

投资评级 优于大市 首次覆盖

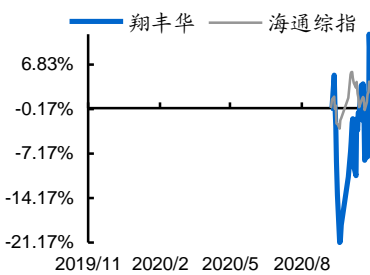
锂电负极核心企业，客户拓展顺利

股票数据

11月09日收盘价(元)	66.69
52周股价波动(元)	46.50-73.00
总股本/流通A股(百万股)	100/24
总市值/流通市值(百万元)	6422/1525

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	31.2	-	-
相对涨幅(%)	24.7	-	-

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

证书:S0850517080006

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

投资要点:

- 国内先进负极企业，过去四年收入高增。**翔丰华是国内先进的锂电池负极材料供应商。受益于新能源汽车旺盛需求，公司收入亦实现快速增长。16-19年公司收入由2.37亿元增至6.46亿元，复合增速39.72%；毛利率由39.0%降至22.0%，16-18年毛利率下滑，19年公司毛利率趋稳。16-19年公司归母净利润分别由0.40亿元增至0.62亿元，复合增速15.38%。
- 过去三年销量高增长，售价略有下降。**随着国内新能源汽车销量的增长，翔丰华进入快速发展阶段。17-19年公司天然石墨产能分别为3750吨、3860吨、3780吨，产量分别为2780吨、4191吨、3436吨；销量分别为2888吨、4234吨、2926吨。17-19年公司人造石墨产能分别为6220吨、9011吨、15350吨，产量分别为7023吨、9781吨、14334吨；销量分别为6737吨、9529吨、13313吨。根据公司招股说明书（注册稿）数据，公司17-19年人造石墨销售单价分别为4.27万元/吨、5.15万元/吨、4.23万元/吨；天然石墨销售价格分别为2.59万元/吨、2.42万元/吨、2.60万元/吨。
- 客户资源丰富，覆盖全球一线品牌。**19年公司第一大客户为比亚迪，占比40.6%；公司在维护老客户基础上，大力度开发国内外潜力客户，尽快促成与国际大客户的合作。17年8月，公司已通过宁德时代产品认证，并小批量供货130多吨，18年10月，供货量出现较快放量。18年，公司已通过LG化学认证测试，19年10月29日，公司获得了LG化学产品验收通过的审批通知，公司供应的天然石墨产品被LG化学应用于特斯拉上海工厂项目，成为特斯拉上海工厂的间接供应商。20年4月，公司正式成为三星SDI的合格供应商，三星SDI从20年6月起小规模采购公司产品用于试生产和调试，预计于20年12月起批量采购进行正式生产。目前公司正与松下等国际知名电池制造商开展合作协商和相关认证。
- 产品具备竞争力，行业地位较强。**从产品结构上看，翔丰华同时拥有天然石墨和人造石墨两大品类，产品、产能和技术储备更为均衡，更能适应多变的市场需求。根据LG化学20年的排产计划，预计20全年天然石墨产品需求量约为9400吨。从产能扩张上看，2019年底翔丰华产能为2万吨左右，2020年产能预计为3万吨左右。未来随着募投项目3万吨产能投产，翔丰华将形成6万吨以上产销规模，营收规模将在2020年基础上再增长一倍。
- 给予“优于大市”评级。**我们预计公司20-22年全面摊薄EPS分别为0.88元、1.56元、2.49元，因20年疫情对公司影响较大，我们以21年作为业绩对标年份；参考可比公司估值，我们给予公司21年45-50倍PE，对应合理价值区间70.20元至78.00元，首次覆盖，给予“优于大市评级”。
- 风险提示。**募集项目实施不及预期；公司负极价格及销量不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	600	646	863	1242	1841
(+/-)YoY(%)	65.3%	7.7%	33.8%	43.9%	48.2%
净利润(百万元)	62	62	88	156	249
(+/-)YoY(%)	7.5%	0.2%	42.5%	77.0%	60.2%
全面摊薄EPS(元)	0.62	0.62	0.88	1.56	2.49
毛利率(%)	22.1%	22.0%	22.5%	22.7%	22.9%
净资产收益率(%)	10.4%	9.4%	7.9%	12.3%	16.5%

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. 翔丰华为国内动力电池核心企业	5
1.1 产销提升，收入快速增长	5
1.2 客户不断开拓，海内外布局完善	7
1.3 资产负债情况较好	8
1.4 董事长周鹏伟及董事钟英浩为实际控制人	8
2. 新能源汽车大发展，负极行业空间较大	10
2.1 中国新能源汽车大发展，动力电池需求提升	10
2.2 全球预期新能源汽车高增，负极空间较大	11
3. 翔丰华或将充分受益锂电行业大发展	12
3.1 2019年翔丰华国内负极市占率 5%	12
3.2 公司在负极领域客户较为优质，竞争力较强	13
4. IPO 融资扩建 3 万吨高端石墨负极项目	13
5. 盈利预测与估值	14
6. 风险提示	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	14-19 年翔丰华收入及毛利率情况.....	5
图 2	14-19 年翔丰华归母净利润及净利率情况.....	5
图 3	翔丰华产品展示.....	6
图 4	14-19 年翔丰华收入构成（百万元）.....	6
图 5	14-19 年翔丰华毛利润构成（百万元）.....	6
图 6	17-19 年翔丰华天然石墨销量及价格情况.....	7
图 7	17-19 年翔丰华人造石墨销量及价格情况.....	7
图 8	2016-2019 年中国新能源汽车销量（万辆）.....	10
图 9	2017-2020 年纯电动乘用车测算的单车带电量（kwh/辆）.....	11
图 10	2015 年至 2040 年全球轻型汽车年销量及预测（单位：百万辆）.....	12
图 11	2013-2019 年我国锂电负极材料出货量（万吨）.....	12

表目录

表 1	17-19 年翔丰华主要客户及占比	8
表 2	公司发行后股权结构图	9
表 3	15-19 年动力电池装机量及同比增速 (Mwh)	11
表 4	2019 年中国负极企业前八名及市占率	13
表 5	募投项目明细	14
表 6	可比公司估值表	14
表 7	人造石墨负极产品价格及销量对公司 21 年归母净利润的敏感性分析 (百万元)	15
表 8	天然石墨负极产品价格及销量对公司 21 年归母净利润的敏感性分析 (百万元)	15
表 9	翔丰华分业务营收预测	16

1. 翔丰华为国内动力电池核心企业

翔丰华主要从事锂电池负极材料的研发、生产和销售，是国内先进的锂电池负极材料供应商，主要产品可分为天然石墨和人造石墨两大类，产品应用于包括动力（电动交通工具，如新能源汽车、电动自行车等）、3C 消费电子和工业储能等锂电池领域。

1.1 产销提升，收入快速增长

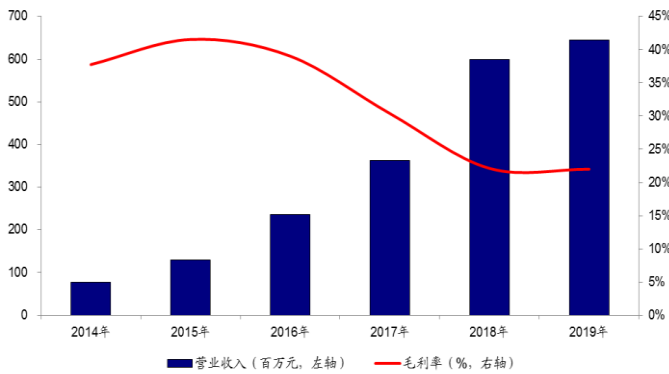
锂电池主要由正极材料、负极材料、电解液和电池隔膜四部分组成。负极材料主要影响锂电池的首次效率、循环性能等，负极材料的性能也直接影响锂电池的性能，负极材料占锂电池总成本不超过 15%。

公司主要产品可分为天然石墨和人造石墨两大类负极材料，产品应用于包括动力（电动交通工具，如新能源汽车、电动自行车等）、3C 消费电子和工业储能等锂电池领域。除石墨类负极材料外，公司开发的非石墨类新型负极材料——硅碳负极材料处于中试阶段，B 型-二氧化钛、石墨烯等其他新型碳材料产品处于小试阶段。

近年来，受益于新能源汽车旺盛需求，公司收入亦实现快速增长。16-19 年公司收入分别为 2.37 亿元、3.63 亿元、6.00 亿元、6.46 亿元，16-19 年复合增速 39.72%；毛利率分别为 39.0%、30.4%、22.1%、22.0%；16-18 年毛利率持续下滑，19 年公司毛利率趋稳。

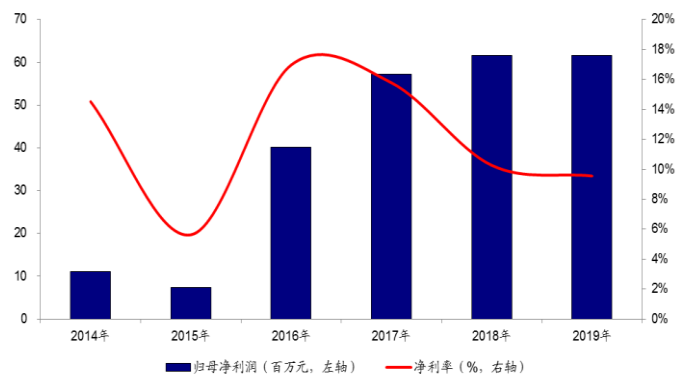
16-19 年公司归母净利润分别为 0.40 亿元、0.57 亿元、0.62 亿元、0.62 亿元，复合增速 15.38%；16-19 年公司归母净利率分别为 17.0%、15.8%、10.3%、9.6%；16-19 年净利率水平有所下滑。

图1 14-19 年翔丰华收入及毛利率情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 14-19 年翔丰华归母净利润及净利率情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

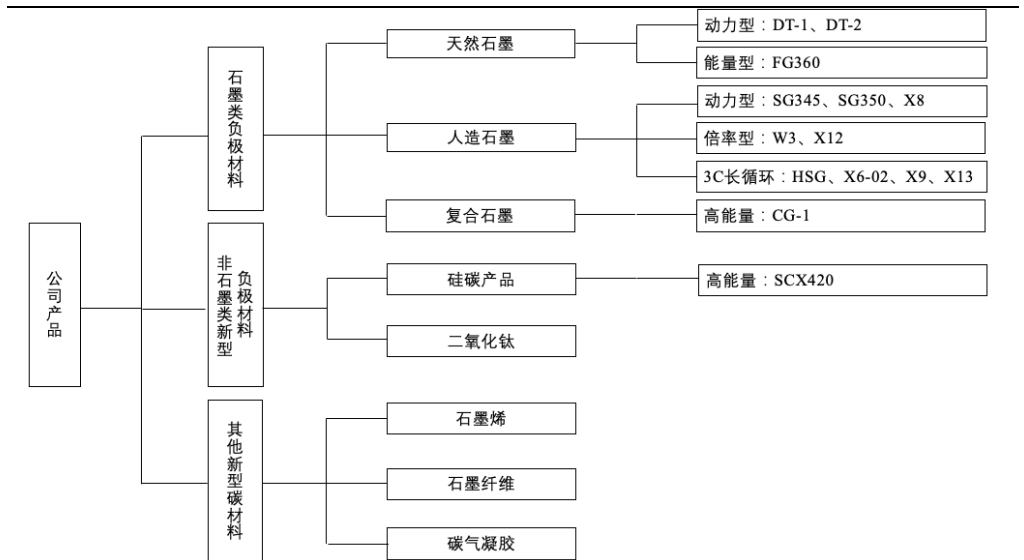
公司主要产品包括天然石墨 DT-1、DT-2 以及 FG360，人造石墨包括 SG345、X6、X8、X9、X13、HSG 以及硅碳负极产品 SCX420。

其中天然石墨 DT-1 具有加工性能好，容量高、循环性能优异、性价比高的特点；DT-2 具有加工性能好，低温性能优越，倍率性能好、性价比高的特点；FG360 具有大容量、高压实、安全性能好的特点。

人造石墨 SG345 长寿命、高低温性能好、安全性能好、综合性能优异；X6 具备大容量、高压实、循环性能优异、安全性能好的特点；X8 与 X9 具备高容量，高压实，低反弹的特点；X13 具备 3C 快充，复合造粒，低膨胀，长循环的特点；HSG 低反弹、高容量、高压实、循环性能优异。

硅碳负极材料 SCX420 具备大容量、高倍率、长循环的特点。

图3 翔丰华产品展示



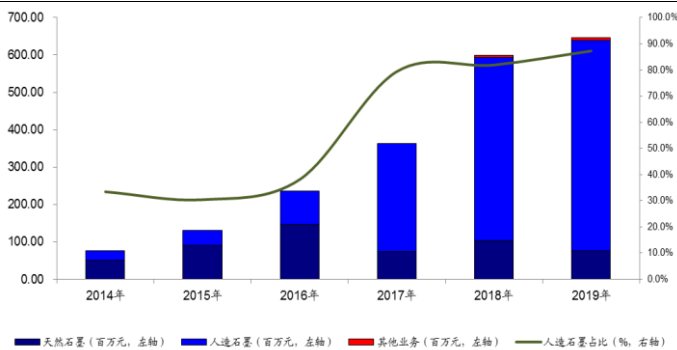
资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

天然石墨和人造石墨在指标性能和成本上各有优劣。天然石墨加工性能好、比容量和压实密度高，而人造石墨在长循环、高低温、高倍率上有优势。各电池厂商根据不同时期、不同客户对电池性能的不同要求，结合自身电池技术体系，综合能量密度、功率密度、温度性能、循环寿命、安全性和成本等因素选择制造锂电池的正极材料（钴酸锂、磷酸铁锂、三元）和负极材料（天然石墨、人造石墨或者复合石墨）。

14-16年公司收入的主要来源为天然石墨，占收入的比重分别为66.6%、69.6%、61.9%；而17年开始人造石墨的收入占比大幅提升至79.4%，天然石墨收入占比降至20.6%；19年公司天然石墨收入占比11.8%，人造石墨收入占比87.3%，其他业务收入占比1.0%。

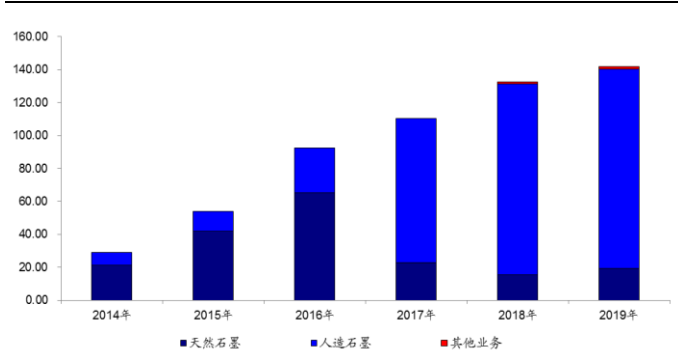
毛利构成上，14-16年公司毛利润主要由天然石墨贡献，17年开始人造石墨利润贡献占比大幅提升。

图4 14-19年翔丰华收入构成（百万元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 14-19年翔丰华毛利润构成（百万元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

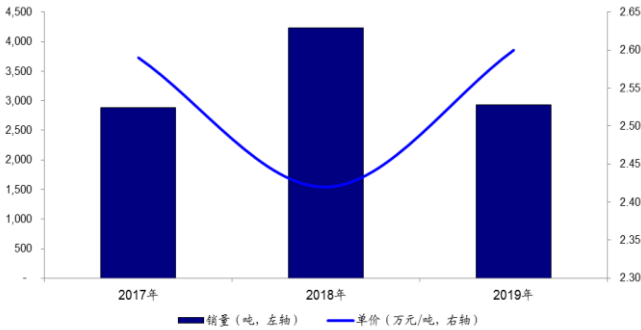
相较于天然石墨，使用人造石墨的电池系统能量密度更高。2016年12月29日，国家发布了《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，从2017年1月1日起实施，首次提出以电池能量密度为一项参考指标进行补贴，使得人造石墨需求大幅上升。公司积极调整产品结构，增加人造石墨产品供应。

随着国内新能源汽车销量的增长，翔丰华进入快速发展阶段。17-19年公司天然石墨产能分别为3750吨、3860吨、3780吨，产量分别为2780吨、4191吨、3436吨；销量分别为2888吨、4234吨、2926吨。17-19年公司人造石墨产能分别为6220吨、9011吨、15350吨，产量分别为7023吨、9781吨、14334吨；销量分别为6737吨、

9529 吨、13313 吨。

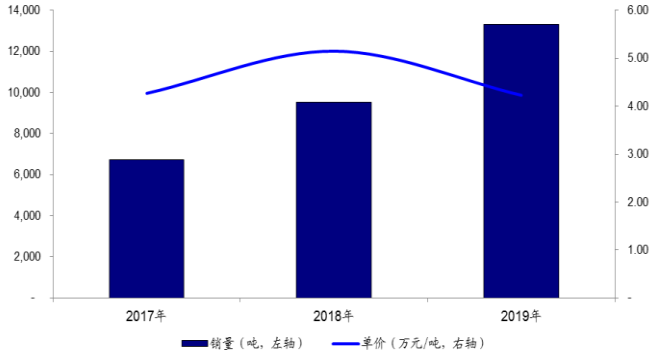
根据公司招股说明书（注册稿）数据，公司 17-19 年人造石墨销售单价分别为 4.27 万元/吨、5.15 万元/吨、4.23 万元/吨；天然石墨销售价格分别为 2.59 万元/吨、2.42 万元/吨、2.60 万元/吨。

图6 17-19 年翔丰华天然石墨销量及价格情况



资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

图7 17-19 年翔丰华人造石墨销量及价格情况



资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

1.2 客户不断开拓，海内外布局完善

17 年-19 年，公司前五大客户占主营业务收入的比重分别为 73.1%、81.9% 和 68.6%，保持在较高的水平。公司前十大客户的销售占比较高，2017 年度、2018 年度和 2019 年度前十大客户的销售额占营业收入的比例分别占比为 82.33%、91.23% 和 86.05%。主要原因在于：第一客户比亚迪销售占比较高，2017 年度、2018 年度和 2019 年度，公司对比亚迪销售占比分别为 55.46%、62.75% 和 40.62%，这与下游动力锂电池行业集中度较高情况基本吻合，17-19 年比亚迪动力锂电池出货量一直居于行业前两名。

从前十大客户销售占比变化来看，除比亚迪外，2017 年度，前十大客户中，公司对多氟多新能源科技有限公司、安徽益佳通电池有限公司、河南新太行电源股份有限公司、江西安驰新能源科技有限公司等动力锂电老客户销售增长较快，主要是由于这些客户受益于新能源行业快速发展，对锂电池负极材料需求大幅增加；2018 年度，前十大客户中，新增了苏州宇量电池有限公司，同时宁德时代新能源科技股份有限公司、南昌卡耐新能源有限公司、河南锂动电源有限公司、杭州南都动力科技有限公司等老客户人造石墨需求增长较快；2019 年度，前十大客户中，新增了深圳格林德能源集团有限公司、江西格林德能源有限公司、深圳市朗泰洋电子有限公司、东莞市沃泰通新能源有限公司、LG 化学、乐金化学（南京）信息电子材料有限公司和桑顿新能源科技有限公司，多氟多新能源科技有限公司、宁德时代新能源科技股份有限公司、安徽益佳通电池有限公司、河南锂动电源有限公司等老客户的需求超过 2018 年。

同时，为降低单一客户依赖风险，近年来，随着新能源汽车行业快速增长，公司在维护老客户基础上，积极加大力度开发国外内潜力大客户，尽快促成与国际大客户的合作。2017 年 8 月，公司已通过宁德时代产品认证，并小批量供货 130 多吨，2018 年 10 月，供货量出现较快放量。2018 年，公司已通过 LG 化学认证测试，2019 年 11 月公司已成为 LG 化学合格供应商，开始批量供货。2020 年 4 月，公司正式成为三星 SDI 的合格供应商，三星 SDI 从 2020 年 6 月起小规模采购公司产品用于试生产和调试，预计于 2020 年 12 月起批量采购进行正式生产。目前公司正与松下等国际知名电池制造商开展合作协商和相关认证等。

表 1 17-19 年翔丰华主要客户及占比

序号	客户名称	客户类型	销售模式	产品	销量, 吨	金额, 万元	收入占比, %
2017 年	比亚迪	动力	直销	天然	2660.20	20119.1	55.5%
				人造	2630.10		
	多氟多新能源科技	动力	直销	人造	786.2	2641.4	7.3%
	河南捷源盛新材料科技	动力	经销	人造	565.38	1916.1	5.3%
	安徽益佳通电池有限公司	动力	直销	天然	99.33	933.7	2.6%
人造				91.2			
河南新太行电源股份有限公司	动力	直销	人造	215	906.8	2.5%	
2018 年	比亚迪	动力	直销	天然	4018.83	37623.7	62.8%
				人造	4687.75		
	宁德时代新能源科技	动力	直销	人造	1274.00	4154.3	6.9%
	南昌卡耐新能源有限公司	动力	直销	人造	440.75	2599.3	4.3%
	鹏辉能源	动力	直销	人造	708.58	2864.7	4.8%
苏州宇量电池有限公司	动力	直销	人造	262	1829.5	3.1%	
2019 年	比亚迪	动力	直销	天然	1332.65	26221.8	40.6%
				人造	5090.86		
	多氟多新能源科技	动力	直销	人造	1475.89	6220.5	9.6%
	宁德时代新能源科技	动力	直销	人造	1571.95	4355.4	6.8%
	朗泰洋	动力	直销	天然	1.08	3860.1	6.0%
				人造	777.48		
	安徽益佳通电池有限公司	动力	直销	天然	172.55	3602.5	5.6%
	河南锂电电源有限公司	动力	直销	人造	428.62	2834.6	4.4%
	格林德	消费	直销	人造	516.95	2347.9	3.6%
	LG 化学	动力、其他	直销	天然	838.61	2336.2	3.6%
桑顿新能源科技有限公司	动力	直销	人造	384.2	2063.1	3.2%	
中山天贸电池有限公司	消费	直销	天然	581.2	1705.2	2.6%	

资料来源: 招股说明书(注册稿), 海通证券研究所

公司抓住机遇, 积极开拓 LG 化学、三星 SDI 等韩国客户, 2019 年 10 月 29 日, 公司获得了 LG 化学产品验收通过的审批通知, 公司供应的天然石墨产品被 LG 化学应用于特斯拉上海工厂项目, 成为特斯拉上海工厂的间接供应商。2020 年 4 月, 公司通过认证成为三星 SDI 合格供应商, 2020 年 6 月开始小批量供货。目前, 公司正在积极接触松下等其他日韩知名锂电企业, 为进一步打开日韩市场做准备。

1.3 资产负债情况较好

截至 19 年末, 公司总资产 11.65 亿元, 净资产 6.83 亿元, 其中货币资金 0.43 亿元, 固定资产 2.51 亿元, 在建工程 0.93 亿元。公司负债率较低, 有息负债中短期借款为 0.90 亿元, 长期借款为零, 资产负债表较好。

19 年公司经营性现金流有所改善, 17-18 年公司经营活动现金流净额分别为 -1.10 亿元、-0.55 亿元; 19 年为 0.65 亿元, 经营性净现金流由负转正。

1.4 董事长周鹏伟及董事钟英浩为实际控制人

公司的控股股东、实际控制人为周鹏伟、钟英浩。周鹏伟持有翔丰华 15620814 股, 占公司发行后总股本的 15.62%; 钟英浩持有翔丰华 6439669 股, 占公司发行后总股本

的 8.21%，两者合计持有公司 23.83% 的股权。

表 2 公司发行后股权结构图

排名	股东名称	持股数量(股)	占发行后总股本比例(%)	股本性质
1	周鹏伟	15620814	15.6200	个人股
2	北京启迪汇德创业投资有限公司	8207981	8.2100	境内法人股
3	常州武岳峰创业投资合伙企业(有限合伙)	7987392	7.9900	境内法人股
4	钟英浩	6439669	6.4400	个人股
5	深圳市点石创业投资合伙企业(有限合伙)	6418458	6.4200	境内法人股
6	前海股权投资基金(有限合伙)	5000000	5.0000	境内法人股
7	众诚致远(深圳)创业投资合伙企业(有限合伙)	2699913	2.7000	境内法人股
8	雷萍	2564994	2.5600	个人股
9	北京启明智博投资中心(有限合伙)	2500000	2.5000	境内法人股
10	嘉兴浙华武岳峰投资合伙企业(有限合伙)	2399979	2.4000	境内法人股
	合计	59839200	59.8400	

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

公司实际控制人简历如下：

周鹏伟先生，1981 年 4 月出生，中国籍，无境外永久居留权。2005 年 1 月毕业于清华大学材料科学与工程专业，硕士学历。2005 年 2 月至 2010 年 6 月，就职于宇阳（控股）集团有限公司，担任研发中心总经理；2010 年 10 月至 2016 年 6 月，就职于翔丰华有限，历任总经理、董事；2012 年 3 月至 2017 年 3 月，任东莞翔丰华执行董事、经理；2015 年 5 月至今，任福建翔丰华执行董事；2016 年 6 月至 2017 年 3 月，任公司董事长、总经理；2017 年 4 月至今，任公司董事长。

钟英浩女士，1972 年 4 月出生，中国籍，无境外永久居留权。2012 年 6 月毕业于兰州大学工商管理专业，硕士学历。1997 年 5 月至 2005 年 4 月，就职于联合证券有限责任公司，担任人力资源部项目经理；2005 年 5 月至 2010 年 10 月，就职于东港实业发展（深圳）有限公司，担任行政人事部经理；2010 年 10 月至 2016 年 6 月，就职于翔丰华有限，历任执行董事、董事长、董事；2016 年 6 月至今，任翔丰华董事。

公司高级管理人员简历如下：

赵东辉先生，1984 年 10 月出生，中国籍，无境外永久居留权。2009 年 7 月毕业于河南大学材料物理与化学专业，河南大学和中科院上海硅酸盐研究所联合培养学习，硕士学历。2009 年 7 月至 2010 年 10 月，就职于宇阳（控股）集团有限公司，担任项目开发负责人；2010 年 10 月至 2016 年 6 月，就职于翔丰华有限，历任技术部经理、品质部经理；2016 年 6 月至 2017 年 3 月，任公司副总经理；2017 年 3 月至今，任公司总经理。

滕克军先生，1978 年 7 月出生，中国籍，无境外永久居留权。2004 年 7 月毕业于山东科技大学数学与应用数学专业，本科学历。2005 年 6 月至 2011 年 5 月，就职于宇阳（控股）集团有限公司，担任副厂长；2011 年 6 月至 2012 年 1 月，就职于苏州恒泰金属制品有限公司，担任副厂长；2012 年 2 月至 2016 年 6 月，就职于翔丰华有限，任项目经理；2016 年 6 月至 2017 年 5 月，任公司项目经理；2017 年 6 月至今，任公司副总经理、制造总监。

李鹏超先生，1984 年 8 月出生，中国籍，无境外永久居留权。2006 年 7 月毕业于华中科技大学，本科学历。2006 年 8 月至 2008 年 3 月，就职于武汉缘来文化传播有限公司，担任研发工程师；2008 年 4 月至 2010 年 12 月，就职于赛尔网络有限公司，担任销售经理；2011 年 1 月至 2013 年 12 月，就职于北京希尔信息技术有限公司，担任区域销售总监；2014 年 1 月至 2014 年 5 月，就职于北京易普拉格科技股份有限公司，担任销售总监；2014 年 6 月至 2016 年 6 月，就职于翔丰华有限，任销售经理；2016 年 6 月至 2017 年 5 月，任公司销售经理；2017 年 6 月至今，任公司副总经理、销售总监。

宋宏芳先生，男，1988年6月出生，中国籍，无境外永久居留权。2013年7月毕业于重庆大学，硕士学历。2013年7月至2016年6月，就职于翔丰华有限，任技术部经理；2016年6月至2017年5月，任公司技术部经理；2017年6月至今，任公司副总经理、技术总监。

17-19年年末翔丰华员工人数分别为284人、347人、427人，人数逐年增加。截至19年年末，公司管理及行政人员39人，生产人员224人，销售人员10人，技术及研发人员146人，采购人员8人。

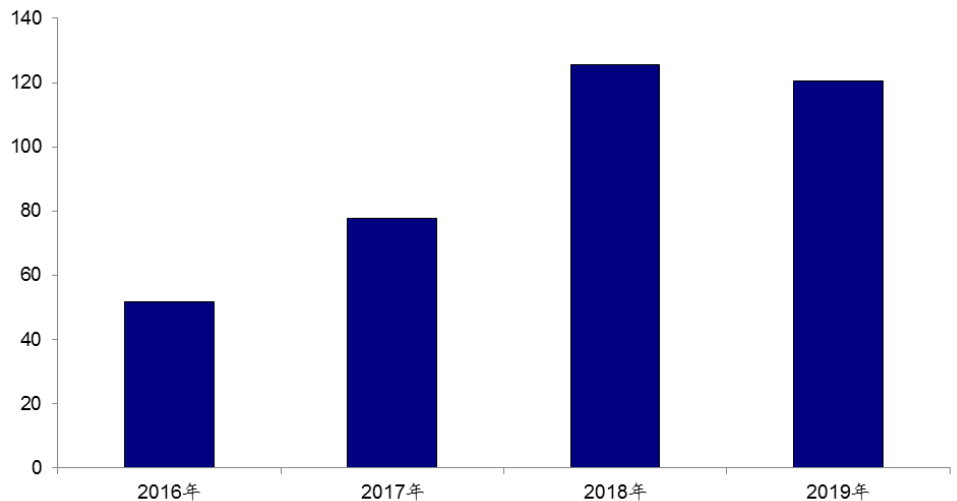
17-19年公司研发投入金额分别为1632万元、2070万元、2693万元，占收入的比例分别为4.50%、3.45%、4.17%；公司研发投入逐年增加。

2. 新能源汽车大发展，负极行业空间较大

2.1 中国新能源汽车大发展，动力电池需求提升

2014年以来，随着免购置税的落实及全国推广实施、多地政府实行限牌限购但对新能源汽车特开“绿色通道”及配套设施的不断增加，新能源汽车在私人领域的推广度及接受程度快速上升，我国新能源汽车产销量突飞猛进。根据中国汽车工业协会统计，2016年、2017年和2018年，我国新能源汽车销量分别为51.7万辆、77.7万辆和125.60万辆，分别较上一期同比增长51.84%、50.29%和61.70%，呈现出高速增长态势。2019年新能源汽车累计实现销量120.60万辆，受补贴退坡的影响同比下降4%。2020年1-5月，受疫情影响新能源汽车累计销量为28.9万辆，同比下降38.7%，降幅比1-4月收窄5.1%；2020年6月，新能源汽车销量为10.4万辆，环比增长26.83%，同比下降31.58%。随着国内疫情防控形势持续好转，新能源汽车销量也将逐步恢复到正常水平。

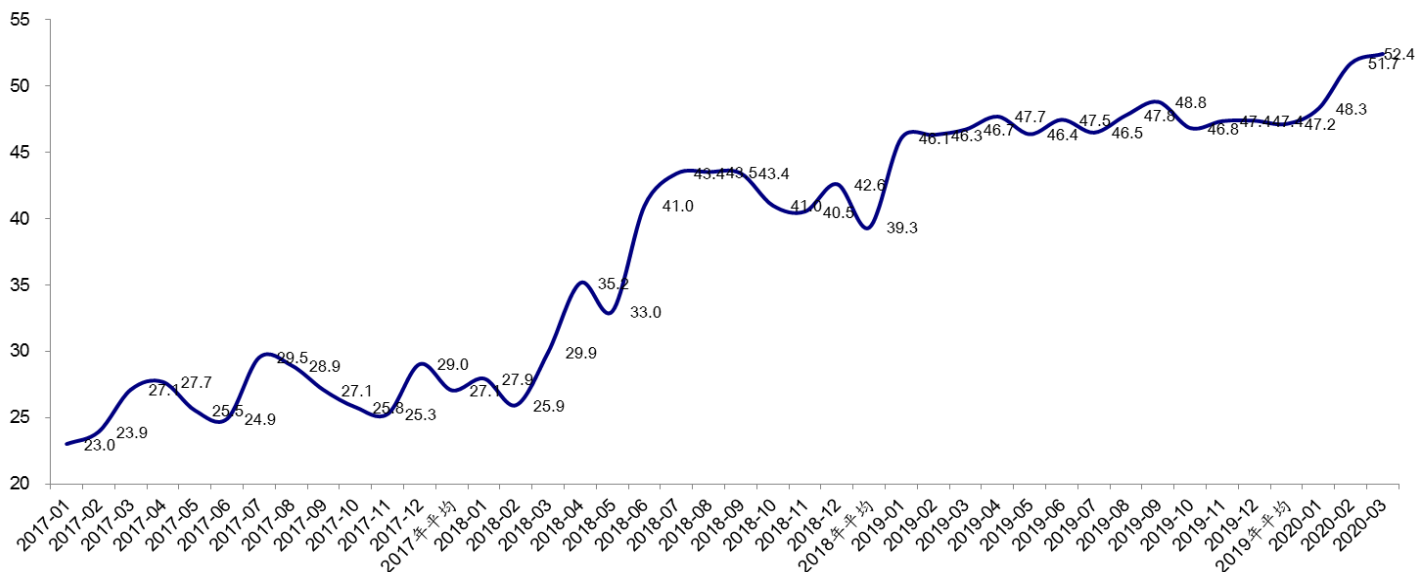
图8 2016-2019年中国新能源汽车销量（万辆）



资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

我们认为，由于新能源乘用车的结构升级以及原级别车型的换代，单车带电量大幅提升。我们根据中汽协所公布的新能源汽车销量数据，根据高工锂电所公布的动力电池装机数据测算得到单车动力电池带电量，如图9所示：2017年纯电动乘用车单车平均带电量27kwh，18年上半年显著提升；18年4、5月份平均单车带电量分别为35.2kwh，33.0kwh，进入下半年过渡期之后单车带电量明显提升至40Kwh以上，18年全年平均在39.3Kwh，19年全球单车带电量均值增至47.15Kwh，2020年继续上升至50kwh以上。

图9 2017-2020年纯电动乘用车测算的单车带电量(kwh/辆)



资料来源: 高工锂电, 中汽协, 海通证券研究所测算

我们认为由于新能源汽车产销量的快速增长以及单车带电量的提升, 使得动力电池销量有所增加, 根据高工锂电数据, 18年国内动力电池装机量57.07Gwh, 同比增长56.67%, 19年动力电池装机62.01Gwh, 同比增长8.65%。

表3 15-19年动力电池装机量及同比增速(Mwh)

月份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
1月	227	554	106	1306	4976
2月	154	345	225	1025	2242
3月	407	983	937	2077	5074
4月	324	1667	933	3760	5406
5月	560	1476	1437	4536	5669
6月	784	1943	2162	2917	6592
7月	897	1288	2601	3338	4696
8月	754	1675	2902	4169	3443
9月	1336	2233	3433	5723	3944
10月	2270	1894	2923	5927	4069
11月	2887	5733	6964	8915	6287
12月	4979	8177	11807	13382	9613
全年, Mwh	15577	27968	36429	57074	62010
同比增速, %		79.54%	30.25%	56.67%	8.65%

资料来源: 高工锂电, 海通证券研究所

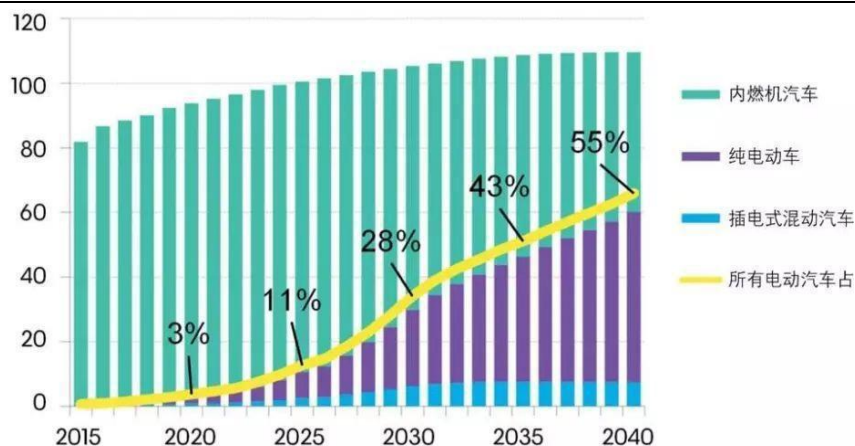
2.2 全球预期新能源汽车高增, 负极空间较大

除中国外, 为推动新能源汽车发展, 其他国家相继出台新能源汽车支持政策, 包括购车补贴、税收优惠、积分政策等, 新能源汽车政策营造了新能源时代下的全球新环境, 新能源汽车全球化的趋势已经来临。一些国家为抢占新一轮产业制高点已经制定了停止生产销售传统能源汽车的时间表。英国和法国宣布将在2040年全面禁售燃油车; 德国将在2030年后禁售传统内燃机汽车; 荷兰和挪威将在2025年禁售燃油车; 印度将在2030年全面禁售燃油车。

根据招股书援引彭博社发布的《2018电动汽车展望》预测, 全球电动汽车的销量将

从2017年的110万辆上升到2025年的1100万辆，并且随后在2030年增至3000万辆，中国将主导这一转变，2025年电动汽车占中国所有乘用车销量的19%，中国电动汽车市场的销售额将占到全球电动汽车市场的近50%；欧洲仅次于中国，占全球电动汽车市场销售额的14%，美国排名第三，占11%。到2040年，全球预计将售出约6000万辆电动车，相当于全球轻型汽车市场的55%；电动汽车保有量达到5.59亿辆，占有所有类型汽车保有量的33%。

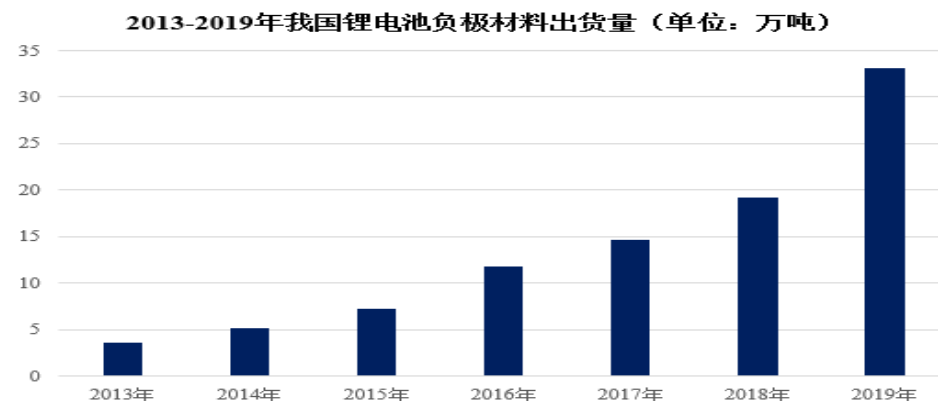
图10 2015年至2040年全球轻型汽车年销量及预测（单位：百万辆）



资料来源：招股说明书（注册稿），彭博社《2018电动汽车展望》，海通证券研究所

我国负极材料产业受益锂电池下游需求增长，近年来产销量逐年提升。根据高工锂电的统计数据，2017年我国负极材料出货量达14.60万吨，同比增长23.42%；其中人造石墨出货量达10.05万吨，同比增长25.16%；天然石墨出货量达3.68万吨，同比增长15.00%；2018年我国负极材料出货量为19.20万吨，同比增长29.70%；其中人造石墨出货量达13.30万吨，同比增长32.74%；天然石墨出货量达4.58万吨，同比增长19.00%。2019年我国国内负极材料出货量为26.5万吨，大幅增长重要原因之一是海外需求量的拉动。根据鑫椏资讯（ICC）统计，2019年松下、三星SDI、LG化学等动力电池企业对中国负极材料采购量达到一个新高点。受新能源汽车财政补贴政策调整影响，近两年来负极材料中人造石墨出货量占比达到七成左右。

图11 2013-2019年我国锂电负极材料出货量（万吨）



资料来源：招股说明书（注册稿），GGII，海通证券研究所

3. 翔丰华或将充分受益锂电行业大发展

3.1 2019年翔丰华国内负极市占率5%

目前，全球锂电池负极材料的行业集中度非常高，主要集中在中国与日韩。2000年之前日本负极供应占全球95%以上，随着中国实现技术突破，并建立成本优势，中国

日本出货占比从 2000 年的 4%/95%，变化为 2018 年的 66%/30%，2019 年中国负极材料全球占比进一步上升至 81%。

从出货量看，根据高工锂电统计数据，2018 年，负极材料三大企业仍占居第一梯队位置，但市场占有率较上年略有下降，合计为 57.3%。2018 年第二梯队企业竞争激烈，凯金能源、翔丰华出货量增长明显，在第二梯队中分别占据行业第四、第五名位置。根据高工锂电统计，2019 年，国内负极材料行业出货量前六名的企业为贝特瑞、杉杉股份、璞泰来、凯金能源、中科电气和翔丰华。

表 4 2019 年中国负极企业前八名及市占率

序号	企业	市占率, %
1	贝特瑞	17%
2	杉杉股份	13%
3	璞泰来	13%
4	凯金能源	12%
5	中科电气	5%
6	翔丰华	5%
7	尚太科技	4%
8	江西正拓	3%

资料来源：招股说明书（注册稿），高工锂电，海通证券研究所

3.2 公司在负极领域客户较为优质，竞争力较强

从收入规模上看，翔丰华营业收入规模市场排名居第 5-6 位。预计未来三年，随着“大客户”战略落实，产能逐步释放和产品结构的优化，翔丰华在锂电池负极材料行业的市场占有率及行业地位将得到进一步提升，具体理由如下：

1) 负极材料行业集中度高，前八大负极材料厂商与下游前十大动力锂电厂商已建立了较为深度的业务合作关系，行业新进入者短期内难以撼动目前的市场竞争格局。目前，贝特瑞主要合作对象为松下、三星等日韩客户，杉杉股份主要合作对象为宁德时代、三星等，璞泰来主要合作对象为 ATL、宁德时代等，凯金能源主要合作对象为宁德时代、孚能科技等，翔丰华主要合作对象为比亚迪、LG 化学、宁德时代等。

2) 从客户结构上看，翔丰华未来增长潜力较大。行业前三大负极材料厂已与下游动力锂电厂商建立较为广泛的业务合作关系，未来销售增量主要来自合作伙伴的新增产能。17-19 年，翔丰华销售增长主要来自比亚迪的产能扩张，未来除满足比亚迪供货外，翔丰华对 LG 化学、宁德时代等供货会放量，客户结构会更优化，销售增长潜力较大。

3) 从产品结构上看，翔丰华同时拥有天然石墨和人造石墨两大品类，产品、产能和技术储备更为均衡，更能适应多变的市场需求。2017 年，因财政补贴政策调整，人造石墨需求旺盛，导致各大负极材料厂商人造石墨产能短缺，供给紧张，以人造石墨为主的杉杉股份、璞泰来和凯金能源增长较快，翔丰华积极调整产品结构也获得较快发展。2019 年，随着补贴退坡加快，市场更加注重动力锂电池的成本、安全，天然石墨低成本优势显现，天然石墨搭配的磷酸铁锂装机量明显回升。因此，2020 年翔丰华天然石墨出货量将会明显回升，除比亚迪外，根据 LG 化学 2020 年的排产计划，预计 2020 年全年天然石墨产品需求量约为 9400 吨。

4) 从产能扩张上看，2019 年底翔丰华产能为 2 万吨左右，2020 年产能预计为 3 万吨左右。未来随着募投项目 3 万吨产能投产，翔丰华将形成 6 万吨以上产销规模，营收规模将在 2020 年基础上再增长一倍。

4. IPO 融资扩建 3 万吨高端石墨负极项目

募投项目。公司本次向社会公开发行人民币普通股 (A 股) 2500 万股, 相当于发行后总股本的 25%。扣除发行费用后的募集资金净额全部用于公司主营业务相关的固定资产投资。

表 5 募投项目明细

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
30000 吨高端石墨负极材料生产基地建设项目	54815.4	50000

资料来源: 招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

5. 盈利预测与估值

翔丰华为国内锂电池负极核心企业, 其产品品质优异, 我们认为公司将受益于新能源汽车行业的快速增长, 负极产品产销显著提升。

我们预计公司 20-22 年全面摊薄 EPS 分别为 0.88 元、1.56 元、2.49 元, 因 20 年疫情对公司影响较大, 我们以 21 年作为业绩对标年份; 参考可比公司估值, 我们给予公司 21 年 45-50 倍 PE, 对应合理价值区间 70.20 元至 78.00 元, 首次覆盖, 给予“优于大市评级”。

我们预计公司 20-22 年全面摊薄每股净资产分别为 11.10 元、12.66 元、15.15 元, 上述合理价值区间对应 21 年 PB 为 5.55 倍-6.16 倍, 低于可比公司 21 年平均 PB 估值水平。

表 6 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2021E
300750.SZ	宁德时代	6206.42	1.96	2.26	3.01	135.93	117.89	88.51	10.58
300750.SZ	亿纬锂能	1184.13	0.83	1.07	1.49	75.53	58.59	42.07	9.68
002594.SZ	比亚迪	904.43	0.97	1.32	1.82	106.29	78.11	56.65	11.94
603659.SH	璞泰来	496.46	1.50	1.81	2.54	76.05	63.02	44.91	9.50
	均值					98.45	79.40	58.04	10.42

注: 收盘价为 2020 年 11 月 6 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们以公司 21 年人造石墨负极材料价格及销量两大维度进行归母净利润的敏感性分析,假设 21 年人造石墨负极销量从 1.5 万吨递增至 2.5 万吨,假设人造石墨负极价格从 3.6 万元/吨到 4.4 万元/吨,对应 21 年公司归母净利润从 0.57 亿元至 2.13 亿元。

表 7 人造石墨负极产品价格及销量对公司 21 年归母净利润的敏感性分析 (百万元)

		21 年负极价格 (万元/吨)								
		3.6	3.7	3.8	3.9	4	4.1	4.2	4.3	4.4
21 年 人造石 墨负极 销量 (吨)	15000	57	69	81	93	105	117	129	141	153
	16000	56	69	82	95	108	120	133	146	159
	17000	56	70	83	97	111	124	138	151	165
	18000	56	70	85	99	113	128	142	157	171
	19000	55	71	86	101	116	131	147	162	177
	20000	55	71	87	103	119	135	151	167	183
	21000	55	71	88	105	122	139	156	172	189
	22000	54	72	89	107	125	142	160	178	195
	23000	54	72	91	109	128	146	164	183	201
	24000	53	73	92	111	130	150	169	188	207
	25000	53	73	93	113	133	153	173	193	213

资料来源:海通证券研究所

我们以公司 21 年天然石墨负极材料价格及销量两大维度进行归母净利润的敏感性分析,假设 21 年天然石墨负极销量从 1.0 万吨递增至 2.0 万吨,假设人造石墨负极价格从 2.3 万元/吨到 3.1 万元/吨,对应 21 年公司归母净利润从 1.13 亿元至 2.55 亿元。

表 8 天然石墨负极产品价格及销量对公司 21 年归母净利润的敏感性分析 (百万元)

		21 年天然负极价格 (万元/吨)								
		2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3	3.1
21 年 天然石 墨负极 销量 (吨)	10000	113	121	129	137	145	153	161	169	177
	11000	114	123	132	141	149	158	167	176	185
	12000	115	125	135	144	154	164	173	183	192
	13000	117	127	138	148	158	169	179	190	200
	14000	118	129	141	152	163	174	186	197	208
	15000	120	132	144	156	168	180	192	204	216
	16000	121	134	147	159	172	185	198	211	223
	17000	122	136	150	163	177	190	204	218	231
	18000	124	138	152	167	181	196	210	225	239
	19000	125	140	155	171	186	201	216	232	247
	20000	126	142	158	174	190	206	223	239	255

资料来源:海通证券研究所

关键假设:

1) 根据公司招股书,19 年底翔丰华产能为 2 万吨左右,20 年产能预计为 3 万吨左右。未来随着募投项目 3 万吨产能投产,翔丰华将形成 6 万吨以上产销规模。

2) 根据公司招股书,LG 化学已接到特斯拉上海工厂的订单,翔丰华为其天然石墨供应商之一,预计 20 年全球 DT-1 产品需求量约 9400 吨;我们假设 20-22 年公司天然石墨负极总销量分别为 0.8 万吨、1.5 万吨、2.5 万吨,价格为 2.60 万元/吨、2.60 万元/吨、2.60 万元/吨。

3) 假设 20-22 年公司人造石墨负极销量分别为 1.5 万吨、2.0 万吨、2.8 万吨,价格分别为 4.23 万元/吨、4.23 万元/吨、4.23 万元/吨。

表 9 翔丰华分业务营收预测

产品	科目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
天然石墨	产能, 吨	3750	3860	3780	8000	15000	25000
	销量, 吨	2888	4234	2926	8000	15000	25000
	单价, 万元/吨	2.59	2.42	2.60	2.60	2.60	2.60
	毛利率, %	30.5%	14.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
	单吨毛利, 万元/吨	0.79	0.36	0.66	0.66	0.66	0.66
	合计成本, 万元/吨	1.8	2.06	1.94	1.94	1.94	1.94
	收入, 百万元	74.82	102.52	76.12	208.00	390.00	650.00
	成本, 百万元	51.93	87.07	56.83	155.20	291.00	485.00
	毛利, 百万元	22.89	15.46	19.29	52.80	99.00	165.00
人造石墨	产能, 吨	6220	9011	15350	15350	20000	30000
	销量, 吨	6737	9529	13313	15350	20000	28000
	单价, 万元/吨	4.27	5.15	4.23	4.23	4.23	4.23
	毛利率, %	30.2%	23.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
	单吨毛利, 万元/吨	1.29	1.21	0.91	0.91	0.91	0.91
	合计成本, 万元/吨	2.98	3.94	3.32	3.32	3.32	3.32
	收入, 百万元	287.96	491.03	563.24	649.31	846.00	1184.40
	成本, 百万元	200.55	375.29	442.03	509.62	664.00	929.60
	毛利, 百万元	87.41	115.74	121.21	139.69	182.00	254.80
	其他业务收入, 百万元		5.99	6.17	6.17	6.17	6.17
	其他业务毛利润, 百万元		1.48	1.55	1.55	1.55	1.55
	合计收入, 百万元	362.78	599.54	645.53	863.48	1242.17	1840.57
	合计毛利润, 百万元	110.30	132.68	142.05	194.04	282.55	421.35

资料来源: 招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

6. 风险提示

募集项目实施不及预期; 公司产品价格及销量不及预期。

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
每股指标 (元)					营业收入	646	863	1242	1841
每股收益	0.62	0.88	1.56	2.49	营业成本	503	669	960	1419
每股净资产	6.55	11.10	12.66	15.15	毛利率%	22.0%	22.5%	22.7%	22.9%
每股经营现金流	0.65	0.99	0.17	1.08	营业税金及附加	3	3	5	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	11	14	19	24
P/E	108.11	75.86	42.86	26.75	营业费用率%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%
P/B	10.19	6.01	5.27	4.40	管理费用	20	26	31	37
P/S	7.75	7.72	5.37	3.62	管理费用率%	3.1%	3.0%	2.5%	2.0%
EV/EBITDA	0.05	43.44	30.88	20.18	EBIT	81	116	184	298
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	5	5	7	10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利率	22.0%	22.5%	22.7%	22.9%	资产减值损失	0	12	1	5
净利润率	9.6%	10.2%	12.5%	13.5%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	9.4%	7.9%	12.3%	16.5%	营业利润	69	100	177	283
资产回报率	5.3%	5.0%	7.2%	9.1%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	11.2%	12.0%	12.0%	16.9%	利润总额	68	100	177	283
盈利增长 (%)					EBITDA	100	148	219	332
营业收入增长率	7.7%	33.8%	43.9%	48.2%	所得税	6	12	21	34
EBIT 增长率	-1.1%	43.4%	58.5%	61.6%	有效所得税率%	9.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	0.2%	42.5%	77.0%	60.2%	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	62	88	156	249
资产负债率	44.1%	37.3%	41.4%	44.7%					
流动比率	1.7	2.0	1.5	1.6	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.3	1.6	1.1	1.2	货币资金	75	386	95	192
现金比率	0.2	0.6	0.1	0.2	应收账款及应收票据	545	591	851	1160
经营效率指标					存货	150	222	323	475
应收帐款周转天数	314.8	250.0	250.0	230.0	其它流动资产	8	7	12	17
存货周转天数	125.9	121.1	122.7	122.2	流动资产合计	778	1207	1280	1843
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.8	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.1	2.5	2.2	2.7	固定资产	254	423	689	655
					在建工程	40	40	90	140
					无形资产	60	60	60	60
					非流动资产合计	393	562	878	894
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	1171	1769	2158	2737
净利润	62	88	156	249	短期借款	80	130	180	230
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	375	459	631	894
非现金支出	40	43	35	39	预收账款	0	4	6	9
非经营收益	-1	6	8	11	其它流动负债	15	20	29	42
营运资金变动	-35	-37	-182	-191	流动负债合计	470	613	846	1176
经营活动现金流	65	99	17	108	长期借款	0	0	0	0
资产	-1	-200	-350	-50	其它长期负债	46	46	46	46
投资	-50	0	0	0	非流动负债合计	46	46	46	46
其他	0	0	0	0	负债总计	517	659	892	1222
投资活动现金流	-51	-200	-350	-50	实收资本	75	100	100	100
债权募资	19	50	50	50	归属于母公司所有者权益	655	1110	1266	1515
股权募资	0	368	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-44	-7	-8	-11	负债和所有者权益合计	1171	1769	2158	2737
融资活动现金流	-25	412	42	39					
现金净流量	-11	311	-291	97					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 09 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

张一弛 电力设备及新能源行业
曾彪 电力设备及新能源行业
徐柏乔 电力设备及新能源行业

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： 良信股份,许继电气,卧龙电驱,上海电气,公牛集团,宁德时代,信捷电气,恩捷股份,当升科技,南都电源,阳光电源,正泰电器,炬华科技,亿纬锂能,中科电气,汇川技术,雷赛智能,东方电气,璞泰来,嘉元科技,科士达,容百科技,欣旺达,川能动力,明阳智能,孚能科技,天奈科技,国电南瑞,麦格米特,宏发股份

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;	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
	行业投资评级	中性
	行业投资评级	弱于大市

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
联系人
应稼珊(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

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
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
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
姜珊珊(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
周旭辉 zxx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勤(021)23219733 zpx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@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 yniu@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
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 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@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
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

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

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 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
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(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	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@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(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 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	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 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	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒恒 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 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	社会服务行业 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
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 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 李婕 lj12330@htsec.com 郭金焱(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