

买入 维持
烟台氨纶 (002254)
2010 年 3 月 24 日
股票价格

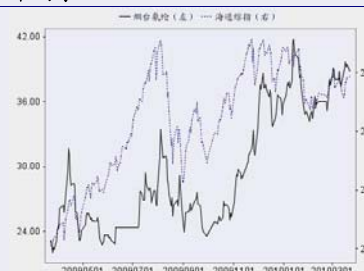
20100323 收盘价	38.94 元
6 个月内目标价	53.00 元
52 周内股价波动	23.10 -43.71 元

主要估值指标

	2008	2009E	2010E
市盈率	35.82	60.05	20.59
市净率	4.27	3.67	3.27
PEG	0.44	0.97	0.33
EV/EBITDA	12.51	20.67	11.02

股本结构

总股本 (万股)	16315.00
流通 A 股 (万股)	9945.23
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

市场表现


资料来源：海通证券研究所

相关研究

烟台氨纶公告点评	2010.3.15
化纤行业三季报综述	2009.11.2
烟台氨纶三季报点评	2009.10.28
奇峰化纤调研报告	2009.9.15
烟台氨纶公告点评	2009.7.30
化纤行业中期策略	2009.7.14
烟台氨纶一季报点评	2009.4.27
烟台氨纶年报点评	2009.4.20
烟台氨纶业绩快报点评	2009.2.27
烟台氨纶深度调研报告	2009.2.12

海通证券研究所·化工小组

邓 勇 核心分析师
 SAC 执业证书编号: S0850200010381
 电话: 021-23219404
 Email: dengyong@htsec.com

曹小飞 联系人
 电话: 021-23219267
 Email: caoxf@htsec.com

技术驱动成长，企业价值凸显

烟台氨纶是我国氨纶及芳纶行业龙头，公司着力优化氨纶业务产品结构，发展高差别化氨纶；芳纶业务是公司未来发展的重点，间位芳纶产能全国第一，世界第二；对位芳纶产业化有望成功，打破美日垄断。

主要财务数据及预测

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率 (%)	-48.01	-40.34	191.64	35.07
毛利率 (%)	28.10	21.95	33.95	33.94
净资产收益率 (%)	11.78	7.10	17.84	21.42
每股经营性现金流 (元)	2.06	2.77	3.37	4.58
每股收益 (元, 摊薄)	1.11	0.67	1.94	2.62

资料来源：海通证券研究所

- **氨纶行业需求受益纺织行业出口复苏，供给短期稳定。**2010 年我国纺织业将在内需和出口双重拉动下继续复苏，作为纺织品的“味精”，氨纶纤维的需求也将继续增加；氨纶短期供给平稳，产品价格有继续提升的空间。
- **烟台氨纶独辟蹊径，开拓氨纶细分市场。**通过新建“医用氨纶”及“舒适氨纶”两个项目，公司氨纶产能将在 2009 年 2.2 万吨/年的基础上，增长至 2011 年的 3.5 万吨/年的水平，增幅达 59%。“医用氨纶”、“舒适氨纶”都具有高差别化的特征，市场及盈利前景都相当好，目前这两类产品主要由国际大型氨纶企业生产，在本地氨纶企业中基本上是空白。氨纶行业周期向上的过程中，通过产能的扩张，公司氨纶业务业绩向上的弹性增大，同时，氨纶产品的差别化水平更高，附加值也相应提升，氨纶行业周期波动对公司业绩的负面影响将弱化。
- **间位芳纶产能提升，订单恢复。**2010 年 2 月底，公司停产生线已经全部恢复生产，经过技改后，公司间位芳纶产能已经从 4300 吨/年提升至 4600 吨/年；公司间位芳纶订单已出现增长，出口情况有所恢复，我们预计，随着国际经济逐步复苏，间位芳纶订单还将持续增长。
- **对位芳纶产业化项目进展顺利，将成为公司未来之亮点。**鉴于公司在氨纶、间位芳纶研发生产过程中展现出极强的研发能力，且对位芳纶中试项目运行正常，我们认为公司对位芳纶产业化项目成功概率较大，如果产业化项目成功实施，将填补国内空白，打破杜邦、帝人的垄断，意义非凡。
- **盈利预测与投资建议。**烟台氨纶主要产品均是走差异化路线，以强大的研发实力作为依托，是同行业少有的技术驱动型公司，同时，公司财务状况良好、经营稳健，主营业务在今后几年一直会有亮点，我们认为公司可以享受较高估值。我们预计，公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.67 元、1.94 元、2.62 元，动态 PE 分别为 60 倍、20 倍、15 倍；结合分业务估值的情况，我们给予公司 6 个月目标价 53 元，对应 2010、2011 年 PE 分别为 27 倍、20 倍，维持其“买入”投资评级。
- **主要不确定性因素。**纺织出口、行业内产能扩张幅度将使行业景气状况具有一定不确定性；间位芳纶业务订单风险；对位芳纶项目技术风险。

目 录

投资要点	2
1. 氨纶业务：独辟蹊径，开拓细分市场	3
1.1 氨纶行业景气将持续	3
1.2 烟台氨纶致力于细分市场的开拓	6
2. 间位芳纶业务：出口转暖，订单迅速恢复	8
3. 对位芳纶业务：尖端产品，蓄势待发	10
4. 维持烟台氨纶“买入”评级	11
4.1 烟台氨纶盈利预测	11
4.2 烟台氨纶估值分析	12
4.3 烟台氨纶投资建议	13
5. 风险提示	14
财务报表分析和预测	15

投资要点

烟台氨纶作为氨纶龙头，在氨纶行业处于较高景气度时增加高附加值产品的产能，通过两个新项目公司产能将增加约1.3万吨，增幅59%，产品结构得到优化，增强公司业绩向上弹性的同时又弱化了行业周期波动对自身业绩的不利影响；同时，公司间位芳纶业务正逐步复苏，技改又使其增加7%的产能，我们预计公司间位芳纶销量2010年将有81%的增长；对位芳纶是公司未来最具前景的业务，一旦2011年成功实施，该业务将显著提升公司估值水平。

烟台氨纶主要产品均是走差异化路线，以强大的研发实力作为依托，是同行业少有的技术驱动型公司，同时，公司财务状况良好、经营稳健，主营业务在今后几年一直会有亮点，我们认为公司可以享受较高估值，维持其“买入”评级。

估值分析

根据我们预测，公司2011年氨纶、间位芳纶、对位芳纶业务的EPS分别为1.64元、0.67元、0.30元，根据各项业务的行业特征，我们分别给予氨纶业务、间位芳纶业务、对位芳纶业务2011年15倍、20倍、50倍的估值，由此计算，公司的目标股价应为53元。

我们预计，公司2009-2011年EPS分别为0.67元、1.94元、2.62元，动态PE分别为60倍、20倍、15倍；结合分业务估值的情况，我们给予公司6个月目标价53元，对应2010、2011年PE分别为27倍、20倍，维持其“买入”投资评级。

后续氨纶价格显著上涨、间位芳纶订单超预期增长、对位芳纶产业化项目成功实施等事件，将会成为股价催化因素。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 纺织出口持续恢复，氨纶下游需求旺盛，氨纶产能不出现无序扩张；
- 间位芳纶出口订单持续好转，价格逐步恢复；
- 对位芳纶产业化项目顺利实施。

不确定因素

- 纺织出口、行业内产能扩张幅度将使行业景气状况具有一定不确定性；
- 间位芳纶业务订单风险；
- 对位芳纶项目技术风险。

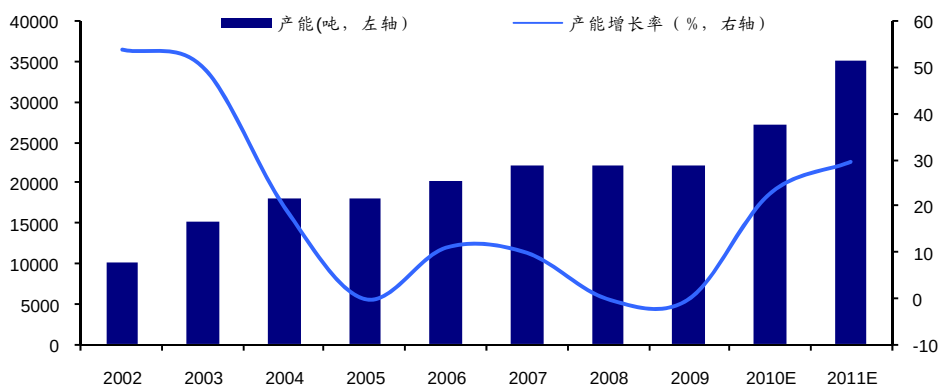
1. 氨纶业务：独辟蹊径，开拓细分市场

烟台氨纶(002254.SZ)是我国首家氨纶生产企业，公司在国内率先成套引进日本东洋纺干法氨纶技术，生产线1989年10月建成投产。经过20余年的发展，公司氨纶业务快速成长，产能迅速增长，生产工艺水平、产品差别化率以及研发能力均在同行业处于领先地位。2005年以后，随着氨纶行业在中国快速的发展，公司氨纶业务产能扩张开始放缓，工作重心转变为研发新品种、提高产品差别化率，以进一步优化产品结构。

2008年-2009年初，受纺织业景气下滑、氨纶行业前期产能扩张过快及国际金融危机等诸多因素综合影响，氨纶行业景气度快速下滑。在行业处于低谷期间，得益于产品差别化水平高的优势，公司受危机影响的程度相对较小，整体开工率依然保持较高的水平。

2009年二季度以来，氨纶行业景气迅速恢复，产品价格涨幅明显，公司氨纶业务盈利能力也得到提升。在行业景气向上的过程中，公司开始恢复产能的扩张，通过“年产5000吨医用氨纶”和“年产7000吨舒适氨纶”等两个项目，公司氨纶产能将在2009年2.2万吨/年的基础上，增长至2011年的3.5万吨/年的水平，增幅达59%。值得一提的是，公司这两个新项目并不是单纯意义上的产能扩张，“医用氨纶”、“舒适氨纶”都具有高差别化的特征，市场及盈利前景都相当好，目前这两类产品主要由国际大型氨纶企业生产，在本土氨纶企业中基本上是空白。

图1 烟台氨纶近十年氨纶产能增长情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.1 氨纶行业景气将持续

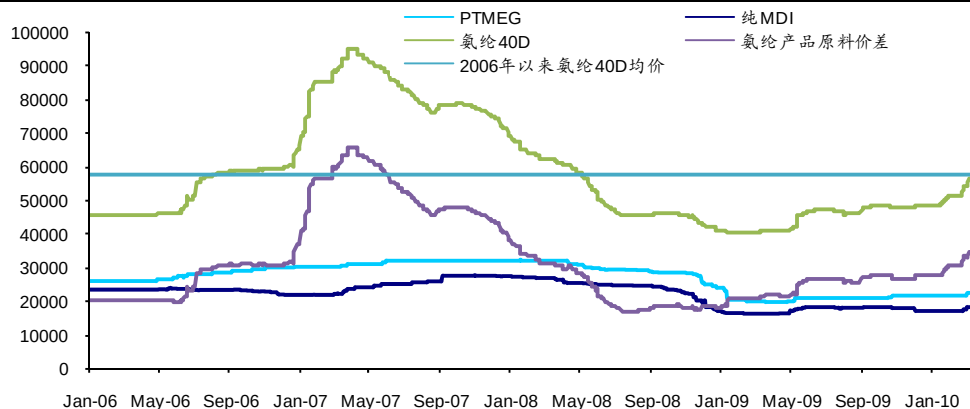
1.1.1 氨纶价格走势回顾

氨纶行业2009年开始逐步从低谷中走出，产品价格的上涨带动行业盈利能力迅速恢复。中纤价格指数氨纶40D在2009年初触及40000元/吨的底部，2009年一季度氨纶价格基本就维持在这个位置上；2009年二季度开始，随着氨纶下游织造业开工率的恢复，氨纶需求得到了提振，价格也随之出现了大幅的上涨，至2009年7月中旬，氨纶40D价格已涨至47000元/吨，涨幅17.5%；2009年7月中旬至2009年年底，氨纶价格先抑后扬，但总体变化不大，至年终时价格维持在48000元/吨。

进入2010年，由于下游织造业订单有所恢复，行业集中备货，产品需求旺盛而供给相对稳定，氨纶价格再次出现了大幅上涨，由年初的48000元/吨上涨至目前56000元/吨水平，涨幅达16.7%，至此，氨纶40D价格已由底部上涨40%。

2009年二季度至2010年一季度氨纶价格大幅上涨主要由需求所拉动,同期氨纶主要原料PTMEG、纯MDI产能相对过剩,价格变动幅度均较小,因此,氨纶价格的大幅上涨就使氨纶行业盈利能力急速提升。

图2 氨纶原料及上下游产品价格走势(元/吨,含税)



资料来源:中国化纤经济信息网,海通证券研究所

氨纶产品原料价差(氨纶40D价格-0.80×PTMEG价格-0.20×纯MDI价格)反映氨纶行业的盈利水平变化,从表1中我们可以发现“价差”2009年四个季度逐季度拉大,分别为20561元/吨、24070元/吨、26394元/吨、26987元/吨,2010年一季度已经上升至30350元/吨,我们预计氨纶行业上市公司2010年一季度业绩将大幅提升。

表1 氨纶40D及PTMEG、纯MDI季度均价及氨纶产品原料价差季度均值(元/吨,含税)

		2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
氨纶产品原料价差	一季度	20040	56268	32640	20561	30350	32045
	二季度	20509	59313	24696	24070	-	32147
	三季度	29855	47953	17438	26394	-	30410
	四季度	31391	44417	18038	26987	-	30208
氨纶40D	一季度	45500	84928	63615	40167	51225	57360
	二季度	46615	89330	53901	43962	-	58452
	三季度	57277	78777	45527	46770	-	57088
	四季度	59701	75511	43620	47721	-	56638
PTMEG	一季度	26000	30317	32003	20483	21832	26330
	二季度	26780	31396	30243	20558	-	27244
	三季度	28478	32000	29021	21000	-	27625
	四季度	29812	32000	26866	21551	-	27557
纯MDI	一季度	23300	22032	26864	16096	17045	21258
	二季度	23413	24500	25054	17223	-	22548
	三季度	23196	26120	24362	17878	-	22889
	四季度	22302	27471	20442	17465	-	21920

资料来源:中国化纤经济信息网,海通证券研究所

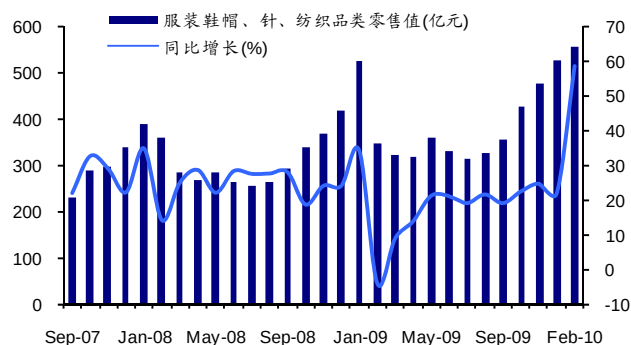
1.1.2 纺织业复苏带动氨纶需求

2009年二季度以来氨纶需求的增长是在我国纺织行业出现复苏的背景下实现的,内销旺盛是2009年纺织业重要的特征,2009年全年我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售值实现4622亿元,同比增长18.8%,成为纺织业从低迷中走出的主要驱动力;2010年2月,纺织服装内销继续高增长,单月零售值再创新高至553亿元,同比增长58.4%,我们预计2010年纺织服装内销将继续高速增长。

纺织服装出口在2009年还是负增长,随着欧美经济有所企稳回升,纺织服装出口下降幅度逐步收窄,从2010年前两个月的情况来看,纺织服装出口反弹势头相当迅猛,

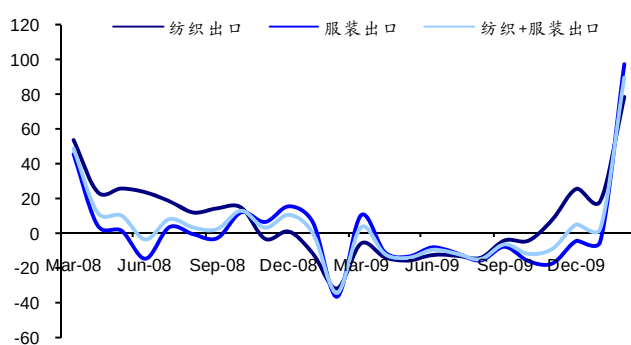
1-2 月份, 纺织服装出口共实现 282 亿美元, 同比增长 30%, 特别是 2 月份单月的出口增长已达 89.3%, 其中纺织出口增长 78.2%、服装出口增长 96.3%。根据第一纺织网预测, 2010 年全年我国纺织服装出口增速将在 5-10% 之间。另外, 随着国际经济的复苏, 国际氨纶产能继续向中国转移, 氨纶产品的直接出口也有望实现增长, 氨纶直接出口也将成为拉动氨纶需求的一个重要的因素。

图 3 中国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类月度零售值



资料来源：华通数据，海通证券研究所

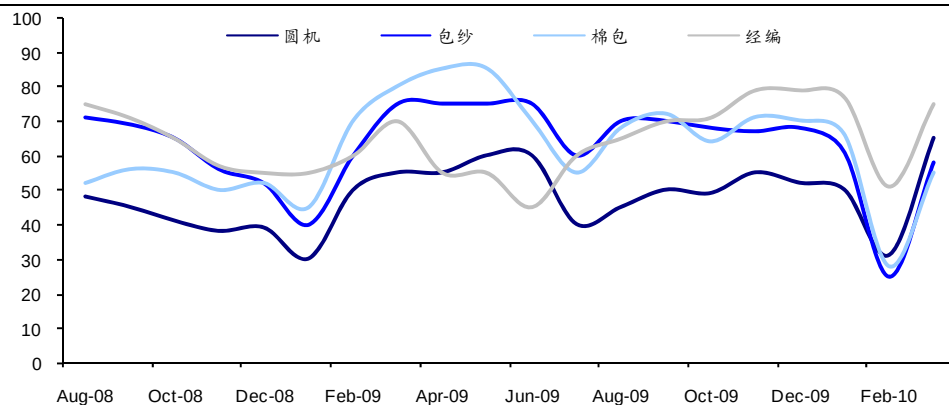
图 4 中国纺织服装出口金额月度增速 (%)



资料来源：中国海关总署，海通证券研究所

我们预计, 2010 年我国纺织业将在内需和出口双重拉动下继续复苏, 纺织品生产将在此带动下继续增长, 作为纺织品的“味精”, 氨纶纤维的需求也将继续增加。目前, 氨纶下游园机、包纱、棉包、经编等领域订单增长, 开工率在春节后显著回升。

图 5 氨纶下游开工率变化 (%)



资料来源：中国化纤经济信息网，海通证券研究所

1.1.3 氨纶供给短期保持稳定

2009 年 5 月以来, 我国氨纶纤维月度产量保持在 20000 吨上下, 2009 年全年产量为 20.3 万吨; 因前期基数较低, 月度产量增速较高, 2010 年 2 月, 我国氨纶产量为 20182 吨, 同比增长 77.5%, 我们预计 2010 年我国氨纶产量将达到 24.5 万吨, 同比增长 20.7%。

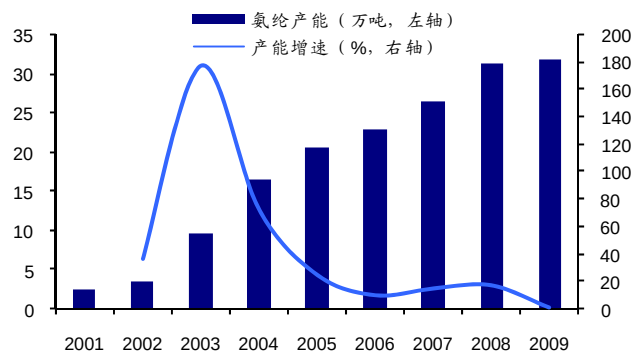
表 2 氨纶行业固定资产投资情况

	2006	2007	2008	2009
实际完成固定资产投资 (亿元)	18.61	25.20	24.01	20.05
投资增速 (%)	-	35.47	-4.74	-16.50

资料来源：中国化纤经济信息网，海通证券研究所

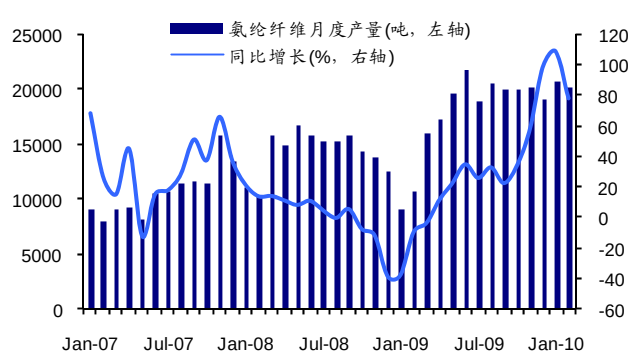
我国氨纶产能在 2003、2004 年出现了爆发式增长，之后增速有所放缓，由于氨纶行业从 2008 年开始下滑，行业投资热情减弱，固定资产投资 2008、2009 年分别下滑 4.74%、16.50%，近一年氨纶行业产能投放将较小。不过，随着氨纶价格持续上涨，某些缓建、停建的氨纶项目有望恢复建设，我们预计今后两年氨纶产能压力可能显现。

图 6 2001-2009 年中国氨纶纤维产能变化



资料来源：华通数据，海通证券研究所

图 7 中国氨纶纤维月度产量变化



资料来源：华通数据，海通证券研究所

1.1.4 对于氨纶行业今后 2 年的判断

据统计，我国 2009 年氨纶产能近 32 万吨，该产能以常规品种的预计产能来统计的，氨纶的实际产能要小于 32 万吨，按照业界经验来判断，实际产能应在 25.6 万吨左右，目前公开披露的氨纶新增产能较少，而且新增产能还有一年左右的建设周期。我们预计 2010 年内氨纶行业供需状况偏紧，如果氨纶需求超预期的增长，不排除出现氨纶供需紧张加剧的情况。

2010 年底将有部分氨纶新产能投放，而且随着氨纶价格不断上涨，行业景气度快速提升，氨纶企业投资热情将会受到激发，产能的扩张将会重新提上议事日程。我们预计 2010 年氨纶价格在短期供给平稳，而需求增长的情况下，价格则会有继续提升的空间；但 2011 年以后，氨纶行业的供给状况将发生变化，供应偏紧的情况将得到缓解。至于行业会不会重演 2006 年、2008 年氨纶行业因产能增速过快而导致的产品价格大幅下降的情况，我们需要观察今后两年实际投放的氨纶产能情况。在这个时点，我们认为，氨纶行业经过前几年的大起大落后，行业投资在氨纶行业协会的介入下可能趋于理性，我们保守预计 2010-2011 年氨纶 40D 年度均价为 56000 元/吨（2006-2010 年 3 月期间氨纶 40D 均价为 57380 元/吨）。

1.2 烟台氨纶致力于细分市场的开拓

烟台氨纶 2009 年拥有年产 2.2 万吨氨纶产能，产品差异化水平在行业内处于领先地位，细旦丝、超细旦丝、粗旦氨纶、耐高温氨纶等产品在市场中具有较强竞争力。目前氨纶行业景气持续向上，公司率先在氨纶行业上市公司中做出新建产能的计划：2009 年 10 月 28 日，公司发布公告，拟建设年产 5000 吨医用氨纶技术改造项目；2010 年 3 月 15 日，公司发布公告，拟建设年产 7000 吨舒适氨纶项目。上述项目建成后，我们预计公司 2010 年将形成年产 2.7 万吨氨纶的生产能力，2011 年公司氨纶产能将达到 3.5 万吨/年，列上市公司第二位。

医用氨纶的应用领域主要包括医疗防护用纺织品、卫生护理保健用纺织品领域。医疗防护用纺织品的应用主要有：创口贴、弹性绷带、手术帽、手术衣、防护服、隔离衣、消毒包布、口罩等等；卫生护理保健用纺织品领域的应用主要有：纸尿裤、卫生巾、运到护腕、护膝等等。

公司医用氨纶项目采取原有生产线技改和新建生产线相结合的方式，目前进展顺

利，前期部分技改项目已经投入运营，我们预计 2010 年 3 月底通过原有生产线技改，将有 1500-2000 吨/年的医用氨纶新产能形成，2010 年 10 月新建的 3000-3500 吨/年的医用氨纶项目也将建成投产，届时，年产 5000 吨医用氨纶生产能力形成。医用氨纶市场前景广阔，国内市场需求空间至少在 7000 吨以上，目前本土企业在该领域几乎为空白，公司已有小批量产品投放市场，销售情况良好，产品价格约比普通氨纶高 1500-2000 元/吨，附加值较高。

舒适氨纶是公司自主开发新产品，该类产品的技术目前只被英威达、旭化成等少数国际大厂所掌握，在国内属于空白。舒适氨纶具有低应力、高伸长的特点，其制成的织物不会对人体产生束缚，使衣服穿着更加贴身舒适，主要应用于内衣、袜类、运动服、滑雪装、医用绷带等行业。舒适氨纶属于高端氨纶品种，国外同类产品较普通氨纶产品价格高 10000 元/吨左右，产品附加值较高。当然，舒适氨纶生产线投资也较大，7000 吨/年的生产线投资为 3.3 亿元，高于普通氨纶生产线；其工艺控制也更为严格，公司舒适氨纶项目将采用国际先进的连续聚合技术以及新型纺丝加热、加捻工艺。

公司舒适氨纶项目预计将于 2011 年 6 月建成投产，形成 7000 吨/年的生产能力，其中，20D、40D 规格品种的产能各占 3500 吨/年。

表 3 烟台氨纶医用氨纶及舒适氨纶项目概况

	医用氨纶	舒适氨纶
产能	5000 吨/年（技改 2000 吨/年，新建 3000 吨/年）	新建 7000 吨/年（20D、40D 各 3500 吨/年）
总投资	15000 万元	33083 万元
预计投产时间	2010 年 10 月（技改项目 3 月投产，新建项目 10 月投产）	2011 年 6 月
工艺	半连续聚合	国际先进的连续聚合技术、新型纺丝加热及加捻工艺
产品特性	应用上具有较高的安全和环保要求，具有抗菌性，产品性能均一、应力低、回弹性好	高品质氨纶，柔软、亲和皮肤、伸展性好、低弹性损失
产品用途	创口贴、弹性绷带、手术帽、手术衣、防护服、隔离衣、消毒包布、口罩、纸尿裤、卫生巾、运到护腕、护膝等等。	高端产品，可用于内衣、袜类、运动服、滑雪装、医用绷带等等
预计售价	较普通氨纶价格高 1500-2000 元/吨	国外同类产品较普通氨纶价格高 10000 元/吨

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们认为，公司接连建设两个氨纶新项目，不是单纯的扩张产能，“医用氨纶”、“舒适氨纶”两个项目都是应开发氨纶的细分市场而生的。氨纶弹性突出，围绕着人体的美观、舒适等方面，可以拓展出很多细分市场，“医用氨纶”是氨纶在医用领域方面的拓展，是氨纶作为“产业用化纤”的一个重要进展，“舒适氨纶”则是氨纶在性能及工艺上的升级，为高档面料提供原料，两个新项目均符合我国化纤及纺织工业的长期发展趋势。

上述两个项目的实施，对公司短期业绩的提升和长远的发展都将起到积极的作用。首先，氨纶行业目前景气度较高，而且近一年盈利可能继续提升，此时，新产能的投放正逢其时，将成为公司业绩的重要驱动因素；其次，公司新产能的建设，开拓了氨纶纤维产品的应用领域，氨纶的生产工艺及技术水平将得到升级，产品结构将得到优化，为公司氨纶业务的长期发展打下坚实的基础，在氨纶产业升级过程中占得先机。

目前，公司差别化氨纶产品供不应求，我们认为，在氨纶行业周期向上的过程中，通过产能的扩张，公司氨纶业务业绩向上的弹性增大，单位股本氨纶产能显著提高，并领先于另外两家氨纶上市公司；同时，由于注重细分市场的开拓、技术水平的升级，公司氨纶产品的差别化水平更高，附加值也相应提升，氨纶行业周期波动对公司业绩的负面影响将弱化。

表 4 国内氨纶主要上市公司氨纶产能情况

代码	简称	总股本 (亿股)	氨纶产能(万吨/年)			单位股本产能(吨/万股·年)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
000584	友利控股	4.09	3.2	3.2	3.2	0.78	0.78	0.78
002064	华峰氨纶	3.69	4.2	4.2	4.2	1.14	1.14	1.14
002254	烟台氨纶	1.63	2.2	2.7	3.5	1.35	1.65	2.15

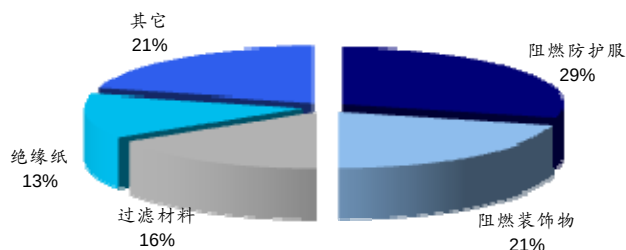
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 间位芳纶业务：出口转暖，订单迅速恢复

间位芳纶（芳纶 1313）耐高温、阻燃性能出色，其主要用途集中在特种防护服、高温过滤材料、阻燃装饰物、绝缘纸等，应用涉及工业、民用、军事、航空航天等领域。随着科技的进步，间位芳纶的应用不断被拓展。

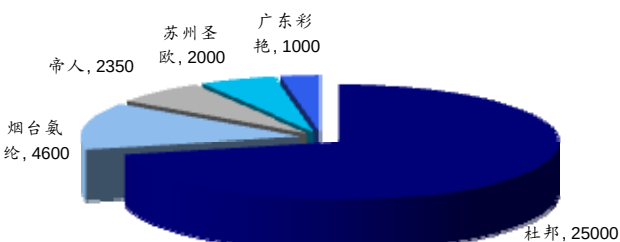
间位芳纶最早由杜邦公司实现工业化，至今已 40 余年，但因该产品生产工艺难度极大，全球范围内仅有少数几家厂商能够生产，杜邦占据了世界间位芳纶市场最主要的份额，拥有 25000 吨以上的产能，另外，烟台氨纶、帝人、苏州圣欧、广东彩艳等企业瓜分了余下市场。

图 8 间位芳纶主要应用领域分布



资料来源：海通证券研究所

图 9 国际间位芳纶主要厂商及产能(吨/年)



资料来源：海通证券研究所

间位芳纶领域最富盛名的是杜邦的 Nomex, Nomex 优越的性能使其需求在问世 40 多年以后的今天依然在快速成长，杜邦近几年投资 1 亿美元以提高 Nomex 的产能，分别扩充位于美国、日本、西班牙等地的工厂。

烟台氨纶自 1999 年开始间位芳纶的研发，先后取得小试、中试成功，2004 年 5 月 18 日，年产 500 吨间位芳纶产业化项目建成投产，后经过扩建及 IPO 募集资金项目的建成，公司间位芳纶 2008 年生产能力达到 4300 吨/年，2010 年，经过技术改造后，公司间位芳纶产能已经达 4600 吨/年。公司间位芳纶品质已跟国际同类产品接近，个别性能甚至略胜一筹。2010 年 1 月 11 日，公司“湿法间位芳纶短纤生产技术开发及其产业化”项目获得“2009 年度国家科学技术进步奖”二等奖。

2008 底-2009 年，公司间位芳纶业务受国际金融危机的影响较大，出口订单明显减少，公司 IPO 项目 1500 吨/年服装用间位芳纶生产线，从 2009 年初至 9 月一直处于停产状态，10 月初该生产线恢复生产，同时公司对原有的部分设备进行维修和技改，2010 年 2 月底，公司停产生线已经全部恢复生产，经过技改后，公司间位芳纶产能已经从 4300 吨/年提升至 4600 吨/年。

烟台氨纶间位芳纶业务的生产主要依据订单的变化来安排，公司 2009 年业绩快报

披露,公司间位芳纶订单已出现增长,出口情况有所恢复。我们预计,随着国际经济逐步复苏,间位芳纶订单还将持续增长。

在杜邦加大进军国内市场的力度以及圣欧这个新进入者的影响下,间位芳纶产品价格从 2009 年一直下滑,根据市场情况,我们判断间位芳纶价格从 2009 年年初的 15 万元/吨下降至 12.5 万元/吨上下,并在 2009 年三季度企稳。我们预计 2010、2011 年随着国际经济的逐渐复苏,间位芳纶需求将恢复,产品价格也将有所回升。

间位芳纶在高温过滤、防护服、绝缘纸等方面的应用空间广阔,烟台氨纶间位芳纶业务将受益行业的高速成长。

高温过滤:随着低碳经济的推行,我国环保力度不断加大,工业除尘的重要性不断被强化,环保标准也逐步提高,在这样的背景下,“袋式除尘”技术可能逐步替代“电除尘”成为主流的工业除尘技术。间位芳纶一个重要的应用,便是袋式除尘器的核心部件-滤料,特别是高温滤料的制造。烟台氨纶间位芳纶业务最初也是从高温过滤这一点切入的,未来几年公司间位芳纶业务将会受益于袋式除尘设备的爆发性增长。

防护服:间位芳纶优越的阻燃性能及较好的可纺性使其成为消防员用阻燃防护服的重要原料,然而间位芳纶的应用还远不止于此,还可以作为石油开采、炼钢、军事作战、赛车等领域专用服装的制造,随着国内劳动保护意识的提高,服装用间位芳纶的需求同样看好。国外 40%左右的间位芳纶是用于劳动防护服领域的,服装用间位芳纶是烟台氨纶致力开拓的市场,已成功应用于森林火灾扑救服装及某些特殊作训服,另外公司还具备间位芳纶长丝的生产技术并有少量产品生产,该产品可用于高档赛车服的制造,售价高达 70 万元/吨。

图 10 间位芳纶应用之滤袋、阻燃防护服



资料来源:海通证券研究所

绝缘纸:间位芳纶具有优越的绝缘性及其他物理性能,间位芳纶制成的绝缘纸是耐高温等级的优质绝缘材料和轻质结构材料,可以为消费电子产品和工业设备提供可靠绝缘,可用于高速列车、商用飞机的关键部位,我国间位芳纶纸需求完全依赖进口。烟台氨纶大股东烟台氨纶集团目前已经具备间位芳纶纸的生产技术,如产业化完成后,也将

构成对公司间位芳纶纤维重要需求。

我们认为,间位芳纶在我国的应用还处于起步阶段,前些年,受制于间位芳纶纤维的短缺,下游发展受到严重抑制,目前烟台氨纶、苏州圣欧、广东彩艳等三家厂家总产能已达 7600 吨/年,原料供应逐步宽松将激发下游应用的迅速发展,间位芳纶需求在未来几年的增长将持续强劲。

3. 对位芳纶业务: 尖端产品, 蓄势待发

对位芳纶(芳纶 1414)由杜邦公司研制并于 1971 年实现工业化,最突出的性能是高强度、高模量和出色的耐热性,而且密度相对较小。作为三大高性能纤维之一,对位芳纶单位质量的韧性、模量、断裂伸长、拉伸强度等性能逊于高强高模聚乙烯纤维,但是降解温度却远高于高强高模聚乙烯;与碳纤维相比芳纶降解温度要低很多,但是在韧性、断裂伸长、拉伸强度等方面具有优势。

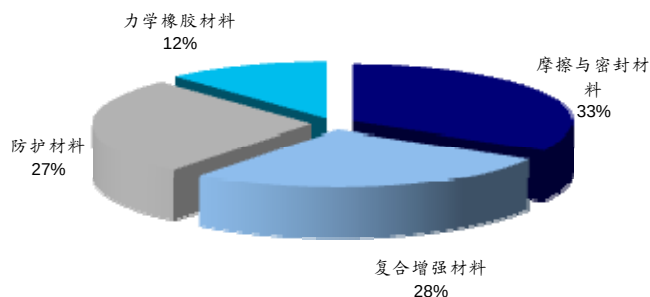
表 5 对位芳纶物理性能与主要纤维及钢丝对比

	密度 (lb/in. ³)	韧性 (10 ³ psi)	模量 (10 ⁶ psi)	断裂伸长 (%)	拉伸强度 (10 ⁶ in.)	分解温度 (℃)
对位芳纶	0.052	424	10.2	3.6	8.15	427-482
碳纤维	0.065	450	32	1.4	6.93	3500
高强玻纤	0.09	665	12.4	5.4	7.4	850
无碱玻纤	0.092	500	10.5	4.8	5.43	730
钢丝	0.28	285	29	2	1	1500
尼龙 66	0.042	143	0.8	18.3	3.4	254
聚酯	0.05	168	2	14.5	3.36	256
高强高模聚乙烯	0.035	375	17	3.5	10.7	149

资料来源: 杜邦, 海通证券研究所

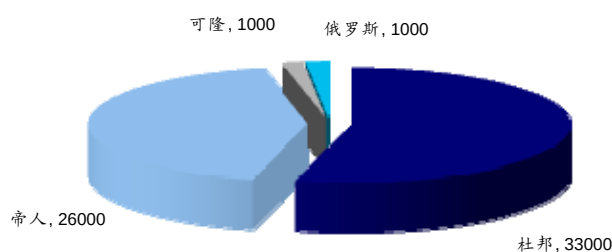
对位芳纶性能较间位芳纶更为优越,可用于制造摩擦与密封材料、复合增强材料、防护材料、力学橡胶材料等,应用于汽车制动器和轮胎、人体防护装甲和防护服、航空航天部件、高性能建筑材料等,无论是军用还是民用都是极佳新型材料。由于生产工艺极为复杂,对位芳纶生产技术仍然只掌握在杜邦、帝人等少数公司手中,杜邦和帝人几乎垄断了全球对位芳纶约 6 万吨/年的产能。

图 11 对位芳纶主要应用领域分布



资料来源: 海通证券研究所

图 12 国际对位芳纶主要厂商及产能(吨/年)



资料来源: 海通证券研究所

对位芳纶需求在世界范围内增长迅速,杜邦、帝人、可隆等厂家都纷纷计划扩产,其中,杜邦计划从 2007 年开始分阶段投资超过 5 亿美元,在美国弗吉尼亚州的里士满市扩大 Kevlar(杜邦对位芳纶的商品名)聚合物的生产规模,计划 2010 年完成,产能将增长 25%以上;日本帝人公司计划投资 60 亿日元将其对位芳纶产能提高至 2.8 万吨/

年；可隆也计划未来将对位芳纶产能扩张至1万吨/年。

图 13 对位芳纶应用之防弹衣、高性能轮胎



资料来源：海通证券研究所

在国际巨头纷纷计划扩产对位芳纶时，我国对位芳纶却还未实现产业化，烟台氨纶于2008年12月建成100吨/年规模的对位芳纶中试项目，目前该中试项目运转正常，试制的对位芳纶产品已供下游厂家进行试用。对位芳纶中试项目是公司IPO项目1000吨/年对位芳纶产业化项目实施的重要基础，中试情况良好则产业化项目成功实施的概率极大。

目前公司对位芳纶产业化项目的土建工程正顺利实施，其他工作也进展正常，鉴于公司在氨纶、间位芳纶生产过程中展现了极强的研发能力，且对位芳纶中试项目运行正常，我们认为公司对位芳纶产业化项目成功概率较大，预计该项工程将于2010年底-2011年初期间建成；如果产业化项目成功实施，将填补国内空白，打破杜邦、帝人的垄断，对公司未来的发展及我国在高性能纤维领域的发展都意义非凡。

4. 维持烟台氨纶“买入”评级

4.1 烟台氨纶盈利预测

基于我们前面对于氨纶行业和芳纶行业的分析，结合公司实际情况，我们做出如下假设。

(1) 我们对于2010、2011年氨纶市场均价（中纤价格指数氨纶40D）的预测均为56000元/吨，这相当于目前的水平，2006-2010年3月期间氨纶40D均价为57380元/吨；烟台氨纶因其产品差别化程度较高，氨纶产品均价要高于氨纶40D市场价格，我们在表6中列出了历年来的价差，我们预计2010-2011年该价差均为4840元/吨，即公司氨纶均价为60840元/吨（含税）；根据对氨纶产品成本结构的分析，和产品原料价格走势的判断，我们假定2010、2011年氨纶产品毛利率分别为33%、31%。公司2010-2011年投放的氨纶新产能价格和附加值都相对较高，如果氨纶市场价格不出现大幅下跌的话，我们的假定还是相对保守的。

(2) 我们根据公司新产能的释放节奏，假定2010、2011年氨纶销量分别为22800吨、29500吨。

(3) 对于间位芳纶业务,公司目前已具备 4600 吨/年的生产能力,目前正常生产,我们预计随着出口订单的恢复,公司间位芳纶销量 2010、2011 年分别为 3800 吨、4200 吨;假定 2010、2011 年间位芳纶含税单价分别为 128700 元/吨、134550 元/吨,毛利率分别为 35%、37%。

(4) 我们假定公司 1000 吨/年对位芳纶产业化项目将在 2011 年建成投产,2011 年实现销量 750 吨,含税单价为 234000 元/吨,毛利率为 50%。

表 6 烟台氨纶氨纶均价预测 (元/吨)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
烟台氨纶氨纶均价 (含税)	54593	88280	60737	50000	60840	60840
中纤价格指数氨纶 40D (含税)	52326	82101	51627	44681	56000	56000
烟台氨纶-中纤价格指数均价 (含税)	2267	6179	9110	5319	4840	4840

资料来源:海通证券研究所

表 7 烟台氨纶盈利预测基本假设

	2008	2009E	2010E	2011E
氨纶销量 (吨)	19092	20800	22800	29500
氨纶含税单价 (元/吨)	60737	50000	60840	60840
氨纶不含税单价 (元/吨)	51912	42735	52000	52000
氨纶销售收入 (万元)	99110	88889	118560	153400
氨纶毛利率 (%)	20.08	17.88	33.00	31.00
间位芳纶销量 (吨)	2896	2100	3800	4200
间位芳纶含税单价 (元/吨)	168307	136000	128700	134550
间位芳纶不含税单价 (元/吨)	143853	116239	110000	115000
间位芳纶销售收入 (万元)	41660	24410	41800	48300
间位芳纶毛利率 (%)	45.89	30.00	35.00	37.00
对位芳纶销量 (吨)	-	60	50	750
对位芳纶含税单价 (元/吨)	-	234000	234000	234000
对位芳纶不含税单价 (元/吨)	-	200000	200000	200000
对位芳纶销售收入 (万元)	-	1200	1000	15000
对位芳纶毛利率 (%)	-	40.00	40.00	50.00
其他业务收入	1019	3789	2000	2000
其他业务毛利率	80.93	60.00	65.00	65.00
营业收入 (万元)	141789	118288	163360	218700
营业成本 (万元)	101945	92318	107905	144475
营业收入增长率 (%)	-	-16.57	38.10	33.88
综合毛利率 (%)	28.10	21.95	33.95	33.94

资料来源:公司公告,海通证券研究所

基于上述假定,根据海通证券估值模型,我们预计烟台氨纶 2009-2011 年 EPS 分别为 0.67 元、1.94 元、2.62 元。

4.2 烟台氨纶估值分析

烟台氨纶的主营业务包括氨纶和芳纶业务,我们分业务给公司进行估值。我们以 2011 年为预测年份,按照表 7 的主要假设,分别计算出氨纶和芳纶业务的业绩,然后给予相应估值。

根据我们模型,公司 2011 年氨纶、间位芳纶、对位芳纶等业务 EPS 分别为 1.64 元、0.67 元、0.30 元,根据各项业务的行业特征,我们分别给予氨纶业务、间位芳纶业务、对位芳纶业务 2011 年 15 倍、20 倍、50 倍的估值,由此计算,公司的目标股价应为 53 元。

通过上述分析,我们认为,烟台氨纶目前的股价在中性预期下具有一定安全边际,如果公司对位芳纶产业化项目顺利实施,将会显著提升公司的投资价值;同时,公司氨纶业务、间位芳纶业务在国内外形势趋好的情况下,还可能超预期表现。

表 8 烟台氨纶利润表预测(万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	141789	118288	163360	218700
营业收入	141789	118288	163360	218700
二、营业总成本	120415	104420	124778	167049
营业成本	101943	92318	107905	144475
营业税金及附加	611	509	702	940
销售费用	3552	2957	4084	5468
管理费用	11140	9226	12252	16403
财务费用	815	-490	-166	-237
资产减值损失	2354	-101	0	0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	130	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	21374	13999	38582	51652
加: 营业外收入	341	1601	1401	1101
减: 营业外支出	0	1232	932	532
五、利润总额	21714	14367	39051	52220
减: 所得税	2714	2155	5858	7833
六、净利润	19000	12212	33193	44387
减: 少数股东损益	810	1360	1544	1638
归属于母公司所有者的净利润	18190	10852	31649	42749
七、每股收益:				
基本每股收益(元)	1.11	0.67	1.94	2.62

资料来源:公司公告,海通证券研究所

4.3 烟台氨纶投资建议

烟台氨纶作为氨纶龙头,在氨纶行业处于较高景气度时增加高附加值产品的产能,通过两个新项目公司产能将增加约 1.3 万吨,增幅 59%,产品结构得到优化,增强公司业绩向上弹性的同时又弱化了行业周期波动对自身业绩的负面影响;同时,公司间位芳纶业务正逐步复苏,技改又使其增加 7%的产能,我们预计公司间位芳纶销量 2010 年将有 81%的增长;对位芳纶是公司未来最具前景的业务,一旦 2011 年成功实施,将显著提升公司估值水平。

烟台氨纶主要产品均是走差异化路线,以强大的研发实力作为依托,是同行业少有的技术驱动型公司,同时,公司财务状况良好、经营稳健,主营业务在今后几年一直会有亮点,我们认为公司可以享受较高估值。

我们预计,公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.67 元、1.94 元、2.62 元,2010 年 3 月 23 日收于 38.94 元,对应 2009-2011 年动态 PE60 倍、20 倍、15 倍,目前估值并不高;同为氨纶行业龙头的华峰氨纶 2009-2011 年动态 PE 分别为 71 倍、18 倍、17 倍。

结合分业务估值的情况，我们给予公司 6 个月目标价 53 元，对应 2010、2011 年 PE 分别为 27 倍、20 倍，维持其“买入”投资评级。后续氨纶价格显著上涨、间位芳纶订单超预期增长、对位芳纶产业化项目成功实施等事件，将会成为股价催化因素。

表 9 烟台氨纶相对估值比较

公司名称	股票代码	最新价(元)	每股收益(元)				市盈率(倍)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
烟台氨纶	002254	38.94	1.11	0.67	1.94	2.62	35.82	60.05	20.59	15.24
华峰氨纶	002064	21.29	0.44	0.30	1.17	1.26	48.39	70.97	18.20	16.90

资料来源：海通证券研究所

5. 风险提示

我们对于烟台氨纶各业务的业绩假设，均是基于目前的情况作出的判断，如果某些外部条件发生变化，公司业绩也将出现变化。风险主要体现在：

(1) 纺织服装行业景气状况对氨纶行业影响较大，如果人民币显著升值、贸易环境恶化等情况出现，纺织服装出口将会受到冲击，进而影响到氨纶行业的需求；

(2) 氨纶行业本身有一定周期性，如果产能无序扩张，将会使氨纶行业供求关系逆转，从而影响产品价格及行业盈利能力；

(3) 公司间位芳纶业务出口比重较大，世界经济复苏的不确定性将影响其需求；

(4) 对位芳纶生产工艺难度极大，公司 1000 吨/年对位芳纶项目能否顺利实施具有一定不确定性。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	35.82	60.05	20.59	15.24
P/B	4.27	3.67	3.27	3.18
P/S	3.54	4.24	3.07	2.29
EV/EBITDA	12.51	20.67	11.02	8.22

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	0.15	0.18	0.17	0.20
借款/股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
已获利息倍数	27.22	-27.29	-231.46	-217.00
流动比率	4.32	3.53	2.89	2.91
速动比率	3.54	3.02	2.39	2.42
现金比率	2.27	2.00	1.21	1.24

盈利能力指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	28.10	21.95	33.95	33.94
息税摊销折旧利润率	25.53	24.41	33.99	33.20
净利润率	12.83	9.17	19.37	19.55
净资产收益率	11.78	7.10	17.84	21.42
资产回报率	9.43	5.49	13.87	16.31
投资回报率	10.80	6.45	16.29	19.60

经营效率指标 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	27.47	17.50	17.82	33.28
存货周转率	6.68	6.15	5.70	2.50
总资产周转率	0.73	0.56	0.67	0.71
固定资产周转率	1.49	1.06	1.28	1.75

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	-19.36	-16.57	38.10	33.88
营业利润增长率	-57.08	-34.51	175.61	33.87
EBIT 增长率	-57.26	-39.71	187.15	33.84
EBITDA 增长率	-44.43	-20.24	92.29	30.76
净利润增长率	-48.01	-40.34	191.64	35.07

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	141789	118288	163360	218700
营业成本	101943	92318	107905	144475
销售费用	3552	2957	4084	5468
管理费用	11140	9226	12252	16403
财务费用	815	-460	-166	-237
投资收益	0	130	0	0
营业利润	21374	13999	38582	51652
EBIT	22189	13378	38416	51415
折旧摊销	14013	15497	17108	21186
EBITDA	36202	28875	55524	72601
利润总额	21715	14367	39051	52220
所得税	2714	2155	5858	7833
少数股东损益	810	1360	1544	1638
归属母公司的净利润	18190	10852	31649	42749
每股收益 (元)	1.11	0.67	1.94	2.62

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	48385	54830	40011	54762
应收款项	27201	28231	38885	52057
存货	16658	13848	16186	21671
流动资产	92244	96909	95081	128491
固定资产	94704	95292	127613	128021
总资产	192938	197576	228206	262162
应付帐款	15583	14771	17265	23116
长期借款	0	0	0	0
总负债	24532	29457	33948	44088
少数股东权益	13991	15351	16896	18534
股东权益	168407	168119	194258	218074
付息负债	0	0	0	0
每股净资产 (元)	9.70	9.36	10.87	12.23

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	19000	12212	33193	44387
折旧摊销	14013	15497	17108	21186
营运资金变动	5179	-8315	8574	8703
经营活动现金流	25801	34733	42263	57541
固定资产投资	14000	15299	49365	21533
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	8646	15299	49365	21533
投资活动现金流	-16016	-15139	-49365	-21533
公司自由现金流	19603	19884	-8178	34653
股权自由现金流	4090	20300	-8036	34855
债务变化	-12800	0	0	0
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	29607	-13149	-7717	-21256
现金净流量	39298	6445	-14819	14752
每股经营性现金流 (元)	1.58	2.77	3.37	4.58

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥

重点研究上市公司：中国石化、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份

曹小飞：基础化工行业

重点研究上市公司：烟台氨纶、海利得、江南高纤、传化股份、浙江龙盛、滨化股份

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,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。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授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

陈志鹏
航空及机场行业分析师
(021) 23219154
chenzp@htsec.com

余闽华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

帅虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT小组
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组
(021) 23219269
guosk@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘鹤
消费小组
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒灏
机械小组
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊 伟
宏观经济
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张 峰
金融工程
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com