

2019年10月23日

中国电器 (688128.SH)

家电智能制造领头羊,国内电器标准权威

国内电器标准制定领导者和领先的家电智能工厂系统解决方案供应商: 公司是国内家电标准制定权威和家电智能装备的龙头,主营业务包括质量技术服务、智能装备、环保涂料及树脂三大领域。有赖于海外业务参与“一带一路”拓展顺利,公司的第一大业务智能装备增速显著提升;环保涂料及树脂业务受益于国家环保政策推动的行业转型,未来将因“漆转粉”趋势获得新的增长点;公司近期在其权威的质量技术服务领域加大了投资,预计落地后此领域业务将加速增长,行业领先地位进一步巩固。

研发能力高先发优势强,人才储备多技术应用广: 公司前身是专业科研院所,具有几十年先于我国家电行业成型的研究经验,在家电智能制造和技术服务领域具有一般企业无法企及的先发优势。公司目前共持有425项国内发明、应用、外观专利。公司的高管多数有海内外知名院校相关专业的科研/生产经验,并有300余人的研发团队和若干国务院津贴专家等等人才储备。主营三大业务领域则有22项各种核心技术,且大多数已经实现科技成果转化,

公司海外市场大、紧跟政策红利,上游掣肘却很少: 公司由于两大原因拥有成熟的海外业务。其一是公司是我国少数几家在国际上得到包括发达国家同行在内认可的家电标准制定者,其次则是积极响应“一带一路”战略,向正在家电普及的眼线国家输出技术和生产设备成品。涂料业务则完美踏准国家级战略部署,公司着重部署的粉末涂料产业已经是我国战略新兴产业之一。公司上游原料多为大宗商品,供应充足,仅受其价格波动影响,而所用能源多为电能,价格波动幅度小。公司上游供应商集中度低,不存采购渠道被少数供应商垄断的风险。因此公司对上游的议价能力较强,不易受制。

募投项目既扩产能,基础研究两步走: 本次拟募资10.09亿元建立电器质量基础研究项目、重大技术装备环境适应性公共技术服务平台项目。前者是公司在家电技术和质量服务领域的又一R&D性质项目,着力于继续巩固公司在技术标准等传统强势产业的领头羊地位,后者则是对公司传统强项检测业务的智能制造再升级。此外,这10.09亿元中还包括公司在环保涂料领域的扩产项目。公司产研相辅;长期研发;短期生产的策略已经十分成熟。

盈利预测和估值: 我们预计公司2019-2021年的EPS为0.60、0.69、0.82元(按IPO发行股份全面摊薄)。根据绝对估值法,我们得出公司询价区间为14.96-17.91元;根据相对估值法,我们认为公司上市后的合理价格区间为17.25-20.70元,对应20年PE估值为25-30倍。

风险提示: 行业竞争加剧、下游行业周期波动风险、境外经营风险、发行失败风险等。

公司新股分析

证券研究报告

询价区间:	14.96 - 17.91 元
定价区间:	17.25 - 20.70 元

发行数据

总股本(万股)	35,450
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	中信建投证券股份有限公司
发行日期	2019/10/25
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

股东信息

中国机械工业集团有限公司	54.00%
广州凯天投资管理中心(有限合伙)	27.00%
浙江正泰电器股份有限公司	11.00%
国机资本控股有限公司	6.00%
建信(北京)投资基金管理有限责任公司	2.00%

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

吴用

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518070003
wuyong1@essence.com.cn

彭广春

报告联系人

penggc@essence.com.cn

丁肖逸

报告联系人

dingxy@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,942.4	2,597.8	2,901.6	3,520.4	4,283.9
净利润	111.9	206.9	243.4	279.3	330.0
每股收益(元)	0.32	0.58	0.60	0.69	0.82
每股净资产(元)	2.78	2.88	3.77	4.46	5.35
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	29.4%	29.7%	30.9%	30.6%	30.4%
净利润率	5.8%	8.0%	8.4%	7.9%	7.7%
净资产收益率	11.3%	20.2%	16.0%	15.5%	15.2%
ROIC	59.8%	40.5%	42.4%	24.8%	32.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司简介：国内电器标准制定领导者和领先的家电智能工厂系统解决方案供应商	5
1.1. 智能装备业务国内领先，亦是我国电器行业标准最重要制定人之一.....	5
1.2. 公司股权结构：国资持股，股权集中度较高.....	6
2. 行业分析：智造升级带来需求，检测产业高速发展	7
2.1. 国内需求端看改智能制造升级，“一带一路”推动海外业务增量.....	7
2.2. 检测行业市场空间大，行业水平提升终将迎来洗牌.....	8
2.3. 环保政策推动“漆改粉”，宽应用市场需求增长高.....	8
3. 公司分析：三大主营业务国内领先，技术储备雄厚研发能力强	9
3.1. 业绩高增长，盈利能力大幅回升.....	9
3.2. 技术储备科研实力保障三大业务高增长.....	9
3.3. 公司原材料掣肘较小，对上游议价能力较强.....	11
4. 募资项目分析：基础研究投入大布局长远，质量技术服务或起飞	13
5. 盈利预测与公司估值	14
5.1. 盈利预测.....	14
5.2. 绝对估值法：每股价值为 14.96-17.91 元.....	14
5.3. 相对估值法：合理价格区间为 17.25-20.70 元.....	15
6. 风险因素	17

图表目录

图 1：公司三大主营业务领域营收情况（亿元）.....	5
图 2：2019Q1 各业务领域营收占比.....	5
图 3：公司主营收入情况按照地域区分（亿元）.....	6
图 4：2019 年 Q1 报告期内销售收入前五客户.....	6
图 5：中国电器发行前股权结构图.....	6
图 6：2014-2018 年家用电器和音像器材零售额（亿元）.....	7
图 7：2014-2017 年家用电器行业固定资产投资（亿元）.....	7
图 8：2013-2017 年检测检验市场规模（亿元）.....	8
图 9：2016-2018 年电器行业检测市场规模（亿元）.....	8
图 10：2015-2018 年公司营收及增速（亿元）.....	9
图 11：2015-2018 年公司归母净利润及增速（亿元）.....	9
图 12：公司与子公司所持专利数量（项）.....	10
图 13：公司主要化工原材料价格（元/千克）.....	12
图 14：19 年 Q1 前五大供货商采购额占比.....	12
表 1：近年国家级粉末涂料产业相关政策.....	8
表 2：公司主营业务核心技术一览.....	9
表 3：公司和行业内类似公司研发费用占比.....	10
表 4：核心技术人员及其贡献一览.....	11
表 5：公司募资项目信息汇总.....	13
表 6：中国电器经营模式.....	14
表 7：中国电器盈利预测.....	14
表 8：中国电器绝对估值假设.....	15
表 9：针对折现率（WACC）和永续增长率的敏感性分析.....	15

表 10: 可比公司估值情况..... 15

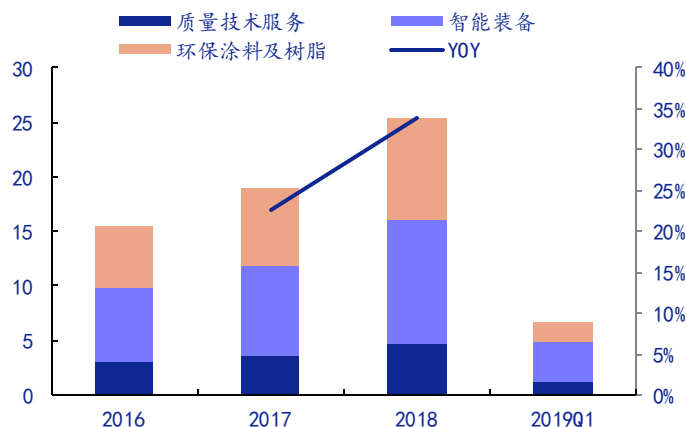
1. 公司简介：国内电器标准制定领导者和领先的家电智能工厂系统解决方案供应商

1.1. 智能装备业务国内领先，亦是我国电器行业标准最重要制定人之一

中国电器研究院股份有限公司设立于 1987 年 12 月 22 日，注册资本 3.55 亿元，法定代表人为秦汉军。公司前身及其科研业务可追溯至 1958 年成立的第一机械工业部广州电器科学研究所，是我国首批转制科研院所之一。公司长期从事电器产品环境适应性基本规律与机理研究，致力于提升我国电器产品在各种应用场合和复杂环境中的性能和质量水平。

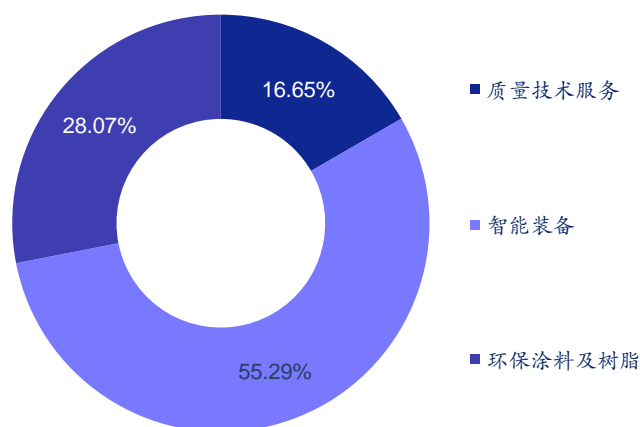
公司主营业务主要分为三个领域：质量技术服务、智能装备、环保涂料及树脂。其中智能装备业务自 2016 年来营收占比不断上升，截至 19Q1 已经超过公司总营收的 55%，是公司第一大业务。公司也是 2017 年工信部确定推荐的第一批 23 家智能制造系统解决方案供应商之一，是广东省战略性新兴产业骨干企业（智能制造领域）、“广东省装备制造业骨干企业”。

图 1：公司三大主营业务领域营收情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 2：2019Q1 各业务领域营收占比

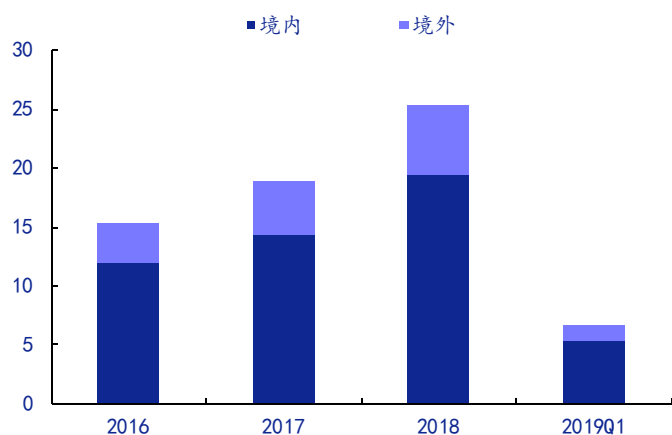


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司的另一个行业领先的业务是质量技术服务。16/17/18 年营收占比分别为 19.98%/19.29%/18.37%。公司在我国电器行业具有较强的标准制订能力，自 1980 年以来，公司累计主持和参与制修订 1,000 多项国际、国家、行业和地方标准，拥有超过 20 项核心技术，在公司强大的电器共性技术研究能力加持下，已经形成了检测、认证以及相关延伸一站式质量技术服务模式。公司在检测业务领域是中国本土最早获得 IECCE 认可的 CB 试验室之一，也是中国 NCB 签约试验室中出具 CB 报告最多的试验室。认证领域方面，公司是国家认证认可监督管理委员会授权的中国强制性产品认证机构，是海湾 GSO 授权的两家 GCC 标志认证机构之一；是中国本土获得沙特 SASO 授权的三家发证机构之一；是中国本土获得埃及 GOEIC 授权的两家发证机构之一。

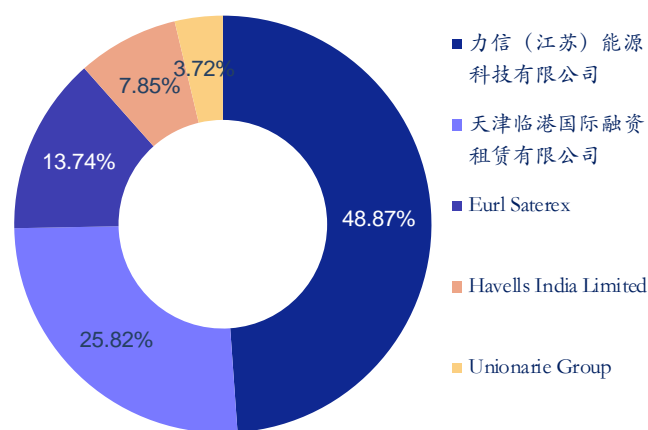
公司积极参与“一带一路”，下游海外客户分量不低。公司的海外业务营收长期稳定在 20% 以上水平。2019Q1，得益于倚靠技术优势对“一带一路”沿线国家的技术输出，公司前五大客户中就有三家是境外客户。

图 3：公司主营收入情况按照地域区分（亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 4：2019 年 Q1 报告期内销售收入前五客户



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

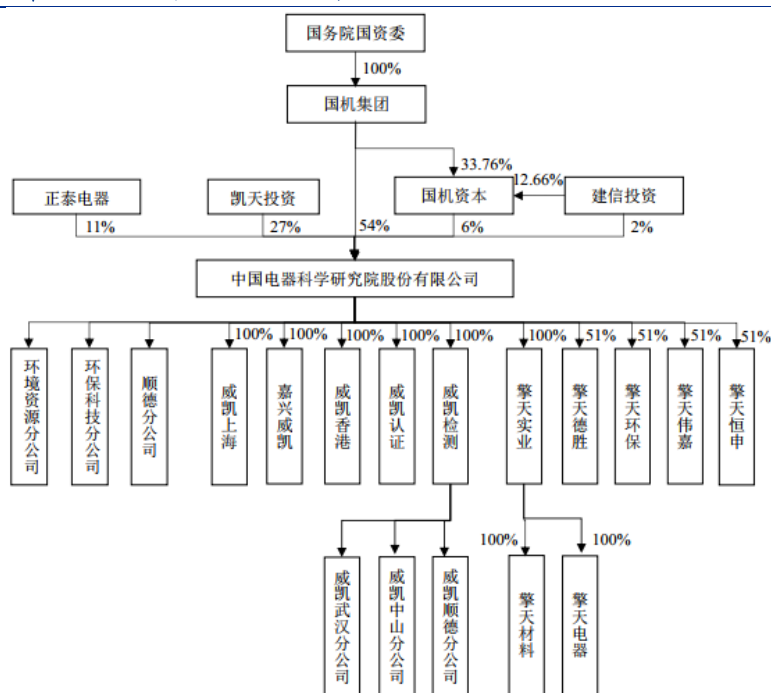
1.2. 公司股权结构：国资持股，股权集中度较高

国有资本与员工持股占绝大多数。截至本次发行前，公司控股股东为国机集团是国资委 100% 持股的国有企业，共持有发行人 1.9143 亿股股份，占发行人总股本的 54%，同时国机集团通过控股子公司国机资本间接持有发行人 2,127 万股，占发行人总股本的 6%。公司员工持股比例为 27%，持股平台为凯天投资。国有资本持股数和员工持股数总共占总股本的 87%。

正泰电器是公司的第三大股东，持股占比为 11%。截至招股说明书签署日，公司董事、监事、高级管理人员、核心技术人员及其近亲属不存在直接持有公司股份的情形。

本次发行前公司总股本为 35,450 万股，本次发行的股票数量为 5,000 万股，占本次发行完成后公司股份总数的 12.36%。

图 5：中国电器发行前股权结构图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业分析：智造升级带来需求，检测产业高速发展

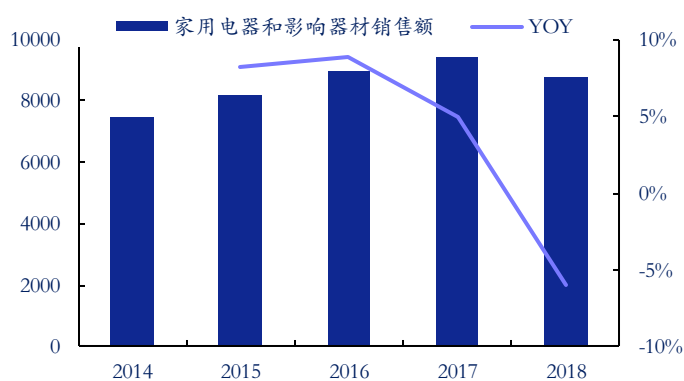
公司的第一大业务是智能装备领域业务，主要包括主要产品包括家电智能工厂解决方案、励磁装备、新能源电池自动检测系统。公司在行业内最具有话语权和权威性的业务则是其质量技术业务，并且拥有提供检测、认证以及相关延伸一站式质量技术服务的能力，在国内外相关标准制定上有较强发言权。环保涂料及树脂业务是公司营收第二大业务，国家的漆改粉战略对于公司的粉末拳头产品可谓如虎添翼。

2.1. 国内需求端看改智能制造升级，“一带一路”推动海外业务增量

公司智能装备主要应用于家电行业，为家电厂商提供家电智能工厂设计、生产线及专机设备供应以及零部件配套等解决方案。公司智能装备需求主要来自于家电厂商新增产能、产品更新等新建厂房以及生产线更新需求。

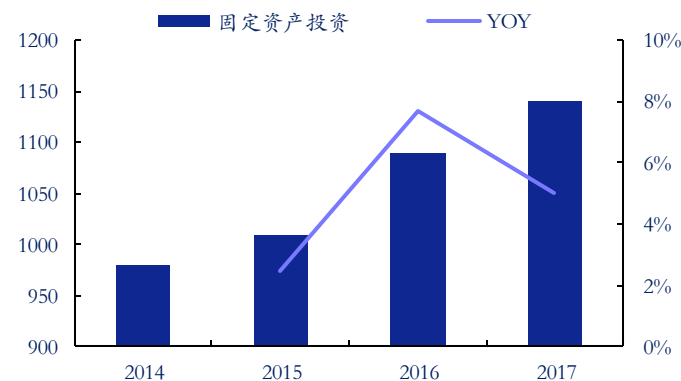
现阶段国内家电产品主要以改善型的替换消费为主。我国家电行业经过三十年的发展，已成为世界家电的最大制造基地和消费市场。近年来，在本土家电强势崛起取代外资市场以及房地产增速放缓的两个大势影响下，家电消费的增长点正在从基本功能化需求向多元化需求转变。行业对家电新建产能的投资也在减速。市场需求由增量带动走向存量市场的更新换代。

图 6：2014-2018 年家用电器和音像器材零售额（亿元）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 7：2014-2017 年家用电器行业固定资产投资（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

国内家电龙头启动“智造升级”，内政外因推动智能制造需求长久景气。从公司智能装备和家电智能工厂解决方案的下游客户来看，国内家电龙头海尔、格力、美的等家电巨头纷纷向智能制造转型升级，借助工业机器人的应用和将来国产工业机器人技术水平的突破，下游家电制造企业将更快速响应市场变化的产品更迭，获得更高效能的生产制造能力和更高品质的产品质量控制。

政策端来看，国务院 2015 年颁布的《中国制造 2025》明确了智能制造工程为制造业强国的五大工程之一。更早的《“十二五”智能制造装备产业发展规划》提出到 2020 年，智能制造装备业将成为具有国际竞争力的先导产业，逐步形成完善的智能装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元。

外部环境来看，我国智能制造相比发达国家起点较晚，处于起步阶段。外资在高端智能制造领域护城河很深，发达国家中：美德法日英也相继推出制造业升级战略规划。这些现状倒逼我国制造业加快智能制造升级步伐。因此长远看，包括公司下游家电行业在内的整个制造业对于先进生产解决方案和智能设备的需求将维持长期景气。

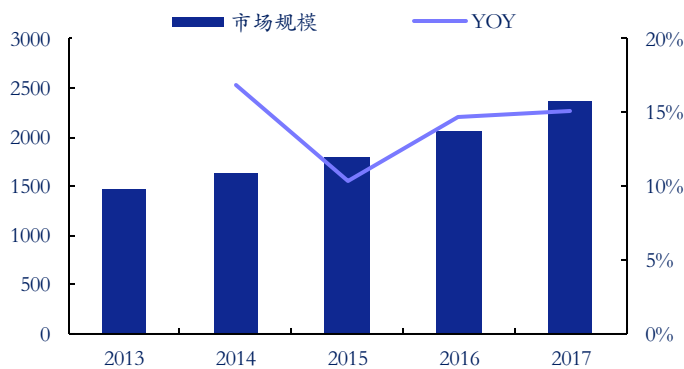
海外需求已由“一带一路”点燃，沿线发展中国家进入家电普及期。“一带一路”沿线发展中国家近年来经济快速发展，城市化进程加速，家电处于普及时期，家电的消费需求十分旺盛。但以印度为例，2018 年我国对印冰箱出口增速是当年我国冰箱销量增速的 49 倍

(9.8%vs0.2%)。“一带一路”沿线国家大多人口基数庞大，因此增量市场十分客观。其中，有些国家出于保护本土产业而提出的家电国产化政策要求更是刺激了海外市场对家电制造设备的需求，原因在于大部分“一带一路”沿线国家并不具备完整的家电生产设备制造能力，它们的对外技术依赖也是公司未来智能装备和家电生产解决方案的商机。

2.2. 检测行业市场空间大，行业水平提升终将迎来洗牌

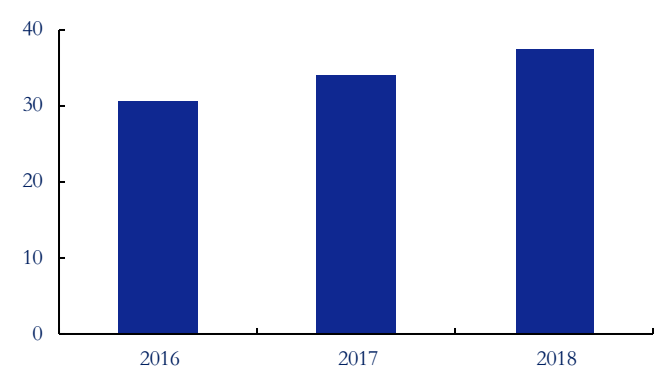
我国的检测行业还处于起步阶段，增长空间较大。从全球视角看，埃士信信息咨询公司(IHS)预测到了2020年，全球潜在检测行业市场规模可达2000亿欧元。而截至2017年，我国检验检测机构服务收入仅为2,377.47亿元，作为全球最大制造业中心，我国检验检测产业发展空间仍然巨大。近年来，由于政策层面对第三方检测机构的扶持和对质量体系建设的全面推进，国内检测行业市场容量稳步增长，公司所在家电检测行业也因此获益。

图 8：2013-2017 年检测检验市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 9：2016-2018 年电器行业检测市场规模（亿元）



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，安信证券研究中心

先发优势强企业将获利于产业集中度的提升。根据国家市场监督管理总局和国家认监委统计数据，截至 2017 年末，我国检验检测机构共计 36,327 家，从业人员共计 119,337 人，全员劳动生产率达到了 21.24 万元/人，行业集中度较低，高端人才紧缺。随着行业对于检测机构的专业性、权威性以及公信力的要求提升，未来我国检测行业的提升度将逐步提高，优胜劣汰中具有技术创新能力和标准化能力的检测机构将越来越强。**全覆盖“一站式”服务将成新业态**，国际化布局和经营则将成为行业发展的必然结果。公司在国内已经取得的权威检测地位、制定的行业标准、以及海外大量机构的认可将助力公司在未来的产业洗牌中抢得先机。

2.3. 环保政策推动“漆改粉”，宽应用市场需求增长高

粉末涂料基本涵盖一切民用领域，中央地方皆有法案推进“漆改粉”。粉末涂料应用领域涉及建筑、家电、农用与工程机械、3C、家具、汽车、公路护栏等。因此，无论是在财政宽松时期的大基建还是在消费端刺激时的 3C、家电、家具、汽车消费增长阶段，粉末涂料都会有较为稳定的需求。政策端来看，近年仅国家层面就出台了 4 项相关政策以鼓励和强制手段刺激企业进行“漆改粉”产能转换。

表 1：近年国家级粉末涂料产业相关政策

年份	政策法规	内容概述
2015	实施涂料消费税	对高 VOC 含量涂料加收更多税费
2016	《大气污染防治法》	提出生产和销售环节 VOC 限值，鼓励推广低毒、低 VOC 有机溶剂的使用产能
2016	《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	到 2018 年底 VOC 涂料比例占 60%。
2018	《战略性新兴产业分类 (2018)》	国家已将粉末涂料列入战略新兴产业。

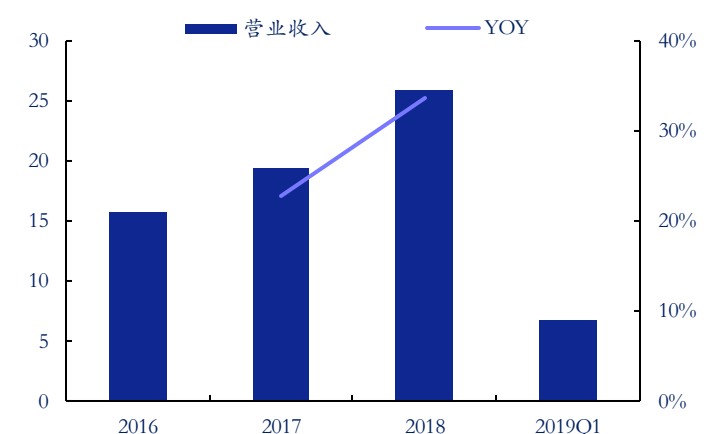
资料来源：公司招股说明书，公开信息，安信证券研究中心

3. 公司分析：三大主营业务国内领先，技术储备雄厚研发能力强

3.1. 业绩高增长，盈利能力大幅回升

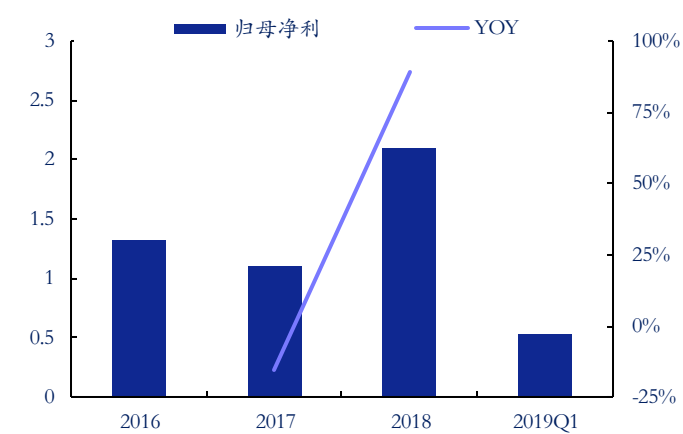
公司经营业绩保持快速增长，主营业务盈利能力不断加强。公司在 16/17/18 年的营收分别为 15.81 亿元、19.42 亿元和 25.98 亿元，年均复合增长率为 28.18%。同时期的归母净利分别为 1.31 亿元、1.19 亿元和 2.07 亿元，年均复合增长率为 25.71%。值得注意的是，公司在 17 年的归母净利增长为负，而 18 年归母净利则同比增长了近一倍。17 年的归母净利下降主要因为 16 年公司有过一笔一次性出售金融资产所得的收益。而 18 年归母净利同比暴涨则主要归功于 18 年公司智能装备业务同比增长 3.31 亿元，以及第二大业务环保涂料及树脂同比增长了 2.09 亿元。公司主营业务的盈利能力正不断加强。

图 10：2015-2018 年公司营收及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 11：2015-2018 年公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 技术储备科研实力保障三大业务高增长

三大主营业务皆有核心技术，16 至 18 年年均复合增长率皆高于 70%。其中，公司最大业务智能装备更是达到了年均复合增长率 84.73% 的水平。除了上文提到的海外需求受“一带一路”影响对智能装备业务带来额外增益以外。公司强大的技术实力是三大业务在各自领域皆成龙头的内因。

表 2：公司主营业务核心技术一览

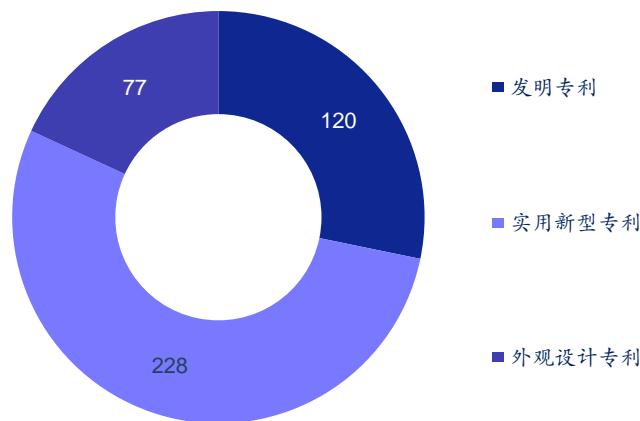
主营业务	2 年年均复合增长率	研发形成的主要核心技术	是否实现科技成果转化
质量技术业务	71.32%	产品标准指标选取及测量技术	是
		具备多通道输入输出的家用电器智能无线通信射频检测技术	是
		能耗产品多因素干扰检测技术	是
		新一代充电设施检验检测技术	是
		新材料可靠性检测技术	是
		电磁兼容测试技术及电磁兼容领域能力验证技术	是
		基于我国服役环境的汽车耐候性试验评价技术	是
		海上风电电器设备腐蚀防护技术	待转化
智能设备	84.73%	高精度和稳定性运动控制技术	是
		家电产品在线智能检测技术	是
		机器人系统集成技术	是
		多因素气候环境模拟技术	是
		基于国际测试标准的家电试验装备关键技术	是
		智能检测云平台关键技术	是
		家电工厂制造执行、设备远程运维和预测性维护技术	待转化
		大型同步电机智能励磁技术	是
新能源电池智能检测技术	是		

环保涂料及树脂	78.82%	动力电池串联化成分容新技术	是
		新型聚酯树脂合成及用于热转印装饰性铝型材的技术	是
		不含锡的粉末涂料用聚酯树脂的合成技术	是
		海洋环境电器用超耐腐蚀超耐候氟碳粉末涂料技术	待转化
		卷钢用快速固化粉末涂料及涂装技术	待转化

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

从专利技术上看，截至招股说明书签署日，公司及其子公司共拥有 425 项国内授权专利，其中 120 项发明专利、228 项实用新型专利及 77 项外观设计专利。此外，公司还拥有 116 项计算机软件著作权，此外，14 年以来公司还完成了 19 项重大科研项目并发表专著、SCI、EI、核心期刊等发表中英文论文 200 余篇，当前公司主要在研项目有 16 项。

图 12：公司与子公司所持专利数量（项）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

研发投入超越行业平均水平，研发团队人才济济。公司的前身是科研院所，注重研发既是公司刻在公司基因里的良好传统。16 到 18 年 3 年间，公司研发费用占比分别超过同期行业内相似竞争对手平均水平 3.04Pcts、2.42Pcts、0.86Pct。

表 3：公司和行业内类似公司研发费用占比

公司名称	2018 年度	2017 年度	2016 年度
埃斯顿	7.76%	7.52%	8.30%
三丰智能	3.98%	4.42%	6.53%
先导智能	7.29%	5.65%	4.86%
国电南瑞	5.40%	1.37%	1.03%
华测检测	8.28%	8.59%	9.25%
苏试试验	7.81%	7.05%	5.53%
电科院	9.99%	9.16%	8.62%
神剑股份	3.98%	3.58%	3.05%
平均数	6.81%	5.92%	5.90%
中国电器	7.67%	8.34%	8.94%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

截至招股说明书签署日，公司拥有科技研发人员 314 人（含核心技术人员 10 人），占总人数的 15.15%，硕士以上学历 200 人，在职教授级高级工程师 32 人，享受国务院政府特殊津贴专家 9 人，国内国际专家库各类技术专家 217 人。中国电器院标准法规首席专家黄文秀为现任的 IEC/SC59L 主席，并同时拥有 5 位 IEC 工作组召集人，20 位 IEC 注册专家。共有 10 位核心技术人员为公司作出了杰出贡献。

表 4: 核心技术人员及其贡献一览

编号	核心技术人员	科研成果	具体贡献
1	张兴旺	主持完成国家、省市重点项目 7 项, 重点参加 3 项以上; 获得省部级科技奖 8 次, 发表论文 20 余篇, 获专利授权 6 件	主持开发了 EXC9100 智能化励磁新产品、氯碱整流电源、非线性鲁棒 PSS、动力电池串联化成成分等多项新产品新技术并推广应用, 累计合同额超过 10 亿元。
2	揭敢新	13 次获得省部级科技进步奖, 其中 7 项为成果第一完成人, 4 项为成果第二完成人, 获专利授权 15 件、发表论文 30 余篇, 出版专著 3 部	基于国家战略和行业需求, 针对我国工业产品环境耐久性领域存在的问题, 组织推动实施了包括 973 课题在内的 20 余项重大科技攻关项目, 取得一系列国内领先的科研成果, 部分成果与国际先进水平接轨。
3	张捷	主持完成国家、省部级重点项目 10 多项, 获得省部级科技进步奖 10 次, 获专利授权 12 件, 发表论文 20 余篇	参加了国家“863”计划项目, 并作为主要参与者实施了项目转化, 为公司开启聚酯树脂产业基础; 作为负责人之一筹划和组织东莞年产 8.5 万吨聚酯树脂产业基地建设。
4	黄文秀	主持制修订 6 项国际标准, 逾 50 项国家、行业及地方标准; 获得发明专利 1 件; 出版技术论著 4 本; 发表论文 10 多篇; 获 2016 年度 IEC “1906” 奖	为家用电器及电器附件行业服务, 帮助把中国技术写入国际标准, 帮助中国企业规避国际专利, 获得国际国内标准话语权, 提升我国家电行业地位, 得到行业认同。
5	郑毅穗	获省部级科技进步奖 5 次; 获专利授权 7 件; 参与编制国家标准 1 项	主持开发了多种环境试验室和综合性能试验装备; 产品整体技术水平处于国内领先, 部分技术水平达到国际先进, 经济效益显著。
6	余和青	主持完成了 12 项国家、省市科技项目; 获省部级科技进步奖 3 次; 发表论文 9 篇; 获专利授权 6 件、软件著作权登记 2 件	成功研制工业过程控制系统集成、智能制造技术、智能装备成套系统集成等重点产品, 推动了公司技术创新并创造了很好的经济效益。
7	符永高	主持或参与国家重点研发计划、国家 863 等政府重大科研任务 20 多项; 获专利授权 21 件; 主编专著 1 部, 参编专著 1 部, 发表高水平论文 10 多篇; 获得了省部级科技进步奖 6 项	作为绿色制造领域的学科带头人, 发起组建了多个战略联盟, 实施重大科研任务, 形成了家电产品绿色评价方法及工具、易拆解可回收设计技术等成果, 有力地推动了行业技术进步和产业转型升级。2016 年荣获“十二五”机械工业科技创新领军人才称号。
8	谢浩江	主持完成 10 多项省部级科研项目, 获省部级科技奖 5 项; 发表专著 5 本	主持技术研发及能力建设, 建立了空调等超过 30 种家电产品, 符合 50 多个国家/地区要求的认证检测系统; 通过对相关典型家电能效检测的研究, 建立和完善相应的检测能力, 促进公司相应业务的发展。
9	刘国荣	获省部级科技进步奖 8 次; 发表论文 15 篇、专著 6 本; 参与编制国家标准 6 项	创建公司 EMC 实验室, 是我国家电领域首个达到国际先进水平的 EMC 实验室; 开拓我公司实验室间比对和能力验证业务, 是我国电气领域首家通过 CNAS 认可的能力验证提供者。
10	邓俊泳	主持了 10 多项国家、省市科技项目, 获广州市科学进步二等奖 1 次; 获专利授权 2 件; 在核心刊物发表论文近 20 篇; 参与制修订国家标准 8 项; 参与专著编写 1 本	智能汽车零部件检测技术带头人, 带领技术团队获得工信部、认监委授权的国家智能汽车零部件质量监督检验中心资质, 截至目前已获得超过 20 家车企的授权认可。

资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

3.3. 公司原材料掣肘较小, 对上游议价能力较强

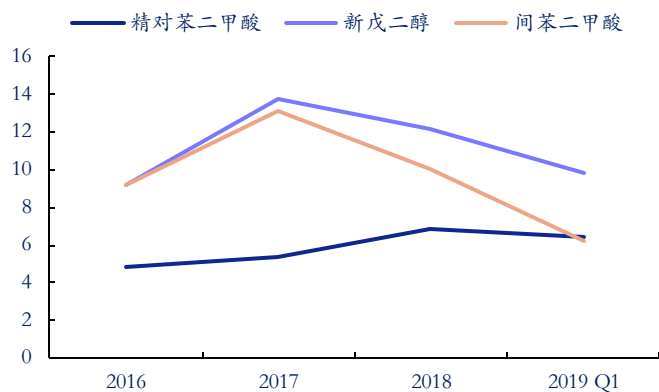
主料、耗能供给充足; 供应商分散不存依赖, 这两句话可以形容公司的上游原材料供给情况。

先看能源, 公司生产经营过程中所需要的主要能源为电力, 市场供应充足。16 年到 18 年报告期内的电费花销依次为 1.391 亿元、1.343 亿元、1.315 亿元, 于公司聚酯树脂自主加工产量下降, 电耗减少因此电费逐年降低, 但变化不大。

原材料方面, 公司采购数量较大的是化学原料, 尤其是精对苯二甲酸、新戊二醇、间苯二甲酸三种大宗化学原料, 市场供应也十分充足, 但是采购成本会受大宗商品价格波动影响。

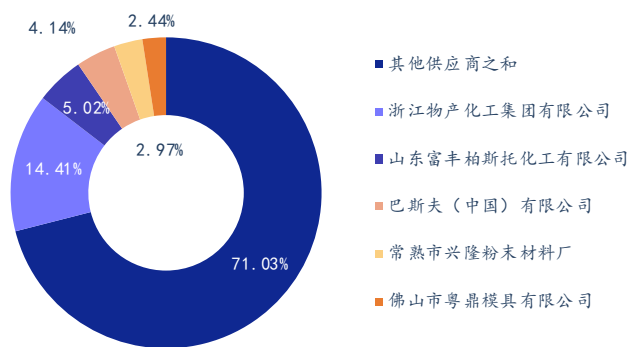
上游采购商方面, 报告期显示自 16 年以来, 公司在前五大供应商的采购金额从未超过总采购额的 30%。19 年 Q1 前五大供应商的采购总金额为 8658.22 万元, 仅占总采购额的 28.97%。公司不存在对单一或少数几家供应商的原材料依赖, 公司对上游有十分可观的议价能力。

图 13: 公司主要化工原材料价格 (元/千克)



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图 14: 19 年 Q1 前五大供货商采购额占比



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

4. 募资项目分析：基础研究投入大布局长远，质量技术服务或起飞

公司本次发行募集资金扣除发行费用后，将依次投资于“电器质量基础技术研发能力提升项目”、“重大技术装备环境适应性公共技术服务平台项目”、“擎天聚酯树脂项目”以及补充流动资金。项目总投资金额 10.09 亿元，若按照 5000 万股发行数量、1 元的定价来看，最高可募资 5000 万元，无法满足项目投资需求，公司需额外自筹资金方式解决资金缺口。

表 5：公司募资项目信息汇总

项目名称	拟投入募集资金金额(亿元)	项目建设内容
电器质量基础技术研发能力提升项目	1.43	家用电器及电器附件国际标准化创新提升 智能电器无线通讯质量基础技术研究 家电智能制造技术研究 对标国家工业互联网白皮书
重大技术装备环境适应性公共技术服务平台项目	3.61	提升、完善环境试验能力 完善智能装备性能检测能力 开发基于大数据的数据信息智能运维与诊断系统。
擎天聚酯树脂项目	2.5	为适应环境保护法律法规日益严格的政策环境，通过增加更为经济、绿色的产能，解决公司目前产能瓶颈，满足市场对于环保涂料原材料的需求。
补充流动资金	2.55	
合计	10.09	

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司此次募集项目中两项属于质量技术服务业务，其中“电器质量基础技术研发能力提升项目”着力于标准制化创新和基础研究。投产后预计进一步扩大公司在电器质量技术服务领域的技术优势，公司历来所有的共性研究先发优势将进一步体现。

“重大技术装备环境适应性公共技术服务平台项目”则进一步完善提升公司已经具备的全覆盖“一站式”服务能力，巩固公司在检测行业的权威性。

5. 盈利预测与公司估值

5.1. 盈利预测

公司各项业务均受益于行业趋势增长。考虑到业务下游应用领域主要为家电行业，同时布局新能源汽车等成长性行业，预计未来增长比较平稳，且高于行业增速。环保涂料及树脂业务19年受厂房搬迁影响预计业务小幅下滑，之后预计恢复正常增长。毛利率方面，智能装备业务受产品结构变动影响，预计有所下降；环保涂料与树脂业务受原材料影响较大，预计当前有所提升；质量技术服务业务保持稳定。

根据假设，我们对中国电器的经营预测如下：

表 6：中国电器经营模型

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能装备收入（百万元）	816.10	1146.99	1433.74	1720.485	2064.582
YOY	22%	41%	25%	20%	20%
毛利率	28.1%	32.6%	28.0%	27.5%	27.0%
环保涂料及树脂收入（百万元）	710.14	919.36	827.42	1075.65	1290.78
YOY	25%	29%	-10%	30%	20%
毛利率	21.3%	17.2%	25.0%	25.0%	25.0%
质量技术服务收入（百万元）	364.89	465.13	567.46	692.30	844.61
YOY	18%	27%	22%	22%	22%
毛利率	47.5%	47.5%	47.0%	47.0%	47.0%
其他业务收入（百万元）	51.24	66.31	72.95	31.99	83.89
YOY	35%	29%	10%	15%	15%
毛利率	32.7%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%
总营业收入（百万元）	1942.36	2597.80	2901.57	3520.43	4283.86
YOY	23%	33.74%	12%	21%	22%
毛利率	29.4%	29.7%	30.9%	30.6%	30.4%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

根据模型，我们预计19-21年公司营收增速分别为11.7%、21.3%、21.7%；归母净利润增速分别为17.6%、14.8%、18.1%；对应EPS分别为0.60、0.69、0.82元（按IPO发行股份全面摊薄）。

表 7：中国电器盈利预测

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,942.4	2,597.8	2,901.6	3,520.4	4,283.9
净利润	111.9	206.9	243.4	279.3	330.0
每股收益(元)	0.32	0.58	0.60	0.69	0.82
每股净资产(元)	2.78	2.88	3.77	4.46	5.35
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	29.4%	29.7%	30.9%	30.6%	30.4%
净利润率	5.8%	8.0%	8.4%	7.9%	7.7%
净资产收益率	11.3%	20.2%	16.0%	15.5%	15.2%
ROIC	59.8%	40.5%	42.4%	24.8%	32.7%

数据来源：Wind，安信证券研究中心预测

5.2. 绝对估值法：每股价值为 14.96-17.91 元

选取 EVA 绝对估值法进行预测，关键假设如下：

- 1) 无风险收益率 R_0 : 参照十年期国债到期收益率, 确定为 3.2%;
- 2) 市场期望收益率 R_m : 参照近 5 年沪深 300 指数综合收益率, 确定为 10.12%;
- 3) β 系数: 参照同行业 8 家可比公司, 确定为 1.1;
- 4) 目标资产负债率: 参考公司历史及可比公司水平, 假设为 50%。

将公司预测期分为三个阶段: 1) 2019-2022 年为第一阶段, 逐年预测; 2) 2023-2030 年为第二阶段, 给予半显性期增长率 8%; 3) 2030 年以后为第三阶段, 给予永续增长率 0.8% 计算。

表 8: 中国电器绝对估值假设

指标	取值
无风险利率	3.20%
BETA	1.1
市场收益率	10.12%
所得税率	10%
目标资产负债率	50%
WACC	8.33%
半显性期增长率	8%
永续增长率	0.8%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

根据模型, 我们计算公司合理询价区间为每股 14.96-17.91 元。

表 9: 针对折现率 (WACC) 和永续增长率的敏感性分析

Ke	永续增长率					
	0.50%	0.60%	0.80%	1.00%	1.20%	1.40%
8.90%	14.96	15.03	15.19	15.36	15.54	15.73
8.70%	15.29	15.37	15.54	15.72	15.91	16.11
8.50%	15.64	15.73	15.91	16.10	16.31	16.52
8.30%	16.01	16.10	16.30	16.50	16.72	16.96
8.10%	16.39	16.50	16.71	16.93	17.17	17.42
7.90%	16.80	16.91	17.14	17.38	17.64	17.91

资料来源: 安信证券研究中心

5.3. 相对估值法: 合理价格区间为 17.25-20.70 元

在智能装备业务领域选取可比公司先导智能、国电南瑞、三丰智能和埃斯顿; 在质量技术服务领域选取可比公司华测检测、苏试试验和电科院; 在环保涂料及树脂领域选取可比公司神剑股份。19/20 年, 可比公司平均 PE 估值水平为 37/28x, 按照 20 年 25~30 倍 PE、结合上文的盈利预测, 得出公司上市后合理的价格区间为 17.25~20.70 元。

表 10: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE			PB
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	
300450.SZ	先导智能	32.1	283	1.06	1.18	1.55	30.2	27.3	20.7	7.8
600406.SH	国电南瑞	21.6	996	0.93	0.98	1.16	23.2	21.9	18.5	3.6
002747.SZ	埃斯顿	9.0	75	0.12	0.15	0.21	75.1	60.2	42.6	4.8
300276.SZ	三丰智能	8.5	68	0.45	0.42	0.52	18.8	20.3	16.5	1.8
300215.SZ	电科院	7.0	53	0.17	0.23	0.30	40.9	30.8	23.5	2.6
300012.SZ	华测检测	14.2	236	0.16	0.26	0.34	88.9	54.5	41.8	8.4
300416.SZ	苏试试验	29.1	39	0.55	0.69	0.92	52.8	42.1	31.7	5.2

002361.SZ	神剑股份	4.2	35	0.09	46.6			2.0
平均					47.0	36.7	27.9	4.5

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (收盘价日期: 2019 年 10 月 22 日; 预测来自 wind 一致预期)

6. 风险因素

行业层面：

- 1) **市场竞争加剧的风险。**未来随着行业技术成熟度的逐步提升，更多的厂商将进入质量技术服务、智能装备、环保涂料及树脂领域。导致市场竞争加剧，若公司无法及时提升技术研发能力，提高产品及服务竞争力，更好地满足下游客户的需求，则将面临市场份额下降的风险，影响公司持续稳定发展。
- 2) **下游行业周期波动的风险。**公司的经营与下游行业整体发展状况、景气程度密切相关受宏观经济波动、城市化进程、房地产政策等因素的影响，未来若宏观经济下行，或行业政策趋严，将导致电器行业景气度下降，进而对公司的经营产生不利影响。新能源汽车短期内受国家支持政策影响较大，存在一定的发展不确定性，进而影响公司在新能源汽车行业业务的拓展。
- 3) **境外经营的风险。**公司响应国家“一带一路”倡议，对外输出家电智能制造技术。海外市场拓展受当地政策法规、政治经济局势、知识产权保护、不正当竞争、消费者保护、外汇政策等多种因素影响，若公司不能及时应对海外市场环境的变化，将会给公司的海外经营带来一定的风险。
- 4) **存货跌价风险。**公司严格按照客户需求计划进行供货，主动加强存货管理，有效控制库存规模，但是如果市场需求发生重大不利变化，可能导致存货的可变现净值降低，公司将面临存货跌价损失。

公司层面：

- 1) **技术开发风险。**科研能力与技术创新能力是公司核心竞争力的体现。由于电器行业相关新技术不断升级迭代，虽然公司制定了完善的技术研发管理体系和可行性评估制度，如果公司对相关技术和市场发展趋势判断失误，或新技术及新产品的市场接受度未及预期，将对公司技术创新及产业化能力造成不利影响，不利于公司保持持续竞争力。
- 2) **知识产权受到侵害和泄密的风险。**公司拥有的专利、计算机软件著作权等知识产权是公司核心竞争力的重要组成部分。如果由于核心技术人员流动、或知识产权保护措施不力等原因，导致公司知识产权受到侵害或泄密，将一定程度上削弱公司的技术优势，对公司竞争力产生不利影响。
- 3) **质量控制风险。**质量技术服务业务作为公司的核心业务，其正常运营依赖于公司多年来在电器领域建立起的品牌知名度和公信力。如果公司因管理失当、违规检测、数据舞弊等原因导致出具的报告不实，将损害公司声誉、公信力，对公司经营造成不利影响。
- 4) **公司环保涂料及树脂业务外协加工及生产基地搬迁风险。**公司环保涂料花都工厂被纳入广东省二级水源保护区，公司为配合水源保护区的整体规划，拟在 2019 年 12 月底之前将聚酯树脂工厂搬迁至东莞新的生产基地。预计 2020 年底全部投产，形成 8.5 万吨的聚酯树脂产能。若公司与环保涂料外协企业的合作关系发生不利变化，或东莞新生产基地未能如期投产并顺利达产，将对公司环保涂料及树脂业务经营造成不利影响。
- 5) **应收账款坏账风险。**公司严格按照客户需求计划进行供货，主动加强存货管理，有效控制库存规模，但是如果市场需求发生重大不利变化，可能导致存货的可变现净值降低，公司将面临存货跌价损失。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,942.4	2,597.8	2,901.6	3,520.4	4,283.9	成长性					
减:营业成本	1,371.6	1,825.7	2,005.9	2,443.9	2,982.9	营业收入增长率	22.9%	33.7%	11.7%	21.3%	21.7%
营业税费	17.1	17.8	19.9	24.1	29.3	营业利润增长率	40.4%	76.2%	20.0%	14.9%	18.3%
销售费用	170.2	199.2	229.2	274.6	334.1	净利润增长率	-14.6%	84.9%	17.6%	14.8%	18.1%
管理费用	117.8	126.1	356.9	440.1	531.2	EBITDA 增长率	1.5%	43.6%	-19.2%	24.2%	23.5%
财务费用	7.6	2.9	-2.3	-4.8	-3.5	EBIT 增长率	6.2%	52.3%	-30.1%	14.1%	19.0%
资产减值损失	13.3	31.2	40.0	40.0	40.0	NOPLAT 增长率	43.0%	71.7%	15.2%	14.1%	19.0%
加:公允价值变动收益	-	-0.9	-	-	-	投资资本增长率	153.6%	10.0%	95.5%	-9.9%	72.8%
投资和汇兑收益	1.0	-11.2	20.0	10.0	-	净资产增长率	161.5%	3.9%	48.7%	18.4%	20.1%
营业利润	128.6	226.6	272.0	312.6	369.7	利润率					
加:营业外净收支	-5.0	2.5	2.5	2.5	2.5	毛利率	29.4%	29.7%	30.9%	30.6%	30.4%
利润总额	123.6	229.1	274.5	315.1	372.2	营业利润率	6.6%	8.7%	9.4%	8.9%	8.6%
减:所得税	12.3	18.8	27.5	31.5	37.2	净利润率	5.8%	8.0%	8.4%	7.9%	7.7%
净利润	111.9	206.9	243.4	279.3	330.0	EBITDA/营业收入	16.0%	17.2%	12.5%	12.7%	12.9%
						EBIT/营业收入	13.0%	14.8%	9.3%	8.7%	8.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	68	48	47	51	53
货币资金	343.3	321.2	331.8	668.2	428.4	流动营业资本周转天数	-6	22	49	47	58
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	277	262	258	274	273
应收账款	443.2	581.3	611.4	835.7	925.2	应收账款周转天数	74	71	74	74	74
应收票据	280.8	351.5	435.3	578.0	655.1	存货周转天数	94	85	80	84	89
预付账款	77.6	98.5	95.0	100.1	141.3	总资产周转天数	389	348	345	360	351
存货	604.6	619.2	669.6	982.1	1,133.3	投资资本周转天数	67	76	105	109	116
其他流动资产	33.5	22.5	25.5	27.2	25.1	投资回报率					
可供出售金融资产	91.2	103.9	103.9	103.9	103.9	ROE	11.3%	20.2%	16.0%	15.5%	15.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	8.0%	8.4%	6.9%	7.9%
长期股权投资	-	7.4	7.4	7.4	7.4	ROIC	59.8%	40.5%	42.4%	24.8%	32.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	357.8	336.0	421.0	581.9	682.8	销售费用率	8.8%	7.7%	7.9%	7.8%	7.8%
在建工程	14.2	45.3	82.6	84.8	-	管理费用率	6.1%	4.9%	12.3%	12.5%	12.4%
无形资产	100.5	101.5	98.6	95.6	92.6	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	43.9	47.5	46.6	46.2	46.2	三费/营业收入	15.2%	12.6%	20.1%	20.2%	20.1%
资产总额	2,390.6	2,635.8	2,928.7	4,111.2	4,241.3	偿债能力					
短期债务	-	5.0	-	-	35.4	资产负债率	58.3%	60.7%	47.4%	55.6%	48.3%
应付账款	495.1	602.3	397.8	829.8	652.6	负债权益比	139.7%	154.3%	90.0%	125.3%	93.5%
应付票据	146.6	168.8	121.6	280.2	199.0	流动比率	1.36	1.34	1.75	1.46	1.78
其他流动负债	673.7	707.2	720.3	1,082.6	972.3	速动比率	0.90	0.93	1.21	1.01	1.17
长期借款	-	2.0	58.7	-	90.8	利息保障倍数	33.18	130.83	-117.38	-63.55	-105.33
其他非流动负债	77.9	113.8	88.9	93.5	98.8	分红指标					
负债总额	1,393.1	1,599.2	1,387.3	2,286.2	2,048.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	10.9	14.2	17.9	22.2	27.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	354.5	354.5	404.5	404.5	404.5	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	631.2	686.6	1,119.0	1,398.3	1,760.7						
股东权益	997.4	1,036.7	1,541.4	1,825.0	2,192.4						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	111.3	210.3	243.4	279.3	330.0	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	58.8	62.4	91.5	140.8	187.9	EPS(元)	0.32	0.58	0.60	0.69	0.82
资产减值准备	13.3	31.2	-	-	-	BVPS(元)	2.78	2.88	3.77	4.46	5.35
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	7.9	-0.3	-2.3	-4.8	-3.5	PB(X)	-	-	-	-	-
投资损失	-1.0	1.6	-20.0	-10.0	-	P/FCF	-	-	-	-	-
少数股东损益	-0.6	3.4	3.7	4.3	5.0	P/S	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-29.7	-58.0	-426.4	271.6	-720.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	135.9	174.1	-110.1	681.2	-201.0	CAGR(%)	36.6%	16.8%	23.3%	36.6%	16.8%
投资活动产生现金流量	-78.3	-128.4	-190.9	-290.9	-200.9	PEG	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	98.0	-85.1	311.6	-53.8	162.1	ROIC/WACC	7.2	4.9	5.1	3.0	3.9
						REP	-	-	-	-	-

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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康、吴用声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@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