

2017年04月14日

华讯方舟 (000687.SZ)

军工信息化助力快速发展,军民深度融合再迎提速机遇

■业务结构不断优化,聚焦军事信息化产业:

2015年6月完成重大资产置换后,公司转型发展市场潜力大的军事通信及配套业务,主要包含了无线通信产品、安全信息系统、无线电监控系统、测控系统、模块化产品、特种供电和仿真软件产品等。2016年12月29日,公司公告以2482万元的价格转让所持有的吉研高科60%的股权,剥离了原恒天天鹅传统业务,优化资产结构,进一步聚焦军事通信主营业务。为进一步提升军工通信领域子公司的经营及业务拓展能力,公司于2016年12月以自有资金3.58亿元向南京华讯和成都国蓉进行增资。

■核心军工资产质地优秀,进入快速成长阶段:

华讯方舟在重大资产重组时,承诺置入资产2015-2017年净利润合计不少于1.64亿元、1.89亿元和2.20亿元。2015年,由于部分客户受军改等客观因素影响导致采购滞延,外加南京华讯部分产品年末发货时间出现偏差,相应的跨期收入、成本、利润直至2016年上半年才进行确认,进而影响了置入资产的盈利水平,置入资产扣非后净利润为8719万元,未实现当期业绩承诺。随着军改对下游客户影响逐渐消除,公司军事通信主营业务发展驶入快车道,据公告,其置入资产在2016年表现较好,超额实现盈利目标,公司整体扭亏为盈。2016年,南京华讯实现净利润2.26亿元;成都国蓉实现净利润630万元。

■军事通信产品市场快速发展,军队信息化建设势不可逆:

过去十年我国国防费预算不断增加,总体规模保持平稳增长,军工通信产业保持较高的行业景气度。根据中国产业信息网数据,2015年我国国防开支约为8890亿元,其中C4ISR支出约为800亿元。面对日益复杂的南海局势、台海局势、半岛局势等地缘政治威胁,武器装备的有效性和信息化比例有望大幅提升,预计到2020年中国C4ISR支出占比将达到15%,投入将达到2000亿。伴随C4ISR支出占比的逐步提高,未来军事信息化支出增速将明显高于我国军费增长率,中国产业信息网预计未来5-10年军事信息化投入复合增速有望达到20%,成长可期。公司围绕着C4ISR系统进行开发设计,在军事通信及配套业务领域形成七大类产品,产品竞争力优势较大。

■大股东积极构建卫星通信全方位产业生态链,技术实力突出:

公司大股东华讯方舟科技设有四大产业基地,七大事业部,以及高通

公司深度分析

证券研究报告

粘胶

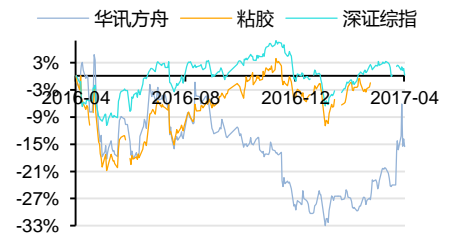
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **26.00元**
股价(2017-04-14) **18.62元**

交易数据

总市值(百万元)	14,102.20
流通市值(百万元)	9,895.28
总股本(百万股)	757.37
流通股本(百万股)	531.43
12个月价格区间	14.76/23.09元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.57	15.71	-8.87
绝对收益	12.44	19.13	-7.64

夏庐生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020003
xials@essence.com.cn
021-35082732

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

相关报告

华讯方舟: 公司完成业务转型、有望受益于“国防信息化”	2017-04-13
华讯方舟: 半年业绩大增, 定增失效不改长期发展潜力	2016-08-17
华讯方舟: 商誉计提致短期亏损, 坚定看好长期潜在价值	2016-05-03
华讯方舟: 业绩符合预期, 军工产业开启发展新纪元	2016-04-15

量卫星及卫星网络、太赫兹、微电子、智慧教育、智慧物流、大数据等多个领域的海内外分、子公司二十余家。华讯方舟科技已形成了从半导体元器件到微波大系统、毫米波大系统以及太赫兹微电子系统的业务体系，且催生了从半导体元器件到下一代移动宽带网络应用的全方位产业生态链。未来，华讯方舟科技有望成为以大宽带 KA 卫星应用和太赫兹成像成谱技术应用为支柱的全球性平台公司。同时，大股东研发实力雄厚，集团资产横跨众多前沿科学领域，在卫星通信及太赫兹技术应用领域研发能力领衔全球，客户结构优质稳定，为公司核心竞争力提供强而有力的支撑的同时有望带来更多资源整合的机会。

■**投资建议：**受益于我国国防开支的逐年增加、军队信息化建设高峰期带来的市场空间、C4ISR 支出占比的大幅提高以及军民深度融合带来的市场扩展机会，公司军工通信主业进入快速成长阶段。并且，公司在军事通信领域技术优势明显，且大股东实力雄厚，集团资产横跨众多前沿科学领域，在卫星通信及太赫兹技术应用领域研发能力领衔全球，客户结构优质稳定，为公司核心竞争力提供强而有力的支撑的同时有望带来更多资源整合的机会。我们预计公司 2017-2019 有望实现净利润 2.65 亿、3.95 亿、5.54 亿元，2017-2019 年 EPS 分别为 0.35/0.52/0.73 元，对应 PE 分别为 53/36/26 倍。参考可比公司 2017 年动态 PE 69 倍的水平，考虑到公司在军工技术方面的研发实力及军工信息化前景广阔，维持 6 个月目标价 26.00 元、对应 2017 年动态 PE 74 倍，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**军事通信市场竞争加剧、军事信息化投资不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	877.9	1,603.1	2,324.4	3,138.0	4,236.3
净利润	-273.2	161.1	264.5	395.1	553.5
每股收益(元)	-0.36	0.21	0.35	0.52	0.73
每股净资产(元)	1.47	1.77	2.12	2.64	3.37

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-51.6	87.5	53.3	35.7	25.5
市净率(倍)	12.7	10.5	8.8	7.0	5.5
净利润率	-31.1%	10.0%	11.4%	12.6%	13.1%
净资产收益率	-24.6%	12.0%	16.5%	19.7%	21.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-18.6%	11.8%	14.2%	25.7%	27.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 业务结构不断优化，聚焦军事信息化产业	4
1.1. 重大资产置换，注入优质军事通信资产	4
1.2. 核心军工资产质地优秀，进入快速成长阶段.....	5
1.2.1. 主营产品符合军工信息化趋势.....	5
1.2.2. 进一步明晰战略定位、置入资产 2016 年超额实现业绩目标	6
2. 军事通信产品市场快速发展，军队信息化建设势不可逆	7
2.1. 中国国防开支逐年增加，军工通信产业持续受益.....	7
2.2. 中国军队信息化建设正值高峰期，C4ISR 支出占比逐年提高.....	8
2.3. 军民融合打破行业壁垒，为公司在国防军工领域深入发展奠定坚实基础	10
3. 积极构建卫星通信全方位产业生态链，大股东实力突出	11
3.1. 研发实力强，技术优势凸显.....	11
3.2. 大股东实力雄厚，致力于打造以太赫兹通讯为主要载体的卫星宽带网络	12
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示	16

图表目录

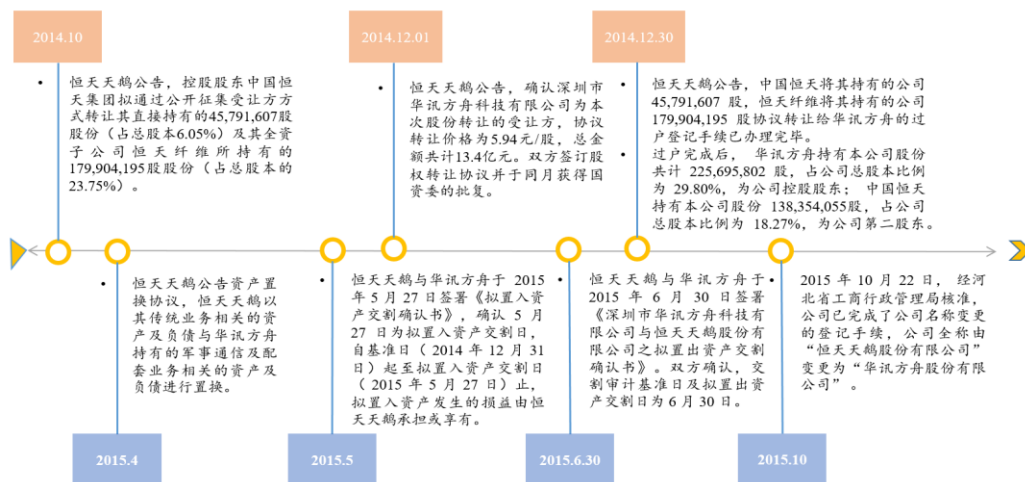
图 1：公司协议股权转让及重大资产置换关键时间表	4
图 2：华讯方舟相关军事通信资产整合后业务情况	4
图 3：公司实现对恒天天鹅传统化纤产业的完全剥离	5
图 4：公司 2014-2016 营业收入构成对比.....	5
图 5：公司置入军事通信资产营收情况	7
图 6：公司 2015Q1-2016Q4 营收及净利润情况.....	7
图 7：中国军费及 C4ISR 支出及增长情况.....	9
图 8：华讯方舟科技发展历程.....	13
图 9：华讯方舟科技研发平台	14
图 10：华讯方舟科技主要技术.....	14
图 11：华讯方舟科技“天地一体”卫星互联网系统架构.....	15
图 12：华讯方舟科技卫星宽带通信网络平台	15
图 13：公司部分太赫兹技术产品	16
表 1：华讯方舟核心子公司主营业务情况.....	5
表 2：2007-2016 年我国军民融合政策总结.....	10
表 3：可比公司估值比较.....	16

1. 业务结构不断优化，聚焦军事信息化产业

1.1. 重大资产置换，注入优质军事通信资产

华讯方舟由恒天天鹅更名而来，更名前公司传统业务为化纤业务，主营产品包括粘胶长丝、浆粕及氨纶等。2014 年底，华讯方舟入股恒天天鹅，公开协议受让恒天天鹅控股股东中国恒天所持的 6.05% 股份和中国恒天全资子公司恒天纤维所持的 23.75% 股份，共计 225,695,802 股，占总股本的 29.80%，协议转让价格为 5.94 元/股，总金额 13.4 亿元。2015 年 6 月，公司完成重大资产置换，将华讯方舟持有的军工通信业务及配套资产注入上市公司，并置出恒天天鹅持有的传统化纤业务相关的资产及负债，使公司主营业务由粘胶长丝等化纤产品变更为军事通信及配套产品研发、生产和销售。

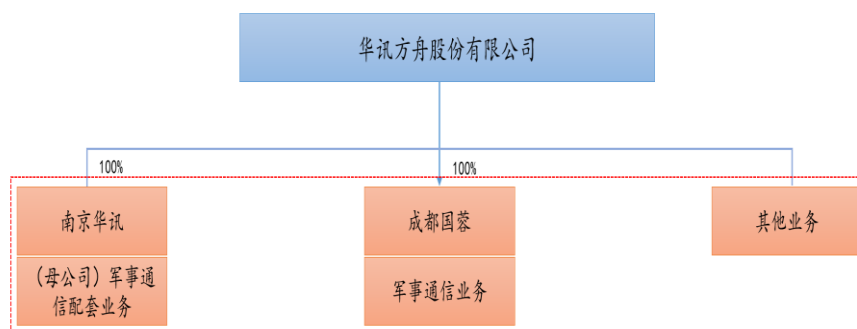
图 1：公司协议股权转让及重大资产置换关键时间表



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据重大资产置换方案，公司置出资产为恒天天鹅传统化纤业务相关的资产及负债（包括或有负债），具体包括恒天天鹅持有的除 3.3 亿元现金、华鑫方舟 51% 股权、吉研高科 60% 股权及上市公司对吉研高科的债权以外的其他全部资产及负债，置入的资产为华讯方舟（母公司）全部军事通信配套业务相关的资产及负债（含或有负债）及南京华讯 100% 股权、成都国蓉 100% 股权。资产置入上市公司前，华讯方舟已将军事通信配套业务相关的资产及负债（含或有负债）全部整合进入南京华讯，同时剥离南京华讯军事通信配套业务以外的其他业务。

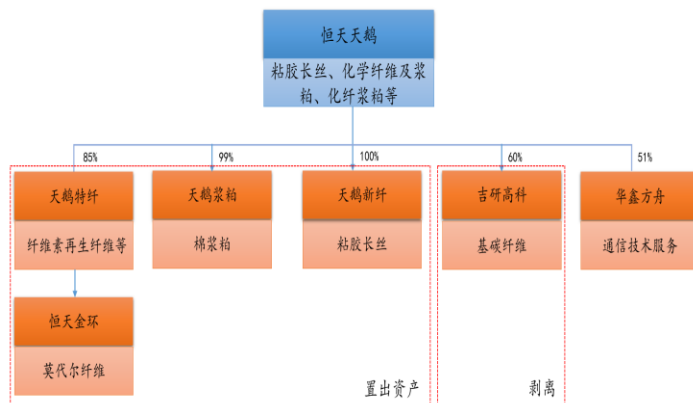
图 2：华讯方舟相关军事通信资产整合后业务情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

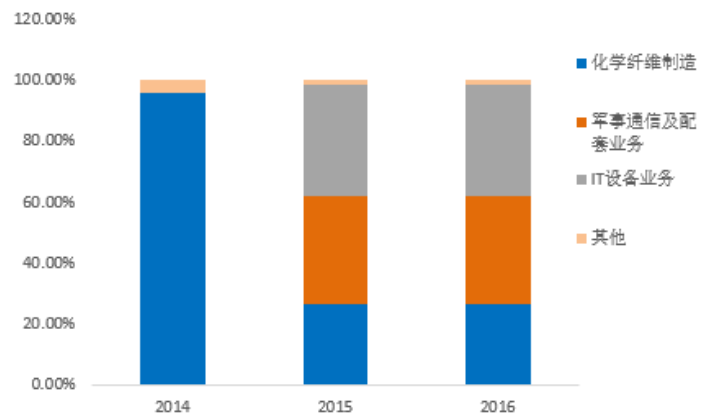
2015年6月完成重大资产置换后，公司转型发展市场潜力大的军事通信及配套业务，主要包含了无线通信产品、安全信息系统、无线电监控系统、测控系统、模块化产品、特种供电和仿真软件产品等。2016年12月29日，公司公告以2482万元的价格转让所持有的吉研高科60%的股权，剥离了原恒天天鹅传统业务，优化资产结构，进一步聚焦军事通信主营业务。为进一步提升军工通信领域子公司的经营及业务拓展能力，公司于2016年12月以自有资金3.58亿元向南京华讯和成都国蓉进行增资。

图 3：公司实现对恒天天鹅传统化纤产业的完全剥离



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：公司 2014-2016 营业收入构成对比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 核心军工资产质地优秀，进入快速成长阶段

为进一步提升公司军工通信领域子公司的经营及业务拓展能力，公司于2016年12月以自有资金3.58亿元向南京华讯和成都国蓉进行增资。增资完成后，南京华讯的注册资本由1亿元增至4.18亿元，成都国蓉的注册资本由6000万元增至1亿元。以华讯方舟集团强大的电子技术、通信技术优势为背书，经过不断的整合及资产结构优化，公司逐步形成了以南京华讯、成都国蓉、北京华鑫和华讯系统为主体的核心军工通信业务体系。

表 1：华讯方舟核心子公司主营业务情况

子公司名称	主营业务
南京华讯	主营业务包括微波毫米波卫星通信系统、智能自组网通信系统、光学成像系统等，搭建了信息安全攻防对抗平台、作战指挥仿真系统、装甲车载仿真系统、智慧物联、大数据管理等军工配套产品平台。
成都国蓉	主营业务包括卫星导航设备、特种电源电池、模块化产品、电磁信息系统、精确制导平台、特种无人机、仿真软件的研发、生产和销售，产品广泛应用于电子信息、航空、航天等国家和军队的重点领域。
北京华鑫	以无人化、精确制导为方向，主营业务包括制导与控制、航空稳瞄、无人作战平台、智能信息系统等。
华讯系统	专注于先进无人机信息系统、飞行控制与导航系统的技术研究开发及应用服务。

资料来源：公司官网

1.2.1. 主营产品符合军工信息化趋势

围绕着 C4ISR 系统进行开发设计，公司在军事通信及配套业务方面形成了七大类产品。(1) 第一类是无线通信产品，主要包括智能自组网数据通信台站、小型数据链终端、无线数据中心站和无线数据转发站等，可用于支持军事通信。(2) 第二类是安全信息系统，主要应用于航天航空、兵器工业、电子工业、核工业、船舶工业、交通能源、科研院所等行业及领域的办公保密环境，包括了基于网络的安全通信系统、客户端网络安全系统、网络安全防御系统、局域网安全管理系统四部分的软件。(3) 第三类是无线电监测系统，包括了无线电监测设备和无线电监测软件，主要运用于探测、搜索、截获无线电管理地域内或目标区域内的无线电

信号，并对该无线电信号进行分析、识别、监视并获取其技术参数、工作特征和辐射位置等技术信息。(4) 第四类是测控系统，主要应用于航天航空、兵器工业、电子工业、核工业、船舶工业、交通能源、科研院所等行业及领域，包括专用自动测试系统、通讯测控系统、总线型仿真测控系统。(5) 第五类是模块化产品，由于大型武器平台系统是由各种模块化板卡和软件、相关的传感器和执行机构、动力系统和机械系统组成的，所以模块化板卡在系统中提供数据采集、信号处理、数据存储、信号分析、数据回放和对外控制的作用，是指挥系统运行的“大脑”。公司的模块化产品可分为采集/回放模块、信号处理模块、数据存储模块、主控制器和通信接口模块。(6) 第六类是特种供电，即特殊种类的电源，主要应用于军用车辆的特殊供电使用。(7) 第七类是仿真软件产品，主要包括仿真软件及基于 GIS 平台的显控软件，应用于军事演示、作战训练、态势分析、武器效能评估、军地统筹电磁频谱等领域的软件模拟训练与仿真。这些产品都面向信息化战争的需要，是中国军队建设中有价值的辅助产品。

图 7：公司主要产品



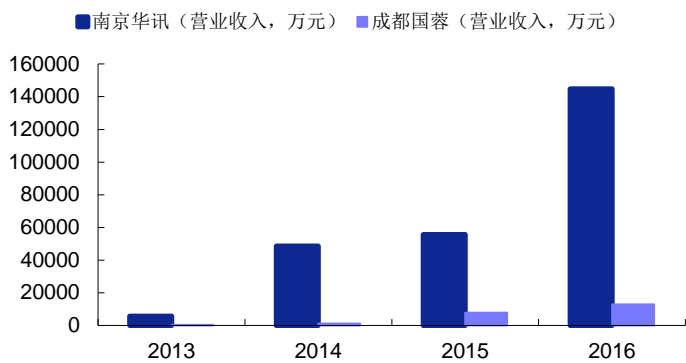
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2.2. 进一步明晰战略定位、置入资产 2016 年超额实现业绩目标

南京华讯成立于 2013 年 7 月，资产整合后承载了母公司系统工程事业部及云计算事业部的研发人员及核心技术，其产品主要围绕 C4ISR 系统设计开发，涵盖智能自组网数据通信站台、小型数据链终端、无线数据中心站、无线数据转发站等。2016 年，南京华讯引进了业务和技术与公司主营业务都有“强关联”的仿真、传真、智慧物联、卫星载荷、特种芯片团队、大数据等高科技团队，形成了高、精、尖技术产品体系，进一步充实了公司核心技术力量。

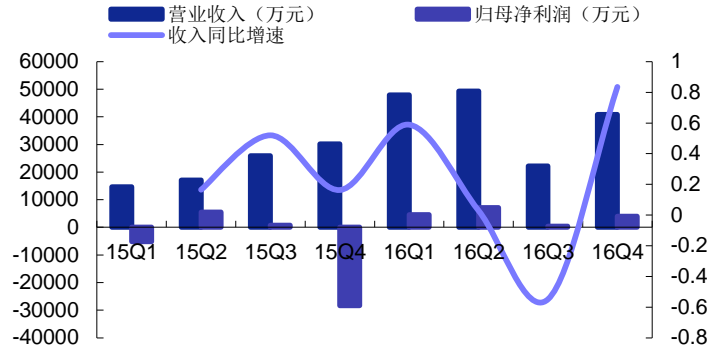
成都国蓉成立于 2011 年 11 月，其主营产品广泛应用于电子信息、航空、航天等国家和军队重点领域，产品类型涵盖无线电监测（频谱管理）系统、测控系统、模块化产品、仿真软件及基于 GIS 平台的显控软件。成都国蓉成立前期主要以销定产，以研发为主，采取外协委托加工的模式为小范围客户定制生产。目前，成都国蓉正在逐渐实现从小批量、定制化向产业化批量生产的方向转型，进一步夯实公司获取订单能力。成都国蓉子公司的显控数采及遥测无线数传、热核聚变大功率脉冲电流源技术、新能源冷链车温度远程监控系统、通过单板实现 384 个通道的天线相位控制技术、高清图传和数据链系统等 30 多项新技术和新产品均取得重大进展，某些已在产品中成功应用。

图 5：公司置入军事通信资产营收情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司 2015Q1-2016Q4 营收及净利润情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

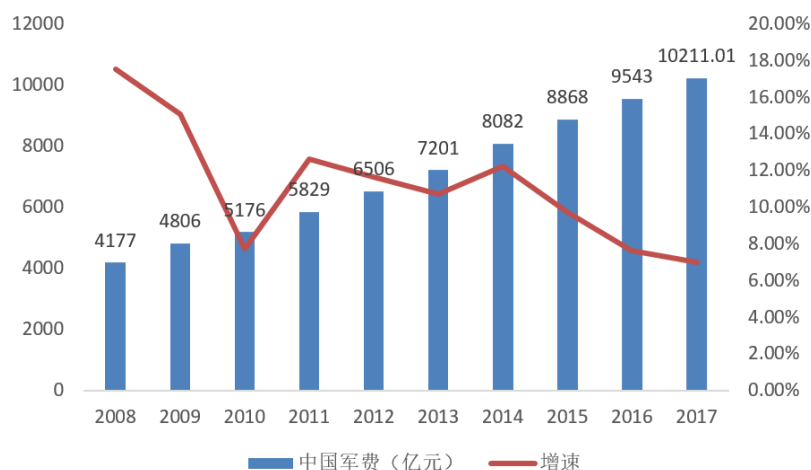
在重大资产重组时，公司承诺置入资产 2015-2017 年净利润合计不少于 1.64 亿元、1.89 亿元和 2.20 亿元。2015 年，由于部分客户受军改等客观因素影响导致采购滞延，外加南京华讯部分产品年末发货时间出现偏差，相应的跨期收入、成本、利润直至 2016 年上半年才进行确认，进而影响了置入资产的盈利水平，置入资产扣非后净利润为 8719 万元，未实现当期业绩承诺。随着军改对下游客户影响逐渐消除，公司军事通信主营业务发展驶入快车道，置入资产在 2016 年表现较好，实现盈利目标，公司整体扭亏为盈。2016 年，南京华讯实现净利润 2.27 亿元，主要由于公司研发的新产品已陆续定型、列装，填补了原来的空白领域和市场，同时跨期的收入、成本、利润都得到了确认。同期，成都国蓉实现净利润 630 万元。

2. 军事通信产品市场快速发展，军队信息化建设势不可逆

2.1. 中国国防开支逐年增加，军工通信产业持续受益

过去十年我国国防费预算不断增加，总体规模保持平稳增长，军工通信产业保持较高的行业景气度。中国国防白皮书指出，近十年我国国防工业建设进入补偿式发展阶段，总体保持着两位数的增速，主要原因是国防建设补短板的迫切需求。近年来，经济增速放缓、产业结构调整和其他领域高支出致使财政支出承压，国防军费增速虽在 2016 年下降到 7.6%，但相对于我国 GDP 增速仍属于适度增长。

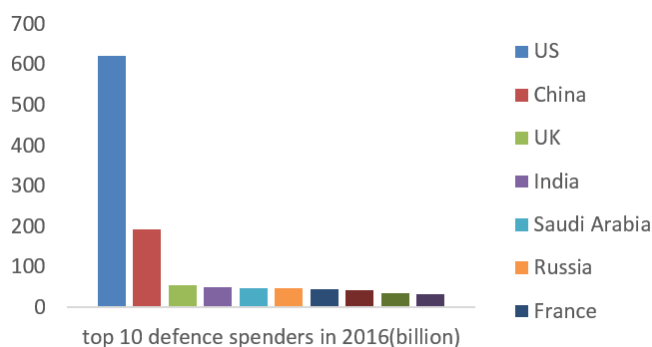
图 2：2008-2017 年中国军费开支情况



资料来源：网易军事，安信证券研究中心

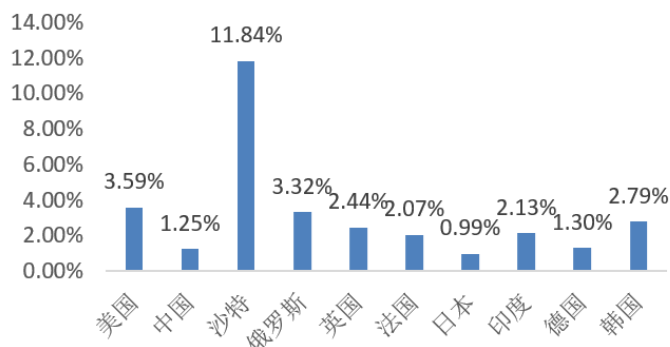
从世界范围来看，我国军费支出占 GDP 比重或将提升。根据《简氏防务周刊》最新发布的世界各大国军费支出排名，2016 年国防支出排名前十位的国家分别是美国、中国、英国、印度、沙特阿拉伯、俄罗斯、法国、日本、德国和韩国。我国虽然国防费用绝对值高，排名第二，但是根据侠客岛的统计，中国过万亿的军费平均到个人仅有 700 元左右，相当于美国的 1/18、英国的 1/9、法国的 1/7、俄罗斯和日本的 1/5。虽然中国的国防支出呈现增长趋势，但中国的国防支出占中国 GDP 的比重只有 1.3% 左右，且多年来一直处于该水平，远低于世界主要大国国防支出的 GDP 占比。因此，未来中国国防开支及军费预算仍有提升的空间，军工通信产业有望受益于此并保持较高的行业景气度。

图 3：2016 年各国军费开支（单位：十亿美元）



资料来源：简氏防务周刊

图 4：2016 年各国军费占 GDP 比重



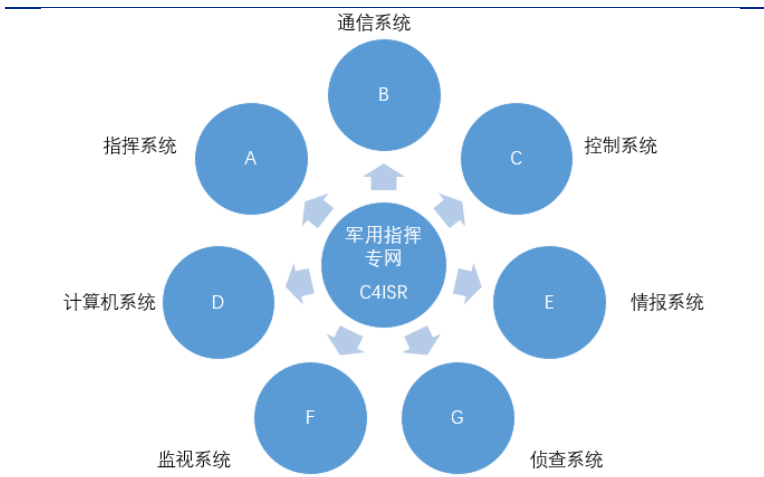
资料来源：侠客岛

2.2. 中国军队信息化建设正值高峰期，C4ISR 支出占比逐年提高

中央军委在 2016 年颁发的《军队建设发展“十三五”规划纲要》中提出，到 2020 年，军队要如期实现国防和军队现代化建设“三步走”发展战略第二步目标，基本完成国防和军队改革目标任务，基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。“十三五”期间是我国国防升级换代的关键时期，《规划纲要》反复强调军队信息化建设的强烈需求及打赢信息化战争的重要性，我国军事信息化建设正在从“单项信息技术应用”向“信息系统集成”转型，而 C4ISR 系统是现代信息化战争中必不可少的作战系统，代表了“武器系统化、国防信息化”的最高水平。

作为现代军队的神经中枢，C4ISR 承载着控制、指挥、通信、情报侦查、监视的复合功能，以通信技术为核心，通过电脑自动化完整整合各军种管制指挥体系，武器装备显示控制等高度复杂资讯，以期追求最大化战果。C4ISR 系统的全球化、网络化、一体化和实时化特征，从根本上改变了传统的战略、战役和战术的区分概念，达到数字化信息高速、实时、准确地共享，最终实现部队指挥、控制、通信和情报的高效及时控制。

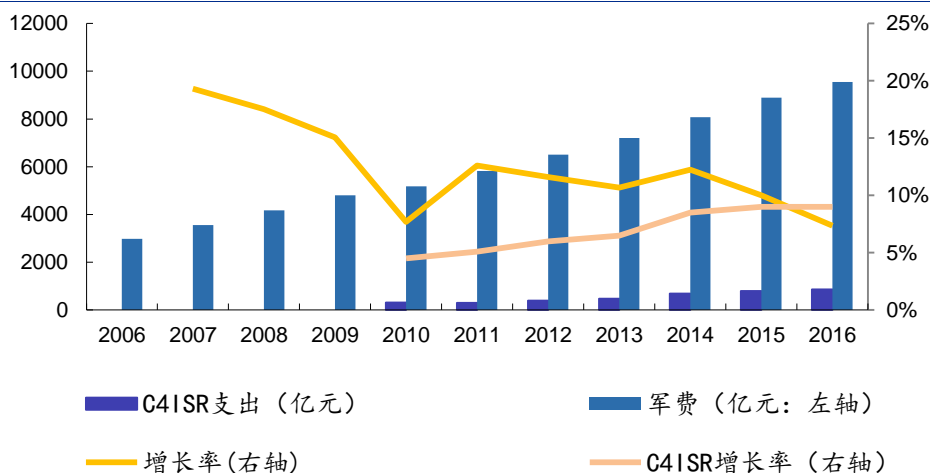
图 5: C4ISR 系统



资料来源: 中国产业信息网

根据中国产业信息网统计,2015 年我国国防开支约为 8890 亿元,其中 C4ISR 支出约为 800 亿元,面对日益复杂的南海局势、台海局势、半岛局势等地缘政治风险,武器装备的有效性和信息化比例将大幅提升,预计到 2020 年中国 C4ISR 支出占比将达到 15%,投入将达到 2000 亿。伴随 C4ISR 支出占比的逐步提高,未来军事信息化支出增速将明显高于我国军费增长率,中国产业信息网预计未来 5-10 年军工信息化投入复合增速有望达到 20%,成长可期。

图 7: 中国军费及 C4ISR 支出及增长情况



资料来源: 斯德哥尔摩国际和平研究所, 安信证券研究中心

根据电科防务研究统计,全球 C4ISR 市场在 2014 年时规模已达到 1060 亿美元,年平均复合增长率为 2.9%。其中,对 C4ISR 重点投资的国家包括沙特阿拉伯、日本、印度和澳大利亚,投入趋少的有法国、意大利和英国等,而 C4ISR 投入最多的仍是美国,美国在卫星、雷达、电子战等多个领域仍拥有绝对话语权。中国 C4ISR 起步较晚,目前仍处于机械化尚未完成,信息化刚刚起步阶段,发展潜力巨大,尤其是在军事信息化装备的对比上,与美军仍有极大差距,仍需军工研究所和企业仍将加大投入和建设。而华讯方舟主营产品围绕 C4ISR 构建,其无线数据中心站、无线数据转发站可应用于 C4ISR 指挥控制系统,智能自组网数据通信台站、小型数据链终端可用于 C4ISR 的通信系统,监测电台可用于 C4ISR 的侦察系统,由此可见公司有望持续在中国军队信息化建设中获得更多的发展机会。

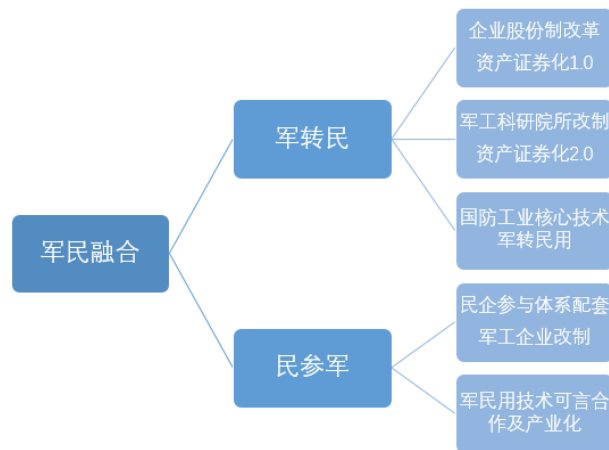
2.3. 军民融合打破行业壁垒，为公司在国防军工领域深入发展奠定坚实基础

军民融合主要分为两层含义，一是“军转民”，就是军事技术在民间的使用；二是“民参军”，即民营主体参与军工市场（同时也包涵民间资本进入国防科技工业投资建设领域，民营企业有序参与军工企业的改组改制）。“民参军”为公司分享国家军队建设的红利提供了保障。

军民融合一方面通过“军转民”扩大运用空间，壮大产业规模同时反哺军工；另一方面通过“民参军”引入优秀的民用技术，通过竞争调动军企的活力促进军工技术的发展。民企进入军工领域，不仅可以节省国防军工的研发开支和产能投资；更重要的是可以通过市场化的竞争，降低军方在军品上的采购成本，因此军民融合是强军的基石。

因此，国内军事信息化建设的举措为公司提供了很大的潜在市场，而军民融合政策的推行更让公司从中获得拓展市场的重大机会。据公司公告，在国家大力推行军民融合的政策引领下，2017 年我国的民参军占比预计提升至 36%左右，因此 2017 年民参军的市场规模预计约 1,236 亿左右，市场潜力亟待开发。

图 6：军民融合政策主要方向



资料来源：中国产业信息网

我国“十三五”规划亦积极推进军民深度融合发展，提出改革国防科研生产和武器装备采购体制机制，加快军工体系开放竞争和科技成果转化，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域，加快军民通用标准化体系建设。近年来，由国家发改委设立的经济与国防协调发展司，军委战略规划办设立的军民融合局及武器装备科研生产体系部际协调组的影响力越来越大。《中国军民融合发展报告 2016》中提出，我国全军武器装备采购信息网正式上线运行、探月工程面向社会资本开放、国内首家军民融合发展协会成立，都意味着我国军民融合管理体系建设正在不断健全。未来我国有望诞生一批高速成长的民营军工企业，在军民深度融合的政策大背景下，有望突破行业壁垒，进一步深耕国防军工领域，从而实现弯道超车。

表 2：2007-2016 年我国军民融合政策总结

时间	部门	政策
2007.01	国防科工委	《关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》
2007.03	国防科工委	《关于非公有制经济参与国防科技工业建设的指导意见》
2007.06	国防科工委、发展改革委和国资委	《关于军工企业股份制改造的指导意见》
2007.08	国防科工委	《关于进一步推进军用技术向民用转移的指导意见》
2008.03	国务院、中央军委	《武器装备科研生产许可管理条例》
2009.01	总装备部、国防科工局、国家保密局	《武器装备科研生产单位保密资格审查认证管理办法》

2009.02	总装备部	《关于加强竞争性装备采购工作的意见》
2009.12	国防科工局	《国防科技工业社会投资领域指导目录（放开类 2010 年版）》
2010.05	国务院	《关于鼓励和引导民间资本投资健康发展的若干意见》
2010.10	国防科工委	《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》
2011.04	国家发改委、财政部、总装备部	《关于进一步推进军品价格工作改革的指导意见》
2012.06	国防科工局、总装备部	《关于鼓励和引导民间资本进入国防科技工业领域的实施意见》
2013.11	中共中央	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》
2014.04	工业和信息化部	《促进军民融合式发展的指导意见》
2014.05	总装备部、国防科工局、国家保密局	《关于加快吸纳优势民营企业进入武器装备科研生产和维修领域的措施意见》
2014.06	财政部、税务总局	《财政部国家税务总局关于军品增值税政策的通知》
2014.06	总装备部	《关于发布装备承制单位资格审查申请受理点的通知》
2014.07	总装备部	《中国人民解放军竞争性装备采购管理规定》
2014.12	国防科工局综合司、总装备部综合企划部	《关于印发<武器装备科研生产许可与装备承制单位资格联合审查工作规则（试行）>的通知》
2015.01	财政部	《政府与社会资本合作项目政府采购管理办法》
2015.03	国防科工局	《2015 年度军民融合专项行动计划》
2015.04	工信部	《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》
2015.12	中央军委	《关于深化国防和军队改革的意见》
2016.03	国防科工局	《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》
2016.03	国务院办公厅、国防科工局	《推进国防科技工业军民融合深度发展的若干政策措施》
2016.05	国防科工局	《国防科技工业军民融合深度发展“十三五”规划》
2016.07	中共中央、国务院、中央军委	《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

3. 积极构建卫星通信全方位产业生态链，大股东实力突出

3.1. 研发实力强，技术优势凸显

公司一向重视研发投入，以技术创新走在市场前列，并且主动建立全球领先的人才体系和技术体系，已积累了新型超宽带相控阵天线、全彩、通透型头戴显示设备、电磁信息、特种飞行器、数字伺服控制、精密与超精密光电集成、光电及无人系统集成与产品总装总调等一系列企业核心技术能力。公司产品在众多领域形成了科研及批产优势，如特种电源、航空稳瞄、制导与控制、飞机自动操控装置、无线智能天线技术、定向天线自组网技术、恒模调制和单载波频域均衡技术等领域，技术优势明显。

公司重大资产重组时，承继了大股东军工通信业务研发团队，在此基础上进一步补充了专业人才；同时，公司与包括电子科技大学、国防科技大学、哈尔滨工业大学、解放军理工大学、四川大学在内的数十家著名高校和科研机构合作，建立了长效技术合作和人才培养机制。截至 2016 年 12 月 31 日，公司累计共申请了 108 项专利，获得授权 54 项，其中 5 项发明专利，45 项实用新型专利，4 项外观设计专利。

公司从 2016 年开始快速加大了对研发费用的投入，新申请发明专利与实用新型专利、软件著作权 52 项，除对现有无线通信产品、安全信息产品、无线电监测产品、特种电源产品等优势产品进行持续进行技术开发与升级，公司同时加大对新技术、新产品的研发力度。南京华讯自主研发全彩增强现实（AR）头戴显示设备，攻克了各项新型显示技术难点，并且有多项该类产品交付客户使用，且公司引进仿真、传真、智慧物联、卫星载荷、特种芯片团队、大数据等高科技团队，进一步扎实公司核心技术实力。成都国蓉的控数采及遥测无线数传、热核聚变大功率脉冲电流源技术、新能源冷链车温度远程监控系统、通过单板实现 384 个通道的天线相位控制技术、高清图传和数据链系统等 30 多项新技术和新产品均取得重大进展，某些已在产品中成功应用。公司系统技术子公司的 HighLine-E6 型便携式固定翼电动无人机，

已经开始与意向用户接洽，而北京华鑫子公司也拥有大批在研项目，具体包括导引头项目、光电吊舱项目、小型无人多功能武装机器人、消防无人车与无人靶车、光学导引头干扰模拟设备等。公司 2016 年度发生研发费用 6784 万元，同比增长 483.98%，公司重视研发投入，创新能力稳步提升。

图 8：公司荣誉资质情况



资料来源：公司官网

3.2. 大股东实力雄厚，致力于打造以太赫兹通讯为主要载体的卫星宽带网络

1) 四大基地、七大事业部成就卫星、微波产业链龙头，子公司未来有望多点开花

华讯方舟科技为公司大股东，是一家专注于高速移动下宽带通信技术研发和应用的国家级高新技术企业，业绩连续多年保持高速增长，2016 年产值近 130 亿元，是全球领先的移动宽带网络综合服务商。华讯方舟科技设有涵盖深圳运营总部、荆州微波生产基地、成都云计算基地、长春高铁通信基地在内的四个基地，以及包括上海自贸区华讯、前海华讯等在内的二十余家分、子公司，并积极打造自有园区品牌“中国天谷”基地，旨在成为国内首个集卫星互联网研发、商业运营、产业孵化演进的全产业链创新园区，目前产业基地一期项目已顺利封顶。经过多年发展，华讯方舟科技建立了从微波到毫米波到太赫兹的技术路线，产品及解决方案涉及高通量卫星及卫星网络、太赫兹、微电子、智慧教育、智慧物流等多个领域，下设微波通讯、卫星通信、卫星通信运营、太赫兹安检、微电子、湖北制造及教育科技七大事业部，产品线丰富。

图 8：华讯方舟科技发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2) 科技研发能力卓越，合作伙伴遍布全球

华讯方舟科技下设一家市级太赫兹科技研究院和通信技术研究院（下辖五家分院），一个省级研发中心及两个联合研发中心（毫米波-太赫兹辐射源研究中心及无牙联合研究中心），建立了院士专家企业工作站、博士后创新实践基地等。科技集团现有研发人员 1080 人，占员工总数的 50% 以上，囊括了中科院院士、三位美国 NASA 实验室专家、三名中国国家千人计划学者、中国百人计划学者、孔雀团队、及世界知名院校专家在内的行业精英。其科研成果已广泛应用于卫星通讯、卫星互联网、超高速移动通信、智慧城市、安检成像等行业领域，且集团公司产品拥有高质量、稳定的下游客户群。根据公司披露，世界五大顶级民营卫星运营商、微软公司，我国十大军工集团、三大电信运营商以及两大石油集团等都是公司长期紧密合作的伙伴。

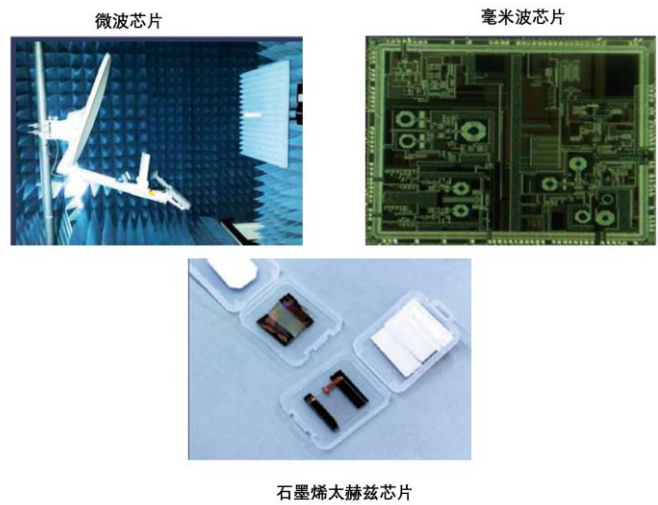
在微波领域，华讯方舟科技采用独特的空间传输协议，避免了地面关口站与卫星网络节点星之间协议转换，已形成一套完整的大系统，可兼容 Ku、Ka、Q 波段，现已拥有成熟的产品系列。在毫米波领域，华讯方舟科技已研发出将射频与天线融于一体，具有颠覆性的毫米波芯片，滤波器直接镶嵌进芯片，为未来平板式阵列天线创造条件。在太赫兹领域，华讯方舟科技是全球唯一一家可拥有半导体、光学与电子学相结合、光学三种方式获取太赫兹源的公司，现已能进行 750GHz 的测试并逐步向 1500GHz 推进，居于世界领先技术水平。凭借太赫兹领域的技术优势，未来公司将进一步聚焦人体安检影像、太赫兹波谱生物检测、太赫兹深空探测等涵盖从电子学到光子学的 0.1GHz-10THz 范围的太赫兹全方位的产品开发。

图 9：华讯方舟科技研发平台



资料来源：公司官网

图 10：华讯方舟科技主要技术



资料来源：公司官网

3) 产业布局完善，聚焦太赫兹技术及卫星通信网络

华讯方舟科技已经形成了从半导体元器件到微波大系统、毫米波大系统以及太赫兹微电子系统的业务体系，且催生了从半导体元器件到下一代移动宽带网络应用的全方位产业生态链，未来华讯有望成为以大宽带 KA 卫星应用和太赫兹成像成谱技术应用为支柱的全球性平台公司。

◇ 卫星通信网络

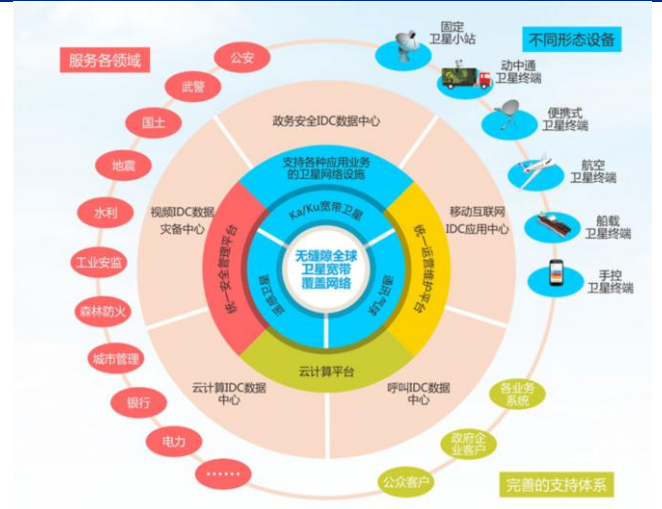
以大宽带 KA 卫星为载体的卫星网络不仅可以实现传统的跨区域通信，基于其频带宽、频率高、天线增益大、用户端天线更小更轻便于灵活移动和使用等诸多优势，可广泛应用于城建监控、灾害预警、农业产量分析、交通智能指挥、远程教育等领域。公司领衔我国民营卫星通信系统市场，已经成为全球五大卫星公司的服务商，与美国波音、劳拉、休斯等国际卫星通信巨头展开合作，积极由打造由 3 颗 KA 系列高轨卫星、108 颗遥感卫星组成的卫星网络，旨在实现每十分钟刷新全球数据、高精度遥感数据检测及全球网络的无缝覆盖。依托其现有的卫星宽带资源，以及配套的地面卫星主站和控制管理系统，华讯致力于为用户提供 VSAT 通信、卫星电话、卫星数据专线、卫星视频传输及卫星远程教育等业务，建立以天地卫星通信、地面无线网络通信及综合应用为主体的“天地一体”化服务体系。

图 11：华讯方舟科技“天地一体”卫星互联网系统架构



资料来源：公司官网

图 12：华讯方舟科技卫星宽带通信网络平台



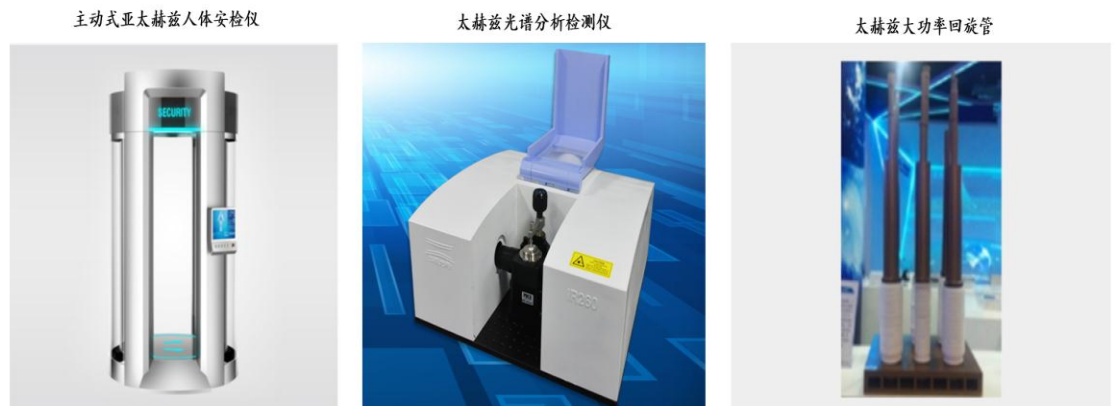
资料来源：公司官网

◇ 太赫兹技术

基于太赫兹带宽宽、高保密、抗干扰等特点，太赫兹通讯成为继微波和光通信又一重要通信频段，是通信发展的一大趋势。作为太赫兹协同创新中心的唯一民营企业成员，华讯方舟科技早在 2014 年底就已经能够进行 750GHz 的测试，技术水平行业领先，在太赫兹安检成像技术和太赫兹生物检测技术方面取得了卓越的成绩。

目前华讯方舟科技有待量产的太赫兹技术产品主要包括：(1) 主动式亚太赫兹人体安检仪：该产品利用太赫兹波穿透衣服的特性，采用调频连续波和合成孔径雷达的成像算法获得人体三位全息图像，图像距离分辨率小于 10mm, 横向分辨率小于 5mm, 成像时间小于 2 秒，每小时通过安检人数可达 400-600 人，有效的解决了人员安全检查的问题。TAI-30 人体安检仪于 2016 年 6 月首次亮相第四届中国机场安全（安保）大会，其三维全息成像分辨力、扫描成像处理时间、危险物品检测能力等关键指标都居于国际先进水平，产品获得一致认可。(2) 太赫兹光谱分析检测仪：依托红外、太赫兹波以及丰富的太赫兹物质数据库，实现对食品、药品和毒品的识别、鉴别和检测。(3) 太赫兹大功率回旋管：太赫兹波发射源（回旋管）、电源和天线是太赫兹主动拒止武器系统的基本组成部分，经过多年研究，华讯目前已经拥有三项世界领先的产生太赫兹源的方法。由太赫兹研究院院长刘盛纲院士独创的双电子注回旋管可以同时工作在两个不同频率（0.11THz 和 0.22THz），由于两个电子注间的非线性耦合，高次回旋谐波对立模式的功率得到显著增强（输出功率为 20KW）。华讯于 2016 年 4 月成功研发出世界首块太赫兹芯片，太赫兹的辐射和探测领域依旧是公司重点在研的方向，另外，太赫兹微流控系统以及太赫兹通讯都将是亟待突破的前沿技术领域。

图 13: 公司部分太赫兹技术产品



资料来源: 公司官网

4. 盈利预测与估值

受益于我国国防开支的逐年增加、军队信息化建设高峰期带来的市场空间、C4ISR 支出占比的大幅提高以及军民深度融合带来的市场扩展机会, 公司军工通信主业进入快速成长阶段。并且, 公司在军事通信领域技术优势明显, 且大股东华讯方舟科技实力雄厚, 集团资产横跨众多前沿科学领域, 在卫星通信及太赫兹技术应用领域研发能力领衔全球, 客户结构优质稳定, 为公司核心竞争力提供强而有力的支撑的同时有望带来更多资源整合的机会。我们预计公司 2017-2019 有望实现净利润 2.65 亿、3.95 亿、5.54 亿元, 2017-2019 年 EPS 分别为 0.35/0.52/0.73 元, 对应 PE 分别为 53/36/26 倍。

表 3: 可比公司估值比较

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	PB (X)	EPS (元)			PE(倍)		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
000547.SZ	航天发展	15.37	219.73	4.23	0.17	0.28	0.34	90.05	49.96	41.47
600118.SH	中国卫星	32.97	389.87	7.99	0.34	0.38	0.43	98.04	87.28	77.25
002023.SZ	海特高新	14.07	106.48	2.88	0.05	0.20	0.37	259.40	70.06	37.89
002829.SZ	星网宇达	44.00	66.88	9.68	1.29	0.62	0.85	91.21	70.70	51.96
			平均	6.19	0.46	0.37	0.50	134.67	69.50	52.14
000687.SZ	华讯方舟	18.62	141.02	10.51	0.21	0.35	0.52	88	53	36

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

备注: 收盘价日期为 2017 年 4 月 14 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期

参考可比公司 2017 年动态 PE 69 倍的水平, 考虑到公司在军工技术方面的研发实力及军工信息化前景广阔, 维持 6 个月目标价 26.00 元、对应 2017 年动态 PE 74 倍, 维持“买入-A”评级。

5. 风险提示

军事通信市场竞争加剧、军事信息化投资不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	877.9	1,603.1	2,324.4	3,138.0	4,236.3	成长性					
减:营业成本	797.4	1,174.6	1,789.8	2,416.3	3,249.2	营业收入增长率	21.5%	82.6%	45.0%	35.0%	35.0%
营业税费	8.2	11.5	16.9	24.8	31.6	营业利润增长率	511.3%	-159.9%	56.3%	56.9%	47.1%
销售费用	11.9	24.2	33.0	46.4	63.1	净利润增长率	-1998.1	-159.0%	64.2%	49.4%	40.1%
管理费用	164.3	151.4	174.3	235.4	322.2	EBITDA 增长率	-346.4%	-243.5%	19.1%	34.3%	45.8%
财务费用	18.3	77.5	32.4	-8.7	-11.1	EBIT 增长率	811.7%	-194.8%	19.3%	36.1%	47.5%
资产减值损失	278.5	1.4	99.1	118.0	72.8	NOPLAT 增长率	651.7%	-171.9%	55.9%	25.9%	43.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.5%	29.2%	-30.2%	35.5%	19.0%
投资和汇兑收益	129.0	0.1	75.4	93.0	78.0	净资产增长率	-29.3%	20.7%	19.1%	23.9%	26.9%
营业利润	-271.8	162.7	254.3	398.8	586.5	利润率					
加:营业外净收支	9.3	36.9	1.0	11.7	4.8	毛利率	9.2%	26.7%	23.0%	23.0%	23.3%
利润总额	-262.4	199.6	255.3	410.5	591.4	营业利润率	-31.0%	10.2%	10.9%	12.7%	13.8%
减:所得税	10.5	42.2	-7.6	19.4	45.1	净利润率	-31.1%	10.0%	11.4%	12.6%	13.1%
净利润	-273.2	161.1	264.5	395.1	553.5	EBITDA/营业收入	-20.1%	15.8%	13.0%	12.9%	13.9%
						EBIT/营业收入	-28.9%	15.0%	12.3%	12.4%	13.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	260	11	5	3	1
货币资金	321.1	1,259.0	539.5	514.0	837.3	流动营业资本周转天数	136	117	71	50	74
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	500	439	432	326	305
应收账款	116.3	452.2	116.2	524.7	405.8	应收账款周转天数	28	64	44	37	40
应收票据	337.6	7.1	1,477.9	124.7	1,802.3	存货周转天数	59	19	65	45	43
预付账款	543.7	608.0	79.5	1,342.6	453.2	总资产周转天数	1,060	738	644	481	419
存货	22.2	144.9	692.4	91.6	920.6	投资资本周转天数	620	413	273	196	183
其他流动资产	2.5	96.0	109.7	69.4	91.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-24.6%	12.0%	16.5%	19.7%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-10.4%	4.0%	6.0%	9.8%	9.4%
长期股权投资	-	30.0	30.0	30.0	30.0	ROIC	-18.6%	11.8%	14.2%	25.7%	27.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	59.9	40.4	28.9	17.5	6.1	销售费用率	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%
在建工程	0.5	79.7	79.7	79.7	79.7	管理费用率	18.7%	9.4%	7.5%	7.5%	7.6%
无形资产	36.6	37.1	33.9	30.7	27.5	财务费用率	2.1%	4.8%	1.4%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	1,187.0	1,187.2	1,191.6	1,186.0	1,185.8	三费/营业收入	22.2%	15.8%	10.3%	8.7%	8.8%
资产总额	2,627.5	3,941.6	4,379.4	4,010.9	5,839.8	偿债能力					
短期债务	793.0	942.8	-	-	-	资产负债率	56.7%	65.1%	62.6%	49.4%	55.9%
应付账款	306.5	145.4	1,714.0	717.1	1,666.9	负债权益比	130.7%	186.8%	167.5%	97.8%	126.8%
应付票据	-	200.0	50.8	132.1	195.8	流动比率	0.91	1.65	1.31	1.78	1.72
其他流动负债	378.8	266.6	532.1	653.2	765.6	速动比率	0.89	1.56	1.01	1.71	1.37
长期借款	-	27.4	-	-	-	利息保障倍数	-13.83	3.10	8.84	-44.88	-51.61
其他非流动负债	10.4	985.2	445.4	480.3	637.0	分红指标					
负债总额	1,488.8	2,567.4	2,742.4	1,982.7	3,265.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	26.8	32.5	30.9	26.9	19.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	757.4	757.4	757.4	757.4	757.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	354.6	584.3	848.8	1,243.9	1,797.5						
股东权益	1,138.7	1,374.2	1,637.1	2,028.3	2,574.5						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	-0.36	0.21	0.35	0.52	0.73
净利润	-272.9	157.4	264.5	395.1	553.5	BVPS(元)	1.47	1.77	2.12	2.64	3.37
加:折旧和摊销	77.5	14.3	14.6	14.6	14.6	PE(X)	-51.6	87.5	53.3	35.7	25.5
资产减值准备	278.5	1.4	-	-	-	PB(X)	12.7	10.5	8.8	7.0	5.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	70.8	16.3	-19.7	-528.3	42.7
财务费用	23.6	87.8	32.4	-8.7	-11.1	P/S	16.1	8.8	6.1	4.5	3.3
投资损失	-129.0	-0.1	-75.4	-93.0	-78.0	EV/EBITDA	-118.9	48.9	46.3	34.7	23.5
少数股东损益	0.2	-3.7	-1.6	-4.0	-7.2	CAGR(%)	-212.7%	51.4%	162.8%	-212.7%	51.4%
营运资金的变动	-408.2	-259.8	608.4	-523.2	-388.2	PEG	0.2	1.7	0.3	-0.2	0.5
经营活动产生现金流量	-338.4	6.0	842.9	-219.1	83.6	ROIC/WACC	-1.8	1.1	1.4	2.4	2.6
投资活动产生现金流量	-1,084.5	-84.1	77.2	92.7	77.6	REP	-7.3	5.3	7.1	2.9	2.3
融资活动产生现金流量	1,259.8	786.9	-1,639.7	100.9	162.0						

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

夏庐生、王书伟声明，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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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