

投资评级 优于大市 首次覆盖

纸质载带龙头短期涨价带来盈利改善，长期新业务空间打开

股票数据

01月09日收盘价(元)	30.88
52周股价波动(元)	25.58-43.18
总股本/流通A股(百万股)	258/108
总市值/流通市值(百万元)	7982/3349

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.9	-16.5	-7.6
相对涨幅(%)	-3.7	-13.7	-1.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈平

Tel: (021) 23219646

Email: cp9808@htsec.com

证书: S0850514080004

分析师: 谢磊

Tel: (021) 23212214

Email: xl10881@htsec.com

证书: S0850518100003

分析师: 尹苓

Tel: (021) 23154119

Email: yl11569@htsec.com

证书: S0850518100002

投资要点:

- 纸质载带: 提价+结构改善+产能扩张 (MLCC 扩产后周期)。** (1) 涨价带动收入盈利双向改善: 纸质载带业务营收占比 75%，主要受下游被动元器件村田、三星电机、国巨、华新科技、风华高科等 MLCC 厂商扩产需求，公司 9 月份开启第二轮提价，预计显著改善毛利率及收入。(2) 产品结构持续优化: 分切纸带、打孔纸带、压孔纸带比例已由 2017 年的 31%/54%/15% 改善为 18H1 的 22%/66%/12%，尤其是后端高附加值打孔、压孔纸带占比提升有望持续改善公司盈利能力和产品附加值。(3) 产能扩张: 顺应 MLCC 需求景气，纸质载带产能年度 6 万吨的一期项目正式生产，二期项目筹备阶段，到 2020 年公司纸带产能有望翻倍。
- 塑料载带: 客户突破顺利，进入高速增长阶段，毛利率持续改善。** 剑指三星、英飞凌等半导体等大客户，打造黑色塑料粒子+加工一体化，另外，上游黑色透明 PC 粒子等材料自制率提升有望持续改善毛利率。当前公司已经克服模具瓶颈，三星开始放量，塑料载带业务进入高速增长期。
- 转移胶带: 进口替代趋势明确，放量只是时间问题。** 公司已经实现华新科、风华规模出货，无锡村田、太阳诱电对产品小批量试用。从历史经验看，离型膜在公司所有产品中进展是最为顺利的，客户认证时间最短、改善效率最高。我们认为虽然离型膜短期进展略低于预期，但也为公司产品提供了更多磨合、积淀的时间，后续国产替代逻辑依旧不改。
- 盈利预测。** 我们预测 2018-2020 年洁美科技主营业务收入分别为 13.93 亿、18.55 亿、24.20 亿元。全面摊薄 EPS 分别为 1.10、1.47、1.92 元。结合可比公司估值，同时考虑到公司作为全球纸质载带龙头理应享有一定溢价，给予公司 2018 PE 38~42x 之间，对应 41.8~46.2 元合理价值区间，给予优于大市评级。
- 风险提示。** MLCC 厂商扩产可能不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	753.37	996.41	1393.20	1855.23	2419.50
(+/-)YoY(%)	27.66%	32.26%	39.82%	33.16%	30.41%
净利润(百万元)	138.12	196.22	283.23	379.06	495.11
(+/-)YoY(%)	54.67%	42.07%	44.34%	33.84%	30.61%
全面摊薄 EPS(元)	0.53	0.76	1.10	1.47	1.92
毛利率(%)	38.58%	40.13%	38.80%	38.96%	39.02%
净资产收益率(%)	25.05%	14.57%	17.35%	18.84%	19.75%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 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. 洁美科技是全球主流电子元器件供应商	5
1.1 公司为客户提供薄型载带一站式整体解决方案	5
1.2 公司为国内外知名电子元器件厂商供货，纸质载带市占率全球领先	6
2. 全球主流 MLCC 厂家积极扩产，MLCC 放量在即	7
2.1 受益智能手机、电动汽车等发展，MLCC 需求量将持续上涨	7
2.2 MLCC 需求量大，各大厂商积极扩产	9
3. 因应需求，公司持续纸质载带产品布局	10
3.1 纸质载带市场规模持续扩张，为洁美科技发展带来驱动力	10
3.2 公司纸质载带现有产能及扩产计划	11
4. 依托 MLCC 客户优势，发力转移胶带领域	11
5. 半导体材料开拓更大空间，助力塑料载带腾飞	12
5.1 塑料载带产业链	12
5.2 公司塑料载带生产及扩产情况	13
6. 乐观期待涨价带来收入，盈利双向改善	14
盈利预测	15
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	薄型载带示意图	5
图 2	薄型载带应用场景	5
图 3	薄型载带产业链	5
图 4	薄型载带分类方式	6
图 5	洁美科技营业收入与毛利率	6
图 6	洁美科技营业利润及变动	7
图 7	智能手机单月出货量（万部）	7
图 8	iPhone 单机所需 MLCC 用量	7
图 9	手机市场 MLCC 规模预测/亿颗	8
图 10	车用 MLCC 用量估算/亿颗	8
图 11	全球 MLCC 需求量预测（亿颗）	9
图 12	电子元件产量	10
图 13	多层陶瓷电容	12
图 14	公司转移胶带产品	12
图 15	转移胶带扩产情况	12
图 16	塑料载带生产原材料	13
图 17	洁美科技塑料载带扩产计划	14
图 18	木浆价格走势图（元/吨）	14

表目录

表 1	不同通信标准下 MLCC 用量	8
表 2	全球 MLCC 总需求量估算（亿颗）	9
表 3	被动元件厂商涨价公告	9
表 4	2017-2018 MLCC 厂商扩产计划	10
表 5	2018-2021 年纸质载带市场规模预测	11
表 6	洁美科技纸质载带产能预测	11
表 7	洁美科技塑料载带现有产能	13
表 8	公司主营业务收入预测（单位：亿元）	15
表 9	可比上市公司估值表	16

1. 洁美科技是全球主流电子元器件供应商

1.1 公司为客户提供薄型载带一站式整体解决方案

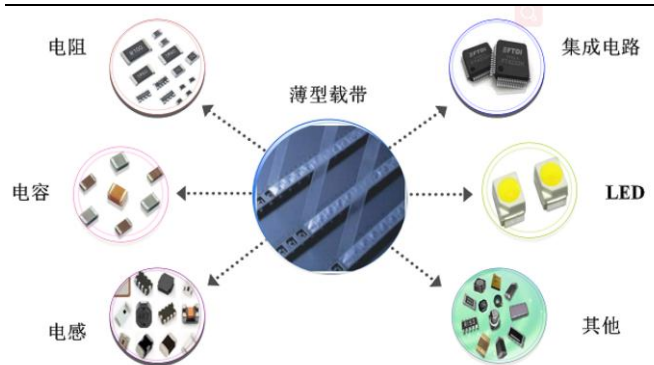
洁美科技致力于为客户产品在生产和使用过程中所需耗材提供一站式解决方案。公司主营业务为电子元器件薄型载带的研发、生产和销售，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带等，其中纸质载带产品包括分切纸带、打孔纸带和压孔纸带（不打穿孔纸带）等，胶带产品包括上胶带、下胶带等，公司产品主要应用于集成电路、片式电子元器件等电子信息领域。公司目前专业服务集成电路、片式电子元器件企业，为其配套生产薄型载带系列产品。

图1 薄型载带示意图



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

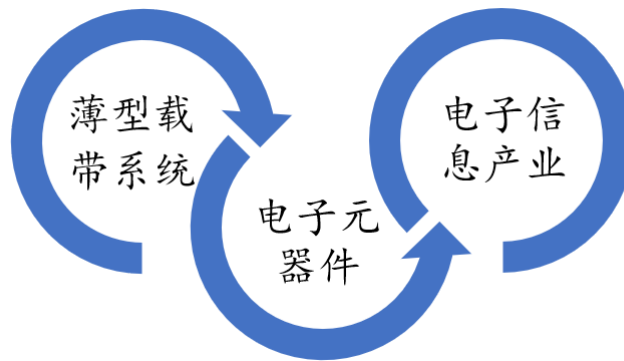
图2 薄型载带应用场景



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

薄型载带在电子元器件表面贴装中被广泛采用，耗用量大，规格种类丰富。基本电子元器件，如IC 芯片、电阻、电感、电容、二三极管等，构成了该产业链的中间层，不同的电子元器件往往需要不同的薄型载带配套使用从而得到高效、准确地贴装。

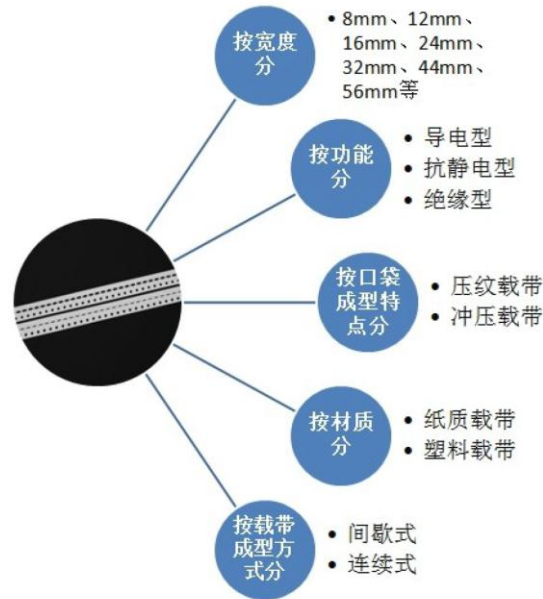
图3 薄型载带产业链



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

薄型载带种类繁多，按照不同分类标准有不同分类方式。按照宽度分，根据承载的电子元器件大小的不同，薄型载带也对应不同的宽度，如今随着电子元器件向高精度、小型化方向发展，薄型载带也向着宽度越来越窄的方向发展。按照薄型载带的材质划分，大致可以分为纸质载带和塑料载带两大类。

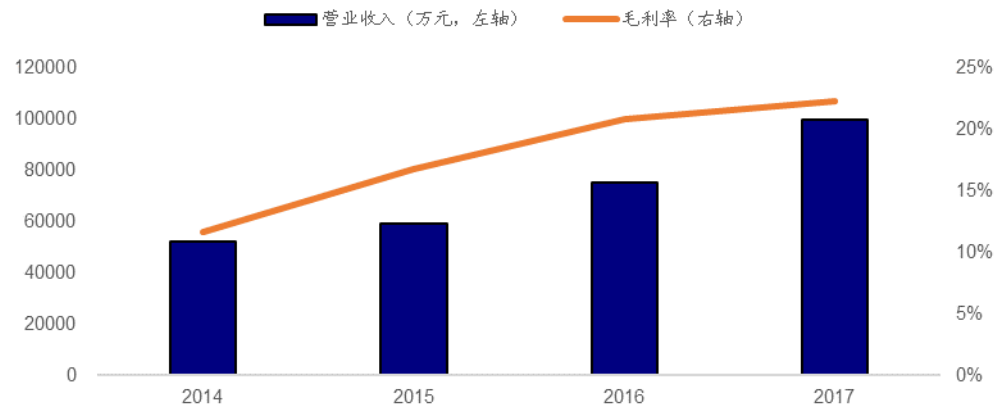
图4 薄型载带分类方式



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

近年来，由于洁美科技着力于产业链的布局，其横向、纵向一体化建设成果卓著，利于公司控制成本，使得其毛利率持续提升。

图5 洁美科技营业收入与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

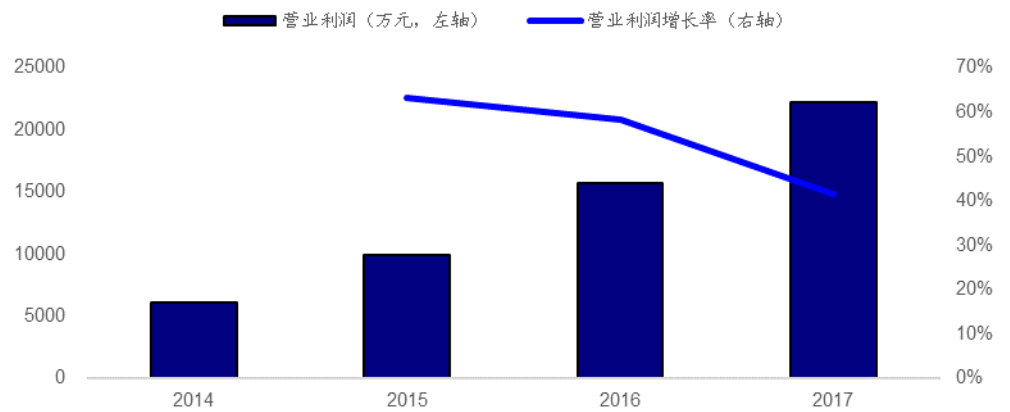
从产业链的横向角度来看，目前电子元器件封装行业的生产企业多数产品种类较为单一，往往只关注于某些特定的产品领域，或提供纸带、或提供胶带、或提供塑料载带，而较少有企业构建整个产业链条的完整产品线，行业的竞争格局主要体现在不同的细分领域。从产业链的纵向角度来看，行业内多数企业只生产同一层次下的一类或几类产品，或生产原纸、或生产载带、或生产胶带，而较少有企业对上下游进行延伸，形成产业链的纵向一体化，因而处于同一层次产品的企业间竞争较为激烈。而洁美科技综合发展其各项业务，无论是在横向、纵向一体化方面，均做到行业领先。

1.2 公司为国内外知名电子元器件厂商供货，纸质载带市占率全球领先

公司的主要客户为电子元器件生产巨头。目前公司主要客户包括韩国三星、日本村田、日本松下、国巨电子、日本京瓷、太阳诱电、风华高科、顺络电子、华新科技、厚声电子等一些国内外知名企业。

公司致力于提供整体解决方案及综合服务, 能为下游客户提供一站式整体解决方案。目前在全球范围内处于领先地位。生产纸带全球占比 30-40%, 在国内市场占有率超过 50%, 是国内载带领域当之无愧的龙头, 但在国际市场占有率仍有提升空间。

图6 洁美科技营业利润及变动



资料来源: Wind, 海通证券研究所

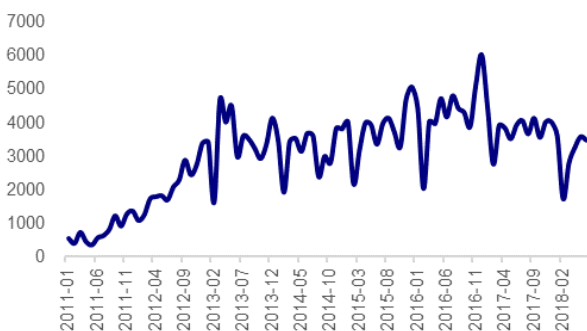
纸质载带行业, 洁美科技的竞争对手主要为国外厂商, 如日本大王, 韩国韩松和台湾雷科等, 而目前在国内能够形成竞争关系的本土企业很少。上述的几家公司, 基本上垄断了纸带的整个市场。具体来看, 日本大王, 历史悠久的传统造纸厂商, 由于业务众多无暇顾及, 而且成本昂贵, 市场份额慢慢的被蚕食; 韩国韩松, 规模比较小, 主要是为三星电子在韩国本土服务, 而国内的话, 洁美科技由于成本优势, 成为了三星电子稳定的供应商; 台湾雷科, 因为不具备电子原纸的生产能力, 加上本土的生产成本较高, 慢慢失去了在本土市场外的竞争优势。其他竞争者, 通常都是只做其中的一个领域, 如日本大王制纸、王子制纸只生产原纸, 日本马岱只做纸带及后端加工。洁美科技由于较早的研发出了原纸, 在过去的 10 多年里逐渐形成了纸带的研发, 生产和销售闭环, 通过建立起来的成本和品牌壁垒, 逐渐占据了市场的优势地位。

2. 全球主流 MLCC 厂家积极扩产, MLCC 放量在即

2.1 受益智能手机、电动汽车等发展, MLCC 需求量将持续上涨

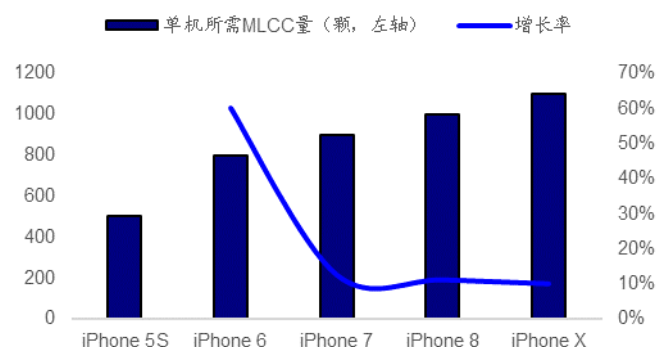
从智能手机出货量可看出, 当前智能手机市场竞争已进入存量时代, 而厂商目前着力创新升级, 推出中高端智能手机, 从而提升单机 MLCC 用量。以 iPhone 为例, 可以看出单机 MLCC 需求逐渐增长, 从而带动被动元件用量增加, 此外, 随着手机通信标准的不断升级, 同样引领 MLCC 数量增加。

图7 智能手机单月出货量 (万部)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 iPhone 单机所需 MLCC 用量



资料来源: 搜狐新闻, 海通证券研究所

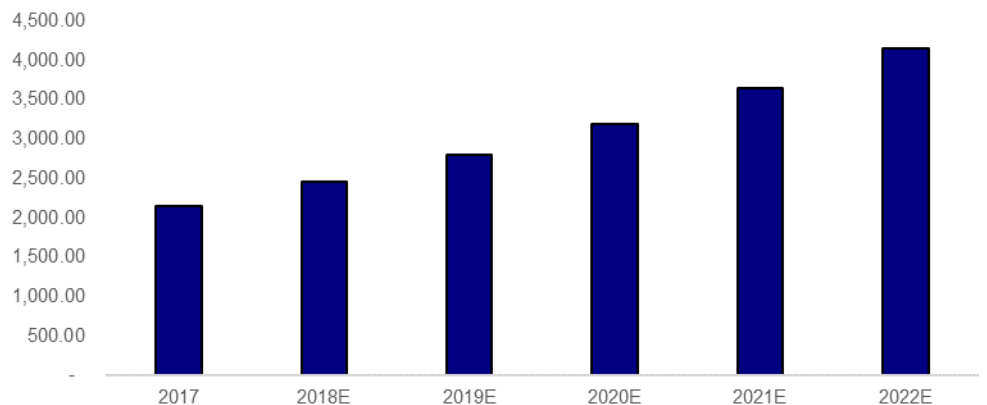
就单机使用 MLCC 数量而言，以笔记本电脑、LCD/LED 电视及手机用量最大，单台笔记本电脑 MLCC 量约为 400-800 颗，单台 LCD/LED 电视用量约 500-800 颗，单部 4G 手机的 MLCC 量在 300-400 颗不等。另外，随着通信标准的不断提升，我们预计 MLCC 的单机用量将进一步提升。

表 1 不同通信标准下 MLCC 用量

	2G/3G	低端 LTE	中端 LTE	高端 LTE
MLCC 数量/颗	100-200	200-400	300-500	550-900

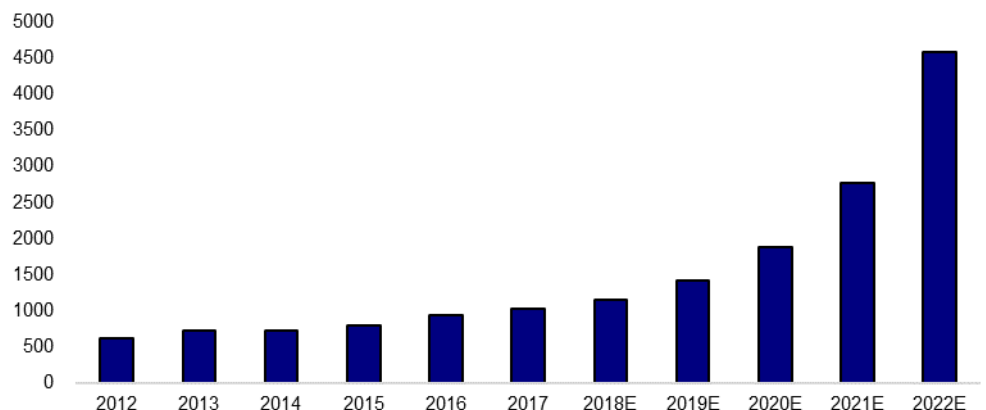
资料来源：电子发烧友，海通证券研究所

我们假设手机出货量不会发生大的改变，并取用 2013 年 1 月至 2018 年 5 月手机出货量月平均数据并折合至年化为 44307.35 万部/年。依据最新苹果手机出货量国内占比 14.3%，并假设苹果目前单机 MLCC 用量为 1000 颗，安卓手机平均单机所用 MLCC 数量为 400 颗。以 iPhone 4s 至 iPhone X 生产 6 年以来单机 MLCC 用量的年均复合增长率 14% 为标准，我们可以估算出未来 MLCC 手机市场需求量。至 2022 年，智能手机 MLCC 需求量约可达 4152.27 亿颗。

图9 手机市场 MLCC 规模预测/亿颗


资料来源：Wind，海通证券研究所

汽车智能化程度提升是长期趋势，MLCC 需求量将会进一步加大。根据每年各类型汽车的销量和不同车型所需的 MLCC 数量来测算汽车应用场景下对高容 MLCC 的需求量，根据我们的测算结果，2018 年至 2022 年，国内汽车市场对 MLCC 的需求量分别为 1149 亿颗、1409 亿颗、1875 亿颗、2772 亿颗、4583 亿颗。

图10 车用 MLCC 用量估算/亿颗


资料来源：Wind，海通证券研究所

从对智能手机以及电动汽车的需求量分析来看，MLCC 需求量的爆发式增长应是未来几年的趋势。根据智能手机以及车用 MLCC 的需求量的估算，我们可以大致得出全国

以及全球 MLCC 需求量趋势。

智能手机与车用 MLCC 需求量数据来自前文我们对于两者的分别估算。此外，据中国产业信息网披露，2016 年智能手机和车用 MLCC 用量分别占比 24% 与 12%，而我国 MLCC 需求量占全球总需求量的 69%，据此我们估算出全球 MLCC 总需求量。我们预测，至 2022 年，全球 MLCC 年需求量将超过 8 万亿颗。

表 2 全球 MLCC 总需求量估算 (亿颗)

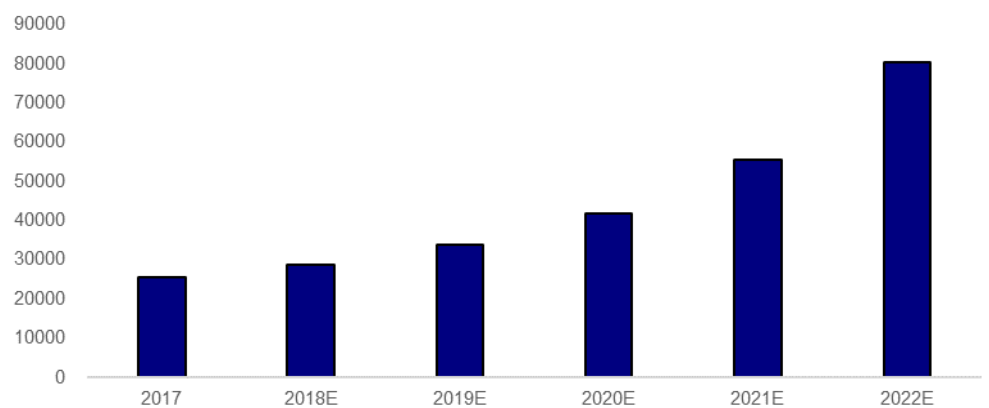
单位/亿颗	手机 MLCC 需求量	车用 MLCC 需求量	全国 MLCC 总需求量	全球 MLCC 总需求量
2017	2152	1034	17581	25480
2018E	2455	1149	19807	28705
2019E	2799	1409	23409	33926
2020E	3193	1875	28930	41928
2021E	3641	2772	38273	55468
2022E	4152	4583	55497	80430

资料来源: Wind, 中国产业信息网, 海通证券研究所

2.2 MLCC 需求量大, 各大厂商积极扩产

我们认为下游需求量大将会促使 MLCC 厂家持续扩产, MLCC 生产放量将会成为不可阻挡的趋势。在经历了自 2016 年底开始的持续性涨价之后, 各大厂商积极扩产, 目前 MLCC 供需逐步回复稳定, 价格开始出现了回落趋势。但基于前文对下游产品 MLCC 使用量的分析, 我们认为未来 MLCC 的需求量仍将有很大涨幅, 未来仍将有持续扩产动力。

图11 全球 MLCC 需求量预测 (亿颗)



资料来源: Wind, 中国产业信息网, 海通证券研究所

表 3 被动元件厂商涨价公告

主要厂商	涨价时间	涨价产品	涨价幅度
国巨	2016/10	RC 系列厚膜电阻	3%-5%
厚声	2017/3	0603 (含) 以上尺寸贴片电阻	提升 10%左右
华新科技	2017/3		针对单一产品客户调整
国巨	2017/4	R-chip 和 MLCC	提升 8%-10%
风华高科	2017/4	R-chip	1-10R 产品型号涨价 10%
TDK	2017/5	高容 MLCC	提升 5%-8%
国巨	2017/6	特定品项 MLCC	提升 15%-30%
华新	2017/6	MLCC、R-chip	提升 8%-10%

资料来源: 半导体行业观察, 海通证券研究所

巨头布局侧重点不同，国内厂商迎来大幅扩张机遇。目前各大厂商均积极扩产 MLCC，但各厂家布局的侧重点不同，日系厂商布局重点着重于小型化、高端化产品，而对于一般类型 MLCC 的扩产相对较小，因此也给国内 MLCC 龙头如风华高科等带来机遇，大力扩产一般类型的 MLCC。根据风华高科公告，风华高科目前在建扩产计划新增 0201 MLCC 产能 14 亿颗/月、叠层电感 10 亿颗/月。载带作为其生产环节必要耗材，其需求量也将大幅上升，而作为载带行业的龙头企业，洁美科技有望受益此轮大规模的扩产。

表 4 2017-2018 MLCC 厂商扩产计划

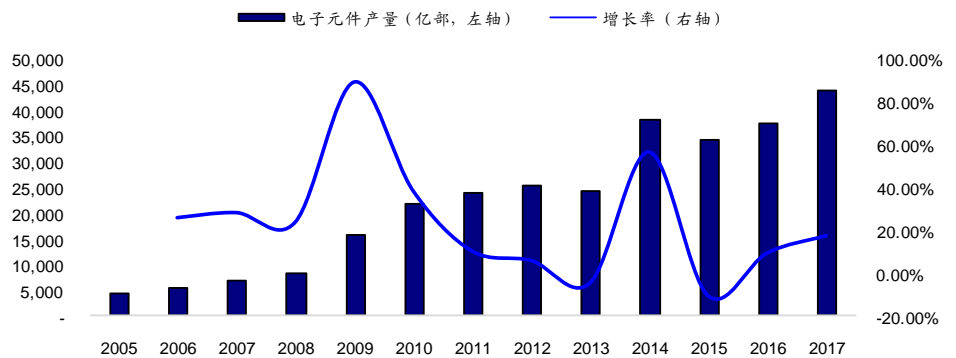
太阳诱电	旗下子公司新潟太阳诱电计划增产 MLCC，投资约 100 亿日元新建厂房，预计于 2018 年 4 月动工，同年 12 月完工。
三星电机	增加资本支出 8.5 亿元人民币，在釜山工厂增加工业和汽车专用产品线。另将在菲律宾和中国天津增设 MLCC 生产线以对应智能手机等消费电子市场。
国巨	芯片电阻及 MLCC 分别进行 10-15% 的扩产，届时芯片电阻月产能将达到 920 亿颗，MLCC 月产能将达到 410 亿颗
风华高科	投资 5556 万元，新增 0201 MLCC 14 亿颗/月，项目建设期为 2017 年 10 月-2018 年 6 月；投资 1.86 亿元，新增 10 亿颗/月叠层电感。建设期为 2017 年 8 月-2018 年 12 月。

资料来源：搜狐科技，海通证券研究所

3. 因应需求，公司持续纸质载带产品布局

3.1 纸质载带市场规模持续扩张，为洁美科技发展带来驱动力

作为电子元器件生产环节耗材，纸质载带市场规模大小取决于电子元器件生产量，我们通过估算电子元器件生产来预估纸质载带的市场规模。电子元器件薄型载带，按其所用原材料不同，主要分为纸质载带和塑料载带。纸质载带具备价格低廉、回收处理方便等特点，会被电子元器件厂商优先采用，主要用于厚度不超过 1mm 的电子元件的封装；当电子元器件的厚度超过 1mm 时，受到纸质载带弯曲条件、厚度限制等因素，一般采用塑料载带进行封装。

图12 电子元件产量


资料来源：Wind，海通证券研究所

电子元器件在表面贴装上对应载带上的一个空穴，两者有一定的数量关系。目前载带两空穴之间间距大部分为 2mm 与 4mm，估算中取中间值 3mm。根据 wind 数据，2017 年我国电子元件产量为 44071 亿只，以此为基础估算出我国国内纸质载带需求量为 132.21 亿米。根据 Wind 数据库 2006 至 2017 年数据，我们可测算出期间年均复合增长率约为 22%，结合近年电子元件发展趋势，我们认为可用此增长率估算未来几年电子元件增长趋势。此外，考虑到电子元件规格趋小，未来载带的平均间距也将持续减小。另外，我国电子元件约占全球市场规模 40%。基于以上假设，我们对 2018—2021 年纸质载带市场规模做出预测。

表 5 2018-2021 年纸质载带市场规模预测

	全球电子元器件数量/亿只	全国电子元器件数量/亿只	载带平均间距/mm	全球市场规模测算/亿米	全国市场规模预测/亿米
2018	134206	53682	3.0	403	161
2019	163475	65390	2.9	474	190
2020	199128	79651	2.8	558	223
2021	242556	97022	2.7	655	262

资料来源: Wind, 海通证券研究所

根据估算, 纸质载带市场规模将持续扩张, 至 2021 年, 全国纸质载带市场规模将达到 262 亿米。持续扩张的市场规模, 为洁美科技的持续发展提供了足够的驱动力。

3.2 公司纸质载带现有产能及扩产计划

纸质载带占目前洁美科技营业收入比例约为 75%, 公司拟投资 3.54 亿元用于“年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目”。该项目计划在安吉购置 3 条原纸生产线, 形成年产 6 万吨纸质载带生产能力。其中一期项目扩产 2 万吨, 已顺利完成安装调试并于 2017 年 7 月份投产, 后端加工设备陆续到位, 产能逐步释放, 解决了电子专用原纸产能不足的瓶颈, 大幅提升了公司产能。2019 年年初在江西基地建设第五条原纸生产线, 预计 2020 年新增两条原纸生产线。此外公司还筹划在天津生产塑料载带, 就近满足三星等客户的需要, 随着公司产能释放, 业绩有望进一步增长。

根据公司招股说明书披露, 1 吨木浆约能生产 1 吨电子专用纸, 1 吨木浆或电子专用纸约能生产 0.88 吨纸质载带。结合公司披露的木浆与电子原纸用量数据, 我们估算出 1 吨纸质载带对应 21 亿米, 从而对应约 71.5 万卷。以此数据和洁美科技的纸质载带扩产计划, 我们可以预估其产能情况:

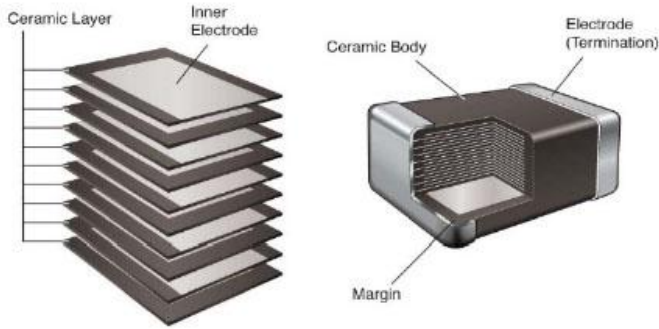
表 6 洁美科技纸质载带产能预测

单位	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
达产情况	-	-	-	一期 60%	一期 100%, 二期 30%	一期 100%, 二期 60%	一、二期 100%, 三期 20%
新增产能/万吨	-	-	-	1.2	2.6	3.2	4.4
总产能/万吨	3.6	3.6	4.4	5.6	7	7.6	8.8
总产能/亿米	75.6	75.6	92.4	117.6	147	159.6	184.8
总产能/万卷	260	260	320	400	500	540	630

资料来源: 招股说明书、2017 年年报、2018 年半年报, 海通证券研究所

4. 依托 MLCC 客户优势, 发力转移胶带领域

纸带应用于元器件封装环节, 转移胶带主要用于元器件生产过程中。移胶带用途非常广泛, 可以作为 PCB、LED 行业的层压隔离膜及保护膜、胶粘保护膜产品的保护层、模切行业冲型耗材以及作为多层陶瓷电容器 (MLCC) 及叠层内置天线生产加工过程转移的承载体。

图13 多层陶瓷电容


资料来源：易容网，海通证券研究所

图14 公司转移胶带产品


资料来源：公司官网，海通证券研究所

转移胶带本土化处于起步阶段，国产化发展空间巨大。转移胶带的生产技术要求较高，除了厚度、剥离力等常规指标外，转移胶带有其特殊的技术要求。目前，国内电子元器件生产企业所需的转移胶带主要以进口为主，其中又以日本企业居多，而转移胶带的本土化生产还处于起步阶段，国产替代进口具有较大的发展空间。和本土化生产相比，进口转移胶带的生产成本相对较高，且交货期和售后配套服务能力也存在一定的短板效应，同时由于转移胶带在叠层元器件的转移封装过程中耗用量较大，公司下游客户有较强的意愿通过本土化采购达到成本有效控制的目的。

转移胶带市场需求量大，公司在此方面布局处于初始阶段，市场扩展空间十分巨大。根据中国产业信息网预测，2018 年全球薄型载带市场规模 3.78 亿美元，2023 年将达到 5.02 亿美元。基于洁美科技纸质载带的龙头地位，洁美科技可利用其客户优势充分扩展其转移胶带业务。

洁美科技转移胶带项目新建产能约为 2 亿平方米。截至洁美科技 2018 年半年度报告，公司转移胶带项目一期第一条、第二条生产线已实现正常生产，第三条生产线正在测试。第四、第五条生产线已经预定并于 2018 年 7 月份到货安装，预计 2018 年三季度内调试完成。转移胶带新产品 25 μ m、30 μ m、38 μ m 厚度的样品已经获得了无锡村田、国巨电子、华新科技等客户的认证，其中部分客户已开始正式供货并取得销售收入。

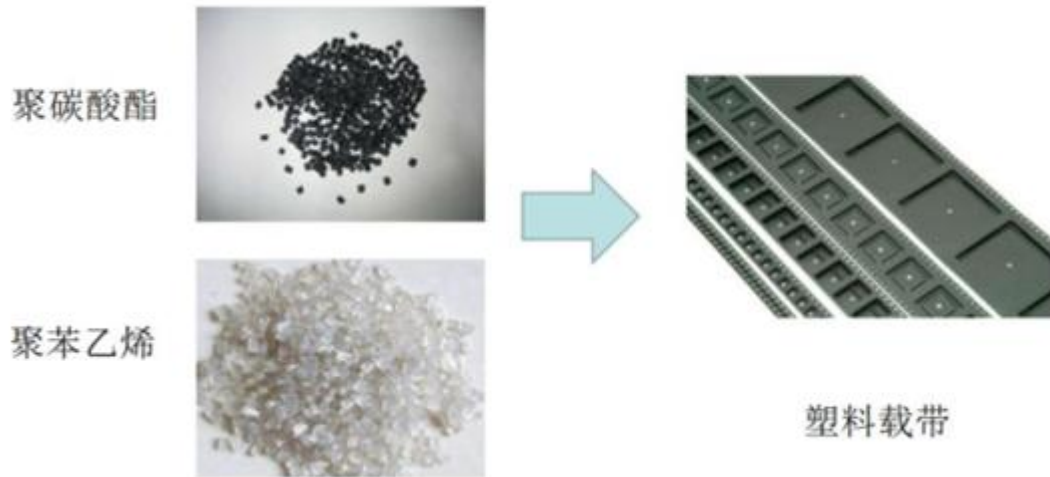
图15 转移胶带扩产情况


资料来源：洁美科技 2018 年半年报，海通证券研究所

5. 半导体材料开拓更大空间，助力塑料载带腾飞

5.1 塑料载带产业链

电子元器件塑料载带生产企业的上游主要是塑料粒子等材料生产企业；下游应用较广，主要是各类电子元器件制造企业。

图16 塑料载带生产原材料


资料来源：普骏材料科技网，海通证券研究所

塑料粒子的种类较多，供应相对稳定，部分依赖进口。塑料载带上两个孔穴之间的间距范围比较广，有 4mm、6mm、8mm、12mm、24mm 等多个规格，若取间距 8mm，以 2016 年我国半导体分立器件、集成电路、LED 等约 11349.27 亿只/块的产量为基础，则对应的塑料载带使用量约为 90.80 亿米。根据公司招股说明书披露，2016 年公司塑料载带销量约为 2.19 亿米，扣除直接出口 0.45 亿米，约占国内电子器件中半导体分立器件、集成电路、LED 对应塑料载带需求量的 1.92%，占国内电子器件塑料载带需求量的比重则更低。

与纸质载带发展趋势相似，塑料载带的需求量也将随着下游电子元器件需求量的上升有持续增长的趋势。而目前洁美科技在塑料载带领域的市场占有率相比纸质载带相对较低。根据塑料载带的发展趋势以及洁美现有的客户优势，我们预计洁美科技在塑料载带领域将有进一步发展。

5.2 公司塑料载带生产及扩产情况

表 7 洁美科技塑料载带现有产能

单位	产能		产量		销量		产能利用率	产销率
	万卷	万卷	亿米	亿米	万卷	亿米	万卷单位	万卷单位
2016	320	317.93	93.11	320.53	94.07	99.35%	100.82%	
2015	260	270.35	79.39	259.95	77.13	103.98%	96.15%	
2014	260	248.53	73.58	241.92	72.27	95.59%	97.34%	

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

在塑料载带领域，2017 年是塑料载带制程能力实现突破的一年。期间公司逐步将目标转向为半导体行业企业提供相关配套产品，着力打造公司在高端产品领域的核心竞争力。公司投资建设“年产 15 亿米电子元器件封装塑料载带生产线技术改造项目”，着力新增年产 15 亿米电子元器件塑料载带的生产能力。项目计划投资分 3 年完成，采取边投资边生产的模式，第一年建设 15 条生产线，投入建设投资的 40%；第二年建设 15 条生产线，投入建设投资的 40%，生产负荷达到 40%；第三年建设 10 条生产线，投入建设投资的 20%，生产负荷达到 75%；第 4 年生产负荷为 100%。

图17 洁美科技塑料载带扩产计划

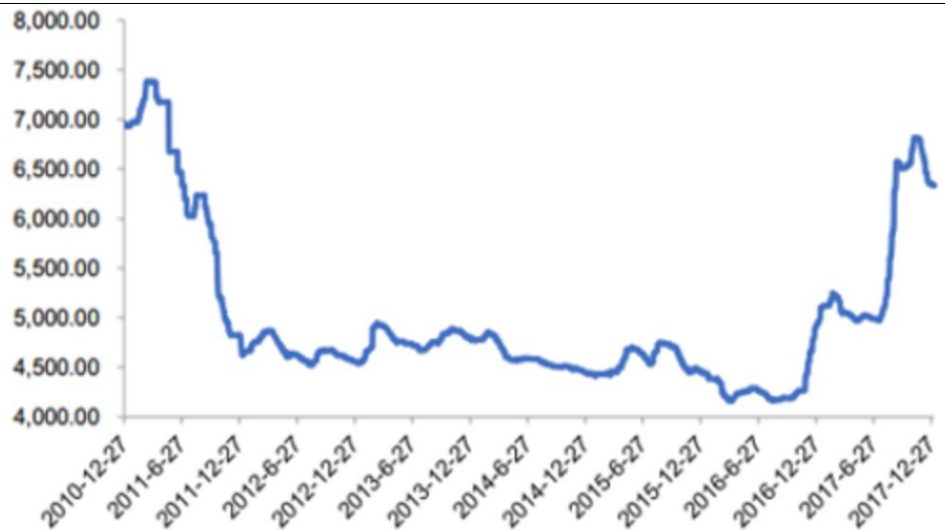
扩产计划	第一年	• 建设15条生产线，投入建设投资的40%
	第二年	• 建设15条生产线，投入建设投资的40%，生产负荷达到40%
	第三年	• 建设10条生产线，投入建设投资的20%，生产负荷达到75%
	第四年	• 生产负荷为100%

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

目前，公司塑料载带产品逐步释放产能，产品产销量有所提升，新客户不断增加，业务发展势头良好。

6. 乐观期待涨价带来收入，盈利双向改善

自2016年下半年开始，木浆价格持续上涨，从300-400美金/吨上涨到700-800美金/吨，部分超过1000美金。此次涨价时间长、涨幅大，2017年下半年公司仍受到了此轮涨价影响，导致成本上升。

图18 木浆价格走势图 (元/吨)


资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

6月份公司第一轮涨价，涨价幅度与以前大致相当，体现在三季度业绩上，毛利率得以修复。9月份启动第二轮涨价，涨价幅度高于第一轮，预计将体现在第四季度业绩及盈利水平上。

下半年业绩整体乐观，产品涨价促使盈利增长。由于上游电子元器件领域的持续扩产，目前载带领域处于供不应求，整体价格上涨。洁美科技由于涨价较晚，其涨幅潜力较大，经过6月及9月两次调价，预计下半年洁美科技盈利增幅较大。

盈利预测

下游电子元器件生产持续扩产，载带领域发展向好。公司产品电子元器件薄型载带主要应用于下游电子元器件的表面贴装，是电子元器件生产过程中必要耗材，最终应用于消费电子、智能穿戴、汽车电子、智慧医疗、安防监控、智能家居等领域。展望下游应用发展，我们认为各类电子产品发展迅猛，且随着产品创新升级，对电子元器件需求爆发式增长，从而带动载带领域的发展。

盈利预测主要基于如下假设：

纸质载带和胶带：目前公司产品结构中主要以纸质载带和胶带为主，且公司年产6万吨纸质载带扩产项目将于未来几年逐步达产。我们认为随着产能进一步释放以及下游需求的持续旺盛，收入规模将保持增长。基于对分切、打孔、压控未来的占比及价格预估，我们可以估算出纸质载带的平均单价及毛利率。可以看出，短期内纸质载带营业收入仍将持续增长。对于胶带，我们假设其增速和纸质载带相同，而从中长期来看，纸质载带和胶带的产能扩张仍是收入增长的核心驱动力。

塑料载带和转移胶带：目前塑料载带和转移胶带在公司产品结构中占比较小，处于初步发展阶段。但洁美科技着力于此方面布局，希望以此深化产业链横向一体化战略，同时，国产替代化需求大，对塑料载带和转移胶带的需求迫切，近年洁美科技在塑料载带和转移胶带的扩产项目也将逐步达产，未来此方面产能持续上升。且基于规模效应，未来毛利率将会为上涨趋势。长期来看，塑料载带与转移胶带的产能占比会逐步上升。

我们预测 2018-2020 年洁美科技主营业务收入分别为 13.93 亿、18.55 亿、24.20 亿元。全面摊薄 EPS 分别为 1.10、1.47、1.92 元。结合可比公司估值，同时考虑到公司作为全球纸质载带龙头理应享有一定溢价，给予公司 2018 PE 38~42x 之间，对应 41.8~46.2 元合理价值区间，给予优于大市评级。

表 8 公司主营业务收入预测 (单位: 亿元)

业务	2017	2018E	2019E	2020E
纸质载带	7.47	10.08	12.81	15.75
YOY	34.35%	35.00%	27.00%	23.00%
毛利率	40.46%	40.00%	41.00%	42.00%
塑料载带	0.37	0.80	1.50	2.50
YOY	15.63%	116.22%	87.50%	66.67%
毛利率	20.34%	23.00%	24.00%	25.00%
胶带	1.99	2.49	2.99	3.58
YOY	27.56%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	44.41%	43.00%	44.00%	44.00%
转移胶带		0.50	1.20	2.30
YOY			140.00%	91.67%
毛利率		23.00%	25.00%	27.00%
其他业务	0.06	0.06	0.06	0.06
YOY	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%
合计	9.89	13.93	18.55	24.20
YOY	32.22%	40.87%	33.16%	30.41%
毛利率	40.29%	38.80%	38.96%	39.02%

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示。 MLCC 厂商扩产可能不及预期。

表 9 可比上市公司估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2018E) 倍
300567	精测电子	面板及半导体设备	50.59	28
603690	至纯科技	半导体设备	16.56	36
平均				32

资料来源：股价采用 2019 年 1 月 9 日收盘价，盈利预测来自 wind 一致预期，海通证券研究所整理

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	996.41	1393.20	1855.23	2419.50
每股收益	0.76	1.10	1.47	1.92	营业成本	596.52	852.60	1132.44	1475.31
每股净资产	5.27	6.32	7.78	9.70	毛利率%	40.13%	38.80%	38.96%	39.02%
每股经营现金流	0.42	1.43	1.01	1.76	营业税金及附加	7.34	10.26	13.66	17.82
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
价值评估 (倍)					营业费用	42.99	60.10	80.04	104.38
P/E	39.61	27.44	20.50	15.70	营业费用率%	4.31%	4.31%	4.31%	4.31%
P/B	5.71	4.76	3.86	3.10	管理费用	108.67	151.94	202.33	263.87
P/S	7.80	5.58	4.19	3.21	管理费用率%	10.91%	10.91%	10.91%	10.91%
EV/EBITDA	27.47	20.39	15.18	11.37	EBIT	240.89	318.29	426.76	558.12
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	23.14	0.00	0.00	0.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.32%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	40.13%	38.80%	38.96%	39.02%	资产减值损失	5.87	0.00	0.00	0.00
净利润率	19.69%	20.33%	20.43%	20.46%	投资收益	2.02	2.02	2.02	2.02
净资产收益率	14.57%	17.35%	18.84%	19.75%	营业利润	221.83	320.31	428.78	560.14
资产回报率	12.55%	14.47%	16.01%	16.50%	营业外收支	0.28	0.28	0.28	0.28
投资回报率	18.11%	20.95%	22.04%	24.75%	利润总额	222.11	320.59	429.06	560.42
盈利增长 (%)					EBITDA	276.67	366.95	492.27	638.55
营业收入增长率	32.26%	39.82%	33.16%	30.41%	所得税	25.88	37.36	50.00	65.31
EBIT 增长率	48.35%	32.13%	34.08%	30.78%	有效所得税率%	11.65%	11.65%	11.65%	11.65%
净利润增长率	42.07%	44.34%	33.84%	30.61%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	196.22	283.23	379.06	495.11
资产负债率	13.9%	16.6%	15.0%	16.4%	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率	4.34	3.36	3.73	3.63	货币资金	230.10	299.00	309.54	523.81
速动比率	3.59	2.70	2.95	2.92	应收款项	368.40	429.06	578.31	749.66
现金比率	4.60	—	—	—	存货	124.37	177.92	230.46	304.05
经营效率指标					其它流动资产	32.89	32.89	32.89	32.89
应收帐款周转天数	115.15	112.41	113.78	113.09	流动资产合计	777.48	964.38	1186.99	1655.86
存货周转天数	72.39	76.17	74.28	75.22	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.74	0.79	0.86	0.90	固定资产	652.08	885.44	1118.80	1352.16
固定资产周转率	1.86	1.87	2.01	2.23	在建工程	51.91	62.97	74.03	76.11
					无形资产	71.45	80.18	86.83	93.33
					非流动资产合计	785.50	989.99	1177.63	1341.37
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	1562.97	1957.14	2367.40	3000.01
净利润	196.22	283.23	379.06	495.11	短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	93.60	146.23	191.35	251.16
非现金支出	41.65	48.66	65.51	80.43	预收账款	0.20	0.40	0.45	0.64
非经营收益	1.59	-2.30	-2.30	-2.30	其它流动负债	0.08	0.08	0.08	0.08
营运资金变动	-130.82	40.17	-180.87	-117.10	流动负债合计	179.03	287.20	318.39	455.90
经营活动现金流	108.64	369.75	261.40	456.14	长期借款	9.00	9.00	9.00	9.00
资产	-156.54	-252.87	-252.87	-243.89	其它长期负债	28.45	28.45	28.45	28.45
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	37.45	37.45	37.45	37.45
其他	-7.98	-2.02	-2.02	-2.02	负债总计	216.48	324.65	355.84	493.35
投资活动现金流	-164.52	-254.89	-254.89	-245.91	实收资本	255.70	258.47	258.47	258.47
债权募资	-374.42	-50.00	0.00	0.00	普通股股东权益	1346.50	1632.49	2011.55	2506.66
股权募资	639.29	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-33.87	0.00	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	1562.97	1957.14	2367.40	3000.01
融资活动现金流	231.00	-50.00	0.00	0.00					
现金净流量	175.12	64.86	6.51	210.22					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 09 日
 资料来源: 公司年报 (2017)、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈平 电子行业
 谢磊 电子行业
 尹芬 电子行业

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： 沪电股份,精测电子,视源股份,纳思达,生益科技,汇顶科技,欣旺达,三安光电,至纯科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	类别	评级	说明
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。	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。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

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

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

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

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

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

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@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
沈泽承(021)23212067 szc9633@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
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@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
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
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
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@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

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

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

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 z yx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 联系人 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyx11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 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
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@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
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@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