

投资评级 优于大市 首次覆盖

中国大陆偏光片龙头持续扩产，大尺寸打开新成长空间

股票数据

03 月 07 日收盘价(元)	46.00
52 周股价波动(元)	24.43-69.15
总股本/流通 A 股(百万股)	80/55
总市值/流通市值(百万元)	3680/2516

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	24.6	47.7	38.5
相对涨幅(%)	7.3	23.0	18.8

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:

- **中国大陆偏光片龙头技术领先，董事长张建军入选万人计划。**公司前身为深圳市三利谱光电科技有限公司，成立于 2007 年 4 月 16 日，主要产品包括 TFT 系列和黑白系列偏光片，产品主要应用于手机、电脑、液晶电视等消费类电子产品，以及汽车电子、医疗器械、仪器仪表等工控类电子产品显示屏，已成为包括京东方、天马、合力泰、信利等液晶面板和模组厂的合格供应商。
- **偏光片供需：中国大陆供需缺口大，国产替代需求强烈。**我们测算得到 2018~2020 年全球偏光片产能需求分别为 594、651、691 百万平方米，2018~2020 年全球偏光片产能合计分别为 690、739、778 百万平方米，我们判断全球整体供需处于紧平衡状态，且产能趋向逐渐紧张的趋势，可以预判 2019、2020 年偏光片价格有较强支撑。就中国大陆而言，我们预测 2018~2020 年中国大陆 TFT 面板厂偏光片需求/大陆偏光片厂产能供给分别为 240/28、301/42、370/63 百万平方米。可见中国大陆需求占全球半壁江山，但自给率尚不足 20%，中国大陆偏光片企业有望受益国产替代机遇。
- **中国台湾与韩国经验：中国大陆偏光片企业有望凭借中国大陆面板产业崛起之势而发展壮大。**韩国 LG、中国台湾三巨头分别受益韩国、中国台湾面板产业爆发，都在本土实现对日厂的替代。我们认为当前大陆引领高世代面板线投资，面板厂有确保上游供应链安全的考量，为中国大陆偏光片企业提供重要的进口替代机会。
- **三利谱成本控制能力强，国产替代机会大。**公司通过对设备、人工成本的控制，能够实现远超海外竞争对手的毛利率（我们测算高出竞争对手 6~8pct）。若再考虑到销售人员、管理人员费用，公司净利率有望超出竞争对手更多。
- **大尺寸客户突破+产能高速释放有望驱动公司高成长，长期受益国产替代机遇。**公司除现有 TFT-LCD 偏光片 450 万平米/年以及黑白 120 万平方米/年产能外，后续合肥 1000+600 万平方米产能投产，深圳龙岗 1000 平方米投产都有望给公司带来巨大的产能补充，我们测算公司合计 TFT 产能 2017~2020 年分别为 750、1250、2150、2650 万平方米。后续伴随公司价格、服务优势，有望在下游大客户份额持续增加、长期受益国产替代机遇。
- **盈利预测。**预测公司 2018~2020 EPS 分别为 0.38、1.49、2.09 元/股。公司处于电子材料行业，结合可比公司保守给予公司 2019 年 36~39x PE，对应合理价值区间为 53.64~58.11 元/股，给予“优于大市”评级。

- **风险提示。**下游面板厂商投资步伐可能放慢；大尺寸面板价格可能下滑较多；上游核心原材料主要由日本厂商供应，可能出现供应不足及汇率大幅波动。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	800.49	817.61	887.96	1415.56	1977.86
(+/-)YoY(%)	20.10%	2.14%	8.60%	59.42%	39.72%
净利润(百万元)	72.82	82.20	30.35	118.91	166.85
(+/-)YoY(%)	-9.78%	12.89%	-63.08%	291.80%	40.31%
全面摊薄 EPS(元)	0.91	1.03	0.38	1.49	2.09
毛利率(%)	28.05%	26.34%	17.63%	23.14%	23.47%
净资产收益率(%)	16.19%	9.36%	3.34%	11.58%	13.97%

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. 国产偏光片先行者，引领偏光片国产化大趋势	6
1.1 偏光片——显示模组的关键材料	6
1.2 三利谱——迅速成长的国内偏光片龙头	7
1.3 高管及核心员工持股、利益高度绑定，营收、净利随产能释放而快速增长	8
1.4 18 年净利润受汇率波动&产线爬坡等影响大幅低于预期，19 年起有望重回高增长通道	9
1.5 注重研发、掌握多项核心技术，董事长入选万人计划.....	11
2. 偏光片供需：中国大陆偏光片供需缺口大，大陆偏光片企业面临机遇	11
2.1 全球面板产能扩张带动偏光片需求持续增长，中国大陆市场增速亮眼	11
2.2 全球偏光片产能温和扩张，中国大陆厂商产能扩张速度显眼.....	13
2.3 供需分析：全球偏光片供需紧平衡，中国大陆国产替代需求强烈	13
3. 中国台湾与韩国经验：中国大陆偏光片企业有望在中国大陆面板企业占据主力供应商	14
4. 从行业盈利能力看：三利谱成本控制能力强，国产替代机会大、潜在盈利空间大 ..	15
5. 盈利预测	18
5.1 大尺寸客户突破+产能释放有望驱动公司高成长，长期受益国产替代机遇 ...	18
5.2 盈利预测	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	偏光片是显示模组的重要构成部分（以 TFT-LCD 为例）	6
图 2	偏光片是显示模组的必要构成部分（以 OLED 为例）	6
图 3	偏光片构造	7
图 4	公司历史沿革	7
图 5	公司部分客户	7
图 6	公司主要偏光片产品及用途	8
图 7	公司股权结构（截至 2018Q3）	8
图 8	公司历年收入、归母净利润及变动	9
图 9	公司 2013~2017 年盈利水平变动	9
图 10	公司历年收入结构	9
图 11	公司 2013~2017 年盈利水平（毛利率）变动	9
图 12	公司单季营收、归母净利及变动	9
图 13	公司单季度毛利率、净利率变动	9
图 14	日元兑人民币汇率变化	10
图 15	合肥产线人员增加，人工成本增加（人）	10
图 16	公司近年研发费用情况（亿元）	11
图 17	全球&中国大陆 TFT 产能	12
图 18	全球&中国大陆 AMOLED 用 TFT 产能	12
图 19	全球偏光片需求	12
图 20	中国大陆偏光片需求	12
图 21	中国大陆偏光片需求全球占比	12
图 22	全球偏光片厂商产能份额	13
图 23	中国大陆两大偏光片龙头（三利谱+盛波）全球产能份额变化	13
图 24	全球偏光片供需分析	14
图 25	中国大陆偏光片需求与配套能力对比	14
图 26	2001~2017 年中国台湾 TFT 面板产能	14
图 27	中国台湾偏光片企业受益中国台湾面板崛起而发展壮大	14
图 28	韩国面板龙头之一 LGD 偏光片供应商结构（2017）	15
图 29	中国台湾面板龙头之一友达光电偏光片供应商结构（2018）	15
图 30	近年中国大陆 TFT 面板产能迅速扩张	15

图 31	2004~2017 年中国大陆 TFT 面板产能面积全球份额快速攀升	15
图 32	大尺寸偏光片价格比较示意图（元人民币）	16
图 33	直接人工/营收比较	17
图 34	相同产能投资额对比	17
图 35	折旧摊销成本/收入对比	17

表目录

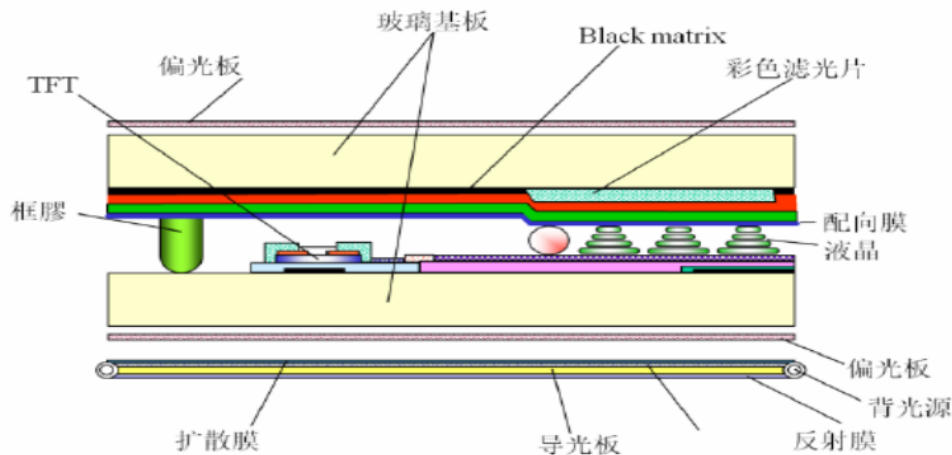
表 1	全球各偏光片厂产能（万平方米/年）	13
表 2	近年部分大尺寸偏光片项目投资额比较	17
表 3	大尺寸偏光片厂商理论毛利水平测算（元人民币）（以三利谱合肥收入 100 元为 单位情景）	18
表 4	三利谱各产线产能释放进度（万平方米/年）	18
表 5	三利谱收入预测	19
表 6	估值比较	19

1. 国产偏光片先行者，引领偏光片国产化大趋势

1.1 偏光片——显示模组的关键材料

偏光片是显示模组的关键材料之一。偏光片全称为偏振光片，可控制特定光束的偏振方向。自然光在通过偏光片时，振动方向与偏光片透过轴垂直的光将被吸收，透过光只剩下振动方向与偏光片透过轴平行的偏振光。液晶显示模组中有两张偏光片分别贴在玻璃基板两侧，下偏光片用于将背光源产生的光束转换为偏振光，上偏光片用于解析经液晶电调制后的偏振光，产生明暗对比，从而产生显示画面。液晶显示模组的成像必须依靠偏振光，少了任何一张偏光片，液晶显示模组都不能显示图像。

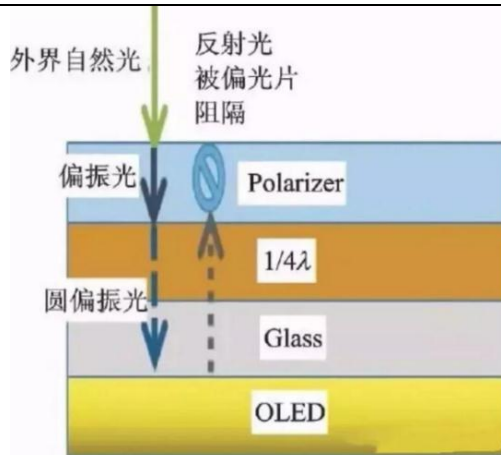
图1 偏光片是显示模组的重要组成部分（以 TFT-LCD 为例）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

OLED 中偏光片同样不可或缺，功能更加丰富。OLED 显示面板本身是自发光原理，因此当外界光线照射到 OLED 的金属电极上反射回来就会带来反射光干扰。针对这一问题，OLED 模组会在外层贴附 $1/4\lambda$ 波片的偏光片用来阻隔外界光的反射，进而改善对比度。同样也由于 OLED 无需背光模组，所需要的偏光片相对 LCD 模组少了一片。

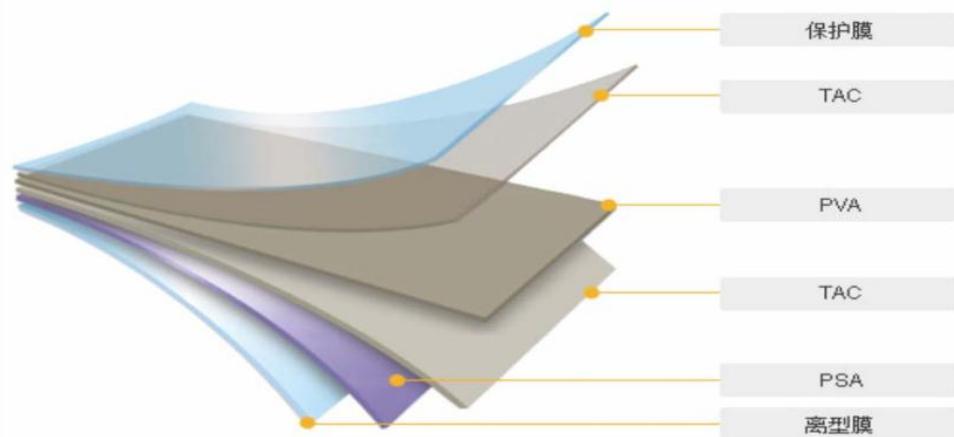
图2 偏光片是显示模组的必要组成部分（以 OLED 为例）



资料来源：51touch，海通证券研究所

偏光片主要由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜和压敏胶等复合制成，起偏振作用的核心膜材是 PVA 膜。PVA 膜经染色后吸附具有二向吸收功能的碘分子，通过拉伸使碘分子在 PVA 膜上有序排列，形成具有均匀二向吸收性能的偏光膜，其透过轴与拉伸的方向垂直。

图3 偏光片构造



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

1.2 三利谱——迅速成长的国内偏光片龙头

三利谱——国内偏光片龙头，进口替代先行者。公司成立于 2007 年 4 月 16 日，并于 2010 年 7 月整体变更为股份公司，从事偏光片产品的研发、生产和销售，主要产品包括 TFT 系列和黑白系列偏光片两类。公司产品主要应用于手机、电脑、液晶电视等消费类电子产品显示屏，以及汽车电子、医疗器械、仪器仪表等工控类电子产品显示屏，还可以应用于 3D 眼镜、防眩光太阳镜等，并可提供偏光片产品及周边产品技术解决方案。公司是国内少数具备 TFT-LCD 用偏光片生产能力的企业之一，凭借稳定的产品质量，已成为包括京东方、天马、龙腾光电、信利、帝晶光电等液晶面板和液晶显示模组生产企业的合格供应商，率先打破国内中大尺寸 TFT 偏光片全部依赖进口的历史，并于 2017 年 5 月公司登陆资本市场。

图4 公司历史沿革



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图5 公司部分客户



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司偏光片产品主要涵盖 TFT-LCD 系列偏光片和黑白系列（TN/STN/OLED）偏光片两大类，前者主要应用于彩色 TFT 液晶显示屏，后者主要应用于单色及假彩色液晶显示屏。公司竞争对手主要分布于韩国，日本和中国台湾。TFT-LCD 系列偏光片产品主要竞争对手是日本的日东电工，住友化学，韩国的 LG 化学，中国台湾的奇美材料和明基材料和大陆的盛波光电；黑白系列偏光片主要的竞争对手是大陆的盛波光电，纬达光电和温州侨业。

目前，公司已具备满足下游众多应用领域要求所需偏光片的生产能力。产品类型包括 TN 偏光片、STN 偏光片、TFT 偏光片、OLED 偏光片、3D 眼镜用偏光片等，产品有效厚度已达到 90 μm ，并可提供 120 μm 、130 μm 、150 μm 、210 μm 等不同厚度产品。同时，公司可根据客户需求，提供不同类型及厚度搭配的产品以支持客户的产品设计，并与客户联合开发具有特殊用途的偏光片产品。

图6 公司主要偏光片产品及用途

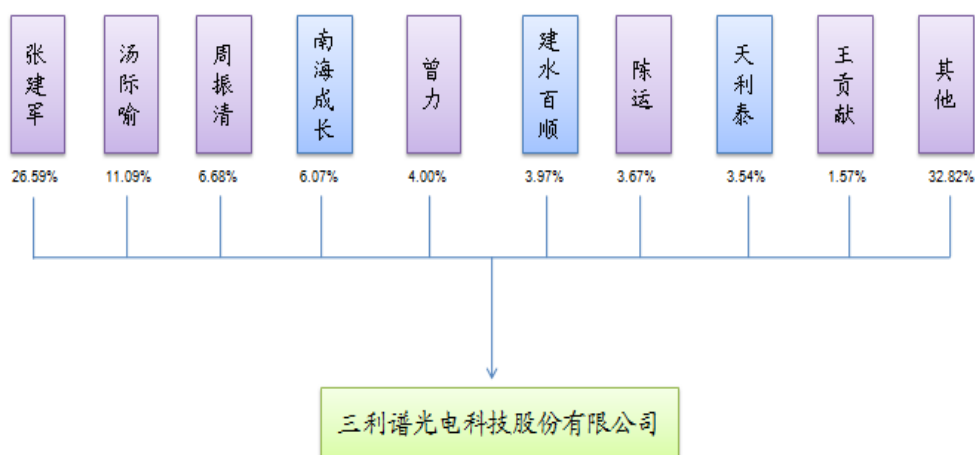
偏光片类型	应用终端名称	终端图片	
TFT 系列偏光片	手机、电脑、液晶电视、3D 眼镜片等		
			
黑白系列偏光片	仪器仪表、计算器、车载电子、手表、MP3、收音机等		
			
			

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1.3 高管及核心员工持股、利益高度绑定，营收、净利随产能释放而快速增长

公司董事长兼总经理张建军先生是公司第一大股东，持股比例为 26.59%，负责公司的全面经营管理工作。另外，天利泰是公司的员工持股平台，公司主要高管及技术骨干均通过天利泰持有公司股权，通过高管持股与员工持股平台，公司实现了董监高、核心员工的利益一致性。

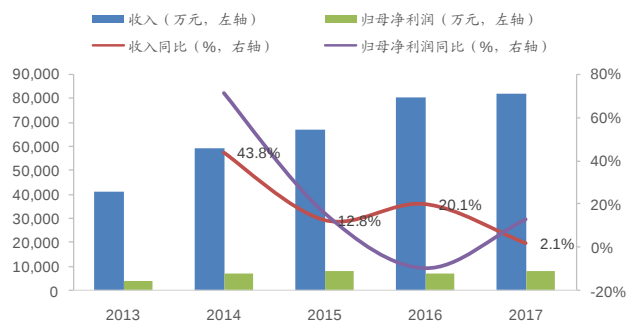
图7 公司股权结构（截至 2018Q3）



资料来源：wind，海通证券研究所

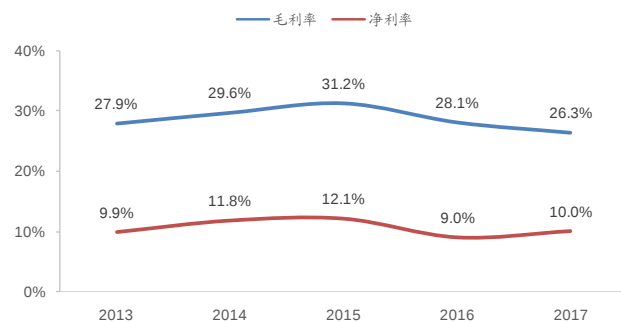
公司 2017 年营收 8.18 亿元，归母净利润 0.82 亿元，营收中 TFT 系列产品、黑白产品分别为 6.6 亿元、1.5 亿元。公司近年毛利率维持在 26%-32%之间，净利率在 10%左右波动，盈利能力在行业中处于较佳水平。

图8 公司历年收入、归母净利润及变动



资料来源：公司招股书，公司 2017 年年报，wind，海通证券研究所

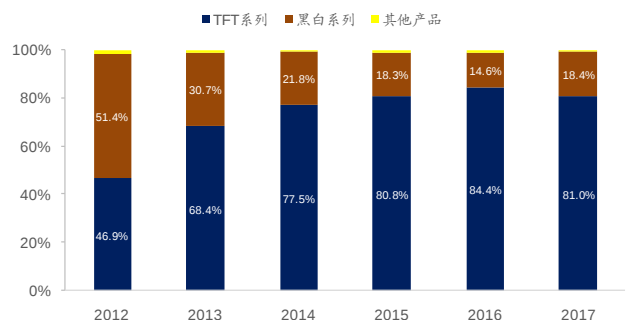
图9 公司 2013~2017 年盈利水平变动



资料来源：公司招股书，公司 2017 年年报，wind，海通证券研究所

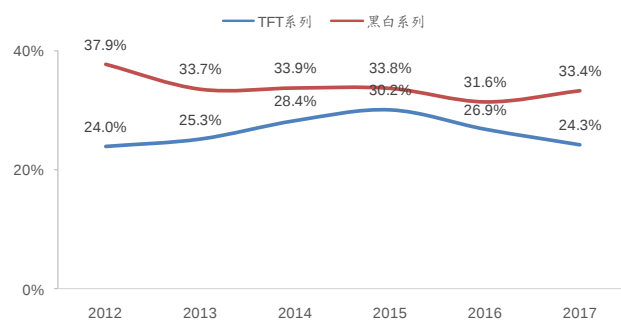
2017 年 TFT 系列产品、黑白系列产品分别占公司营业收入的 81.0%、18.4%，且 TFT 系列产品占比处于上升通道。黑白系列产品毛利率 2013~2017 年都在 30%~35% 区间波动，TFT 系列产品毛利率水平整体也都在 20% 以上，黑白偏光片毛利率更高，我们认为主要是因为上游原材料国产化程度较高，而 TFT 偏光片的关键原材料 PVA 与 TAC 膜主要从日本进口。

图10 公司历年收入结构



资料来源：公司招股书，公司 2017 年年报，wind，海通证券研究所

图11 公司 2013~2017 年盈利水平（毛利率）变动

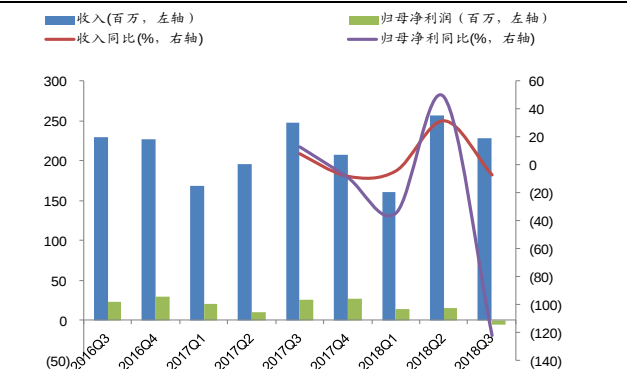


资料来源：公司招股书，公司 2017 年年报，wind，海通证券研究所

1.4 18 年净利润受汇率波动&产线爬坡等影响大幅低于预期，19 年起有望重回高增长通道

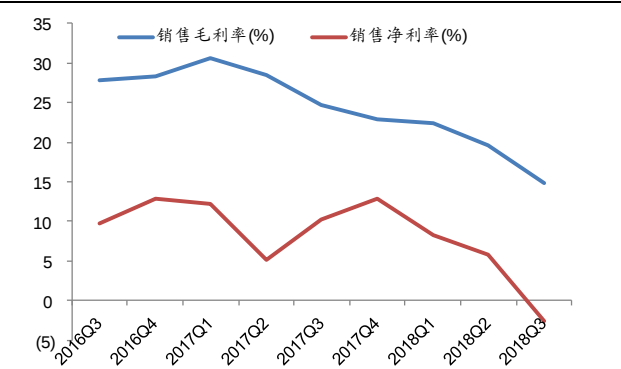
2018 年前三季度，公司实现营收 6.46 亿元，同比增加 5.69%；归母净利 2271 万元，同比下滑 59.31%。2018 年第三季度，公司实现营收 2.28 亿元，同比下滑 7.63%；18Q3 单季度亏损 566 万元，结合公司披露的投资者关系记录（20181120）中对三季度业绩的说明，我们认为主要原因是合肥三利谱公司审厂进度比预期延缓，产能释放延迟，及以美元、日元计价进口原材料，对人民币升值，导致成本、费用增加。

图12 公司单季营收、归母净利及变动



资料来源：公司 16~18 季报，wind，海通证券研究所

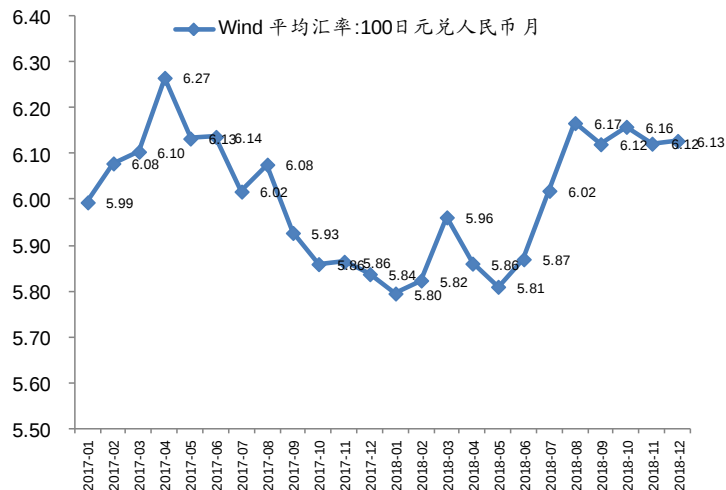
图13 公司单季度毛利率、净利率变动



资料来源：公司 16~18 季报，wind，海通证券研究所

影响因素一：日元兑人民币汇率单边大幅上涨。日元兑人民币汇率对于公司盈利能力构成两方面影响：1）18年人民币贬值导致汇兑损失，影响财务费用。公司主要原材料均需由日本进口，并主要使用日元结算。按照公司与主要供应商的协议，公司境外采购货款一般采用信用证结算，信用证期限主要为60天，因此公司持有数额较大的日元负债（包括经营性负债等），日元汇率升值导致汇兑损失，大幅增加财务费用；**2）日元兑人民币汇率上升，材料采购成本增加，但公司项目订单周期一般要6-12月，且按照当时汇率折算成人民币定价，会导致销售单价对汇率反应有一定的滞后，因此日元和美元汇率波动导致公司毛利率下降。**

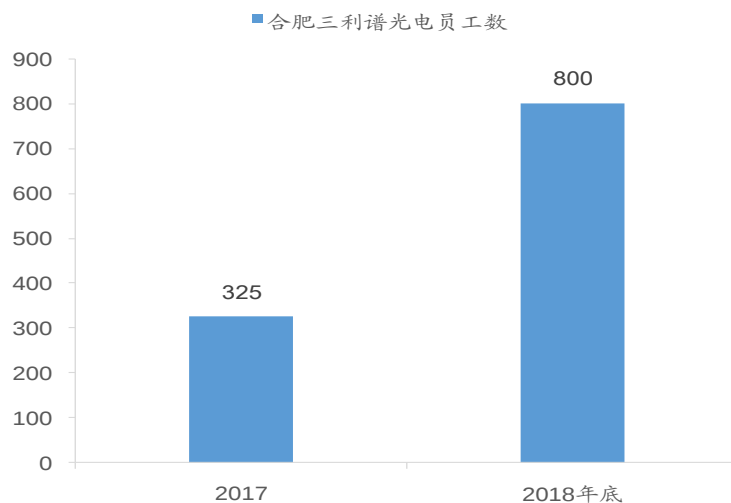
图14 日元兑人民币汇率变化



资料来源: wind, 海通证券研究所

影响因素二：合肥产线工人增加，直接人工成本增加，毛利下降。18年为合肥新产线爬坡调试期，产线营收释放延缓，同时人员需要提前招聘及培训，18年合肥产线工人大幅增加，直接人工成本增加，导致营业成本增加，毛利降低。截至2017年年末，合肥三利谱光电从业人数325人，截至2018年底，合肥员工增加至800人左右，我们假设增加人员以产线工人为主，按照年均5万/人估算，增加人工成本约2375万元。

图15 合肥产线人员增加，人工成本增加（人）



资料来源: 公司投资者关系记录 181106, 海通证券研究所

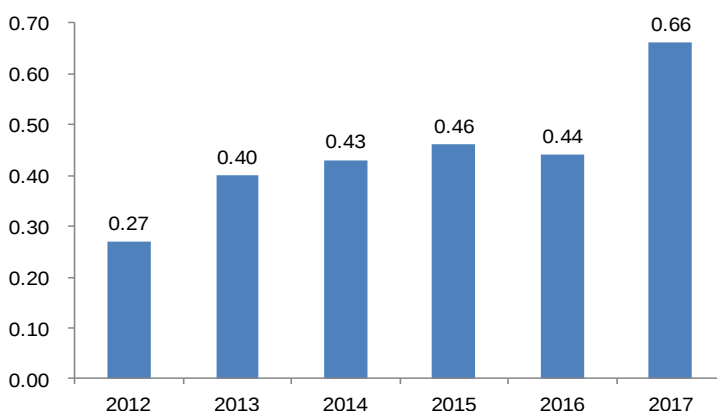
2019年开始日元由升值转为贬值，我们预计影响将消除，甚至产生汇兑收益。并且合肥产线员工基本已达满产人数，后续员工人数或将维持不变，两项影响因素均消除，我们预计公司业绩将重回高增长通道。

1.5 注重研发、掌握多项核心技术，董事长入选万人计划

公司作为偏光片国产化的主要推动者之一，已掌握核心技术优势，并不断加大研发投入力度。公司经过多年的技术积累，自主研发并掌握了 PVA 延伸技术、PVA 复合技术、压敏胶开发技术、翘曲控制技术、外观自动检查技术以及设备设计和集成技术等偏光片生产核心技术，打破了偏光片长期由日本、韩国和中国台湾企业垄断的局面，为公司在偏光片行业的进一步发展打下了坚实的基础。随着新产线的爬坡，研发费用大幅增加，确保了公司能够在偏光片行业持续取得技术突破。

公司董事长张建军为行业资深专家，入选“万人计划”。公司董事长张建军曾任天马微电子股份有限公司研究开发中心工程师、深圳市盛波偏光器件有限公司生产部经理、温州侨业经济开发有限公司总工程师、深圳市利马光电子有限公司执行董事兼总经理、深圳市三利谱光电科技有限公司执行董事兼总经理、合肥三利谱总经理，曾获“2010 年度中国光电显示行业杰出贡献奖”等荣誉。18 年董事长张建军入选国家“万人计划”，也在一定程度上反应行业对公司的认可。

图16 公司近年研发费用情况（亿元）

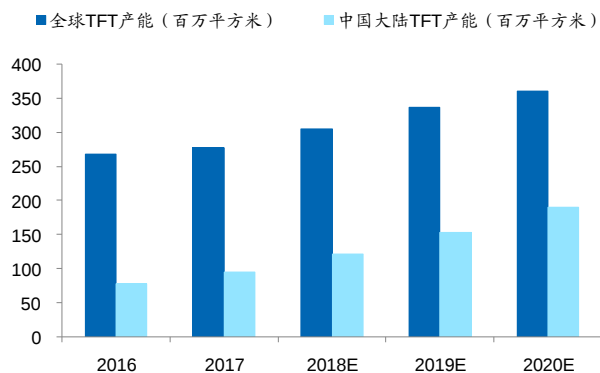


资料来源：wind，海通证券研究所

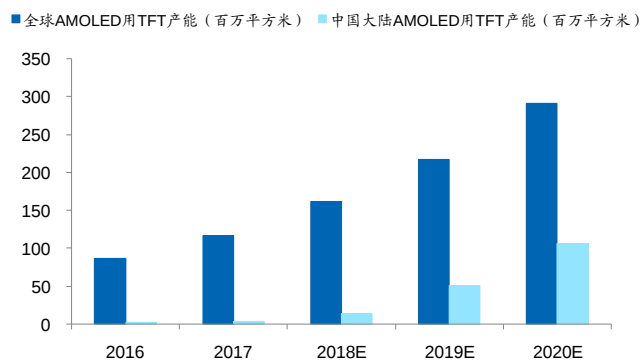
2. 偏光片供需：中国大陆偏光片供需缺口大，大陆偏光片企业面临机遇

2.1 全球面板产能扩张带动偏光片需求持续增长，中国大陆市场增速亮眼

据 IHS 预计，2018~2020 年，全球 TFT 产能分别为 305、336、360 百万平方米，其中中国大陆 TFT 产能分别为 121、153、190 百万平方米。由于 LCD 模组需要 2 片偏光片而 AMOLED 模组需要一片，我们需要单独考虑 AMOLED 用 TFT 产能，根据 IHS 的预测，2018~2020 年全球 AMOLED 用 TFT 产能分别为 161、218、291 百万平方米，其中中国大陆 AMOLED 用 TFT 产能分别为 14、51、106 百万平方米。

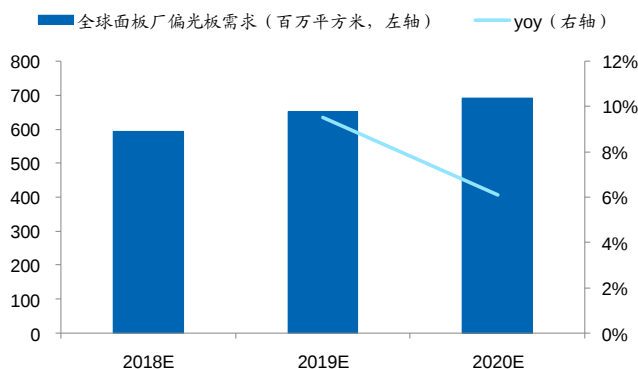
图17 全球&中国大陆 TFT 产能


资料来源: IHS, 海通证券研究所

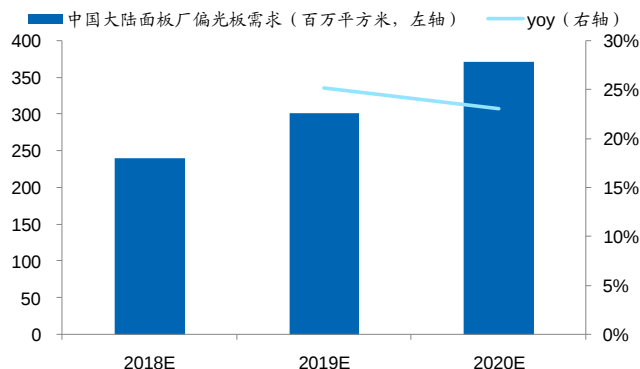
图18 全球&中国大陆 AMOLED 用 TFT 产能


资料来源: IHS, 海通证券研究所

我们按照面板与偏光片产能一一匹配的思路, 基于“LCD 用 TFT 产能*2+AMOLED 用 TFT 产能”的思路测算偏光片产能需求, 我们测算得到 2018~2020 年全球偏光片产能需求分别为 594、651、691 百万平方米, 中国大陆偏光片产能需求分别为 240、301、370 百万平方米。中国大陆 2019、2020 年偏光片面积需求增速为 25%、23%, 远超全球的 9.6%、6.1%。

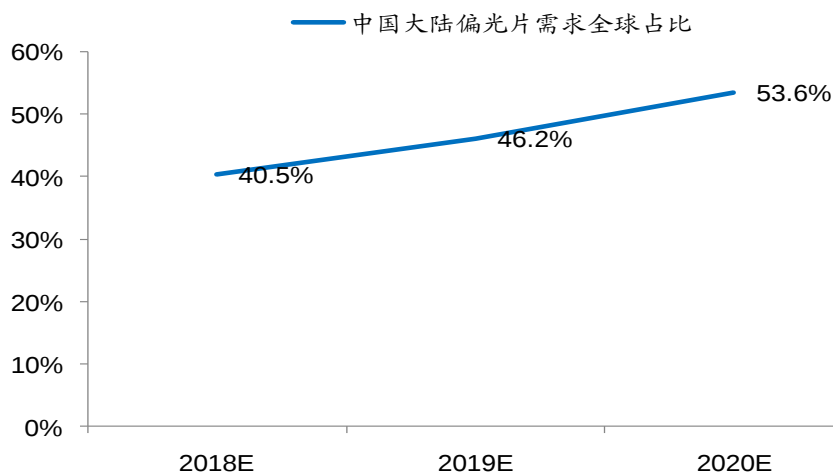
图19 全球偏光片需求


资料来源: IHS, 海通证券研究所测算

图20 中国大陆偏光片需求


资料来源: IHS, 海通证券研究所测算

按照以上测算结果, 我们可以看到中国大陆是全球偏光片需求的重要力量, 全球占比持续上升, 我们判断到 2020 年中国大陆偏光片需求有望占到全球的一半以上。

图21 中国大陆偏光片需求全球占比


资料来源: IHS, 海通证券研究所测算

2.2 全球偏光片产能温和扩张，中国大陆厂商产能扩张速度显眼

我们汇总全球偏光片厂商产能数据如下，我们预计 2018~2020 年全球偏光片产能合计分别为 690、739、778 百万平方米，同比增速分别为 7.8%、7.1%、5.2%，产能保持温和扩张态势。

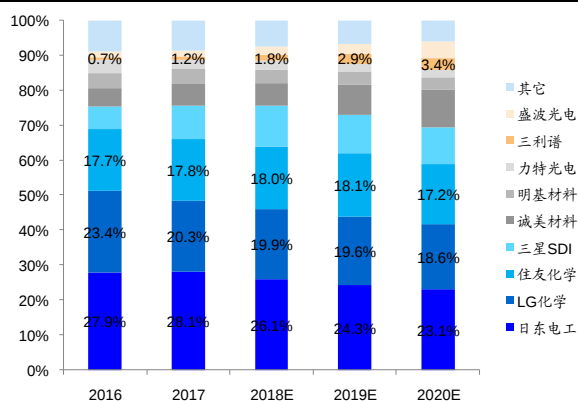
从产能份额来看，日东电工、住友化学以及韩国 LG 化学 2018 年年产能都在 1 亿平方米/年以上，这三家份额都占据全球 20% 左右，位居偏光片产能第一梯队。其次是韩国三星 SDI 和中国台湾的诚美材料、明基材料，这三家属于偏光片产能的第二梯队，中国大陆的三利谱、盛波光电子（深纺织 A 旗下）经历扩产在产能上迅速接近第二梯队，我们预计两者合计产能份额有望从 2016 年的 2.3% 增加至 2020 年的 8.1%。

表 1 全球各偏光片厂产能（万平方米/年）

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2020E 份额
日东电工	18000	18000	18000	18000	18000	23.1%
LG 化学	15100	13000	13750	14500	14500	18.6%
住友化学	11400	11400	12400	13400	13400	17.2%
三星 SDI	4100	6100	8100	8100	8100	10.4%
诚美材料	3400	3900	4400	6400	8400	10.8%
明基材料	2750	2750	2750	2750	2750	3.5%
力特光电	2500	1660	1660	1660	1660	2.1%
三利谱	450	750	1250	2150	2650	3.4%
盛波光电子	1050	1050	1550	2050	3650	4.7%
其它	5750	5463	5189	4930	4683	6.0%
合计	64500	64073	69049	73940	77793	100%
合计 yoy		-0.66%	7.77%	7.08%	5.21%	

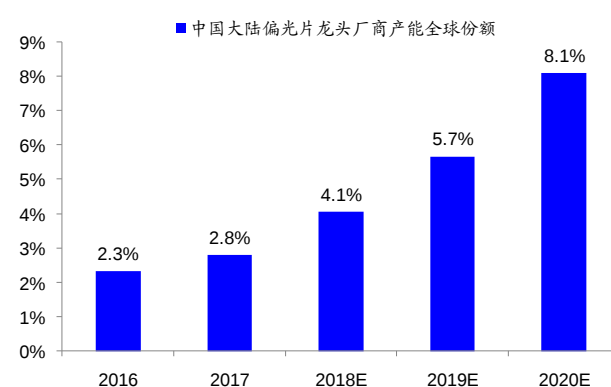
资料来源：三利谱投资者关系记录、深纺织 A 投资者关系记录，深纺织 A 互动易问答，矢野研究，sohu，腾讯，海通证券研究所测算

图 22 全球偏光片厂商产能份额



资料来源：三利谱投资者关系记录、深纺织 A 投资者关系记录，深纺织 A 互动易问答，sohu，腾讯，矢野研究，海通证券研究所测算

图 23 中国大陆两大偏光片龙头（三利谱+盛波）全球产能份额变化



资料来源：三利谱投资者关系记录、深纺织 A 投资者关系记录，深纺织 A 互动易问答，sohu，腾讯，矢野研究，海通证券研究所测算

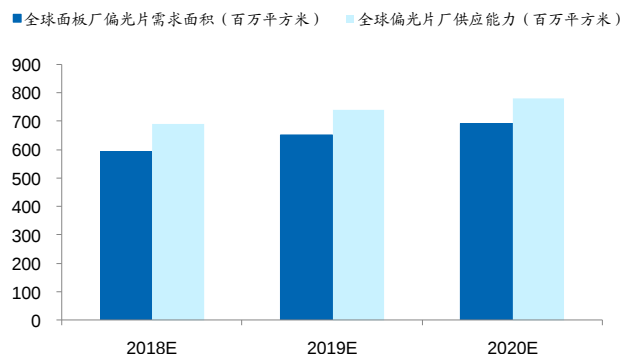
2.3 供需分析：全球偏光片供需紧平衡，中国大陆国产替代需求强烈

基于上述我们对供需的分析与测算，我们预测全球偏光片产能需求/供给分别为 2018~2020 年 594/690、651/739、691/778 百万平方米，对应供需 glut 值分别为 16.2%、13.6%、12.7%，整体供需处于紧平衡状态，且产能供给趋向逐渐紧张的趋势，可以预判 2019、2020 年偏光片价格有较强支撑。

就中国大陆而言，我们在上文中预测 2018~2020 年中国大陆 TFT 面板厂偏光片需求/大陆偏光片厂产能供给分别为 240/28、301/42、370/63 百万平方米，供需缺口非常明显，2018~2020 中国大陆厂商供给比例仅为 11.7%、14.0%、17.0%。

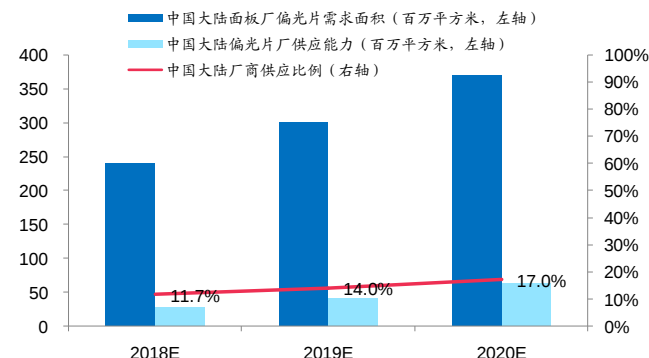
由此可见，中国大陆虽然作为全球最大的偏光片需求基地，需求占据全球半壁江山，但偏光片自给率尚不足 20%，参照中国台湾面板厂商采用的中国台湾偏光片配套率持续提升，中国大陆偏光片企业也有望面临国产替代机遇。

图24 全球偏光片供需分析



资料来源：IHS，三利谱、深纺织 A 投资者关系记录，深纺织 A 互动易问答，sohu，腾讯，矢野研究，海通证券研究所测算

图25 中国大陆偏光片需求与配套能力对比



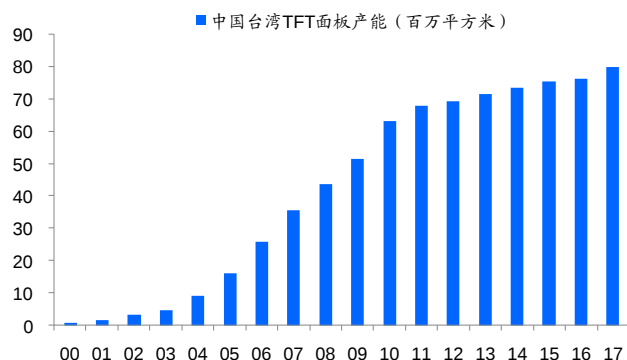
资料来源：IHS，三利谱、深纺织 A 投资者关系记录，深纺织 A 互动易问答，sohu，腾讯，矢野研究，海通证券研究所测算

3. 中国台湾与韩国经验：中国大陆偏光片企业有望在中国大陆面板企业占据主力供应商

我们在报告《台湾偏光片三巨头成长启示》(20180705)中探讨了中国台湾偏光片产业的发展、三大巨头的兴衰启示录，以及中国台湾厂商给中国大陆偏光片企业的启示。分析过程不再赘述，部分关键结论如下：

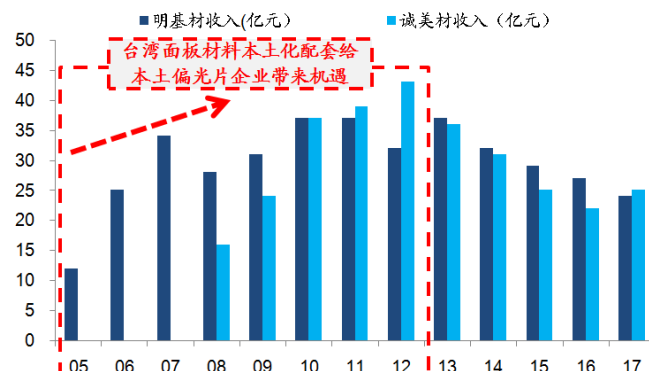
(1) 中国台湾力特、诚美材料（原奇美材料）、明基材料三巨头凭借就近配套以及价格优势，迅速实现对日本偏光片厂的进口替代。无论是力特还是后发的明基和奇美，凭借产能、就近服务优势取代了日东、住友的份额。可以预见，中国大陆面板厂投资也将给三利谱、盛波光电（深纺织 A）带来难得的进口替代机遇。

图26 2001~2017 年中国台湾 TFT 面板产能



资料来源：IHS，海通证券研究所

图27 中国台湾偏光片企业受益中国台湾面板崛起而发展壮大

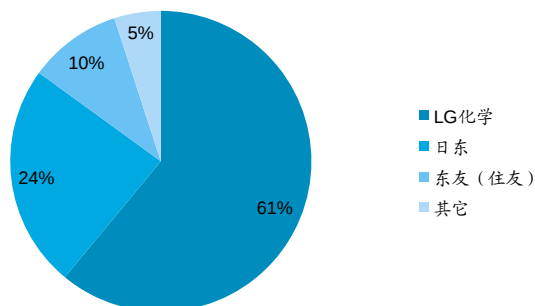


资料来源：Wind，明基材料&诚美材料年报，海通证券研究所

(2) 未来市场在大陆，大陆偏光片企业面临机遇。日东、住友受益日本面板产业崛起，面板产业由日本转移到韩国、中国台湾，韩国 LG、中国台湾三巨头也分别受益韩国、中国台湾面板产业爆发，并都在本土实现对日厂的替代。参照韩国面板龙头 LGD、

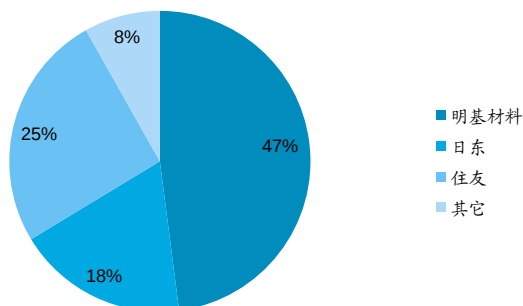
中国台湾面板龙头友达光电的偏光片供应商结构, 韩国偏光片厂 LG 化学已经占据 LGD 偏光片采购份额的 61%, 明基材料也占到友达光电偏光片采购的 47%, 其余为日本厂商。因此, 参照韩国、中国台湾的经验, 我们判断未来中国大陆偏光片厂长期也有望成为国内面板厂的首选供应商。

图28 韩国面板龙头之一 LGD 偏光片供应商结构 (2017)



资料来源: 矢野研究, 海通证券研究所

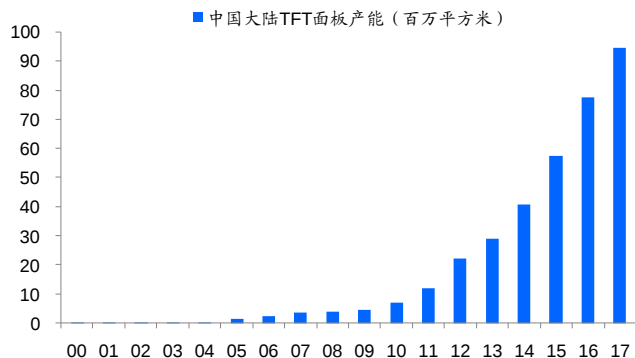
图29 中国台湾面板龙头之一友达光电偏光片供应商结构 (2018)



资料来源: 矢野研究, 海通证券研究所

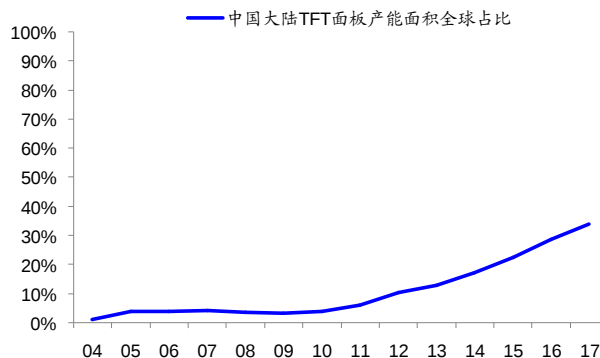
我们认为, 当前中国大陆引领高世代面板线投资, 中国大陆面板厂也有确保上游供应链安全的考量, 因此为中国大陆偏光片企业提供重要的进口替代机会。中国大陆厂商三利谱、盛波光电等纷纷扩产, 参照韩国、中国台湾经验, 中国大陆偏光片企业面临重要国产化替代机遇。

图30 近年中国大陆 TFT 面板产能迅速扩张



资料来源: IHS, 海通证券研究所

图31 2004~2017 年中国大陆 TFT 面板产能面积全球份额快速攀升



资料来源: IHS, 海通证券研究所

4. 从行业盈利能力看: 三利谱成本控制能力强, 国产替代机会大、潜在盈利空间大

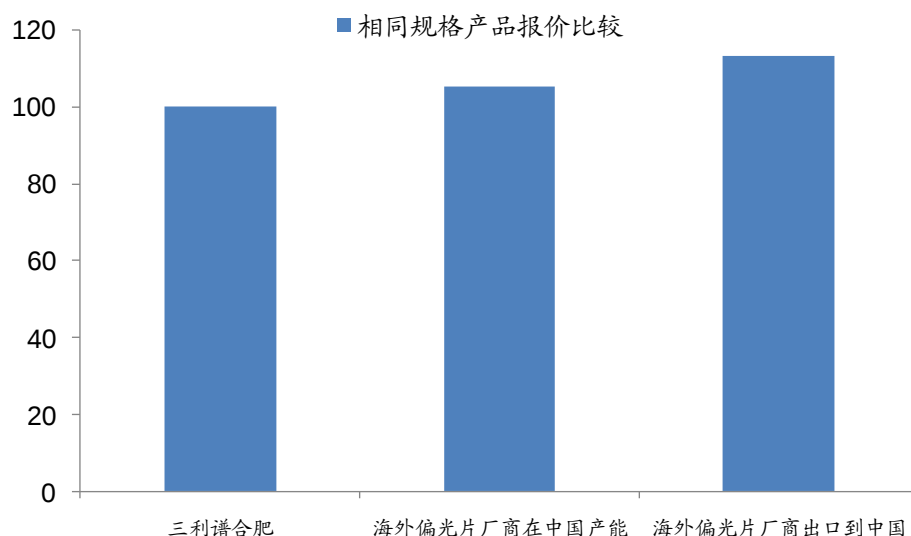
近期, 三利谱在大尺寸产品方面取得突破, 截至 2018 年 11 月, 京东方审厂主要工作已完成, 并已经批量供货, 惠科审厂工作已经完成, 即将进入大批量供货阶段。我们拟通过比较三利谱与海外竞争对手的成本, 探讨大尺寸领域国产替代的可行性。

我们基于三利谱 (大尺寸产能在合肥)、明基材料 (主要供应大尺寸偏光片)、诚美材料 (主要供应大尺寸偏光片) 披露的关键成本数据来说明。

定价: 三利谱价格优势明显。相同规格、性能的产品, 中国大陆厂商大尺寸偏光片

通常报价会比国外竞争对手略便宜，我们粗略估计报价低 5% 左右，体现一定程度的性价比优势。如果考虑关税（参考 2016 年中国对海外进口的偏光片产品征收 8% 左右的关税），中国大陆厂商价格优势更加明显。因此，整体上相同产品，对面板厂来说，采购中国大陆厂商偏光片的成本 < 外资中国设厂 < 外国进口。

图32 大尺寸偏光片价格比较示意图（元人民币）

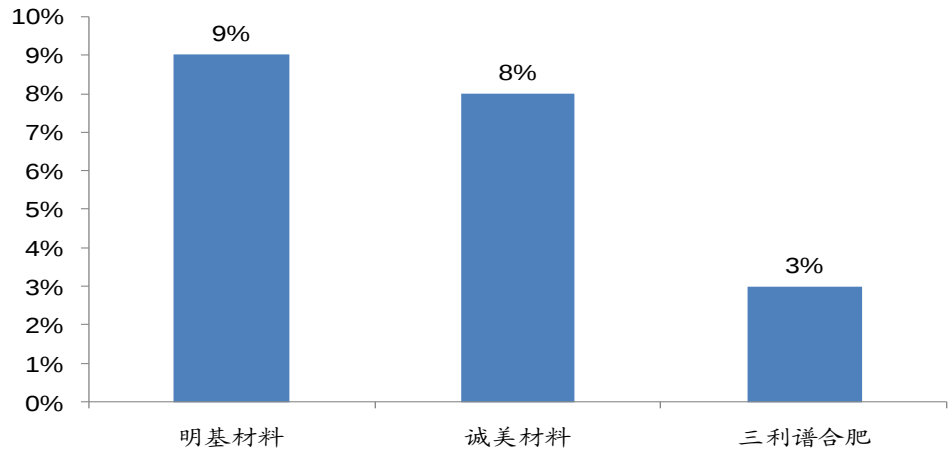


资料来源：三利谱招股书，三利谱投资者关系记录 20171103，新浪财经，海通证券研究所
 注：示意图，单位仅供参考

原材料成本：上游原材料是寡头市场，中国大陆厂商与海外对手成本相当。由于偏光片企业原材料主要采购自日本 Fujifilm、Minolta、Kuraray 等寡头，因此材料成本上并无明显差异，中国大陆厂商与海外对手成本相当。我们粗略估计，PVA、TAC 等上游膜材料约占偏光片售价的 60%~70%。

直接人工成本：中国大陆厂商优势显著。三利谱合肥当前员工人数约 800 人左右，假设员工平均薪酬 5 万元/年（参照三利谱招股书披露的 2016 年生产人员基本工资 5.49 万元/年，但当时员工主要集中在深圳产线，我们估计合肥生产员工工资略低于深圳 10%，不考虑近两年通胀影响，粗估合肥生产人员工资为 5 万元/年），对应年度直接人工成本约 4000 万元/年，约占三利谱合肥满产后营收（三利谱合肥大尺寸产能 1600 万平方米，我们按照大尺寸单价 70~80 元/平方米保守估计，对应满产年收入约 12 亿元）的 3%。我们测算明基材料、诚美材料单个生产员工成本分别约为 17 万元/年、23.7 万元/年（我们取中国台湾公司近年生产员工薪酬均值作为参考，数据基于明基材料、诚美材料 2015~2017 年年报中披露的直接员工成本/直接员工人数，计算发现近三年明基材料、诚美材料生产人员成本也相对稳定，因此数据参考性较强），远高于三利谱，近三年明基材料、诚美材料直接人工/收入分别为 9%、8% 左右（我们取中国台湾公司近三年生产员工薪酬均值作为参考，数据基于明基材料、诚美材料 2015~2017 年年报中披露的直接员工成本/营业收入）。

图33 直接人工/营收比较



资料来源：明基材料、诚美材料 2015-2017 年年报，三利谱投资者关系记录（20181106），海通证券研究所

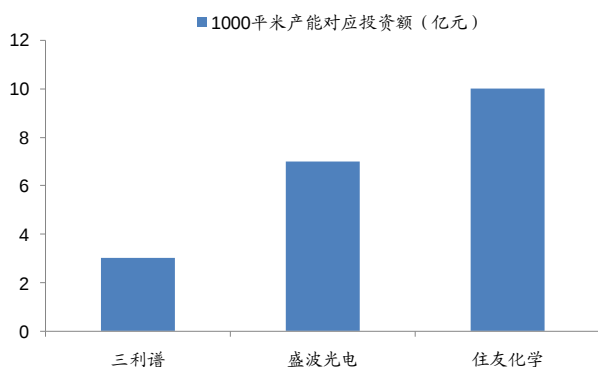
折旧与摊销：中国大陆厂商通过设备改造、优化，折旧/摊销成本大幅低于竞争对手。三利谱董事长团队曾任职于盛波光电、温州侨业、深天马研发中心，是偏光片行业领军人物，我们判断董事长团队对偏光片设备改造、产线调试、生产流程与工艺优化积累深厚，能够灵活改造设备、降低成本，实现比竞争对手更高的投资效率。我们比较国内近年部分新增的大尺寸偏光片项目，发现三利谱合肥 1490mm 大尺寸线总投资额仅为盛波光电的 1/2、住友化学的 1/3，相比同行设备成本优势显著。反映在设备折旧占营业收入比重上，三利谱合肥线每年折旧成本占比仅 2% 左右，而明基材料接近 5%、诚美材料 8.5%。

表 2 近年部分大尺寸偏光片项目投资额比较

厂商	产线	规格	1000 平米产能对应投资额（亿元）
三利谱	合肥宽幅	1490mm	3
盛波光电	6 号线	1490mm	7
住友化学	无锡	1490mm	10

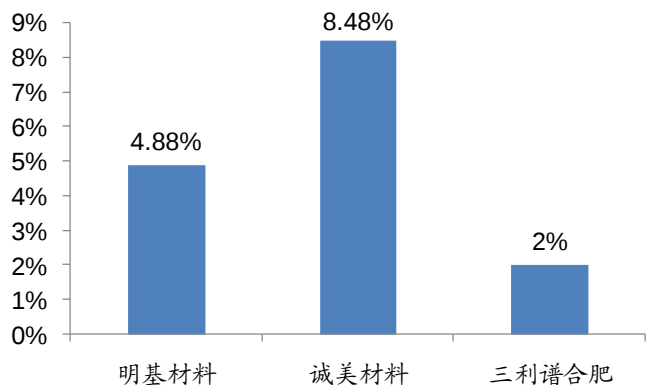
资料来源：公司招股说明书，sohu，盛波光电定增预案，海通证券研究所

图34 相同产能投资额对比



资料来源：三利谱招股书，搜狐，盛波光电定增预案，海通证券研究所

图35 折旧摊销成本/收入对比



资料来源：明基材料、诚美材料 2015-2017 年年报，三利谱投资者关系记录（20170921），海通证券研究所

大尺寸偏光片领域，中国大陆厂商潜在盈利能力空间远好于海外对手，进口替代可期。结合我们以上讨论，虽然三利谱报价相对海外竞争对手更低，但三利谱团队人工成本远低于海外竞争对手，并且能够基于对偏光片设备的深刻理解能够实现设备改造与优化、降低采购成本，进而降低折旧成本，我们以三利谱合肥收入 100 元为单位情景，对三利谱、明基材料、诚美材料毛利率分析如下：

表 3 大尺寸偏光片厂商理论毛利水平测算 (元人民币) (以三利谱合肥收入 100 元为单位情景)

	三利谱合肥	明基材料	奇美材料	备注
收入	100	105	105	假设三利谱产品比海外竞争对手便宜 5%左右
原材料成本	65	65	65	原材料成本一致, 均采购自日本寡头, 我们假设占三利谱售价 65%
折旧成本	2.0	5.1	8.9	我们推测三利谱设备改造能力强
生产人员工资	3.0	9.5	8.4	三利谱直接人工成本远低于海外竞争对手
毛利额	30.0	25.4	22.7	
毛利率	30.0%	24.2%	21.6%	

资料来源: 明基材料、诚美材料 2015~2017 年年报, 三利谱投资者关系记录 (20170921)、三利谱投资者关系记录 (20181106), 海通证券研究所

由此可见, 虽然大尺寸产品价格低于海外对手, 但三利谱通过对设备、人工成本的控制, 依旧能够实现远超海外竞争对手的毛利率 (我们测算高出竞争对手 6~8pct)。若再考虑到销售人员、管理人员费用, 三利谱净利率有望超出竞争对手更多。我们认为这或可部分说明中国大陆大尺寸偏光片龙头厂商进口替代的经济可行性。

5. 盈利预测

5.1 大尺寸客户突破+产能释放有望驱动公司高成长, 长期受益国产替代机遇

作为国内传统中小尺寸 TFT-LCD 偏光片行业龙头之一, 公司大尺寸偏光片产品开始为京东方等大客户供货, 公司后续有望受益大尺寸业务快速成长。后续伴随公司价格、服务优势, 有望在下游大客户份额持续增加, 长期受益国产替代机遇。

从产能释放进度看, 参照公司 20180822 披露的投资者关系记录, 公司 TFT-LCD 系列偏光片产能 450 万平方米, 黑白系列偏光片产能 120 万平方米, 生产线主要位于深圳; 合肥三利谱宽幅(1,490mm)TFT 偏光片生产线于 2016 年 10 月底投产, 产能 1,000 万平方米, 目前已经批量生产, 合肥三利谱宽幅 1,330mm 偏光片生产线, 产能 600 万平方米, 已经量产; 公司 IPO 募投项目目前已经开工建设, 该 TFT 偏光片生产线达产后年产量 1,000 万平方米。

参照三利谱招股说明书募投的深圳龙岗产线预期投产 2 年后到达产, 我们预计公司合肥 1490mm 产线 2017、2018、2019 年产能分别释放到 300、600、1000 万平方米/年, 预计公司合肥 1330mm 产线 2018、2019、2020 产能分别释放到 200、400、600 万平方米/年, 深圳龙岗产线 2019、2020、2021 年产能分别释放到 300、600、1000 万平方米。我们测算公司合计 TFT 产能 2017~2020 年分别为 750、1250、2150、2650 万平方米, 2018~2020 年 TFT 产能预计分别 yoy+67%、+72%、+23%。

表 4 三利谱各产线产能释放进度 (万平方米/年)

产品类别	产线	规格	投产节点	2017E	2018E	2019E	2020E
黑白	福建		当前投产	120	120	120	120
	深圳原有产线		当前投产	450	450	450	450
	合肥#1	1490mm	2016 年 10 月底投产	300	600	1000	1000
TFT	合肥#2	1330mm	2018H2 投产		200	400	600
	深圳龙岗	1490mm	2019 年投产			300	600
	TFT 合计			750	1250	2150	2650

资料来源: 三利谱投资者关系记录 180822, 海通证券研究所整理

5.2 盈利预测

我们基于以上产能释放进度假设,预测公司 2018~2020 年营收分别为 8.88、14.16、19.78 亿元,归母净利润分别为 0.30、1.19、1.67 亿元,对应 EPS 分别为 0.38、1.49、2.09 元/股。公司处于电子材料行业,我们选取南大光电(电子材料)、联得装备(面板上游设备)、京东方 A(面板厂商)作为可比公司,给予公司 2019 年 36~39x PE,对应合理价值区间为 53.64~58.11 元/股,给予“优于大市”评级。

表 5 三利谱收入预测

业务	2017	2018E	2019E	2020E
TFT 系列	6.62	7.37	12.69	18.36
毛利率		14.84%	21.86%	22.64%
黑白系列	1.50	1.46	1.41	1.37
毛利率		30%	33%	33%
其它业务	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利率		70.00%	70.00%	70.00%
合计	8.17	8.88	14.16	19.78
毛利率		17.63%	23.14%	23.47%

资料来源: wind, 海通证券研究所整理

表 6 估值比较

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价(元)	PE (2019E) (倍)
南大光电	300346	电子材料	13.93	47
联得装备	300545	面板上游设备	37.59	39
京东方 A	000725	面板制造	4.20	26
平均				37

资料来源: wind, 海通证券研究所整理; 备注: 收盘价日期为 3 月 7 日

风险提示。下游面板厂商投资步伐可能放慢; 大尺寸面板价格可能下滑较多; 上游核心原材料主要由日本厂商供应, 可能出现供应不足及汇率大幅波动。

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	817.61	887.96	1415.56	1977.86
每股收益	1.03	0.38	1.49	2.09	营业成本	602.22	731.39	1087.95	1513.57
每股净资产	10.97	11.35	12.84	14.92	毛利率%	26.34%	17.63%	23.14%	23.47%
每股经营现金流	-1.76	1.83	-1.35	0.16	营业税金及附加	6.88	7.47	11.92	16.65
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
价值评估 (倍)					营业费用	12.54	13.62	21.23	29.67
P/E	44.77	121.25	30.95	22.06	营业费用率%	1.53%	1.53%	1.50%	1.50%
P/B	4.19	4.05	3.58	3.08	管理费用	94.76	106.55	151.46	211.63
P/S	4.50	4.14	2.60	1.86	管理费用率%	11.59%	12.00%	10.70%	10.70%
EV/EBITDA	28.25	58.74	20.92	15.81	EBIT	101.20	28.92	142.99	206.34
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	29.57	-2.26	9.73	17.82
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.62%	-0.25%	0.69%	0.90%
毛利率	26.34%	17.63%	23.14%	23.47%	资产减值损失	1.10	0.00	0.00	0.00
净利率	10.04%	3.41%	8.39%	8.42%	投资收益	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
净资产收益率	9.36%	3.34%	11.58%	13.97%	营业利润	90.65	30.88	132.96	188.21
资产回报率	4.87%	2.08%	6.26%	7.09%	营业外收支	4.11	4.11	4.11	4.11
投资回报率	8.66%	2.18%	7.85%	9.22%	利润总额	94.75	34.98	137.07	192.32
盈利增长 (%)					EBITDA	134.90	66.68	202.02	279.49
营业收入增长率	2.14%	8.60%	59.42%	39.72%	所得税	12.68	4.68	18.34	25.74
EBIT 增长率	-17.06%	-71.43%	394.48%	44.31%	有效所得税率%	13.38%	13.38%	13.38%	13.38%
净利润增长率	13.90%	-63.08%	291.80%	40.31%	少数股东损益	-0.13	-0.05	-0.19	-0.26
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	82.20	30.35	118.91	166.85
资产负债率	47.7%	34.4%	45.0%	49.0%					
流动比率	1.84	2.06	1.48	1.38	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	1.37	1.32	0.91	0.84	货币资金	361.54	-103.45	-184.59	-228.92
现金比率	0.83	-1.32	-0.60	-0.50	应收款项	267.90	289.86	468.31	650.00
经营效率指标					存货	288.43	236.58	383.96	511.88
应收帐款周转天数	122.36	119.15	120.75	119.95	其它流动资产	139.30	139.30	139.30	139.30
存货周转天数	139.57	118.07	128.82	123.44	流动资产合计	1172.52	687.98	1021.86	1361.59
总资产周转率	0.53	0.56	0.84	0.93	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.26	1.84	2.15	2.49	固定资产	375.18	625.18	825.18	1025.18
					在建工程	36.72	80.00	50.00	40.00
					无形资产	67.02	65.24	61.60	58.06
					非流动资产合计	514.93	768.66	877.85	992.92
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	1687.45	1456.64	1899.72	2354.51
净利润	82.20	30.35	118.91	166.85	短期借款	391.96	33.52	261.28	411.05
少数股东损益	-0.13	-0.05	-0.19	-0.26	应付账款	169.22	205.75	316.18	432.83
非现金支出	34.80	37.76	59.03	73.15	预收账款	0.91	1.04	1.62	2.30
非经营收益	23.55	4.78	2.82	8.48	其它流动负债	0.97	0.97	0.97	0.97
营运资金变动	-281.48	73.60	-288.42	-235.61	流动负债合计	638.26	333.87	688.23	986.44
经营活动现金流	-141.06	146.45	-107.85	12.60	长期借款	55.00	55.00	55.00	55.00
资产	-66.11	-244.12	-194.12	-194.12	其它长期负债	111.82	111.82	111.82	111.82
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	166.82	166.82	166.82	166.82
其他	44.75	0.30	0.30	0.30	负债总计	805.08	500.69	855.05	1153.26
投资活动现金流	-21.36	-243.81	-193.81	-193.81	实收资本	80.00	80.00	80.00	80.00
债权募资	-189.51	-358.43	227.76	149.77	普通股股东权益	877.86	908.21	1027.12	1193.97
股权募资	360.40	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	4.51	4.46	4.27	4.00
其他	-1.42	-8.58	-6.62	-12.28	负债和所有者权益合计	1687.45	1456.64	1899.72	2354.51
融资活动现金流	169.47	-367.01	221.13	137.48					
现金净流量	7.05	-464.38	-80.53	-43.73					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 07 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
尹苓 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,洁美科技,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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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
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
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@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
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
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@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
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 苓(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 淼(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 zxw10402@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 弋 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 lyj12399@htsec.com
 联系人
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxi12222@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 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfz12225@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
 成 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
 张恒恒 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@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
 许樱之 xyz11630@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
 联系人
 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
 巩柏舍 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 jiwj@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
 杨伟昕(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
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@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