.5%	<b>营业利润</b>	<b>1987</b>	<b>2044</b>	<b>2721</b>	<b>3051</b>
资产回报率	2.8%	2.6%	3.7%	4.2%	营业外收支	-63	0	0	0
投资回报率	6.2%	5.4%	6.6%	7.0%	<b>利润总额</b>	<b>1924</b>	<b>2044</b>	<b>2721</b>	<b>3051</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	5600	4961	5475	5593
营业收入增长率	-7.4%	0.7%	3.9%	2.1%	所得税	412	470	626	702
EBIT 增长率	-19.2%	-13.9%	17.9%	4.3%	有效所得税率%	21.4%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润增长率	40.7%	-7.2%	38.5%	10.7%	少数股东损益	171	330	372	442
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1341</b>	<b>1244</b>	<b>1723</b>	<b>1907</b>
资产负债率	64.9%	61.6%	56.9%	51.6%					
流动比率	0.70	0.78	0.92	1.14	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.52	0.57	0.68	0.84	货币资金	8219	7500	8000	8500
现金比率	0.35	0.35	0.44	0.55	应收账款及应收票据	1370	1512	1534	1579
<b>经营效率指标</b>					存货	4039	4053	4165	4223
应收帐款周转天数	19.31	21.06	20.47	20.67	其它流动资产	2810	3437	3257	3347
存货周转天数	91.41	88.50	89.47	89.15	流动资产合计	16438	16502	16956	17649
总资产周转率	0.47	0.48	0.51	0.53	长期股权投资	6579	6579	6579	6579
固定资产周转率	1.12	1.21	1.41	1.63	固定资产	20431	18957	16934	14928
					在建工程	2786	3286	3786	4286
					无形资产	1124	1161	1203	1243
					非流动资产合计	31913	30969	29484	28013
<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>48351</b>	<b>47471</b>	<b>46440</b>	<b>45663</b>
净利润	1341	1244	1723	1907	短期借款	12214	9989	6891	3912
少数股东损益	171	330	372	442	应付票据及应付账款	7326	7371	7568	7676
非现金支出	3240	2546	2593	2577	预收账款	848	805	854	866
非经营收益	587	670	466	282	其它流动负债	2959	3028	3055	3087
营运资金变动	-1778	-712	318	-41	流动负债合计	23347	21194	18368	15541
<b>经营活动现金流</b>	<b>3561</b>	<b>4078</b>	<b>5473</b>	<b>5168</b>	长期借款	6413	6413	6413	6413
资产	-923	-1594	-1099	-1097	其它长期负债	1626	1626	1626	1626
投资	-20	0	0	0	非流动负债合计	8039	8039	8039	8039
其他	1848	451	493	495	<b>负债总计</b>	<b>31386</b>	<b>29233</b>	<b>26407</b>	<b>23580</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>905</b>	<b>-1143</b>	<b>-606</b>	<b>-602</b>	实收资本	1428	1428	1428	1428
债权募资	21666	-2225	-3098	-2980	归属于母公司所有者权益	12635	13579	15002	16609
股权募资	500	0	0	0	少数股东权益	4330	4660	5032	5474
其他	-25584	-1429	-1269	-1087	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>48351</b>	<b>47471</b>	<b>46440</b>	<b>45663</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3418</b>	<b>-3654</b>	<b>-4367</b>	<b>-4066</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1058</b>	<b>-719</b>	<b>500</b>	<b>500</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘彦奇 钢铁行业  
施毅 有色金属行业  
周慧琳 钢铁行业

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：久立特材,方大特钢,博威合金,新钢股份,雅化集团,华菱钢铁,紫金矿业,永兴材料,宝钢股份,太钢不锈,华友钴业,四通新材,南钢股份,菲利华,盛达资源,洛阳钼业,中矿资源

### 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

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@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  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@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  
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  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@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  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com  
李姝醒 lxs11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@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  
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 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@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  
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

### 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  
联系人  
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com  
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@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



<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 xbq6583@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 联系人 杨蒙 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈(010)58067852 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 ljy12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 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	<b>机械行业</b> 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	<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 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@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 张宇轩(021)23154172 zyx11631@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 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@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 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@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> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@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

<b>深广地区销售团队</b> 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	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 ljwj@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 黄斌(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	<b>北京地区销售团队</b> 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 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金垚(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](http://www.htsec.com)