

投资评级 优于大市 首次覆盖

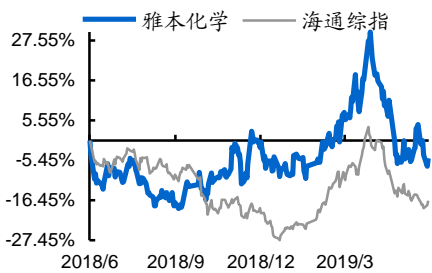
农药、医药中间体生产商，“井”字布局支撑未来多元发展

股票数据

06月13日收盘价(元)	4.85
52周股价波动(元)	4.33-8.29
总股本/流通A股(百万股)	963/929
总市值/流通市值(百万元)	4672/4504

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.2	-26.5	-16.4
相对涨幅(%)	-4.6	-18.9	-15.3

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

联系人:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

投资要点:

- 农药、医药中间体高端产品定制商，业绩持续高速增长。**雅本化学主要从事农药中间体、特种化学品及医药中间体的研发、生产和销售。公司主要经营模式为定制生产模式，为客户提供的产品通常为高级中间体，核心产品为全球第一大植保品种康宽（氯虫苯甲酰胺）的高级中间体 BPP。2018 年公司实现营业收入 18.06 亿元，同比增长 49.50%，归母净利润为 1.61 亿元，同比增长 119.52%，业绩持续高速增长。
- 强化跨国合作，CMO、CDMO 潜力巨大。**CMO 全称是合同定制生产组织，CDMO 是合同定制研发生产组织，后者对企业创新、研发、合成、管理能力要求高，可以帮助客户最大程度节约成本。对于国际农药、医药企业而言，由于新药研发成本攀升，各大药企为了降低公司成本裁员或者关闭大量研发和生产设施。药企倾向于从原来的生产外包，到研发和生产外包，CDMO 越来越受到青睐。公司进入 CDMO 行业较早，拥有的产品技术和经验积累，未来发展潜力巨大。
- 氯虫苯甲酰胺需求不减，长期订单成为未来业绩保障。**根据网易援引 QYResearch 数据显示，氯虫苯甲酰胺的全球产量从 2013 年的 1820.0 吨增加到 2017 年的 2508.1 吨，复合年增长率为 6.24%，康宽市场的持续景气将为公司带来稳定收益。2018 年底，公司和富美实签订了《产品长期定制生产服务协议》，合同分为三期，三年一期，第一期时间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，每一期完成阶段性成果和达成双方认可的目标后将自动续展下一期。第一期合同金额约为人民币 35 亿元以上，均摊每年对应人民币 11.67 亿元左右的营业收入。公司农药中间体收入增长很快，合同的签订将保证公司未来三年的稳定销售收入增长和充足的现金流。
- 内生发展、外部并购并重，加快布局医药业务。**公司在抗肿瘤药物、抗癫痫药物中间体方面拥有较强竞争力；心血管类中间体成功引进酶发酵工艺，实现了新的技术更新。2017 年公司收购马耳他原料药公司 ACL，ACL 专注于原料药生产和定制服务。此举将加快公司布局国际医药定制和原料药市场，并带动国内基地产业升级，提升对核心医药客户的服务能力。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 2.47 亿元、3.07 亿元和 4.08 亿元，应的 EPS 为 0.26 元、0.32 元和 0.42 元，我们给予公司 19 年 25-30 倍 PE，对应的合理价值区间为 6.50-7.80 元，给予优于大市评级。
- 风险提示：**募投项目投产情况不如预期；毛利率下降。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1208	1806	2300	2707	3231
(+/-)YoY(%)	82.6%	49.5%	27.4%	17.7%	19.3%
净利润(百万元)	73	161	247	307	408
(+/-)YoY(%)	351.5%	119.5%	53.9%	24.2%	32.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.17	0.26	0.32	0.42
毛利率(%)	26.3%	28.5%	29.8%	30.8%	31.8%
净资产收益率(%)	3.8%	8.1%	11.0%	12.0%	13.8%

资料来源:公司年报(2017-2018),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. 雅本化学：农药、医药中间体生产商，业绩重回高速增长通道.....	5
2. 合同定制研发生产潜力巨大，国内药企转型升级.....	6
2.1 从自产自销到定制生产，国际药企寻求新型国际分工.....	6
2.2 从 CMO 到 CDMO，合同定制研发生产潜力巨大	7
3. 围绕主业多元布局，“井”字架构支撑长期发展	8
3.1 农药中间体业务是主要收入来源	9
3.2 费用管控稳定，研发投入不断提升.....	10
3.3 主业稳定扩张，多元化布局加速	11
4. 农药：绑定大客户，打造全产业链竞争力.....	11
4.1 进入 CDMO 行业多年，深度绑定大客户	11
4.2 公司核心产品康宽（氯虫苯甲酰胺）需求旺盛	12
4.3 加强自主品牌建设，打造全产业链竞争力.....	13
5. 医药：“内生增长+外延式并购”驱动业务扩张	14
5.1 受益于行业增长和集中度提升	14
5.2 加速外延布局追求协同效应	15
6. 盈利预测与投资评级	16
7. 风险提示	17
财务报表分析和预测	18

图目录

图 1	公司发展“井”字架构	5
图 2	2013-2018 营业收入、归母净利润情况	6
图 3	2013-2018 销售毛利率及净利率	6
图 4	公司股权结构情况	6
图 5	定制生产模式与自产自销模式适用领域	7
图 6	2012-2021 全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性	8
图 7	2012-2021 中国 CMO/CDMO 行业规模及成长性	8
图 8	2014-2018 年公司主要产品业务收入及毛利率	9
图 9	2018 年产品营收占比情况	9
图 10	2018 年公司毛利占比情况	9
图 11	2013-2017 年公司三项费用率情况	10
图 12	公司研发投入及占营收比例	10
图 13	氯虫苯甲酰胺生产路线图	12
图 14	化学药品制造高技术产业企业数及增长率	15

表目录

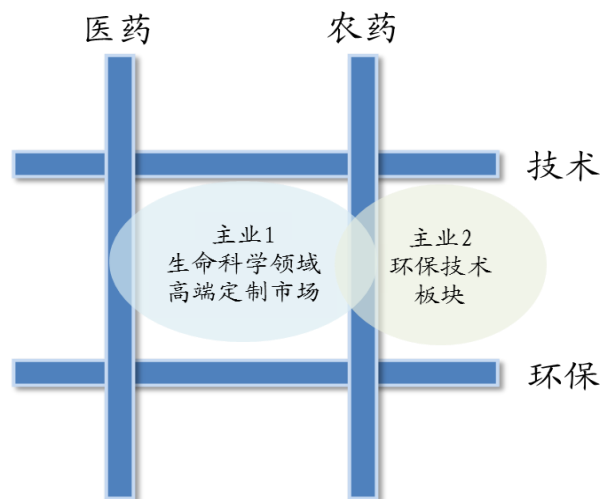
表 1	募投项目情况.....	11
表 2	公司上市时主要竞争对手情况	13
表 3	建农植保产能情况.....	14
表 4	公司医药板块产品情况	15
表 5	雅本化学盈利预测.....	16
表 6	可比公司估值表	17

1. 雅本化学：农药、医药中间体生产商，业绩重回高增长通道

雅本化学是国内农药、医药中间体的高端产品定制商，主要从事农药中间体、特种化学品及医药中间体的研发、生产和销售。公司主要经营模式为定制生产模式，为客户提供的产品通常为高级中间体，核心产品为全球第一大植保品种康宽（氯虫苯甲酰胺）的高级中间体 BPP。公司在江苏省太仓市、南通市和盐城市分别建有三座大型生产基地，拥有多条千吨级高自动化水平生产线，是公司生产的有力保证。2017 年收购马耳他医药定制生产企业 ACL，加速在国际医药定制和原料药市场的布局，公司在海外开辟出第四大生产基地。同时，公司不断加大研发投入，形成以上海张江研发中心、朴颐化学、湖州颐辉为核心的三大研发中心。

公司以生命科学领域中重要的医药和农药领域为主轴，以技术和环保为支撑，组成“井”字架构，四线交叉的部分即为公司具有领先优势的生命科学领域高端定制服务市场，同时通过技术与环保的结合并经过不断的创新，发展出新的环保技术板块。通过自身技术创新能力，结合对国际领先技术的引进和消化，努力开拓环保市场，形成公司快速发展的新引擎。

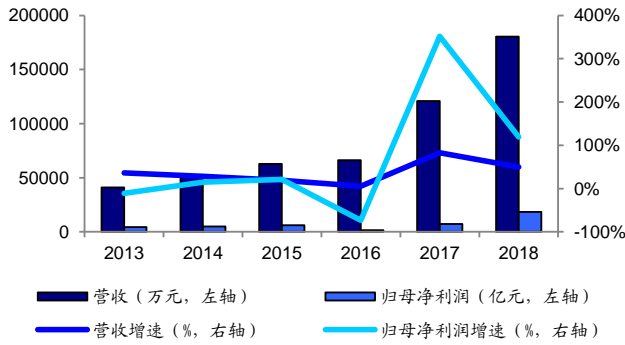
图1 公司发展“井”字架构



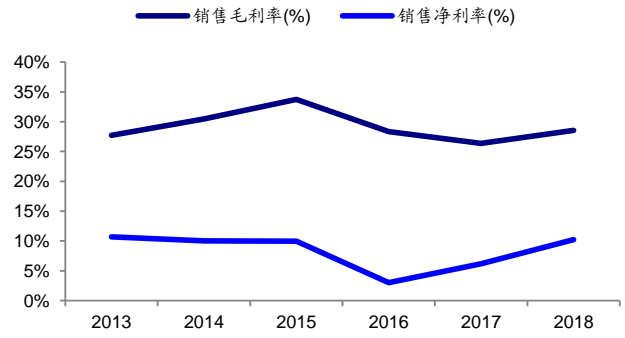
资料来源：WIND，雅本化学 2015 年年报，海通证券研究所

2013-2015 年公司营收规模保持 30%左右的高速增长，2016 年由于农药行业景气整体偏弱及巴西经济低迷对农药需求的抑制，公司农药产品产量及销量同比有所下降，加上拓宽医药领域、合并朴颐化学使得公司经营规模扩大、管理费用增加等原因，公司归母净利润下滑较大。2017 年以来，全球农药景气度回升，国内外农药巨头进入补库存周期，带动农药需求增加，公司当年实现营业收入 12.08 亿元，同比增长 82.57%，归母净利润为 0.73 亿元，比增长 351.52%，重新回到高增长轨道。公司毛利率较为稳定，2016-2018 年销售毛利率分别为 28.34%、26.35%、28.52%，随着公司产能扩张，新增生产线和技改项目的推进，我们认为公司盈利能力将有一定的提升空间。

2018 年公司实现营业收入 18.06 亿元，同比增长 49.50%，归母净利润为 1.61 亿元，同比增长 119.52%。公司业绩相比 2017 年大幅上升的原因主要是：产能利用率得到有效提升，尤其国际农药定制业务随着产量的大幅提升，新产品的持续投放，规模效应得到进一步体现，公司加强业务流程管理，效率进一步提高；同时，公司自主开发的产品发展迅速；医药定制业务也有较大幅度增长。

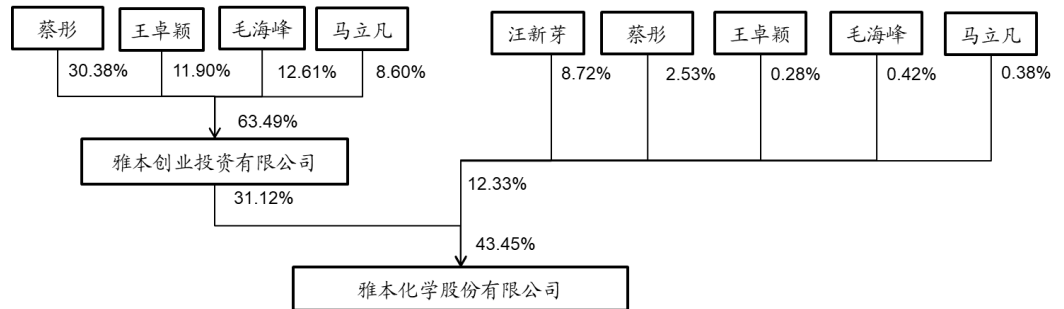
图2 2013-2018 营业收入、归母净利润情况


资料来源：雅本化学 2018 年年报，WIND，海通证券研究所

图3 2013-2018 销售毛利率及净利率


资料来源：雅本化学 2018 年年报，WIND，海通证券研究所

控股股东为阿拉山口市雅本创业投资有限公司，持有公司股份 29983 万股，占公司总股本 31.12%。实际控制人为蔡彤、毛海峰、王卓颖、马立凡及汪新芽组成一致行动人，蔡彤与汪新芽为配偶关系。

图4 公司股权结构情况


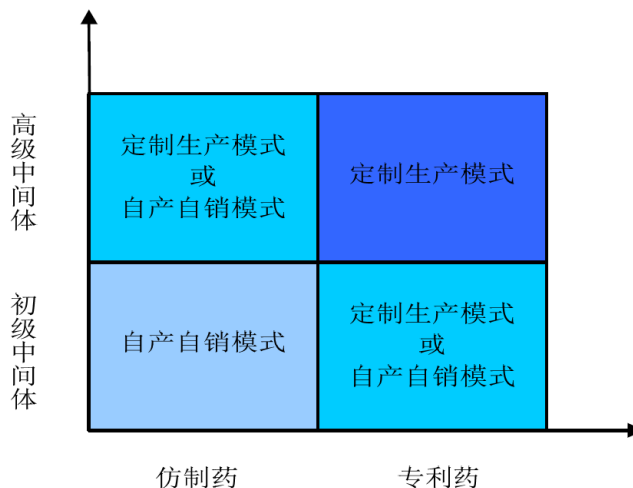
资料来源：WIND，雅本化学 2018 年年报，海通证券研究所

2. 合同定制研发生产潜力巨大，国内药企转型升级

2.1 从自产自销到定制生产，国际药企寻求新型国际分工

目前全球农药、医药中间体行业的生产模式按其中间体产品的层级和最终产品的类别不同而区分为定制生产模式和自产自销模式。在自产自销模式下，企业根据对市场的判断，自主安排产品种类、控制生产工艺、完成产品销售。由于目前全球农药、医药行业的产业集中度较高，呈现出明显的寡头垄断格局，且高毛利产品的国际生产、销售网络均为跨国公司掌控，这意味着中间体厂商若不能直接进入该等国际生产网络体系，就只能游离于体系之外，为体系内的企业提供初级中间体产品。

在定制生产模式下，跨国公司根据自身的业务要求，将生产链条中的一个或多个产品通过合同形式委托给更专业化、更具比较生产优势的厂商生产，接受委托的厂家按客户指定的特定产品标准进行生产，最终把生产的产品销售给委托客户。定制生产模式下的中间体厂商为客户提供的产品通常为高级中间体，因此产品单位利润水平相对较高，定制中间体产品领域内竞争对手较少，而且与客户通常形成较为稳定的合作关系，而且随着双方合作关系的形成和保持，定制生产厂商有望从客户处获取更多的订单。

图5 定制生产模式与自产自销模式适用领域


资料来源：WIND，雅本化学招股说明书，海通证券研究所

最近 10 年，全球药品市场进入“专利悬崖”时期，“专利悬崖”是指由于排他性的新药专利保护到期，制药企业面临仿制药的激烈竞争，且又无足够的新产品上市以缓解，过去依靠专利保护取得的营业额和利润将会一落千丈(大部分国家专利保护期为 20 年，药品研发一般需要 10-15 年，越早获批享受的保护期即越长)。

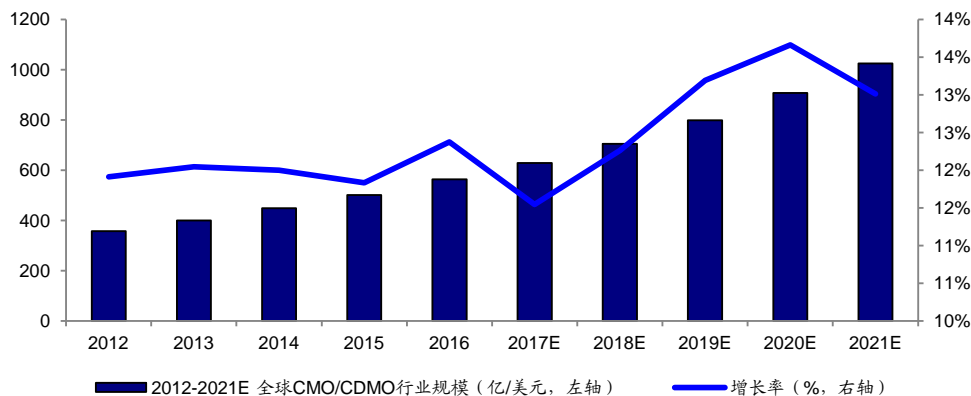
根据犀牛财经百家号援引 Evaluate Phama 的统计，专利悬崖将在 2016-2020 年间造成全球药企 790 亿美元的销售额损失，专利到期药品销售额占全部销售额的 3.67%，并在未来几年对全球各大药企的销售额产生 5%-72% 不等的影 响。在专利大规模到期对制药企业收入的影响下，制药企业更为迫切地寻找新的品种，加快研发速度，缩短新药获批时间，能获得更多的先发优势和专利期。

因此，随着全球药物市场的竞争日益激烈、药物研发成本不断提高以及专利药物到期后受到仿制药的威胁，为了满足股东对于财务回报的要求，制药企业将成本控制和效率提升推向了更为重要的战略位置。在这样的环境下，强调专业分工、集中资源在自身核心业务的产业链发展趋势逐渐明朗起来。

2.2 从 CMO 到 CDMO，合同定制研发生产潜力巨大

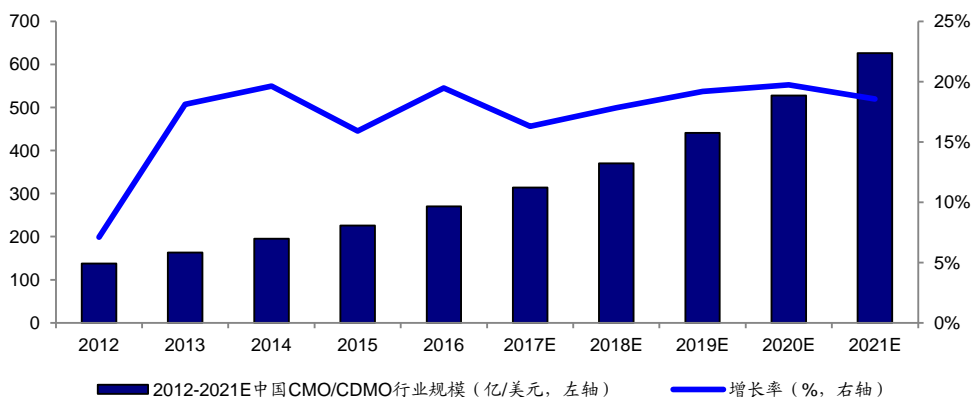
CDMO 对企业创新、研发、合成、管理能力要求高，可以帮助客户最大程度节约成本。根据服务阶段和目的不同，可以分为 CMO (合同定制生产组织)、CDMO (合同定制研发生产组织) 等。传统的 CMO 业务主要是将客户委托的生产工艺进行技术转移并扩大化生产，而 CDMO 服务需要对客户提供的工艺进行工艺研究和优化，从而降低生产成本，甚至客户不提供工艺路线，CDMO 公司还需负责工艺路线的设计和开发，因此其技术壁垒相对较高，服务的产品多为创新药。

预计 2021 年全球 CMO/CDMO 市场规模将超 1025 亿美元。根据药明康德招股书，南方所对美国药品研究和制造业协会等数据的统计，2012-2016 年全球 CMO/CDMO 行业市场规模由 357 亿美元增加至 563 亿美元，2012-2016 年的复合增长率为 12.03%。为寻求更加高效率、低成本的生产方式，药企在未来一段时间内继续向专业 CMO/CDMO 公司寻求外部订单支持服务，根据南方所的预测，预计 2021 年全球 CMO/CDMO 市场规模将超过 1025 亿美元，2017-2021 年复合增长率约为 12.73%。

图6 2012-2021 全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性


资料来源：美国药品研究和制造业协会，艾美仕市场研究公司数据库，药明康德招股说明书，海通证券研究所

CMO/CDMO 行业的门槛较高，故我国进入该细分领域时间较晚。但凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发政策的大环境下，我国 CMO/CDMO 企业已成为跨国制药公司的战略供应商并起到日益重要的作用。根据药明康德招股书援引南方所统计及预测，2017-2021 年我国 CMO/CDMO 的市场将从 314 亿元增加至约 626 亿元，2017-2021 年的年均复合增长率为 18.32%。

图7 2012-2021 中国 CMO/CDMO 行业规模及成长性


资料来源：南方所，欧洲仿制药协会、汤森路透药物研发综合情报数据库、前瞻产业研究院，药明康德招股说明书，海通证券研究所。此处统计的销售量为中国本土企业的销售量，其中包括本土企业在国外的销售量

CMO、CDMO 是互惠互利的合作方式。短期来看，随着双方合作关系的形成和保持，定制生产厂商会从客户得到更多的订单，更重要的是定制生产厂商将得以与客户形成战略合作伙伴关系，继而真正进入跨国公司供应链体系，通过服务于跨国公司而进入全球产业链，进而获得全球市场的利益。中期来看，定制生产这一业务模式将越来越得到国际化学及制药企业的重视，农药、医药行业的研发成本剧增以及国际竞争的加剧都促使跨国公司持续改进工艺、降低成本，因而在包括中国在内的国家寻找定制生产合作伙伴。另一方面，对跨国公司而言，保障专利技术不被泄露以及非专利技术秘密的压力不断加大，因此，技术先进、管理优良且有良好商业信誉的定制生产供应商必将成为跨国公司的重要选择。长期来看，在定制生产模式下，部分生产厂商的产品已属于高级中间体，该中间体距离最后的原药和最终产品仅一步之遥，随着生产厂商对国际市场的了解及自身技术实力的增强，该等厂商将在未来的全球产业链中占据更多更重要的环节。

3. 围绕主业多元布局，“井”字架构支撑长期发展

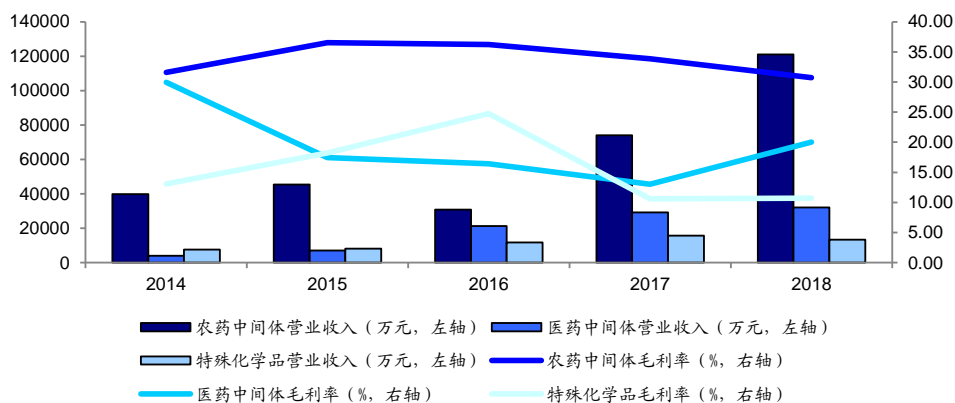
公司以生命科学领域中重要的医药和农药领域为主轴，以技术和环保为支撑，组成“井”字架构。目前公司拥有四家生产基地，分别位于江苏省太仓市、南通市、盐城市以及欧洲马耳他。其中太仓基地主要从事医药中间体及生物酶的生产；南通基地为公司

旗舰型智造基地,拥有多条千吨级高自动化水平生产线;盐城基地主要从事农药中间体、原药及农药制剂的生产;马耳他生产基地 ACL 主要从事医药定制及原料药生产,有利于提升对核心医药客户的服务能力。我们认为,四家生产基地优势互补,为公司持续健康发展提供了强有力的保证。

3.1 农药中间体业务是主要收入来源

农药中间体是公司主要收入及盈利来源。2018 年年报显示,公司农药中间体板块收入达到 12.10 亿元,同比增长 63.65%,占总营业收入的 67.03%。2017 年年报显示,受环保要求提升供给偏紧、国际巨头补库存拉动出口需求等因素影响,公司农药业绩实现大幅增长。2018 年国内环保督查持续升级,许多农药中间体、原药企业无法开足装置,停产、减产情况普遍。截至 2018 年上半年,南通基地受环保因素影响较小,2018 年上半年保持较高的开工率,月平均开工率达 70%以上,同时 2017 年再融资的募投项目一期自 2018 年 3 月开工以来,开工率高达 90%。此外,国际农药定制业务随着产量的大幅提升,新产品的持续投放,规模效应得到进一步体现。公司农药中间体产品近三年毛利率分别为 36.23%、33.87%、30.73%,毛利率维持在 30%以上。我们认为,毛利率下降系营业收入增长低于营业成本的增长所致。

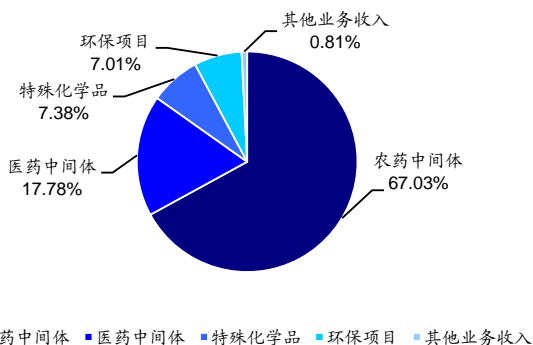
图8 2014-2018 年公司主要产品业务收入及毛利率



资料来源: WIND, 雅本化学公司 2018 年年报, 海通证券研究所

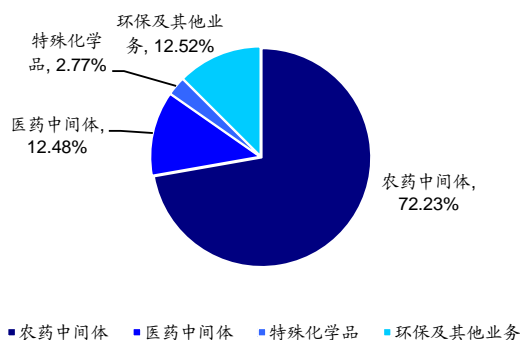
医药中间体营业收入稳定增长, 盈利能力提升。2018 年年报显示,公司农药中间体板块收入达到 3.21 亿元,同比增长 9.65%,医药定制业务有较大幅度增长。公司医药中间体产品近三年毛利率分别为 16.40%、13.02%、20.02%,2018 年毛利率较去年同期提高,盈利能力有所提升。公司在抗肿瘤药物、抗癫痫药物中间体方面具有较强竞争力;在心血管类中间体成功引进酶发酵工艺,提升了产品竞争力。2018 年半年报显示,朴颐化学及其下属子公司颐辉生物经营状况良好,在医药产品工艺开发以及利用生物酶平台拓展新的业务和市场方面为公司整体效益作出贡献。2017 年公司收购马耳他原料药公司 ACL,加速在国际医市场的布局,带动国内基地转型升级。

图9 2018 年产品营收占比情况



资料来源: 雅本化学 2018 年年报, 海通证券研究所

图10 2018 年公司毛利占比情况

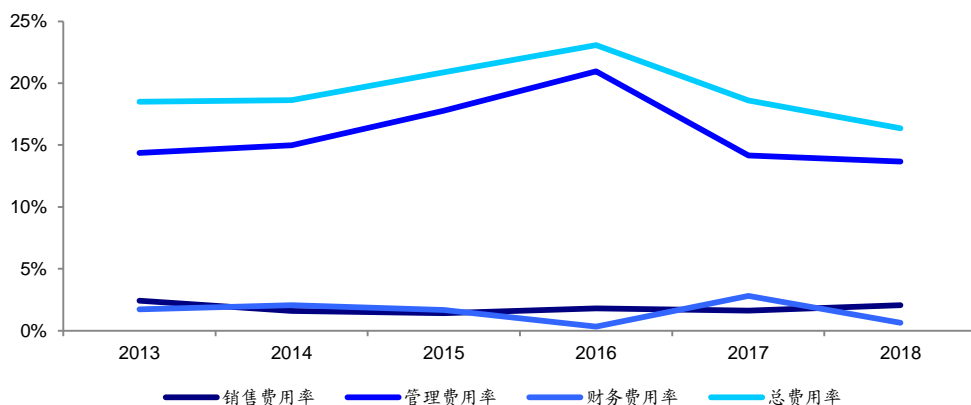


资料来源: 雅本化学 2018 年年报, 海通证券研究所

3.2 费用管控稳定，研发投入不断提升

公司 2016-2018 年费用率分别 23.08%、18.60%、16.36%，费用率不断降低。公司 2018 年销售费用为 3695 万元，同比增长 88.37%，主要是运费增加所致，2018 年销售费用率为 2.05%，同比增加 0.43 个百分点，总体来看近年来销售费用率维持低位。公司 2018 年管理费用为 13973 万元，同比增长 53.58%，主要是安阳艾尔旺新能源环境有限公司首次纳入合并范围增加 1460 万元，另外因生产经营规模扩大导致环保安全费、咨询费、职工薪酬增加。2018 年管理费用率为 7.74%，同比增加 0.21 个百分点（将 2017 年管理费用、研发费用分列后计算）。公司 2018 年财务费用为 1150 万元，同比减少 66.10%，主要是汇兑收益的增加所致。

图11 2013-2017 年公司三项费用率情况



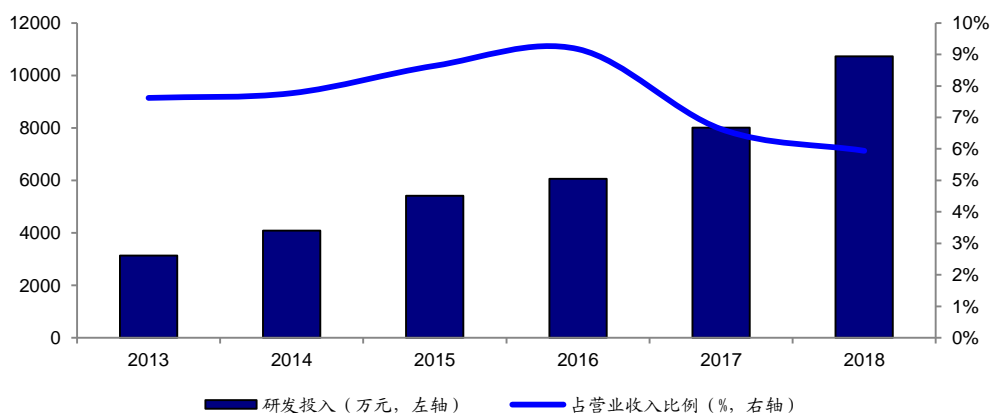
资料来源：WIND，雅本化学 2018 年年报，海通证券研究所

图中 2018 年管理费用为实际管理费用加研发费用计算得出，由此计算管理费用率

研发投入和技术创新成为企业长期发展的动力。公司属于高新技术企业，拥有百余项国家专利，已掌握拥有自主知识产权的不对称合成技术、连续化反应技术等多项专有技术。公司是国内少数具备与杜邦、拜耳等国际农化公司联合研发能力的企业，通过持续不断的技术交流、技术研讨，保持公司持续的技术创新能力。

近年来，公司研发投入稳定上升，2018 年年报显示，公司研发费用投入为 10725.05 万元，同比增长 33.92%，研发费用占营业收入的比重为 5.94%。2018 年，公司共有 3 项发明专利获授权，23 项发明专利获受理。公司重点开拓与完善已有的手性合成技术、杂环构建技术、生物酶技术和微通道连续化反应技术。

图12 公司研发投入及占营收比例



资料来源：WIND，雅本化学 2018 年年报，海通证券研究所

3.3 主业稳定扩张，多元化布局加速

各基地新增改造生产线，募投项目陆续推进。2017年12月27日公司发布《关于使用部分募集资金向子公司增资用于募集资金投资项目的公告》，募集资金用于南通基地新增生产线项目、滨海基地新增生产线项目、太仓基地生产线技改项目、上海研发中心建设项目、补充流动资金等。

根据公司募集资金使用可行性分析报告，南通基地新增生产线项目为五种农药高级中间体生产线的建设，具体为年产500吨溴代吡唑酸、年产1000吨三氟吡唑胺、年产1000吨二氟吡唑酸、年产1000吨氟氯脒和年产600吨二甲茚酮的新增生产线项目。滨海基地新增生产线项目由江苏建农植物保护有限公司实施，新增年产1700吨农药原药（三唑类原药、脲菌酯、虱螨脲）和年产1300吨其他医药、农药相关化学品生产线。由于太仓基地生产线技改项目部分拟升级改造的生产线对应的产品市场环境发生较大变化，公司2018年10月在充分考虑自身发展情况和市场环境基础上终止该募投项目，并将其结余资金用于永久补充流动资金。上海研发中心建设项目执行过程中受到多方面因素影响，无法在计划时间内达到预定可使用状态。为确保该募投项目的实施，提升募集资金的使用效率，保证资金的安全合理运用，公司已通过审议将其达到预计可使用状态时间由2018年12月延期至2019年12月。

此外，根据公司环评报告，年产2000吨溴代吡唑酸项目于2018年5月建成投产，年产1000吨左乙拉西坦及相关副产、300吨二甲茚酮及相关副产项目于2018年11月12日完成验收。我们预计，公司核心产品康宽（氯虫苯甲酰胺）高级中间体溴代吡唑酸（BPP）产能达到2000吨。

表1 募投项目情况

项目名称	募集资金投资金额 (万元)	项目内容	投资进度 (截至2018年底)	所在基地情况
南通基地新增生产线项目	40000	年产500吨溴代吡唑酸、年产1,000吨三氟吡唑胺、年产1,000吨二氟吡唑酸、年产1,000吨氟氯脒和年产600吨二甲茚酮的新增生产线项目	65.51%	南通雅本化学有限公司
滨海基地新增生产线项目	8000	新建年产1700吨农药原药（三唑类原药、脲菌酯、虱螨脲）和年产1300吨其他医药、农药相关化学品生产线。	18%	江苏建农植物保护有限公司
太仓基地生产线技改项目 (终止)	8000	针对公司太仓基地现有生产线进行升级改造，具体包括生产设备和自动化控制系统技术升级改造等建设内容。	100% (终止)	公司住所及总部地址均位于太仓市
上海研发中心建设项目 (李冰路分部)	5024	化学合成等实验室的建设；反应设备、分析仪器等设备配置	7.05%	上海雅本化学有限公司
上海研发中心建设项目 (爱迪生路分部)	2717	化学合成等实验室的建设；反应设备、分析仪器等设备配置	14%	上海雅本化学有限公司

资料来源：雅本化学2018年年报，2016年度创业板非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告（修订稿），关于使用部分募集资金向子公司增资用于募集资金投资项目的公告，海通证券研究所

环保业务业绩亮眼，未来前景广阔。公司追求多元发展，在化工行业的主营业务之外开拓环保行业。2018年公司完成艾尔旺51%的股权收购，艾尔旺主营业务是为市政污泥、餐厨垃圾等有机固废提供工程技术服务和项目运营服务，在有机污泥和餐厨垃圾处理技术成熟。2018年年报显示，艾尔旺在手订单充足，当年实现营业收入12651.78万元，净利润4230.00万元。2018年环保板块毛利率高达48.30%，盈利能力较强。

参与设立产业并购基金，实现多元布局。2018年，公司作为LP参与设立美丽境界欧洲并购基金（一期），公司认缴规模为3亿元人民币。美丽境界欧洲并购基金（一期）自设立以来已成功投资一家德国公司Cordenka GmbH & Co KG，该公司从事工业人造丝的生产和销售，主要应用于高性能汽车轮胎，目前占全球工业人造丝市场份额55%，为全球人造丝细分市场龙头企业。该公司客户为全球五大轮胎制造商倍耐力、马牌、固特异、米其林和普利司通以及大多数第二梯队轮胎制造商。

4. 农药：绑定大客户，打造全产业链竞争力

4.1 进入CDMO行业多年，深度绑定大客户

发展 CDMO 模式，与跨国公司合作，深度绑定大客户。公司通过“大客户”、“大品种”策略有效规避了与同行业竞争对手在低端产品上的激烈竞争。公司已与 FMC、拜耳、Corteva 等农化龙头企业建立了战略合作关系，在新农药产品研发期即进行介入并联合研发，待后续产品推出时实现销售绑定。**2019 年，公司将以高附加值的农药新品为先导，推动管道内 10 多个农药新品加速落地，实现规模化生产，强化公司长期竞争力。**

签订定制产品长期协议，彰显企业实力。2018 年 11 月 30 日，公司和富美实签订了《产品长期定制生产服务协议》，本合同分为三期，三年一期，第一期时间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，每一期完成阶段性成果和达成双方认可的目标后将自动续展下一期。第一期合同金额约为人民币 35 亿元以上，均摊每年对应人民币 11.67 亿元左右的营业收入，而 2018 年公司全年全部农药中间体收入为 12.10 亿元，仅此协议将为公司带来大量收入。协议期内公司将为富美实提供其专利期内产品高级中间体的生产定制，进一步实现产品产能利用扩大和工艺改进。

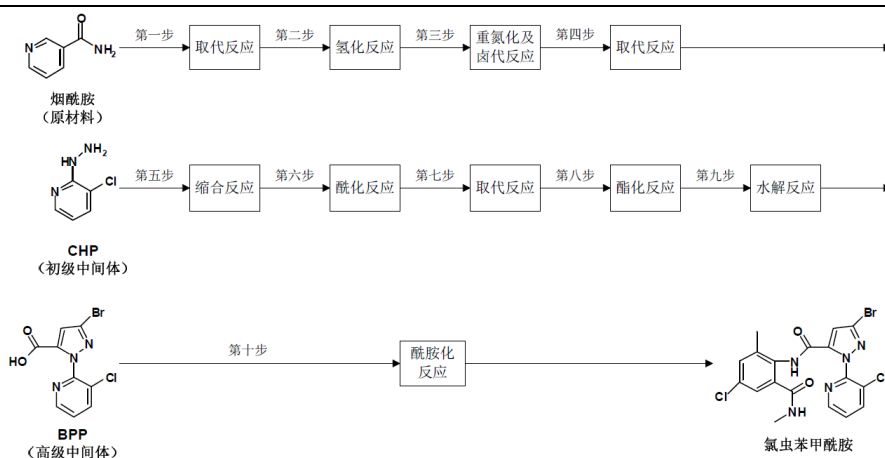
4.2 公司核心产品康宽（氯虫苯甲酰胺）需求旺盛

氯虫苯甲酰胺是杜邦开发的邻甲酰氨基苯甲酰胺类化合物中的第一个杀虫剂，是双酰胺类杀虫剂中最成功的典范，现已在世界上 100 多个国家销售，南美、北美是最大的区域市场。氯虫苯甲酰胺作用于昆虫的鱼尼丁受体，使其过度释放平滑肌和横纹肌细胞内储存的钙离子，引起害虫肌肉调节功能衰弱，影响昆虫行为，使其迅速停止取食，最终致死。“康宽”是基于氯虫苯甲酰胺的水稻、玉米、甘蔗、菜用大豆、棉花杀虫剂，于 2008 年在国内上市。

氯虫苯甲酰胺是全球第一大杀虫剂、水稻用第三大杀虫剂。根据网易援引 QYResearch 数据显示，氯虫苯甲酰胺的全球产量从 2013 年的 1820.0 吨增加到 2017 年的 2508.1 吨，复合年增长率为 6.24%。2017 年全球氯虫苯甲酰胺市场价值 15.05 亿美元，预计到 2023 年底将达到 20.42 亿美元，增长速度年复合增长率为 5.22%。我们认为，氯虫苯甲酰胺在 2022 年专利到期之前，依然有较大的增长空间。

氯虫苯甲酰胺的原料为烟酰胺，经过取代、氢化等反应得到 CHP（初级中间体），之后经过缩合、酰化等反应得到 BPP（高级中间体），最后通过酰胺化反应得到氯虫苯甲酰胺。从生产技术要求而言，BPP 较之 CHP 对供应商的生产技术及生产控制要求更高，BPP 作为高级中间体，距离原药氯虫苯甲酰胺仅有一个工艺步骤。因此，从生产工艺的控制及生产技术的开发方面，BPP 的要求无疑更高，其附加值也更大。

图 13 氯虫苯甲酰胺生产路线图



资料来源：雅本化学招股说明书，海通证券研究所

康宽产品生产是合同定制研发生产的重要体现。以公司与杜邦公司的合作为例，公司与杜邦公司的接洽始于 2004 年，此后，杜邦公司对公司进行了多次审计、验证，并于 2006 年与公司确立定制生产业务关系，当年公司向杜邦公司提供其新型杀虫剂“氯虫苯甲酰胺”的初级中间体 CHP，并于 2008 年取得该杀虫剂高级中间体 BPP 的订单。

随着双方合作的深入，2010年，公司正式进入杜邦公司供应商库存管理体系，成为其战略供应商。2017年，杜邦公司和陶氏化学公司整合过程中，将包括氟虫苯甲酰胺等一系列农化业务出售给FMC（富美实）。富美实成为公司第一大客户。我们认为，公司拥有多年的生产经验及技术优势，与农药大客户及其产品深度绑定，产品集中于高效、低毒、低残留、高生物活性和高选择性，未来将受益于下游需求的快速增长，享受深度绑定带来的产品放量机遇及可持续发展的盈利空间。

表 2 公司上市时主要竞争对手情况

主要产品	主要竞争对手及国内外竞争情况
BPP	国内有一家竞争对手，雅本化学竞争优势在于技术的领先性和环保性，工艺上的持续改进使成本保持优势，生产设备的自动化保证了产品的质量稳定。
CHP	国内有 2、3 家竞争对手，雅本化学的竞争优势在于工艺上的领先性和规模化效应，成本具有优势。
ECBS、MSP	雅本化学是杜邦公司的唯一供应商。
DPEA	国内，雅本化学是杜邦公司的唯一供应商，美国有一家公司生产该产品，产品生产成本比较高。
7-氮杂咪唑系列（抗肿瘤中间体）	雅本化学是从 7-氮杂咪唑到衍生物产品生产规模最大的厂商。国内有 4 家竞争对手，但是规模都小，品种也有局限。其中有 2 个衍生物，雅本化学是罗氏唯一供应商。印度有一家竞争对手，但是生产成本比较高。
L-2-氨基丁酰胺盐（抗癫痫中间体 ABAH）	国内有 5 家竞争对手，其中只有 2 家规模较大。雅本化学的生产规模最大，因为具有专利工艺技术，所以在生产成本上有很大的优势。而且公司是梯瓦的唯一供应商。印度有 2 家竞争对手，但成本优势不如中国供应商。

资料来源：雅本化学招股说明书，海通证券研究所

4.3 加强自主品牌建设，打造全产业链竞争力

建农植保为公司旗下具备农药全产业链生产资质的全资子公司，主要从事农药中间体、原药及制剂的生产销售。建农植保拥有“建农”、“大王”、“玉逢春”、“农知音”等品牌，均为江苏省著名品牌，拥有成熟的客户资源和较高的品牌知名度。

根据建农植保环评报告，建农植保投资 5000 万元，建设年产 600 吨茚虫威原药、500 吨 15% 茚虫威悬浮剂、1000 吨 20% 亚二硫基二(苯甲酰甲胺)悬浮剂技改项目，我们认为该技改项目完成后，依托茚虫威的生产能力，公司将有更大的盈利空间。此外，建农植保拥有多种制剂产品，其中杀菌剂包括 40% 多·酮可湿性粉剂(禾丰灵)、5% 烯唑醇微乳剂(农知音)等，杀虫剂包括 70% 吡虫·杀虫单可湿性粉剂(丰收丹)、43% 噻·酮·杀虫单可湿性粉剂(稻灵丹)等，除草剂包括 48% 丁·莠悬乳剂(玉逢春)等。

表 3 建农植保产能情况

产品	产能 (吨/年)	产品	产能 (吨/年)	产品	产能 (吨/年)
三唑酮	300	灭草松	200	40%灭草松水剂	500
烯唑醇	100	双苯恶唑酸	200	5%烯唑醇微乳剂	200
粉唑醇	200	氯代特戊酰氯	5000	25%三唑酮可湿性粉剂	500
戊唑醇	500	频那酮	3000	15%多效唑可湿性粉剂	500
氟硅唑	300	(氯甲基)二(4-氯苯基)甲基硅烷	500	10%吡虫啉可湿性粉剂	500
硅氟唑	200	2,3-二氯吡啶	1000	20%啉虫脒可湿性粉剂	200
肟菌酯	100	20%三唑酮乳油	500	70%吡虫·杀虫单可湿性粉剂	200
吡虫啉	300	480g/L 异恶草松乳油	200	40%多·酮可湿性粉剂	500
啉虫脒	200	25%多效唑悬浮剂	200	43%噻·酮·杀虫单可湿性粉剂	200
氟酰胺	50	40%氟硅唑乳油	300	32%烯唑·多菌灵可湿性粉剂	300
虱螨脲	500	10%氟硅唑水乳剂	200	70%杀螺胺可湿性粉剂	200
杀螺胺	100	48%丁·莠悬浮剂	200	80%除草定可湿性粉剂	200
多效唑	200	5%氯氟·吡虫啉乳油	100	12.5%烯唑醇可湿性粉剂	200
异恶草松	500	125g/L 粉唑醇悬浮剂	200		

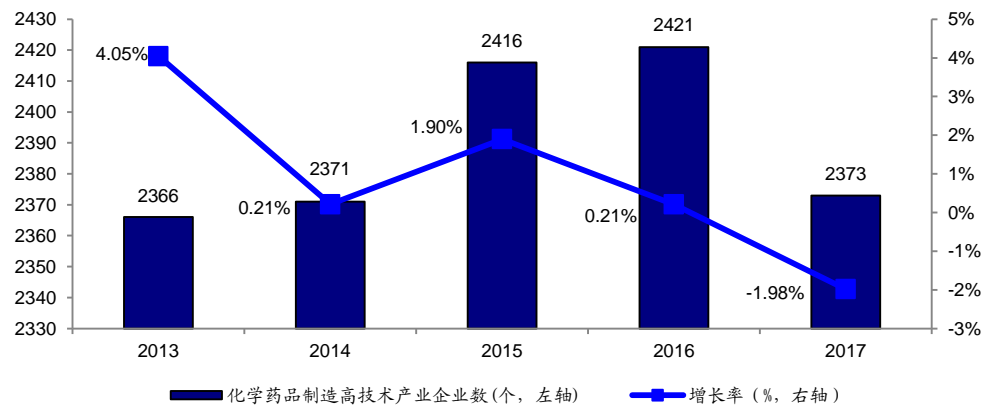
资料来源：建农植保官网，海通证券研究所

5. 医药：“内生增长+外延式并购”驱动业务扩张

5.1 受益于行业增长和集中度提升

医药的合成依赖于新型、高质量的医药高级中间体的生产。近年来国际大型制药公司逐渐将重心放到专利药的研发上，并将传统产品逐级外包，其中的承揽商多为新兴国家医药企业。随着科学技术的进步，许多医药源源不断地被开发出来而造福人类，这些医药的合成依赖于新型、高质量的医药高级中间体的生产。预计未来几年内世界性新药物的研究将集中在以下 10 类药物上：脑功能改善药，抗风湿性关节炎药，抗艾滋病药，抗肝炎及其他病毒药，降血脂药，抗血栓药，抗肿瘤药，血小板激活因子拮抗剂，甾类强心剂，抗抑郁、抗精神分裂和抗焦虑药等。

公司受益于医药行业增长和集中度提升。原料药企业近年来环保成本不断上升，促使供给侧收缩、落后产能逐步退出，优质企业的竞争格局有所改善，国际市场份额及议价能力正在逐步提升，出口企业集中度提高和出口价格上升是两个主要特征。对于医药行业新的机会，公司将进一步规划对接下游企业配套的联动。根据公司 2018 年年报，公司拥有抗肿瘤、抗癫痫、抗凝血、心血管类等多种医药中间体产品和储备，将受益于未来医药行业增长。

图14 化学药品制造高技术产业企业数及增长率


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

技术优势明显，医药类产品丰富。公司具有手性技术（不对称氢化、不对称氧化、不对称氢氟化、手性拆分与消旋）、生物技术（酶催化反应、微生物反应、发酵、基因工程、蛋白质工程、固定化酶/微生物）、杂环化合物的合成等技术，其中手性技术、含氮杂环药物模板合成技术及糖化学技术等处于国际先进水平。

表 4 公司医药板块产品情况

主要产品	产品介绍
磺达肝癸钠	抗凝血剂
左乙拉西坦	抗癫痫药
L-2-氨基丁酸、N-甲氧羰基-L-叔亮氨酸、D-苏氨酸、Boc-L-缬氨酸	医药中间体
1-(3-甲基-1-苯基-5-吡唑基)哌嗪、(2S)-4-氧代-2-(3-噻唑烷基羰基)-1-吡咯烷羧酸叔丁酯	特力利汀中间体
4-氯-6-乙基-5-氟嘧啶、	伏立康唑中间体
(S)-(+)-2,2-二甲基环丙烷甲酰胺	西司他丁中间体
S-1-N-Boc-3-羟基哌啶	依鲁替尼中间体
2-氯甲基-4-甲基喹唑啉、8-溴-3-甲基黄嘌呤	利拉利汀中间体
R-(+)-3-氨基丁醇	度鲁特韦中间体
S-(+)-2-氨基丁酰胺盐酸盐	医药中间体，用于合成左乙拉西坦

资料来源：雅本化学官网，海通证券研究所

5.2 加速外延布局追求协同效应

公司医药板块外延布局加速。2017年，公司斥资2448.5万欧元完成了对马耳他原料药公司ACL的收购，实现公司首次海外收购。ACL主要从事原料药(API)生产、销售和化学品定制服务(CMO)，具有API产品有43种，生产规模可从公斤级到吨级。ACL通过了美国FDA和cGMP认证，专注于原料药生产和定制服务。在业务协同性方面，除了有利于提高医药定制领域的市场竞争力，加速公司在国际医药定制和原料药市场的布局外，同时有助于带动国内基地转型升级，并吸引更多国际大型药企客户将生产转移至国内基地。

根据雅本化学完成收购ACL 100%股权的公告，ACL服务的客户49%在欧洲，19%在北美，23%在印度，客户集中度较低。ACL的工厂已经经过美国FDA的GMP认证，且其具有数十年的良好审计记录。ACL公司符合雅本化学进军欧美医药市场的要求，其生产设施较新，并通过了美国FDA和欧盟EDQM审查；ACL公司合作的仿制药生产多为First to File，受到Roche-Bolar等豁免条款的保护。在2017年完成收购时，ACL已经拥有28个美国FDA的DMF和欧盟CEP。受益于此，此笔收购能够增加公司的特色原料药品种，加速公司在国际医药定制和原料药市场的布局，帮助公司更多的产品通

过欧美规范、成熟市场的认证，加快医药产品线发展。

作为国内 CDMO 领军企业，公司具有丰富的医药高级中间体定制经验、加上马耳他子公司 ACL 的优质的原料药生产体系以及朴颐化学、颐辉生物及太仓医药资产的整合协同效应，公司能够发挥创新的研发能力、领先的工艺技术。同时，利用生物酶催化和微通道连续流反应等清洁生产的先进工艺提升中间体和原料药的竞争力，减少化学合成中的污染，降低危险性，有效提升医药业务收入及毛利率。

6. 盈利预测与投资评级

我们预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 2.47 亿元、3.07 亿元和 4.08 亿元，应的 EPS 为 0.26 元、0.32 元和 0.42 元，我们给予公司 19 年 25-30 倍 PE，对应的合理价值区间为 6.50-7.80 元，给予优于大市评级。

盈利假设：

(1) 公司农药业务深度绑定富美实、拜尔等大客户，一方面与富美实签订 35 亿合同保证收入的稳定增长，另一方面推动管道内 10 多个农药新品加速落地，实现规模化生产。我们预计公司农药业务毛利率将回升至 33% 左右。

(2) 公司医药板块拥有朴颐化学、颐辉生物、ACL、太仓基地等资源，未来将利用生物酶催化等工艺提升医药中间体和原料药的竞争力，实现医药板块稳定增长。

(3) 公司开展多元布局，未来环保板块将成公司新的增长点。

表 5 雅本化学盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
农药中间体					
收入(万元)	73957.18	121033.50	163395.23	196074.27	239210.61
成本(万元)	48909.92	83843.00	111108.75	131369.76	157879.00
毛利率	33.87%	30.73%	32.00%	33.00%	34.00%
医药中间体					
收入(万元)	29279.19	32105.50	35958.16	40273.14	45105.92
成本(万元)	25965.91	25679.30	28766.53	32218.51	36084.73
毛利率	11.32%	20.02%	20%	20%	20%
特种化学品					
收入(万元)	15757.01	13317.40	13983.27	14682.43	15416.56
成本(万元)	14085.32	11891.30	12445.11	13067.37	13720.73
毛利率	10.61%	10.71%	11.00%	11.00%	11.00%
环保产品					
收入(万元)		12649.90	15179.88	18215.86	21859.03
成本(万元)		6540.00	7893.54	9472.25	11366.69
毛利率		48.30%	48.00%	48.00%	48.00%
其他业务					
收入(万元)	1789.53	1458.50	1473.09	1487.82	1502.69
成本(万元)	0.00	1121.65	1134.28	1145.62	1157.07
毛利率	100.00%	23.10%	23.00%	23.00%	23.00%
总计					
收入(万元)	120782.91	180564.80	229989.62	270733.51	323094.80
成本(万元)	88961.15	129075.25	161348.20	187273.50	220208.24
综合毛利率	26.35%	28.52%	29.85%	30.83%	31.84%

资料来源：公司 2018 年报，WIND，海通证券研究所

表 6 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603259.SH	药明康德	80.90	1.94	1.94	2.43	41.7	41.7	33.3
002250.SZ	联化科技	10.55	0.04	0.52	0.75	263.8	20.3	14.1
002821.SZ	凯莱英	89.73	1.86	2.47	3.23	48.2	36.3	27.8
均值							32.8	25.0

注：收盘价为 2018 年 6 月 13 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

7. 风险提示

募投项目投产情况不如预期；毛利率下降。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1806	2300	2707	3231
每股收益	0.17	0.26	0.32	0.42	营业成本	1291	1613	1873	2202
每股净资产	2.06	2.33	2.64	3.07	毛利率%	28.5%	29.8%	30.8%	31.8%
每股经营现金流	0.32	0.26	0.31	0.38	营业税金及附加	10	15	17	20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	37	46	55	65
P/E	30.83	18.90	15.22	11.46	营业费用率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	2.49	2.09	1.83	1.58	管理费用	140	175	207	247
P/S	2.59	2.03	1.73	1.45	管理费用率%	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%
EV/EBITDA	15.82	14.68	11.44	8.25	EBIT	221	332	403	518
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	11	32	26	17
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	1.4%	1.0%	0.5%
毛利率	28.5%	29.8%	30.8%	31.8%	资产减值损失	13	2	1	1
净利率	8.9%	10.7%	11.3%	12.6%	投资收益	6	6	6	6
净资产收益率	8.1%	11.0%	12.0%	13.8%	营业利润	223	303	382	505
资产回报率	4.4%	6.0%	7.1%	8.6%	营业外收支	-17	0	0	0
投资回报率	8.8%	12.7%	14.9%	18.2%	利润总额	206	303	382	505
盈利增长 (%)					EBITDA	336	332	403	518
营业收入增长率	49.5%	27.4%	17.7%	19.3%	所得税	21	31	39	52
EBIT 增长率	87.9%	50.1%	21.4%	28.5%	有效所得税率%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
净利润增长率	119.5%	53.9%	24.2%	32.9%	少数股东损益	24	25	36	45
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	161	247	307	408
资产负债率	42.8%	42.5%	37.7%	33.4%					
流动比率	1.2	1.3	1.6	2.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.5	货币资金	595	770	830	966
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.7	应收账款及应收票据	512	604	701	840
经营效率指标					存货	304	423	472	563
应收帐款周转天数	91.5	95.9	94.4	94.9	其它流动资产	218	245	263	287
存货周转天数	84.6	95.8	92.0	93.3	流动资产合计	1629	2042	2266	2656
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.9	2.2	2.6	2.9	固定资产	1023	1043	1073	1133
					在建工程	124	154	134	84
					无形资产	190	190	190	190
					非流动资产合计	2005	2055	2065	2075
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	3634	4097	4331	4731
净利润	161	247	307	408	短期借款	793	793	593	393
少数股东损益	24	25	36	45	应付票据及应付账款	418	570	644	764
非现金支出	129	2	1	1	预收账款	26	24	32	37
非经营收益	17	35	31	24	其它流动负债	100	134	143	165
营运资金变动	-22	-57	-73	-109	流动负债合计	1337	1521	1412	1359
经营活动现金流	308	253	302	370	长期借款	140	140	140	140
资产	-311	-50	-10	-10	其它长期负债	79	79	79	79
投资	-436	0	0	0	非流动负债合计	219	219	219	219
其他	6	6	6	6	负债总计	1556	1740	1631	1578
投资活动现金流	-741	-44	-4	-4	实收资本	963	963	963	963
债权募资	207	0	-200	-200	普通股股东权益	1987	2241	2548	2956
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	92	117	152	198
其他	-289	-34	-37	-30	负债和所有者权益合计	3634	4097	4331	4731
融资活动现金流	-81	-34	-237	-230					
现金净流量	-514	175	61	136					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 13 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

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： 诺普信,茶花股份,梅花生物,强力新材,皇马科技,双一科技,利安隆,七彩化学,新洋丰,扬农化工,苏利股份,拉芳家化,百傲化学,浙江龙盛,诚志股份,坤彩科技,鲁西化工,光华科技,万润股份,国光股份,利民股份,黑猫股份,国立科技,华峰氨纶,圣达生物,海利尔,先达股份,永利股份,安道麦 A,飞凯材料

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 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。	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
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
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 chenyaoyao@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
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@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
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@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
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
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fngq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wj11852@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
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
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹琴(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 xbj6583@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
 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 lzf11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com
 联系人
 李丹(021)23154401 ld11766@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
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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 lf12225@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
 张恒暄 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
 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

衣植永(021)23212208 yzy12003@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
 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 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
 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