

买入 维持
明泰铝业 (601677)
2015 年 1 月 27 日
股票价格

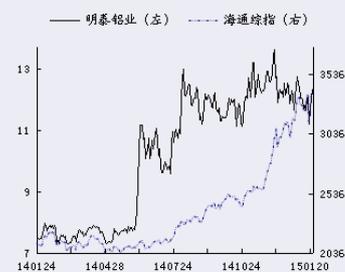
20150127 收盘价	12.69 元
6 个月内目标价	16.63 元

主要估值指标

	2013	2014E	2015E
市盈率	89.20	33.58	22.89
市净率	2.01	1.93	1.83
市销率	0.90	0.78	0.62
EV/EBITDA	58.15	29.46	21.34

股本结构

总股本 (万股)	41775.60
流通 A 股 (万股)	40100.00

市场表现


资料来源: 海通证券研究所

海通证券研究所

有色金属行业高级分析师

刘博

SAC 执业证书编号:

S0850512080001

电话: 021-23219401

Email: liub5226@htsec.com

有色金属行业首席分析师

钟奇

SAC 执业证书编号:

S0850513110001

电话: 021-23219962

Email: zq8487@htsec.com

有色金属行业高级分析师

施毅

SAC 执业证书编号:

S0850512070008

电话: 021-23219480

Email: sy8486@htsec.com

多元化大型铝加工企业

公司是国内最大的铝板带箔民营企业, 位居行业前 3 强, 不断加大力度拓展铝加工在交通运输领域的应用: 一方面升级原有产品, 建设高精度交通用铝板带; 另一方面开拓交通用铝型材, 实现多元化布局。

主要财务数据及预测

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率 (%)	7.66	19.89	24.89	32.70
归母净利润增长率 (%)	-6.16	165.67	46.70	38.92
综合毛利率 (%)	5.08	6.68	7.46	7.90
每股收益 (元, 摊薄)	0.14	0.38	0.55	0.78

资料来源: 2013 年年报, 海通证券研究所

- 铝板带箔实力领先。**公司作为最大的民营铝板带箔企业, 加工产能 40 万吨, 产品以印刷铝板基、复合铝板带箔等为主。近年来公司加快车用高性能铝合金产品的开发应用, 其“高精度交通用铝板带项目”产能 20 万吨, 主导产品为高精度交通用铝合金板带材, 是原有产能的升级, 也是未来主要利润增长点。
- 增发进军铝型材市场。**本次非公开增发预案发行股票不超过 6500 万股, 发行价格不低于 11.20 元/股, 拟募集资金总额不超过 7.5 亿元, 投向为“年产 2 万吨交通用铝型材项目”, 建设期 2 年。本次募投项目拟进口高端生产设备, 形成国际领先的轨道车体深加工能力, 同时公司与南车四方建立了战略合作关系, 南车四方将为公司提供技术支持合作, 进一步保证本项目的顺利实施。
- 轨道交通市场潜力巨大。**我国轨交进入高速增长期, 每年保持 20-30% 的增速。根据《中长期铁路规划》测算, 至 2020 年之前, 动车组与地铁将合计产生近 8 万吨/年的铝型材需求。此外, 随着“高铁外交”与“一带一路”逐步落实, 轨道车辆领域尤其是高铁应用广泛的铝合金车体迎来新契机, 成为国内铝型材消费的快速增长点。
- 高端铝压延产品仍然短缺。**通过近几年的发展, 我国的部分生产设备已经可以代表当今世界铝板带箔加工领域最高水平, 生产也从比较低端的印刷版基逐步向铝罐料、航空板, 到高精尖的车身板转变, 有望逐步改变高端压延产品依赖进口的局面。
- 股权激励稳定核心团队。**公司拟向激励对象授予股票总计 1675.6 万股, 限制性股票的授予价格为每股 6 元。股权激励的实施有利于公司吸引和留住优秀人才, 调动员工积极性, 促进公司长期健康发展。
- 维持“买入”的投资评级。**我们根据公司产能投建速度, 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.78 元, 对应 2015 年 1 月 27 日收盘价的动态 PE 分别为 33.58 倍、22.89 倍和 16.37 倍, 维持公司“买入”的投资评级。考虑到公司未来业绩的高弹性, 以及行业平均估值水平, 给予目标价 16.63 元, 对应 2015 年 30 倍 PE。
- 风险提示。**铝锭价格波动风险; 项目达产风险; 汇率波动风险; 业务整合风险。

目 录

投资逻辑	4
1. 明泰铝业：多元化大型铝加工企业	5
2. 铝加工材需求高速增长	6
2.1 铝加工大国正向强国迈进	6
2.2 铝型材：轨道交通市场巨大	7
2.3 铝压延：高端供应短缺	10
3. 产能分布及财务分析	15
3.1 近年产能快速增长	15
3.2 财务分析	16
3.3 股权激励稳定核心团队	17
4. 盈利预测及估值：目标价 16.63 元，买入	17
5. 主要不确定因素	18

图目录

图 1 公司走势强于大盘, 强于行业 (%)	4
图 2 公司主要产品应用	5
图 3 公司股权结构及主要控股子公司	6
图 4 铝加工产业链及产品应用领域	7
图 5 2013 年全球铝材产量 5200 万吨	7
图 6 2013 年全球铝材出口 1519 万吨	7
图 7 近年中国铝型材消费结构	8
图 8 近年北美铝型材消费结构	8
图 9 世界各国高速铁路规划图 (2013 年)	10
图 10 铝板带箔生产工艺	11
图 11 铝板带箔产品低端到高端排序	12
图 12 世界主要国家人均铝板带材消费水平	13
图 13 近年我国铝箔消费结构	14
图 14 公司收入与产量稳步上升	17
图 15 营业利润与毛利率出现恢复式增长	17

表目录

表 1 铝型材的用途细分	8
表 2 “和谐号”动车组每年实际购置数量(2011-2014)	9
表 3 轨道交通铝型材需求预估	9
表 4 铝压延(轧制)产品分类	10
表 5 截止 2012 年底中国投产或在建铝板带箔轧制设备情况	12
表 6 铝箔的分类	13
表 7 铝箔的主要应用领域	14
表 8 非公开发行项目产品方案	16
表 9 非公开发行项目效益分析	16
表 10 限制性股票激励授予名单	17
表 11 同行 PE 对比	18

投资逻辑

公司是国内最大的铝板带箔民营企业，一直位居行业前 3 强，近年来不断加大力度拓展铝加工在交通运输领域的应用：一方面升级原有产品，建设高精度交通用铝板带；另一方面开拓交通用铝型材，实现多元化布局。

铝板带箔实力领先。公司作为最大的民营铝板带箔企业，当前加工产能 40 万吨，产品以印刷铝板基、合金板、复合铝板带箔等为主。近年来公司加快车用高性能铝合金产品的开发应用，其“高精度交通用铝板带项目”产能 20 万吨，主导产品为高精度交通用铝合金板带材，是原有产能的升级，也是未来主要利润增长点。

增发进军铝型材市场。本次非公开增发预案发行股票不超过 6500 万股，发行价格不低于 11.20 元/股，拟募集资金总额不超过 7.5 亿元，投向为“年产 2 万吨交通用铝型材项目”，建设期 2 年。本次募投项目拟引进奥地利、德国制造的生产设备，形成国际领先的轨道车体深加工能力，同时公司与南车四方建立了战略合作关系，南车四方将为公司提供技术支持合作，进一步保证本项目的顺利实施。

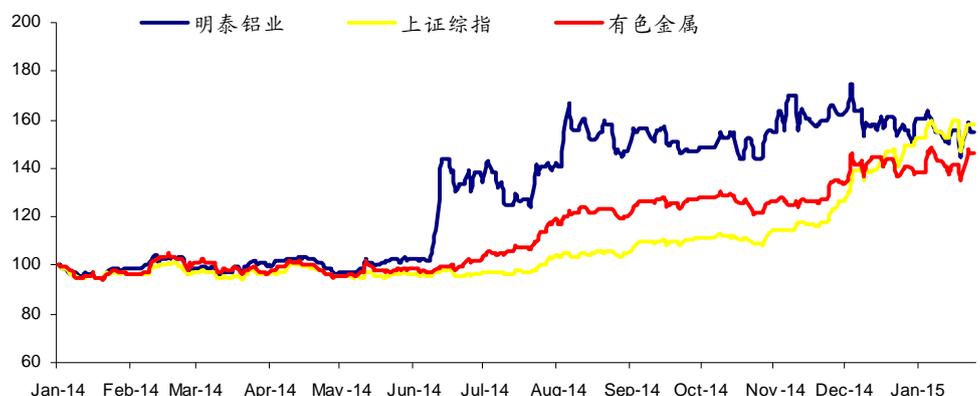
轨道交通市场潜力巨大。对比北美铝型材消费结构，我国运输行业用铝仍有很大提升空间。尤其是我国轨交进入高速增长期，每年保持 20-30% 的增速。根据《中长期铁路规划》测算，至 2020 年之前，动车组与地铁将合计产生近 8 万吨/年的铝型材需求。此外，随着“高铁外交”与“一带一路”逐步落实，轨道车辆领域尤其是高铁应用广泛的铝合金车体迎来新契机，成为国内铝型材消费的快速增长点。

高端铝压延产品仍然短缺。通过近几年的发展，我国的部分生产设备已经可以代表当今世界铝板带箔加工领域最高水平，生产也从比较低端的印刷版基逐步向铝罐料、航空板，到高精尖的车身板转变，有望逐步改变高端压延产品依赖进口的局面。

维持“买入”的投资评级。我们根据公司产能投建速度，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.78 元，对应 2015 年 1 月 27 日收盘价的动态 PE 分别为 33.58 倍、22.89 倍和 16.37 倍，维持公司“买入”的投资评级。考虑到公司未来业绩的高弹性，以及行业平均估值水平，给予目标价 16.63 元，对应 2015 年 30 倍 PE。

风险提示。铝锭价格波动风险；项目达产风险；汇率波动风险；业务整合风险。

图 1 公司走势强于大盘，强于行业（%）

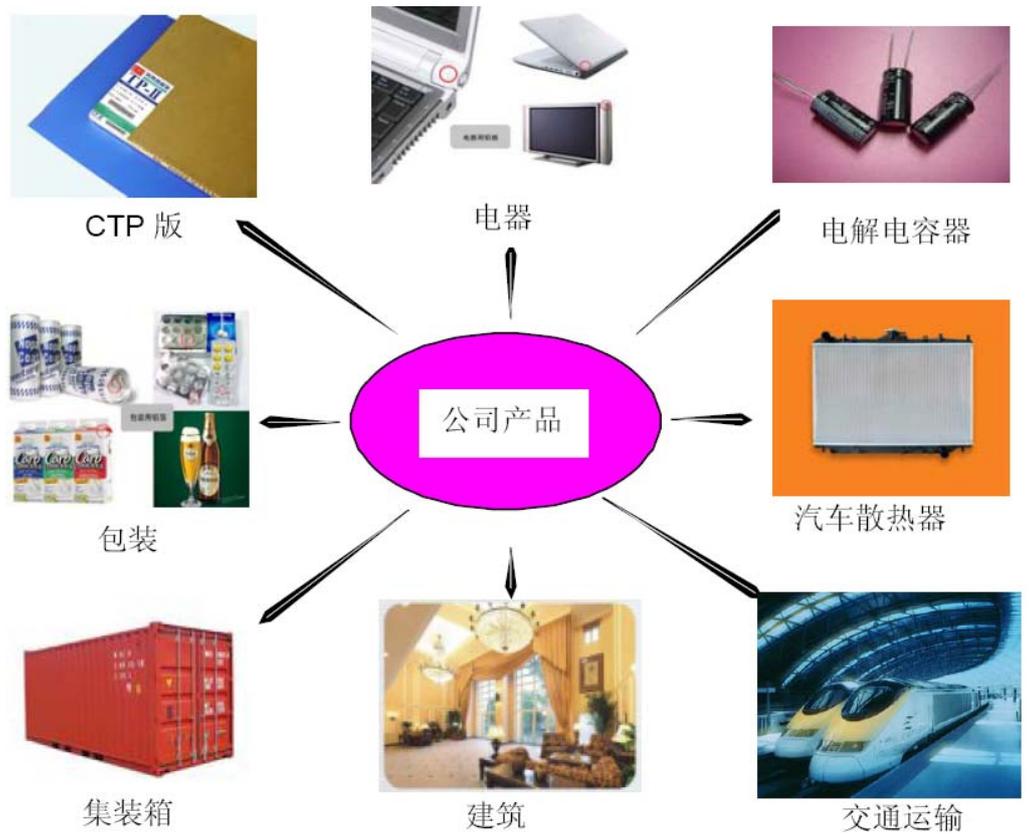


资料来源：WIND，海通证券研究所

1. 明泰铝业：多元化大型铝加工企业

公司是国内最大的民营铝板带箔上市企业，专注铝加工，主要从事铝板带箔的生产及销售，产品包括印刷铝板基（CTP 版基、PS 版基）、合金板类、复合铝板带箔（钎焊料）、电子箔、包装箔及其他铝板带箔材等，广泛应用于印刷制版、电子家电、电力设施、建筑装饰、交通运输、食品和医药包装、汽车制造等领域。

图 2 公司主要产品应用

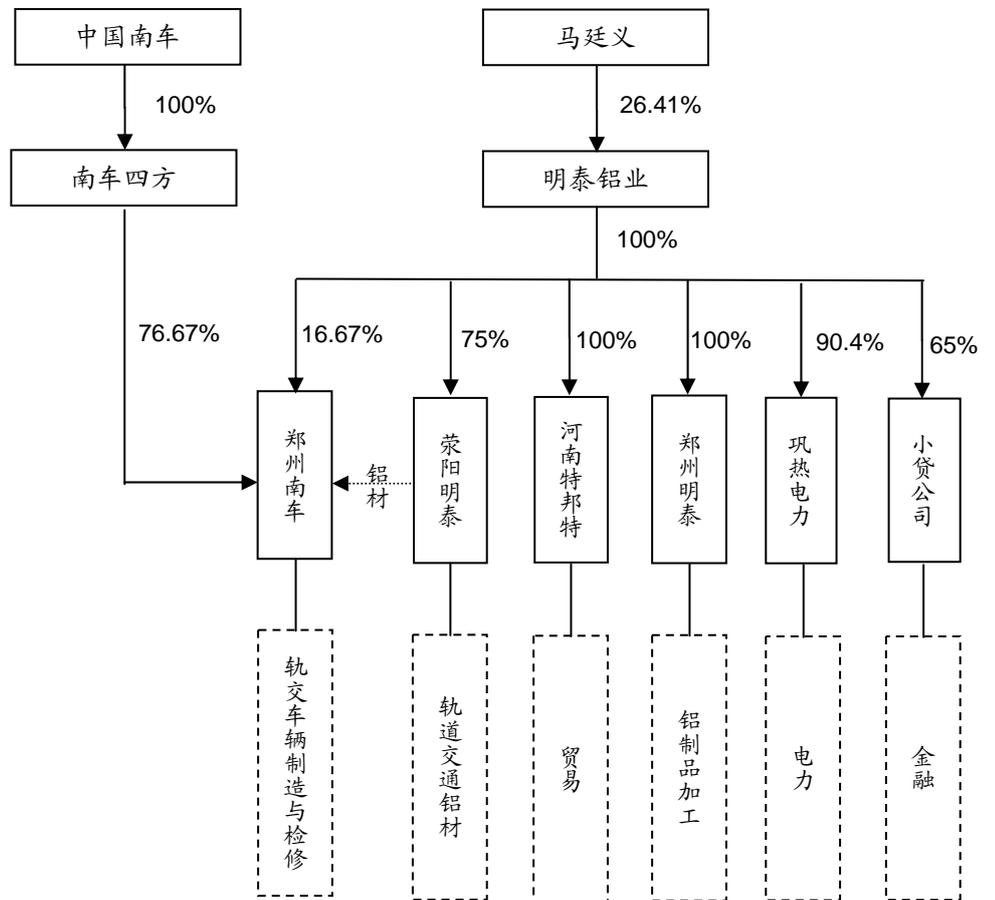


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

目前，公司铝板带箔材产能达到 40 万吨，一直位居中国铝板带箔行业前 3 强。近年来，加快了车用高性能铝合金产品的开发应用，其“高精度交通用铝合金板带项目”产能 20 万吨，主导产品为高精度交通用铝合金板带材，按产品类型分为中厚板、热轧卷材、冷轧板材和冷轧带材，是原有产能的升级。

增发进军铝型材。本次非公开增发预案发行股票不超过 6500 万股，发行价格不低于 11.20 元/股，拟募集资金总额不超过 7.5 亿元，投向为“年产 2 万吨交通用铝型材项目”，建设期 2 年。本次募投项目拟引进奥地利、德国制造的生产设备，形成国际领先的轨道车体深加工能力，同时公司与南车四方建立了战略合作关系，南车四方将为公司提供技术支持合作，进一步保证本项目的顺利实施。

图3 公司股权结构及主要控股子公司



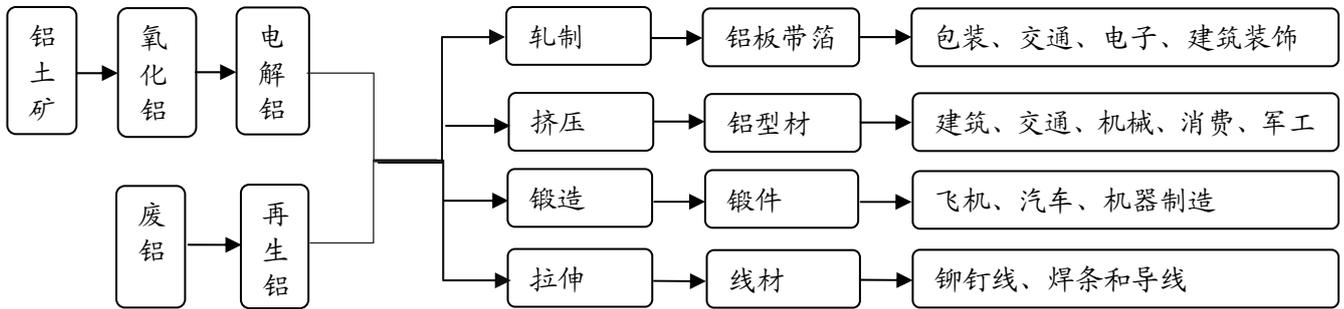
资料来源：明泰铝业 2014 年半年报，海通证券研究所

2. 铝加工材需求高速增长

2.1 铝加工大国正向强国迈进

铝加工是指铝锭通过熔铸、轧制（或挤压）和表面处理等多种工艺和流程加工成材，主要有板材、带材、箔材、管材、棒材、型材、线材和锻件八类产品。铝加工的生产工艺主要有轧制（压延）、挤压、拉伸和锻造等。铝加工材按其成形方法和用途的不同，主要可分为铝型材（型材、棒材、管材）和铝板带箔（板材、带材、箔材）两大类，前者主要用于生产建筑型材和工业型材，后者主要用于生产铝板带箔等产品；锻件与线材占比较小。

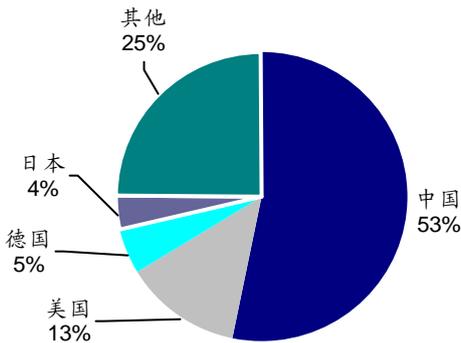
图4 铝加工产业链及产品应用领域



资料来源：海通证券研究所整理

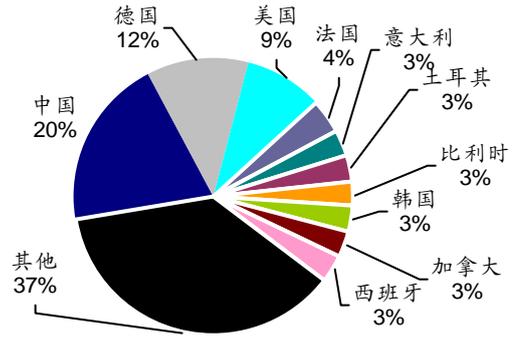
目前我国已经成为最大的电解铝和铝加工生产国，近年来铝加工行业快速发展，2002至2013年间铝材产量平均增速为27.42%。2013年，我国铝材总产量已占全球一半以上。

图5 2013年全球铝材产量5200万吨



资料来源：安泰科，海通证券研究所

图6 2013年全球铝材出口1519万吨



资料来源：安泰科，海通证券研究所

近年来，铝材产品在交通运输业的专业应用已经成为国内铝型材消费增长的最为重要的增长点之一，目前使用铝合金车体的轨道车辆有：城市轨道交通(包括地铁、城市轻轨、磁悬浮列车等)、动车组(国产“和谐号”动车组CRH2、CRH3、CRH5均为大型中空型材铝合金车体)，C80运煤车也使用铝合金车体，车体多用铝型材，车厢用铝合金中厚板。

2.2 铝型材：轨道交通市场巨大

铝型材(铝挤压材)是指由铝合金加工成截面为一定形状的长条形材料，主要由铝棒或铝锭熔铸后，采用挤压的方式生产。铝型材产品设计灵活、坚硬、构造轻巧及耐磨，这些特点使其应用十分广泛，在建筑、交通运输、机电设备、家电及电子产品、电力、航空航天等行业都占有很高的地位，发挥着重大作用。

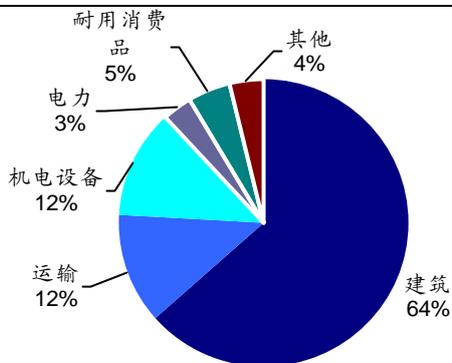
铝型材分类。铝型材按用途分类，可以分为两大类：建筑铝型材和工业铝型材(工业铝型材是除建筑铝型材以外的所有铝型材的简称)。建筑铝型材的需求主要来自于房地产行业，包括住宅地产、商业地产以及室内装修等；铝工业材的下游行业包括交通业、机械制造业、消费品业和国防军工业等。

表 1 铝型材的用途细分

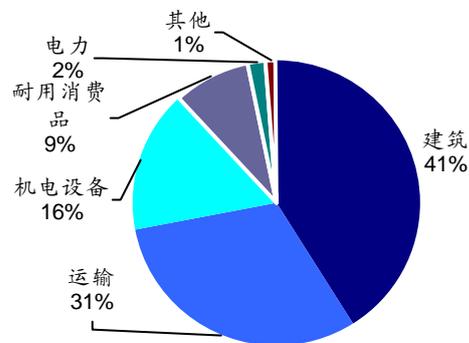
类型	行业	应用领域
建筑铝型材	建筑、房地产	桥梁、建筑物屋顶，门窗、栏杆、幕墙及内外装饰
	运输	铁路运输包括高铁及地铁车体，汽车、集装箱，船舶航空飞机机体、结构材料等
工业铝型材	机械制造	器械、石油化工勘探设备
	消费品	空调、洗衣机等家电，电子通讯设备
	航天、军工	航天器与火箭燃料箱、构件，导弹弹头壳、装甲车、军用舰等

资料来源：海通证券研究所整理

铝型材消费结构。从目前我国铝型材市场消费结构来看，建筑业仍是我国铝型材主要的消费领域，其行业需求占比达到 63.5%，其次依次是机电设备制造业、交通运输业、耐用消费品行业等其他行业。

图 7 近年中国铝型材消费结构


资料来源：尚轻时代，海通证券研究所

图 8 近年北美铝型材消费结构


资料来源：尚轻时代，海通证券研究所

近年来，我国工业领域对铝型材的需求量正在逐年增加，但相比于北美铝型材市场，我国的工业铝型材还有很大的进步空间，北美的工业铝型材占整个铝型材市场达到了 59%，远远高于我国的 36%。从北美的铝消费结构来看，交通运输业已成为仅次于建筑业的第二大铝型材应用领域，而我国交通运输用铝型材仅占铝型材总消费量的 11.9%，与主要发达国家相比还有较大差距。不过，我国轨道交通建设已进入高速发展期，将会成为我国工业铝型材需求增长的重要动力。

我国轨交进入高速增长期。轨道交通方面，截至 2013 年底，我国“和谐号”动车组共计 1308 组（10464 辆），每年均保持 20-30%的增速（2012 年因受 2011 年“7.23”事件影响略有下滑）。2014 年中国铁路总公司计划购置 380 列动车组，实际招标 382 列（按每列 8 辆标准为 3056 辆），其中时速 250 公里级 142 列，350 公里级 240 列。

表 2 “和谐号”动车组每年实际购置数量(2011-2014)

年份	动车组(辆)	增速
2011	205组(2384辆)	-
2012	173组(1774辆)	26%
2013	225组(1800辆)	21%
2014	382列(3056辆)	29%

资料来源:中国铁路建设投资总公司(2015年1月9日),海通证券研究所整理
注:2011年及以前生产的高铁每列有8辆与16辆两种

根据《中长期铁路规划(调整版)》至2020年我国将建设客运专线1.6万公里以上,至少仍需建设约5000公里,按每公里配置3辆高铁估算,共需高铁需求15000辆,高铁车体的平均年需求量为2500辆,约每年产生铝型材需求20000吨;未来2016-2020年新增城市地铁里程6229公里,按每公里配置6辆地铁估算,年均车体需求约7475辆,平均每年产生铝型材59800吨。即至2020年之前,动车组与地铁将合计产生近8万吨/年的铝型材需求,轨交铝型材市场巨大。

表 3 轨道交通铝型材需求预估

项目名称	至2020年计划新增里程(公里)	每公里车辆需求(辆)	年均车体需求量(辆)	每辆车体所需铝型材(吨)	年均铝型材需求(吨)
动车组	5000	3	2500	8	20000
地铁	6229	6	7475	8	59800
合计	-	-	-	-	79800

资料来源:中国城市轨道交通协会,海通证券研究所整理

注:一般每辆高铁的铝材采购约10吨,其中铝挤压型材约8吨,其他铝合金材料约2吨。

高铁铝型材供应资质稀缺。虽然我国轨道交通建设为铝型材带来了巨大体量的消费市场,但是轨道车辆车体铝合金型材,生产难度大,技术要求高,只有具备50MN及以上挤压机、专有技术和人才及相应配套设备的企业才能生产出符合设计要求的產品。同时,只有少数优质厂商才能供货动车组、轻轨和地铁,目前为中国南车和中国北车供货的A级高铁型材供应商仅5家,分别是:中国忠旺、麦达斯铝业、利源精制、南山铝业和丛林铝业。

国外市场:“高铁外交”与“一带一路”逐步落实。目前,全球投入运营的高速铁路有近2.5万公里,分布在中国、日本、法国、德国、意大利等17个国家和地区,全球也已进入建设高速铁路新时期。

从2004年开始,中国高铁进军海外市场的脚步从未停歇,近年来,我国已与老挝、泰国、蒙古、美国、俄罗斯、巴西以及印度等国签署了高铁领域合作意向书。而2014年我国更是推出了“高铁外交”这一新的战略外交手段,中国成熟的高铁技术将全面走向世界,国内优秀工业铝型材的市场需求将逐步攀升。在“高铁外交”的持续攻势下,全球已经有28个国家与中国洽谈引进高铁技术或合作开发。

目前中国企业在全球铁路设备制造商中的市场份额仅为10%左右,由于中国制造的轨道交通装备具有品种齐全、性价比较高、售后服务体系完善等多种优势,预计未来在全球市场中的份额将会进一步提高。按照目前各国公布的规划,预计到2024年,全球高铁总里程可达4.2万公里。据估计,2020年前,海外高铁投资将超过8000亿美元,带动其他产业创造的市场规模达7万亿美元,中国高铁已经迎来了前所未有的全球出口重大机遇。

图 9 世界各国高速铁路规划图（2013 年）



世界各国高速铁路相关规划

资料来源：中国经济网，海通证券研究所

习近平总书记于 2013 年 9 月和 10 月在访问哈萨克斯坦和东盟国家时分别提出建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想，强调相关各国要打造互利共赢的“利益共同体”和共同发展繁荣的“命运共同体”。

“一带一路”是“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的简称。其中，“一带”包括六条走廊，分别是新亚欧大陆桥、中伊土走廊、中巴走廊、孟中印缅走廊、中新走廊、中蒙俄大走廊，“一路”则是海上要建立若干港口支点，由此贯穿欧亚大陆，东边连接亚太经济圈，西边进入欧洲经济圈。

“一带一路”战略推进将大幅提升中国轨道交通海外市场拓展力度，为交通运输、建筑建材等行业及其上下游产业链带来新商机。而在轨道车辆领域尤其是高铁领域应用广泛的铝合金车体，有望受益于“一带一路”，迎来交通用铝型材加工业发展的新契机，成为国内铝型材消费的快速增长点。

2.3 铝压延：高端供应短缺

铝压延（铝轧制）是目前铝加工行业投资增长最快的领域，其产品主要分为铝板带材和铝箔两大类。板材、带材和箔材的分类是基于铝的厚度的，一般而言，板材与带材的厚度大于 0.2mm，其中板材的厚度更宽泛，从 0.2-150mm 不等；箔材则是厚度小于 0.2mm 的铝材。

表 4 铝压延（轧制）产品分类

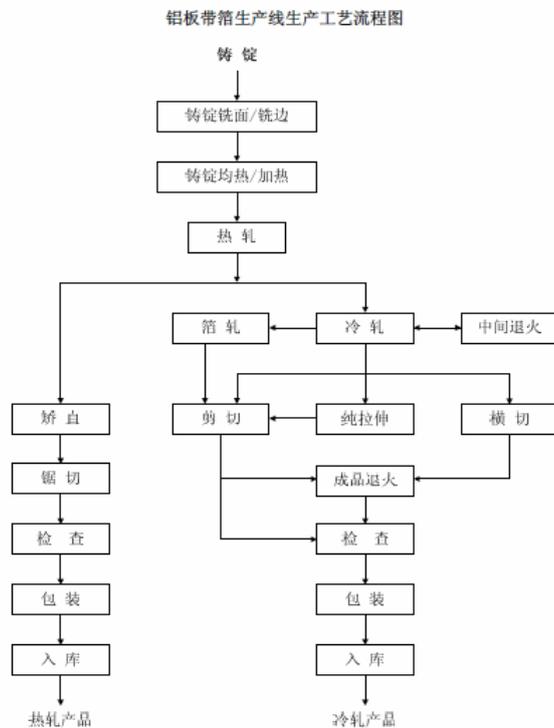
类型	厚度	应用领域
板材	特薄板	横截面呈矩形，厚度均匀，以平直状外形交货
	薄板	
	中厚板	
	厚板	
	超厚板	
带材	>0.2mm	横截面呈矩形，厚度均匀，以卷状外形交货
箔材	<0.2mm	横截面呈矩形，厚度均匀，以卷状外形交货

资料来源：海通证券研究所整理

铝板带箔是铝加工材中的主要消费品种之一，建筑、交通和包装是铝板带箔主要消费领域，约占消费总量的 70%以上。我国传统消费领域是日用精铝制品和机械、家电行业等。随着国民经济发展和人民生活水平的提高，我国铝板带箔消费结构已经出现较大变化，并趋向于世界铝板带材消费结构，消费重点从日用精铝制品和机械、家电行业等传统消费领域，转向包装、建筑和交通运输等新兴消费领域，如易拉罐、软包装、医药包装、建筑装饰涂层板、铝塑复合板、空调箔、印刷 PS 版基等。

加工工艺以热轧和冷轧为主。轧制是金属压力加工中最常用、最普遍的加工方法之一。轧制是指被加工材料通过两个旋转的轧辊之间的辊缝而变形的加工过程，借助旋转轧辊的摩擦力将轧件拖入轧辊间，同时依靠轧辊施加的压力使轧件在轧辊间发生压缩变形的一种材料加工方式。轧制可以分为热轧和冷轧。

图 10 铝板带箔生产工艺



资料来源：明泰铝业首发招股说明书，海通证券研究所

目前国内的铝箔行业的生产工艺主要有两种：“双辊式连续铸轧—冷轧”与“铸造—热轧—冷轧”，后者则是世界最先进的工艺技术。双辊式连续铸轧工艺因投资小、效率高、生产方式灵活的特点被广泛应用（但不能生产高精度铝板带箔材），我国拥有全球最多和生产能力最大的双辊式铸轧机。2014 年，双辊式连续铸轧带坯轧制的在我国约占 87.5%。

而后一种带有热轧的铝箔铸轧工艺能够生产出高档 PS 版基、罐料等高精度铝箔与铝合金箔产品，是大多数发达国家的大中型铝加工厂广泛采用的工艺。我国的铸轧工艺虽然应用较少，但技术与工艺已居世界领先水平。

我国生产线全球领先。2001 年前我国高精铝板带箔诸如高档 PS 版基、制罐料、部分双零箔与电子箔均来自进口，而进入 21 世纪后，我国铝轧制工业发展迅

速，目前中国铝板带箔加工设备十分全面。

热轧方面，自 2002 年国内自主研发出首条单机架双卷取 4 辊可逆热轧机投产之后，国内掀起了铝板带热轧生产线建设高潮，“1+4”热连轧机生产线相继投产。明泰铝业自行设计了我国铝加工行业首条“1+4”热连轧生产线，填补了国内技术空白。冷连轧方面，至 2011 年底中国投产冷连轧生产线有 4 条，其中以上海萨帕 1700mm 国产冷连轧和西南铝 2000mm 进口冷连轧为代表，具有技术先进、生产效率高、单位产出成本低等特点。

表 5 截止 2012 年底中国投产或在建铝板带箔轧制设备情况

设备类别	规格/机型	数量(台)	产能 (kt/a)
双辊式连续铸轧机		>700	6800
黑兹莱特连铸连轧	1950mm	1	300
单机架热轧生产线	辊面宽度>1000mm	约 78	4500
	辊面宽度<1000mm	80	400
	热粗-精轧 (1+1)	6	5830
热连轧生产线	1+3	4	1290
	1+4	10	9100
	1+5	1	700
冷轧机	冷连轧	5	1250
	辊面宽度>1800mm	104	9100
	1400-1800mm	183	4635
	辊面宽度<1400mm	190	820

资料来源：CNKI，海通证券研究所整理

目前，中国已经形成生产能力的 1+4 热连轧生产线 6 条、1+5 热连轧生产线 1 条、黑兹莱特连铸连轧生产线 2 条、连续铸轧生产线 700 余条，5 机架和 3 机架冷连轧生产线各 1 条、六辊冷轧机 16 台，上述生产线的配置都代表了当今世界铝板带箔加工领域的最高水平。

得益于先进的生产设备，我国板带箔生产也从比较低端的印刷版基，逐步向铝罐料、航空板，到高精尖的车身板转变。

图 11 铝板带箔产品低端到高端排序

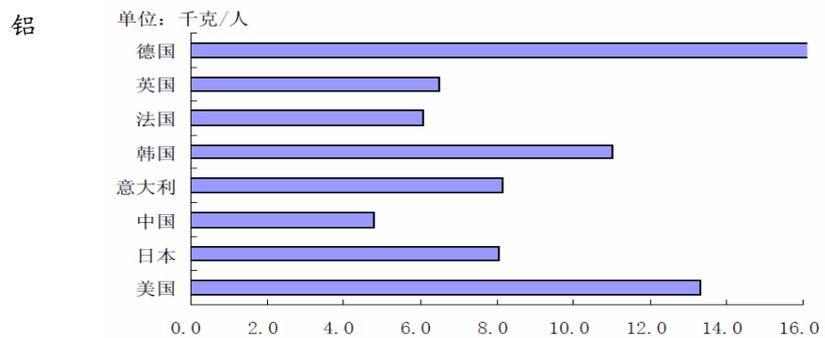


资料来源：安泰科，海通证券研究所

需求结构面临调整，高端制品仍供不应求。

铝板带：我国铝板带消费量居世界首位，但从消费水平来看，与发达国家相比还有一定的差距。我国拥有庞大的消费群体，随着生活水平的进一步提高、消费的逐步升级，这种差距将逐步缩小，铝板带材市场潜力巨大。

图 12 世界主要国家人均铝板带材消费水平



资料来源：CNKI，海通证券研究所

铝板带消费结构方面，传统的普通应用市场包括五金铝制品、耐用消费品(包括家用电器、日用厨具等)、建筑装饰以及铝箔坯料。随着铝轧制技术装备水平的提升、高精铝板带国产化进程的加快和高端应用市场的开发，以汽车为代表的交通运输业、以 CTP 版基、PS 版基为代表的印刷版基和以易拉罐为代表的包装容器用铝板带消费比例开始有所提升。

PS 版 (pre-sensitized plate) 即预涂感光版，最早由美国 3M 公司在 1950 年首先开发，具有分辨率高、网点光洁、耐印力高等特点，是现代快速印刷的新型版材。PS 版是由制造商在铝板等上面预先涂好感光性树脂层的平版印刷版，印刷铝版基材主要应用于书籍、报纸和各种刊物等的自动化制版和印刷，具有印刷精美、耐印力高、无毒无害、成本低、分辨率高、再现性强、字迹清晰、生产效率高等优点，而且铝材具有非常好的可回收性，资源重复利用性高，符合国家关于发展循环经济的政策。

铝箔：是铝加工材中生产工艺流程最长、技术含量最高的产品之一，我国已是世界上最大的铝箔生产国。2014 年，我国铝箔生产能力达到 385 万吨/年，同比增长 10%；产量约 265 万吨，同比增长 8.2%；表观消费量达 184.3 万吨，同比增长 5.3%。

表 6 铝箔的分类

分类标准	特点	类别
厚度	0.1-0.2mm	无零箔
	0.5-2mm	单零箔
	<0.01mm	双零箔
材质	轧制后未经退火的铝箔	硬质箔
	强度在硬质箔与软质箔之间	半硬质箔
	经充分退火而变软的铝箔	软质箔

资料来源：海通证券研究所整理

铝箔具有铝的诸多优良特性。铝箔薄而轻，具有良好的导电性、隔热性与气体阻隔

性，易成形，较稳定，同时铝箔易于实现大规模工业化生产。铝箔因其优良的特性，广泛用于食品、饮料、香烟、药品、照相底板、家庭日用品等包装材料；电解电容器材料；建筑、车辆、船舶、房屋等的绝热材料；还可以作为装饰的金银线、壁纸等。

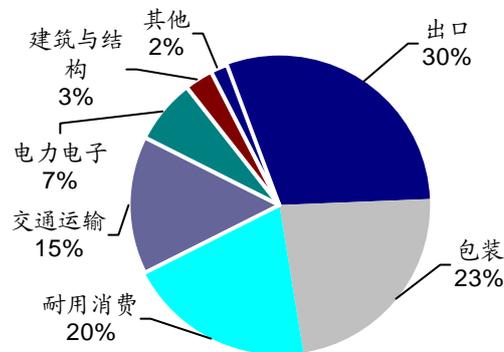
特别是铝箔与塑料和纸复合之后，进一步提高了作为包装材料所必需的对水汽、空气、紫外线和细菌等的屏蔽性能，同时还易于在包装上印刷图案与文字，是现代包装材料的首选。例如使用铝箔包装的无菌包牛奶可以在常温环境存储1年，实现了牛奶长距离的运输与常温储存。另外，100%铝箔可以回收再利用，再利用的能耗仅为原铝的5%，再利用能耗远远低于钢铁，是解决温室气体排放理想的材料。

表7 铝箔的主要应用领域

行业	主要应用领域
包装	卷烟、医药、食品、饮料和日化
耐用消费	以空调为主
交通运输	汽车热交换器（包括汽车空调器、水箱散热鳍、油冷却器、中间冷却器和加热器等）
电力电子	电力电容器和电解电容器

资料来源：海通证券研究所整理

我国国内铝箔消费主要在包装、耐用消费、交通运输、电力电子以及建筑与结构领域。同时，铝箔的出口占比已达到30%，说明中国铝箔的生产水平已经获得国际市场认可。

图13 近年我国铝箔消费结构


资料来源：安泰科研究，海通证券研究所整理

高档产品供应不足，包装市场前景向好。目前我国铝箔总产量呈现供大于求的局面，中低端产品产能过剩，高档产品供应不足，产品结构不尽合理，高精度铝箔产品的市场需求依然强劲。与此同时，国外陈旧铝箔生产设备的淘汰将给高端铝箔生产企业提供了发展机遇。

随着生物工程、能源和环保等相关技术的革新以及人们环保意识的增强，铝箔作为可循环利用的资源，其用途和亟待开发的应用领域及相关技术的拓展必将越来越广阔。虽然我国早已成为全球最大的铝箔生产国，但人均消费量不足发达国家的1/10，特别是高档包装用铝箔用量还很有限（我国日用品、食品、饮料等生活消费品的包装仅有15%使用铝箔，而发达国家生活消费品近65%使用铝箔包装）。

因此，随着人们生活水平的提高和铝加工业的快速发展，高档包装用铝箔会成为铝箔市场重要的消费增长点，中国生活消费用铝箔市场将面临巨大机遇。

3. 产能分布及财务分析

3.1 近年产能快速增长

（1）铝板带箔方面：

公司 2011 年 IPO 募投项目“铝板带箔生产线技术改造项目”耗资 7 亿元，产品为高附加值、高精铝板带箔材，即 CTP 版基、复合铝板带箔（钎焊料）、电子箔、包装箔及高精合金板。项目设计产能 10 万吨，其中新增产能 5 万吨，升级换代产能 2 万吨，结构调整替代产能 3 万吨。

2014 年 7 月，公司变更 IPO 募投项目，新项目为“高精度交通用铝板带项目”，涉及变更总金额 5.09 亿元，拟投入金额 6.46 亿元，设计产能 20 万吨。

因此，铝板带箔方面，到 2016 年，公司产能预计将从 40 万吨，逐步增长至 60 万吨，提高 50%。

（2）铝型材方面：

2013 年 11 月，公司与南车青岛四方机车车辆股份有限公司（中国南车一级子公司，具备高速动车组、城际动车组、城轨地铁、有轨电车、高档客车等轨道交通车辆自主研发、规模制造、规范服务的完整体系，是中国轨道交通运输装备重要制造基地和出口基地）签署框架协议：

（1）南车四方将高速动车组车体用铝型材专有技术和质量标准输出给明泰铝业，协助明泰铝业实现铝型材的试制，并以高速动车组车体用铝型材专有技术为基础，协助明泰铝业研发适用于城际动车组、城轨车辆、汽车车辆等领域的高端铝型材，推动明泰铝业转型升级，并培育成为南车青岛四方铝型材及铝板合格供应商。

（2）南车四方将高速动车组车体用铝型材焊接、加工技术输出给明泰铝业，协助其建设铝型材焊接、加工基地，形成铝型材焊接、加工手段与能力，培育其成为南车青岛四方在郑州的轨道交通客运装备造修基地车体用零部件主要供应商。

（3）南车四方在郑州市建设轨道交通客运装备造修基地，实施以中原城际动车组造修为主，兼顾中原高速动车组高级修和其他轨道交通装备项目的造修业务，形成轨道交通客运装备新造和三、四、五级修的能力。明泰铝业拟投资参股基地建设，双方形成紧密合作关系。

2014 年 4 月，公司出资 1 亿元，参与郑州南车轨道公司设立，持股 16.67%，未来将形成 500 节/年的轨道车辆生产能力。公司将以此为契机，积极参与轨道交通车辆生产制造及高速动车组检修，通过与各合资方资源调配、技术共享，开展多层次、多领域合作，推动公司交通用铝型材和铝板带材产品的开发应用；加快优化产品结构，打造新的利润增长点，实现公司多元化、高精化产品战略，逐步向高端装备制造企业转型。

2014 年 11 月，公司发布非公开发行预案，募集资金用于“年产 2 万吨交通用铝型材项目”。项目建成后，将新增 20000 吨/年专用铝型材产品，形成 400 套/年轨道车体大部件产品，可以开拓新的产品领域，进一步拓展公司的产品线，推动公司在市场竞争中占据更加有力的竞争地位。

表 8 非公开发行项目产品方案

序号	产品名称	年产量
1	车体大部件	400(辆)共 4000t
2	轨道交通型材	5000t
3	其他工业型材	8000t
3.1	散热器型材	3000t
3.2	交通运输型材	3000t
3.3	建筑模板型材	2000t
4	挤制棒材	2000t
5	挤制无缝管材	1000t
	合计	20000t

资料来源：非公开发行可行性报告，海通证券研究所

目前国内轨道车辆生产企业主要是中国南车和中国北车，公司与南车四方建立了深入的合作：一是公司与南车四方合资设立了郑州南车轨道交通装备有限公司，未来将形成 500 节/年的轨道车辆生产能力，共同开拓中原地区市场。二是为此公司在荥阳市设立了全资子公司实施本项目，作为南车四方的对口供应商。三是公司与南车四方签订了战略合作的协议，南车四方与公司合作，提供技术支持，协助公司尽快形成生产能力，培育公司成为南车郑州基地的车用零件主要供应商，本项目具有充分的市场保障。

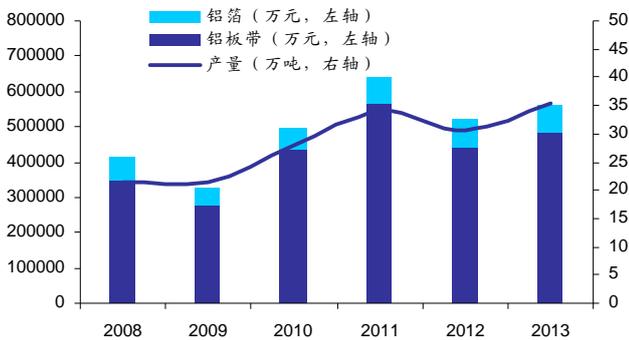
表 9 非公开发行项目效益分析

指标	数值	备注
年营业收入	79377 万元	生成期平均
年均利润总额	25113 万元	生成期平均
年均净利润	18835 万元	生成期平均
项目财务内部收益率	22.6%	
项目投资回收期	6.1 年	
总投资收益率	30.3%	
资本金净利润率	22.7%	
盈亏平衡点	37.3%	

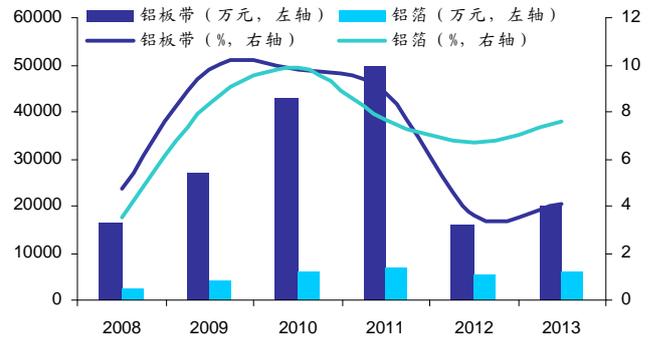
资料来源：非公开发行股票预案，海通证券研究所

3.2 财务分析

公司随着募投产能的逐步释放，产量整体趋势向上，2013 年达到了 35 万吨。2012 年由于受到国内外大环境的影响，市场需求低迷、销量下滑，再加上铝锭价格下跌，所以收入与利润大幅下降。2013 年以来，世界经济开始缓慢复苏，公司经营业绩逐步好转。

图 14 公司收入与产量稳步上升


资料来源：2010-2013 年年报，海通证券研究所

图 15 营业利润与毛利率出现恢复式增长


资料来源：2010-2013 年年报，海通证券研究所

2014 年上半年,公司燃气改造工程建设完成投入使用和成功的收购河南巩电热力股份有限公司有效降低了公司生产成本,产量同比增长 21.49%,销量同比增长 23.31%,净利润同比增长 58.84%。

3.3 股权激励稳定核心团队

公司拟向激励对象授予股票总计 1675.6 万股,限制性股票的授予价格为每股 6 元。业绩考核目标:以 11309 万为基数,2014 年扣非净利润增长率不低于 20% (含本数);2015 年扣非净利润增长率不低于 32% (含本数);2016 年扣非净利润增长率不低于 45% (含本数)。

表 10 限制性股票激励授予名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本比例
杜有东	总经理	50	2.98%	0.12%
王利姣	副总经理	30	1.79%	0.07%
郝明霞	副总经理	30	1.79%	0.07%
雷鹏	副总经理、董事会秘书	30	1.79%	0.07%
孙军训	副总经理、财务总监	30	1.79%	0.07%
刘杰	副总经理	30	1.79%	0.07%
中层以上管理人员、其他骨干员	178 人	1475.6	88.06%	3.68%
合计	184 人	1675.6	100.00%	4.18%

资料来源：限制性股票股权激励计划，海通证券研究所

公司之后实施的公开发行或非公开发行等再融资行为,则新增净资产对应的净利润额均不计入。

股权激励的实施将进一步完善公司治理结构,吸引和留住优秀人才,健全公司激励约束机制,有效调动管理者和公司员工的积极性,将促进公司长期健康发展。

4. 盈利预测及估值: 目标价 16.63 元, 买入

公司主要从事铝板带箔的生产和销售,通过本次非公开增发项目,进军交通用铝型材市场,实现多元化发展战略。

未来公司业绩增长空间巨大:

(1) 铝板带箔实现产品升级换代。公司原有 40 万吨铝板带箔产能, 主要设备为“1+4”热连轧生产线, 具有成本低效率高等特点, 但是产品宽度较窄。IPO 募投变更项目“20 万吨高精度交通用铝板带项目”是原有项目的升级换代, 铝板带产品的宽幅将增加近一倍, 达到 2.8-3.3 米, 可以用在汽车铝板材、C80 中型运煤车上, 预计 2015 年 7 月建成投产, 全年新增产能 10 万吨, 2016 年达产, 是公司销量主要增长点。

(2) 进军铝型材市场。公司与南车四方合作, 通过增发项目“年产 2 万吨交通用铝型材项目”布局轨交铝型材市场, 包括 400 辆车体大部件, 以及其他铝型材。

我们根据公司产能投建速度, 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.78 元, 对应 2015 年 1 月 27 日收盘价的动态 PE 分别为 33.58 倍、22.89 倍和 16.37 倍, 维持公司“买入”的投资评级。考虑到公司未来业绩的高弹性, 以及行业平均估值水平, 给予目标价 16.63 元, 对应 2015 年 30 倍 PE。

表 11 同行 PE 对比

代码	简称	2014E	2015E	2016E
600219	南山铝业	22.99	18.47	16.22
600888	新疆众和	195.45	50.07	37.74
002501	利源精制	32.19	26.17	21.05
300337	银邦股份	55.19	34.95	25.07
	平均	76.46	32.42	25.02
601677	明泰铝业	33.58	22.89	16.37

备注:以 2015 年 1 月 27 日收盘价计算
资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 主要不确定因素

- (1) **原材料价格波动风险。**公司主要原料为铝锭, 成本占比约 85%, 生产周期约 40 天, 公司对国内销售采用“发货当天上海长江现货铝平均价格+加工费”, 在公司铝锭采购日和发货日之间铝价波动将影响公司毛利水平;
- (2) **汇率风险。**公司出口业务不断增长, 汇率波动将影响产品出口和业绩;
- (3) **项目建设风险。**公司增发项目是新应用领域的拓展, 项目建设存在时间的不确定性。

报表分析和预测

利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5666.62	6793.94	8484.91	11259.88
营业成本	5370.64	6340.30	7852.30	10369.88
营业税金及附加	4.23	7.00	8.38	10.38
营业税率	0.07	0.10	0.10	0.09
销售费用	86.77	107.37	136.16	177.02
销售费用率	1.53	1.58	1.60	1.57
管理费用	86.22	103.14	133.49	173.14
管理费用率	1.52	1.52	1.57	1.54
财务费用	25.45	16.62	24.46	47.06
财务费用率	0.45	0.24	0.29	0.42
期间费用率	3.50	3.34	3.47	3.53
资产减值损失	14.16	10.18	12.09	13.94
投资收益	6.22	4.02	3.84	4.69
营业利润	85.36	213.35	321.86	473.16
营业外收入	9.94	21.22	21.22	17.46
营业外支出	0.92	1.74	1.40	1.35
利润总额	94.38	232.82	341.68	489.26
所得税	24.67	60.14	88.96	127.22
所得税率	26.14	25.83	26.04	26.00
少数股东损益	10.27	14.79	21.09	38.18
归属于母公司股东的净利润	59.43	157.89	231.63	323.86
EPS(元)	0.14	0.38	0.55	0.78
盈利能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	5.08	6.68	7.46	7.90
EBITDA Margin	2.47	4.16	4.77	5.17
EBIT Margin	2.10	3.48	4.18	4.70
营业利润率	1.51	3.14	3.79	4.20
净利率	1.05	2.32	2.73	2.88
ROA	1.79	4.25	5.34	6.38
ROE	2.36	5.99	8.20	10.82
盈利增长(%)	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入增长率	7.66	19.89	24.89	32.70
主营利润增长率	20.45	53.27	39.45	40.69
EBITDA 增长率	67.51	101.92	43.24	43.89
EBIT 增长率	93.26	98.84	50.17	49.32
净利润增长率	-6.16	165.67	46.70	39.82
偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债率(%)	20.91	27.63	33.46	39.81
流动比率	3.18	2.62	2.28	2.03
速动比率	2.09	1.80	1.53	1.34
现金比率	0.49	0.84	0.66	0.55
经营效率指标	2013	2014E	2015E	2016E
应收帐款周转天数	17.15	15.26	15.70	15.11
存货周转天数	51.49	46.90	46.63	45.51
总资产周转率	1.70	1.83	1.96	2.22

资产负债表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	341.70	918.00	1012.60	1181.39
存货	760.88	891.18	1143.22	1478.82
应收账款	251.64	324.44	415.54	529.72
其他流动资产	862.73	736.87	910.29	1149.10
流动资产	2216.94	2870.49	3481.64	4339.04
流动资产占比	0.65	0.71	0.75	0.79
固定资产	748.00	893.97	922.86	927.92
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	83.46	81.79	80.12	78.45
其他非流动资产	343.80	183.17	161.95	161.90
非流动资产	1175.26	1158.93	1164.93	1168.27
非流动资产占比	0.35	0.29	0.25	0.21
资产总计	3392.20	4029.42	4646.57	5507.31
短期借款	300.00	714.22	1098.24	1607.83
应付账款	124.40	130.65	163.94	222.36
其他流动负债	273.84	252.14	265.66	311.67
流动负债	698.24	1097.01	1527.84	2141.86
流动负债占比	0.98	0.99	0.98	0.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	11.12	16.46	27.13	50.48
非流动性负债	11.12	16.46	27.13	50.48
非流动负债占比	0.02	0.01	0.02	0.02
负债合计	709.36	1113.47	1554.97	2192.34
股本	401.00	417.76	417.76	417.76
资本公积	1378.81	1462.59	1462.59	1462.59
留存收益	747.74	865.53	1020.08	1205.27
少数股东权益	155.29	170.08	191.17	229.35
股东权益合计	2682.83	2915.95	3091.60	3314.97
负债股东权益总计	3392.20	4029.42	4646.57	5507.31
现金流量表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	69.71	172.68	252.72	362.04
折旧摊销	21.12	46.30	49.96	52.62
营运资金变动	-327.14	-92.70	-469.74	-584.17
其他	92.62	43.93	31.30	65.71
经营活动现金流	-143.69	170.21	-135.76	-103.79
资本支出	55.97	55.97	55.97	55.97
投资收益	-1.58	4.02	3.84	4.69
其他	-352.28	-111.93	-111.93	-111.93
投资活动现金流	-297.89	-51.94	-52.13	-51.27
债务变化	0.00	414.22	384.02	509.59
股票发行	0.00	100.54	0.00	0.00
其他	-33.77	-56.72	-101.54	-185.73
筹资活动现金流	-33.77	458.03	282.48	323.86
现金净流量	-475.35	576.30	94.60	168.79
每股经营性现金流	-0.34	0.41	-0.32	-0.25

资料来源: 2013 年年报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘博：有色金属行业
钟奇：有色金属行业
施毅：有色金属行业

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：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、紫金矿业（601899.SH）、盛达矿业（000603.SZ）、铜陵有色（000630.SZ）、贵研铂业（600549.SH）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、新疆众和（600888.SH）、西部资源（600139.SH）、云铝股份（000807.SZ）、宜安科技（300328.SZ）、东方锆业（002167.SZ）、东方钽业（000962.SZ）、包钢稀土（600111.SH）、中金岭南（000060.SZ）。

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 李宁(021)23219431 周霞(021)23219807 联系人 张卿云(021)23219445 朱征星(021)23219981	jc9001@htsec.com gx8737@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 陈韵聘(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 chen Yao@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 lhk6064@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	dtw8223@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	tl15535@htsec.com xiey@htsec.com jiajt@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 马浩博(021)23219822 联系人 成珊(021)23212207	whw9587@htsec.com mhb6614@htsec.com cs9703@htsec.com

汽车行业 邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com 廖瀚博(0755)82900477 lhb9781@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 夏木(021)23219748 xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.co	社会服务业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com
银行业 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 王宇轩(021)23219383 wyx9965@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 caoxf@htsec.com 张瑞(021)23219634 zr6056@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 周煜(021)23219972 zy9445@htsec.com
交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 姜明(021)23212111 jm9176@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 宋伟(021)23219949 sw8317@htsec.com	通信行业 徐力(010)58067940 xl9312@htsec.com
纺织服装行业 焦娟(021)23219356 jj9604@htsec.com 唐岑(021)23212208 tl9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 drb9628@htsec.com 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219473 zz9612@htsec.com
互联网及传媒行业 张杰伟(021)23219775 zjw9915@htsec.com 联系人 王幽悠(021)23212210 wyy9632@htsec.com	煤炭行业 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 韩佳蕊(021)23212259 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
 李唯佳 (021)23219384 lijw@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