

投资评级 优于大市 首次覆盖

国际第三梯队龙头正逐渐跻身第二梯队

股票数据

11月08日收盘价(元)	14.22
52周股价波动(元)	10.91-15.34
总股本/流通A股(百万股)	800/800
总市值/流通市值(百万元)	11376/11376

《中国轮胎产业的领军企业之一》2016.09.09
市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.5	8.5	19.9
相对涨幅(%)	4.0	7.9	11.6

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 2019-2020年产能集中释放。**我们预计三角轮胎产能将集中在2019-2020年释放: 2019年国内募投项目二期的100万条商用车胎、400万条乘用车胎陆续投产, 2020年预计达产。2018年度产能1935万条/年, 国内轮胎行业上市公司排名第三。2020年全部达产后, 公司产能将扩张至2500万条/年, 行业地位进一步巩固。
- 积极抢占新车配套市场份额, 工程胎发力。**公司收入70%以上源于替换胎市场, 但19H1原配胎市场份额有所增长: 2019年上半年国内配套市场销量增长10%, 2018年全年原配斜交工程胎收入增长16%, 配套子午工程胎收入增长67%, 巨胎收入增长5%; 巨型工程子午胎成为国际巨头卡特彼勒最主要的配套供应商之一。
- 19Q3广告费用下降, 基本消除外汇风险。**19Q3公司净利率从18Q3的6%增至10%, 主要原因为广告费用和汇兑损失下降: 19H1因投放的“国家品牌计划”广告到期, 销售费用同比减少0.4亿元, 下降15%; 同时因采取美元汇率锁定降低了风险敞口, 19H1汇兑损失减少2572万元, 财务费用同比减少2164万元, 较18H1下降50%。我们认为广告费用和外汇风险这两方面的下降是影响三季度净利率的重要原因。
- 资本开支已过高峰, 19H1现金流显著改善。**截至2018年底, 2016年上市的募集资金全部投入生产项目, 资本开支已过高峰。19H1经营性现金流4.2亿元, 同比增长204%; 总现金流量净额2.8亿元, 约占收入比7%, 同比提升321%。此外, 国家将轮胎出口退税率从9%调整为13%, 增值税率从16%调整到13%, 预计2019年公司的退税额度将大幅提升, 现金流会明显改善。
- 原材料价格维持低位, 企业利润有望持续改善。**因2011年前后天胶价格较高, 天胶的新种植面积在2012年前后达到高峰, 对应天胶总供给于2019年前后达到高峰。我们预计近几年内天胶价格将维持低位运行。
- 盈利预测与估值。**我们预计2019-2021年净利润6.53亿元、6.96亿元以及7.27亿元, 对应EPS 0.82元、0.87元以及0.91元。给予公司2019年20-22X PE, 合理价值区间为16.40-18.04元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**扩产项目不达预期, 行业毛利率下滑风险, 下游需求不达预期, 国际贸易形势波动风险。

分析师: 钮宇鸣

Tel: (021) 23219420

Email: ymniu@htsec.com

证书: S0850511010040

联系人: 王园沁

Tel: 02123154123

Email: wyq12745@htsec.com

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7921	7511	7918	8782	9306
(+/-)YoY(%)	18.0%	-5.2%	5.4%	10.9%	6.0%
净利润(百万元)	483	483	653	696	727
(+/-)YoY(%)	-41.4%	-0.1%	35.2%	6.5%	4.5%
全面摊薄EPS(元)	0.60	0.60	0.82	0.87	0.91
毛利率(%)	19.1%	21.3%	22.3%	22.2%	22.0%
净资产收益率(%)	6.0%	5.2%	6.7%	6.8%	6.8%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内轮胎的领先企业，19Q3 业绩实现强劲增长	5
1.1 国内领先的轮胎制造商，行业地位不断增强	5
1.1.1 专注轮胎生产，未来两年集中释放产能	5
1.1.2 打破国际垄断，积极抢占新车市场份额	6
1.1.3 半数以上出口，立足全球化视觉布局产品	7
1.1.4 研发投入稳定，工程胎领域技术优势凸显	7
1.2 19 年起业绩逆势高增，财务数据稳健向好	8
1.2.1 19 年开始改善业绩，广告费用大幅下降	8
1.2.2 外汇管理见效，汇率风险基本消除	9
1.2.3 投资结束+税收优惠，改善企业现金流	9
1.3 股权结构相对集中，管理层现已平稳变更	10
2. 行业：成本降低改善利润，国产轮胎有望崛起	10
2.1 供需格局：国产轮胎生存空间改善，下游需求稳健增长	10
2.2 成本利润：天胶维持供大于求，轮胎利润将继续改善	11
3. 盈利预测与估值	13
3.1 估值关键假设	13
3.2 相对估值法	14
4. 风险提示	14
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	三角轮胎主要产品分类	5
图 2	三角轮胎国内外主要合作厂商	5
图 3	19H1 国内轮胎上市企业资产规模对比 (亿元)	6
图 4	2018 年国内轮胎上市企业产量对比 (万条)	6
图 5	2014-2018 国内外市场收入及其占比	7
图 6	2014-2018 国外市场收入及其增速	7
图 7	2013-2018 年公司研发费用及研发费用率	7
图 8	三角轮胎 2005-2013 申请专利和授权专利数	7
图 9	2013-19Q3 公司营业收入及其增速	8
图 10	2013-19Q3 公司归母净利润及其增速	8
图 11	2013-19Q3 公司销售毛利率、净利率和期间费用率	9
图 12	2013-19Q3 公司三项费用率变化	9
图 13	2015-19H1 公司汇兑损益及其占归母净利润比例	9
图 14	19H1 公司经营性现金流出现明显改善	9
图 15	控制人变更前后的公司股权结构	10
图 16	2015 年全球轮胎产量分布情况	11
图 17	2017 年全球轮胎产量分布情况	11
图 18	全球汽车产量增速有所放缓	11
图 19	国内汽车销量和民用汽车保有量逐年增加	11
图 20	我国天然橡胶进口量约占全球产量的五分之一	12
图 21	我国合成橡胶进口的绝对数量和占比均在增加	12
图 22	轮胎行业毛利率随天胶价格走低而上升	12
图 23	天胶生产四大国的种植面积及割胶情况	13
图 24	天胶生产四大国的新种植面积及其增速	13
图 25	2011 年橡胶价格较高, 随后逐渐走低	13

表目录

表 1	公司产能扩张项目计划及其实施情况.....	6
表 2	公司募集资金项目规划及完成度.....	9
表 3	公司营业收入及成本预测.....	14
表 4	可比公司估值表	14

1. 国内轮胎的领先企业，19Q3 业绩实现强劲增长

三角轮胎成立于 2001 年，2016 年于上交所主板上市，作为国内领军轮胎制造企业，业务范围涵盖商用车轮胎、乘用车轮胎、斜交工程胎、子午工程胎和巨胎等。三角轮胎前身为威海轮胎厂，1980 年正式国家工商局注册三角牌，经过多年的发展，三角已经成为全球范围内集轮胎设计、制造与营销于一体的专业化轮胎制造企业和供应商。

1.1 国内领先的轮胎制造商，行业地位不断增强

1.1.1 专注轮胎生产，未来两年集中释放产能

专注轮胎生产，客户覆盖全球。公司专注于轮胎的研发、制造和销售，2018 年公司年制造能力达 2200 万条，包括 600 多万条的商用车胎，1600 万条的乘用车胎，23 万条的斜交工程胎，15 万条的子午工程胎以及 1500 条的子午工程巨胎。公司产品覆盖了全球 180 多个国家和地区的客户，国内客户主要包括中国重汽、中国一汽、东风汽车、上汽通用五菱、一汽轿车、郑州日产、小松、山东临工、山东德工等知名品牌，国外客户主要包括沃尔沃、卡特彼勒、特雷克斯等。

图1 三角轮胎主要产品分类



资料来源：公司 2018 年年报，海通证券研究所

图2 三角轮胎国内外主要合作厂商



资料来源: 公司官网、2018 年年报, 海通证券研究所

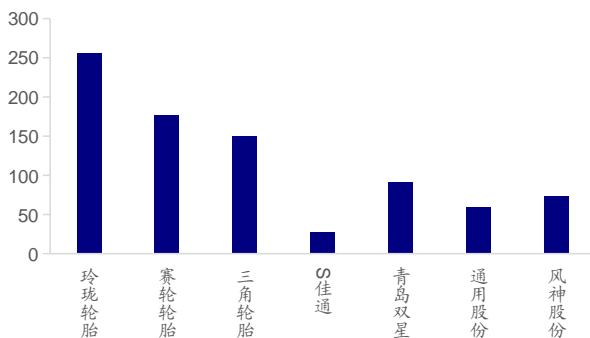
2019-2020 年产能集中释放。按照公司 2018 年的产能扩张规划, 华茂分公司二期计划在建的 100 万条高性能商用车胎、华阳分公司二期 400 万条高性能乘用车胎项目 2019 年上半年开始陆续投产, 我们预计 2020 年两个二期项目的产量将进一步提升。此外, 美国工厂方面将分期建设年产 500 万条高性能乘用车胎和年产 100 万条高性能商用车胎两个项目。因此, 我们预计公司新增产能主要将在 2019-2020 年集中释放和提升。

表 1 公司产能扩张项目计划及其实施情况

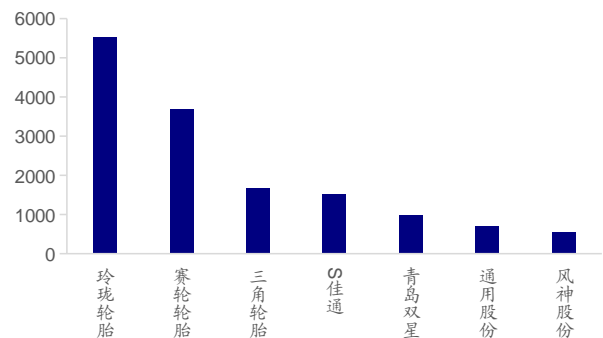
项目	设计产能 (万条)	产能利用率	在建产能及投资情况	预计完工时间
华盛乘用车胎	1000	82.56%		
华盛工程胎	25	80.20%		
华茂分公司 (商用车胎)	500	92.66%	在建 100 万条产能, 计划投资 10 亿元	2019 年上半年陆续投入使用
华阳分公司 (乘用车胎)	400	90.36%	在建 400 万条产能, 计划投资 10 亿元	2019 年上半年陆续投入使用
华新分公司 (斜交工程胎)	10	69.70%		
合计	1935	86.68%		

资料来源: 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

国内排名第三, 产能扩张巩固行业地位。公司 2018 年的轮胎总产量在国内轮胎行业上市公司中排名第三, 2018 年度公司总产能 1935 万条/年, 在建产能合计约 1100 万条/年, 华茂、华阳分公司若产能全部释放, 2020 年产能将达到 2500 万条左右。随着产能的扩张, 我们认为公司的行业地位将进一步得到巩固和加强。

图 3 19H1 国内轮胎上市企业资产规模对比 (亿元)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图 4 2018 年国内轮胎上市企业产量对比 (万条)


资料来源: 各公司 2018 年年报, 海通证券研究所

1.1.2 打破国际垄断, 积极抢占新车市场份额

70%以上收入来源于替换胎。截至 2016 年 3 月, 公司在替换胎市场的收入占比达 74.6%, 原配胎市场的占比为 25.86%。在替换胎市场, 我们认为公司产品质量稳定, 多年来已形成规模化生产, 截至 2019 年 6 月末, 其品牌店在全国达到 2500 家以上, 覆盖了 70% 以上的县市级地区。

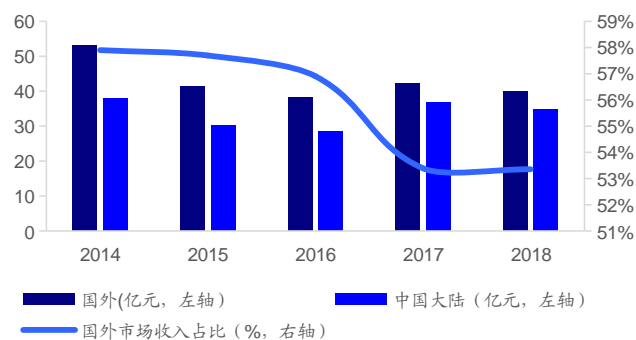
2018 年原配胎市场份额显著上升。在原配胎市场, 目前国内 70% 的轿车轮胎市场由米其林、普利司通、固特异等外资和外资控股企业占据, 本土仅有 10 多家轮胎企业进入中高端市场。然而, 近两年公司在原配胎市场取得了一定进展: 2019 年在国内为重卡体系的中国重汽、中国一汽, 客车体系的金龙、宇通、中通客车, 轻卡体系的东风汽车、江淮汽车, 轿车方面的一汽轿车、上汽通用五菱、郑州日产、江铃汽车等 50 多家汽车制造商和卡特彼勒 (青州)、小松、山东临工、山东德工等 20 多家工程机械制造商提供配套服务, 并成为国际工程机械巨头卡特彼勒最主要的全球配套供应商之一; 2018 年公司在原配市场的斜交工程胎销量增长 16%, 配套子午工程胎增长 67%, 巨胎增长 5%; 2019 年上半年国内配套市场销量增长 10%。

1.1.3 半数以上出口，立足全球化视觉布局产品

半数以上轮胎销往国外，2018 年调整营销策略。公司国外业务的销售占比始终维持在 50%左右，根据 2017 年报披露，出口中约有 42%左右销往北美、欧洲、澳洲、日韩、新加坡等发达国家。2018 年中美贸易摩擦加剧，欧盟对华卡车轮胎实施“双反”政策，在欧盟国家的收入所受影响较大，国外市场收入整体下滑超过 5%。

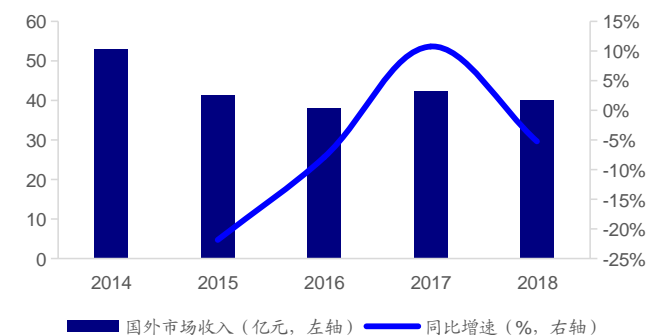
针对国际贸易形势的变化和国内经济形势，公司适时调整了营销策略，包括：**1) 抓住全钢胎出口时机**：2018 年，公司抓住美国全钢胎出口有利时机，加大美国市场全钢胎销售力度，销量同比增长 81%；**2) 积极开发全球新市场**：2018 年开发新客户 160 余家，全球范围内多个市场销售收入出现增长：澳新市场半钢胎销量同比增长 41%，全钢胎增长 24%；东南亚地区新开发 13 家经销商；加大乘用车轮胎的开发，整体欧洲销量同比增长 27%，法国、意大利、瑞典、德国等国家销量大幅增长 200%以上；**3) 优化调整产品结构**：2018 年，公司冬季轮胎全年销量超 100 万条，近五年始终保持稳定增长；工程子午胎销量增长 41%，斜交工程胎增长 17%，巨胎增长 169%；新能源配套乘用车胎同比增长近 4 倍。

图5 2014-2018 国内外市场收入及其占比



资料来源：wind，海通证券研究所

图6 2014-2018 国外市场收入及其增速

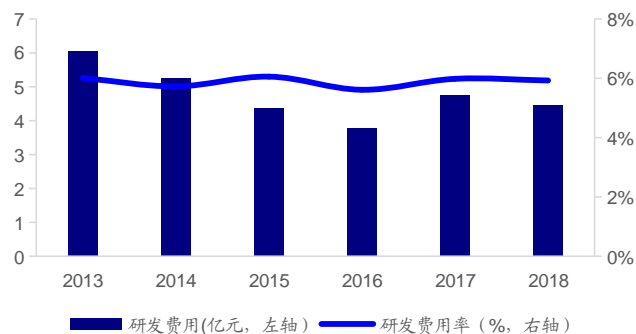


资料来源：wind，海通证券研究所

1.1.4 研发投入稳定，工程胎领域技术优势凸显

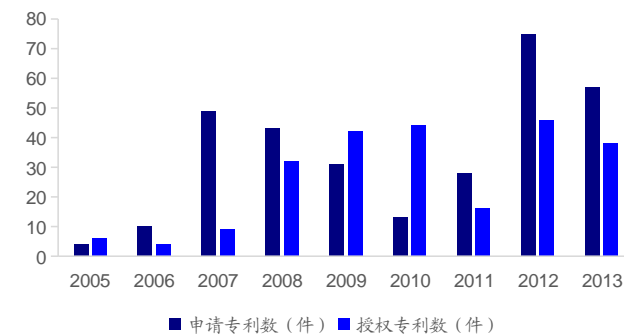
多年稳定研发投入，获得专利 400 多项。公司注重轮胎的研发创新，2013-2018 年的研发费用率始终稳定在 5%以上，公司 19H1 研发费用 0.91 亿元，同比增长 18%，研发水平始终稳定。多年来，公司建设了国家认定企业技术中心、美国技术研发中心(A3T)、“轮胎设计与制造工艺国家工程实验室”、国家级“工业设计中心”等技术研发平台，截至 2019 年 6 月末取得国内外专利 458 项，其中发明专利 71 项，国际专利 29 项。

图7 2013-2018 年公司研发费用及研发费用率



资料来源：wind，海通证券研究所

图8 三角轮胎 2005-2013 申请专利和授权专利数



资料来源：公司官网，海通证券研究所

工程子午胎研发优势显著。2008 年公司“巨型工程子午胎成套生产技术与设备开发”项目实现产品设计、工艺装备开发等多方面的创新突破，获得国家科技进步一等奖；2018 年发明专利“多鼓移动式巨型工程子午胎生产成型工艺”获得山东省专利奖（二等奖）；根

据各种不同工况与使用环境，目前已开发了八大系列的工程胎产品，能够为移动式起重机及特殊车辆、地下采矿机械、装载机、刚性自卸车、铰链式卡车、铲运机、平地机、港口机械及工业机械等提供可靠的产品与服务。

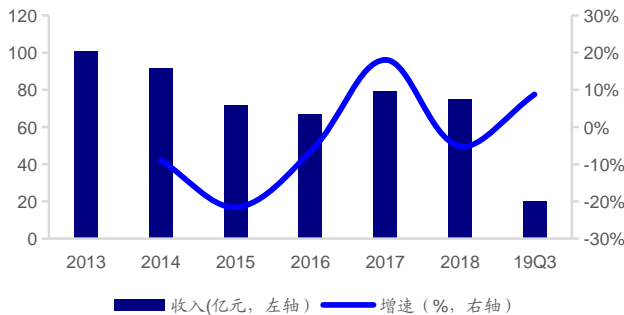
2019年7月，三角轮胎申报的航空子午胎项目，在山东省“2019年度拟支持的新旧动能转换重大课题攻关项目”中获得300万元资金支持；2019年9月，公司创新项目“超高性能轮胎全电磁感应加热直压硫化智能制造成套技术及装备”列入山东省科学技术厅2019年重点研发计划名单等。

1.2 19年起业绩逆势高增，财务数据稳健向好

1.2.1 19年开始改善业绩，广告费用大幅下降

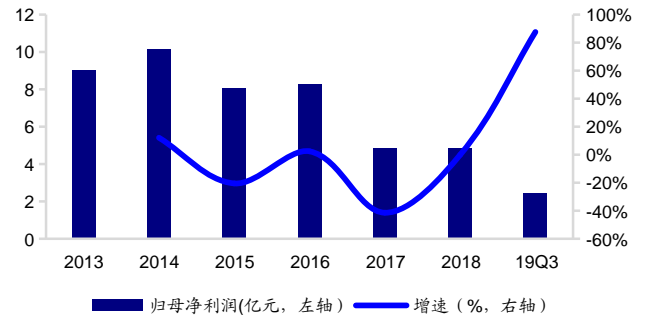
16年后业绩改善，19年前三季度均逆势增长。2016年以后，轮胎行业洗牌加剧，中小产能快速出清，加上公司品牌价值提升，业绩总体出现改善：2016-2018年的收入同比增速分别为-7%、18%、-5%，归母净利润增速分别为2%、-41%、-0.09%，对比2015年当年收入同比增速为-22%、归母净利润下降20%。2019年以后公司在国内宏观环境波动、轮胎产销下滑和下游汽车需求萎靡的前提下，业绩实现逆势增长，19H1营业收入达39亿元，同比增速5.5%；归母净利润3.76亿元，同比增速87.2%；国内替换市场销量增长20%以上，国内配套市场销量增长10%；海外市场销量增长23%。19Q3业绩维持高增长，收入同比增速8.76%，归母净利润同比增速87.6%。

图9 2013-19Q3 公司营业收入及其增速



资料来源：wind，海通证券研究所

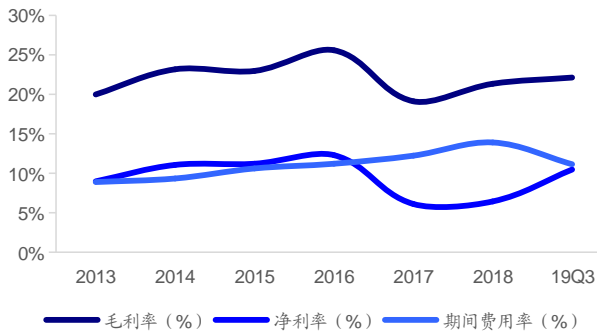
图10 2013-19Q3 公司归母净利润及其增速



资料来源：wind，海通证券研究所

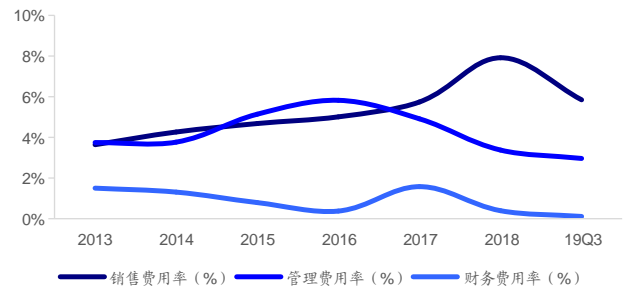
19Q3 利润改善主要系广告费用和汇兑损失下降。19Q3公司毛利率维持在22%，与18Q3基本持平，但净利率从18Q3的6%增至10%，主要因为公司的广告费用和汇兑损失下降：公司的销售费用率自2013年起逐年小幅攀升，及至2018年达最高点，为8%；根据中报披露，19H1因投放的“国家品牌计划”广告到期，销售费用同比减少15%。19H1财务费用同比减少2164万元，较18H1下降50%，主要因为公司采取美元汇率锁定降低了风险敞口，汇兑损失减少2572万元。我们认为，品牌计划和汇兑损失的影响将持续到第三季度，致使净利率上升。

图11 2013-19Q3 公司销售毛利率、净利率和期间费用率



资料来源: wind, 海通证券研究所

图12 2013-19Q3 公司三项费用率变化

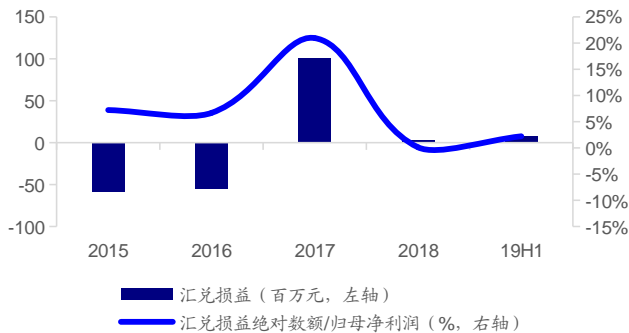


资料来源: wind, 海通证券研究所

1.2.2 外汇管理见效, 汇率风险基本消除

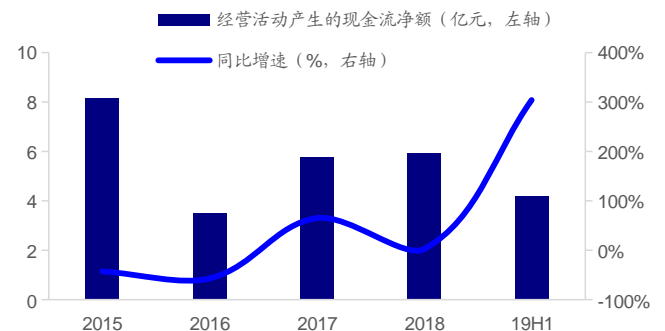
受益于外汇管控措施, 19H1 汇率波动的负面影响基本消除。公司 50%以上的销售来源于国外市场, 2017 年国际贸易摩擦加剧, 汇率波动为公司带来约 1 亿元的汇兑损失, 占归母净利润比例约 21%。近两年公司汇率风险显著减小, 2018 年汇兑损失降至 57 万元, 19H1 汇兑损失为 833 万元, 占归母净利润比例仅为 2%, 原因为: 公司加强外汇管理, 通过银行信用借款匹配外币资产及负债和采用外币远期结售汇业务规避外汇风险。此外, 2018 年之后美元兑人民币汇率大幅上升, 从 2018 年初的最低点 6.27 升至 2019 年 9 月末的 7.14, 我们认为, 人民币贬值的长期环境有利于发展公司的出口业务。

图13 2015-19H1 公司汇兑损益及其占归母净利润比例



资料来源: wind, 海通证券研究所

图14 19H1 公司经营性现金流出现明显改善



资料来源: wind, 海通证券研究所

1.2.3 投资结束+税收优惠, 改善企业现金流

资本开支已过高峰, 19H1 现金流改善。公司于 2016 年上市募集资金 42.8 亿元, 用于轮胎产能的扩张和改造, 截至 2018 年底, 该资金已基本投入完毕。随着项目正式投产, 资本开支已过高峰, 19H1 现金流出现明显改善, 经营性现金流为 4.2 亿元, 同比增长 204%; 总现金流量净额 2.8 亿元, 约占收入比 7%, 同比提升 321%。此外, 国家税收政策优惠发生变化: 自 2018 年 11 月 1 日起, 轮胎行业出口退税率从 9%调整为 13%; 自 2019 年 4 月 1 日起, 轮胎行业增值税率从 16%调整到 13%。随着收入规模扩大, 我们预计 2019 年公司的退税额度将大幅提升, 现金流将进一步得到改善。

表 2 公司募集资金项目规划及完成度

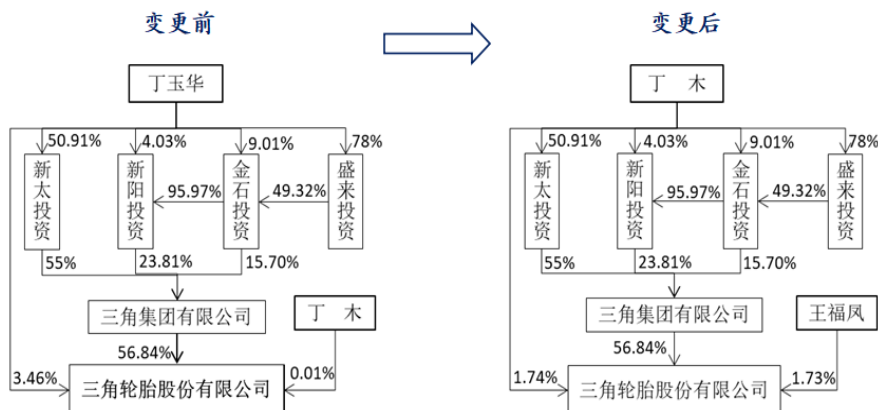
募集项目	计划投入额 (亿元)	实际投入进度			
		2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
年产 200 万条高性能智能化全钢载重子午胎搬迁升级改造项目	20.30	69.87%	77.93%	101.56%	101.56%
南海新区 800 万条高性能乘用车胎转型升级项目	22.55	39.76%	49.04%	86.36%	91.16%

资料来源：公司 2017、2018、2019 年及 2019.6 月《募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，海通证券研究所

1.3 股权结构相对集中，管理层现已平稳变更

丁玉华、丁木父子先后为公司实际控制人。自 2003 年 12 月以来，丁玉华先生始终为公司的实际控制人并担任公司董事长。截至 2018 年 8 月，丁玉华直接拥有公司股份 3.46%，并通过新阳投资、金石投资、新太投资间接控制三角集团，三角集团直接拥有公司 56.84%。丁玉华先生逝世后，其子丁木继承大部分股权并担任公司董事长，成为公司实际控制人。该变更为家庭内部调整，且丁木自 2016 年起便担任公司副总经理、董事职位，公司控制关系并未发生实质性变化。

图15 控制人变更前后的公司股权结构



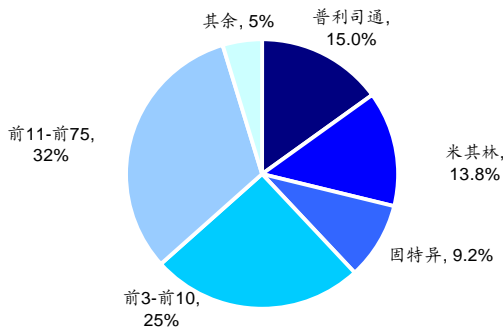
资料来源：《三角轮胎股份有限公司关于公司实际控制人变更的提示性公告》，海通证券研究所

2. 行业：成本降低改善利润，国产轮胎有望崛起

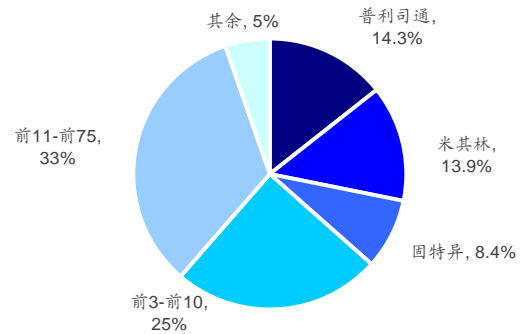
2.1 供需格局：国产轮胎生存空间改善，下游需求稳健增长

行业供给高度集中，国产轮胎实力偏弱。目前全球市场上的轮胎企业大致可分为三个梯队，行业呈现高度集中的格局：以 2017 年为例，第一梯队为普利司通、米其林、固特异，产量合计占全球市场的 37%；第二梯队为住友橡胶、韩泰等其他 top10 的企业，前十大占比共计 61%；第三梯队则为其余企业，其中 top75 产量占比约 95%。国内轮胎企业排名普遍在 top10 之后，尽管我国整体轮胎产量自 2006 年起便占据世界第一但企业综合实力却偏弱：2017 年，国内轮胎企业在全世界排名前 75 强合计共 38 家，数量占比 51%，但收入规模却仅 20%；根据前瞻产业研究院公布的数据，2018 年我国合计品牌价值则仅为全球的 3.1%。

龙头企业份额下降，第三梯队有望崛起。近年来，龙头企业的市场份额有所下降，其中三大巨头合计从 2006 年的 53% 降到 2018 年的 36%，轮胎企业 top10 的市场份额从 77% 降至 61%，中小轮胎企业生存空间有所扩大。尤其是在原配胎领域，原先国内超过 70% 的轿车轮胎市场由国外品牌占据，但近年来国产轮胎工业快速发展，工程机械胎领域上逐步打破了国际品牌的垄断，其品牌认可度和影响力也在不断攀升，我们认为第三梯队中的国产轮胎企业有望突破进入第二梯队。

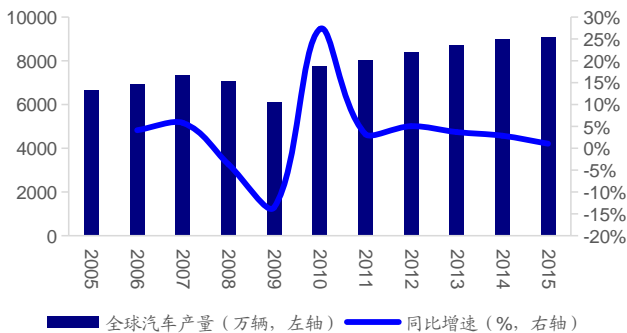
图16 2015 年全球轮胎产量分布情况


资料来源：轮胎商业网援引美国《轮胎商业》，海通证券研究所

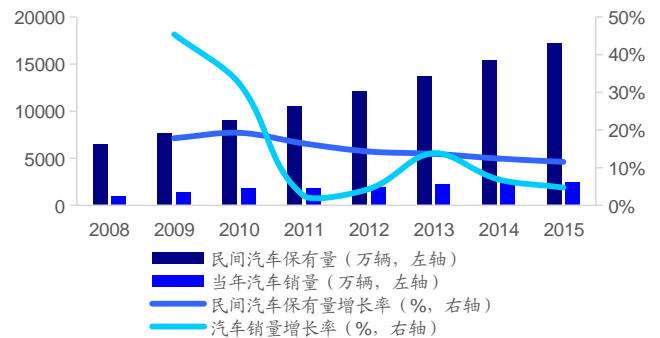
图17 2017 年全球轮胎产量分布情况


资料来源：轮胎商业网援引美国《轮胎商业》，海通证券研究所

原配胎需求稳中有升，替换胎市场空间庞大。轮胎行业的下游需求主要来自于两大块：一为新车的原配胎市场，二为旧车的替换胎市场。新车市场方面，自 2011 年以来，无论是全球还是国内市场，新车生产增速都出现放缓趋势，截至 2015 年国内增速已降至 5% 以下，我们认为市场空间增长相对有限。替换市场方面，根据招股说明书援引的尼尔森全球汽车消费者调研报告，美国汽车保有量 2014 年便已超过 800 辆/千人；对比之下，我国 2014 年民用汽车保有量才突破 100 辆/千人，体量相较于发达国家较小，我们认为市场仍有较大的增长空间。

图18 全球汽车产量增速有所放缓


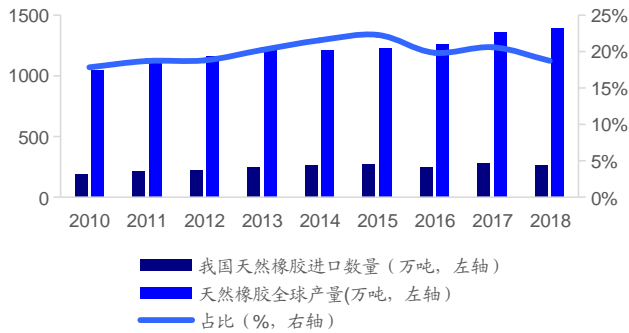
资料来源：招股说明书援引 OICA 数据，海通证券研究所

图19 国内汽车销量和民用汽车保有量逐年增加


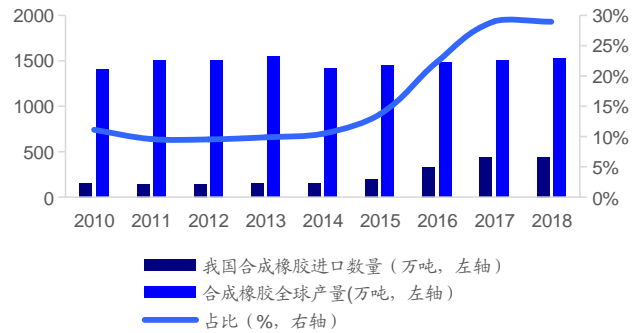
资料来源：招股说明书援引国家统计局数据、wind，海通证券研究所

2.2 成本利润：天胶维持供大于求，轮胎利润将继续改善

天然橡胶产销集中，中国稳居消费第一大国。从供给来看，天然橡胶属热带雨林乔木，产地主要集中在东南亚地区，其中泰国、印尼、越南、马来西亚四国供给约占全球的 80%。天然橡胶的消费则主要集中在中国、欧洲、印度和美国，2014 年四个国家和地区耗用量约占全球的 66.1%。中国作为世界第一大橡胶消费国和进口国，2018 年天胶进口量占全球产量的 19%，合成橡胶进口占比达 29%。

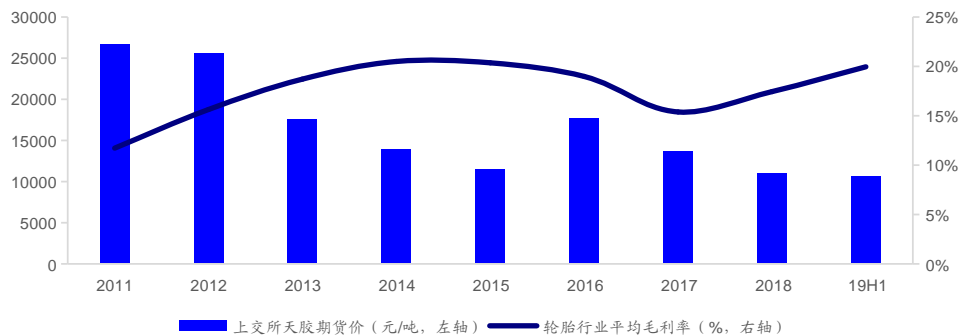
图20 我国天然橡胶进口量约占全球产量的五分之一


资料来源: wind, 海通证券研究所

图21 我国合成橡胶进口的绝对数量和占比均在增加


资料来源: wind, 海通证券研究所

下游轮胎议价能力较弱，利润由原材料成本决定。国内轮胎对于上游橡胶的议价能力普遍较弱，我们认为原因主要为：1) 天然橡胶供给和消费集中，作为世界范围内最大的橡胶消费国，我国对天然橡胶的进口依存度较高；2) 我国轮胎企业规模普遍较小，产品同质化现象严重，品牌价值偏低，对全球橡胶的供需格局影响较弱。而在轮胎制造的原材料中，天然橡胶和合成橡胶的成本合计约占 45%，其价格基本决定了轮胎企业的利润水平。

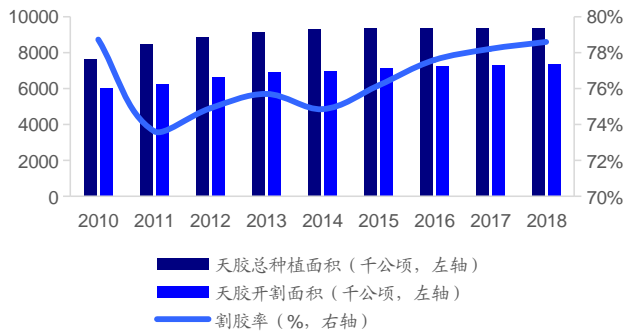
图22 轮胎行业毛利率随天胶价格走低而上升


注：轮胎行业平均毛利率为截至 2019 年 9 月 22 日的轮胎上市企业算数平均值，上交所天胶期货价取每年最后一个交易日的值

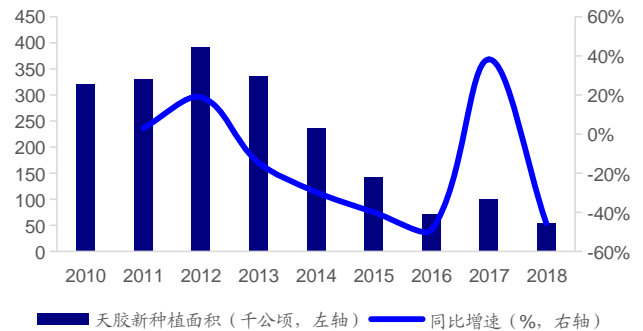
资料来源: wind, 海通证券研究所

预期未来天胶供大于求，价格仍维持低位。从历史数据来看，印尼、马来西亚、越南、泰国这四个天胶的主要生产基地割胶率基本维持在 75%-79%，每年的波动幅度不大。而四国的天胶新种植面积则与价格息息相关，因 2011 年前后天胶价格较高，天胶的新种植面积也于 2012 年前后达到高峰，而橡胶树的成熟期通常需要 6-8 年，因此天胶的总供给预计将于 2019 年前后达到高峰。我们预期近几年内天胶将维持供大于求的市场格局，价格低位运行，有助于促进轮胎行业的平均利润率走高。

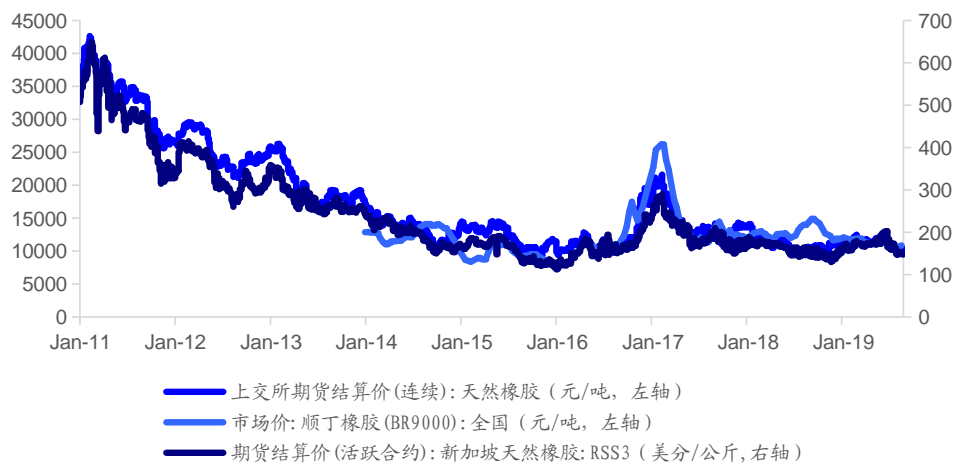
我们认为，随着三角轮胎的产能完全释放，在销量规模上升的同时，公司也将受益于行业利润的改善，量价齐升同时提振公司未来的业绩表现。

图23 天胶生产四大国的种植面积及割胶情况


资料来源: wind, 海通证券研究所

图24 天胶生产四大国的新种植面积及其增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

图25 2011 年橡胶价格较高, 随后逐渐走低


资料来源: wind, 海通证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1 估值关键假设

轮胎产量预测: 根据公司 2018 年报披露, 华茂分公司 (商用车胎) 扩产 100 万条项目、华阳分公司 (乘用车胎) 扩产 400 万条项目预计将于 2019 年陆续投入使用, 对应产能利用率分别为 92.66%、90.36%。按照规划, IPO 募投项目全部达产后, 公司年总规模水平将达到 2500 万条, 综合产能利用率为 86.68%, 我们假设募投项目将在三年内全部完工且投入生产, 新投入产能短期内产能利用率较低, 因此预计 2019-2021 年轮胎年产量为 1854 万条、2031 万条和 2167 万条。

销售收入预测: 2017 年以后, 行业调整促使轮胎价格显著上升, 2017 年、2018 年公司轮胎平均单价分别为 405 元/条和 446 元/条, 我们预计, 未来三年内轮胎单价将在 440 元/条左右。2016-2018 年, 公司轮胎产销率分别为 101.2%、95.5%、99.9%, 我们预计未来三年产销率仍将维持在三年平均值 97.7%。根据以上假设, 预计 2019-2021 年公司轮胎业务收入为 79 亿元、88 亿元和 93 亿元, 对应同比增速分别为 5%、11%和 6%。

毛利率预测: 公司 2017 年、2018 年毛利率分别为 19.1%、21.3%, 预期成本端天胶价格将继续维持低位, 未来三年内轮胎产品的毛利率水平将在 2018 年的基础上小幅上调, 至 22%左右。

股利分红: 公司 2016-2018 年的股利现金分红分别为每股 0.4 元、每股 0.27 元和每股 0.2 元, 现金分红总额为 3.2 亿元、2.16 亿元和 1.6 亿元, 对应股利分配率分别为 38.78%、44.68%、33.12%。我们预计 2019-2021 年的股利分配率维持往年水准, 分别为 33.8%、33.8%和 33.9% (前三年平均), 对应现金股利总额为 2.4 亿元、2.5 亿元和 2.8 亿元。

表 3 公司营业收入及成本预测

项目	2019E	2020E	2021E
轮胎业务 (核心业务)			
收入 (亿元)	78.90	87.54	92.79
收入增速 (%)	5%	11%	6%
成本 (亿元)	61.51	68.34	72.55
毛利 (亿元)	17.39	19.19	20.23
毛利率 (%)	22%	22%	22%
运输业务			
收入 (亿元)	0.06	0.06	0.05
收入增速 (%)	35%	1%	-9%
成本 (亿元)	0.05	0.05	0.04
毛利 (亿元)	0.01	0.01	0.01
毛利率 (%)	17%	17%	16%
其他业务			
收入 (亿元)	0.22	0.22	0.22
收入增速 (%)	0%	0%	0%
成本 (亿元)	0.03	0.03	0.03
毛利 (亿元)	0.19	0.19	0.19
毛利率 (%)	85%	85%	85%

资料来源: wind, 海通证券研究所

3.2 相对估值法

我们预计 2019-2021 年净利润 6.53 亿元、6.96 亿元以及 7.27 亿元, 对应 EPS 0.82 元、0.87 元以及 0.91 元。给予公司 2019 年 20-22X PE, 合理价值区间为 16.40-18.04 元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 4 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
601966	玲珑轮胎	253.56	1.01	1.31	1.55	13.5	16.1	13.7	1.5	2.3
601058	赛轮轮胎	121.51	0.25	0.43	0.50	9.0	10.4	8.9	0.8	1.6
002434	万里扬	119.26	0.32	0.36	0.51	20.3	24.6	17.5	2.4	1.9
601689	拓普集团	145.06	1.11	0.49	0.62	13.4	28.4	22.3	2.7	1.9
均值			0.67	0.65	0.79	14.1	19.9	15.6	1.8	2.0

注: 收盘价为 2019 年 11 月 8 日价格, EPS、PE、PS、PB 为 wind 一致预期
 资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 风险提示

扩产项目不达预期, 行业毛利率下滑风险, 下游需求不达预期, 国际贸易形势波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	7511	7918	8782	9306
每股收益	0.60	0.82	0.87	0.91	营业成本	5908	6151	6834	7255
每股净资产	11.72	12.24	12.79	13.35	毛利率%	21.3%	22.3%	22.2%	22.0%
每股经营现金流	0.74	1.40	1.61	1.63	营业税金及附加	77	84	92	98
每股股利	0.20	0.30	0.31	0.35	营业税金率%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	594	541	600	635
P/E	18.45	16.04	15.06	14.41	营业费用率%	7.9%	6.8%	6.8%	6.8%
P/B	0.95	1.07	1.02	0.98	管理费用	254	296	310	332
P/S	1.46	1.39	1.25	1.18	管理费用率%	3.4%	3.7%	3.5%	3.6%
EV/EBITDA	8.87	8.21	7.08	6.43	EBIT	511	648	728	756
股息率%	1.8%	2.3%	2.4%	2.7%	财务费用	30	28	29	28
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	21.3%	22.3%	22.2%	22.0%	资产减值损失	13	-9	19	10
净利润率	6.4%	8.3%	7.9%	7.8%	投资收益	114	92	94	94
净资产收益率	5.2%	6.7%	6.8%	6.8%	营业利润	549	739	793	830
资产回报率	3.3%	4.4%	4.4%	4.4%	营业外收支	8	15	10	9
投资回报率	6.9%	8.7%	9.9%	10.4%	利润总额	557	754	803	839
盈利增长 (%)					EBITDA	958	1179	1293	1343
营业收入增长率	-5.2%	5.4%	10.9%	6.0%	所得税	74	100	107	111
EBIT 增长率	-12.4%	26.8%	12.2%	3.9%	有效所得税率%	13.2%	13.3%	13.3%	13.3%
净利润增长率	-0.1%	35.2%	6.5%	4.5%	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	483	653	696	727
资产负债率	35.5%	34.8%	35.1%	35.0%					
流动比率	1.9	1.9	1.9	1.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	货币资金	1677	1908	2287	2802
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.5	应收账款及应收票据	1367	1487	1679	1769
经营效率指标					存货	1344	1428	1613	1703
应收帐款周转天数	72.3	68.6	69.8	69.4	其它流动资产	4038	4050	4054	4055
存货周转天数	89.0	84.7	86.1	85.7	流动资产合计	8425	8872	9633	10329
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.8	1.8	1.9	1.9	固定资产	4188	4632	4768	4795
					在建工程	1337	935	807	766
					无形资产	463	454	445	436
					非流动资产合计	6101	6134	6133	6110
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	14526	15007	15766	16439
净利润	483	653	696	727	短期借款	500	500	500	500
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	3202	3349	3778	3990
非现金支出	460	522	584	597	预收账款	77	78	88	93
非经营收益	-73	-64	-61	-60	其它流动负债	664	732	760	768
营运资金变动	-277	9	67	36	流动负债合计	4443	4659	5125	5351
经营活动现金流	594	1121	1286	1301	长期借款	307	153	0	0
资产	-1269	-550	-555	-556	其它长期负债	404	404	404	404
投资	-485	0	0	0	非流动负债合计	711	557	404	404
其他	220	92	94	94	负债总计	5154	5216	5529	5755
投资活动现金流	-1533	-458	-461	-462	实收资本	800	800	800	800
债权募资	-184	0	0	0	普通股股东权益	9372	9790	10236	10683
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	1	1	1
其他	-257	-432	-447	-323	负债和所有者权益合计	14526	15007	15766	16439
融资活动现金流	-442	-432	-447	-323					
现金净流量	-1381	231	379	516					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 08 日
 资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队

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： 江山欧派,汉威科技,三环集团,共进股份,道恩股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

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
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@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 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 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
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(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
吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

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

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
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@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 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@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 z zq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 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 xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@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
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 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 衣颖永(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
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 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 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
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com