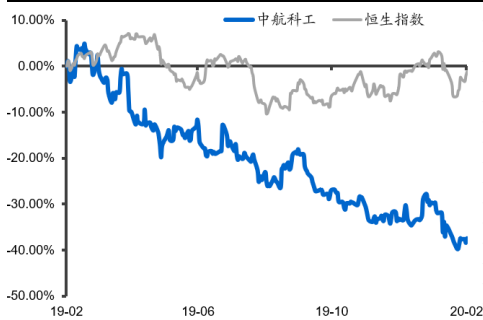


投资评级 优于大市 维持
股票数据

2月14日收盘价 (HKD)	3.32
52周股价波动 (HKD)	5.550-3.130
总股本/流通股 (百万股)	6245/6245
总市值/流通市值 (百万 HKD)	20734/20734

相关研究

《航空工业资本运作与军民融合发展先锋，全流通+股权激励长效牵引下前景广阔》
 -2019-02-24

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-10.27%	-5.68%	-7.26%
相对涨幅 (%)	-5.13%	-6.17%	-9.51%

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒晖
 Email:zhx10170@htsec.com
 证书:S0850517110002
 联系人:张宇轩
 Tel:(021)23154172
 Email:zyx11631@htsec.com

香港资本市场唯一的航空高科技军民通用产品及服务旗舰公司

投资要点:

- 香港资本市场唯一的航空高科技军民通用产品及服务旗舰公司。**公司作为航空工业唯一直接持股的航空高科技海外上市产业平台，是香港资本市场唯一的航空高科技军民通用产品及服务旗舰公司。公司控股中直股份、洪都航空、中航电子和中航光电四家A股上市公司，持有航空工业规划、航空工业津电等多家企业，主要业务涵盖直升机、教练机、通用飞机、机载系统与航空零部件、航空工程服务等。此外2018年公司作为主发起人设立中航融富基金，并在2019年与中国航空工业、中航资本、中航融富等共同成立北京中航一期航空工业产业投资基金。
- 打造高科技产业和国际化融资并购平台。**中国航空工业将中航科工作为产业发展的重要平台，通过产业整合、资本运作等手段，聚焦航空主业，积极推进中航科工航空高科技产业发展。公司自2003年上市以来，已完成多项资本运作，2019年以来资本运作进一步加速：(1)拟收购中航直升机、哈飞集团、昌飞集团股权，拟收购完成后，公司直升机业务链条将更加完善，进一步促进公司直升机业务的发展。(2)子公司洪都航空资产置换，完成后有利于洪都航空优化资产结构、改善资产质量和财务状况；(3)子公司中航电子剥离宝成仪表(2018年宝成仪表净利润为亏损1.21亿元)，这将有利于提高中航电子的盈利能力，增强中航电子的可持续发展。此外航空工业集团向着建设具有国际竞争力的跨国公司不断前进，逐步实施国际化布局和资源配置，构建全球化的航空工业产业链。2018年12月公司实施配股，其中空客集团增持约1.8亿港元，持股比例增至5%。我们认为公司将更好地发挥其国际化上市公司的作用，在中国航空工业产业整合中发挥更加积极的作用。
- 看好未来不断受益航空产业较好景气度。**公司子公司中直股份过去几年归母净利润稳定增长，2014-2018年归母净利润CAGR为11.36%，2019年前三季度营收同比增长28.63%，归母净利润同比增长32.12%。公司子公司中航光电近年来业绩增长迅速，2013-2018年归母净利润复合增长率达31.30%，ROE(摊薄)近几年保持在10%以上，2018年达15.77%。我们认为未来航空产业将保持较好景气度，公司业绩发展有望持续受益。
- H股全流通推动价值提升，股权激励支持可持续发展。**2018年5月9日，公司向证监会提交的关于参加H股全流通试点项目的申请获正式批准。转换完成后，H股流通股比和流通市值将获得提升，公司形象及声誉亦将受益于该计划。转换将使得公司其股东联系更为紧密，推动公司价值提升和持续发展。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32828.53	35501.10	40765.04	46900.71	54059.47
(+/-) YoY (%)	-11.38%	8.14%	14.83%	15.05%	15.26%
净利润(百万元)	1222.28	1287.94	1502.08	1744.11	1981.30
(+/-) YoY (%)	5.36%	5.37%	16.63%	16.11%	13.60%
全面摊薄 EPS(元)	0.20	0.21	0.24	0.28	0.32
毛利率 (%)	22.84%	22.88%	23.47%	23.99%	24.53%
净资产收益率 (%)	8.31%	7.66%	8.21%	8.70%	8.99%

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

此外公司自 2011 年起推出一项面向公司管理层和骨干员工的限制性股票激励计划，子公司中航光电也于 2017 年 1 月 18 日推出限制性股票激励计划。我们认为公司股权激励计划实施有助于形成股东、公司及其员工之间的利益共享与风险共担，充分调动高级管理人员和核心人才的积极性，支持公司可持续发展。

盈利预测与投资建议。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.24/0.28/0.32 元，结合可比公司估值情况，考虑公司未来的业绩增长与稀缺性，给予公司 2020 年 16-20 倍 PE 估值区间，对应合理价值区间 4.48-5.60 元/股（按照 2020 年 2 月 14 日汇率中间价（1 人民币=1.112 港元）折合 4.98-6.23HKD/股），“优于大市”评级。

风险提示。（1）竞争加剧；（2）需求波动。

目 录

1. 香港资本市场唯一的航空高科技军民通用产品及服务旗舰公司	6
2. 打造高科技产业和国际化融资并购平台	9
2.1 中国航空工业不断运作积极推进公司航空高科技产业发展	9
2.2 发挥国际化作用，在中国航空工业产业整合中发挥更加积极的作用	10
2.3 成立基金管理公司及产业投资基金	10
3. 看好未来不断受益航空产业较好景气度	11
3.1 子公司中直股份	11
3.2 子公司洪都航空	12
3.3 子公司中航电子	13
3.4 子公司天津航空	14
3.5 子公司中航光电	14
3.6 子公司中航规划	14
3.7 受益航空产业较好景气度，看好公司未来业绩发展	15
4. H 股全流通推动价值提升，股权激励支持可持续发展	16
4.1 H 股全流通推动价值提升	16
4.2 股权激励计划调动员工积极性，支持公司可持续发展	16
5. 盈利预测与投资建议	17
6. 风险提示	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1	公司股权结构 (截至 2019 年 6 月)	6
图 2	公司 2014-2019H1 营业收入和 YoY	6
图 3	公司 2014-2019H1 扣非归母净利润和 YOY	6
图 4	2018 年公司营收构成	7
图 5	2018 年公司毛利构成	7
图 6	2014-2019H1 公司整机业务收入和 YOY	7
图 7	2014-2019H1 公司零部件业务收入和 YOY	7
图 8	公司航空工程服务业务 2015-2019H1 收入和 YOY	8
图 9	中直股份 2014-2019Q3 营业收入和 YOY	11
图 10	中直股份 2014-2019Q3 归母净利润和 YOY	11
图 11	收购前公司股权结构	12
图 12	收购后公司股权结构	12
图 13	洪都航空 2014-2019Q1-3 营业收入和 YOY	12
图 14	洪都航空 2014-2019Q1-3 归母净利润和 YOY	12
图 15	中航电子 2014-2019Q1-3 营业收入和 YOY	13
图 16	中航电子 2014-2019Q1-3 归母净利润和 YOY	13
图 17	宝成仪表近年业绩	13
图 18	中航光电 2014-2019Q1-3 营业收入和 YOY	14
图 19	中航光电 2014-2019Q1-3 归母净利润和 YOY	14

表目录

表 1	公司近年来资本运作历史.....	9
表 2	“全流通”前后公司股本结构	16
表 3	可比上市公司估值表 (2020 年预测 PE, 倍)	17
表 4	公司主营产品收入预测	17

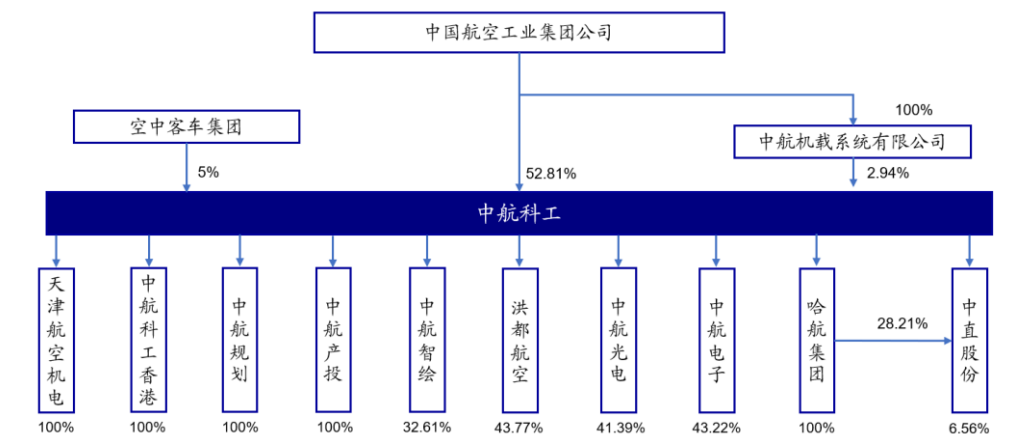
1. 香港资本市场唯一的航空高科技军民通用产品及服务旗舰公司

公司作为航空工业唯一直接持股的航空高科技海外上市产业平台，是香港资本市场唯一的航空高科技军民通用产品及服务旗舰公司。

公司控股中直股份、洪都航空、中航电子和中航光电四家 A 股上市公司，持有航空工业规划、航空工业津电等多家企业，主要业务涵盖直升机、教练机、通用飞机、机载系统与航空零部件、航空工程服务等。

此外 2018 年公司作为主发起人设立中航融富基金，并在 2019 年与中国航空工业、中航资本、中航融富等共同成立北京中航一期航空工业产业投资基金。

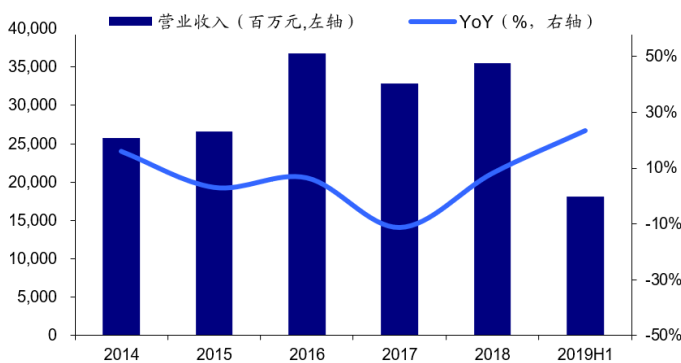
图1 公司股权结构（截至 2019 年 6 月）



资料来源: wind, 海通证券研究所

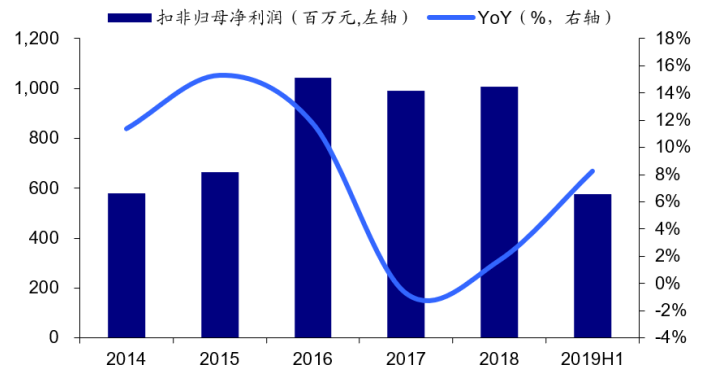
过去几年公司业绩保持稳定增长,2014-2018 年扣非归母净利润 CAGR 为 14.93%。2019 年上半年,公司营收 180.58 亿元(yoy23.49%),扣非归母净利润 5.78 亿元(yoy8.24%)。

图2 公司 2014-2019H1 营业收入和 YoY

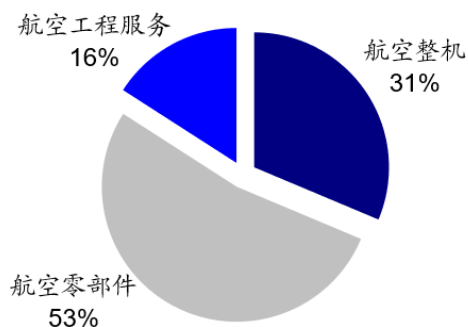


资料来源: Wind, 海通证券研究所

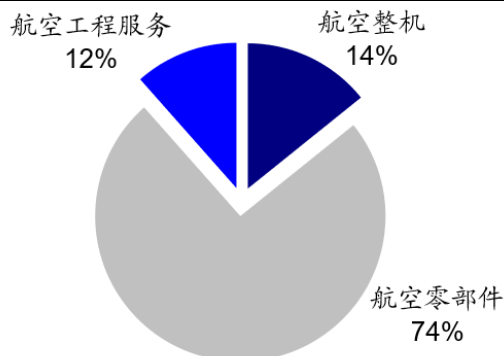
图3 公司 2014-2019H1 扣非归母净利润和 YOY



资料来源: Wind, 海通证券研究所

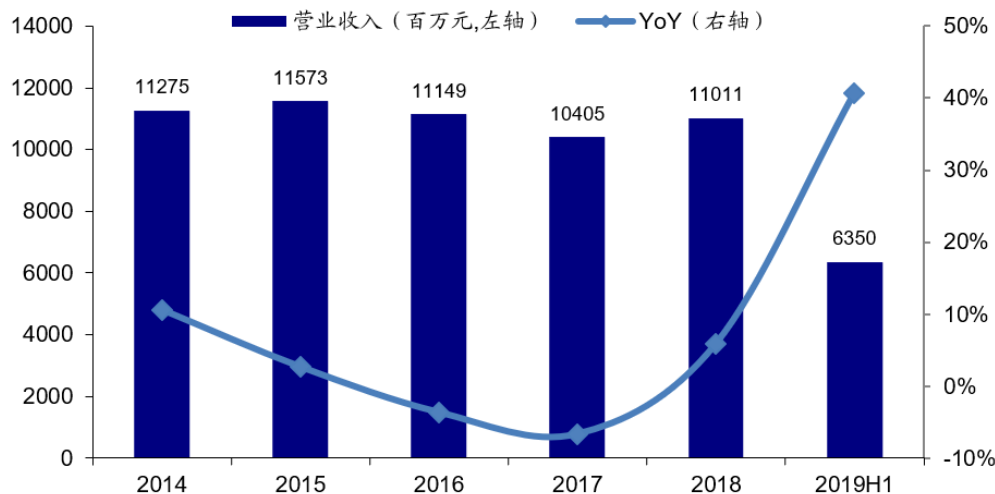
图4 2018 年公司营收构成


资料来源: Wind, 海通证券研究所

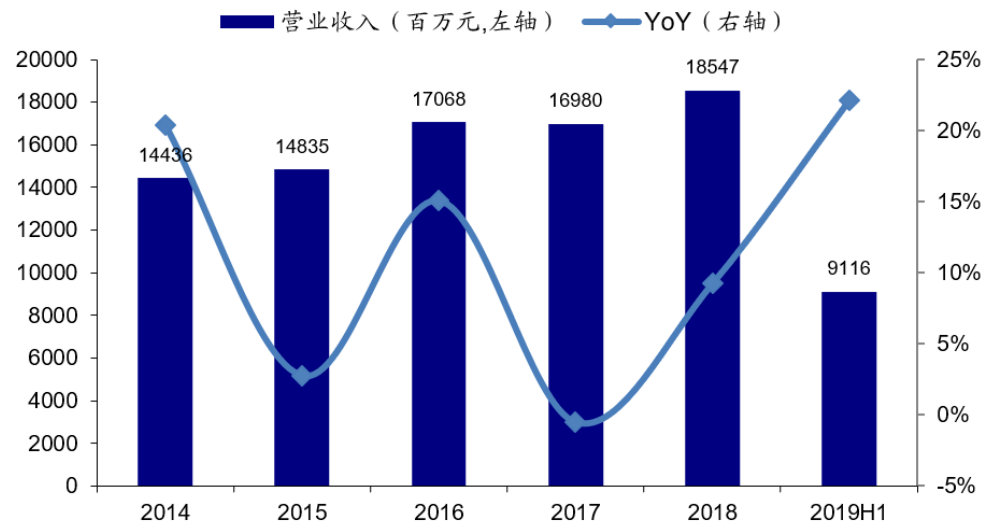
图5 2018 年公司毛利构成


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司的主要业务分为三个板块: 航空整机业务、航空零部件业务和航空工程服务业务, 2018 年度各板块收入占总收入比重分别为 31.32%/52.76%/15.92%。

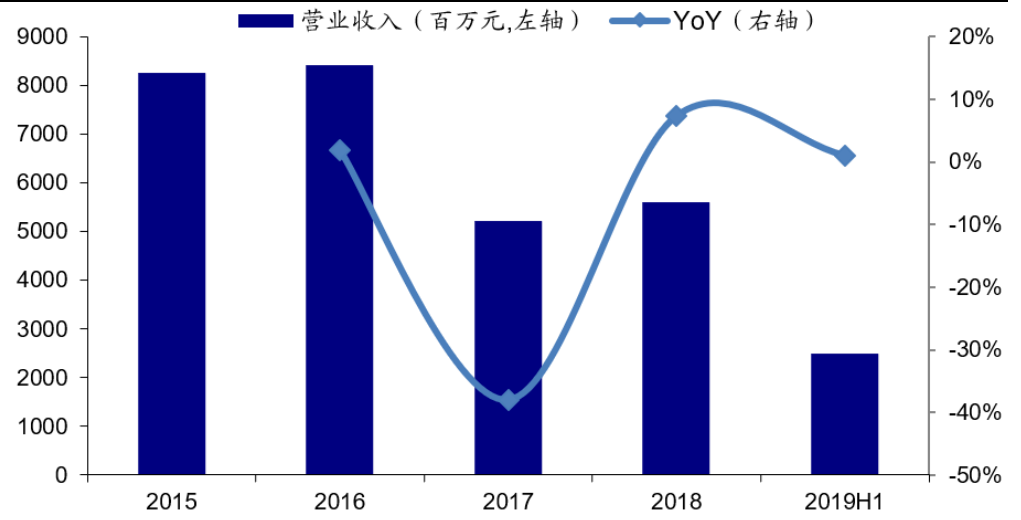
图6 2014-2019H1 公司整机业务收入和 YOY


资料来源: wind, 海通证券研究所

图7 2014-2019H1 公司零部件业务收入和 YOY


资料来源: wind, 海通证券研究所

图8 公司航空工程服务业务 2015-2019H1 收入和 YOY



资料来源: wind, 2016 年年报, 海通证券研究所

2. 打造高科技产业和国际化融资并购平台

2.1 中国航空工业不断运作积极推进公司航空高科技产业发展

中国航空工业将中航科工作为产业发展的重要平台，通过产业整合、资本运作等手段，聚焦航空主业，积极推进中航科工航空高科技产业发展。

自公司 2003 年上市以来，已完成多项资本运作。2011 年 1 月公司以 7.68 亿元收购天津航空，使得公司增加新的航空机电业务，提高公司航空产品及配套生产能力；2015 年 9 月公司增发股票收购中航规划，将公司航空制造业务进一步拓展至航空制造业务前端的规划、设计、咨询等服务领域，使公司航空业务产业链更加完善。

表 1 公司近年来资本运作历史

时间	详情
2015 年 3 月 30 日	出资 3000 万元设立南京机电，持股 10%
2015 年 3 月 30 日	出资 1.4 亿元设立南京伺服控制，持股 46.67%
2015 年 8 月 27 日	参与增资航宇嘉泰，占股 24.78%
2015 年 9 月 30 日	收购中航规划 100% 股份权益
2016 年 9 月 6 日	出资 7900 万元参与设立中航智绘，合计持股 35.83%
2017 年 3 月 15 日	出资 7667 万元成立中航激光，上航电器及中航科工产业投资分别持股 47.77% 及 18.44%
2017 年 4 月 10 日	出资 6000 万元增资中航捷锐，持股 23.45%
2017 年 12 月 22 日	出资 5000 万元增资安吉精铸，持股 14.83%
2018 年 2 月 1 日	与制造院、中航高科等合资设立航为高科，占总出资额的 38%
2018 年 3 月 15 日	公司与无线电研究所等资协议拟设立航空工业空管系统，占总出资额的 33%
2018 年 10 月 12 日	发布公告拟收购中航直升机 100% 股权
2018 年 11 月 6 日	拟认购中航客舱 1.38 亿股及转让航宇嘉泰 24.78% 股权
2018 年 11 月 28 日	子公司洪都航空向中航工业转让中航电测 3.57% 股权
2018 年 12 月 14 日	配售，融资 13.67 亿港元，空中客车集团增持 1.8 亿港元，持股比例增至 5%
2019 年 04 月 22 日	中航智绘与金城集团及南京天跃拟设立中航金科，中航智绘占总出资额的 44%
2019 年 05 月 31 日	子公司洪都航空拟将零部件制造资产与洪都集团防务业务相关资产进行置换
2019 年 11 月 28 日	中航科工拟以发行内资股方式收购 (1) 航空工业集团与天保投资合计持有的中直有限 100% 股权；(2) 航空工业集团持有的哈飞集团 10.21% 股权；以及 (3) 航空工业集团持有的昌飞集团 47.96% 股权
2019 年 12 月 05 日	子公司中航电子拟将其持有的宝成仪表 100% 股权通过协议转让的方式转让给中航机载系统有限公司

资料来源：《于一般性授权下配售 H 股股份》等公司公告，海通证券研究所

2019 年以来公司资本运作进一步加速：

拟收购中航直升机、哈飞集团、昌飞集团股权。据公司《中航直升机股份有限公司收购报告书摘要》，为积极实践国家军民融合发展和航空强国战略，整合航空工业集团旗下直升机业务，进一步加强航空工业集团旗下公司的主营业务发展，中航科工拟以发行内资股方式收购 (1) 航空工业集团与天保投资合计持有的中直有限 100% 股权；(2) 航空工业集团持有的哈飞集团 10.21% 股权；以及 (3) 航空工业集团持有的昌飞集团 47.96% 股权。中直有限直接及间接持有中直股份合计 16.03% 股份。

本次交易完成后，中航科工通过中直有限及其下属公司间接增持中直股份 16.03% 股份，合计持有中直股份 50.80% 股份 (增加 16.03pct)；同时新增持有哈飞集团及昌飞集团 100% 的股份。

子公司洪都航空资产置换。2019 年 5 月 31 日，为优化资源分配，改善产业结构，进而增强竞争力和盈利能力，子公司洪都航空与洪都集团签订资产置换协议，将零部件

制造业务资产与洪都集团防务业务相关资产进行置换。

子公司中航电子剥离宝成仪表。2019年12月5日,子公司中航电子发布《关于陕西宝成航空仪表有限责任公司股权转让暨关联交易的公告》,拟将其持有的陕西宝成航空仪表有限责任公司(宝成仪表)100%股权通过协议转让的方式转让给中航机载系统有限公司。

2.2 发挥国际化作用,在中国航空工业产业整合中发挥更加积极的作用

航空工业集团向着建设具有国际竞争力的跨国公司不断前进,在包括美国和欧洲在内的全球市场进行了一系列的并购和投资设立企业,逐步实施国际化布局和资源配置,构建全球化的航空工业产业链。

2018年12月公司实施配股,其中空客集团增持约1.8亿港元,持股比例增至5%。空客集团此次配股增持有利于进一步加深与巩固与航空工业的战略伙伴关系,为双方更多的合作增添了广阔空间。

未来,公司将努力在国际并购和股权经营方面充分利用香港的国际化金融中心优势,通过设立海外并购基金等,以香港为基础、面向全球开展投资、并购等资本运作业务。

我们认为公司将更好地发挥其国际化上市公司的作用,在中国航空工业产业整合中发挥更加积极的作用。

2.3 成立基金管理公司及产业投资基金

成立中航融富。2018年2月26日,公司作为主发起人,与航空工业及中航资本签订有关设立中航融富的合资协议,中航科工以现金出资人民币7000万元,占基金管理公司总出资额的50%。

据公司2018年2月26日《关联交易-设立基金管理公司》的公告,中航融富拟作为普通合伙人发起设立并管理航空工业基金,打造专业化的航空工业基金管理平台,这符合航空产业的发展战略,有利于航空工业集团获得协同效益,并将给公司及股东整体带来长期的投资收益。

成立北京中航一期航空工业产业投资基金。2019年7月25日,公司与中国航空工业、中航资本、中航融富、广德投资基金、镇江投资签订了关于成立北京中航一期航空工业产业投资基金的合伙协议,首期认缴出资总额为人民币40亿元,公司与中航融富以现金人民币6亿元和5000万元出资,分别占基金总出资额的15%及1.25%。

据公司2019年7月25日《关联交易-签订关于成立基金的合伙协议》的公告,基金的目的是通过股权投资方式或其他法律法规或合伙协议允许的方式投资于航空领域项目,为全体合伙人获取投资回报。

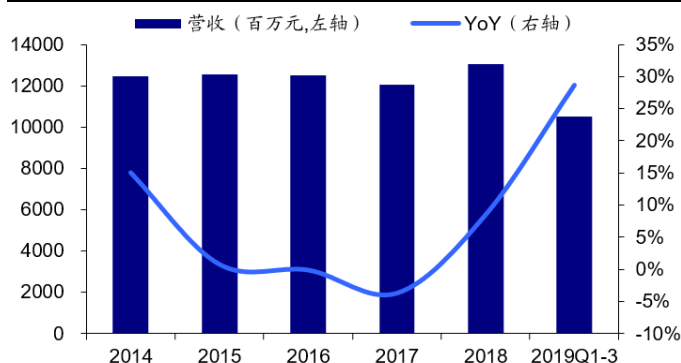
3. 看好未来不断受益航空产业较好景气度

3.1 子公司中直股份

据中直股份 2019 年半年报，中直股份作为我国直升机研发制造基地，具备自主研发和批量生产多品种、多系列、多型号直升机的能力，并在复合材料、数控加工、数字化管理与制造等方面形成了独特的技术优势。公司已经形成了“生产一代、研制一代、预研一代、探索一代”的产品研发格局，基本形成了“一机多型、系列发展”的良好格局。

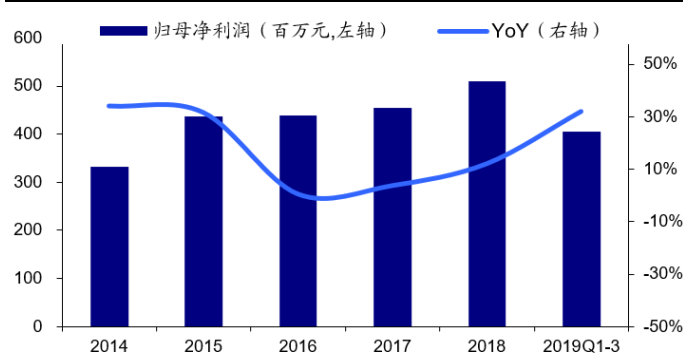
过去几年中直股份归母净利润稳定增长，2014-2018 年归母净利润 CAGR 为 11.36%。2019 年前三季度营收 105.29 亿元(yoy28.63%)，归母净利润 4.05 亿元(yoy32.12%)。

图9 中直股份 2014-2019Q3 营业收入和 YOY



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 中直股份 2014-2019Q3 归母净利润和 YOY

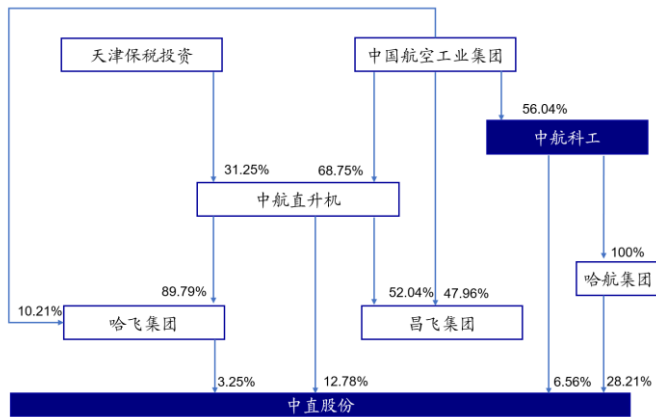


资料来源：Wind，海通证券研究所

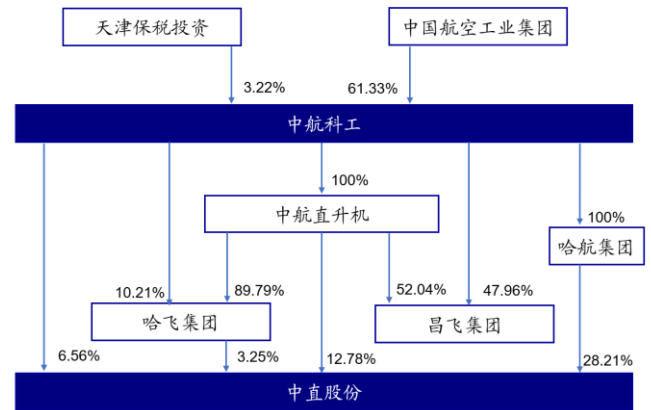
拟收购中航直升机、哈飞集团、昌飞集团股权。据公司《中航直升机股份有限公司收购报告书摘要》，为积极实践国家军民融合发展和航空强国战略，整合航空工业集团旗下直升机业务，进一步加强航空工业集团旗下公司的主营业务发展，中航科工拟以发行内资股方式收购（1）航空工业集团与天保投资合计持有的中直有限 100%股权；（2）航空工业集团持有的哈飞集团 10.21%股权；以及（3）航空工业集团持有的昌飞集团 47.96%股权。中直有限直接及间接持有中直股份合计 16.03%股份。目标股权的总对价约为人民币 56.88 亿元，其中：（1）收购中航直升机 100%股权对价约为 49.52 亿元；（2）收购哈飞集团 10.21%股权对价为 1.48 亿元；（3）收购昌飞集团 47.96%股权对价为人民币 5.88 亿元。

本次交易完成后，中航科工通过中直有限及其下属公司间接增持中直股份 16.03% 股份，合计持有中直股份 50.80% 股份（增加 16.03pct）；同时新增持有哈飞集团及昌飞集团 100% 的股份。

收购中航直升机符合公司直升机产业发展战略规划。建议收购完成后，公司直升机业务链条将更加完善，进一步促进公司直升机业务的发展，优化公司资产结构，提升公司的收入水平和盈利能力。

图11 收购前公司股权结构


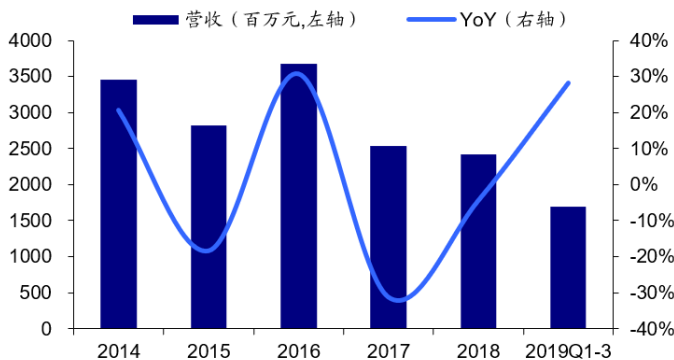
资料来源：建议收购目标股权及建议于特别授权下发行对价股份（公司2020年1月3日公告）等，海通证券研究所

图12 收购后公司股权结构


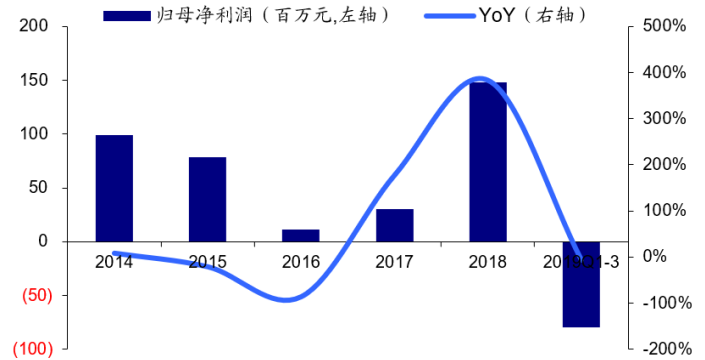
资料来源：建议收购目标股权及建议于特别授权下发行对价股份（公司2020年1月3日公告）等，海通证券研究所

3.2 子公司洪都航空

据洪都航空（中航科工子公司）2019年半年报，洪都航空是国内主要的教练机研发生产基地，具有完整、独立的教练机设计、研制、生产能力，主要从事初、中、高级教练机系列产品及零件、部件的设计、研制、生产、销售、维修及服务保障等。在其他航空产品及转包生产方面，未来全球转包生产规模将会继续扩大，民机及转包生产的国际市场大有可为。洪都航空将以参与C919项目为契机，着力提升科研生产技术能力，打造专业化科技制造人才队伍，积累民用大飞机部件研制生产经验，力争在更多的民机型号中承担部件制造任务。

图13 洪都航空 2014-2019Q1-3 营业收入和 YOY


资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 洪都航空 2014-2019Q1-3 归母净利润和 YOY


资料来源：Wind，海通证券研究所

2019年5月31日，为优化资源配置，改善产业结构，提升集团产品的市场竞争力，子公司江西洪都航空工业股份有限公司（洪都航空）与江西洪都航空工业集团有限责任公司（洪都集团）签订资产置换协议，将零部件制造资产与洪都集团防务业务相关资产进行置换。

收购该置入资产的对价为人民币13.62亿元，洪都航空将以转让该置出资产给洪都集团支付。出售该置出资产的对价为人民币22.08亿元，洪都集团将（1）把该置入资产转让给洪都航空；（2）向洪都航空以现金支付该置入资产的对价和该置出资产的对价的差额（人民币8.46亿元）以支付该对价。

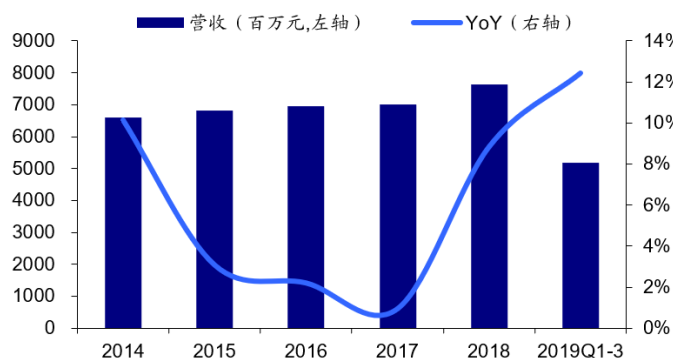
据洪都航空《关于公司资产置换暨关联交易的公告》，通过本次交易，上市公司拟将零部件业务及相关资产和负债予以剥离，有利于上市公司优化资产结构、改善资产质量和财务状况，上市公司的资产负债率将进一步降低，上市公司亦将有较为充足的资金

储备以聚焦总体研发及制造等核心业务，有利于公司提升设计研发能力、增强核心竞争力；同时，公司将新增盈利能力较好的业务，有利于公司增加收入来源、提高盈利能力。

3.3 子公司中航电子

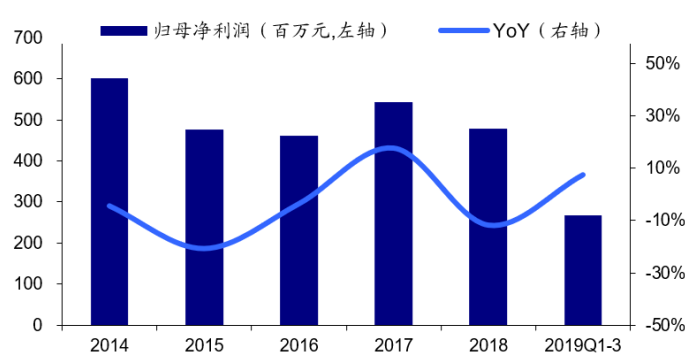
据中航电子（中航科工子公司）2019年半年报，中航电子致力于为客户提供综合化的航空电子系统整体解决方案，产品谱系覆盖飞行控制系统、惯性导航系统、飞行姿态系统、飞机参数采集系统、大气数据系统、航空照明系统、控制板主件与调光系统、飞行告警系统、电驱动与控制系统、飞行指示仪表、电气控制、传感器、敏感元器件等技术领域。同时，公司立足航空主业，积极拓展非航空防务及民用市场。

图15 中航电子 2014-2019Q1-3 营业收入和 YOY



资料来源：Wind，海通证券研究所

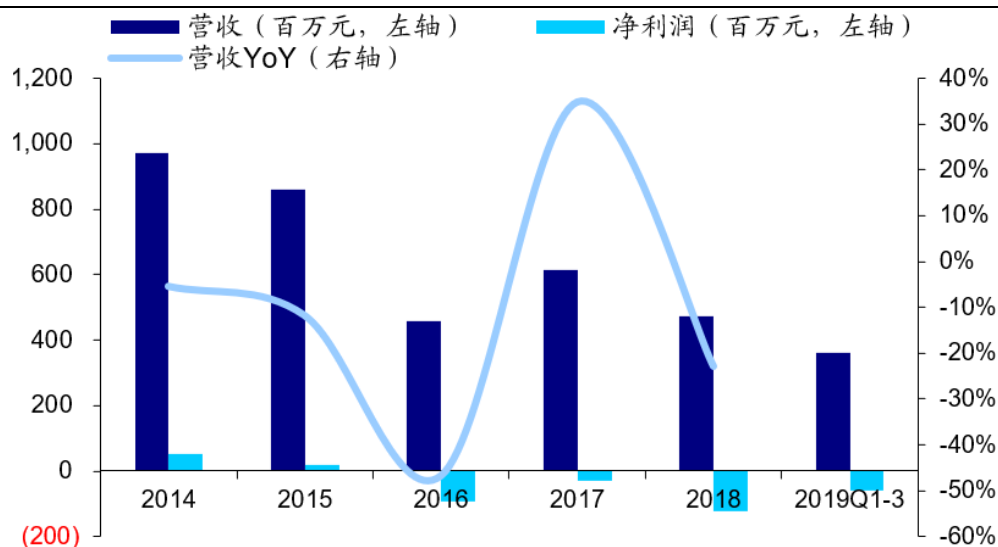
图16 中航电子 2014-2019Q1-3 归母净利润和 YOY



资料来源：Wind，海通证券研究所

2019年12月5日，中航电子发布《关于陕西宝成航空仪表有限责任公司股权转让暨关联交易的公告》，拟将其持有的陕西宝成航空仪表有限责任公司（宝成仪表）100%股权通过协议转让的方式转让给中航机载系统有限公司。中航电子下属子公司宝成仪表盈利能力较弱，2016-2018年净利润分别为-0.94亿元/-0.31亿元/-1.21亿元，2019年前三季度净利润-0.59亿元。本次交易有利于提高中航电子的盈利能力，增强中航电子的可持续发展。

图17 宝成仪表近年业绩



资料来源：wind，海通证券研究所

此外据公司《关于上海证券交易所对公司出售资产及终止募投项目相关事项问询函

回复的公告》，以 2019 年 9 月 30 日宝成仪表的账面归属于母公司股东净资产测算，合并报表层面的投资收益约为 1.63 亿元。

机载公司成立，纳入“双百企业”名单。据中航电子 2018 年 6 月的《重大事项提示性公告》，中航航空电子系统有限责任公司拟与中航机电系统有限公司整合，组建航空机载系统公司。本次整合将有利于公司加快航电产业专业化发展、民机产业拓展、进一步深化体制机制改革，提升公司管理效率。据公司官网披露，2018 年 9 月，中航机载系统有限公司成立干部大会在京召开。

据中航机电 2018 年年报，直接控股股东中航机载系统有限公司被列入国务院国资委国企改革“双百行动”范围，股东将在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励机制以及历史遗留问题方面实现突破。

3.4 子公司天津航空

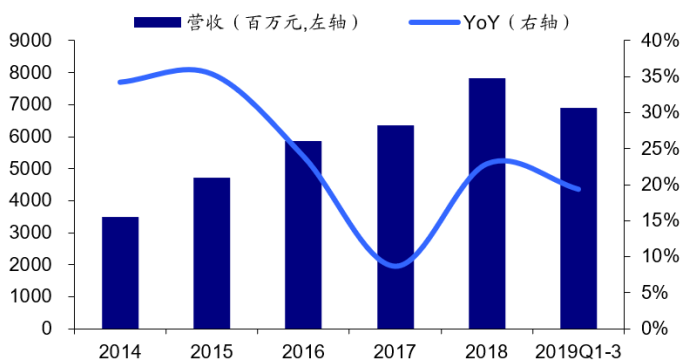
据天津航空机电官网，中航科工子公司天津航空机电主要业务包括航空防务、非航空防务、航空民品、非航空民品、长期投资以及生产服务业六大板块。此外公司以资产为纽带，与法国施耐德电气公司合资建立了天津梅兰日兰有限公司、上海施耐德低压终端电器有限公司和施耐德电气低压(天津)有限公司等知名合资企业，取得了丰硕回报。同时公司积极发展第三产业，并得到长足发展。

3.5 子公司中航光电

据中航光电 2019 年半年报，中航光电是专业从事高可靠光、电、流体连接器及相关设备的研发、生产、销售与服务，并提供系统的互连技术解决方案的高科技企业。公司主要产品包括电连接器、光器件及光电设备、线缆组件及集成产品、流体器件及液冷设备等，主要用于防务领域以及通讯与数据传输、新能源汽车、轨道交通、消费类电子、工业、能源、医疗、智能装备与机器人等民用高端制造领域。公司各类产品出口至欧洲、美国、以色列、澳大利亚、韩国、印度等 30 多个国家和地区。

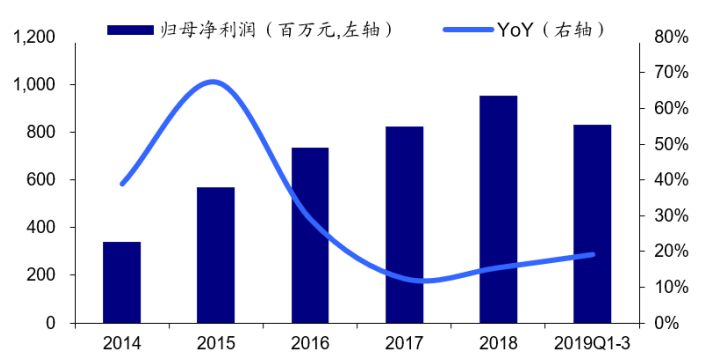
中航光电近年来业绩增长迅速，2013-2018 年归母净利润复合增长率达 31.30%。中航光电 ROE(摊薄)近几年保持在 10%以上，2018 年达 15.77%。

图18 中航光电 2014-2019Q1-3 营业收入和 YOY



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 中航光电 2014-2019Q1-3 归母净利润和 YOY



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.6 子公司中航规划

据中航规划官网，中航规划是国家级大型综合勘察设计单位，市场涉及国防军工、航空民品、民航通航、民用建筑、市政环境、基础设施以及以医药工程为代表的民用工业等各行业，形成了咨询设计、工程总成、设备总成三大业务领域，具有为客户提供规划、咨询、勘察、设计、建设、运营以及工程造价、建设项目环境影响评价、工程招标代理、工程监理等全价值链、全方位服务的能力。

3.7 受益航空产业较好景气度，看好公司未来业绩发展

现代战争中，空军这一高技术军中的作用越来越大，其整体实力几乎可以决定一场战争的胜负，因此空军日益成为各国军队的优先发展对象。以美国为例，根据美国国防部统计，尽管美国武器采购预算占国防预算比例近年呈总体下降趋势，但其军用飞机相关产品采购预算仍实现快速增长：美国军用飞机采购支出占总国防采购预算中的比重已由 2009 年的 29.8% 提升至 2016 年的 44% 左右。

据中航电子《公开发行可转换公司债券募集说明书》，根据波音公司预测，2016 年至 2035 年全球民用飞机采购需求约 39620 架，价值 5.9 万亿美元，其中中国需求为 6810 架，占亚太地区市场的 45%，总价值达 7800 亿美元。我国自主研发的首款喷气式支线客机 ARJ21 已获得由中国民航局颁发的首张喷气式客机生产许可证，意味着 ARJ21 飞机项目正式进入批量生产阶段；国产大飞机 C919 已于 2017 年 5 月成功首飞。

据中航电子《公开发行可转换公司债券募集说明书》，2016 年 5 月，国务院办公厅颁布《国务院办公厅关于促进通用航空业发展的指导意见》，这是我国首次从国家战略层面对通用航空业发展提出指导意见。据庞巴迪预测，未来 20 年中国通用飞机交付量复合增长率将达 15%，总交付数量将达到 2360 架。

我们认为未来航空产业将保持较好景气度，公司业绩发展有望持续受益。

4. H 股全流通推动价值提升，股权激励支持可持续发展

4.1 H 股全流通推动价值提升

2018 年 5 月 9 日，公司向证监会提交的关于参加 H 股全流通试点项目的申请获正式批准，将不超过 3609687934 股内资股转换为 H 股，并于 2018 年 6 月 19 日正式在香港联交所上市。

表 2 “全流通”前后公司股本结构

股份类别	转换前股份 (百万股)	转换前占比	转换后股份 (百万股)	转换后占比
内资股	3609.69	60.50%	0	0
H 股	2356.43	39.50%	5966.12	100%
合计	5966.12	100%	5966.12	100%

资料来源：wind，海通证券研究所

备注：股份数为 2018 年 6 月转换前后数据，2018 年 12 月公司配售股份，配售后股份数为 6245.12 百万股

据《本公司 H 股全流通计划》公告，认为该计划对公司及股东有积极影响。转换完成后，H 股流通股比和流通市值将获得提升，公司形象及声誉亦将受益于该计划。转换将使得公司其股东联系更为紧密，推动公司价值提升和持续发展。

4.2 股权激励计划调动员工积极性，支持公司可持续发展

2011 年 2 月 23 日，公司发布公告，推出一项面向公司管理层和骨干员工的限制性股票激励计划。该股权激励计划有效期为 10 年，原则上两年授予一次。

此外，公司子公司中航光电也于 2017 年 1 月 18 日推出限制性股票激励计划，向 266 名激励对象授予限制性股票合计 600.10 万股，约占中航光电已发行总股本的 0.9960%。2020 年 1 月 20 日，公司发布公告称，中航光电的 A 股限制性股票激励计划（第二期）股份授予完成，激励对象共 1164 名，授予股份数量 3104.1157 万股，占授予日公司总股本比例为 2.90%。

我们认为公司股权激励计划的实施有助于深化公司薪酬制度改革，形成股东、公司及其员工之间的利益共享与风险共担，充分调动高级管理人员和核心人才的积极性。此计划将帮助管理层平衡长期目标和短期目标，支持公司战略实现和可持续发展。

5. 盈利预测与投资建议

由于公司收购中航直升机事项最后尚需股东大会通过相关决议, 这里暂不考虑拟收购中航直升机事项对公司业绩的影响。

航空主机业务: 预计未来受益航空产业链景气度, 给予本块业务 2019-2021 年 20% 的收入增速预测。

航空零部件业务: 13-18 年公司本块业务 CAGR 为 9.11%, 2019 年上半年收入增速为 22.10%, 考虑到未来航空产业链的较好景气度, 给予本块业务 2019-2021 年 15% 的收入增速预测。

航空工程服务业务: 结合我国未来 GDP 增速考虑, 给予本块业务 2019-2021 年 5% 的收入增速预测。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.24/0.28/0.32 元, 结合可比公司估值情况, 考虑公司未来的业绩增长与稀缺性, 给予公司 2020 年 16-20 倍 PE 估值区间, 对应合理价值区间 4.48-5.60 元/股 (按照 2020 年 2 月 14 日汇率中间价 (1 人民币=1.112 港元) 折合 4.98-6.23HKD/股), “优于大市”评级。

表 3 可比上市公司估值表 (2020 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2020E)
中直股份	600038	41.90	30.93
中航光电	002179	36.17	27.34
中航电子	600372	13.43	35.61
洛克希德马丁	LMT.N	3058.08	17.61
平均 PE (倍, 2020E)			27.88

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2020 年 2 月 14 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

表 4 公司主营产品收入预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	35501.10	40765.04	46900.71	54059.47
航空整机	11010.73	13212.88	15855.45	19026.54
航空零部件	18546.71	21328.72	24528.02	28207.23
航空工程服务	5595.82	5875.61	6169.39	6477.86
其他业务	347.84	347.84	347.84	347.84
收入同比增长	--	14.83%	15.05%	15.26%
航空整机	--	20.00%	20.00%	20.00%
航空零部件	--	15.00%	15.00%	15.00%
航空工程服务	--	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	--	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	22.88%	23.47%	23.99%	24.53%
航空整机	10.04%	11.00%	11.50%	12.00%
航空零部件	31.13%	32.00%	33.00%	34.00%
航空工程服务	16.03%	16.00%	16.00%	16.00%
其他业务	100.11%	100.11%	100.11%	100.11%
营业成本 (百万元)	27376.81	31198.13	35647.77	40801.20
航空整机	9905.25	11759.46	14032.07	16743.36
航空零部件	12773.12	14503.53	16433.78	18616.77

航空工程服务	4698.81	4935.51	5182.29	5441.40
其他业务	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37

资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 风险提示

- (1) 竞争加剧; (2) 需求波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	35501.10	40765.04	46900.71	54059.47
每股收益	0.21	0.24	0.28	0.32	营业成本	27376.81	31198.13	35647.77	40801.16
每股净资产	2.69	2.93	3.21	3.53	毛利率%	22.88%	23.47%	23.99%	24.53%
每股经营现金流	0.08	0.22	0.21	0.31	营业开支	5369.55	6175.90	7246.16	8649.52
每股股利	0.029	0.033	0.038	0.043	营业开支率%	15.13%	15.15%	15.45%	16.00%
价值评估 (倍)					营业利润	2754.74	3391.01	4006.78	4608.80
P/E	20.90	12.43	10.71	9.43	财务费用	-360.43	-379.00	-422.00	-433.00
P/B	1.60	1.02	0.93	0.85	财务费用率%	1.02%	0.93%	0.90%	0.80%
P/S	0.76	0.46	0.40	0.35	权益性投资收益	212.78	185.00	200.00	180.00
EV/EBITDA	16.93	13.65	13.11	12.38	其他非经营性损益	17.07	8.00	6.00	8.00
股息率 (%)	0.66%	1.12%	1.28%	1.44%	非经常项目前利润	2624.17	3205.01	3790.78	4363.80
盈利能力指标 (%)					非经常项目损益	279.25	260.00	270.00	260.00
毛利率	22.88%	23.47%	23.99%	24.53%	除税前利润	2903.42	3465.01	4060.78	4623.80
净利润率	7.27%	7.51%	7.65%	7.56%	所得税	322.75	403.67	473.08	538.67
净资产收益率	7.66%	8.21%	8.70%	8.99%	有效所得税率%	11.12%	11.65%	11.65%	11.65%
资产回报率	1.49%	1.59%	1.67%	1.74%	少数股东损益	1292.73	1559.26	1843.59	2103.83
投资回报率	6.90%	7.80%	8.28%	8.77%	归属母公司所有者净利润	1287.94	1502.08	1744.11	1981.30
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	8.14%	14.83%	15.05%	15.26%	现金及现金等价物	12122.00	12744.65	13239.24	14210.95
EBIT 增长率	3.10%	18.76%	15.37%	13.06%	交易性金融资产	281.00	281.00	281.00	281.00
净利润增长率	5.37%	18.63%	17.19%	13.86%	其他短期投资	1395.00	1395.00	1395.00	1395.00
偿债能力指标					应收款项合计	24065.00	27809.58	32252.27	36286.49
资产负债率	59.7%	59.7%	60.1%	59.8%	存货	23150.00	26497.04	30471.52	34429.47
流动比率	1.42	1.44	1.45	1.46	其他流动资产	3489.00	3300.00	3650.00	3850.00
速动比率	0.91	0.91	0.91	0.90	流动资产合计	64501.00	72027.27	81289.02	90452.91
现金比率	0.27	0.26	0.24	0.23	固定资产净值	14962.00	15485.00	15825.00	15946.00
经营效率指标					权益性投资	1113.00	1173.00	1223.00	1250.00
应收帐款周转天数	247.42	249.00	251.00	245.00	可供出售投资	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	23150.00	26497.04	30471.52	34429.47	商誉及无形资产	645.00	650.00	675.00	700.00
总资产周转率	0.41	0.43	0.45	0.48	土地使用权	1640.00	1650.00	1650.00	1785.00
固定资产周转率	2.37	2.63	2.96	3.39	其他非流动资产	2605.00	2350.00	2475.00	2600.00
					非流动资产合计	22219.00	22458.00	23098.00	23331.00
					总资产	86720.00	94485.27	104387.02	113783.91
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	应付账款及票据	25325.00	29014.26	33508.90	37945.08
归母净利润	1288.00	1502.08	1744.11	1981.30	应交税金	330.00	413.67	483.08	548.67
折旧与摊销	1175.00	1180.00	1195.00	1250.00	短期借贷/长期借贷到期部分	9082.00	9882.00	11082.00	11982.00
营运资本变动	-3071.00	-2280.68	-2653.12	-2290.41	其他流动负债	10602.00	10652.00	11002.00	11502.00
其他非现金调整	1116.00	1000.00	1015.00	1005.00	流动负债合计	45339.00	49961.93	56075.98	61977.75
经营活动现金流	508.00	1401.40	1300.99	1945.88	长期借贷	4699.00	4600.00	4700.00	4450.00
净资本支出	-1540.00	-1619.21	-1773.45	-1526.76	其他非流动负债	1710.00	1890.00	1990.00	1650.00
净投资减少	12.00	-290.00	-790.00	-250.00	非流动负债合计	6408.00	6490.00	6690.00	6100.00
其他	35.00	139.47	68.04	153.58	总负债	51748.00	56451.93	62765.98	68077.75
投资活动现金流	-1493.00	-1769.74	-2495.41	-1623.17	普通股股本	6245.00	6245.00	6245.00	6245.00
净债务增加	1579.00	882.00	1400.00	310.00	归属母公司股东权益	16804.00	18306.08	20050.19	22031.48
股本增加减支付的股利	1007.00	-209.00	-239.00	-269.00	少数股东权益	18168.00	19727.26	21570.85	23674.68
其他	-547.00	-100.00	50.00	70.00	总负债及总权益	86720.00	94485.27	104387.02	113783.91
融资活动现金流	2038.00	991.00	1689.00	649.00					
现金净流量	1059.00	622.65	494.58	971.71					

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

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：

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	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。
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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@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
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
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@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 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@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
周一洋(021)23219774 zyy10866@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
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@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 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@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
吴信坤 021-23154147 wxk12750@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
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@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
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
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
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@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
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@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
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@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
高瑜(021)23219415 gy12362@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
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(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 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 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 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 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 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 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@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 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 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 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(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 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 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 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@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