

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 专注甲醇下游深加工的精细化工企业

### 投资要点:

#### 发行价格及数量

发行价格(元)	13.39
发行数量(百万股)	20.05

#### 股本结构

总股本(百万股)	80.20
流通A股(百万股)	19.02
B股/H股(百万股)	0/0

- 专注甲醇下游深加工。**公司专注于甲醇下游深加工，主要产品包括颗粒多聚甲醛、高浓度甲醛、超高纯氯甲烷及1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪等。未来公司将以多聚甲醛为核心，纵向延伸现有产业链，致力于发展高附加值产品，最终形成甲醇下游产业链的深加工体系，建成国内领先的精细化工企业。
- 下游行业发展良好，市场前景广阔。**公司核心产品主要应用于合成树脂、胶黏剂、混凝土外加剂、农药除草剂、香精香料、染料、电子化学品以及纺织染整助剂、表面活性剂等多个领域。其中，国内合成树脂产量由2009年的3603.2万吨增长至2017年的8801.8万吨，年复合增长率11.81%；减水剂消费量由2007年的228万吨增长至2015年的804万吨，年均复合增长率为17.06%；我国作为全球最大的草甘膦生产国，产能占全球市场的60%以上，草甘膦原药产量由2011年的28.12万吨上涨到2017年的50.48万吨，年复合增长率为10.24%。
- 技术实力及研发能力突出，品牌形象良好。**公司多年来一直注重产品生产技术的革新与工艺的改进优化，拥有8项发明专利和33项实用新型专利，公司生产的颗粒多聚甲醛、高浓度甲醛及超高纯氯甲烷被认定为高新技术产品，产品各项技术指标及生产工艺均处于行业领先水平。公司自设立以来，依托先进的工艺技术、对生产流程的精细管理以及高质量的产品和服务，在中高端及大客户中树立了良好的品牌形象。
- 主营业务突出，核心产品产能利用率较高。**公司营业收入主要来源于多聚甲醛、甲醛、超高纯氯甲烷及均三嗪等核心产品的销售收入。目前，公司拥有甲醛产能28.00万吨、多聚甲醛产能4.50万吨、超高纯氯甲烷产能2.00万吨以及均三嗪0.10万吨。2017-2019年，公司多聚甲醛销售收入分别为1.93亿元、2.55亿元、2.19亿元，毛利率分别为18.94%、22.17%、27.66%，毛利率持续上升。
- 募集资金扩充产能，完善产业链布局。**公司已募集资金2.68亿用于建设年产1000吨1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪、5000吨水杨醛技改项目；年产18000吨系列防霉杀菌剂、3200吨冶炼萃取剂技改项目；绿色智能化工厂建设项目。
- 盈利预测。**我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为5800万元、6500万元和8000万元，对应的EPS为0.73、0.81、0.99元/股，我们谨慎给予公司2021年18-20倍PE，对应的合理价值区间为14.58-16.2元，首次覆盖给予优于大市评级。

- 风险提示。**原材料价格波动风险，募投项目盈利不及预期。  
**主要财务数据及预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	611	500	464	504	615
(+/-)YoY(%)	23.2%	-18.2%	-7.3%	8.7%	22.1%
净利润(百万元)	62	54	58	65	80
(+/-)YoY(%)	52.7%	-12.7%	8.6%	11.4%	22.4%
全面摊薄EPS(元)	0.77	0.67	0.73	0.81	0.99
毛利率(%)	22.5%	25.1%	27.4%	27.9%	28.3%
净资产收益率(%)	26.3%	20.1%	9.5%	9.6%	10.5%

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

分析师:刘威  
Tel:(0755)82764281  
Email:lw10053@htsec.com  
证书:S0850515040001

## 目 录

1. 江天化学：专注于甲醇下游深加工，打造国内领先精细化工企业 .....	5
2. 主要产品下游发展良好，市场前景广阔 .....	6
2.1 甲醛及多聚甲醛市场情况 .....	6
2.1.1 合成树脂领域的应用 .....	7
2.1.2 混凝土减水剂领域的应用 .....	8
2.1.3 农药除草剂领域的应用 .....	8
2.2 超高纯氯甲烷市场情况 .....	8
2.3 均三嗪市场情况 .....	9
2.4 行业竞争格局 .....	9
3. 主营业务突出，产品结构多元化 .....	10
4. 募集资金延伸产业链，提升公司综合竞争力 .....	11
5. 盈利预测 .....	12
6. 风险提示 .....	13
财务报表分析和预测 .....	14

## 图目录

图 1 2017-2019 年公司营业收入和净利润 .....	5
图 2 2017-2019 年公司销售毛利率和净利率 .....	5
图 3 发行前公司股权架构 .....	6
图 4 公司所处精细化工产业链情况 .....	6
图 5 2005-2018 年中国甲醛行业产量 .....	7
图 6 2005-2019 年中国多聚甲醛进、出口量 .....	7
图 7 2010-2017 年中国合成树脂供需情况 (单位: 万吨) .....	8
图 8 2006-2018 年中国铸造用树脂粘结剂消费总量 .....	8
图 9 2007-2016 年中国混凝土减水剂消费量 .....	8
图 10 2010-2017 年中国草甘膦原药产量 .....	8
图 11 2013-2018 年中国服装鞋帽、针、纺织品类成交额 .....	9
图 12 2017-2019 年主要产品营收情况 (单位: 百万元) .....	10
图 13 2017-2019 年分产品毛利率情况 .....	10

## 表目录

---

表 1	公司主要产品用途及优势.....	5
表 2	竞争对手情况.....	10
表 3	2017-2019 年公司主要产品生产销售情况.....	11
表 4	IPO 募集资金拟投资项目.....	11
表 5	公司主要产品盈利预测.....	12
表 6	可比公司估值表.....	13

## 1. 江天化学：专注于甲醇下游深加工，打造国内领先精细化工企业

公司专注于以甲醇下游深加工为产业链的高端专用精细化学品的研发、生产和销售。公司主要产品包括颗粒多聚甲醛、高浓度甲醛、超高纯氯甲烷及1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪等，目前公司产品应用于合成树脂、胶黏剂、混凝土外加剂、农药除草剂、香精香料、染料、电子化学品以及纺织染整助剂、表面活性剂等多个领域。公司将以多聚甲醛为核心产品，通过提高产品产能并增加产品规格，更好地满足不同客户需求；同时纵向延伸现有产业链，围绕多聚甲醛下游产业链，致力于发展高附加值产品，最终形成甲醇下游产业链的深加工体系，将公司建成国内领先的精细化工企业。

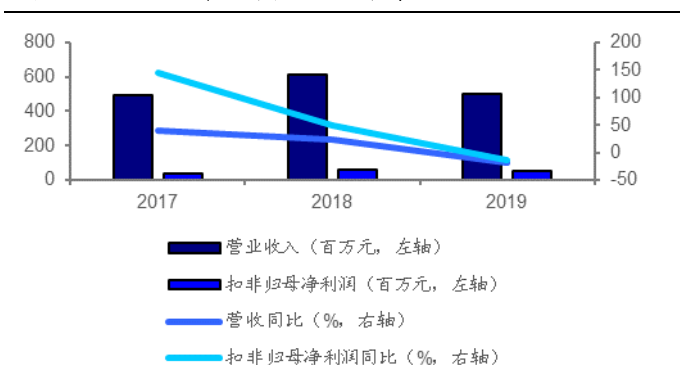
表 1 公司主要产品用途及优势

产品名称	产品简介	主要用途	公司产品优势
颗粒多聚甲醛	又称仲甲醛、固体甲醛、聚合甲醛，是甲醛的线型聚合物，为易燃的白色颗粒，分子式为 $(\text{CH}_2\text{O})_n$ 。易溶于水并释放出甲醛，能溶于强碱及碱金属碳酸盐溶液，不溶于乙醇和乙醚。	用于生产合成树脂、医药、香精香料、涂料、农药等多种产品。	可定制性较强，适用性强。甲醛含量最高可达98%，其溶解性好，可提高下游产品的收率和质量，有效减少废水产生量、降低职业危害和生产安全隐患。
甲醛	常温常压下为无色透明、易挥发、易燃液体，分子式为 $\text{HCHO}$ 。在低温下会析出絮状沉淀。	用于生产混凝土外加剂、医药、合成树脂、合成纤维、工程机械、电子电器和农药等。	可生产高达55%高浓度甲醛，可定向配置用户需求浓度的产品。高浓度甲醛可提高下游产品的收率和质量，有效减少废水产生量。
超高纯氯甲烷	又称甲基氯，有醚样的微甜气味，为易燃、无色、易液化的气体，分子式为 $\text{CH}_3\text{Cl}$ 。易溶于氯仿、乙醚、乙醇、丙酮，微溶于水。	用于生产集成电路蚀刻剂、丁基橡胶、有机硅和农药等。	可生产纯度高达99.99%超高纯氯甲烷，可作为合成丁基橡胶时的反应溶剂，可满足生产电子化学品蚀刻剂的要求。
1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪	为白色针状结晶（或粉末），可和许多单体（乙烯基单体除外）产生自由基聚合，分子式为 $\text{C}_{12}\text{H}_{15}\text{N}_3\text{O}_3$ 。熔点153-154℃。	用于生产纺织品天丝面料的木纤维的整理剂。	该产品具有较为突出的专用性能，因其精细化程度较高，国内仅少数厂商能够做到规模化和工业化的生产。

资料来源：江天化学招股书，海通证券研究所

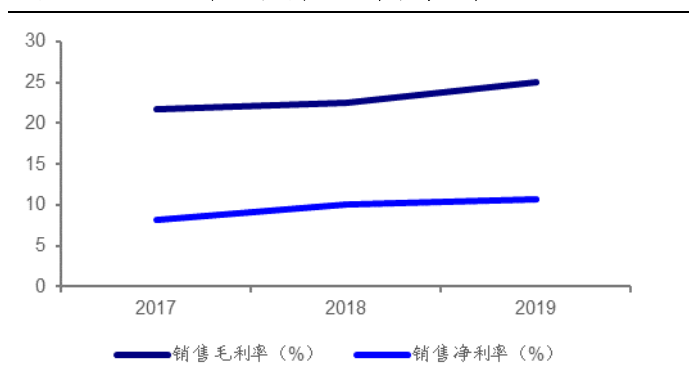
**公司盈利能力稳步提升。**2017-2019年公司营业收入分别为4.96亿元、6.11亿元、5.00亿元，分别同比增长40.10%、23.18%、-18.16%。2017-2019年公司扣非归母净利润分别为0.40亿元、0.60亿元、0.51亿元，同比增长145.21%、48.77%、-14.80%。2017-2019年公司销售毛利率及净利率稳中有升，毛利率分别为21.67%、22.50%、25.08%，净利率分别为8.13%、10.08%、10.75%。

图1 2017-2019年公司营业收入和净利润



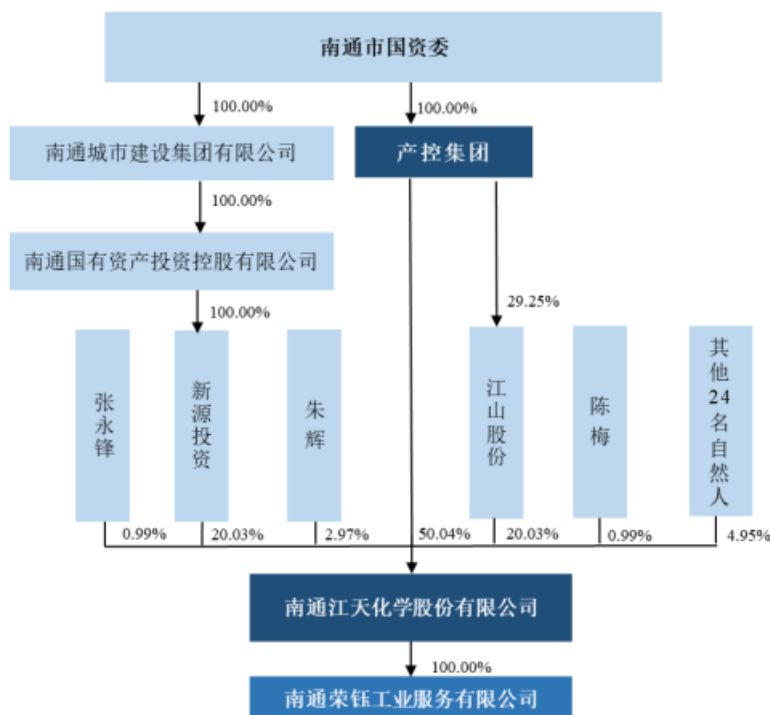
资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 2017-2019年公司销售毛利率和净利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

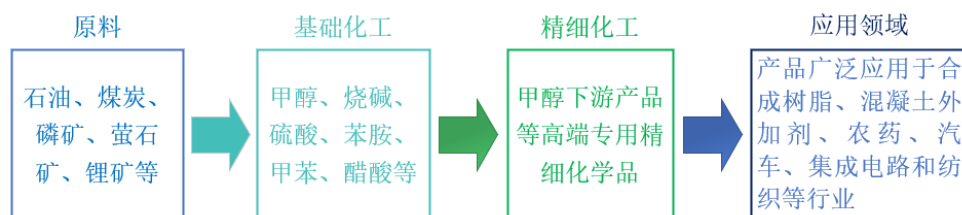
**公司控股股东为南通产业控股集团，实际控制人为南通市国资委。**发行前，产控集团持有公司50.04%的股份，为公司的控股股东。此外，新源投资与江山股份各持有公司20.03%股份。南通市国资委持有产控集团100%的股份，为公司的实际控制人。产控集团系南通市人民政府授权经营工业和商业领域国有资产的国有独资企业，主要从事国有资产管理及资本经营。目前，产控集团与新源投资同受南通市国资委控制；产控集团持有江山股份8701.97万股股份，持股比例为29.30%。

**图3 发行前公司股权架构**


资料来源：江天化学招股说明书，海通证券研究所

## 2. 主要产品下游发展良好，市场前景广阔

公司主要生产以甲醇下游深加工为产业链的高端专用精细化学品，包括颗粒多聚甲醛、高浓度甲醛、超高纯氯甲烷及1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪等，应用于合成树脂、胶黏剂、混凝土外加剂、农药除草剂、香精香料、染料、电子化学品以及纺织染整助剂、表面活性剂等多个领域。

**图4 公司所处精细化工产业链情况**


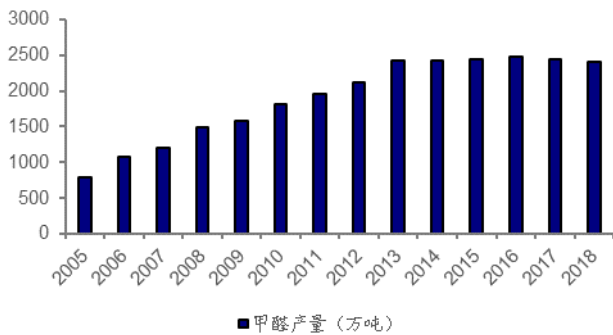
资料来源：江天化学招股说明书，海通证券研究所

### 2.1 甲醛及多聚甲醛市场情况

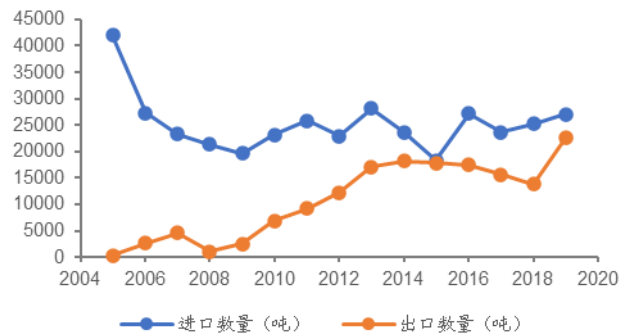
目前，我国是世界最大的甲醛生产和消费国，根据公司招股书援引 HIS Markit 的数据，我国甲醛消费量占全球的一半以上。在环保要求日益提高及供给侧改革的推进下，产业集中度进一步提升。高浓度甲醛在提升下游产品质量的同时可有效减少废水的排放，将会有更多的下游企业转为使用高浓度甲醛。

多聚甲醛作为甲醇深加工产物，是固体形式的甲醛，易于代替高浓度甲醛，特别是在要求使用无水甲醛作原料的合成工艺方面，用途广泛。因其具有更强的可溶解性，能够有效提高下游用户的产品收率和质量，同时能有效减少废水排放、职业危害和生产安全隐患等特点，一直是受到国内外化工界的重视，其应用市场已越来越大，被广泛用于生产合成树脂、医药、香精香料、涂料及农药等多种产品。随着国民环保意识不断增强以及国家对环境保护的要求不断提高的背景下，颗粒多聚甲醛在合成树脂等多个高端下游应用领域正在逐步替代传统产品，市场前景广阔。

**国内甲醛产量趋于稳定，多聚甲醛逐步摆脱进口依赖。**据中国产业信息网数据，中国甲醛行业产量由2005年的791万吨增长至2018年的2409万吨，年复合增长率达8.94%，自2013年起产量均在2400万吨以上，基本趋于稳定。近年来，国内多聚甲醛产业稳步发展，国内高品质多聚甲醛依赖进口的局面也在发生变化。2005年，我国多聚甲醛净进口量为41675.19吨；到2019年，我国多聚甲醛进口27000.12吨，出口增长至22595.38吨，全年净进口数量已下降至4404.74吨。

**图5 2005-2018年中国甲醛行业产量**


资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

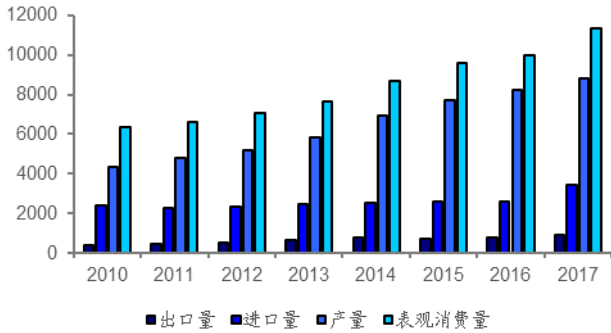
**图6 2005-2019年中国多聚甲醛进、出口量**


资料来源：WIND，海通证券研究所

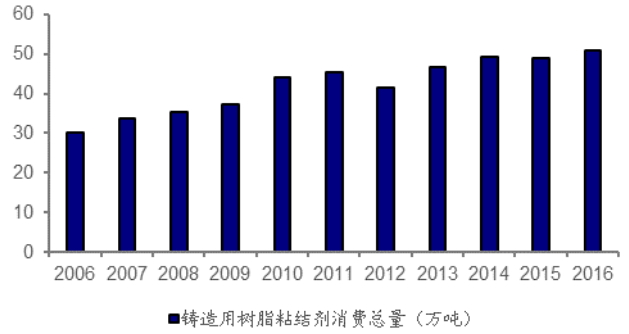
### 2.1.1 合成树脂领域的应用

公司主要产品颗粒多聚甲醛是酚醛树脂、铸造用树脂粘结剂等合成树脂产品的重要原材料。全球约66%的甲醛被用以生产脲醛树脂、三聚氰胺甲醛树脂和酚醛树脂等三大类合成树脂。我国合成树脂行业起步较晚，但是发展较快，国内合成树脂产量由2009年的3603.2万吨增长至2017年的8801.8万吨。

酚醛树脂在摩擦材料、铸造树脂、耐火材料、模塑料、泡沫塑料等领域应用较多，根据公司招股书援引全球酚醛树脂协会的数据，2016年我国酚醛树脂消费量约为104万吨，较上年增长4.7%。预计2020年至2023年，我国酚醛树脂需求量将继续呈现增长的趋势，由141.5万吨提升至175.5万吨。铸造用树脂粘结剂是能够满足铸造用粘结剂要求的合成树脂材料，主要用于汽车及内燃机、机床及工具、发电及电力、工程机械等装备制造行业的铸件生产。据公司招股书援引中国铸造协会数据，2006年至2016年，我国铸造用树脂粘结剂消费量总体呈现持续增长的态势。

**图7 2010-2017年中国合成树脂供需情况(单位:万吨)**


资料来源:国家统计局,前瞻产业研究院,江天化学招股书,海通证券研究所

**图8 2006-2016年中国铸造用树脂粘结剂消费总量**


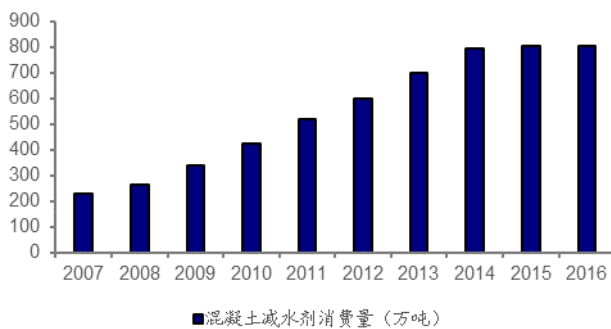
资料来源:中国铸造协会,江天化学招股书,《国内铸造用粘结剂行业发展研究报告》,兴业股份2017年年度报告,海通证券研究所

### 2.1.2 混凝土减水剂领域的应用

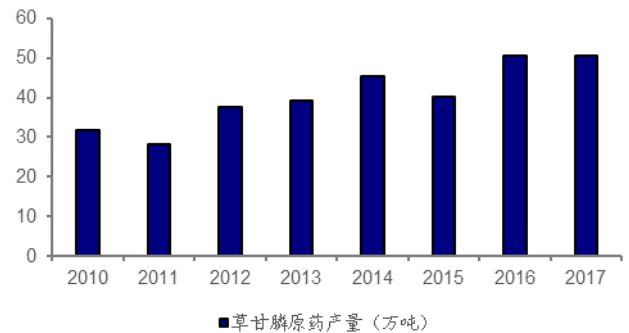
甲醛可用作生产混凝土外加剂中的减水剂,其主要用以改善混凝土性能的材料,如减少混凝土中必要的单位用水量,并能够满足规定的稠度要求,提高混凝土和易性等。减水剂作为混凝土外加剂中最重要的一种,发达国家和地区减水剂的平均使用率在70%左右,我国减水剂平均使用率不到30%,因其有助于资源节约和环境保护,我国的使用量在逐年增加。我国减水剂消费量由2007年的228万吨增长至2015年的804万吨,年均复合增长率为17.06%。

### 2.1.3 农药除草剂领域的应用

甲醛可用作生产农药除草剂草甘膦及吡啶,草甘膦作为最大的除草剂品种,市场份额约占世界除草剂三分之一。我国作为全球最大的草甘膦生产国,产能占全球市场的60%以上。近年来,国内吡啶的市场需求也随之不断扩大,由2014年的77028吨增长至2017年的95180吨,涨幅达23.57%;国内吡啶总产量也由2014年的63692吨增长至2017年的92980吨,涨幅达到45.98%。增长趋势明显。

**图9 2007-2016年中国混凝土减水剂消费量**


资料来源:中国产业信息网,中国混凝土网,江天化学招股书,海通证券研究所

**图10 2010-2017年中国草甘膦原药产量**


资料来源:卓创资讯,江天化学招股书,海通证券研究所

## 2.2 超高纯氯甲烷市场情况

超高纯氯甲烷主要应用在电子化学品、丁基橡胶及农药等行业。电子化学品等高端下游行业需要使用合成工艺生产的纯度高达99.99%氯甲烷。对于部分下游行业而言,超高纯氯甲烷与普通氯甲烷属于截然不同的两种产品。得益于下游电子化学品以及集成电路行业的快速发展,超高纯氯甲烷产品也将具有良好的市场前景。



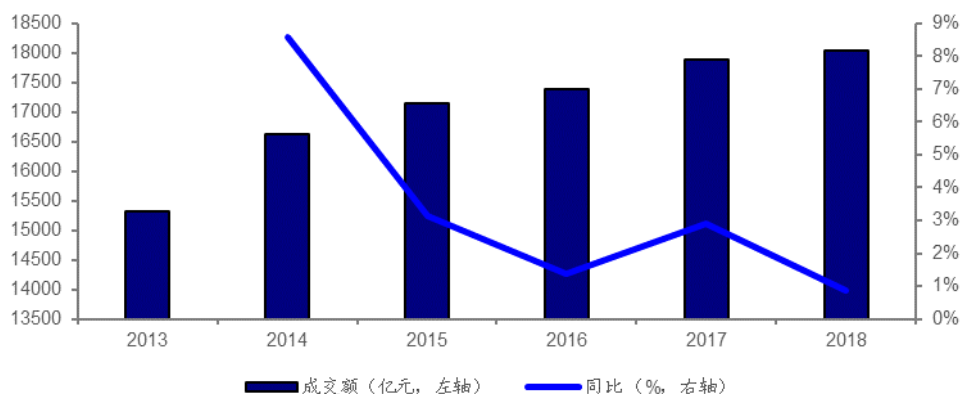
**超高纯氯甲烷可作为低温聚合生产丁基橡胶过程中的溶剂。**丁基橡胶一般被应用在制造汽车内胎以及隔音用品里面通用合成橡胶的重要组成部分。我国汽车工业的快速发展，带动了该行业的快速增长。我国轮胎产量由 2006 年的 2.85 亿条增长至 2017 年的 6.53 亿条，年复合增长率为 7.83%。

**超高纯氯甲烷可被用于生产集成电路蚀刻剂-四甲基氢氧化铵等电子化学品。**四甲基氢氧化铵可作为集成电路的清洗剂、光亮剂、触刻剂、正胶显影剂，在集成电路制造中有广泛应用。目前，我国已成为全球最大的电子信息产业制造中心，集成电路产业发展迅速。2010 年至 2019 年，我国集成电路产量由 652.5 亿块增长至 2018 亿块，2019 年销售额达到 7562.30 亿元，较 2018 年增长 15.77%。

## 2.3 均三嗪市场情况

**公司 1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪可被用于织物整理剂和纤维交联剂。**织物整理剂是施加于织物上，通过改变织物的表面性能，从而赋予织物不易被水或油润湿或铺展、不易附着污垢等特殊功能的添加剂。织物整理剂行业作为纺织业的配套产业，与纺织行业的发展高度相关。2013 年至 2018 年，我国服装鞋帽、针、纺织品类成交额一直保持平稳增长趋势，2018 年服装鞋帽、针、纺织品类成交额为 18049 亿元，相比 2013 年的 15319 亿元增长 17.82%，该行业市场规模稳中有升。

图11 2013-2018 年中国服装鞋帽、针、纺织品类成交额



资料来源：江天化学招股说明书，海通证券研究所

## 2.4 行业竞争格局

**行业集中度低。**公司所处的精细化工行业是一个充分竞争的市场，分散经营的程度较高，并未形成明显的行业垄断，但在一些特定领域，具有比较优势的专业生产厂家也能在细分市场维持较强的竞争力。公司的主要竞争对手有：镇江李长荣高性能材料有限公司、塞拉尼斯 (Celanese Corporation)、河北锦泰达化工有限公司、浙江新安化工集团股份有限公司、Ercros S.A.

**表 2 竞争对手情况**

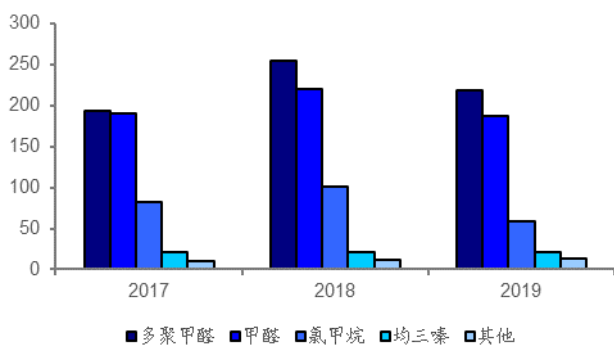
竞争对手名称	竞争对手情况
镇江李长荣高性能材料有限公司	其主要生产销售甲醛水溶液、多聚甲醛、甲缩醛等产品，设有年产 7 万吨 92% 含量多聚甲醛的喷雾干燥法生产装置，主要生产 14%、37% 和 44% 浓度的甲醛以及 92% 含量的多聚甲醛，用作生产尿素甲醛树脂、合板树脂等
塞拉尼斯公司 (Celanese Corporation)	该公司生产液体甲醛和颗粒多聚甲醛。该公司在国内销售的多聚甲醛产品以 92% 含量为主。
河北锦泰达化工有限公司	公司设有年产 8 万吨多聚甲醛的耙式干燥法生产装置。该公司多聚甲醛为粉末状。
浙江新安化工集团股份有限公司	主要从事草甘膦及有机硅系列产品的生产和销售。该公司采用回收精制工艺制取氯甲烷，主要为自用，用于有机硅产品的生产，一般不对外出售。
Ercros S.A.	该公司是一家西班牙大型化工企业，其业务涵盖氯衍生物、化工中间体及制药。该公司产品出口至全球 103 个国家，主要产品夫西地酸和美复威等在行业内处于领先地位。该公司的多聚甲醛产品在我国市场占有一定的份额。

资料来源：江天化学招股说明书，海通证券研究所

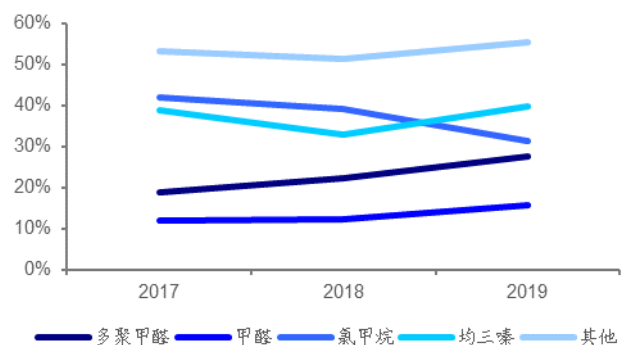
### 3. 产品结构多元化，多聚甲醛盈利能力提升

**主营业务突出，产品结构多元化。**2017-2019 年，公司多聚甲醛销售收入分别为 1.93 亿元、2.55 亿元、2.19 亿元，毛利率分别为 18.94%、22.17%、27.66%，毛利率持续上升。其中，2018 年毛利率上升主要是受供给侧改革的持续以及宁波万华退出多聚甲醛市场的影响，市场供需平衡打破，产品价格上涨；2019 年毛利率上升系原材料甲醇价格下降幅度超过多聚甲醛销售价格下降幅度所致。2017-2019 年公司甲醛销售收入分别为 1.90 亿元、2.21 亿元、1.87 亿元，毛利率分别为 12.00%、12.47%、15.80%，2018 年甲醛销售收入增加主要系原材料甲醇价格上涨且甲醛市场供应趋紧，导致价格上涨，同时销量增长；2019 年甲醛收入同比下滑主要是受甲醇市场价格下降影响甲醛销售价格下降所致。

2017-2019 年公司超高纯氯甲烷销售收入分别为 0.82 亿元、1.01 亿元、0.58 亿元，毛利率分别为 42.01%、39.18%、31.27%，2018 年公司超高纯氯甲烷产量增加，下游市场向好，量价齐升带动销售收入增长，2019 年受经济环境及下游产品市场影响，部分客户减少采购量，价格下跌导致销售收入下滑。均三嗪为公司近年拓展的新产品，自投产以来相关收入整体上升，2017-2019 年销售收入分别为 2031.08 万元、2162.13 万元、2171.34 万元。其他项为公司生产半缩醛、多聚甲醛解聚液及其他代加工、定制类产品相关业务，收入占比较小。

**图12 2017-2019 年主要产品营收情况 (单位: 百万元)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图13 2017-2019 年分产品毛利率情况**


资料来源：WIND，海通证券研究所

目前，公司主要产品产能包括：甲醛产能 28.00 万吨，多聚甲醛产能 4.50 万吨，超高纯氯甲烷产能 2.00 万吨以及均三嗪 0.10 万吨，近三年产能保持稳定。2017-2019 年，甲醛产能利用率均在 90% 以上，公司生产多聚甲醛需要用到甲醛作为原料，2017-2019 年甲醛生产耗用量分别为 10.82 万吨、10.58 万吨、10.33 万吨。

**表 3 2017-2019 年公司主要产品生产销售情况**

	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率 (%)	销量 (万吨)	产销率 (%)
<b>甲醛 (折 37%浓度)</b>					
2017	28.00	25.50	91.07	14.60	99.46
2018	28.00	25.35	90.54	15.00	101.56
2019	28.00	25.41	90.75	15.31	101.53
<b>多聚甲醛 (折 96%含量)</b>					
2017	4.50	4.06	90.22	3.96	97.49
2018	4.50	3.95	87.78	3.88	98.23
2019	4.50	4.04	89.88	4.07	100.74
<b>超高纯氯甲烷</b>					
2017	2.00	1.91	95.50	1.93	101.05
2018	2.00	2.20	110.00	2.17	98.64
2019	2.00	1.46	73.00	1.50	102.74
<b>1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪</b>					
2017	0.10	0.083	83.30	0.077	92.92
2018	0.10	0.086	86.23	0.085	98.11
2019	0.10	0.083	83.47	0.070	94.88

资料来源: 江天化学招股说明书, 海通证券研究所

## 4. 募集资金延伸产业链, 提升公司综合竞争力

公司 IPO 募集资金扣除发行费用后, 拟用于年产 1000 吨 1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪、5000 吨水杨醛技改项目; 年产 18000 吨系列防霉杀菌剂、3200 吨冶炼萃取剂技改项目; 绿色智能化工厂建设项目。

**表 4 IPO 募集资金拟投资项目**

序号	项目名称	预计投资总额 (万元)	项目概况	经济效益
1	年产 1000 吨 1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪、5000 吨水杨醛技改项目	11220.72	拟以三聚甲醛为原料, 建设 1000 吨/年 1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪生产线; 以公司自产多聚甲醛为原料向下游延伸, 建设两套 2,500 吨/年水杨醛生产装置; 并建设工程技术研发中心。	建设期 24 个月, 建成后年均销售收入 14900.00 万元, 年均净利润 2657.70 万元, 税后投资回收期 (包含建设期) 为 6.74 年。
2	年产 18000 吨系列防霉杀菌剂、3200 吨冶炼萃取剂技改项目	3676.10	拟以公司自产多聚甲醛为原料向下游延伸, 建设年产 18000 吨系列防霉杀菌剂和 3200 吨冶炼萃取剂技改项目, 其中年产 18000 吨系列防霉杀菌剂包括六个品种。	建设期 24 个月, 建成后年均销售收入 28490.00 万元, 年均净利润 2932.25 万元, 税后投资回收期 (包含建设期) 为 4.76 年。
3	绿色智能化工厂建设项目	7996.00	绿色智能化工厂项目包括绿色工厂建设和智能化系统建设两个环节。	本项目的实施本身并不产生经济效益, 智能信息化系统将提高管理和运营效率; 绿色工厂将大幅降低由环境保护产生的运营风险。
4	补充流动资金及偿还银行贷款	6000.00		
<b>合计</b>		<b>28892.82</b>		

资料来源: 江天化学招股说明书, 海通证券研究所

1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪主要用作纺织助剂、印染助剂、感光树脂添加剂等, 能够提高染色后织物的耐洗、耐磨度, 改善洗涤时的收缩; 使织物具有吸汗性、吸湿性和抗静电性等。公司目前已建成年产 1000 吨的均三嗪 (轴浆) 生产线, 并与 Petrex 每年签订框架协议, 该产品目前最终主要用于天然环保型纤维“天丝” (Tencel) 的生产, 亦可作为其他高端面料用纤维交联剂、整理剂。随着既有客户的业务扩展及纺织面料行业向高端化、环保化升级, 该产品的市场需求可期不断增加。目前公司该产品的产能利用率及产销率均处于较高水平, 募投项目的投产将扩大公司优势产品的生产规模, 为公司带来新的利润增长点。

水杨醛系一种用途极广的有机合成中间体, 可用作医药、染料中间体; 可用于制备香豆素、紫罗兰酮等香料, 应用于日化、糖果、烟草等行业; 可与多种金属形成螯合剂, 应用于石油工业等。传统的水杨醛制备方法存在反应收率低、原料价格高、反应装置复

杂、需要特殊氧化剂等缺点。公司则选择通过苯酚与多聚甲醛反应，高选择性的生成水杨醛的工艺路线，具有反应原料易得、产物不含毒物质、得率高、污染小等优势。

18000吨系列防霉杀菌剂包括六个品种：10000吨 1,3,5-三(羟乙基)六氢均三嗪、1000吨 1,3,5-三甲基六氢均三嗪、1000吨均三嗪类杀菌剂 JT-HS01、2000吨 N,N'-亚甲基双吗啉、2000吨 3,3'-亚甲基双(5-甲基恶唑啉)以及 2000吨 1,3-二羟甲基-5,5-二甲基海因。该类产品因其低毒和独特的杀菌特点，可广泛用于石油脱硫、涂料防霉、水处理杀菌、金属切削等领域，符合下游市场清洁化、高端化、专用化的需求。

冶炼萃取剂为多聚甲醛的下游产品 5-壬基水杨醛肟，该产品系湿法炼铜工艺关键环节“萃取”使用的重要原料。萃取则是湿法炼铜过程中实现浸出液金属分离的关键步骤，萃取剂的性能直接影响萃取的效率，5-壬基水杨醛肟已在湿法冶炼萃取铜工业中获得大规模运用，市场广阔。公司独立研发的 4-壬基酚—5-壬基水杨醛—5-壬基水杨醛肟的工艺路线，原材料自给、得率高、污染少，具有较强的竞争优势。

## 5. 盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 0.58 亿元、0.65 亿元和 0.8 亿元，对应的 EPS 为 0.73、0.81、0.99 元/股，我们谨慎给予公司 2021 年 18-20 倍 PE，对应的合理价值区间为 14.58-16.2 元，首次覆盖给予优于大市评级。

盈利假设：

(1) 考虑到公司原有产能逐步释放，假设多聚甲醛、甲醛、氯甲烷的销量保持小幅增长，均三嗪的销量保持较快增长。随着既有客户 Petrex 的业务扩展及纺织面料行业向高端化、环保化升级，均三嗪的市场需求预计将不断增加，募投项目的建成投产也将扩大生产规模。

(2) 募投项目中，年产 1,000 吨 1,3,5-三丙烯酰基六氢-均三嗪、5,000 吨水杨醛技改项目、年产 18,000 吨系列防霉杀菌剂、3,200 吨冶炼萃取剂技改项目和绿色智能化工厂建设项目，预计建设期 24 个月，我们预计 22 年投产后开始贡献增量，为公司带来新的利润增长点。

(3) 2020 年下半年，公司主要产品价格有所回升，未来随着下游需求改善，我们预计公司产品均价将稳中有升，毛利率保持稳定。

**表 5 公司主要产品盈利预测**

项目	2019	2020E	2021E	2022E
<b>多聚甲醛</b>				
收入(百万元)	218.58	199.14	218.23	234.47
成本(百万元)	158.11	129.44	139.67	150.06
毛利率(%)	27.66	35.00	36.00	36.00
<b>甲醛</b>				
收入(百万元)	187.14	165.89	177.54	189.93
成本(百万元)	157.57	145.16	155.35	166.19
毛利率(%)	15.80	12.50	12.50	12.50
<b>氯甲烷</b>				
收入(百万元)	57.88	60.34	63.89	67.44
成本(百万元)	39.78	42.84	46.00	48.56
毛利率(%)	31.27	29.00	28.00	28.00
<b>均三嗪</b>				
收入(百万元)	21.71	22.10	26.00	31.20
成本(百万元)	13.08	11.93	14.04	16.85
毛利率(%)	39.78	46.00	46.00	46.00
<b>其他主营业务</b>				

收入 (百万元)	12.93	14.23	16.36	90.23
成本 (百万元)	5.78	6.40	7.69	58.65
毛利率 (%)	55.29	55.00	53.00	35.00
<b>其他业务</b>				
收入 (百万元)	1.76	1.80	1.80	2.00
成本 (百万元)	0.28	0.54	0.54	0.60
毛利率 (%)	83.90	70.00	70.00	70.00
<b>总计</b>				
收入 (百万元)	500.00	463.50	503.82	615.27
成本 (百万元)	374.60	336.32	363.29	440.91
毛利率 (%)	25.08	27.44	27.89	28.34

资料来源: WIND, 海通证券研究所

**表 6 可比公司估值表**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603155.SH	新亚强	34.92	1.41	1.01	1.83	24.77	34.49	19.09
600596.SH	新安股份	10.97	0.46	0.52	0.67	18.35	21.12	16.30
	平均值						27.81	17.70

 注: 收盘价为 2021 年 1 月 5 日价格  
 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, 募投项目盈利不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>500</b>	<b>464</b>	<b>504</b>	<b>615</b>
每股收益	0.67	0.73	0.81	0.99	营业成本	375	336	363	441
每股净资产	3.33	7.66	8.47	9.46	毛利率%	25.1%	27.4%	27.9%	28.3%
每股经营现金流	1.34	0.94	1.20	1.44	营业税金及附加	2	3	3	3
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	29	27	29	36
P/E	-	-	-	-	营业费用率%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
P/B	-	-	-	-	管理费用	24	22	24	33
P/S	-	-	-	-	管理费用率%	4.8%	4.8%	4.8%	5.3%
EV/EBITDA	10.02	9.43	9.39	6.99	EBIT	63	69	78	95
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	4	2	4	3
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.8%	0.5%	0.7%	0.6%
毛利率	25.1%	27.4%	27.9%	28.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	10.7%	12.6%	12.9%	12.9%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	20.1%	9.5%	9.6%	10.5%	<b>营业利润</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>93</b>
资产回报率	10.4%	7.4%	7.4%	8.2%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	14.3%	8.6%	8.9%	9.8%	<b>利润总额</b>	<b>63</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>93</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	85	91	103	130
营业收入增长率	-18.2%	-7.3%	8.7%	22.1%	所得税	9	10	11	13
EBIT 增长率	-15.4%	9.7%	12.7%	21.3%	有效所得税率%	14.2%	14.5%	14.3%	14.4%
净利润增长率	-12.7%	8.6%	11.4%	22.4%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>80</b>
资产负债率	48.2%	22.3%	22.2%	22.0%					
流动比率	1.11	3.85	2.49	2.74	<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	0.84	3.47	2.13	2.37	货币资金	64	284	177	239
现金比率	0.37	2.81	1.48	1.72	应收账款及应收票据	80	65	76	90
<b>经营效率指标</b>					存货	45	37	42	49
应收帐款周转天数	32.32	33.06	32.69	32.88	其它流动资产	4	3	4	4
存货周转天数	43.65	39.82	41.74	40.78	流动资产合计	193	390	298	382
总资产周转率	0.97	0.59	0.58	0.63	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.77	3.49	2.42	1.45	固定资产	105	133	208	423
					在建工程	197	247	347	147
					无形资产	15	15	15	15
					非流动资产合计	323	401	576	591
<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>516</b>	<b>790</b>	<b>874</b>	<b>973</b>
净利润	54	58	65	80	短期借款	40	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	117	86	103	119
非现金支出	21	22	25	35	预收账款	4	4	4	6
非经营收益	2	4	4	4	其它流动负债	12	11	12	15
营运资金变动	30	-9	3	-3	流动负债合计	174	101	120	139
<b>经营活动现金流</b>	<b>107</b>	<b>76</b>	<b>96</b>	<b>116</b>	长期借款	74	74	74	74
资产	-68	-100	-200	-50	其它长期负债	1	1	1	1
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	75	75	75	75
其他	0	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>249</b>	<b>176</b>	<b>194</b>	<b>214</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-68</b>	<b>-100</b>	<b>-200</b>	<b>-50</b>	实收资本	60	80	80	80
债权募资	85	-40	0	0	归属于母公司所有者权益	267	614	679	759
股权募资	0	20	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-66	264	-4	-4	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>516</b>	<b>790</b>	<b>874</b>	<b>973</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>18</b>	<b>244</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>4</b>	<b>220</b>	<b>-107</b>	<b>62</b>					

备注：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

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 诺普信,扬农化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,和远气体,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,利安隆,东来技术,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,鼎龙股份,三友化工,利民股份

### 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

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  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
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  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

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 z zr13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@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  
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 fgt12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgt12371@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郝蕾 23963569 hl12742@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

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郝景毅 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> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 周旭辉 zxh12382@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 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
<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(0755)23617756 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 张峰青(021)23219383 zzq11650@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 l fz11585@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 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 py110297@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 lf112225@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 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 许樱之(0755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@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> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
滕雪竹 txz13189@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
董晓梅 dxm10457@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
张钧博 zjb13446@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)