

**买入 首次**
**丽鹏股份 (002374)**

2015 年 01 月 14 日

**股票价格**

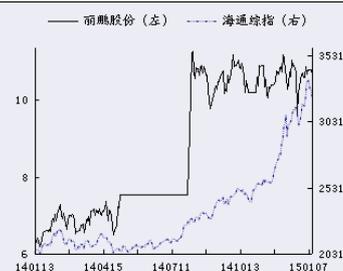
1 月 13 日收盘价	11.38 元
6 个月目标价	14.50 元
52 周内股价波动	6.64-11.70 元

**主要估值指标**

	2013	2014E	2015E
市盈率	98.36	121.54	19.62
市净率	4.60	2.05	1.99
PEG	-4.30	-6.55	0.04
EV/EBITDA	36.35	32.63	12.35

**股本结构**

总股本 (万股)	32965.00
流通 A 股 (万股)	15039.00
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

**市场表现**


资料来源: 海通证券研究所

**相关研究**

食品饮料行业高级分析师: 马浩博  
SAC 执业证书编号:  
S0850513090003  
mhb6614@htsec.com  
021-23219822

食品饮料行业核心分析师: 闻宏伟  
SAC 执业证书编号:  
S0850514030001  
whw9587@htsec.com  
010-58067941

## 37 亿市值瓶盖龙头+大数据营销+园林环保

增发后公司市值仅为 37 亿, 15 年中性预测 PE 仅为 20x, 20 多亿只瓶盖未来将通过并购拓展到更多以作为最佳的二维码大数据入口。华宇园林业绩对赌有保障, 环境修复+土壤修复提升估值。

**主要财务数据及预测**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润增长率 (%)	208.95	-8.11	-18.42	519.41	24.43
主营业务利润率 (%)	7.08	6.79	5.88	14.92	14.60
净资产收益率 (%)	5.13	4.86	1.68	10.12	12.13
每股经营性现金流 (元)	0.45	0.24	0.38	-0.28	0.61
每股收益 (元)	0.46	0.11	0.09	0.58	0.72

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- 公司是防伪瓶盖行业的绝对龙头, 目前有瓶盖年产量超过 20 亿只, 是第二名的 4 倍, 市占率超过 10%, 具有客户质量、产能、资金和技术多重壁垒, 未来将通过同行业并购以及下游客户拓展增加瓶盖的销售量, 提升自身市占率至 30%, 预计 5 年后潜在市场规模可以做到 200 亿只。我们假想: 每个瓶盖相当于一个数据入口, 可以设置二维码, 基于如此庞大的客户, 公司可以通过手机 APP 等客户端, 实现物联网跟踪模式。消费者扫码不仅可以查询真伪, 还可以累计会员积分, 实现移动支付、物流跟踪等功能。同时公司根据酒水、饮料等产品消费数据分析消费者行为, 提高消费者粘性, 真正嫁接互联网, 有效提升制造业的估值水平。
- 公司以“定增+现金”收购华宇园林, 转变为先进生产制造与园林+环境修复产业并行的双主业公司。华宇园林 100% 股权交易对价为 10 亿元, 华宇园林承诺并以现金对赌 14-17 年扣非归母净利润分别不低于 1.05、1.30、1.69 和 1.98 亿元。如果承诺期华宇园林实际实现的扣非后净利润总和超出承诺期承诺扣非后净利润, 将提成超额利润部分给华宇园林的经营管理团队。
- 公司具有并购和资本运作基因, 增发后仅 37 亿市值带来想象空间。2010 年上市以来, 已增发 1 次, 收购 2 次。董事长孙鲲鹏仅为 38 岁, 正值企业家当打之年, 且高管团队都有持股, 激励到位。收购华宇增发后的市值仅为 37 亿, 15 年依据中性盈利预测动态 PE 仅为 20x, 未来想象空间较大。
- **盈利预测与投资建议。**考虑 2015 年园林业务并表, 我们预计 2014-2016 年的公司收入增速分别为 1.6%、153.91% 和 25.89%, 综合毛利率分别为 22.59%, 26.81%, 29.79%。考虑 2014 年增发摊薄, 我们预测 2014-2016 年 EPS 分别为 0.09、0.58 和 0.72 元, 给予瓶盖业务 25X 估值, 对应市值 12.8 亿元, 环境修复业务 25X 估值, 对应市值 35 亿, 市值合计 47.8 亿元, 增发后总计 3.3 亿股, 对应目标价 14.50 元, 首次给予“买入”评级。
- **主要不确定因素。**二三线白酒消费继续下滑; 下游饮料、医疗等客户开发进度不达预期。

## 目录

1. 瓶盖业务通过横向并购和下游拓展持续提升市占率，庞大客户信息可作为互联网大数据入口端.....	4
1.1 白酒行业瓶盖龙头，三线白酒销量仍有大幅提升空间.....	4
1.2 装备先进，未来拓展医药、调味品、饮料等下游客户.....	6
1.3 瓶盖行业面临整合，公司拥有资金、技术和产能多项壁垒.....	7
1.4 20 多亿只瓶盖是大数据最好的入口，通过互联网思维建立消费行为分析数据库.....	7
2. 园林业务对赌有保障，环保业务实现均衡发展.....	8
2.1 收购华宇园林，快速提升公司业绩.....	8
2.2 生态修复业务与市政园林业务均衡发展.....	9
2.3 激励+对赌双重保障，有效提升管理层的主观能动性.....	10
2.4 公司具有并购和资本运作基因，37 亿市值带来想象空间.....	11
3. 盈利预测与投资建议.....	11
3.1 盈利预测.....	11
3.2 分业务估值比较.....	13
4. 不确定因素.....	14
财务报表分析和预测.....	15

---

## 图目录

---

图 1 2003-2014.1-9 白酒行业收入、利润总额及同比 .....	4
图 2 2006 以来公司收入、净利润及其增速 .....	5
图 3 铝防伪瓶盖的毛利率明显高于组合式防伪瓶盖 .....	5
图 4 公司出口收入占比不断提升，有效抵御白酒消费下滑 .....	5
图 5 2013 年公司收入构成，组合式防伪瓶盖占 62% .....	5
图 6 2013 年公司毛利构成，组合占 61%，铝防伪瓶盖占 33% .....	5
图 7 华宇园林未来业绩承诺有保障，将给公司带来持续的快速的业绩增长（万元） .....	9
图 8 2013 年园林工程施工收入占公司总收入的 96% .....	10
图 9 2013 年园林工程施工收入中生态修复收入占 35% .....	10

---

## 表目录

---

表 1 公司积极拓展非白酒客户，已取到一定成效.....	6
表 2 我国酒类、饮料、医药等领域包装用瓶盖的主要类型和特点 .....	7
表 3 预计 3-5 年铝制瓶盖整体市场容量可达 650 亿只 .....	7
表 4 瓶盖行业重点生产企业 .....	7
表 5 可口可乐瓶盖营销案例 .....	8
表 6 华宇园林原控股股东所获股份及锁定期.....	10
表 7 丽鹏股份主营业务盈利预测假设.....	13
表 8 可比公司估值表.....	14
表 9 2015 年公司业务分拆估值.....	14

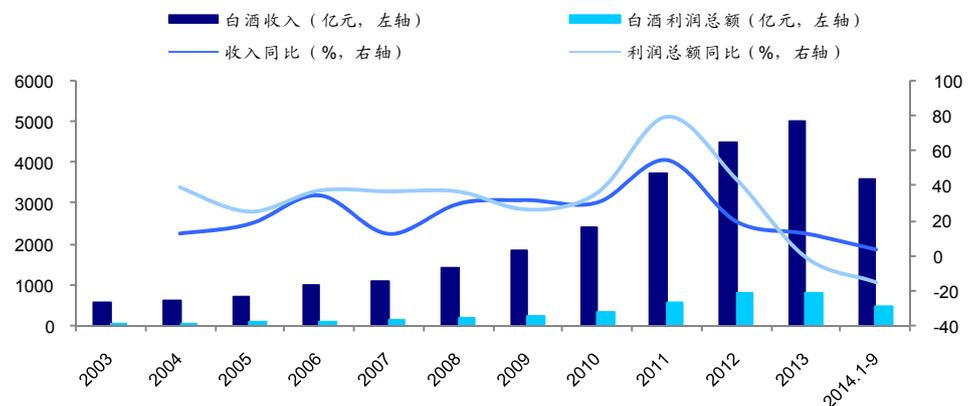
# 1. 瓶盖业务通过横向并购和下游拓展继续提升市占率，庞大客户信息可作为互联网大数据入口端

## 1.1 白酒行业瓶盖龙头，三线白酒销量仍有大幅提升空间

白酒行业瓶盖龙头，瓶盖市场占有率超 10%，铝板市场占有率约 30%。公司是最大的铝板复合型防伪印刷和防伪瓶盖生产企业，自设立以来产销规模已连续十年占据同行第一的位置。公司的主要产品有复合型防伪印刷铝板、铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖，其中公司铝板作为生产瓶盖的中间产品，销售对象是同行业制盖企业，市场占有率为 30%。公司瓶盖产品的下游酿酒行业客户达 700 余家，销往全国 28 个省区，并远销俄罗斯、菲律宾、泰国等海外市场，**2013 年生产超过 20 亿只，是行业第二名企业 5 亿只的 4 倍多，市场占有率约 10%，是绝对的行业龙头。**

白酒行业深度调整，三线白酒销量仍有大幅提升空间。公司的客户主要为白酒企业，重组前主营业务单一，与白酒行业的发展息息相关。受限制三公消费的影响，我国白酒行业自 2012 年底开始经历深度调整期，高端消费严重萎缩，但白酒产量仍维持低速增长，主要是因为 300 元以上的中高端酒只占白酒总产量的 5%。高档白酒行业已经不可避免的进入下行通道，高端白酒价格下延、低端白酒消费升级，大众酒将越来越符合主流的消费趋势。中产阶级是大众白酒的主要消费人群，一旦形成，消费将相当稳定。研究显示，2010 年中国中产阶级家庭所占的比例仅为 24%，欧睿咨询的研究显示，到 2020 年，中国的中产阶层将达到 7 亿人，将占总人口的 48% 以上。随着消费升级、新型城镇化和中产阶级占比提升，大众白酒消费仍会进一步崛起，三线白酒销量仍有大幅提升空间。

图 1 2003-2014.1-9 白酒行业收入、利润总额及同比



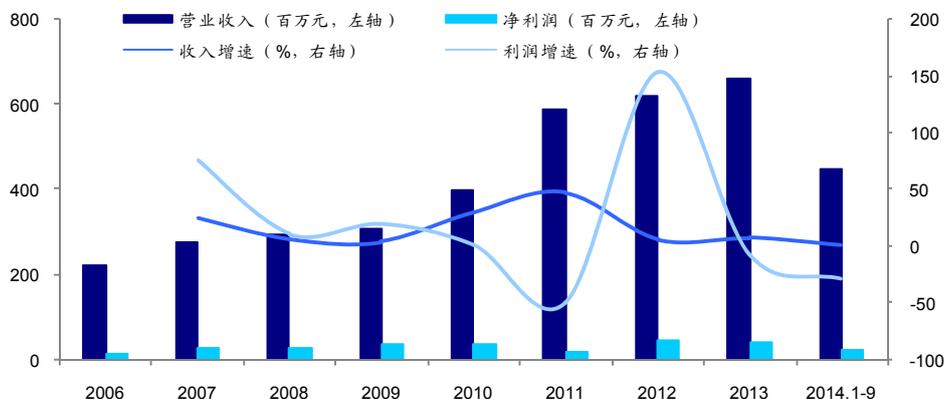
资料来源：wind，海通证券研究所

公司的客户主要为二三线白酒企业，受到的冲击相对可控。公司客户包括“四川剑南春”、“北京红星”、“北京牛栏山”、“新疆伊力特”、“湖北劲酒”等二三线白酒企业，不包括茅台、五粮液等高端白酒，所以受到的冲击相对可控。2014 年 1-9 月公司实现收入 4.5 亿元，同比下降 0.1%；实现归母净利润 1828 万元，同比下降 29%，综合毛利率 20.5%。2013 年组合式防伪瓶盖产品收入占公司总收入的 62%，占毛利的 61%；铝防伪瓶盖占收入的 22%，占毛利的 33%。

铝防伪瓶盖是未来发展主流，毛利率高发展空间大。我国酿酒行业包装用防伪瓶盖主要为铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖，其中约 50% 的酒瓶使用铝防伪瓶盖，目前市场需求 200 亿只左右。铝防伪瓶盖具有加工自动化程度高、成本低、防伪功能强、易回收等优点，从未来的发展趋势看，铝防伪瓶盖的应用将是主流。目前已广泛应用于白酒、

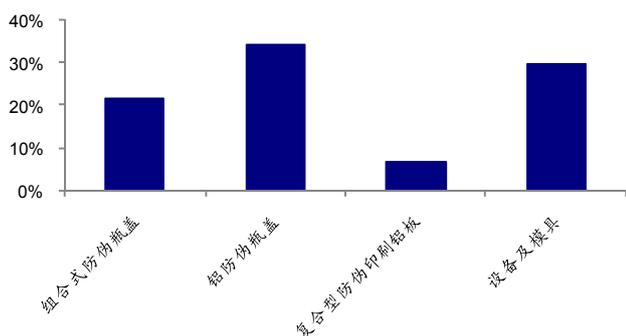
保健酒等产品的封装。从毛利率来看，铝防伪瓶盖的毛利率为 34%，明显高于组合式防伪瓶盖 21%的毛利率，将是公司未来发展的重点方向。

图 2 2006 以来公司收入、净利润及其增速



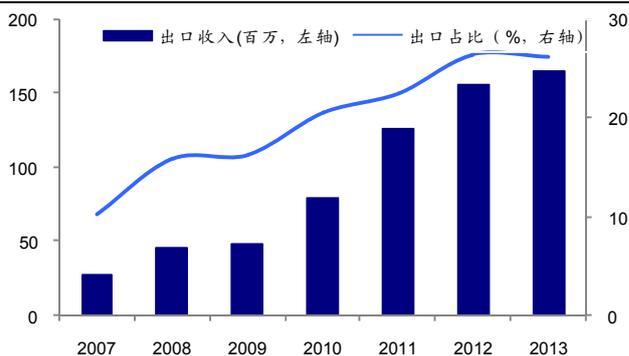
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 3 铝防伪瓶盖的毛利率明显高于组合式防伪瓶盖



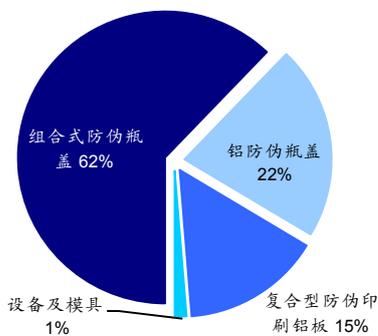
资料来源：2013 年年报，海通证券研究所

图 4 公司出口收入占比不断提升，有效抵御白酒消费下滑



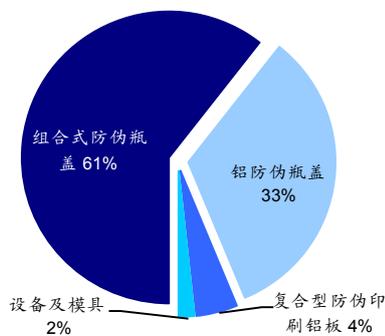
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 5 2013 年公司收入构成，组合式防伪瓶盖占 62%



资料来源：2013 年年报，海通证券研究所

图 6 2013 年公司毛利构成，组合占 61%，铝防伪瓶盖占 33%



资料来源：2013 年年报，海通证券研究所

## 1.2 装备先进，未来拓展医药、调味品、饮料等下游客户

**装备先进，拥有一体化服务优势，具备下游拓展基础。**公司拥有国际、国内同行业最先进的生产设备，先后从国外引进 10 条铝板先进生产线，与国外制盖同行实力相当，并拥有具有自主知识产权的全自动高速瓶盖生产线，涵盖了防伪瓶盖制造领域的各个业务环节，包括铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造、产品技术研发和售后技术服务，形成了制盖行业中完整的业务体系，可以为下游企业提供优质、快速的一体化服务。

**铝防伪瓶盖应用广泛，替代啤酒和葡萄酒的传统瓶盖。**从国内的情况看，白酒采用的瓶盖几乎全部为组合式防伪瓶盖和铝防伪瓶盖，啤酒主要采用皇冠盖，而葡萄酒则多使用软木塞。但从国外的发展情况看，由于铝防伪瓶盖具有加工自动化程度高、成本低、防伪功能强、易回收等优点，近年来大量铝防伪瓶盖已经应用于啤酒、葡萄酒等领域。据相关资料统计，美国约有 25% 的葡萄酒采用铝防伪瓶盖，采用铝防伪瓶盖封装的白葡萄酒销量超过红葡萄酒的 2 倍。

在我国，铝防伪瓶盖在啤酒、葡萄酒等领域的应用尚处于起步阶段。按照我国现有的啤酒产销规模，每年需求的封装瓶盖数量约为 500 亿只左右，随着在啤酒行业的逐步应用，铝防伪瓶盖将面临着更为巨大的市场空间。近年来，我国铝防伪瓶盖的使用量每年均以超过 10% 的速度增长，随着在饮料、医药、化妆品等领域的逐步应用，铝防伪瓶盖在我国有着十分广阔的市场需求空间和良好的市场前景。国内葡萄酒名牌之一的“烟台张裕”已开始试用铝防伪瓶盖包装。

**非白酒客户亟待挖掘，未来拓展医药、调味品、饮料等下游客户。**公司密切关注铝防伪瓶盖在国外发达国家啤酒、葡萄酒等传统包装领域的应用与发展，积极开拓铝防伪瓶盖在我国相关领域的市场开拓。2007 年公司即建成了国内唯一一家 30 万级净化标准的铝防伪瓶盖加工车间，达到医药包装的标准，我们预测，在白酒行业低迷的大背景下，公司依托规模、技术和行业地位，未来会积极拓展下游客户，向医药、调味品、饮料等下游客户延伸，具有很大的市场前景。

**预计 5 年后公司瓶盖规模可以做到 200 亿只。**目前铝制瓶盖主要应用于酿酒行业，市场规模 200 亿只左右，每年均以超过 10% 的速度增长，未来 5 年现有市场将自然增长至 320 亿只。在市场拓展方面，由于铝防伪瓶盖安全密封、成本低、可收回等优点，将在啤酒、葡萄酒、医药、饮料、调味品等方面得到广泛应用，预计整体市场容量将达到 650 亿只。目前丽鹏的市占率为 10%，未来将通过同行业并购以及下游客户拓展增加瓶盖的销售量，提升自身市占率至 30%，预计 5 年后潜在市场规模可以做到 200 亿只。

表 1 公司积极拓展非白酒客户，已取得一定成效

领域	成效
啤酒	成功为蓝带啤酒配套了铝防伪瓶盖包装，还新增了北京天利竞达国际酒业有限公司（经销铝盖包装青岛啤酒）、浙江汾湖啤酒厂熊猫啤酒和浙江纯鲜啤酒等客户
葡萄酒	先后为临沂市东方庄园酒业有限公司、邦瑞澳尼斯酒业有限公司、云南茅粮酒精集团有限公司、烟台中粮海岸葡萄酒有限公司提供样品，并与新西兰 SILNA、南非 RR CORK、澳大利亚 INNOVATRA、西班牙 TORRIS 等大量客户形成了初步的合作意向
矿泉水与饮料	已为海南椰风、黑龙江五大莲池、吉林泉阳泉等批量生产
食用油	先后为山东鲁花、上海佳阁等提供批量生产

资料来源：招股书，海通证券研究所

**表 2 我国酒类、饮料、医药等领域包装用瓶盖的主要类型和特点**

	铝防伪瓶盖	组合式防伪瓶盖	皇冠盖	单体塑料盖	软木塞
技术特点	品种多、技术要求高	品种多、技术要求高	技术成熟	技术成熟	技术成熟
自动化程度	生产自动化程度高	人工组装为主，效率低	生产自动化程度高	自动化程度高	
成本	成本低	成本高	成本最低	成本低	
适用性	适用于自动化灌装流水线	不适用于自动化灌装流水线	适用于自动化灌装流水线	适用于高速灌装线	不适用于自动化灌装流水线
密封性	良好	易渗漏			渗透性强
食品卫生		可靠性低，低分子物易析出			有异味
美观性	印刷精美	印刷精美	印刷一般	无需印刷精美	
开启性	易于开启	易于开启	需专门开启工具	易于开启	难开启
环保型	易回收	可回收性差，不易降解	回收性一般	可回收性差	资源有限

资料来源：招股书，海通证券研究所

**表 3 预计 5 年后铝制瓶盖整体市场容量可达 650 亿只**

	产量	瓶盖需求(亿只)	铝盖占比(%)	铝盖需求(亿只)
白酒				320
啤酒	5062 万千升	500	20%	100
葡萄酒	118 万千升	10	25%	2.5
饮料	1717.79 万吨	10000	1%	100
医药				100
调味品				30
合计				652.5

资料来源：招股书，海通证券研究所

### 1.3 瓶盖行业面临整合，公司拥有资金、技术和产能多项壁垒

业内企业资质参差不齐，行业面临整合。**2013 年公司生产 20 多亿只瓶盖，是行业第二名企业 5 亿只的 4 倍多，市场占有率超 10%，是绝对的行业龙头。**我国从事铝防伪瓶盖的生产企业 200 多家左右，山东烟台是我国最大的防伪瓶盖的加工和集散地，集中了 80% 的产能。经过多年的发展，铝防伪瓶盖市场的供需格局已从初期的供不应求转为基本平衡，特别是 2012 年白酒行业深度调整以来，瓶盖行业更是面临巨大挑战。生产企业中，拥有铝板防伪印刷装备、掌握防伪关键技术的仅为少数企业，大多数中小企业则外购涂印铝板从事冲压成型的低端业务，受劳动力生产成本上升、白酒行业需求萎缩等因素影响，众多中小企业经营压力加大，发展后劲明显不足。公司作为行业龙头，截至 2014 年 9 月拥有货币资金 1.05 亿，将在行业整合中将进一步发挥规模优势、技术优势，提升公司竞争力。

**表 4 瓶盖行业重点生产企业**

序号	公司	主要业务	产量(亿只)
1	山东丽鹏	涂料印刷、机械模具、铝防伪瓶盖、组合式防伪瓶盖	23
2	烟台海普	涂料印刷、铝盖、塑料盖	5
3	烟台信达	涂料印刷、铝盖	4
4	山西亚华	涂料印刷、铝盖、塑料盖	4
5	江苏意达	铝盖、塑料盖	3

资料来源：招股书，海通证券研究所

### 1.4 20 多亿只瓶盖是大数据最好的入口，通过互联网思维建立消费行为分析数据库

**对标可口可乐，做瓶盖上的舞者。**小瓶盖大创意，可口可乐频频在瓶盖上做文章，并且屡试不爽，成功吸引了大批消费者，从而实现了营销最大的目标——利润的增长。“一人绝对打不开的瓶盖”，“瓶盖里的微信营销密码”，“瓶盖别丢，可打电话”，“会唱歌的音乐瓶盖”等创意十足的瓶盖营销案例，不仅提升了产品销量，树立起品牌形象，更是提高消费者粘性。瓶盖虽小，但能量很大，通过微信扫码加会员的方式，聚集大量粉丝，获得消费大数据。互联网现已渗透到生活的每个角落，极大地改变了快消品的选购、支付、物流等方式，利用小小的瓶盖，公司也能翩翩起舞。

表 5 可口可乐瓶盖营销案例

案例	活动内容
一人绝对打不开的瓶盖	为了让新生们迅速变得熟悉起来，可口可乐推出了一种奇妙的新瓶子，只有找到另外一个拿着相同瓶子的人，将瓶盖顶部对准，然后朝着互相相反的方向旋转，可乐瓶方能打开。
瓶盖里的微信营销密码	消费者扫描瓶身上的二维码关注可口可乐官方微信，点击“3点秒杀”按钮，输入瓶盖内的 13 位数字编码 pincode，即可参与秒杀活动。9.9 亿瓶产品，在卖货赚钱的同时，更赢得了亿万粉丝，建立了消费者数据库。
瓶盖别丢，可打电话	迪拜可口可乐联合扬罗必凯广告公司开发了一款可以用可乐瓶盖当通话费的电话亭装置，每一个可口可乐瓶盖都可以免费使用三分钟的国际通话费。
会唱歌的音乐瓶盖	收集瓶盖，进入活动网站，利用摄像头识别技术，每个瓶盖代表一曲简短的歌曲，用户可以组合出来 N 多种不同风格的音乐。

资料来源：中国经营网《营销案例：可口可乐 瓶盖上的舞者》，海通证券研究所

**小瓶盖也有大能量，互联网思维下的瓶盖大数据营销不是梦。**从最初的“再来一瓶”的简单粗暴一次性营销，到未来的搜集客户数据实现精准定位的大数据营销，瓶盖在产品营销领域有着不俗的表现。公司目前有 20 多亿只瓶盖产能，未来通过横向并购、下游渠道拓展，预计可以做到 200 亿个以上的瓶盖。**我们假想：每个瓶盖相当于一个数据入口，可以设置二维码，基于如此庞大的客户，公司可以通过手机 APP 等客户端，实现物联网跟踪模式。消费者扫码不仅可以查询真伪，也可以累计会员积分，实现移动支付、物流跟踪等功能。同时公司根据酒水、饮料等产品消费数据分析消费者行为，建立消费者行为分析数据库，提高消费者粘性，真正嫁接互联网，有效提升制造业的估值水平。**

## 2. 园林业务对赌有保障，环保业务实现均衡发展

### 2.1 收购华宇园林，快速提升公司业绩

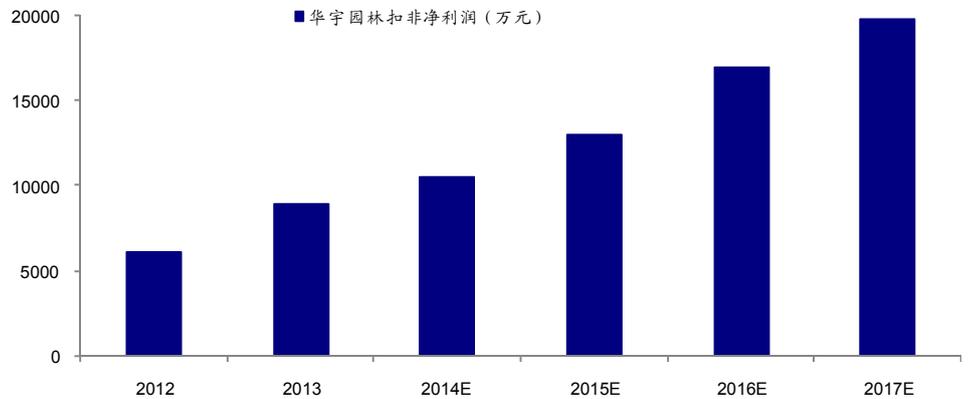
**“定增+现金”收购华宇园林，转变为先进生产制造与环境修复产业并行的双主业公司。**公司以“定增+现金”收购华宇园林 100%的股权，同时进行配套融资，目前已完成增发收购。通过此次重组，公司将实现多元化发展战略，降低宏观经济和白酒行业波动对公司业绩的影响程度，提升抗风险能力。

**华宇园林 100%股权交易对价为 10 亿元，其中将以现金方式支付交易对价的 23%，共计 2.3 亿；以发行股份方式支付对价的 77%，发行价格为 7.57 元，共计 1 亿股。**同时，向控股股东等 9 名特定投资者发行股份不超过 3669 万股，募集资金不超过 2.8 万元，用于收购华宇园林 23%的股权，剩余部分将用于补充华宇园林营运资金。

**进军园林业务，公司业绩将实现大幅提升。**华宇园林主营为园林工程施工、园林景观规划设计、园林养护和苗木种植销售等业务。2013 年市政园林绿化和生态修复业务收入占同期营业收入的比例达 90%以上，为公司的主要收入来源。近三年，该公司业务总收入保持 30%左右的持续增长。截至 2014 年 4 月末，华宇园林总资产为 8.6 亿元，净资产为 6.1 亿元。2014 年 1-4 月、2013 年度和 2012 年度，其营业收入分别为 1.2

亿元、5.6 亿元和 4.4 亿元，实现净利分别为 1647 万元、8927 万元和 6059 万元。**华宇园林承诺 2014 年至 2017 年扣非归母净利润分别不低于 1.05 亿元、1.3 亿元、1.69 亿元和 1.98 亿元。**

图 7 华宇园林未来业绩承诺有保障，将给公司带来持续的快速的业绩增长（万元）



资料来源：收购公告，海通证券研究所

## 2.2 生态修复业务与市政园林业务均衡发展

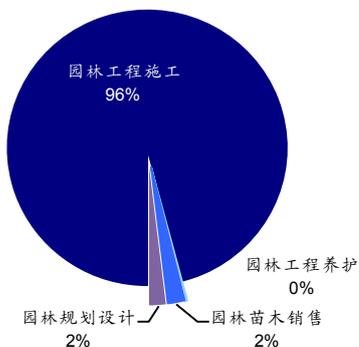
**市政园林绿化市场规模上千亿，土壤修复等环保领域未来拓展空间大。**新型城镇化建设将带来巨大的园林绿化市场。从新增市场看，“十二五”期间预计年均新增城市化率 1%，按照全国人口 13.5 亿计算，每年新增城镇人口 1350 万人；以每平方米市政园林绿化投资约 300 元，目前人均绿地面积 35.52 平方米计算，每年新增城市化带来园林市场约 1438 亿元。从存量市场看，园林绿化标准的不断提高带来存量市场的扩大化。2012 年我国建成区绿化率为 39.2%，而《城市园林绿化评价标准》I 级评价中城市建成区绿化率指标为  $\geq 40\%$ ，国家生态城市标准要求城市建成区绿化覆盖率 45% 以上。综合城镇化新增园林市场及现有城镇化水平园林市场扩大化，未来几年内，仅考虑政府主导的市政园林绿化投资，平均每年的市政园林绿化市场规模都上千亿元。

土壤修复等环保领域作为园林绿化的配套补充，未来有很好的发展前景。环保部 3 月集中发布五项涉及土壤修复行业的污染场地环保标准，据环保部相关人士称，预计土壤环保行动计划催生的治理投资需求将达 10 万亿元（资料来源：中国证券网 [http://news.cnstock.com/industry/sid\\_zxk/201403/2954107.htm](http://news.cnstock.com/industry/sid_zxk/201403/2954107.htm)）。

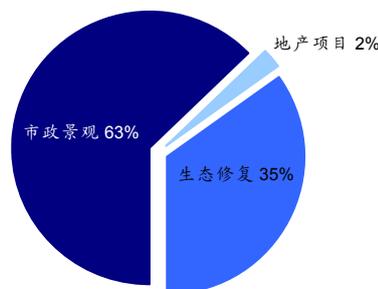
**华宇园林拥有生态修复甲级资质和核心技术。**华宇园林作为高新技术企业，还拥有环境污染治理（生态修复类别）甲级资质，是国内为数不多的同时拥有园林施工、规划设计、环境污染治理（生态修复类别）、园林绿化管护业务资质的园林景观企业。除了大力发展市政园林业务之外，华宇园林在生态修复方面也拥有自己的核心技术和成功项目经验，并与西南大学园艺园林学院合作成立了研发中心，与国内多所高校、园林科研单位开展技术合作，拥有多项科技成果和专利。

**生态修复领域成功项目经验，保障公司未来快速发展。**生态修复工程主要涉及国家级风景区的建设、主要河流的治理及沿岸湿地公园的建设以及矿山植被的复绿等。近年来施工的大中型生态修复项目有：山东省莱芜市雪野湖旅游区环湖公园（湿地生态修复）工程、山东肥城市龙山河带状公园生态修复及景观改造工程、秀山边城景区洪安河生态修复工程等，2013 年生态修复工程收入占到园林工程施工收入的 35%，占公司总收入的 33%。

华宇园林积极顺应园林绿化生态化发展的趋势，在生态修复及园林绿化两个领域都可以施工，市政园林业务与生态修复业务的均衡发展，为公司长远发展和降低经营风险奠定了良好的基础。公司在生态修复领域的综合优势为公司未来快速发展提供了可靠保障。

**图 8 2013 年园林工程施工收入占公司总收入的 96%**


资料来源：收购公告，海通证券研究所

**图 9 2013 年园林工程施工收入中生态修复收入占 35%**


资料来源：收购公告，海通证券研究所

### 2.3 激励+对赌双重保障，有效提升管理层的主观能动性

**原控股股东 36 个月锁定期，董事高管 12 个月锁定期。**公司与华宇园林 58 名全体股东签订《资产购买协议》，向汤于、汤洪波、赖力、丁小玲、成都富恩德支付对价合计 6.2 亿元，收购其持有华宇园林合计 58.17% 的股份；向其他股东支付对价合计 3.8 亿元，收购其持有华宇园林 41.83% 的股份。交易对方中原华宇园林控股股东和实际控制人汤于承诺自本次股份发行结束之日起 36 个月内不进行转让；原华宇园林董事、高级管理人员汤洪波、赖力、丁小玲及成都富恩德承诺自本次股份发行结束之日起 12 个月内不进行转让，满 12 个月后，按照当年业绩承诺占三年业绩承诺总和的比例分三次进行解禁；其他股东自本次股份发行结束之日起 12 个月内不得转让。

**表 6 华宇园林原控股股东所获股份及锁定期**

原控股股东	任职或身份	原控股比例	现金支付比例	股权支付比例	所获股份（万股）	锁定期
汤于	董事长	46.89%	26%	74%	5041	36 个月
汤洪波	副总经理、董秘	5.99%	20%	80%	644	12 个月，分三次解禁
赖力	总经理	1.57%	20%	80%	169	
丁晓玲	副总经理	0.93%	20%	80%	100	
成都富恩德	股权投资基金	2.79%	20%	80%	300	
上海金融发展投资基金	股权投资基金	16.70%	20%	80%	1586	12 个月
上海复兴创泓	股权投资基金	4.00%	20%	80%	380	
刘钊	自然人	3.25%	20%	80%	309	
黄玲珍	自然人	3.07%	20%	80%	292	
杭州金灿金道	股权投资基金	2.37%	20%	80%	225	
黄涛	自然人	2.23%	20%	80%	212	
其他	自然人	11.14%	20%	80%	1058	

资料来源：收购公告，海通证券研究所

公司具有较好的激励措施，有效提升管理层的主观能动性。如果承诺期华宇园林实际实现的扣非后净利润总和超出承诺期承诺扣非后净利润，但超出幅度不到 30%，则将超出部分净利润的 30% 奖励给华宇园林的经营管理团队；如超出幅度超过 30%，则采取阶梯式分段累计奖励方式：将超出幅度 30% 以内净利润的 30% 奖励给华宇园林的经营管理团队，超出幅度 30% 以上净利润的 50% 奖励给华宇园林的经营管理团队。奖励金额累计不超过 1 亿元人民币。

对赌要求与激励措施形成互补，保证盈利空间，如果华宇园林无法完成承诺业绩，将按照《盈利预测补偿协议》对上市公司进行补偿。各补偿人按照其在华宇园林的持股数量按比例进行补偿，具体补偿原则为补偿义务人将按照现金与股份 26%: 74% 的比例履行业绩补偿承诺，仍有不足的，不足部分以现金补偿。

## 2.4 公司具有并购和资本运作基因，37 亿市值带来想象空间

公司是具有并购和资本运作基因，2010 年上市以来，已增发 1 次，收购 2 次。2010 年 2 月首次公开发行 1350 万股并上市，募集资金 3 亿元，其中 1.18 亿投资于铝板复合型防伪印刷及制盖生产线项目，4000 万投资于年产 3 亿只高档铝防伪瓶盖生产线技术改造项目，剩余部分补充流动资金。

2012 年 10 月非公开发行 2074 万股，发行价 13 元/股，募集资金总额 2.7 亿，发行对象为南京瑞森投资、新疆中乾景隆中和股权投资、浙商证券、上海证大投资、宿迁华基丰润投资、国泰君安资管和亳州市古井玻璃制品 7 家公司。募集资金主要用于亳州丽鹏制盖有限公司高档组合式防伪瓶盖技术改造项目（12000 万元）、瓶盖厂新增年产 2 亿只组合式防伪瓶盖生产线建设项目（7280 万元）和模具制造生产线扩建项目（6000 万元）。

2010 年 8 月出资 923 万购买控股子公司和俊制盖的资产，以整合铝板复合型防伪印刷及其深加工产品铝防伪瓶盖业务。2011 年 8 月出资 756 万收购亳州鑫鹏制盖 40% 的股权，变更为公司全资子公司。

华宇增发后的市值仅为 37 亿，未来想象空间较大。公司的实际控制人为孙世尧家族，成员包括孙世尧、于志芬、孙鲲鹏、孙红丽和霍文菊，是典型的家族式民营企业，董事长孙鲲鹏仅为 38 岁，正值企业家当打之年，且高管团队都有持股，激励到位。华宇增发后的市值仅为 37 亿，未来想象空间较大。

## 3. 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

（1）公司瓶盖业务受到白酒行业深度调整的影响，预计未来会通过横向并购和下游拓展提升销量；华宇园林承诺 2014 年至 2017 年扣非归母净利润分别不低于 1.05 亿元、1.3 亿元、1.69 亿元和 1.98 亿元，并签订对赌协议，有效保证盈利空间。考虑 2015 年园林业务并表，我们预计 2014-2016 年的公司收入增速分别为 1.6%、153.91% 和 25.89%。

（2）随着铝防伪瓶盖销量占比的逐步提升，以及园林业务 2015 年并表，我们预计在未来三年内，公司在瓶盖业务不断拓展，园林业务稳步提升的情况下，公司盈利能力将会有所提升，公司 2014-2016 年综合毛利率将分别为 22.59%、26.81%、29.79%。

（3）公司刚刚收购华宇园林，在公司整合等方面需要投入较多的管理费用和销售费用；而增发有效解决园林公司现金不足的问题，财务费用会有所降低。我们预计未来三年公司的销售费用率和管理费用率将保持稳定。

（4）公司是白酒瓶盖行业的绝对龙头，拥有资金、产能、技术等壁垒，未来可通过横向并购和下游拓展继续提升市占率，庞大客户信息可作为互联网大数据入口端；而收购华宇园林后公司转型成为双主业公司，对赌协议保证盈利空间，市政园林与生态修复将实现均衡发展。我们看好公司收购转型所带来的收入快速增长，以及 37 亿市值带来的较大想象空间。考虑 14 年增发摊薄后，我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.09、0.58 和 0.72 元。

表 7 丽鹏股份主营业务盈利预测假设

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>组合式防伪瓶盖</b>							
收入(百万元)	140.34	248.35	305.74	391.23	379.50	452.25	578.00
yoy	35.99%	76.96%	23.11%	27.96%	-3.00%	19.17%	32.72%
成本(百万元)	114.23	208.77	243.99	307.15	299.81	357.28	456.62
毛利(百万元)	26.11	39.58	61.75	84.08	79.70	94.97	121.38
毛利率	18.60%	15.94%	20.20%	21.49%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>铝防伪瓶盖</b>							
收入(百万元)	118.28	144.27	170.17	135.01	154.00	188.50	224.75
yoy	24.53%	21.97%	17.95%	-20.66%	14.07%	22.40%	19.23%
成本(百万元)	76.46	92.86	116.50	88.94	100.10	120.64	143.84
毛利(百万元)	41.82	51.41	53.67	46.07	53.90	67.86	80.91
毛利率	35.36%	35.63%	31.54%	34.12%	36.00%	36.00%	36.00%
<b>复合型防伪印刷铝板</b>							
收入(百万元)	84.39	140.90	96.74	95.09	96.00	96.00	96.00
yoy	16.45%	66.96%	-31.34%	-1.71%	0.96%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	73.99	126.19	89.81	88.79	89.66	89.66	89.66
毛利(百万元)	10.40	14.71	6.94	6.30	6.34	6.34	6.34
毛利率	12.33%	10.44%	7.17%	6.62%	6.60%	6.60%	6.60%
<b>设备及模具</b>							
收入(百万元)	24.83	20.59	16.50	8.08	10.00	12.00	12.00
yoy	55.19%	-17.08%	-19.86%	-51.03%	23.76%	20.00%	0.00%
成本(百万元)	19.16	15.73	11.77	5.70	7.00	8.40	8.40
毛利(百万元)	5.67	4.86	4.73	2.38	3.00	3.60	3.60
毛利率	22.84%	23.60%	28.67%	29.46%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>铝带</b>							
收入(百万元)	18.47	3.89	0.26				
yoy	50.28%	-78.94%	-93.32%				
成本(百万元)	17.53	3.66	0.25				
毛利(百万元)	0.94	0.23	0.01				
毛利率	5.09%	5.91%	3.85%				
<b>瓶盖业务合计</b>							
收入(百万元)	386.31	558.00	589.41	629.41	639.50	748.75	910.75
yoy	29.23%	44.44%	5.63%	6.79%	1.60%	17.08%	21.64%
成本(百万元)	301.37	447.21	462.32	490.58	496.57	575.98	698.52
毛利(百万元)	84.94	110.79	127.09	138.83	142.93	172.77	212.23
毛利率	21.99%	19.85%	21.56%	22.06%	22.35%	23.07%	23.30%
净利率	8.74%	2.95%	7.08%	6.09%	4.64%	5.96%	6.21%
净利润(百万元)	34.81	17.30	43.73	40.24	29.69	42.64	56.00
<b>园林业务</b>							
净利润(百万元)					105.00	140.00	170.00
净利率					16%	16%	15%
收入(百万元)						875.00	1133.33
yoy						33.33%	29.52%
成本(百万元)						612.50	736.67
毛利(百万元)						262.50	396.67
毛利率						30.00%	35.00%
<b>合计</b>							
收入(百万元)	386.31	558.00	589.41	629.41	639.50	1623.75	2044.08
yoy	29.23%	44.44%	5.63%	6.79%	1.60%	153.91%	25.89%
成本(百万元)	301.37	447.21	462.32	490.58	496.57	1188.48	1435.19
毛利(百万元)	84.94	110.79	127.09	138.83	142.93	435.27	608.89
毛利率	21.99%	19.85%	21.56%	22.06%	22.35%	26.81%	29.79%

资料来源：公司 2010-2013 年报，海通证券研究所

### 3.2 分业务估值比较

公司目前已经转型成为先进生产制造与园林绿化产业并行的双主业公司，由于传统的瓶盖业务和新进入的园林业务在经营模式、收款方式、市场前景等方面均存在较大差

异，因此我们将两块业务分开估值。

瓶盖业务方面，根据万得一致预测，奥瑞金、美盈森等包装行业公司 2015 年平均 PE 水平为 21X，考虑到公司存在大数据营销概念而获得估值溢价，有效提升制造业的估值水平，因此给予瓶盖业务 2015 年 25XPE。我们预测瓶盖业务 2015 年可实现净利润 0.51 亿元，对应市值 12.8 亿元。

园林和环保业务方面，根据万得一致预测，东方园林、普昂园林等园林公司 2015 年的平均 PE 估值水平为 19X，首创股份、瀚蓝环境等环保公司 2015 年的平均 PE 估值水平为 37X。华宇园林具备生态修复的资质和核心技术，我们预测华宇 2014 生态修复收入约占 40%，利润约占 50%，有做土地修复项目经验，土壤修复正在拓展。预计 2015 年生态修复占比 60%，土壤修复业务占比 10%，园林业务占比 30%，合理提升估值，给予 2015 年园林和环保业务 25XPE。我们预测 2015 年园林+环境修复+土壤修复修复业务可实现净利润 1.4 亿元，对应市值 35 亿元。

综合两项业务，测算 2015 年公司合理市值达 47.8 亿元，考虑 14 年增发收购华宇园林后股数达到 3.3 亿股，对应股价 14.50 元，目前有 27% 的上涨空间，首次给予“买入”评级。

表 8 可比公司估值表

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			2014E 收入 (亿元)	市值 (亿元)	市销率 2014E
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E			
002701.SZ	奥瑞金	23.63	2.00	1.34	1.71	10.63	15.88	12.44	56.08	137.20	2.45
600210.SH	紫江企业	4.84	0.16	0.16	0.24	32.41	31.48	21.66	91.27	74.42	0.82
002303.SZ	美盈森	14.25	0.49	0.38	0.56	26.83	34.57	23.43	17.64	99.77	5.66
002228.SZ	合兴包装	12.52	0.27	0.38	0.5	48.72	35.15	26.71	28.44	45.25	1.59
包装行业公司平均						29.65	29.27	21.06			2.63
002717.SZ	岭南园林	25.4	0.32	0.46	0.67	49.39	34.80	23.77	47.66	41.50	0.87
002663.SZ	普邦园林	14.40	0.55	0.63	0.84	26.4	22.88	17.15	32.1	92.69	2.89
002431.SZ	棕榈园林	20.97	0.87	1.12	1.5	24.83	19.21	14.34	56.2	101.61	1.81
300197.SZ	铁汉生态	15.32	0.75	0.6	0.8	20.21	24.99	18.83	20.63	78.88	3.82
园林行业公司平均						30.21	25.47	18.52			2.95
600008.SH	首创股份	11.65	0.27	0.27	0.33	44.24	44.66	36.86	47.74	292.6	6.13
600323.SH	瀚蓝环境	13.95	0.4	0.45	0.59	35.54	31.7	24.36	18.48	85.21	4.61
002672.SZ	东江环保	36.33	0.92	0.76	1.18	39.58	48.23	30.92	19.6	131.15	6.69
002663.SZ	永清环保	14.40	0.27	0.35	0.53	117.17	86.42	56.22	9.24	62.37	6.75
环保行业公司平均						59.13	52.75	37.09			6.05

资料来源：wind，海通证券研究所（根据 2015.01.13 收盘价计算）

表 9 2015 年公司业务分拆估值

	净利润 (百万元)	PE	对应市值 (百万元)
瓶盖业务	51.19	25	1279.75
园林和环保业务	140.00	25	3500.00
合计	191.19		4779.75
股本 (百万股)			329.65
目标价格 (元)			14.50

资料来源：wind，海通证券研究所

## 4. 不确定因素

(1) 二三线白酒消费继续下滑。(2) 下游饮料、医疗等客户开发进度不达预期。

## 财务报表分析和预测

价值评估(倍)	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	98.36	121.54	19.62	15.77
P/B	4.60	2.05	1.99	1.91
P/S	5.63	5.59	2.20	1.75
EV/EBITDA	36.35	32.63	12.35	10.37

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
负债权益比率	0.54	0.24	0.46	0.53
借款/股东权益	0.38	0.16	0.29	0.33
已获利息倍数	3.79	12.41	75.39	27.25
流动比率	1.31	3.65	2.35	2.21
速动比率	0.86	3.19	1.76	1.60
现金比率	0.46	2.76	1.23	1.04

盈利能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	21.51	22.59	26.81	29.79
息税摊销折旧利润率	16.68	18.25	20.37	19.72
净利润率	5.73	4.60	11.22	11.09
净资产收益率	4.68	1.68	10.12	12.13
资产回报率	2.98	1.35	6.85	7.84
投资回报率	4.76	2.42	9.25	10.41

经营效率指标(次)	2013	2014E	2015E	2016E
应收帐款周转率	5.06	5.21	5.21	5.21
存货周转率	2.79	2.81	2.59	2.57
总资产周转率	0.52	0.29	0.61	0.71
固定资产周转率	0.98	0.85	2.04	2.47

盈利增长(%)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	7.00	1.60	153.91	25.89
营业利润增长率	-11.85	-14.31	544.60	23.17
EBIT增长率	-5.33	-27.05	429.29	25.58
EBITDA增长率	2.48	11.94	180.90	21.76
净利润增长率	-8.11	-18.42	519.41	24.43

利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	660.60	671.19	1704.22	2145.38
营业成本	518.51	519.56	1247.38	1506.31
营业利润	46.03	39.44	254.25	313.16
营业费用	24.20	33.56	68.17	85.82
管理费用	47.18	67.12	119.30	214.54
利润总额	52.09	42.64	257.45	316.36
EBIT	67.72	48.27	262.56	330.13
折旧摊销	42.48	74.23	84.53	92.85
EBITDA	110.21	122.50	347.09	422.99
投资收益	0.18	0.20	0.20	0.20
营业外收支净额	6.06	3.20	3.20	3.20
所得税	11.84	9.81	54.07	63.27
少数股东损益	2.41	1.97	12.20	15.19
归母公司的净利润	37.84	30.87	191.19	237.90
基本每股收益(元)	0.11	0.09	0.58	0.72

资产负债表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	192.17	1101.38	1000.00	1000.00
应收款项	130.48	128.72	326.84	411.44
存货	185.84	184.79	481.36	585.08
流动资产	545.43	1455.17	1910.45	2125.25
固定资产	674.11	792.63	834.41	867.89
总资产	1267.56	2294.17	2789.58	3036.20
应付帐款	118.04	98.56	256.73	312.04
流动负债	416.05	398.56	812.95	963.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期负债	17.33	37.33	57.33	77.33
总负债	433.38	435.89	870.28	1040.98
少数股东权益	25.47	26.06	29.72	34.27
股东权益	808.72	1832.23	1889.58	1960.95
付息负债	310.00	300.00	556.22	651.60
每股净资产(元)	2.45	5.56	5.73	5.95

现金流量表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	37.84	30.87	191.19	237.90
折旧摊销	42.48	74.23	84.53	92.85
营运资金变动	-3.33	15.88	-378.16	-139.16
经营活动现金流	87.67	126.57	-93.78	201.15
固定资产投资	234.21	200.00	130.00	130.00
无形资产投资	0.47	-1.65	-1.65	-1.65
投资活动现金流	-211.97	-200.00	-130.00	-130.00
公司自由现金流	-142.73	-72.73	-216.20	87.80
股权自由现金流	-46.18	-85.82	37.25	173.44
债务变化	35.00	-10.00	256.22	95.38
股票发行	0.00	1014.25	0.00	0.00
融资活动现金流	-15.47	982.64	122.39	-71.15
现金净流量	-142.45	909.21	-101.38	0.00
每股经营现金流(元)	0.24	0.38	-0.28	0.61

资料来源: Wind, 海通证券研究所(按照2015.01.13收盘价计算估值)

## 信息披露

### 分析师声明

马浩博、闻宏伟：食品饮料行业

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：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 姜超(021)23212042 顾潇啸(021)23219394 联系人 王丹(021) 23219885 于博(021) 23219820 固定收益研究团队 姜超(021)23212042 李宇(021)23219431 周霞(021)23219807 联系人 张卿云(021)23219445 朱征星(021)23219981	jc9001@htsec.com gxx8737@htsec.com wd9624@htsec.com yb9744@htsec.com jc9001@htsec.com lin@htsec.com zx6701@htsec.com zqy9731@htsec.com zzx9770@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 郑雅斌(021)23219395 冯佳睿(021)23219732 朱剑涛(021)23219745 张欣慰(021)23219370 曾逸名(021)23219773 纪锡靓(021)23219948 联系人 杜灵(021)23219760 余浩淼(021) 23219883 沈泽承(021) 23212067 袁林青(021)23212230	wuxx@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com zxw6607@htsec.com zym6586@htsec.com jxj8404@htsec.com dg9378@htsec.com yhm9591@htsec.com szc9633@htsec.com ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 倪韵婷(021)23219419 罗震(021)23219326 唐洋运(021)23219004 孙志远(021)23219443 陈亮(021)23219914 陈瑶(021)23219645 伍彦妮(021)23219774 桑柳玉(021)23219686 陈韵骋(021)23219444 田本俊(021)23212001 联系人 冯力(021)23219819 宋家骥(021)23212231	shankj@htsec.com niyt@htsec.com luozh@htsec.com tangyy@htsec.com szy7856@htsec.com cl7884@htsec.com chenyaoyao@htsec.com wyn6254@htsec.com sly6635@htsec.com cyc6613@htsec.com tbj8936@htsec.com fl9584@htsec.com sjj9710@htsec.com
策略研究团队 荀玉根(021)23219658 汤慧(021)23219733 王旭(021)23219396 刘瑞(021)23219635 李珂(021)23219821 张华恩(021)23212212	xyg6052@htsec.com tangh@htsec.com wx5937@htsec.com lr6185@htsec.com lk6604@htsec.com zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 何继红(021)23219674 孔维娜(021)23219223	ymniu@htsec.com hejh@htsec.com kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 陈久红(021)23219393 吴一萍(021)23219387 朱蕾(021)23219946 周洪荣(021)23219953	lml@htsec.com chenjiuhong@htsec.com wuyiping@htsec.com zl8316@htsec.com zhr8381@htsec.com
批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 李宏科(021)23219671 路颖(021)23219403 潘鹤(021)23219423	wanglt@htsec.com lkh6064@htsec.com luying@htsec.com panh@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 王晓林(021)23219812	dengyong@htsec.com wxl6666@htsec.com	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 吴绪越(021)23219947 王维逸(021)23212209	dwt8223@htsec.com wxy8318@htsec.com wwy9630@htsec.com
电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 牛品(021)23219390 房青(021)23219692 徐柏乔(021)23219171	zxh9573@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com x bq6583@htsec.com	有色金属行业 钟奇(021)23219962 施毅(021)23219480 刘博(021)23219401	zq8487@htsec.com sy8486@htsec.com liub5226@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
机械行业 龙华(021)23219411 徐志国(010)58067934 熊哲颖(021)23219407 联系人 韩鹏程(021)23219963 赵晨(010)58067988	longh@htsec.com xzg9608@htsec.com xzy5559@htsec.com hpc9804@htsec.com zc9848@htsec.com	医药行业 周锐(0755)82780398 余文心(0755)82780398 刘宇(021)23219608 王威(0755)82780398 郑琴(021)23219808	zr9459@htsec.com ywx9460@htsec.com liuy4986@htsec.com ww9461@htsec.com zq6670@htsec.com	建筑工程行业 赵健(021)23219472 张显宁(021)23219813 联系人 金川(021)23219957	zhaoj@htsec.com zxn6700@htsec.com jc9771@htsec.com
计算机行业 陈美凤(021)23219409 蒋科(021)23219474 王秀钢(010)58067934	chenmf@htsec.com jiangk@htsec.com wxg8866@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 谢盐(021)23219436 贾亚童(021)23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiyat@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 马浩博(021)23219822 联系人 戚珊(021)23212207	whw9587@htsec.com mh6614@htsec.com cs9703@htsec.com
汽车行业 邓学(0755)23963569 廖瀚博(0755)82900477	dx9618@htsec.com lhb9781@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 夏木(021)23219748 联系人 陈雪丽(021)23219164	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com cxl9730@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com

<b>银行业</b> 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383	lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	<b>基础化工行业</b> 曹小飞(021)23219267 张 瑞(021)23219634	caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 周 煜(021)23219972	qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 姜 明(021)23212111	yun@htsec.com jm9176@htsec.com	<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 宋 伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	<b>通信行业</b> 徐 力(010)58067940	xl9312@htsec.com
<b>纺织服装行业</b> 焦 娟(021)23219356 唐 苓(021)23212208	jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	<b>电子行业</b> 董瑞斌(021)23219816 陈 平(021)23219646	drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾 知(021)23219473	zz9612@htsec.com
<b>互联网及传媒行业</b> 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210	zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 朱洪波(021)23219438	zhb6065@htsec.com	<b>公用事业</b> 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259	zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理  
 (021)63609993  
 chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理  
 (021)23219381  
 hzh@htsec.com

### 深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com  
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com  
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 邓 欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

### 上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com  
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com  
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com  
 黄 毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com  
 朱 健 (021)23219592 zhuj@htsec.com  
 黄 慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com  
 孙 明 (021)23219990 sm8476@htsec.com  
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com  
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com  
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 杨 洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

### 北京地区销售团队

赵 春 (010)58067977 zhc@htsec.com  
 隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com  
 江 虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com  
 杨 帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com  
 张 楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com  
 许 诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com  
 杨 博 (010)58067996 yb9906@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 13 楼  
 电话：(021)23219000  
 传真：(021)23219392  
 网址：www.htsec.com