

投资评级 优于大市 首次覆盖

#### 股票数据

05 月 29 日收盘价 (元)	5.77
52 周股价波动 (元)	4.10-8.16
总股本/流通 A 股 (百万股)	426/311
总市值/流通市值 (百万元)	2457/1792

#### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.8	-8.6	-4.2
相对涨幅 (%)	-8.7	-3.2	-4.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@htsec.com

证书:S0850518030001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

## PVC 改性剂龙头，受益于环保趋严

### 投资要点:

- 日科化学: PVC 改性剂行业的领先企业。**日科化学主要从事 PVC 塑料改性剂产品的研发、生产和销售。公司主要产品包括三类 PVC 塑料改性剂产品: ACR 抗冲加工改性剂、AMB 抗冲改性剂和 ACM 低温增韧剂等, 产品性能处于国际领先水平。
- 我们认为随着行业洗牌加速, CPE 行业集中度有望进一步提升。**根据卓创资讯, 截止至 2015 年, 山东为 CPE 产能第一大省, 占总产能的 62%, 2015 年国内最大 CPE 厂家、年产 17 万吨的亚星化学位于山东潍坊。CPE 大型装置在整体供应中占比最大, 排名前四的厂家产能占比高达 35.14%, 这些大型规模的厂家是我国 CPE 生产的主力军。随着行业洗牌行动的开展, 小型装置正面临淘汰风险, 一是下游客户群体占比较少, 再者是行业话语权微弱, 第三则是加工费用相对来说较高, 利润空间进一步缩窄。
- 2015 年 7 月的募投项目已正式投产运行, 在建项目有望 2021 年投产。**公司 2015 年 7 月非公开发行股票募集资金投资于“年产 10 万吨塑料改性剂 ACM 及 1 万吨氯化聚氯乙烯 CPVC 项目”, 2018 年 8 月正式投产运行。公司募投项目“年产 14 万吨 PMMA、10 万吨 ACS、4 万吨 ASA 工程塑料、4 万吨功能性膜材料及 1 万吨多功能高分子新材料项目”2019 年 2 月开工建设, 项目建设期为 24 个月, 预计 2021 年达产。
- 我们认为, 控股股东的变更有望促进产业链协同。**鲁民投及金湖投资因看好日科化学在精细化工行业的发展前景, 认可日科化学的长期投资价值, 旨在通过股权转让获取上市公司控股股东地位。鲁民投及金湖投资在股权转让完成后, 将增强与日科化学的业务协同, 改善日科化学的经营环境, 提升日科化学的综合治理与可持续发展能力, 有利于上市公司的长远健康发展。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 19-21 年净利润分别为 1.8 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元, 对应 EPS 分别为 0.43、0.46、0.55 元。未来随着新产能的释放, 我们认为公司盈利能力将进一步提高。我们给予公司 2019 年 18-21 倍 PE, 对应合理价值区间为 7.74-9.03 元, 首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示。**主要产品 ACM、ACR 价格大幅波动; 原材料价格波动; 宏观经济下行风险; 在建产能投放进度不达预期。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2103.22	1568.77	2907.66	2999.27	3851.15
(+/-)YoY(%)	35.95%	-25.41%	85.35%	3.15%	28.40%
净利润(百万元)	95.09	102.77	182.66	194.09	232.22
(+/-)YoY(%)	18.88%	8.08%	77.74%	6.26%	19.65%
全面摊薄 EPS(元)	0.22	0.24	0.43	0.46	0.55
毛利率(%)	14.94%	13.04%	15.44%	15.42%	14.99%
净资产收益率(%)	5.98%	6.34%	10.12%	9.71%	10.41%

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. 日科化学：PVC 改性剂行业的领先企业 .....	5
2. 随着山东环保趋严，CPE 行业集中度有望进一步提升 .....	6
3. 募投项目用于扩张产能，提升核心竞争力 .....	9
4. 专利产品增韧改性剂拓宽聚氯乙烯使用范围 .....	10
5. 控股股东由赵东日变更为金湖投资，看好未来产业协同 .....	10
6. 盈利预测与估值区间 .....	14
7. 风险提示 .....	17
财务报表分析和预测 .....	18

## 图目录

图 1	2014-2018 公司营业收入（亿元） .....	5
图 2	2014-2018 公司归母净利润（亿元） .....	5
图 3	公司主要产品收入构成（亿元） .....	6
图 4	公司产品毛利构成（百万元） .....	6
图 5	PVC 下游应用占比 .....	6
图 6	2008-2017 中国 PVC 产量及同比增速 .....	7
图 7	2007-2017 中国 PVC 表观消费量及其增速 .....	7
图 8	2009-2015 我国 PVC 塑料助剂需求走势图 .....	7
图 9	2009-2015 年我国塑料助剂消费量走势图 .....	7
图 10	2015 年中国 CPE 产能地区占比 .....	8
图 11	MBS 行业市场规模 .....	9
图 12	2010-2014 年中国 MBS 产能与产能利用率 .....	9
图 13	金湖投资股权结构图 .....	11
图 14	鲁民投股权结构图 .....	12
图 15	2014-2019 公司主要产品价格走势（单位：元/吨） .....	15

## 表目录

表 1	公司主要产品介绍.....	5
表 2	日科化学股权结构（2019 年 5 月 9 日） .....	6
表 3	2015 年全国 CPE 产能按规模统计 .....	8
表 4	ACM 与 CPE 相比在技术指标上具有优势 .....	8
表 5	ACM 下游产品市场容量.....	9
表 6	扩产规划：2019-2021 年在建产能一览表 .....	9
表 7	公司重要专利一览表.....	10
表 8	日科化学与鲁民投的合作发展 .....	10
表 9	山东民营联合投资控股股份有限公司简介 .....	11
表 10	金湖投资出资结构.....	11
表 11	鲁民投现任董事、监事、高级管理人员及其关联公司 .....	13
表 12	除日科化学外，鲁民投所控制的其他企业或组织情况 .....	13
表 13	除鲁民投及其控制的企业外，董监高控制或担任董事、高管的化工企业列表 ..	14
表 14	日科化学分业务盈利预测表 .....	16
表 15	同行业市盈率相对估值比较 .....	17

## 1. 日科化学：PVC 改性剂行业的领先企业

山东日科化学股份有限公司主要从事 PVC 塑料改性剂产品的研发、生产和销售。公司主要产品包括三类 PVC 塑料改性剂产品：ACR 抗冲加工改性剂、AMB 抗冲改性剂和 ACM 低温增韧剂，产品性能处于国际领先水平。

公司产品性能优异，定位于替代现有产品。（1）公司 ACR 抗冲加工改性剂无论其抗冲性能还是加工性能均高于国际和国内同类 ACR 产品，且细分产品型号不断推陈出新，定位于传统 ACR 抗冲加工改性剂的升级产品；（2）公司自主研发的 AMB 抗冲改性剂属于国内首创、国际领先的新一代高效能抗冲改性剂，其低温抗冲性能世界领先，定位于替代现有的 MBS 抗冲改性剂；（3）公司自主研发的 ACM 低温增韧剂属于国内首创、国内领先的低温增韧剂，系国家火炬计划项目产品，其低温增韧性能远远高于其他产品，定位于替代现有的 CPE 产品。

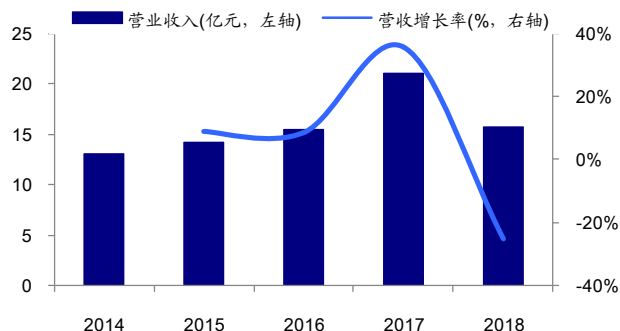
表 1 公司主要产品介绍

产品	用途	应用领域	性质
ACR 抗冲加工改性剂	ACR 可分为抗冲 ACR 和加工 ACR。抗冲 ACR 用作抗冲改性剂，加工 ACR 用作加工改性剂。	广泛应用于各种 PVC 制品。	（1）公司抗冲 ACR 的抗冲性能高于国际上同类产品；（2）公司加工 ACR 加工性能高于国际上同类产品。
AMB 抗冲改性剂	用作硬质 PVC 制品的抗冲改性剂，定位于替代现有的 MBS 产品。	可用于制造片材、管材、注塑件、板材以及对韧性要求很高的各种高档 PVC 制品等各类 PVC 制品。	（1）其抗冲性能，特别是低温抗冲性能，高于 MBS 等其他抗冲改性剂。在不影响 PVC 制品其他性能的前提下，能大幅度提升 PVC 制品的低温抗冲性能，能使 PVC 制品的低温冲击强度和韧性向 PE 接近。（2）与 MBS 相比，与 PVC 相容性好，能够提高生产效率；（3）与 MBS 相比，可以通过减少用量，降低 PVC 加工企业的生产成本。
ACM 低温增韧剂	用作 PVC 的低温增韧剂和抗冲击改性剂，定位于替代现有的 CPE 产品。	可用于型材、管材、波纹板、木塑制品等各种室内、外使用的 PVC 制品，特别适合于对韧性要求很高的穿线管、要求高焊角强度的型材和高填充木塑制品。	（1）具有良好的韧性，其韧性远高于其他改性剂产品。能大幅度的提高 PVC 制品的低温韧性。（2）与 CPE 相比，除韧性更好外，还具有以下优点：与 PVC 相容性更好，能够提高生产效率；耐候性更好，使 PVC 制品能适应各种气候条件；抗冲性能更好，使 PVC 制品冷冲强度大幅度提高。（3）在达到相同性能前提下，ACM 用量为 CPE 的 80%，可以降低 PVC 加工企业的成本。

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

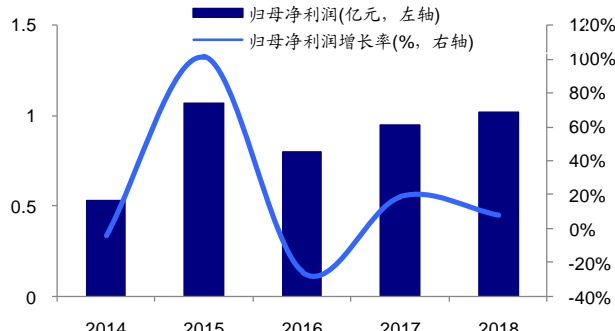
根据公司 2018 年年报，2018 年公司营业收入较 2017 年减少 25.41%，归母净利润增长 8.08%。2018 年第一季度，公司昌乐厂区受安全事故导致暂时停产影响，ACR 产品和 AMB 产品销量、营业收入以及净利润较去年同期大幅下降；公司于 2018 年 4 月 12 日收到恢复生产的批复后积极组织营销和生产等各项工作，2018 年 4 月底至报告期末，昌乐厂区的产量和销量逐步恢复后，主营业务盈利情况较第一季度好转。公司 2014 至 2018 年营业收入分别为 13.05 亿元、14.23 亿元、15.47 亿元、21.03 亿元和 15.69 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 0.53 亿元、1.07 亿元、0.80 亿元、0.95 亿元和 1.03 亿元。公司 2015 至 2018 年营业收入增速分别为 9.08%、8.69%、35.95%和-25.41%，归属母公司所有者净利润增速分别为 101.35%、-25.40%、18.88%和 8.08%。

图1 2014-2018 公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

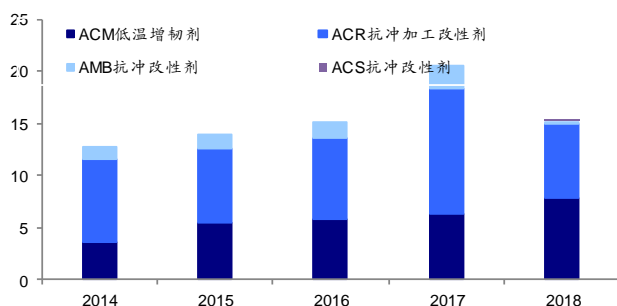
图2 2014-2018 公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

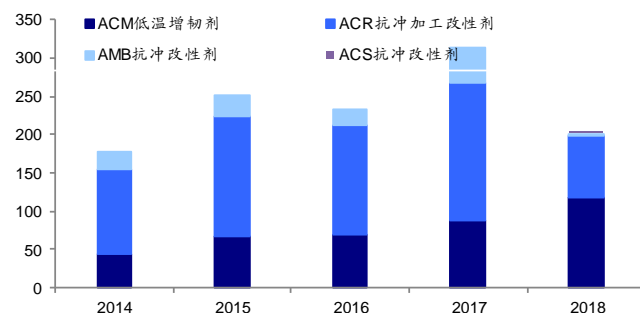
ACR、ACM 产品是目前公司的主要收入和盈利来源。2018 年，公司主要产品 ACM、ACR、AMB、ACS 营业收入分别为 7.8 亿元、7.2 亿元、0.2 亿元、0.2 亿元，在营业收入中的占比分别为 49.82%、46.04%、1.32%、1.27%。

图3 公司主要产品收入构成（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 公司产品毛利构成（百万元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

公司控股股东为金湖投资，无实际控制人。截至 2019 年 5 月 9 日，金湖投资及其一致行动人合计持有公司股份 96,132,910 股，占公司总股本的 22.58%，为公司第一大股东，金湖投资的实际控制人为鲁民投，而鲁民投股权结构相对分散，没有单一股东通过直接或间接方式持有鲁民投股权比例或控制其表决权超过 50.00%，鲁民投任何一家股东均不能通过其单独持有的表决权对股东会、董事会的决议的形成和重大经营事项实施实际控制。因此，公司无实际控制人。

表2 日科化学股权结构（2019 年 5 月 9 日）

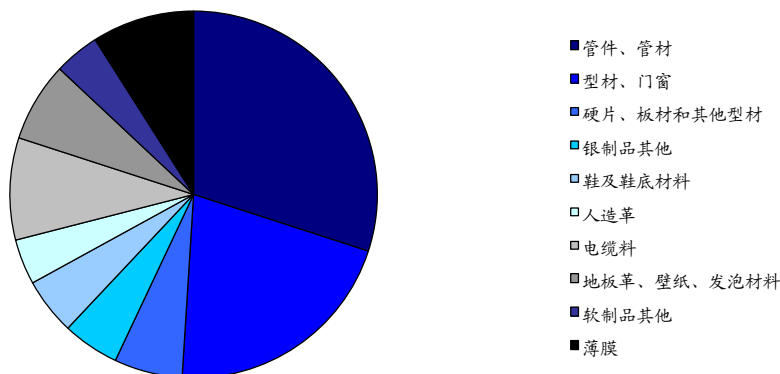
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
金湖投资及其一致行动人	96,132,910	22.58
赵东日先生及其一致行动人	85,162,523	20
合计	181,295,433	42.58

资料来源：《关于控股股东、实际控制人协议转让完成过户登记暨控股股东及实际控制人变更的提示性公告》、《关于控股股东之一致行动人增持公司股份的公告》、海通证券研究所

## 2. 随着山东环保趋严，CPE 行业集中度有望进一步提升

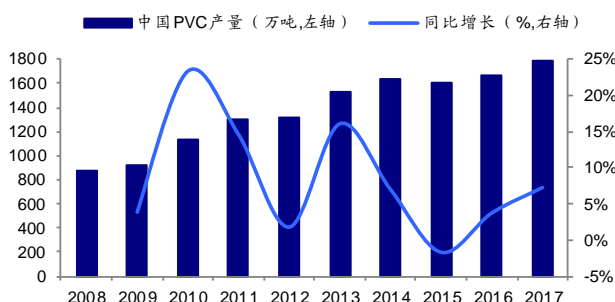
公司所处行业为 PVC 塑料改性剂行业，为化工新材料的细分行业。PVC 塑料改性剂的下游行业是 PVC 塑料加工行业，包括各种管材、板材、型材、发泡材料、木塑制品等生产厂家，这些 PVC 制品主要用作建筑材料、包装材料和电器材料等领域。

图5 PVC 下游应用占比



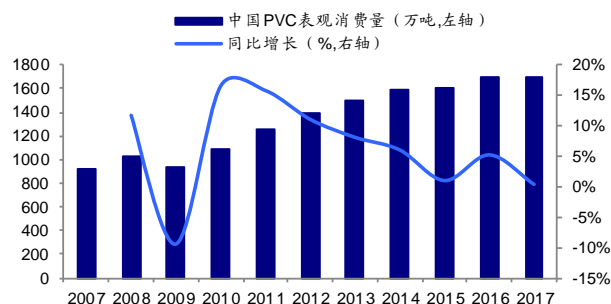
资料来源：产业信息网、海通证券研究所

图6 2008-2017 中国 PVC 产量及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

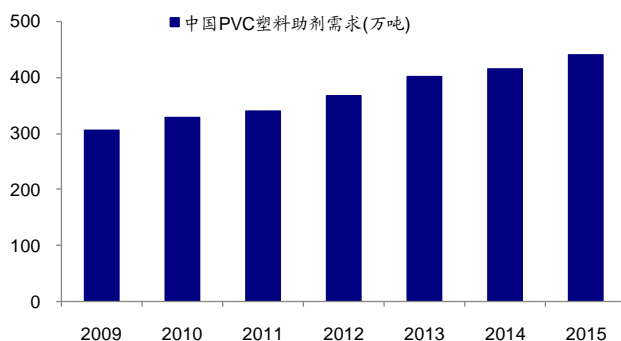
图7 2007-2017 中国 PVC 表观消费量及其增速



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

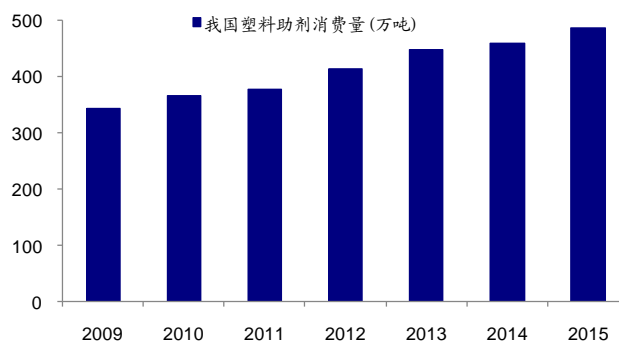
我们预计 PVC 塑料改性剂需求将保持稳定增长。PVC 塑料改性剂的产量随着 PVC 制品产量的增加而增加。2014 年以来政府相继出台“降准降息、加快建设保障性安居工程、加快农村基础设施建设、加快铁路公路和机场等重大基础设施建设、加快城市电网改造”等重大工程都会应用到 PVC 塑料制品。已经出台实施调整振兴规划的汽车、电子信息、轻工等多个行业，也是 PVC 系列塑料制品的使用和消费大户，将对塑料行业的发展起到推动作用。由于 PVC 树脂相对于其他树脂更需要且更容易借助助剂来完善和提高性能，同时，PVC 塑料价格便宜、实用，在所有类别塑料中应用最广泛，用量最大。根据产业信息网，截止至 2016 年 10 月，塑料助剂主要以 PVC 塑料助剂为主，用量约占塑料助剂的 90%，

图8 2009-2015 我国 PVC 塑料助剂需求走势图



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

图9 2009-2015 年我国塑料助剂消费量走势图

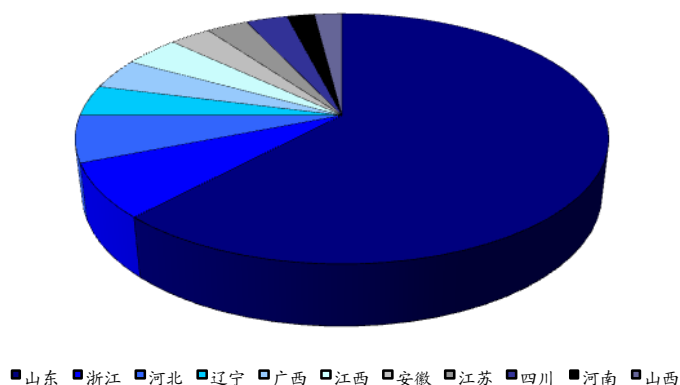


资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

环保政策持续收紧，PVC 改性剂行业集中度有望提升。在当前环境保护日益受到政府和全社会重视的背景下，化工行业面临的环保政策持续收紧，部分环保问题严重、技术落后、资金实力不强的企业开始降低开工负荷，并将逐步退出市场。行业龙头企业由于资金实力较强、环保设施及工艺较为先进、研发实力较强，企业竞争优势逐渐凸显。随着我国经济发展步入“新常态”以及“供给侧改革”政策的进一步落实，PVC 改性剂行业进入调整升级的非常时期，行业集中度有望进一步提升。



图10 2015 年中国 CPE 产能地区占比



资料来源：卓创资讯、海通证券研究所

表 3 2015 年全国 CPE 产能按规模统计

分类	装置（万吨）	数量	产能（万吨）	产能占比
大型装置	≥5	4	37	35.14%
中型装置	5<产能≤2	13	33.8	32.10%
小型装置	<2	34	34.5	32.76%
合计	--	51	105.3	100%

资料来源：卓创资讯、海通证券研究所

我们认为随着行业洗牌加速，CPE 行业集中度有望进一步提升。根据卓创资讯，截止至 2015 年，山东为 CPE 产能第一大省，占总产能的 62%，2015 年时国内最大 CPE 厂家、年产 17 万吨的亚星化学位于山东潍坊。其次是浙江地区，2015 年时浙江杭州科利化工年产能 8 万吨，两者均属于国内龙头企业。CPE 大型装置在整体供应中占比最大，排名前四的厂家产能占比高达 35.14%，这些大型规模的厂家是我国 CPE 生产的主力军。小型装置数量占总量的 66.67%，而产能仅仅占总产能的 34.70%，随着行业洗牌行动的开展，小型装置正面临淘汰风险，一是下游客户群体占比较少，再者是行业话语权微弱，第三则是加工费用相对来说较高，利润空间进一步缩窄，小型装置首当其冲。

公司主要产品之一 ACM 定位于替代 CPE，ACM 较 CPE 性能更优。公司的专利产品 ACM 树脂作为 CPE 的升级产品，其韧性相比 CPE 提升了 1 倍，系 2011 年时断裂伸长率最高的塑料抗冲改性剂。ACM 产品低温韧性最好，而抗冲能力并不是其显著特性，因此，ACM 产品主要将在高性能的型材和管材应用方面逐渐替代 CPE，增强硬质 PVC 对 PE 制品的竞争力。ACM 产品的市场状况主要从 CPE 市场状况进行考察。

表 4 ACM 与 CPE 相比在技术指标上具有优势

指标	CPE	MBS	ACM	提升比率
断裂增长率	00%	600%以上	1200%	2 倍

资料来源：《年产 5 万吨 ACM 项目可行性报告》，海通证券研究所

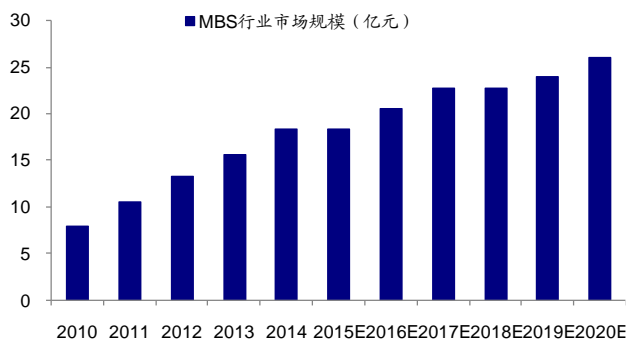


**表 5 ACM 下游产品市场容量（截至 2011 年）**

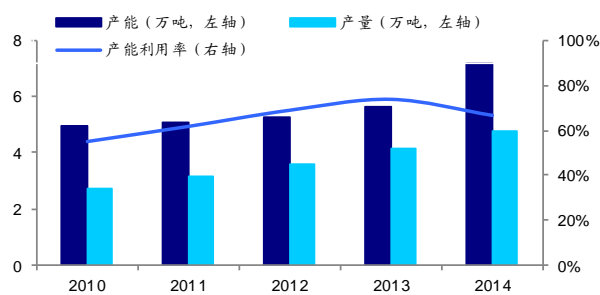
ACM 下游产品	市场容量
聚氯乙烯	30 万吨
沥青改性	15 万吨
水泥改性	10 万吨以上
电线、电缆	20 万吨

资料来源：《年产 5 万吨 ACM 项目可行性报告》，海通证券研究所

根据智研咨询预计，2020 年 MBS 树脂的需求量超过 11 万吨。根据中国产业信息网援引智研咨询，截止 2015 年，我国目前共有 MBS 生产企业 10 多家，总产能约 7.2 万吨，实际产量约 4.8 万吨，而实际需求 8 万吨，市场存在一定的缺口。随着 PVC 制品的快速发展和对 PVC 制品质量要求的提高，对 MBS 的需求将进一步扩大，预计 2020 年 MBS 树脂需求量将超过 11 万吨，市场前景看好。公司自主研发的 AMB 抗冲改性剂作为 MBS 产品的替代和升级产品，与 MBS 相比，无论在性能方面，还是成本方面均具有竞争优势，具有广阔的市场前景。

**图11 MBS 行业市场规模**


资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

**图12 2010-2014 年中国 MBS 产能与产能利用率**


资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

### 3. 募投项目用于扩张产能，提升核心竞争力

公司上市后继续募资扩产，产能进一步提高。公司 2015 年 7 月非公开发行股票募集资金投资于“年产 10 万吨塑料改性剂 ACM 及 1 万吨氯化聚氯乙烯 CPVC 项目”，2018 年 8 月正式投产运行。

我们预计公司目前在建项目有望在 2021 年投产。2019 年 2 月 16 日，公司发布《山东日科化学股份有限公司关于对外投资的公告》，将通过公司全资子公司山东启恒新材料有限公司投资建设“年产 14 万吨 PMMA、10 万吨 ACS、4 万吨 ASA 工程塑料、4 万吨功能性膜材料及 1 万吨多功能高分子新材料项目”，项目建设期为 24 个月，预计项目总投资 12 亿元。

**表 6 扩产规划：2019-2021 年在建产能一览表**

地点	产品	在建产能	建设周期	预期投产时间
日科化学公司全资子公司山东启恒新材料有限公司	PMMA	14 万吨	24 个月	2021 年
	ACS	10 万吨	24 个月	2021 年
	ASA	4 万吨	24 个月	2021 年

资料来源：《山东日科化学股份有限公司关于对外投资的公告》，海通证券研究所

## 4. 专利产品增韧改性剂拓宽聚氯乙烯使用范围

公司通过研发投入和知识产权保护措施不断巩固自身的技术优势，截止至 2018 年年底，公司已取得发明专利 19 项、实用新型专利 17 项。

表 7 公司重要专利一览表

序号	专利名称	专利公布时间
1	抗冲击性、加工性优良的聚氯乙烯混合物	2012/4/18
2	聚氯乙烯混合物及其制备方法	2013/7/21
3	一种高断裂伸长率的聚氯乙烯混合物	2015/9/2
4	一种高断裂吸收能聚氯乙烯管材组合物及其制备方法	2015/9/9
5	一种低密度聚氯乙烯发泡材料及其制备方法	2016/6/8
6	一种用于透明聚氯乙烯制品的增韧改性剂及高透明聚氯乙烯混合物	2017/1/25
7	一种聚氯乙烯低温增韧改性剂及含有该低温增韧改性剂的聚氯乙烯组合物	2017/10/26
8	聚氯乙烯低温增韧改性剂及含有该低温增韧改性剂的聚氯乙烯复合材料	2017/11/30

资料来源：专利网，海通证券研究所

公司发明了高断裂伸长率的增韧改性剂，大大拓宽了聚氯乙烯的使用范围。截止到目前为止，由于聚氯乙烯的断裂伸长率低、韧性差，聚氯乙烯树脂的低温韧性一直未能得到很好地解决，聚氯乙烯树脂韧性已经成为阻碍聚氯乙烯树脂发展的主要障碍。公司发明的一种聚氯乙烯混合物，其特征在于，按重量份计，包括以下组分：(a)100 份的聚氯乙烯树脂，和(b)2 ~ 20 份的增韧改性剂。其中，所述的增韧改性剂是断裂伸长率为 1601% ~ 2200%、且氯重量百分含量为 5 ~ 45wt% 的橡胶粉体。该发明的特点在于使用一种断裂伸长率为 1601% ~ 2200%的、与聚氯乙烯树脂相容性良好的橡胶粉体作为聚氯乙烯树脂的增韧改性剂，该橡胶粉体只要与聚氯乙烯树脂具有很好的相容性，并且在通常的加工工艺条件下能均匀地分散到聚氯乙烯树脂之中，则可以为任何成分。

## 5. 控股股东由赵东日变更为金湖投资，看好未来产业协同

2018 年 10 月 21 日，山东日科化学股份有限公司、赵东日、山东民营联合投资控股股份有限公司（简称“鲁民投”）本着平等互利、优势互补、资源共享等合作原则，结合各方的优势和资源，做大、做强公司主营业务，提升公司内在价值，签订了《战略合作协议》。

表 8 日科化学与鲁民投的合作发展

时间	合作进展
2018 年 10 月 21 日	日科化学、赵东日、鲁民投签订《战略合作协议》
2018 年 11 月 22 日	鲁民投基金管理有限公司通过其管理的基金“鲁民投点金一号私募证券投资基金”通过集中竞价交易和大宗交易方式累计持有公司股份 21,290,600 股，占公司总股本的 5.00%。
2018 年 11 月 28 日	日科化学控股股东、实际控制人赵东日先生与济南鲁民投金湖投资合伙企业(有限合伙)签署《股份转让协议》，赵东日先生拟将其持有的公司 36,807,596 股（占公司总股本的 8.64%）转让给金湖投资，转让价格确定为每股人民币 7.04 元。
2019 年 1 月 6 日	日科化学控股股东、实际控制人赵东日先生与济南鲁民投金湖投资合伙企业(有限合伙)签署《股份转让协议》，赵东日先生拟将其持有的公司 25,260,263 股（占公司总股本的 5.93%）转让给金湖投资，转让价格确定为每股人民币 7.69 元。

资料来源：《山东日科化学股份有限公司关于签订战略合作协议的公告》、《简式权益变动报告书》、《关于控股股东协议转让公司部分股份暨权益变动的提示性公告》、《山东日科化学股份有限公司关于控股股东协议转让公司部分股份暨控股股东、实际控制人拟变更的提示性公告》，海通证券研究所

表 9 山东民营联合投资控股股份有限公司简介

成立日期	2017 年 12 月 18 日
注册资本	50 亿元
法定代表人	尚吉永
经营范围	以自有资金对实业投资、股权投资、投资管理、投资咨询。

资料来源：《山东日科化学股份有限公司关于签订战略合作协议的公告》，海通证券研究所

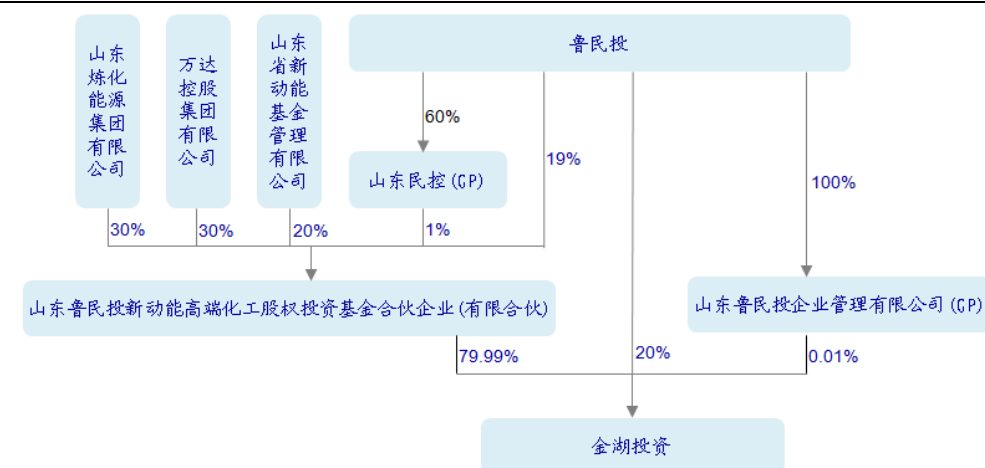
2019 年 2 月 15 日，公司发布《山东日科化学股份有限公司关于控股股东、实际控制人协议转让完成过户登记暨控股股东及实际控制人变更的提示性公告》，公司的控股股东由赵东日先生变更为济南鲁民投金湖投资合伙企业（有限合伙），公司实际控制人由赵东日变更为无实际控制人。

表 10 金湖投资出资结构

序号	合伙人类型	合伙人名称	认缴出资额(万元)	认缴出资比例(%)
1	普通合伙人	山东鲁民投企业管理有限公司	1.00	0.01
2	有限合伙人	山东民营联合投资控股股份有限公司	7000.00	20.00
3	有限合伙人	山东鲁民投新动能高端化工股权投资投资基金合伙企业(有限合伙)	28000.00	79.99
合计			35001.00	100.00

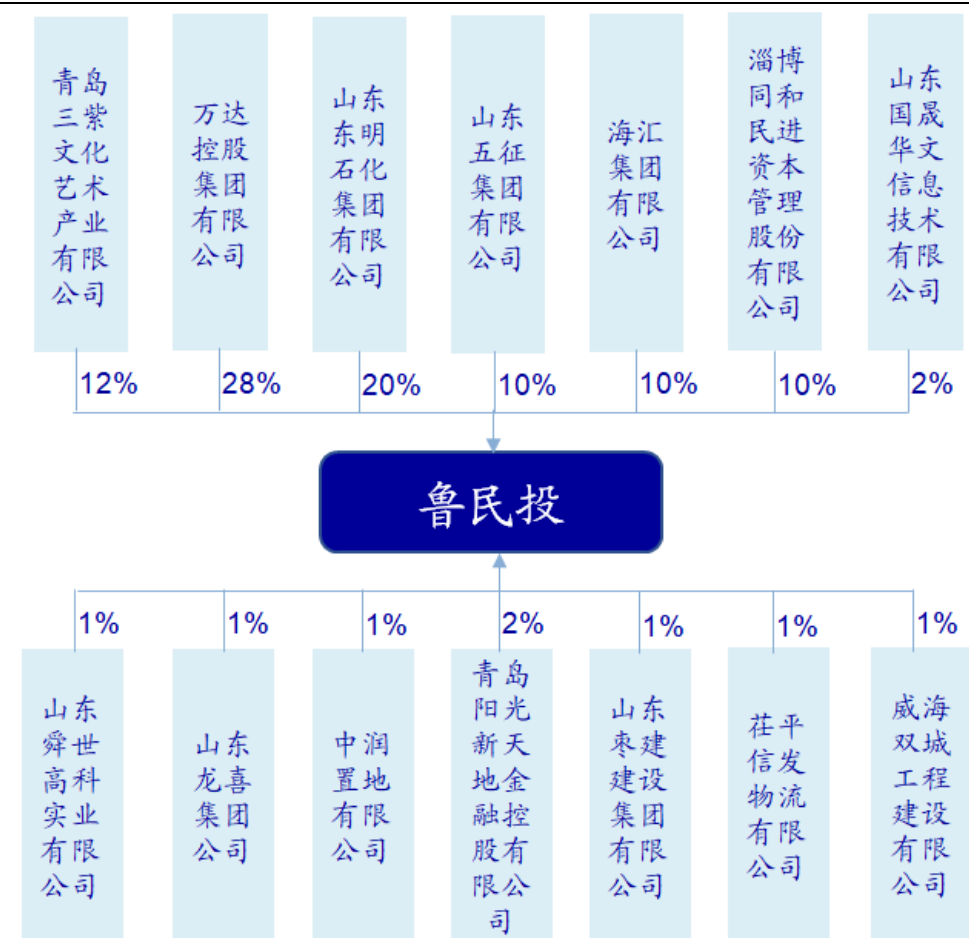
资料来源：《山东日科化学股份有限公司关于签订战略合作协议的公告》，海通证券研究所

图13 金湖投资股权结构图



资料来源：《山东日科化学股份有限公司关于深圳证券交易所出具的关于对山东日科化学股份有限公司问询函的回复》，海通证券研究所

图14 鲁民投股权结构图



资料来源：《山东日科化学股份有限公司关于深圳证券交易所出具的关于对山东日科化学股份有限公司问询函的回复》

**表 11 鲁民投现任董事、监事、高级管理人员及其关联公司**

职务	姓名	关联公司
董事长	尚吉永	万达控股集团有限公司、万达金融控股(上海)有限公司、山东瑞康投资管理有限公司、山东宏旭化学股份有限公司、东营银行股份有限公司、万达集团股份有限公司等
董事	张留成	济南鑫兆联房地产开发有限公司、山东炼化工程技术有限公司、青岛新润丰石油贸易有限公司、山东港湾房地产有限公司、山东炼化园港建设开发有限公司、山东炼化拉货宝网络科技有限公司、山东炼化能源集团有限公司、东明县昌顺运输有限公司等
董事、总裁	徐鹏	上海弘润投资管理有限公司、达孜县中乾投资管理有限公司、达孜县金汇投资管理有限公司、中润富泰商业发展有限公司等
董事	姜卫东	山东五征集团有限公司、五莲县安旭机械制造有限公司、日照乐邦安全技术服务有限公司、日照五寨峰生态农业有限公司、山拖农机装备有限公司、浙江飞碟汽车制造有限公司等
董事	徐建刚	青岛国晟投资管理有限公司
董事	魏继英	青岛瑞成有限责任公司会计师事务所、青岛阳光新天地金融控股集团有限公司、阳光新天地投资集团有限公司、青岛东方普罗旺斯农业科技生态开发有限公司、青岛市黄岛区阳光新天地小额贷款有限公司、青岛瑞成资产评估咨询事务所(普通合伙)等
董事	于波涛	海汇集团有限公司、山东海汇环保设备有限公司、上海鸿美汽车技术有限公司、山东莒县农村商业银行股份有限公司、莒县中海小额贷款股份有限公司等
监事	王玮	
监事	李济生	
监事	李湘平	
监事	寇汝强	
副总裁	蒋荀	山东鲁民投企业管理有限公司、山东民控股权投资管理有限公司
副总裁	黄广	Hong kong Broad Capital Ltd
财务总监	岳继霞	

资料来源：《关于深圳证券交易所出具的关于对山东日科化学股份有限公司问询函的回复》，海通证券研究所

我们认为，控股股东的变更有望促进产业链协同。鲁民投及金湖投资因看好日科化学在精细化工行业的发展前景，认可日科化学的长期投资价值，旨在通过股权转让获取上市公司控股股东地位。鲁民投及金湖投资在股权转让完成后，将增强与日科化学的业务协同，改善日科化学的经营环境，提升日科化学的综合治理与可持续发展能力，有利于上市公司的长远健康发展。

**表 12 除日科化学外，鲁民投所控制的其他企业或组织情况**

公司名称	经营范围	持股比例(%)
鲁民投基金管理有限公司	基金管理, 资产管理, 投资管理	100
青岛鲁民投青合股权投资合伙企业	从事对未上市企业的股权投资, 对上市公司非公开发行股票的投资	99.99
烟台鲁中股权投资合伙企业	从事对未上市企业的股权投资、对上市公司非公开发行股票的投资	78.74
山东民控股权投资管理有限公司	受托管理股权投资基金, 从事股权投资管理及相关咨询服务	60
山东鲁民投企业管理有限公司	企业管理及咨询投资与资产管理; 知识产权服务; 信息系统集成服务; 软件开发; 信息技术咨询服务; 集成电路设计; 科技中介服务; 计算机、软件及辅助设备批发; 数据处理和存储服务	100
济南鲁民投金湖投资合伙企业	以自有资金对外投资	20
山东鲁民投新动能高端化工股权投资基金合伙企业	从事对未上市企业的股权投资、对上市公司非公开发行股票的投资及相关咨询服务	19

资料来源：《关于深圳证券交易所出具的关于对山东日科化学股份有限公司问询函的回复》，海通证券研究所



**表 13 除鲁民投及其控制的企业外，董监高控制或担任董事、高管的化工企业列表**

公司名称	控制方式和比例	经营范围
山东兴达新能源有限公司	万达控股集团有限公司持股 100.00%	电力生产、销售；集中供热；炉灰、炉渣、化工产品(不含危险化学品)销售
山东万达橡胶有限责任公司	万达控股集团有限公司持股 100.00%	半钢子午胎生产；乘用车轮胎、工程车轮胎、农用车轮胎、摩托车轮胎、特种轮胎、内胎、垫带、轮胎胶囊、轮辋销售
山东天弘化学有限公司	万达集团股份有限公司持股 33.33%，山东万达电缆有限公司 14.67%，山东万达化工有限公司持股 14.67%，山东万达宝通轮胎有限公司持股 37.3 %	芳烃((10 万吨/年)、柴油(131.83 万吨/年)、汽油(111.71 万吨/年)、丙烷(10 万吨/年)、液化石油气(44 万吨/年)、丙烯(10 万吨/年)、硫酸(12.45 万吨/年)、MTBE(8 万吨/年)、甲苯(0.8 万吨/年)、石脑油(36 万吨/年)、氢气(2.32 万吨/年)、干气(10 万吨/年)、苯(0.9 万吨/年)、二甲苯(17.07 万吨/年)生产销售(有效期以许可证为准)、石油焦、油浆生产销售,重交沥青,燃料油(闪点>61℃)、化工产品(不含危险化学品)销售,污水处理,自营和代理商品和技术的进出口业务
山东明宇化学有限公司	万达集团股份有限公司持股 51.00%，山东天弘化学有限公司持股 17.00%	化工产品(不含危险化学品)销售、自营和代理各类商品和技术进出口业务。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
山东万达化工有限公司	万达集团股份有限公司持股 100.00%	丙烯酰胺 2.2 万吨/年的生产(有效期以许可证为准);有机化学原料、初级形态的塑料、合成树脂、专用化学产品、化学助剂、专项化学用品的生产与销售(不含危险品、化学试剂);自营和代理各类商品和技术的进出口(但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外)
山东威特化工有限公司	山东万达化工有限公司持股 100.00%	1,3-丁二烯 6.5 万吨/年、液化石油气(混合碳四)1.09 万吨/年、正丁烷 8.39 万吨/年、异丁烷 5 万吨/年、甲基叔丁基醚 21.91 万吨/年、异辛烷 20.42 万吨/年***生产(有效期以许可证为准);化工产品(不含危险化学品)销售;自营和代理一般经营项目商品和技术的进出口业务
山东耐斯特炭黑有限公司	万达集团股份有限公司持股 96.34%，东营市祥达股权投资基金(有限合伙)持股	炭黑的生产与销售;自营和代理各类商品和技术的进出口业务(国家限制和禁止经营的除外);轮胎及橡胶制品的销售
山东宏旭化学股份有限公司	尚吉永直接持股 59.40%	甲基丙烯酸甲酯(5 万吨/年);丙酮氰醇(7 万吨/年)的生产与销售(有效期以许可证为准);化工产品生产销售(不含危险品);自营和代理各类商品和技术的进出口业务(国家限制和禁止经营的除外)

资料来源：《关于深圳证券交易所出具的关于对山东日科化学股份有限公司问询函的回复》，海通证券研究所

## 6. 盈利预测与估值区间

我们预计公司 19-21 年净利润分别为 1.8 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.43、0.46、0.55 元。未来随着新产能的释放，我们认为公司盈利能力将进一步提高。我们给予公司 2019 年 18-21 倍 PE，对应合理价值区间为 7.74-9.03 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测假设：

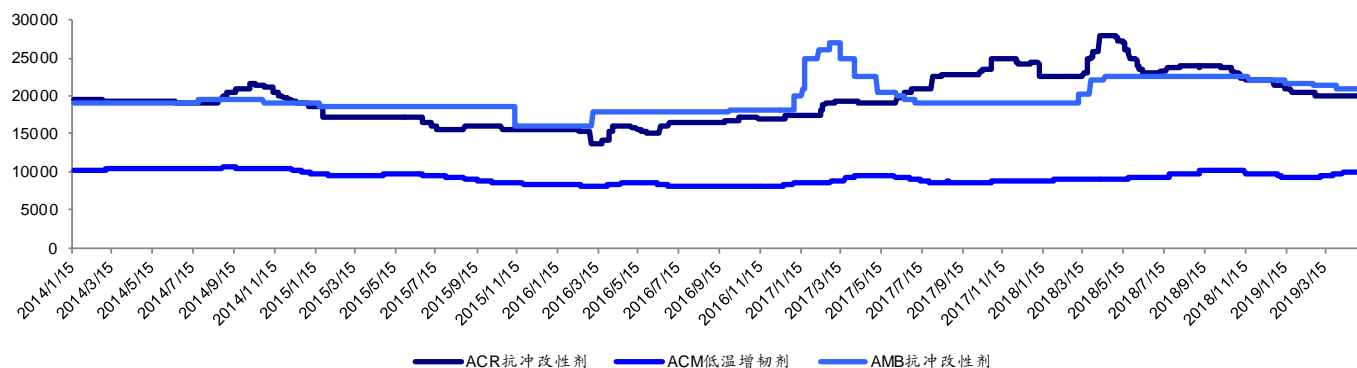
1) 环保政策持续收紧，PVC 改性剂行业集中度有望提升，我们预计 2019-2021 年 ACM 含税价格分别为 1.00、1.00、1.00 万元/吨，ACR 含税价格分别为 2.15、2.15、2.14 万元/吨，AMB 含税价格分别为 2.00、2.00、2.00 万元/吨。

2) 《关于非公开发行股票募投项目投产的公告》中提到公司年产 10 万吨 ACM 项目 2018 年 8 月投产，因此我们预计 2019 年 ACM 销量同比提升。2018 年第一季度，公司昌乐厂区受安全事故导致暂时停产影响，ACR 产品和 AMB 产品销量、营业收入以及净利润较去年同期大幅下降；公司于 2018 年 4 月 12 日收到恢复生产的批复，我们预计 19 年 ACR 和 AMB 产品销量同比提升。我们预计 2019-2021 年 ACM 销量分别为 15.4、15.4、15.4 万吨，ACR 销量分别为 6.7、6.9、6.8 万吨，AMB 销量分别为 1.1、1.2、1.2 万吨。

3) 我们预计公司在建项目“年产 14 万吨 PMMA、10 万吨 ACS、4 万吨 ASA 工程塑料、4 万吨功能性膜材料及 1 万吨多功能高分子新材料项目”2021 年达产，预计公司 2021 年 PMMA

销量 3 万吨、ACS 销量 2.4 万吨、ASA 销量 0.9 万吨。

图15 2014-2019 公司主要产品价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，海通证券研究所



**表 14 日科化学分业务盈利预测表**

项目	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (百万元)	1568.77	2907.66	2999.27	3851.15
总成本 (百万元)	1364.18	2458.85	2536.86	3274.00
总毛利 (百万元)	204.59	448.81	462.41	577.15
总毛利率 (%)	13.04	15.44	15.42	14.99
<b>ACM 低温增韧剂</b>				
收入 (百万元)	781.62	1327.40	1330.22	1327.54
成本 (百万元)	663.88	1108.38	1110.73	1108.49
毛利 (百万元)	117.74	219.02	219.49	219.04
毛利率 (%)	15.06	16.50	16.50	16.50
<b>ACR 抗冲加工改性剂</b>				
收入 (百万元)	722.33	1243.60	1287.61	1261.41
成本 (百万元)	642.46	1073.22	1111.20	1089.86
毛利 (百万元)	79.87	170.37	176.40	171.55
毛利率 (%)	11.06	13.70	13.70	13.60
<b>AMB 抗冲改性剂</b>				
收入 (百万元)	20.69	188.06	212.90	212.90
成本 (百万元)	17.53	154.21	174.58	174.58
毛利 (百万元)	3.16	33.85	38.32	38.32
毛利率 (%)	15.26	18.00	18.00	18.00
<b>CPVC</b>				
收入 (百万元)	0.00	78.40	78.40	78.40
成本 (百万元)	0.00	58.80	58.80	58.80
毛利 (百万元)	0.00	19.60	19.60	19.60
毛利率 (%)	0.00	25.00	25.00	25.00
<b>PMMA</b>				
收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	384.70
成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	346.23
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	38.47
毛利率 (%)	0.00	0.00	0.00	10.00
<b>ACS</b>				
收入 (百万元)	19.93	29.90	44.85	421.34
成本 (百万元)	16.55	24.82	37.22	349.71
毛利 (百万元)	3.39	5.08	7.62	71.63
毛利率 (%)	16.99	17.00	17.00	17.00
<b>ASA</b>				
收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	124.57
成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	107.13
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	17.44
毛利率 (%)	0.00	0.00	0.00	14.00
<b>其他主营业务</b>				
收入 (百万元)	0.23	0.30	0.30	0.30
成本 (百万元)	0.21	0.22	0.22	0.22
毛利 (百万元)	0.03	0.08	0.08	0.08
毛利率 (%)	11.49	26.67	26.67	26.67
<b>其他业务</b>				
收入 (百万元)	23.96	40.00	45.00	40.00
成本 (百万元)	23.55	39.20	44.10	39.20
毛利 (百万元)	0.41	0.80	0.90	0.80
毛利率 (%)	1.71	2.00	2.00	2.00

资料来源: 2018 年年报, Wind, 海通证券研究所

表 15 同行业市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	股价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
皇马科技	603181.SH	18.98	0.99	1.31	1.68	19.17	14.49	11.30
利安隆	300596.SZ	32.15	1.07	1.48	1.96	30.05	21.72	16.40
平均值						24.61	18.11	13.85

注：收盘价为 2019 年 5 月 29 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

主要产品 ACM、ACR 价格大幅波动；原材料价格波动；宏观经济下行风险；在建产能投放进度不达预期。

感谢实习生金淑媛对本报告的贡献。

## 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
<b>每股指标（元）</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1568.77</b>	<b>2907.66</b>	<b>2999.27</b>	<b>3851.15</b>
每股收益	0.24	0.43	0.46	0.55	营业成本	1364.18	2458.85	2536.86	3274.00
每股净资产	3.81	4.24	4.69	5.24	毛利率%	13.04%	15.44%	15.42%	14.99%
每股经营现金流	0.13	-0.05	0.12	0.47	营业税金及附加	9.29	16.86	17.40	23.11
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.59%	0.58%	0.58%	0.60%
<b>价值评估（倍）</b>					营业费用	62.24	107.58	98.98	119.39
P/E	29.75	16.74	15.75	13.17	营业费用率%	3.97%	3.70%	3.30%	3.10%
P/B	1.89	1.69	1.53	1.37	管理费用	63.86	104.68	104.97	130.94
P/S	1.95	1.05	1.02	0.79	管理费用率%	4.07%	3.60%	3.50%	3.40%
EV/EBITDA	24.52	11.08	11.53	8.55	EBIT	69.20	219.68	241.07	303.72
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-0.34	9.93	21.81	28.93
<b>盈利能力指标（%）</b>					财务费用率%	-0.02%	0.34%	0.73%	0.75%
毛利率	13.04%	15.44%	15.42%	14.99%	资产减值损失	4.06	0.00	0.00	0.00
净利率	6.55%	6.28%	6.47%	6.03%	投资收益	10.34	9.00	11.00	4.00
净资产收益率	6.34%	10.12%	9.71%	10.41%	<b>营业利润</b>	<b>120.57</b>	<b>218.75</b>	<b>230.26</b>	<b>278.79</b>
资产回报率	5.66%	7.56%	6.88%	7.20%	营业外收支	3.03	4.00	5.00	1.00
投资回报率	3.80%	9.88%	8.02%	9.55%	<b>利润总额</b>	<b>123.60</b>	<b>222.75</b>	<b>235.26</b>	<b>279.79</b>
<b>盈利增长（%）</b>					EBITDA	120.37	277.63	306.86	405.58
营业收入增长率	-25.41%	85.35%	3.15%	28.40%	所得税	20.83	40.10	41.17	47.56
EBIT 增长率	-59.80%	217.47%	9.73%	25.99%	有效所得税率%	16.85%	18.00%	17.50%	17.00%
净利润增长率	8.08%	77.74%	6.26%	19.65%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>102.77</b>	<b>182.66</b>	<b>194.09</b>	<b>232.22</b>
资产负债率	10.7%	25.4%	29.1%	30.9%					
流动比率	5.66	2.69	1.96	2.02	<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	4.62	2.20	1.53	1.61	货币资金	164.88	339.80	78.01	249.40
现金比率	2.79	0.95	0.14	0.38	应收款项	376.37	477.97	534.12	633.07
<b>经营效率指标</b>					存货	163.77	236.30	279.16	315.47
应收帐款周转天数	55.21	60.00	65.00	60.00	其它流动资产	83.32	83.32	83.32	83.32
存货周转天数	33.45	35.00	40.00	35.00	流动资产合计	1092.51	1646.97	1609.55	2013.49
总资产周转率	0.88	1.37	1.15	1.27	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	3.47	6.41	6.77	5.83	固定资产	482.92	482.92	582.92	1082.92
					在建工程	118.31	218.31	618.31	218.31
					无形资产	82.10	87.10	90.25	93.35
					非流动资产合计	723.38	770.43	1209.63	1212.78
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1815.89</b>	<b>2417.40</b>	<b>2819.19</b>	<b>3226.27</b>
净利润	102.77	182.66	194.09	232.22	短期借款	59.12	359.12	559.12	659.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	82.52	87.58	90.35	116.61
非现金支出	55.23	57.95	65.79	101.86	预收账款	4.77	58.15	59.99	77.02
非经营收益	-51.74	-3.07	5.81	23.93	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-50.64	-260.68	-216.68	-157.69	流动负债合计	193.07	611.93	819.63	994.49
<b>经营活动现金流</b>	<b>55.62</b>	<b>-23.14</b>	<b>49.01</b>	<b>200.33</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-47.35	-101.00	-500.00	-104.00	其它长期负债	1.15	1.15	1.15	1.15
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	1.15	1.15	1.15	1.15
其他	10.34	-9.00	-11.00	-4.00	<b>负债总计</b>	<b>194.22</b>	<b>613.08</b>	<b>820.78</b>	<b>995.64</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-37.01</b>	<b>-110.00</b>	<b>-511.00</b>	<b>-108.00</b>	实收资本	425.81	425.81	425.81	425.81
债权募资	54.12	300.00	200.00	100.00	普通股股东权益	1621.67	1804.32	1998.41	2230.64
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-74.89	-9.93	-21.81	-28.93	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1815.89</b>	<b>2417.40</b>	<b>2819.19</b>	<b>3226.27</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-20.77</b>	<b>290.07</b>	<b>178.19</b>	<b>71.07</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-2.16</b>	<b>156.92</b>	<b>-283.80</b>	<b>163.40</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 29 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

孙维容 基础化工行业  
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： 诚志股份,鲁西化工,黑猫股份,圣达生物,嘉化能源,新和成,华谊集团,威尔药业,新疆天业,阳谷华泰,百合花

### 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 ljl11087@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 zhx12382@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 fgq12116@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
吴佳桢(0755)82900465 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  
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  
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 l f z11585@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 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  
张恒晖 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

衣楦永(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  
巩柏合 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  
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 010-58067936 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