

泰和新材(002254)

报告日期: 2023年02月05日

芳纶方兴未艾, 泰和成长可期

——泰和新材深度报告

投资要点

国内芳纶、氨纶先行者及领军者, 产能规模持续提升

公司是国内氨纶和芳纶首家生产企业。泰和新材创建于1987年, 专业从事高性能纤维的研发与生产, 是国内首家氨纶和芳纶生产企业。当前公司间位芳纶名义产能约1.7万吨(因搬迁实际产能低于1.7万吨, 预计2023年1月完成搬迁), 居国内第一、全球第二, 对位芳纶产能0.6万吨, 居国内第一, 全球第四。未来国内芳纶需求旺盛, 公司持续加码产能, 拟于2024年底形成2万吨间位芳纶产能、2.15万吨对位芳纶产能。氨纶方面公司现有产能7.5万吨(因产能搬迁实际产能约5万吨), 预计2023年将扩至9.5万吨, 产能居国内前五。随着公司新旧产能完成置换, 公司氨纶有望实现宁夏+烟台双基地布局, 进一步提升氨纶竞争力。

芳纶方兴未艾, 泰和持续加码产能

把握芳纶需求机遇, 公司持续加码产能。当前全球间位芳纶需求约4万吨, 国内约8000吨, 未来在个体防护、绝缘与蜂窝芯材的拉动下, 国内需求增速有望达10%; 对位芳纶方面, 当前全球对位芳纶需求8-9万吨, 国内约1.2-1.3万吨, 未来国内需求增速有望超过10%, 主要受益于国内5G通信、橡胶增强的拉动。未来芳纶需求有望强势增长, 当前国内外企业纷纷扩产以弥补需求缺口, 泰和芳纶当前在建产能落地后有望形成4.15万吨产能, 较22年产能翻倍, 我们认为泰和新材此轮大规模扩产有望提升公司市场竞争地位及国内芳纶自主权。

芳纶锂电隔膜涂覆, 打开公司新成长空间

未来电池能量密度不断提升, 对锂电隔膜的性能要求更高, 当前芳纶涂覆无论是在耐高温、抗穿刺性能还是电解液亲润性都具有明显的优势, 不过制备成本较高是制约其发展的主要原因。我们认为随着专业芳纶材料企业-泰和新材亲自参与芳纶涂覆制备, 其在原材料成本、专利费用、溶剂回收以及收率上都具有优势, 有望降低芳纶涂覆成本, 驱动芳纶涂覆渗透率提升, 根据我们测算, 若2025年全球芳纶涂覆渗透率提升到8%, 锂电涂覆领域芳纶需求有望达3394吨。公司当前在建3000万平方米中试产线, 预计23年3-4月投产, 芳纶锂电隔膜涂覆有望打开公司新成长空间。

新旧动能置换+双基地布局, 提升公司氨纶竞争力

受益于主要原材料价格大幅回落, 当前氨纶价差已恢复至1.6万元/吨的水平, 根据百川盈孚, PTMEG当前价格为1.85万元/吨, 同比降幅达到58%, 纯MDI价格也有小幅回落。我们认为当前氨纶已处于周期底部, 未来随着国内需求逐渐修复, 氨纶行业有望迎来底部反转。公司4.5万吨新旧产能置换有望于22年完成, 并拟于宁东扩建新产能, 预计到2023年将形成烟台1.5万吨, 宁东8万吨的产能布局。根据我们测算, 凭借宁东基地水电等成本优势, 公司宁东氨纶成本有望降低近3000元/吨, 我们认为公司通过新旧产能置换, 逐渐将氨纶产能置换至宁东, 有利于氨纶生产成本的降低, 提升公司氨纶竞争力。

盈利预测与估值

芳纶产能持续提升, 氨纶新旧动能完成置换, 并布局芳纶锂电隔膜涂覆, 我们看好公司长期成长性。预计2022-2024年公司营业收入分别为36.08/53.80/68.26亿元, 同比增速分别为-18.08%、49.13%、26.88%, 归母净利润分别为4.36/7.90/11.16亿元, 同比增速分别为-54.83%、81.03%、41.32%, EPS为0.51/0.91/1.29元/股, 对应PE分别为51.84、28.63、20.26, 首次覆盖, 给与买入评级。

风险提示

芳纶产能释放不及预期、下游客户开拓不及预期、原材料价格波动风险。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

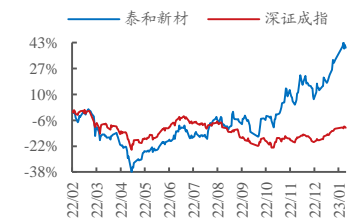
研究助理: 沈国琼

shenguoqiong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥26.20
总市值(百万元)	22,608.90
总股本(百万股)	862.93

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,404	3,608	5,380	6,826
(+/-) (%)	80.41%	-18.08%	49.13%	26.88%
归母净利润	966	436	790	1,116
(+/-) (%)	270.45%	-54.83%	81.03%	41.32%
每股收益(元)	1.12	0.51	0.91	1.29
P/E	23.41	51.84	28.63	20.26

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测: 预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 36.08/53.80/68.26 亿元, 同比增速分别为-18.08%、49.13%、26.88%, 归母净利润分别为 4.36/7.90/11.16 亿元, 同比增速分别为-54.83%、81.03%、41.32%, EPS 为 0.51/0.91/1.29 元/股, 对应 PE 分别为 51.84、28.63、20.26, 首次覆盖, 给与买入评级。
- 2) 估值指标: 公司当前主营产品为芳纶和氨纶, 当前氨纶行业处于景气底部, 预计未来 2-3 年公司主要业绩贡献主要来自于芳纶板块。参考芳纶、碳纤维等高端新材料领域布局的企业的估值, 选取凯盛新材、光威复材、中简科技、中复神鹰作为可比公司, 根据万得一致预期, 当前可比公司 2023 年平均 PE 为 35。公司未来 2-3 年芳纶产能将实现翻倍, 此外公司布局芳纶锂电涂覆隔膜材料, 当前 3000 万平方米中试产线在建, 有望打开新增长空间。预计公司 23 EPS 为 0.91 元/股, 综合行业平均和公司高成长性, 给与公司 2023 年 35 倍 PE 估值, 目标价 32 元。
- 3) 目标价格: 32 元。
- 4) 投资评级: 首次覆盖, 给与买入评级。

● 关键假设

- 1) 产品价格: 预计芳纶价格稳中有升, 氨纶价格略有下降
- 2) 产品盈利能力: 随着芳纶产能规模提升, 预计芳纶产品毛利率稳中有升; 随着下游需求逐渐恢复, 氨纶毛利率逐步回升
- 3) 芳纶项目进度: 预计公司 2024 年芳纶项目全部投产

● 股价上涨的催化因素

- 1) 公司芳纶扩产及销售超预期; 2) 芳纶锂电涂覆隔膜渗透率快速提升; 3) 氨纶价格大幅上涨

● 风险提示

1. 芳纶产能释放不及预期: 未来几年, 公司芳纶新增产能较多, 倘若新增产能无法如期投放或释放, 将对公司收入及业绩造成影响。
2. 芳纶涂覆客户开拓不及预期: 公司为芳纶材料企业, 此前未曾涉及锂电隔膜涂覆领域, 若芳纶隔膜涂覆客户推广不及预期, 将对该业务进展及收入增速产生影响。
3. 原材料价格大幅波动: 公司氨纶和芳纶主要原材料均需要大量外购, 若原材料价格大幅波动, 会对公司生产节奏产生一定影响; 此外若公司无法完全将上游原材料涨价压力传导到下游, 公司毛利率将有所下降。

正文目录

1 芳纶龙头高歌猛进	6
1.1 国内芳纶、氨纶行业先行者及领军者	6
1.2 股权改革完成，有望激发公司活力	6
1.3 芳纶持续向好，成为公司主要盈利点	7
1.4 持续加码产能，芳纶龙头高歌猛进	7
2 芳纶方兴未艾，泰和持续加码产能	8
2.1 技术壁垒高，全球芳纶供给格局高度集中	8
2.2 芳纶需求方兴未艾，国产替代有望加速	8
2.3 把握芳纶市场机遇，持续加码产能	11
3 芳纶锂电隔膜涂覆，有望打开公司新成长空间	11
3.1 锂电隔膜涂覆，开启芳纶新应用	12
3.2 泰和制备芳纶涂覆隔膜，有望驱动芳纶涂覆渗透率提升	12
4 新旧产能置换+双基地布局，提升公司氨纶竞争力	13
4.1 氨纶行业产能加速向头部企业集中	13
4.2 宁夏+烟台双基地布局，增强公司氨纶竞争力	14
5 盈利预测与估值	16
5.1 盈利预测	16
5.2 估值分析	16
6 风险提示	17

图表目录

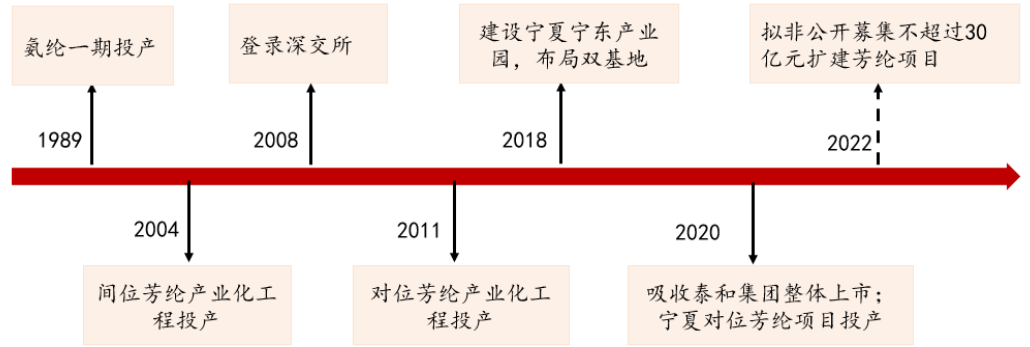
图 1: 泰和新材发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司产品毛利结构.....	7
图 4: 公司芳纶及氨纶毛利率.....	7
图 5: 全球间位芳纶下游应用.....	9
图 6: 我国间位芳纶下游应用.....	9
图 7: 间位芳纶应用在隔热防火服.....	9
图 8: 间位芳纶纸应用在绝缘领域.....	9
图 9: 全球对位芳纶下游应用.....	10
图 10: 我国对位芳纶下游应用.....	10
图 11: 芳纶主要起保护光纤的作用.....	10
图 12: 我国光缆产量情况.....	11
图 13: 我国光缆需求情况.....	11
图 14: 芳纶进口情况.....	11
图 15: 泰和新材持续加码芳纶产能(吨).....	11
图 16: 氨纶产能及表观消费量情况(万吨,%).....	13
图 17: 2021 年氨纶下游消费结构.....	13
图 18: 国内氨纶周度开工率情况.....	14
图 19: 氨纶库存量.....	14
图 20: 氨纶价格价差图(元/吨).....	14
图 21: 主要厂家及行业平均氨纶生产成本对比(元/吨).....	15
图 22: 主要氨纶上市公司毛利率对比.....	15
图 23: 2020 年新乡化纤氨纶成本构成.....	15
表 1: 公司主要产品产能情况.....	7
表 2: 全球主要芳纶企业产能情况(吨).....	8
表 3: 国内外部分机型具体应用部位.....	10
表 4: 芳纶锂电隔膜研究如火如荼.....	12
表 5: 全球锂电隔膜涂覆测算.....	12
表 6: 国内主要氨纶企业现有产能及新增产能情况.....	13
表 7: 宁东水电等资源具备价格优势.....	15
表 8: 公司业绩拆分及预测.....	16
表 9: 可比公司估值情况.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	18

1 芳纶龙头高歌猛进

1.1 国内芳纶、氨纶行业先行者及领军者

公司是国内氨纶和芳纶首家生产企业。泰和新材创建于1987年，专业从事高性能纤维的研发与生产，1989年氨纶一期项目投产，2004年间位芳纶产业化投产，2011年对位芳纶产业化投产，是国内首家氨纶和芳纶生产企业。当前已形成了以纽士达®氨纶、泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶三大产品板块为主导的十大产品体系，其中氨纶产能居国内前五位，芳纶产能居国内首位。

图1：泰和新材发展历程

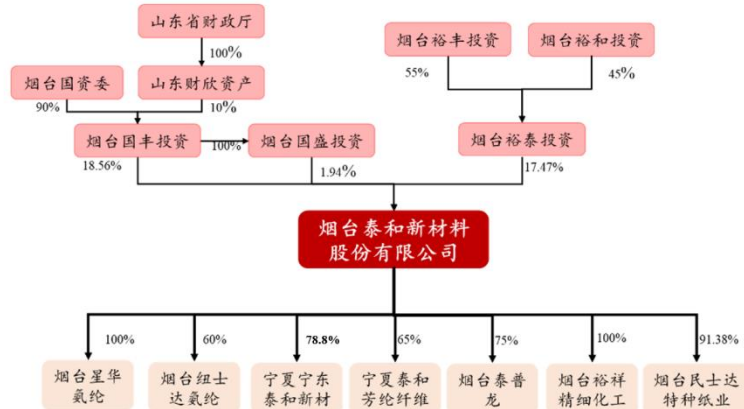


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 股权改革完成，有望激发公司活力

员工持股平台叠加职业经理人薪酬激励，有望进一步激发公司活力。根据万得，截止到2022 三季报，公司实际控制人为烟台国资委，通过烟台国丰投资持有公司 18.45%的股份。公司第二大股东为烟台裕泰投资，持有公司 17.47%的股份，裕泰投资为公司员工持股平台，员工可通过该平台共享公司成长果实。此外 2022 年 4 月公司修订了“职业经理人薪酬管理暨超额利润提成激励实施办法”，将职业经理人的绩效考核与公司营业利润挂钩。我们认为员工持股平台叠加职业经理人薪酬激励办法有望提高员工积极性，进一步激发公司发展活力。

图2：公司股权结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 芳纶持续向好，成为公司主要盈利点

公司主营业务为芳纶和氨纶，随着公司芳纶产能规模不断扩大、产品良品率不断提升，芳纶毛利率不断向好，由 2012 年的 25.7% 提升到 2022H1 的 38.6%。根据万得，自 2017 年以来芳纶已连续 4 年超越氨纶成为公司主要盈利点，其中 2021 年受益于下游需求恢复，海外订单回流，公司氨纶产品迎来景气周期，21 年公司氨纶、芳纶产品毛利占比分别为 61.0%、38.7%。从公司芳纶、氨纶产品历史毛利率来看，芳纶稳步向上，氨纶具有一定周期性，我们认为随着公司芳纶产能不断扩张，公司盈利中枢有望上移。

图3：公司产品毛利结构

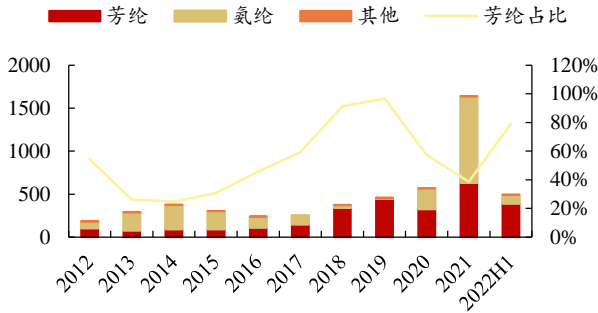
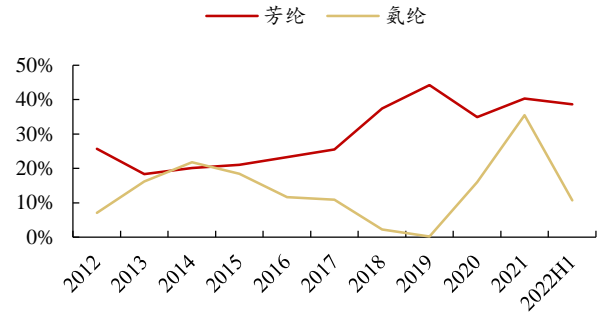


图4：公司芳纶及氨纶毛利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4 持续加码产能，芳纶龙头高歌猛进

芳纶方面：2024 年公司间位、对位芳纶产能有望双双突破 2 万吨。根据公司投资者交流公告，2022 年公司间位芳纶名义产能 17000 吨、对位芳纶产能 6000 吨，其中间位芳纶因产能搬迁置换，实际产能约 10000 吨。为满足芳纶需求，公司拟募集不超过 30 亿元用于芳纶扩建和搬迁项目，其中间位芳纶规划 7000 吨搬迁项目、9000 吨新建项目，预计到 2024 年有望形成 20000 吨产能；对位芳纶规划宁夏宁东新建 12000 吨项目、烟台泰和 3500 吨新建、1500 吨搬迁项目，预计到 2024 年有望形成 21500 吨产能。

氨纶方面：2023 年公司氨纶产能有望达 95000 吨。根据公司投资者交流公告，公司 2022 年氨纶名义产能 75000 吨，因产能搬迁置换实际产能约 50000 吨。公司烟台 4.5 万吨氨纶有望于 2022 年完成产能置换，此外公司拟在宁夏宁东新建氨纶产能，预计到 2023 年公司氨纶产能有望达 95000 吨。

芳纶纸方面：公司子公司民士达现有芳纶纸产能 1500 吨，预计 2023 年新增 1500 吨。

公司自上市以来，产能扩张一直相对谨慎，目前随着培育多年的芳纶产品市场逐步进入收获期，现有芳纶产能已不能满足需求，公司把握住行业机遇拟将对位、间位芳纶产能均扩至 2 万吨以上，我们认为未来三年公司产能有望大幅提升，助力公司发展进入新阶段。

表1：公司主要产品产能情况

主要产品产能（吨）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	备注
氨纶名义	75000	75000	95000	95000	95000	宁东 3.5、烟台 1.5 万吨在建
间位芳纶	11000	17000	17000	20000	20000	7000 吨搬迁、9000 吨新建
对位芳纶	4500	6000	15500	21500	21500	烟台泰和 5000 吨、宁夏宁东 12000 吨在建
芳纶纸	1500	1500	3000	3000	3000	民士达 1500 吨预计 23 年投产

资料来源：公司公告，公司环评，浙商证券研究所（注：因搬迁，部分年份有效产能低于名义产能）

2 芳纶方兴未艾，泰和持续加码产能

2.1 技术壁垒高，全球芳纶供给格局高度集中

芳纶技术壁垒极高，自 1967 年实现工业化生产以来，其核心技术始终掌握在杜邦、帝人等极少数企业手中，我国芳纶产业起步较晚，直到 2004 年才实现间位芳纶产业化、2011 年实现对位芳纶产业化，受困于产品质量、产品良品率、应用技术等限制，当前国内产能规模达 5000 吨以上企业仅泰和新材和中化高纤。当前全球间位芳纶产能约 5.1 万吨，杜邦、帝人等海外企业占比达 58%；全球对位芳纶产能约 9.86 万吨，杜邦、帝人、韩国科隆等海外企业占比达 82%。当前芳纶需求旺盛，国内外企业纷纷扩产以弥补需求缺口，我们认为泰和新材此轮大规模扩产有望提升公司市场竞争地位及国内芳纶自主权。

表2：全球主要芳纶企业产能情况（吨）

企业名称	间位芳纶产能	对位芳纶产能	备注
杜邦	22000	36500	
帝人	5000	32000	预计 2022 年后产能提升 25%
泰和新材	17000	6000	间位、对位 24 年均扩至 2 万吨以上
韩国科隆		7500	在 2023 扩至 15000
中化高纤		5000	
超美斯	4500		2022.7-2024.12 扩建 1500
韩国晓星		3700	2023 年扩至 5000
东丽熊津	1500		
韩国泰光		1500	2025 年扩至 5000
韩国汇维仕	1000		
仪征化纤		1000	
中芳特纤		3200	未来拟扩至 1 万吨
中蓝晨光		1000	5000 吨生产装置规划中
神马股份		500	2000 吨筹建中
京博聚芳		700	1000 吨芳纶纸，3000 芳纶在建
合计	51000	98600	

资料来源：公司公告、中国知网、帝人、Koreaherald、Ajudaily、环评文件、浙商证券研究所

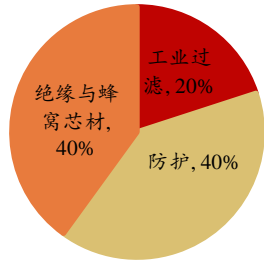
2.2 芳纶需求方兴未艾，国产替代有望加速

全球芳纶需求强势增长，根据中国化工新材料产业发展报告，2018-2020 年全球间位芳纶、对位芳纶需求增速分别约 13%、10%。根据泰和新材投资者交流公告，当前全球芳纶需求 12-13 万吨，其中间位芳纶需求 4 万吨、对位芳纶需求 8-9 万吨。我们认为未来芳纶需求有望继续强势增长，短期来看间位芳纶受益于个体防护新标准的实施、对位芳纶则受益于 5G 通信与新能源汽车的快速发展，长期来看下游高端领域如蜂窝芯材、锂电隔膜等有望成为芳纶新的需求增长点。

2.2.1 间位芳纶：个体防护、蜂窝芯材为主要增长点

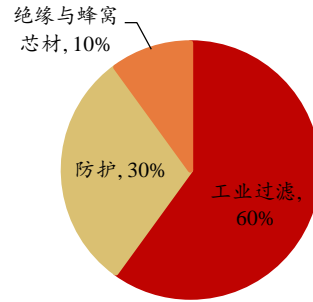
间位芳纶具备耐高温、自阻燃、电绝缘等特性，当前应用主要集中在工业过滤、防护、绝缘与蜂窝芯材领域。根据知网，2018 年全球工业过滤、防护、绝缘与蜂窝芯材分别占比 20%、40%、40%，我国低端过滤占比较高为 60%、高端绝缘与蜂窝芯材应用较少，仅为 10%。根据泰和新材投资者交流公告，当前全球间位芳纶需求约 4 万吨，国内约 8000 吨，未来国内需求增速有望达 10%，主要受益于个体防护、绝缘与蜂窝芯材的拉动。

图5: 全球间位芳纶下游应用



资料来源: 中国知网, 浙商证券研究所

图6: 我国间位芳纶下游应用



资料来源: 中国知网, 浙商证券研究所

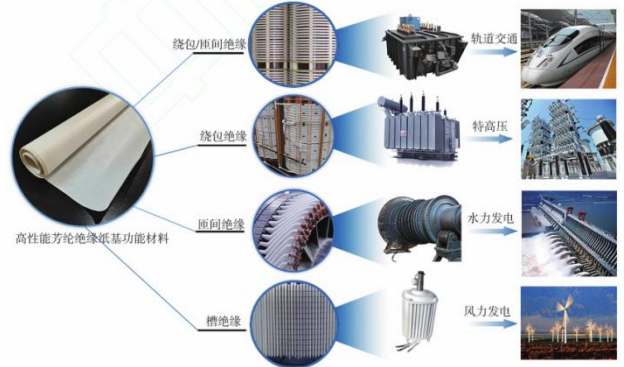
国内个体防护领域芳纶需求有望达 1 万吨。随着《防护服阻燃服》《个体防护装备配备规范》等标准强制实施, 国家对防护工装的阻燃性能、物理性能等提出了更为明确、严格的要求, 热稳定性高、阻燃性突出和电绝缘性好的间位芳纶迎来机遇。根据中国劳动保护用品交易会, 我国每年各类防护服需求约 1.8 亿套, 特种防护服占比 35%左右, 约 6300 万套, 其中阻燃防护服占特种防护服 20%左右, 约 1300 万套。芳纶属于本质阻燃纤维, 阻燃效果好, 若阻燃防护服 85%应用芳纶, 根据泰和新材投资者交流, 单套服装芳纶用量在 0.7-1.0 千克, 按 0.85 千克测算, 未来个体防护服领域芳纶需求近 1 万吨。

图7: 间位芳纶应用在防热防火服



资料来源: 帝人官网, 浙商证券研究所

图8: 间位芳纶纸应用在绝缘领域



资料来源: 中国知网, 浙商证券研究所

全球绝缘与蜂窝芯材芳纶需求有望达 1.12 万吨。芳纶蜂窝芯材具有绝缘、耐高温、抗腐蚀等特性, 可应用于风电、特高压以及新能源汽车等领域, 是航空航天、新能源、轨道交通等高新技术产业发展不可替代的特种纸基材料。根据知网, 2018 年全球芳纶纸需求约 1 万吨, 预计到 2025 年全球芳纶纸需求有望增加至 11200 吨, 其中绝缘、蜂窝芯材、新能源汽车领域分别为 5200 吨、4000 吨、2000 吨。受海外巨头技术封锁, 我国芳纶纸高端领域需求严重被抑制, 2018 年国内芳纶纸需求约 2300 吨, 根据烟台工信, 民士达研发出的航空蜂窝基材纸, 已成功通过全球 5 家航空公司实验室的检验, 并成功应用到国际主流航空公司的飞行器上。我们认为高端芳纶纸技术的自主可控, 叠加我国高速列车、国产飞机制造及航空母舰等装备制造业的快速发展, 有望带动芳纶绝缘纸和蜂窝芯材的需求, 进而带动芳纶的需求增长。

表3: 国内外部分机型具体应用部位

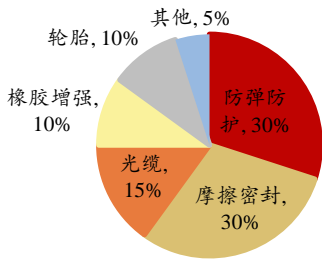
机型	应用部位	蜂窝类型
F/A-18E/F	方向舵、平尾	对位芳纶蜂窝纸 (Kevlar)
F-35	襟翼、副翼、平尾前缘、垂尾前缘、方向舵	间位芳纶蜂窝纸 (Nomex)
A320、A340	方向舵、襟翼导轨整流罩、腹部整流罩等	间位芳纶蜂窝纸 (Nomex)
A380	方向舵、襟翼导轨整流罩、底板及内饰等	间位芳纶蜂窝纸 (Nomex)
B767、B787	升降舵、方向舵、发动机整流罩、机翼翼尖	间位芳纶蜂窝纸 (Nomex)
ARH-70	桨叶、前机身等	间位芳纶蜂窝纸 (Nomex)

资料来源: 中国知网, 浙商证券研究所

2.2.2 对位芳纶: 5G 通信、橡胶增强为主要增长点

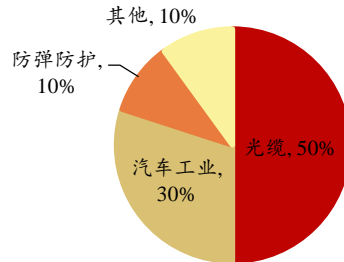
对位芳纶具备高强度、高模量、耐高温、阻燃、绝缘、耐化学腐蚀、尺寸稳定等优异性能, 下游应用较为广泛。根据知网, 2018 年全球防弹防护、摩擦密封、光缆、橡胶增强、轮胎及其他占比分别为 30%、30%、15%、10%、10%、5%, 我国光缆和汽车工业领域占比较高, 分别为 50%、30%。根据泰和新材投资者交流公告, 当前全球对位芳纶需求 8-9 万吨, 国内约 1.2-1.3 万吨, 根据帝人年报, 未来全球间位芳纶需求增速在 3%-5%, 而据泰和新材国内需求增速有望超过 10%, 主要受益于国内 5G 通信、橡胶增强的拉动。

图9: 全球对位芳纶下游应用



资料来源: 中国知网, 浙商证券研究所

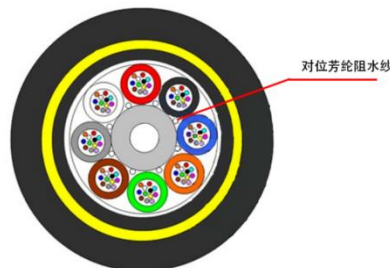
图10: 我国对位芳纶下游应用



资料来源: 中国知网, 浙商证券研究所

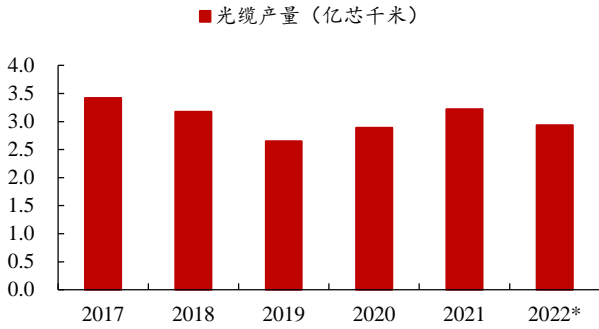
国内光纤光缆领域对位芳纶需求 5000-6000 吨, 受益于 5G 和千兆网络建设未来需求有望长期向好。对位芳纶具有高强高模等优异性能, 其制备的光缆增强芯具有提高光缆的放线速度、增加放线长度、增加收放次数等优异特点, 当前国内光纤光缆增强是对位芳纶最主要的应用领域, 根据泰和新材投资者交流, 当前国内光纤领域需求在 5000-6000 吨。根据 CRU, 自 2020 年以来我国光缆需求稳步增长, 预计 2022 年有望达 2.61 亿芯千米, 同比增长 6.5%。我们认为在国家“东数西算”工程、5G 和千兆网络大规模建设的支持下, 我国光缆光纤行业有望持续受益, 该领域有望持续拉动对位芳纶需求增长。

图11: 芳纶主要起保护光纤的作用



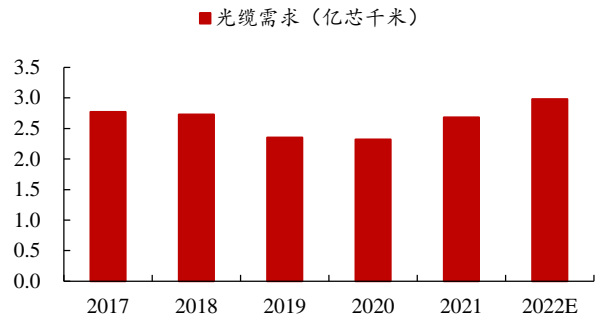
资料来源: 中化国际高性能材料事业部, 浙商证券研究所

图12: 我国光缆产量情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 2022年为1-10月)

图13: 我国光缆需求情况



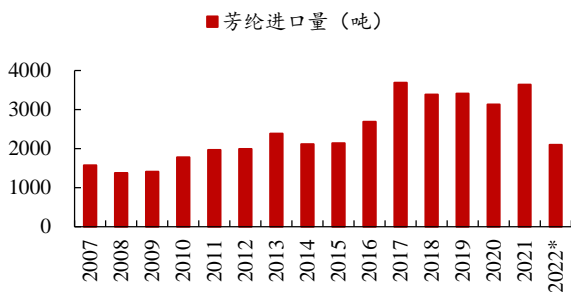
资料来源: CRU, 中商产业研究院, 浙商证券研究所

国内汽车领域对位芳纶需求约 3000 多吨, 在新能源带动下需求增量有望达 5000 吨。在汽车领域, 对位芳纶使用点位众多, 既可用于汽车胶管、内饰、刹车片、密封件、汽车挡泥板、保险杠和减振缓冲器等部件, 还可以作为骨架材料应用于轮胎的胎体、冠带层和带束层等部位, 实现车身减重和轮胎减重, 进而降低滚动阻力, 减少油料消耗或者增强新能源车续航里程。当前续航里程短、补能难的问题依然制约着新能源汽车的发展, 我们认为新能源厂商为增加续航将对轮胎要求提升, 轮胎帘子布等芳纶需求有望增加, 根据中化国际投资者交流, 预计汽车领域芳纶需求增量有望达 5000 吨。

2.3 把握芳纶市场机遇, 持续加码产能

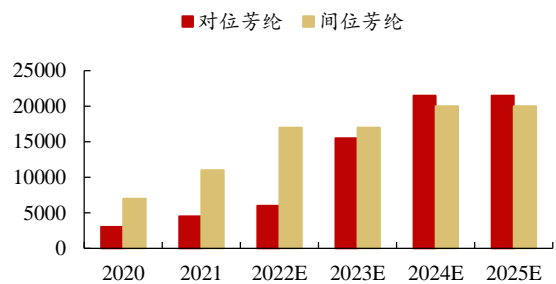
产能持续扩张, 把握国内需求放量的机会, 加速实现进口替代。当前国内芳纶需求约 2 万吨, 其中间位芳纶需求 8000 吨, 对位芳纶需求 1.2-1.3 万吨, 根据万得 2021 年我国芳纶进口 3644 吨, 主要是对位芳纶, 对位芳纶进口依赖度约 30%。展望芳纶未来需求, 间位芳纶需求受益于个体防护、绝缘与蜂窝新材的拉动, 对位芳纶需求受益于光纤光缆、橡胶增强的拉动, 国内未来芳纶需求有望迎来爆发。当前芳纶需求旺盛, 国内外企业纷纷扩产以弥补需求缺口, 泰和新材作为国内芳纶先行者及行业龙头, 亦不断加码产能, 拟于 2024 年将公司对位芳纶及间位芳纶产能均扩至 2 万吨以上, 我们认为泰和新材此轮大规模扩产有望提升公司市场竞争地位及国内芳纶自主权。

图14: 芳纶进口情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 2022为1-9月)

图15: 泰和新材持续加码芳纶产能 (吨)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3 芳纶锂电隔膜涂覆, 有望打开公司新成长空间

3.1 锂电隔膜涂覆，开启芳纶新应用

锂电隔膜涂覆开启芳纶新应用，未来需求增量有望达 4000 吨。锂电隔膜作为动力电池的四大主材之一，主要起到阻隔正负极之间接触的作用，当前锂电隔膜多用聚烯烃，并采用 PVDF 或者陶瓷修饰以提高续航里程和耐热性，但上述修饰只能在一定程度上改善隔膜耐热性，而具有本质阻燃、高强、高模量等特性的芳纶，可显著提高隔膜的耐热性以及锂电池的安全性。当前特斯拉 Model S 系列装载的锂电池已全面使用芳纶涂覆隔膜，我国芳纶企业、锂电池企业就芳纶在锂电应用场景亦展开了深入研究，当前金力新能源拟建 500 万平方米对位芳纶/聚烯烃复合锂离子电池隔膜，泰和新材在建 3000 万平方米锂电隔膜中试线。我们认为锂电隔膜涂覆有望开启芳纶应用新场景，中化国际预测锂电 pack 领域有望带来 4000 吨芳纶需求增量。

表4：芳纶锂电隔膜研究如火如荼

公司	发明专利名称	申请日
恩捷新材料	对位芳纶隔膜浆料、对位芳纶隔膜及其制备方法、锂电池	2022.08.29
泰和新材	一种低闭孔高破膜的芳纶锂电池隔膜及其制备方法	2022.05.16
国轩高科	一种芳纶树脂基复合涂层锂电池隔膜及其制备方法	2022.06.30
时代华先	一种芳纶材料电池组件盒	2022.06.17
奥德迈新能源	一种芳纶隔膜及其制备方法和芳纶隔膜电池及其制备方法	2022.05.26
金力新能源	一种间位芳纶与油系 PDVF 复合涂层隔膜及其制备方法	2020.10.28
金力新能源	对位芳纶涂层浆料及其制备方法、对位芳纶隔膜及其制备方法和二次电池	2018.10.31

资料来源：国家知识产权局，浙商证券研究所

3.2 泰和制备芳纶涂覆隔膜，有望驱动芳纶涂覆渗透率提升

芳纶材料企业下场制备隔膜涂覆，有望驱动芳纶涂覆渗透率提升。未来电池能量密度不断提升，对锂电隔膜的性能要求更高，当前芳纶涂覆无论是在耐高温、抗穿刺性能还是电解液亲润性都具有明显的优势，不过制备成本较高是制约其发展的主要原因。我们认为随着专业芳纶材料-泰和新材亲自参与芳纶涂覆制备，其在原材料成本、专利费用、溶剂回收以及收率上都具有优势，有望降低芳纶涂覆成本，驱动芳纶涂覆渗透率提升，根据我们测算，若 2025 年全球芳纶涂覆渗透率提升到 8%，锂电涂覆领域芳纶需求有望达 3394 吨。

表5：全球锂电隔膜涂覆测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球锂电出货	562.4	784.6	1033	1370	1908
隔膜单耗 (GWh/万平方米)	2000	2000	2000	1900	1900
隔膜需求 (亿平米)	112	157	207	260	363
湿法占比	74%	74%	75%	75%	76%
湿法隔膜(亿平米)	83	116	155	195	276
涂覆占比	75%	75%	76%	76%	77%
涂覆隔膜 (亿平米)	62	87	118	148	212
无机：勃姆石	54%	56%	59%	60%	62%
无机：氧化铝	36%	33%	29%	25%	21%
有机：PVDF	9%	9%	9%	9%	9%
有机：芳纶	1%	2%	3%	6%	8%
细分隔膜 (亿平米)					
无机：勃姆石	33.7	48.8	69.4	89.5	132.1

无机: 氧化铝	22.5	28.7	34.2	37.1	44.6
有机: PVDF	5.6	7.8	10.6	13.4	19.1
有机: 芳纶	0.6	1.7	3.5	8.9	17.0
涂覆重量(吨)					
无机: 勃姆石	20226	29299	41659	53725	79237
无机: 氧化铝	17529	22417	26638	28932	34750
有机: PVDF	1517	2116	2862	3605	5155
有机: 芳纶	125	348	707	1780	3394

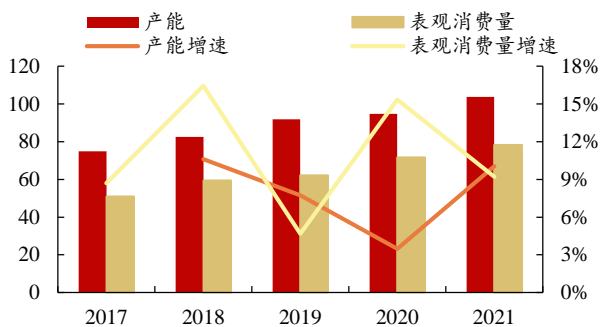
资料来源: GGII, EVtank, 钜大锂电, 壹石通招股书, 浙商证券研究所预测

4 新旧产能置换+双基地布局, 提升公司氨纶竞争力

4.1 氨纶行业产能加速向头部企业集中

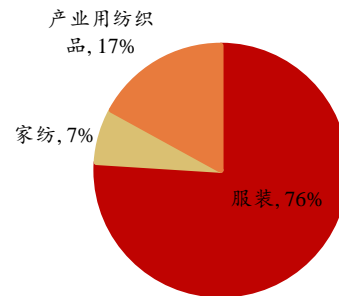
氨纶行业当前呈供需宽松格局。根据百川盈孚, 2017-2021 年国内氨纶产能及表观消费年均复合增速分别为 8.5%、11.3%, 其中 2021 年国内氨纶产能及表观消费量分别为 103.8 万吨、78.3 万吨, 虽然近年来氨纶在纺织服装的带动及自身下游应用不断拓展下, 其需求增速较快, 但氨纶供给端不断有新产能释放, 当前整体氨纶行业呈现供需宽松的格局。

图 16: 氨纶产能及表观消费量情况 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图 17: 2021 年氨纶下游消费结构



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

氨纶行业周期性较为明显, 未来产能将向头部企业集中。根据百川盈孚, 当前国内氨纶总产能 103.8 万吨, 其中华峰化学、晓星氨纶、新乡化纤、泰和新材、诸暨华海产能居行业前 5, 合计产能占比达 68%。根据各个公司公告, 当前华峰化学在建及规划产能合计 30 万吨, 晓星氨纶在建及规划产能合计 36 万吨、新乡化纤扩建 4 万吨、泰和新材在建 4.5 万吨以进行产能置换、诸暨华海拟扩建至 12 万吨, 未来扩产主力依然集中在行业龙头。氨纶行业周期波动较为明显, 我们认为具备规模优势的氨纶巨头生产成本较小企业具有比较优势, 未来氨纶产能将进一步向头部企业集中。

表 6: 国内主要氨纶企业现有产能及新增产能情况

企业	子公司	现有产能 (万吨)	在建产能
华峰化学 (22.5)	华峰化学	6	
	华峰重庆	16.5	预计 2023 新增 5 万吨, 后续在建 25 万吨
	嘉兴晓星	5.44	
晓星氨纶 (18.64)	晓星衢州	6	
	广东晓星	0.8	
	珠海晓星	2.8	

	宁夏晓星	3.6	预计 22 年新增 3.6 万吨，后续在建 32.4 万吨
新乡化纤	新乡化纤	16	预计 2023 新增 4 万吨
泰和新材 (7.5)	烟台泰和	4.5	预计 23 年 1.5 万吨投产，现有 4.5 万吨逐渐关停
	宁夏泰和	3	预计 2022 年新增 3 万吨
诸暨华海	诸暨华海	5.9	技改扩至 12 万吨
恒申合纤	恒申合纤	4	预计 2023 新增 2 万吨
青云股份	青云股份	3.85	拟扩建 1.5 万吨
厦门力隆	厦门力隆	1.55	预计 2022 新增 1.3 万吨
其他厂商		23.8	
合计		103.8	
CR5		68%	

资料来源：百川盈孚，公司公告，浙商证券研究所

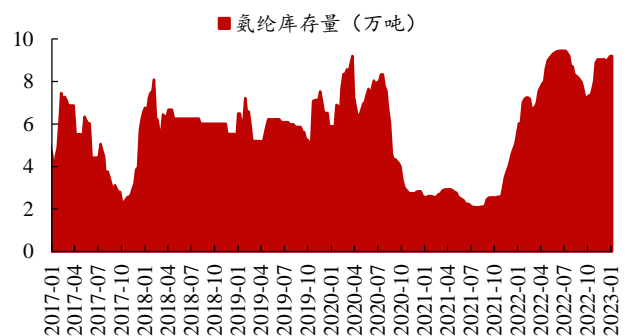
主要原材料价格回落，氨纶价差逐渐修复。2022 年以来受国内疫情影响，纺织服装等终端需求低迷，氨纶行业不断累库，开工率持续下滑，产品价格大幅下降。根据百川盈孚数据，截至 2023 年 1 月 27 日氨纶库存 9.21 万吨，较 22 年同比大幅增加 52.7%；根据万得数据，当前氨纶 40D 价格 3.45 万元/吨，较 22 年同比下降 38%，已处于历史较低水平。受益于主要原材料价格大幅回落，当前氨纶价差已恢复至 1.6 万元/吨的水平，根据百川盈孚，氨纶主要原材料为 PTMEG 和纯 MDI，单耗分别为 0.77、0.18，PTMEG 当前价格为 1.85 万元/吨，同比降幅达到 58%，纯 MDI 价格也有小幅回落。我们认为当前氨纶已处于周期底部，未来随着国内需求逐渐修复，氨纶行业有望迎来底部反转。

图 18: 国内氨纶周度开工率情况



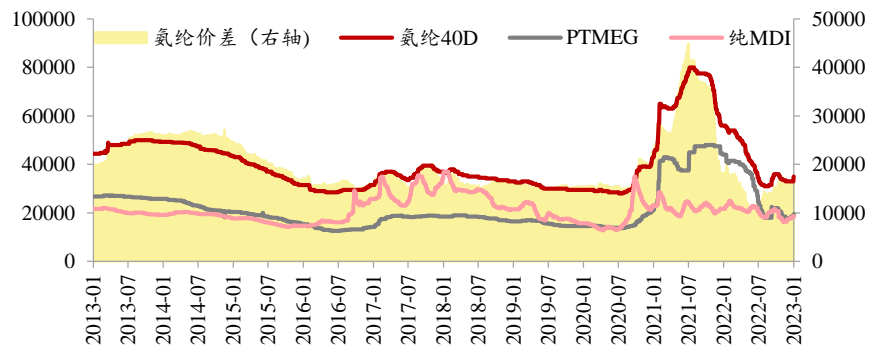
资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图 19: 氨纶库存量



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图 20: 氨纶价格价差图 (元/吨)

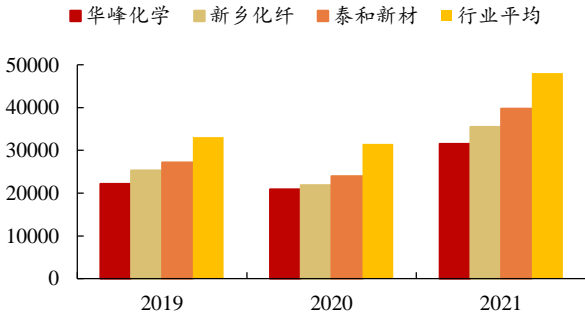


资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 宁夏+烟台双基地布局，增强公司氨纶竞争力

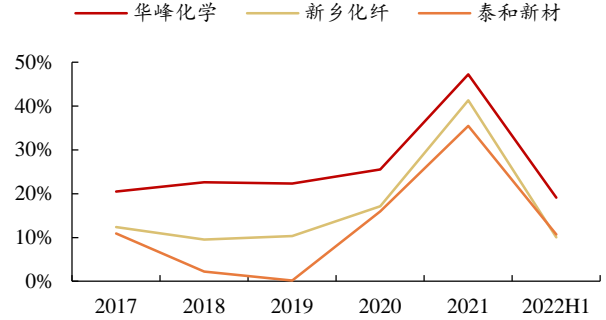
当前泰和新材氨纶成本位于行业第一梯队，未来双基地布局有望进一步提升氨纶竞争力。根据公司公告及百川盈孚，2021年华峰化学、新乡化纤、泰和新材以及行业平均氨纶成本分别为3.15万元/吨、3.55万元/吨、3.98万元/吨、4.81万元/吨，泰和新材氨纶成本位于行业第一梯队，并较行业平均成本有超过8000元/吨的优势。我们认为随着公司氨纶完成新旧产能置换，实现宁夏加烟台双基地布局后，其成本有望进一步降低，提高公司氨纶竞争力。

图21: 主要厂家及行业平均氨纶生产成本对比(元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 公司公告, 浙商证券研究所

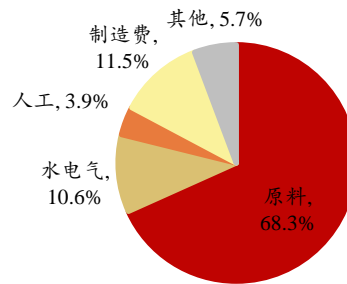
图22: 主要氨纶上市公司毛利率对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

宁东水电等资源具备价格优势，公司氨纶成本有望降低近3000元/吨。根据新乡化纤披露，氨纶生产成本中，主要原材料（PTMEG、纯MDI）约占68%，制造费、水电气分别占比11.5%、10.6%。其中主要原材料在全国范围价格差异较小，而蒸汽价格与电价东西部差异较大，根据公司5000吨绿色氨纶扩建项目环评报告，单吨氨纶消耗约5122度电、蒸汽6吨，根据我们测算，公司在宁夏布局氨纶业务，在蒸汽与用电方面成本将节省约3000元/吨。根据公司环评，预计到2023年公司将形成9.5万吨氨纶产能，其中烟台1.5万吨，宁东8万吨，公司氨纶产能逐渐置换至宁东，有利于氨纶生产成本的降低。

图23: 2020年新乡化纤氨纶成本构成



资料来源: 新乡化纤公告, 浙商证券研究所

表7: 宁东水电等资源具备价格优势

	总量	单耗(t)	宁东价格	山东价格	单吨耗用价差
蒸汽(t)	29832	6.0	120	240	720
电(万 kWh)	2561	5122	0.45	0.9	2304.9
水(m ³)	74214	15	4.32	5.02	10.4

资料来源: 环评, 宁东能源化工基地管委会, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设

1) 芳纶板块

公司为国内芳纶龙头企业，为满足国内快速增长的芳纶需求，公司持续加码芳纶产能，现阶段公司对位芳纶产能 0.6 万吨，当前在建 0.5 万吨（其中 0.15 万吨搬迁），远期规划 1.2 万吨，预计到 2024 年底有望形成 2.15 万吨名义产能；现阶段公司间位芳纶产能 1.7 万吨（因产能搬迁 22 年实际产能约 1 万吨），未来公司产能置换和扩建后预计到 2024 年底形成名义产能 2 万吨。芳纶为高附加值产品，公司为国内芳纶龙头企业，芳纶板块盈利能力较强，2022H1 公司芳纶毛利率为 38.63%，未来随着国内芳纶需求爆发，叠加公司产能扩张，预计公司芳纶板块 2022-2024 年营收增长率分别为 27%、64%、26%，销售毛利率分别为 38.6%、39.0%、39.0%。

2) 氨纶板块

公司为国内氨纶第一梯队企业，当前名义产能 7.5 万吨，2022 上半年公司适时启动烟台园区搬迁工作，积极推动宁夏园区氨纶 3 万吨和烟台 1.5 万吨差异化氨纶新项目，若进展顺利有望于 2022 年完成烟台 4.5 万吨老旧产能的置换，提高新产能的竞争力，此外公司还在宁夏规划了新项目，预计到 2023 年公司有望形成 9.5 万吨氨纶产能。预计公司氨纶板块 2022-2024 年营收增长率分别为 -43%、27%、27%，根据万得，公司 2022H1 氨纶板块毛利率为 10.69%，3 季度氨纶行业开工率持续下滑，不断累库，氨纶板块持续承压，预计 2022-2024 年公司氨纶毛利率分别为 6%、11%、15%。

表8：公司业绩拆分及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,441	4,404	3,608	5,380	6,826
YOY	-4%	80%	-18%	49%	27%
毛利率	23.2%	37.2%	24.2%	28.4%	29.9%
芳纶收入（百万元）	935.00	1,572.56	2,000	3,283	4,129
YOY	-7%	68%	27%	64%	26%
毛利率	34.88%	40.31%	38.63%	39%	39%
氨纶收入（百万元）	1,496.33	2,819.81	1,596	2,025	2,565
YOY	-1%	88%	-43%	27%	27%
毛利率	15.99%	35.50%	6.0%	11.0%	15.0%
其他收入	9.83	11.64	12	72	132
YOY	-60%	18%	3%	500%	83%
毛利率	20.6%	41.1%	41.0%	31.8%	32.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 估值分析

公司当前主营产品为芳纶和氨纶，芳纶方面公司为国内龙头，未来国内芳纶需求爆发，公司持续加码芳纶产能；氨纶方面，公司产能位于国内第一梯队，当前氨纶行业处于景气底部，预计未来 2-3 年公司主要业绩贡献主要来自于芳纶板块。参考芳纶、碳纤维等高端新材料领域布局的企业的估值，根据万得一致预期，当前可比公司 2023 年平均 PE 为 35，公司未来 2-3 年芳纶产能将实现翻倍，此外公司布局芳纶锂电涂覆隔膜材料，当前 3000 万平

方米中试产线在建，有望打开新增长空间。预计 2022-2024 年公司有望实现归母净利润分别为 4.36/7.90/11.16 亿元，EPS 为 0.51/0.91/1.29 元/股，对应 PE 分别为 51.84、28.63、20.26，首次覆盖，给与买入评级。

表 9: 可比公司估值情况

	股票代码	简称	20230205		EPS (元)				PE (倍)			
			收盘价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
氨纶	002064.SZ	华峰化学	8.15	1.71	0.62	0.80	0.97	6.09	13.23	10.23	8.43	
	301069.SZ	凯盛新材	31.67	0.46	0.74	1.11	1.46	106.08	42.70	28.40	21.70	
	300699.SZ	光威复材	71.46	1.46	1.80	2.38	2.92	57.74	39.74	30.04	24.51	
芳纶	300777.SZ	中简科技	57.20	0.50	1.07	1.57	1.96	122.98	53.49	36.32	29.15	
	688295.SH	中复神鹰	45.18	0.35	0.65	1.00	1.43	-	69.86	45.24	31.67	
		平均						95.60	51.45	35.00	26.76	
	002254.SZ	泰和新材	26.20	1.12	0.51	0.91	1.29	23.41	51.84	28.63	20.26	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 泰和新材为浙商证券预测, 其他为万得一致预期)

6 风险提示

1. 芳纶产能释放不及预期: 未来几年, 公司芳纶新增产能较多, 倘若新增产能无法如期投放或释放, 将对公司收入及业绩造成影响。
2. 芳纶涂覆客户开拓不及预期: 公司为芳纶材料企业, 此前未曾涉及锂电隔膜涂覆领域, 若芳纶隔膜涂覆客户推广不及预期, 将对该业务进展及收入增速产生影响。
3. 原材料价格大幅波动: 公司氨纶和芳纶主要原材料均需要大量外购, 若原材料价格大幅波动, 会对公司生产节奏产生一定影响; 此外若公司无法完全将上游原材料涨价压力传导到下游, 公司毛利率将有所下降。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,483	3,312	7,494	8,369
现金	2,452	2,087	5,258	5,804
交易性金融资产	513	113	113	113
应收账款	135	546	841	1,092
其它应收款	9	27	27	41
预付账款	45	44	62	77
存货	740	462	1,159	1,207
其他	590	35	35	35
非流动资产	3,649	4,168	4,722	5,211
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	65	65	65	65
固定资产	2,172	2,770	3,313	3,797
无形资产	187	187	187	187
在建工程	1,058	979	990	995
其他	167	167	167	167
资产总计	8,132	7,480	12,215	13,580
流动负债	1,943	1,632	2,482	2,563
短期借款	541	541	541	541
应付款项	980	676	1,443	1,456
预收账款	0	0	0	0
其他	422	414	497	566
非流动负债	1,632	1,132	1,132	1,132
长期借款	1,466	966	966	966
其他	166	166	166	166
负债合计	3,575	2,764	3,614	3,695
少数股东权益	596	661	779	945
归属母公司股东权	3,962	4,056	7,823	8,939
负债和股东权益	8,132	7,480	12,215	13,580

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	845	977	1,207	1,559
净利润	1,126	501	908	1,283
折旧摊销	267	381	446	511
财务费用	71	16	16	16
投资损失	(8)	(14)	0	0
营运资金变动	(591)	77	(177)	(264)
其它	(20)	15	14	14
投资活动现金流	(1,134)	(484)	(997)	(997)
资本支出	(595)	(898)	(997)	(997)
长期投资	(10)	400	0	0
其他	(529)	14	0	0
筹资活动现金流	213	(858)	2,961	(16)
短期借款	45	0	0	0
长期借款	661	(500)	0	0
其他	(493)	(358)	2,961	(16)
现金净增加额	(81)	(365)	3,171	546

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,404	3,608	5,380	6,826
营业成本	2,764	2,734	3,854	4,788
营业税金及附加	20	22	32	41
营业费用	65	58	86	109
管理费用	150	144	183	232
研发费用	193	162	242	307
财务费用	47	(51)	(15)	(63)
资产减值损失	(15)	(14)	(14)	(14)
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	8	14	0	0
其他经营收益	47	36	54	68
营业利润	1,285	573	1,037	1,466
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1,286	573	1,037	1,466
所得税	161	72	130	183
净利润	1,126	501	908	1,283
少数股东损益	160	65	118	167
归属母公司净利润	966	436	790	1,116
EBITDA	1,509	908	1,485	1,931
EPS (最新摊薄)	1.12	0.51	0.91	1.29

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	80.41%	-18.08%	49.13%	26.88%
营业利润	294.33%	-55.40%	81.03%	41.32%
归属母公司净利润	270.45%	-54.83%	81.03%	41.32%
获利能力				
毛利率	37.23%	24.20%	28.37%	29.86%
净利率	21.93%	12.09%	14.68%	16.35%
ROE	24.37%	10.75%	10.09%	12.48%
ROIC	15.99%	7.13%	8.80%	10.69%
偿债能力				
资产负债率	43.96%	36.95%	29.58%	27.21%
净负债比率	78.44%	58.60%	42.01%	37.39%
流动比率	2.31	2.03	3.02	3.26
速动比率	1.87	1.70	2.51	2.75
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.46	0.55	0.53
应收账款周转率	45.06	36.55	46.16	36.58
应付账款周转率	3.90	3.79	4.24	3.79
每股指标(元)				
每股收益	1.12	0.51	0.91	1.29
每股经营现金	0.98	1.13	1.40	1.81
每股净资产	4.59	4.70	9.07	10.36
估值比率				
P/E	23.41	51.84	28.63	20.26
P/B	5.71	5.57	2.89	2.53
EV/EBITDA	8.75	24.53	12.85	9.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>