

2020 年 06 月 05 日

中航高科 (600862.SH)

## 依托新机型放量航空复材业务成长性突出，积极布局民用市场有望打开新成长空间

### ■剥离地产业务，集团直接控股

2019 年底公司作价 10.05 亿元转让江苏致豪 100% 股权，完成地产业务剥离，形成以航空新材料及高端装备制造双主业竞争格局。根据公告，航空工业集团拟吸收合并公司原控股股东，并直接持有公司 42.86% 的股份，使公司成为集团二级子公司，预计集团直接持股后，将有助于优化管理结构，推动内部资源整合，持续关注后续变化。此外，股东制造院旗下特种所以及精密所与公司复材及高端装备业务有望形成优势互补，或将有助于拓展公司复材及装备器械应用场景，并完成机床业务转型升级，进一步实现扭亏减亏。

### ■复材产业链关键环节占据主导地位，依托新机型放量成长性突出

公司卡位复材产业链关键环节预浸料阶段，并在军航用预浸料领域占据主导地位，依托复合材料的设计性、多年的树脂体系积累及集团渠道关系构建深厚壁垒，将持续受益于“我国存量军机换代需求旺盛+新机型复材用量占比”核心逻辑，未来业绩增长确定性高。根据公司 2020 年规划，新材料业务计划收入 (28.06 亿元，同比+36.88%)，利润总额 (5.14 亿元，同比+53.43%)，呈现进一步加速释放态势。

### ■积极布局民用复材市场，或成为未来业绩增长新支撑

我国国产民机产业正处于跨越式发展阶段，C919 用复合材料已实现此领域国产材料零的突破，未来批产后国产替代空间充足，当前公司已完成 C919 首批国产预浸料交付，并正式获得 CRJ929 前机身工作包 RFP 项目，未来伴随各民机型号进入量产阶段，民机用预浸料、蜂窝芯材等原材料用量将逐步提升，成长空间广袤。此外，公司民用领域产能扩充有序推进，蜂窝材料、刹车盘副等业务领域进展顺利，关注民品业务后续成长情况，有望成为公司未来业绩增长新支撑。

**投资建议：**公司在复合材料产业链关键环节处于主导地位，直接受益于以 20 为代表的新机型放量，成长性突出；控股股东变更为航空工业集团，作为国有投资改革试点，关注后续变化。考虑到 Q1 业绩超市市场预期及季度间确认节奏，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.27、5.74、7.52 亿元，对应估值分别为 52、39、30 倍，维持“买入-A”评级。

**风险提示：**军品订单不及预期；民品领域拓展不及预期；集团整改

## 公司深度分析

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**

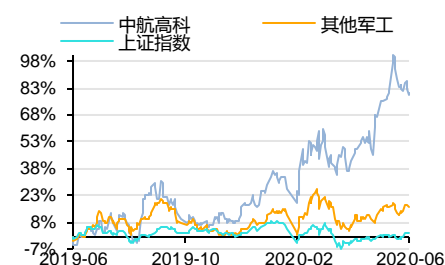
维持评级

股价 (2020-06-05) **15.95 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	22,219.13
流通市值 (百万元)	22,219.13
总股本 (百万股)	1,393.05
流通股本 (百万股)	1,393.05
12 个月价格区间	8.52/17.75 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.17	18.18	76.83
绝对收益	2.64	15.5	79.23

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002  
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004  
zhangao@essence.com.cn

### 相关报告

- 中航高科：中航高科：2020Q1 归母净利润同比增长 62.68%，复合材料业务成长显著/冯福章 2020-04-27
- 中航高科：中航高科：复材公司 2019 实现净利润 2.98 亿元，同比增长 38.60%，收入、利润或将加速释放/冯福章 2020-03-16
- 中航高科：中航高科：卡位优势明显，在复材产业链中游关键环节占据主导地位，依托新机型放量成长可期/冯福章 2020-03-10

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,652.8	2,473.4	2,918.0	3,851.6	5,015.9
净利润	304.1	551.6	427.3	574.2	752.0
每股收益(元)	0.22	0.40	0.31	0.41	0.54
每股净资产(元)	2.72	3.00	3.07	3.39	3.86

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	73.1	40.3	52.0	38.7	29.5
市净率(倍)	5.9	5.3	5.2	4.7	4.1
净利润率	11.5%	22.3%	14.6%	14.9%	15.0%
净资产收益率	8.0%	13.2%	10.0%	12.2%	14.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.3%	0.6%	0.4%
ROIC	21.5%	19.3%	17.6%	31.2%	30.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 剥离地产业务，集团直接控股</b>	<b>5</b>
1.1. 完成地产业务剥离，更加聚焦主业	7
1.2. 航空工业集团直接持股，关注后续集团内部资本运作	8
<b>2. 复材产业链关键环节占据主导地位，依托新机型放量成长性突出</b>	<b>9</b>
2.1. 卡位复材产业链中游关键环节，完善树脂体系储备构筑坚固护城河	9
2.2. 军品预浸料占据主导地位，新机型放量及复材占比提升业绩增长确定性强	10
2.3. 上游碳纤维、中游预浸料与下游主机厂交叉验证，航空复材产业链将保持较高增长	12
<b>3. 积极布局民用复材市场，有望成为未来业绩增长新支撑</b>	<b>13</b>
3.1. 我国民机产业正处于跨越式发展阶段，国产大飞机有效提升复材结构件用量	13
3.2. 民用预浸料产业化持续提升，民品市场有望成为业绩新增长点	14
<b>4. 投资建议及盈利预测</b>	<b>16</b>
4.1. 剥离地产业务，集团直接控股	16
4.2. 复材产业链关键环节占据主导地位，依托新机型放量成长性突出	16
4.3. 积极布局民用复材市场，或成为未来业绩增长新支撑	17
<b>5. 风险提示</b>	<b>17</b>
5.1. 军品订单不及预期	17
5.2. 民品领域拓展不及预期	17
5.3. 集团整改进程不及预期	17

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司 2015-2020Q1 营收 (亿元)	6
图 3: 公司 2015-2020Q1 剔除地产业务营收 (亿元)	6
图 4: 公司 2015-2020Q1 净利润 (亿元)	6
图 5: 公司 2015-2020Q1 剔除地产业务毛利 (亿元)	6
图 6: 2015-2019 年公司中航复材收入利润 (亿元)	6
图 7: 2015-2019 年中航复材毛利率净利率 (%)	6
图 8: 2015-2020Q1 中航高科毛利率、净利率变化情况	7
图 9: 2015-2020Q1 中航高科三费变化情况	7
图 10: 公司 2015-2020Q1 各业务营收占比	7
图 11: 吸收合并后公司股权结构	8
图 12: 制造院旗下资产	9
图 13: 复合材料产业链示意图	10
图 14: 预浸料制备流程	10
图 15: 中国各机型战机占比情况	11
图 16: 美国各机型战机占比情况	11
图 17: 复合材料在军机上的应用历程	12
图 18: 国内外军机复合材料使用情况	12
图 19: 2015-2019 年中简科技及光威复材收入及增长 (亿)	13
图 20: 2015-2019 年中航复材收入及增长 (亿)	13
图 21: 国内外军民机复合材料使用情况	14

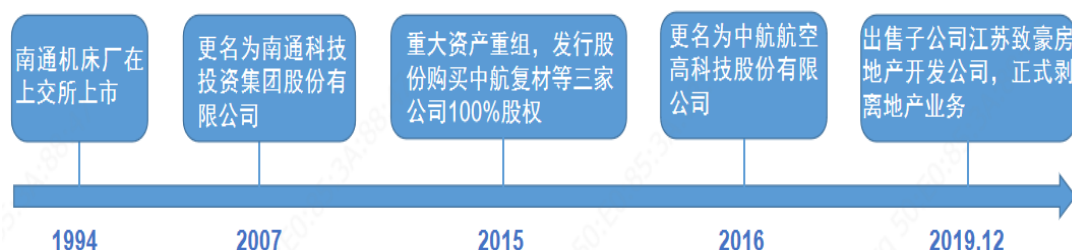
图 22: B787 复材占比 50%, A350 复材占比 52%.....	14
---	----

表 1: 中航高科全资子公司业务及营业情况 (2019 年报数据, 单位: 万元) .....	5
表 2: 公司发出商品及复材收入比较情况 (单位: 亿元) .....	8
表 3: 中航高科历年预浸料关联交易销售情况 (单位: 万元) .....	11
表 4: 美国及中国战机复合材料用量占比情况.....	12
表 5: 2015-2019 年产业链上游中简科技及光威复材碳纤维及织物收入情况 (单位: 亿元) .	13
表 6: 2015-2019 年中游预浸料环节中航复材收入、毛利率净利率情况 (单位: 亿元) .....	13
表 7: 国产民机复材结构重量占比.....	14
表 8: 公司产能扩充情况.....	15
表 9: 国际上军民机蜂窝夹层结构使用情况.....	15

## 1. 剥离地产业务，集团直接控股

公司是航空工业集团旗下集复合材料研发生产、高端智能装备研发制造于一体的高科技公司。前身系 1956 年成立的南通机床厂，1994 年改制后在上交所挂牌上市。2015 年通过重大资产重组，公司向中航高科有限公司等 7 家法人发行股份，购买其合计持有的中航复材 100% 股权、优材京航 100% 股权及优材百慕 100% 股权，并于 2016 年将公司更名为“中航航空高科技股份有限公司”。资产重组完成后，公司的三大业务板块为：航空新材料；高端智能装备；房地产开发。2019 年 12 月 25 日，公司为聚焦航空新材料、航空专用设备主业发展，将子公司江苏致豪 100% 股权转让给南通产业控股集团有限公司，正式剥离地产业务。

图 1：公司历史沿革



资料来源：Wind，年报，安信证券研究中心

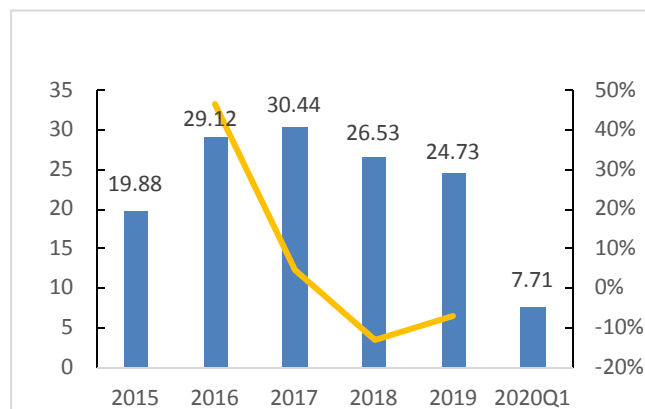
表 1：中航高科全资子公司业务及营业情况（2019 年报数据，单位：万元）

全资子公司	主营业务	营业收入	收入占比	净利率
中航复材	树脂基碳纤维预浸料及蜂窝产品	194,563	79.21%	15.32%
优材百慕	航空器材（主要为刹车盘副）	5,039.36	2.05%	9.21%
优材京航	人工关节	4,534.47	1.85%	-37.15%
航智装备	数控机床及航空专用装备	7,826	3.19%	-49.75%
南通机床	普通铣床、数控铣床	3,229	1.31%	-55.32%
江苏致豪（已剥离）	房地产开发	30,435.45	12.39%	32.34%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

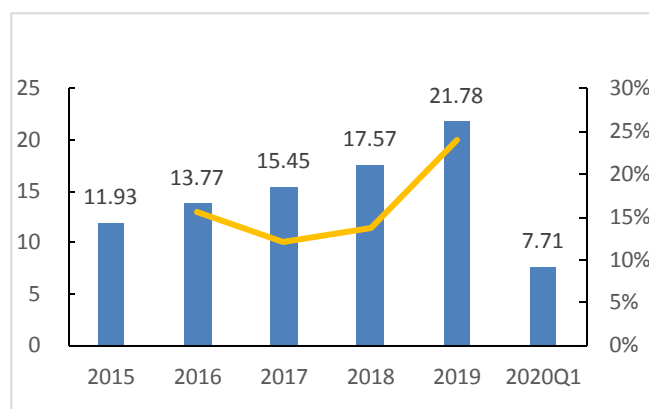
复合材料业务成长显著，已成为公司重要利润来源。重组完成后公司为聚焦主业，不断压缩地产业务，导致公司整体收入利润出现一定波动，若剔除地产业务，公司 2015-2019 年收入、毛利复合增速分别为 16.25%、18.14%，主要贡献来源于公司复材业务（主要由中航复材承接），当前已成为公司利润重要支撑，2019 年航空复合材料业务（仅考虑中航复材）贡献了总营收的 78.69%，总利润的 53.99%。

图 2：公司 2015-2020Q1 营收（亿元）



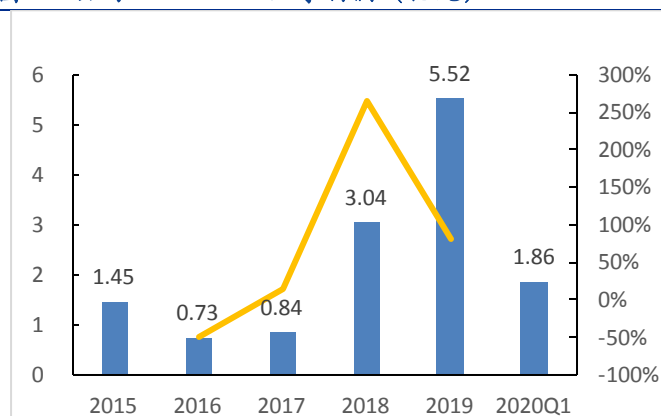
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：公司 2015-2020Q1 剔除地产业务营收（亿元）



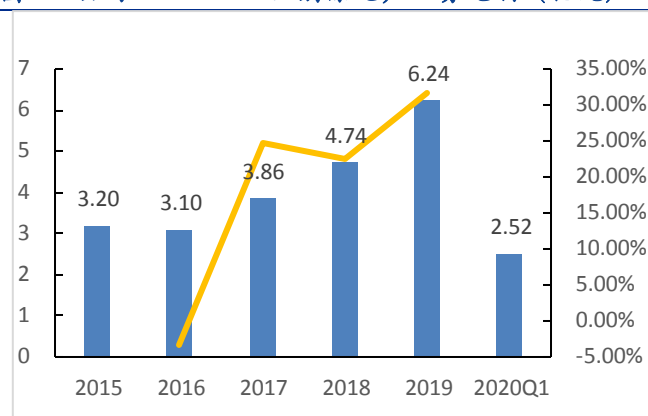
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：公司 2015-2020Q1 净利润（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

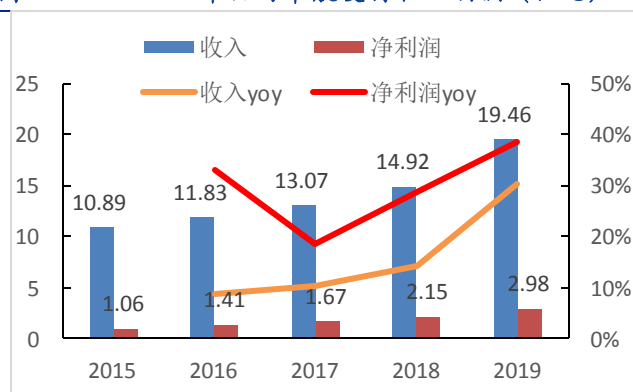
图 5：公司 2015-2020Q1 剔除地产业务毛利（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

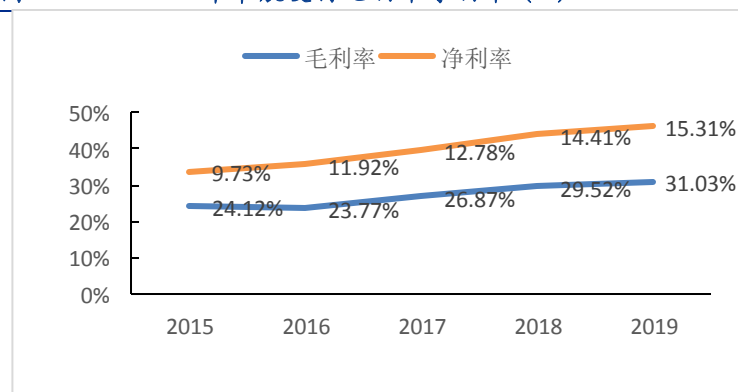
复材业务盈利能力突出，带动公司整体盈利水平提升。自 2015 年完成资产重组以来，公司毛利率和净利率均呈现稳步提升的趋势，毛利率从 2015 年 24.08% 提升 8.72pct 至 2019 年 32.8%，净利率从 2015 年 7% 提升 17pct 至 2019 年 24%，盈利能力提升显著。我们认为，盈利能力提升主要源于：1) 复合材料业务盈利水平及收入占比不断增加，从 2015-2019 年，复材业务毛利率提升 6.91pct 至 31.03%，占收入比从 54.78% 提升至 81.13%；2) 期间费用率整体保持平稳，并呈现稳中有降，2015-2019 年，公司三费占营收比例保持稳定并有轻微下降的趋势。

图 6：2015-2019 年公司中航复材收入利润（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

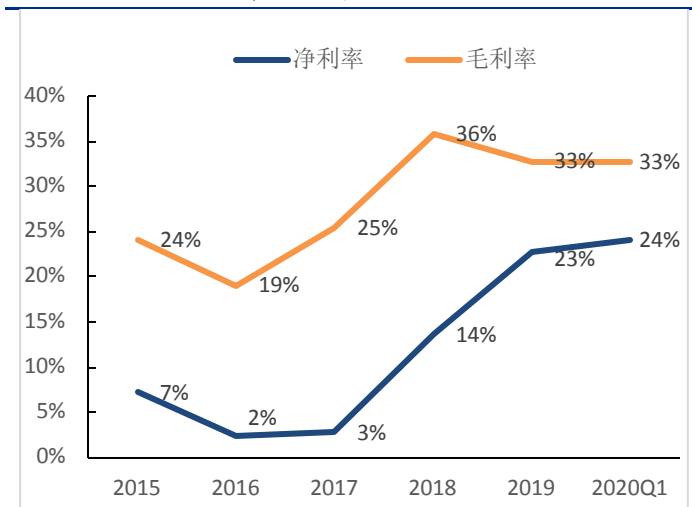
图 7：2015-2019 年中航复材毛利率净利率 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

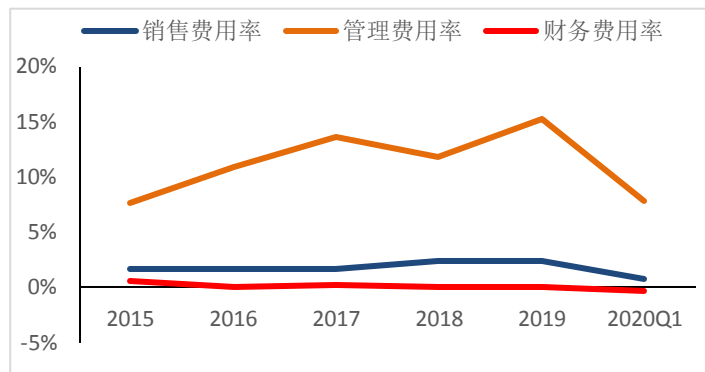


图 8：2015-2020Q1 中航高科毛利率、净利率变化情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：2015-2020Q1 中航高科三费变化情况



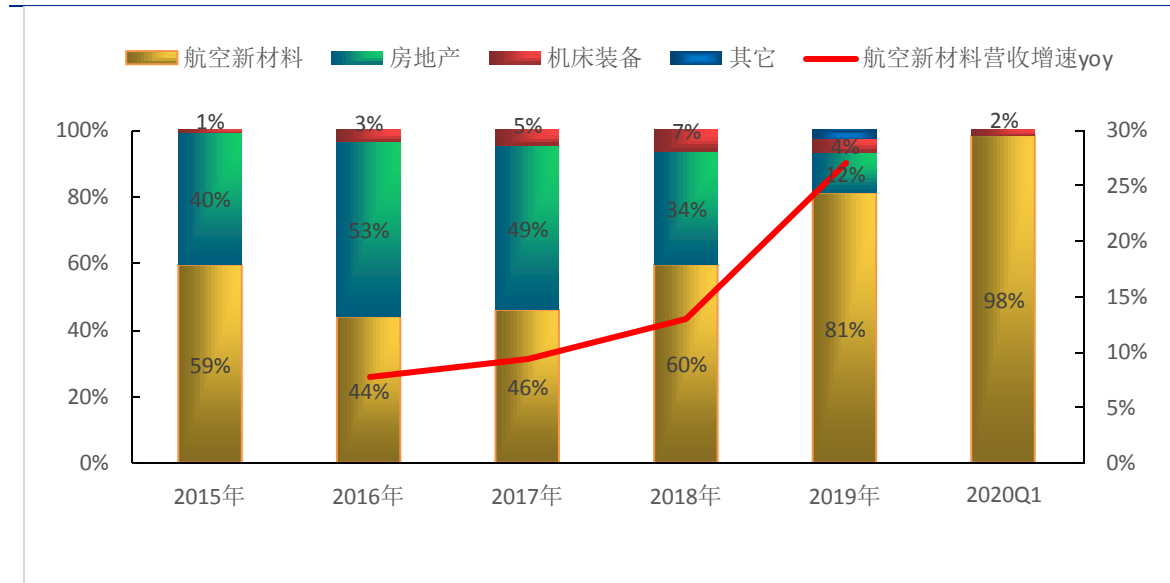
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.1. 完成地产业务剥离，更加聚焦主业

2019 年 12 月 25 日，公司与南通产业控股正式签订《产权交易合同》，转让江苏致豪 100% 股权，转让价 10.05 亿元。地产业务剥离后，公司形成以航空新材料、高端智能装备为主的双主业发展格局。

剥离后第一季度经营数据亮眼，新材料业务远超市场预期。根据 2020 一季报，公司航空新材料业务收入（7.63 亿元，+58.96%），归母净利润（1.92 亿元，+193.03%），主要因复合材料业务收入增长、确认收入产品结构变化以及规模效益导致的毛利率提升所致。在地产业务剥离（上年同期实现净利润 6989 万元）以及机床装备业务因疫情影响需求降低（本期收入 1278 万元，下降 34.08%，净利润同比减亏 112.85 万元）的情况下，仍保持了整体收入增长 13%，净利润增长 63%，扣非归母净利润增长 57%。

图 10：公司 2015-2020Q1 各业务营收占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

持续关注发出商品等资产负债表科目的变化。2020Q1 存货 13.85 亿元，同比下滑 54.15%，或主要受江苏致豪股权转让所致；预付款项 0.78 亿元，较 2019 年末增长 30.06%，或表明公司正积极采购原材料以应对订单增长。应收账款 12.91 亿元，较 2019 年末增长 99.53%，主要源于子公司中航复材收入增加所致，回款主要集中在年末。此外，要重点关注半年报和年报发出中发出商品的变化，反应新材料行业景气度，2019 年末公司发出商品（11.51 亿元，+42.98%），其增速高于收入增速。

表 2：公司发出商品及复材收入比较情况（单位：亿元）

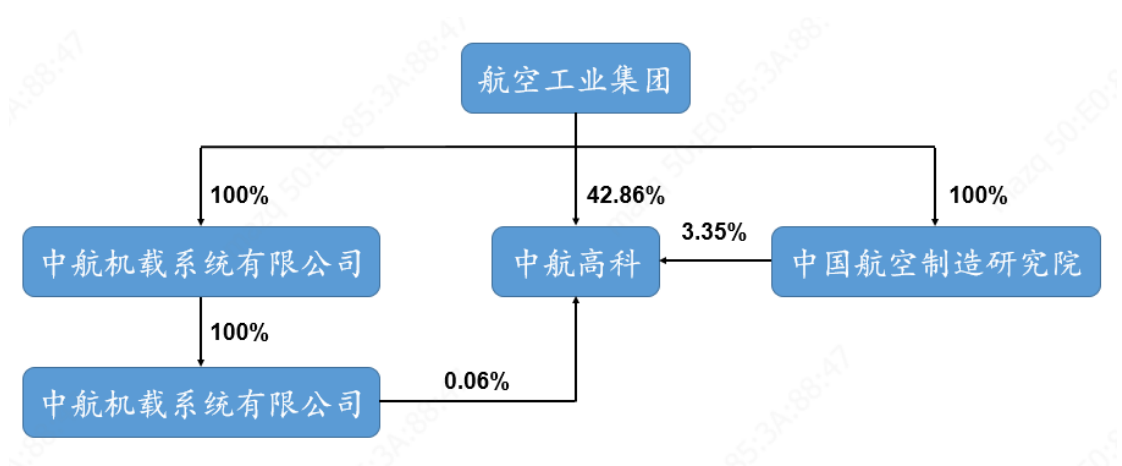
	2015	2016	2017	2018	2019
复材业务收入	10.89	11.83	13.07	14.92	19.46
同比增长 (%)	-	8.67%	10.45%	14.17%	30.43%
存货（含地产等）	-	-	19.15	28.73	14.89
发出商品（仅中航高科）	-	-	6.19	8.05	11.51
同比增长 (%)	-	-	-	30.05%	42.98%

资料来源：公司历年年报，安信证券研究中心

## 1.2. 航空工业集团直接持股，关注后续集团内部资本运作

集团直接持股有望为公司长期发展提供更有力的支持。根据收购报告书，航空工业集团拟吸收合并公司原控股股东中航高科技发展有限公司，合并完成后集团将直接持有公司 42.86% 的股份，使公司成为集团的二级子公司，管理层级的减少有望进一步提高公司管理效能。同时，集团作为国有资本投资试点单位，2019 年中航光电、中航重机先后实施股权激励，以及中航飞机、中航机电和中航科工发布资产重组方案。预计集团在直接持有公司股权后，将有助于优化管理结构，推动内部资源整合，持续关注公司后续变化。

图 11：吸收合并后公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

股东制造院旗下优质资产与公司复材及高端装备业务有望形成优势互补，关注后续进展。根据制造院官网显示，其下设复材中心、智能制造装备中心及 2 家科研科研院所：济南特种结构研究所和北京航空精密机械研究所。其中：

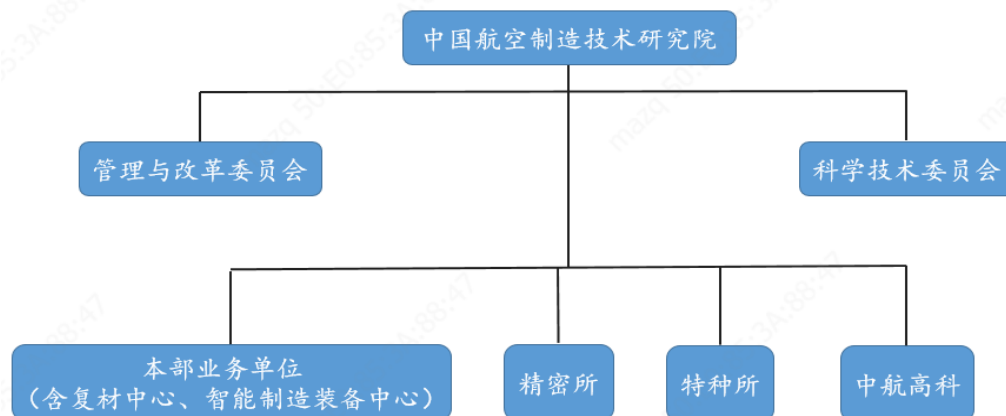
1) 特种所（637 所）是中国飞机及各类飞行器雷达天线罩专业化研究所，是国家重大专



项 C919 大型客机雷达罩的主研制单位，并承担“鲲龙”AG600 飞机全部功能复合材料部件的研制任务，有望为公司拓展航空复材及装备器械应用场景；

2) 精密所（303 所）在超精密加工、精密数控加工等领域处于国内领先地位，与公司机床装备业务联系紧密，若两者之间形成合作或将有助公司完成机床装备业务转型，进一步实现扭亏减亏。

图 12：制造院旗下资产



资料来源：中国航空制造研究官网，安信证券研究中心

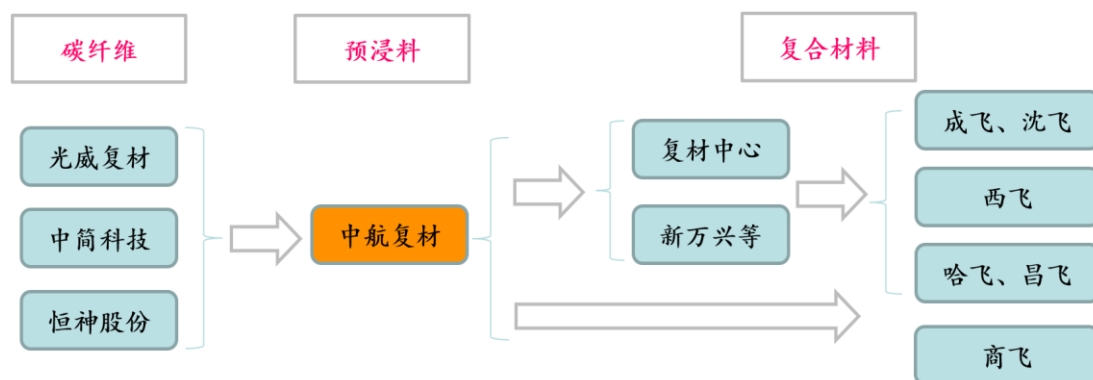
## 2. 复材产业链关键环节占据主导地位，依托新机型放量成长性突出

### 2.1. 卡位复材产业链中游关键环节，完善树脂体系储备构筑坚固护城河

公司处于复合材料产业链关键环节预浸料阶段，卡位优势明显。预浸料由增强材料浸渍树脂而成，是制备复合材料的一种重要中间基材，在复材生产研制过程中具备不可替代性。就国内航空复合材料产业链布局方面，上游碳纤维主要集中在光威复材、中简科技、江苏恒神等民营企业；下游复合材料制件则基本掌握在复材中心（侧重研发）以及西飞、成飞、沈飞、哈飞等航空工业集团主机厂，而公司子公司中航复材处于产业链关键环节预浸料阶段。

公司受益产业链位置核心逻辑为：从应用端看，下游主机厂对碳纤维复合材料需求量不断提升，而要将碳纤维制成复合材料又必须经过预浸料环节来完成成品制备，公司作为我国军用预浸料核心供应商将持续受益。从产业链看，我国高端碳纤维行业产业链格局同军工产业一样，具有较高技术门槛的同时，准入牌照和下游渠道进一步加固行业壁垒。

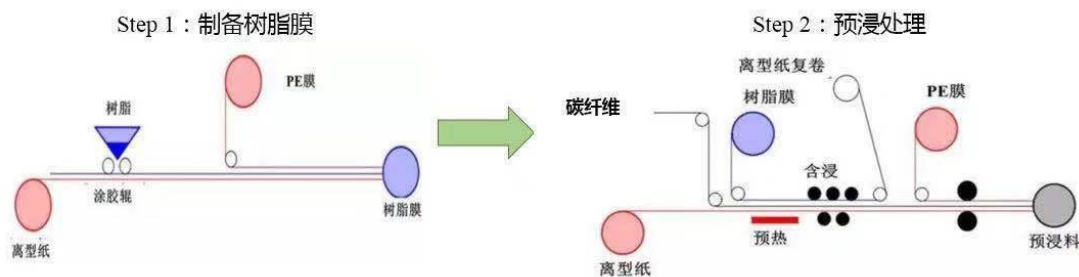
图 13：复合材料产业链示意图



资料来源：安信证券研究中心

树脂体系储备完善，构筑坚固护城河。子公司中航复材体系储备完善，具有 60 余种牌号高性能树脂基体，以及近百种预浸料的系列树脂和预浸料，基本可以满足下游客户对于复合材料的各项定制化需求，总体上代表着国内该技术的最高水平。考虑到军航用预浸料需在主机预研阶段就参与研发并确定技术指标，技术壁垒较高，公司凭借数十年的基础研究和应用牵引，并承担主要军机预浸料的生产和供应，已在该领域占据主导、垄断地位。

图 14：预浸料制备流程



资料来源：中国知网，安信证券研究中心

## 2.2. 军品预浸料占据主导地位，新机型放量及复材占比提升业绩增长确定性强

军航预浸料领域占据主导地位，客户集中于航空工业集团旗下主机厂。公司凭借在预浸料制备环节关键工艺的技术积累及完善的树脂体系储备，且军航用预浸料需在军机预研阶段就参与研发以及完成技术指标确认，进一步加固了公司在该领域的龙头地位，先发优势明显。此外，公司下游主要客户集中于控股股东航空工业集团旗下各主机厂，而集团是我国军机专业研制生产单位，生产机型包括歼击机、轰炸机、运输机、直升机、无人机等全部机型，基本涵盖我国军航领域所有重点机型，公司依托集团下游渠道优势显著，在军航预浸料领域龙头地位稳固。根据年报，公司 2019 年关联交易（交易对象均为航空工业下属单位）销售预浸料（16.78 亿元，+25.88%），2015-2019 年复合增长率 14.42%，其中向沈飞、成飞等主机厂销售预浸料 13.78 亿元，占全部关联销售的 82.09%。根据公司 2020 年关联交易预计，2020 年关联交易销售额 25.92 亿元，较 2019 年预计

金额提升 36.35%，增长趋势不变。

表 3：中航高科历年预浸料关联交易销售情况（单位：万元）

产品	客户	2015	2016	2017	2018	2019
预浸料	主机厂	73,435.91	84,919.90	76,689.75	115,516.53	137,782.91
	零部件厂	24,212.63	1,698.91	2,550.81	4,677.68	1,308.27
	科研院所	288.68	17,515.94	41,764.51	13,100.93	28,743.57
合计		97,937.22	104,134.75	121,005.07	133,295.14	167,834.74

资料来源：公司历年年报，安信证券研究中心

我国三代机及四代机换装需求紧迫，新机型有望加速放量。根据 World Air Force 2020 数据显示，当前我国歼-7、歼-8 为主的老旧二代战机数量 561 架，占比 46%；以歼-10、歼-11/16、及歼-15 为主战三代机数量 656 架，占比 53%；而新型四代机战机歼-20 仅有 15 架，占比 1%。横向比较来看，美军当前已全部切换至三代（F-15、F-16、F/A-18）及以上战机，其中三代机占比 85%，四代机占比 15%。由此可见，我国存量战机中二代机占比仍处高位，换装需求较为紧迫，“十九大”报告中明确指出，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队，当前我军战斗机数量 1232 架，仅为美军战斗机总量的 59%，我们认为，我军新型号战机有望迎来进入加速放量阶段。

图 15：中国各机型战机占比情况

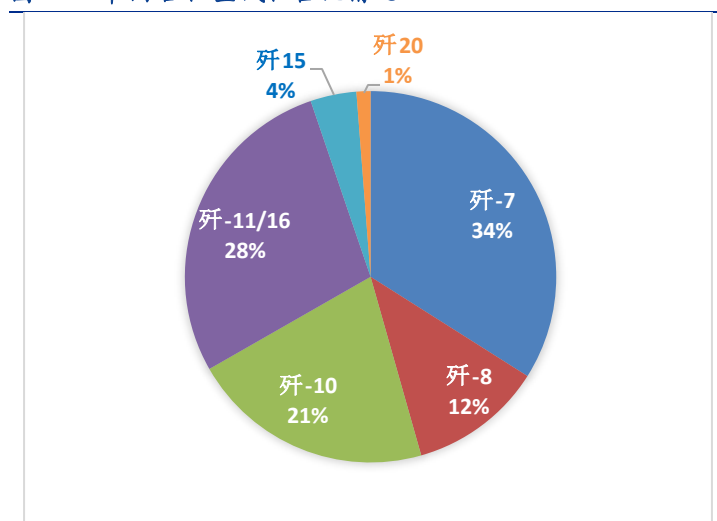
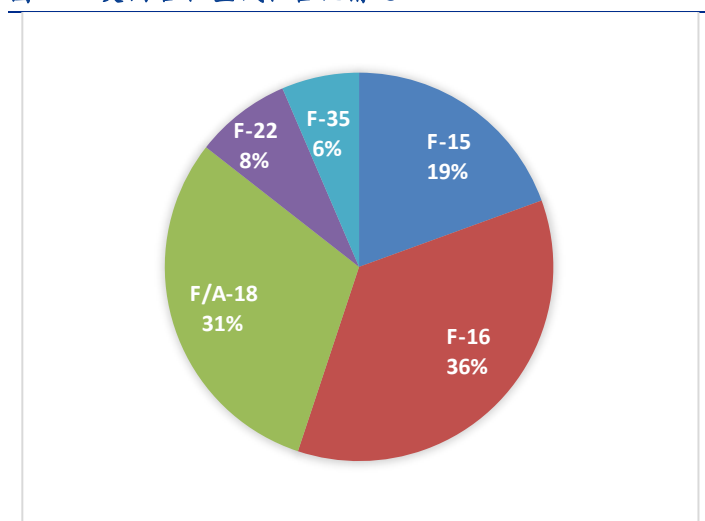


图 16：美国各机型战机占比情况



资料来源：World Air Force 2020，安信证券研究中心

资料来源：World Air Force 2020，安信证券研究中心

新机型复材占比提升明显，下游需求不断上升，公司业绩增长确定性强。伴随新一代战机对隐身及减重要求进一步增加，复合材料用量占比不断增加，根据《航空复合材料技术》，1969 年时，美军 F-14A 战机碳纤维复材用量仅有 1%，到当前美军主战战机 F-22 与 F-35 碳纤维复合材料用量已经达到 24%与 36%，以隐身特性见长的 B-2 隐形轰炸机复材用量更是超过了 50%，可见国外战机中复材用量占比提升明显。根据产业信息网及智研咨询，我国二代战机中，歼-7 复材占比 3%；三代机中，歼-10 复材占比 6%，歼-11 复材占比约为 10%；四代机中，歼-20 复材占比 20%。虽我军新机型中复材用量已逐步增加，但与美军横向比较看，仍有较大提升空间。我们认为，公司未来业绩增长高确定性源于：1) 我国存量战机中老旧机型较多，新机型换装需求将带动新型号战机进入快速上量阶段；2) 新型号战机碳纤维复材用量占比不断提升，且后续仍有上升空间，考虑新机型附加值较高，公司卡位复合材料产业链关键环节，将持续核心受益。根据公司 2020

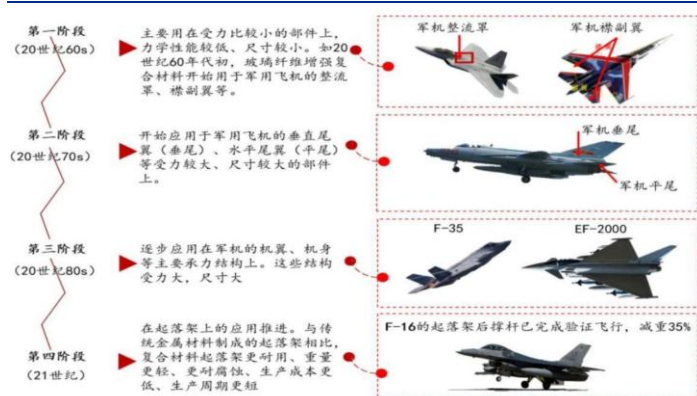
年规划，新材料业务计划实现营业收入（28.06 亿元，同比+36.88%），利润总额（5.14 亿元，同比+53.43%），规划呈现进一步加速释放态势。

表 4：美国及中国战机复合材料用量占比情况

国家	型号	复合材料用量占比
美国	F-14A	1%
	F-15A	2%
	F/A-18C/D	10%
	F22	24%
中国	歼-7	3%
	歼-10	6%
	歼-11	10%
	歼-20	20%

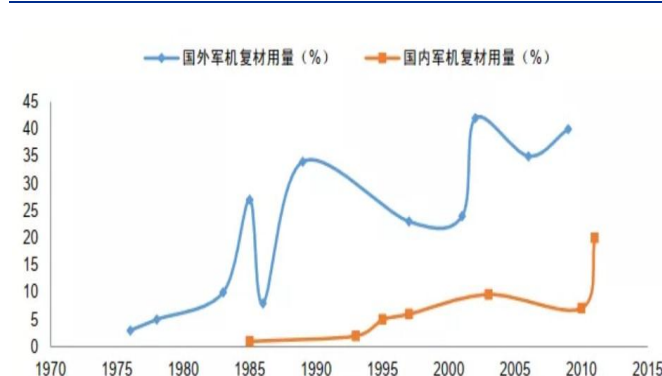
资料来源：《航空复合材料技术》，《国外飞机先进复合材料技术》，产业信息网，智研咨询，安信证券研究中心

图 17：复合材料在军机上的应用历程



资料来源：《先进复合材料在军用固定翼飞机上的发展历程及前景展望》，安信证券研究中心

图 18：国内外军机复合材料使用情况



资料来源：《国外飞机先进复合材料技术》，《先进材料在航空航天中的应用》，安信证券研究中心

## 2.3. 上游碳纤维、中游预浸料与下游主机厂交叉验证，航空复材产业链将保持较高增长

上游碳纤维供应端收入持续增长，且规模效应显现将进一步提升盈利能力。根据年报，2015-2019 年光威复材（碳纤维及织物）、中简科技及中航高科复合材料业务收入复合增速分别为 20.86%、14.37%、15.62%，而军工新材料典型特征为产品良率提升以及上量后的规模效应，带动毛利率不断提升，从而使利润增长高于收入增长，根据年报，中航复材 2015-2019 年利润复合增速为 29.49%，毛利率从 2015 年的 24.12%，提升 6.91pct 至 2019 年的 31.03%。此外，公司顺义厂区 2014 年开始投产，随着对新产房、新设备能力的掌握不断变强，规模效应及管理模式的适应，预计盈利能力后续仍有提升基础。



**表 5：2015-2019 年产业链上游中简科技及光威复材碳纤维及织物收入情况（单位：亿元）**

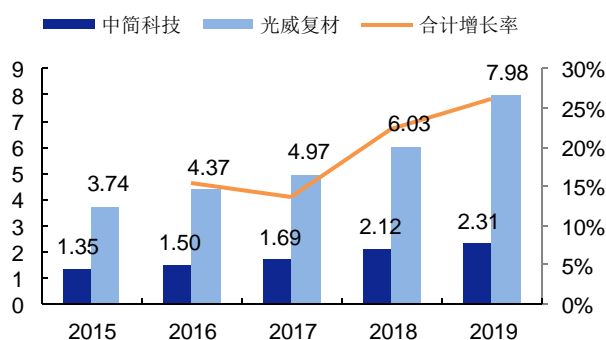
碳纤维及织物收入	2015	2016	2017	2018	2019
中简科技	1.35	1.50	1.69	2.12	2.31
光威复材	3.74	4.37	4.97	6.03	7.98
合计	5.09	5.87	6.66	8.15	10.29
增速	-	15.32%	13.46%	22.37%	26.26%

资料来源：各公司历年年报，安信证券研究中心

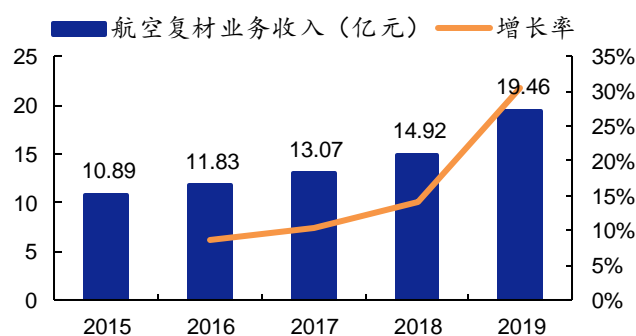
**表 6：2015-2019 年中游预浸料环节中航复材收入、毛利率净利率情况（单位：亿元）**

	2015	2016	2017	2018	2019
收入	10.89	11.83	13.07	14.92	19.46
毛利率	24.12%	23.77%	26.87%	29.52%	31.03%
净利率	9.73%	11.92%	12.78%	14.41%	15.31%
净利润	1.06	1.41	1.67	2.15	2.98
净利润同比	-	33.42%	18.44%	28.63%	38.60%

资料来源：公司历年年报，安信证券研究中心

**图 19：2015-2019 年中简科技及光威复材收入及增长（亿）**


资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 20：2015-2019 年中航复材收入及增长（亿）**


资料来源：Wind，安信证券研究中心

下游主机厂新型号逐步批量列装，复材占比提升带动需求不断增长。从下游主机厂看，以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新机型逐步量产，其复合材料占比较原有机型均有较大程度的提高（根据知网，国外先进战机复合材料占比 30% 甚至更高、先进直升机复合材料占比近 50%），势必带动对复合材料需求量的提升，且新机型的附加值较高，因此我们预计未来 2-3 年随着新机型量产交付，复合材料需求及价值量将有较大提升，公司有望至少保持 30% 以上的复合增长，成长性突出。

### 3. 积极布局民用复材市场，有望成为未来业绩增长新支撑

#### 3.1. 我国民机产业正处于跨越式发展阶段，国产大飞机有效提升复材结构件用量

国产民机的发展有望为我国航空复材市场带来重大发展机遇。一方面，C919、CRJ929 等型号重量更大、复材用量占比更多，根据中国商飞，C919 预计将于 2021 年开始交付，国产民机领域复材需求或将呈现倍数提升；另一方面，国产民机的发展，也将为产业链带来国产化的历史机遇，国产复合材料将借此进入民用航空领域。根据中国商飞规划，C919 采取分步走策略，安全稳妥的提高复合材料使用比例，碳纤维复合材料从 10%-15%

到 23%-25%，与俄合作 CRJ929 预计复材占比将达到 50%。

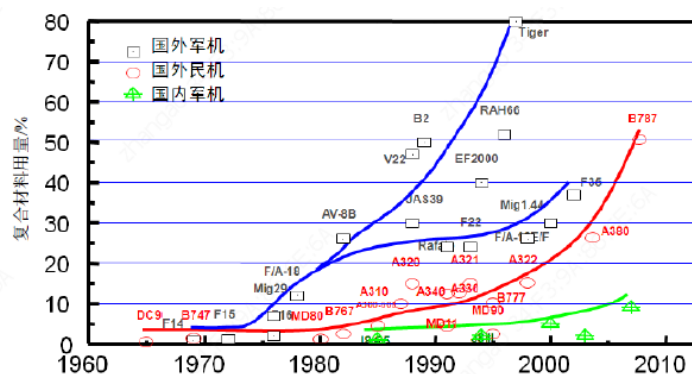
表 7：国产民机复材结构重量占比

型号	定位	状态	复合材料结构重量比	订单数量
ARJ-21	支线客机	批量交付	2%	596
C919	干线客机	试验试飞	12%	>1000
CRJ929	远程宽体客机	研制	51%	-

资料来源：中国商飞，安信证券研究中心

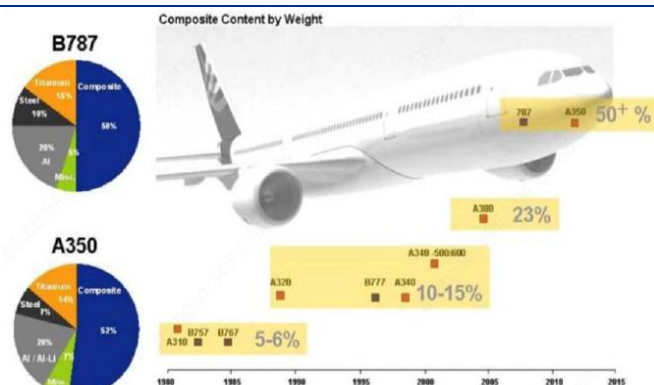
C919 用复合材料实现了此领域国产材料零的突破，未来批产后国产替代空间充足。C919 大型客机在雷达罩、机翼前后缘、活动翼面、翼梢小翼、翼身整流罩、后机身、尾翼等主承力和次承力结构上使用了复合材料，根据中国商飞，当前 C919 机身复材结构占全机身总重的比例达到 11.5%，这是我国民用航空制造领域第一次在主承力结构、高温区、增压区使用复合材料，并且实现了 T800 级高强碳纤维增韧复合材料的应用。横向对比看，当前国际最新客机如波音 787 和空客 A350 的复材用量占比皆已达到 50%（根据中国知网），民机复材用量提升空间仍较为充足。

图 21：国内外军民机复合材料使用情况



资料来源：中国知网，安信证券研究中心

图 22：B787 复材占比 50%，A350 复材占比 52%



资料来源：中国知网，安信证券研究中心

公司已完成国产大飞机首批预浸料交付，后续市场或将逐步打开。根据年报，公司目前正积极推进复材技术在民用飞机领域的应用于产业化进程，当前我国民机产业正处于跨越式发展阶段，国产大飞机已成功首飞，并进入实验阶段，且中俄联合研制宽体科技大飞机也进入初步设计阶段，其复材用量占比将达 50% 以上。当前公司已顺利完成国产大飞机首批预浸料交付，实现此领域国产材料零的突破，并正式获得中俄联合研制大飞机前机身工作包 RFP 项目，未来随着各民机型号进入批产阶段，对复材构件的需求量旺盛，航空用预浸料、蜂窝芯材等原材料用量将会逐步提高，复合材料民用航空市场发展空间广阔。

### 3.2. 民用预浸料产业化持续提升，民品市场有望成为业绩新增长点

民用复材产能持续扩充，民品市场空间或将逐步打开。根据年报，为促进复材技术在民用领域大规模应用，推动民用预浸料产品发展，满足如通用航空、汽车、轨道交通等行业大批量、快节奏制造需求，公司于 2018 年在南通投资建设了年产能 50 万平方米的民



用预浸料产业化项目，并已于 2018 年年底完工，预计新项目投入使用后，公司民用领域复材产业化能力将得到进一步提升。

**园区建设有序推进，产能不断扩充，为民机业务及预浸料市场开拓打下坚实基础。**根据年报，公司顺义园区一期项目已正式投产运行，二期项目建设正加速推进，顺义园区拥有先进预浸料、树脂、芳纶纸蜂窝结构件生产线，为航空复合材料应用技术提升奠定物质基础和条件；此外，为完善现有蜂窝生产线，提升蜂窝制造能力，提高现有大尺寸蜂窝产能水平，南通大尺寸蜂窝生产线二期建设项目已进入施工前期准备阶段，并适时启动了三号、五号厂房的改造工作及相应的建设规划工作，为民机业务发展、预浸料市场扩能、发动机零部件业务的快速发展奠定基础。

**表 8：公司产能扩充情况**

项目	内容	进展
中航复材 2 号实验厂房建设项目	预计项目建成后将有效满足树脂基复合材料、结构功能一体化复合材料、陶瓷基复合材料、复合材料表征检测等实验需求，有助于公司大幅提升复合材料领域市场竞争力	正开展项目决算及审计、验收工作
南通民用预浸料产业化项目	投入使用后将实现年产能 50 万平方米民用预浸料产业化能力，满足如通用航空、汽车、轨道交通等行业大批量、快节奏制造需求	全部设备已完成安装调试工作，正开展项目决算及档案验收
南通大尺寸蜂窝生产线建设二期	完善现有蜂窝生产线，提升蜂窝制造能力，提高现有大尺寸蜂窝产能水平	已启动基建招投标工作
炭/炭复合材料刹车盘副中试生产线	发展先进炭材料制造技术，满足航空航天及轨道交通等领域市场需求	已完成部分设备搬迁

资料来源：历年年报及公告，安信证券研究中心

公司另一新材料业务蜂窝产品处于国际领先水平，后续应用或逐步增多。根据年报，子公司中航复材拥有国内最全规格的先进复合材料树脂和预浸料产品系列，是国内航空整机制造厂的主要供货商。公司产品质量稳定，性能和寿命可与国际同类产品持平，且具有一定价格优势，性价比较高，部分产品已经出口到罗马尼亚、哈萨克斯坦、乌克兰、俄罗斯等国家，并深获好评。目前公司正与中国商飞、航空工业西飞、哈飞及通飞等单位合作，致力于将蜂窝产品在 C919、新舟 600 等国产民机及通用飞机上率先应用。

**表 9：国际上军民机蜂窝夹层结构使用情况**

机型	应用部位	蜂窝材料
F-14/15/16	机翼前缘，襟翼、垂尾、平尾等	铝蜂窝
F/A-18E/F	方向舵、平尾	KEVLAR
F-35	襟翼、副翼、垂尾前缘、方向舵等	NOMEX
A320/A340	方向舵，副部整流罩等	NOMEX
A380	襟翼、副翼、机翼滑轨整流罩等	NOMEX
B767/B787	升降舱、方向轮、发动机整流罩等	NOMEX

资料来源：《复合材料蜂窝夹层结构在飞机中的应用》，安信证券研究中心

依托子公司优才百慕，刹车盘副业务逐步成长。根据年报，当前优才百慕在民航飞机刹车盘副领域已开展 5 个机型刹车盘副研制工作，取得 1 个机型的 PMA 证书，完成了 5 个型号机轮刹车附件的 PMA 取证工作；在轨道交通制动领域开展了 160km/h 动车组制动闸片和动车组炭/碳化硅陶瓷复合材料制动盘的研制工作，完成了摸底台架试验；CRH5 型号制动闸片已由中铁检验认证中心（CRCC）抽样，等待正式台架试验。2019 年，优才百慕民航飞机刹车盘副产量同比略有下降，但轨道交通制动闸片产量同比增长 260%，超额完成年初制定的生产任务，全年实现收入（5039 万元，+0.67%），净利润（464 万元，-36.09%），A321 飞机用炭刹车盘副飞行试验成功，正待民航局发证；自主研制 B757-200 飞机用钢刹车盘副实现销售收入 221.12 万元，多种型号炭刹车盘副已顺利出口；自主研制 CRH380 轨道交通制动产品实现批量中标，中标含税金额过亿。此外，公司开展了炭炭刹车盘副、碳陶刹车盘副等多种型号的试制工作，未来成长可期。

## 4. 投资建议及盈利预测

### 4.1. 剥离地产业务，集团直接控股

1) 2019 年 12 月 25 日，公司正式完成地产业务剥离，转让价 10.05 亿元，剥离完成后公司行程以航空新材料及高端装备制造为主的双主业竞争格局。其中，航空复合材料业务（主要由中航复材承接）是公司主要利润来源，2019 年复材业务（仅考虑中航复材）占总营收的 78.69%，总利润 53.99%，且受益复材业务盈利能力突出，2015-20Q1 公司整体毛利率从 24%提升至 33%，净利率从 7%提升至 24%，盈利能力提升显著。20Q1 公司新材料业务收入利润分别增长 58.96%及 193.03%，在地产业务剥离（19Q1 实现净利润 6989 万元）及机床业务因疫情影响需求降低（净利润同比减亏 112.85 万元）的情况下，仍保持了整体收入增长 13%，净利润增长 63%，扣非归母净利润增长 57%。

2) 航空工业集团拟吸收合并公司原控股股东中航高科技发展，直接持有公司 42.86% 的股份，使公司成为集团二级子公司，管理层级的减少有望进一步提高公司管理效能，预计集团直接持股后，将有助于优化管理结构，推动内部资源整合，持续关注后续变化。此外，股东制造院旗下特种所以及精密所与公司复材及高端装备业务有望形成优势互补，或将有助于拓展公司复材及装备器械应用场景，并完成机床业务转型升级，进一步实现扭亏减亏。

### 4.2. 复材产业链关键环节占据主导地位，依托新机型放量成长性突出

1) 公司卡位复材产业链中游预浸料关键环节，依托完善树脂体系储备构筑坚固护城河，且考虑军航用预浸料需在主机预研阶段就参与研发并确定技术指标，技术壁垒较高，公司凭借数十年的基础研究和应用牵引，承担主要军机预浸料的生产和供应，已在该领域占据主导、垄断地位。

2) 当前我国存量战机中老旧二代机占比 46%，横向对标美军以完成切换至三代及以上战机，我国军机换代需求迫切，新机型有望进入加速上量阶段，且新型号战机碳纤维复材用量占比不断提升，将显著带动复材需求增长，公司卡位复材产业链关键环节将持续受益，未来业绩增长确定性强。根据公司 2020 年规划，新材料业务计划收入（28.06 亿元，同比+36.88%），利润总额（5.14 亿元，同比+53.43%），呈现进一步加速释放态势。

3) 上游碳纤维、中游预浸料及下游主机厂交叉验证，航空复材产业链有望保持较高增

长。公司在预浸料环节占据主导位置，2015-2019 年中航复材利润复合增速为 29.49%。以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新机型逐步量产，其复合材料占比较原有机型均有较大程度的提高，势必带动对复合材料需求量的提升，且新机型的附加值较高，因此预计未来 2-3 年随着新机型量产交付，复合材料需求及价值量将有较大提升，有望至少保持 30% 以上的复合增长，成长性突出。

#### 4.3. 积极布局民用复材市场，或成为未来业绩增长新支撑

1) 我国国产民机产业正处于跨越式发展阶段，C919 用复合材料已实现此领域国产材料零的突破，未来批产后国产替代空间充足，当前 C919 复材占比 11.5%，较波音 787 及空客 A350 复材用量占比 50%提升空间充足。

2) 公司已完成 C919 首批国产预浸料交付，实现该领域国产材料零的突破，并正式获得 CRJ929 前机身工作包 RFP 项目，未来伴随各民机型号进入量产阶段，民机用预浸料、蜂窝芯材等原材料用量将逐步提升，成长空间广袤。

3) 南通年产能 50 万平方米民用预浸料产业化项目已于 2018 年年底完工，预计新项目投入使用后，将积极推动民用预浸料、蜂窝技术与产品发展，公司民用领域复材产业化能力将得到进一步提升。此外，公司在蜂窝材料、刹车盘副业务领域进展顺利，关注民品业务后续成长情况，有望成为公司未来业绩增长新支撑。

**盈利预测：**公司在复合材料产业链关键环节处于主导地位，直接受益于以 20 为代表的新机型放量，成长性突出；控股股东变更为航空工业集团，作为国有投资改革试点，关注后续变化。考虑到 Q1 业绩超市场预期及季度间确认节奏，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.27、5.74、7.52 亿元，对应估值分别为 52、39、30 倍，维持“买入-A”评级。

## 5. 风险提示

### 5.1. 军品订单不及预期

公司主要产品预浸料销售对象为航空工业集团旗下各主机厂及科研院所，占总营收比例较高，而军航用预浸料需求直接与国防建设及军事装备采购投相关，公司预浸料订单或受到下游客户采购推迟以及金额不及预期等因素影响。

### 5.2. 民品领域拓展不及预期

公司当前正积极拓展民用领域，如国产大飞机，蜂窝材料及刹车盘副等业务领域，而民用市场竞争激烈，订单不确定因素较多，公司业务拓展或受到一定影响。

### 5.3. 集团整改进程不及预期

集团整改进度或受到国家政策、市场需求等多方面影响，整改进程或不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,652.8	2,473.4	2,918.0	3,851.6	5,015.9	成长性					
减:营业成本	1,704.1	1,662.1	2,034.8	2,669.8	3,475.0	营业收入增长率	-12.9%	-6.8%	18.0%	32.0%	30.2%
营业税费	93.8	16.3	43.8	50.1	75.2	营业利润增长率	239.9%	38.9%	-21.1%	39.1%	27.5%
销售费用	63.5	58.1	67.1	84.7	115.4	净利润增长率	263.8%	81.4%	-22.5%	34.4%	31.0%
管理费用	251.6	278.4	233.4	308.1	416.3	EBITDA 增长率	128.0%	50.6%	-23.2%	27.0%	20.4%
财务费用	0.3	0.2	-12.9	-17.6	-26.5	EBIT 增长率	353.2%	42.8%	-28.8%	39.1%	26.9%
资产减值损失	52.2	-10.5	51.5	51.5	55.0	NOPLAT 增长率	368.2%	56.5%	-22.7%	39.1%	26.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	74.7%	-15.3%	-21.5%	30.2%	-55.8%
投资和汇兑收益	15.5	249.3	24.1	24.1	24.2	净资产增长率	8.9%	9.3%	2.9%	11.5%	14.5%
营业利润	478.2	664.5	524.3	729.1	929.7						
加:营业外净收支	3.0	3.0	11.0	5.6	6.4	利润率					
利润总额	481.2	667.5	535.3	734.8	936.0	毛利率	35.8%	32.8%	30.3%	30.7%	30.7%
减:所得税	120.0	103.0	80.3	110.2	140.4	营业利润率	18.0%	26.9%	18.0%	18.9%	18.5%
净利润	304.1	551.6	427.3	574.2	752.0	净利润率	11.5%	22.3%	14.6%	14.9%	15.0%
						EBITDA/营业收入	24.1%	38.9%	25.4%	24.4%	22.6%
						EBIT/营业收入	19.0%	29.0%	17.5%	18.5%	18.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	147	165	138	85	51
						流动营业资本周转天数	101	154	87	92	56
						流动资产周转天数	664	691	716	657	633
						应收账款周转天数	126	118	121	122	120
						存货周转天数	324	317	279	291	242
						总资产周转天数	1,003	1,035	976	834	751
						投资资本周转天数	311	392	272	208	130
						投资回报率					
						ROE	8.0%	13.2%	10.0%	12.2%	14.0%
						ROA	4.7%	8.6%	4.9%	7.3%	6.4%
						ROIC	21.5%	19.3%	17.6%	31.2%	30.5%
						费用率					
						销售费用率	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%
						管理费用率	9.5%	11.3%	8.0%	8.0%	8.3%
						财务费用率	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
						三费/营业收入	11.9%	13.6%	9.9%	9.7%	10.1%
						偿债能力					
						资产负债率	50.1%	36.0%	53.5%	43.9%	55.5%
						负债权益比	100.5%	56.2%	115.2%	78.1%	124.7%
						流动比率	1.57	2.35	1.57	1.96	1.65
						速动比率	0.69	1.54	0.91	1.04	1.11
						利息保障倍数	1,816.69	3,273.49	-39.74	-40.37	-34.05
						分红指标					
						DPS(元)	0.11	-	0.05	0.09	0.07
						分红比率	50.4%	0.0%	16.8%	22.4%	13.1%
						股息收益率	0.7%	0.0%	0.3%	0.6%	0.4%
资产负债表											
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
货币资金	921.6	1,918.0	2,055.0	1,970.4	4,087.6						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收账款	975.1	651.2	1,303.7	1,298.0	2,050.9						
应收票据	241.2	18.5	520.6	92.3	658.2						
预付账款	114.8	59.6	256.5	122.5	343.4						
存货	2,873.0	1,489.2	3,032.6	3,196.8	3,560.2						
其他流动资产	34.2	201.5	95.3	110.3	135.7						
可供出售金融资产	2.2	-	1.5	1.2	0.9						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	151.5	110.8	110.8	110.8	110.8						
投资性房地产	436.8	212.4	212.4	212.4	212.4						
固定资产	1,046.9	1,215.3	1,014.8	814.2	613.7						
在建工程	214.0	57.9	57.9	57.9	57.9						
无形资产	513.9	510.5	482.3	454.0	425.7						
其他非流动资产	156.6	95.5	133.1	121.5	109.7						
资产总额	7,681.7	6,540.5	9,276.5	8,562.4	12,367.2						
短期债务	335.0	230.0	-	-	-						
应付账款	1,783.9	1,354.2	2,852.7	2,593.9	4,350.9						
应付票据	240.0	136.3	475.3	274.7	661.0						
其他流动负债	935.6	127.3	1,312.4	594.7	1,563.9						
长期借款	250.0	260.0	-	-	-						
其他非流动负债	306.5	244.9	324.8	292.1	287.3						
负债总额	3,851.0	2,352.6	4,965.2	3,755.4	6,863.1						
少数股东权益	35.1	7.0	34.7	85.0	128.6						
股本	1,680.2	1,680.2	1,393.1	1,393.1	1,393.1						
留存收益	2,123.8	2,526.6	2,883.6	3,328.9	3,982.4						
股东权益	3,830.8	4,187.9	4,311.3	4,807.0	5,504.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	361.2	564.5	427.3	574.2	752.0	EPS(元)	0.22	0.40	0.31	0.41	0.54
加:折旧和摊销	139.7	248.7	228.8	228.8	228.8	BVPS(元)	2.72	3.00	3.07	3.39	3.86
资产减值准备	52.2	-10.9	-	-	-	PE(X)	73.1	40.3	52.0	38.7	29.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	5.3	5.2	4.7	4.1
财务费用	6.6	11.9	-12.9	-17.6	-26.5	P/FCF	-49.5	24.6	46.3	-1,237.4	10.3
投资损失	-15.5	-249.3	-24.1	-24.1	-24.2	P/S	8.4	9.0	7.6	5.8	4.4
少数股东损益	57.1	12.9	27.7	50.4	43.6	EV/EBITDA	13.3	17.4	26.9	21.3	15.9
营运资金的变动	-1,265.8	7.1	224.2	-795.3	1,199.0	CAGR(%)	20.0%	12.1%	75.8%	20.0%	12.1%
经营活动产生现金流量	-688.4	946.8	871.0	16.4	2,172.7	PEG	3.6	3.3	0.7	1.9	2.4
投资活动产生现金流量	-140.2	-18.8	22.6	24.4	24.5	ROIC/WACC	2.1	1.8	1.7	3.0	2.9
融资活动产生现金流量	445.8	62.8	-756.7	-125.3	-80.0	REP	1.4	3.7	6.1	2.7	5.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

冯福章、张傲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

### 上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

### 北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034