

如何从政策调整看环保股反弹

——再议近期信用及财政政策变化

行业动态

◆**事件**：7月20日，人民银行制定了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，同一天，银保监会、证监会也陆续发布了征求意见稿。信用上迎来边际放松；7月23日，国务院常务会议召开，强调“财政政策要更积极”、“稳健的货币政策要适度宽松”等。

◆**政策助推环保板块迎来反弹，三因素决定弹性不及建筑**。信用上的边际改善和财政政策更加积极的信号是对环保板块的双重利好，带动环保板块迎来一定反弹，但是从整体上来看弹性并不及建筑板块。作为同样受政策及财政因素影响较大的两个板块，我们认为除了建筑板块估值相对较低的原因外，以下差异因素决定了环保板块弹性相对有限：

一是**成长属性减弱，环保最终属性是运营**。从14年开始长周期看，环保股估值中枢下移，尤其科创类公司兴起后，环保整体成长性逻辑正在减弱，而运营资产则从2017年开始逐渐受到资金认可，在本轮反弹中，除前期下跌较多的工程类公司，拥有稳定运营资产A、H龙头公司也受到青睐。二是**本轮信用边际放松直接利好城投平台**。资管新规细则总体上体现信用的边际放松，直接利好地方政府债务等问题。对于环保行业，2015年PPP模式兴起以来，环保类项目在多数地方主要是社会资本参与。因此，信用上的边际放松对环保股有一定推动，但多为间接作用。

三是**环保项目具备长周期属性，对期限匹配要求更高**。强调运营和环境绩效决定了环保项目的长周期属性，而此次资管新规细则实际上对期限匹配要求比较高，即短期的金融产品虽然更好把控风险，但其与环保类项目的匹配性还有待观察。

◆**宽财政是核心信号，需持续关注融资及财政方面对环保领域的定向支持**。我们在中期策略报告《寻找环保板块的安全边际》以及《环保之辩：“加与减”》中强调，在金融周期下半场，“紧信用、松货币、宽财政”是较好的宏观组合，应持续关注实体经济下行与政策的博弈及利率走势，同时也需要关注融资及财政方面对环保领域的定向支持。7月23日国务院常务会议发出财政方面明确信号，不搞大水漫灌式刺激，维持货币政策松紧适度，加快今年1.35万亿地方政府专项债券发行推动早见成效。

◆**定向支持点位及如何平衡财政支出优先级很重要**。今年1-4月，财政节能环保分项支出增速逾20%，但5、6月份在债务问题发酵后，单月增速下滑到个位数，政策调整后，后续情况有望改善。作为“三大攻坚战”之一，环保是国家重点扶持的领域。2018年是污水、固废十三五规划中期考核年，乡村振兴、长江经济带修复有望成为政策着力点，是财政的优先项目。在模式方面如PPP等，政策保障、政府增信，进而推动银行对于政府及环保公司信用能力看法的提升是核心关键，才能进一步的促进放款。监管力度放松后，信用边际改善，后续需关注政策支持的执行情况和持续性，以及环保公司业绩修复情况的兑现。

◆**投资建议**：我们持续看好去杠杆背景下现金流和运营资产的长期配置价值，重点关注危废和环卫：**龙马环卫、东江环保**，此外港股公司：**光大绿色环保、光大国际、北控水务**。资管新规细则落地，信用边际缓和有利于修复前期市场悲观情绪，积极的财政政策有利于板块反弹的持续性，关注前期下跌较多的健康的“订单-融资-业绩”滚动弹性品种：**碧水源、国祯环保、博世科、启迪桑德**。

◆**风险分析**：政策执行落地不到位、市场偏好变化较快风险。

增持（维持）

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）
021-22169047
wangwei2016@ebcn.com

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）
021-22169040
yinzs@ebcn.com

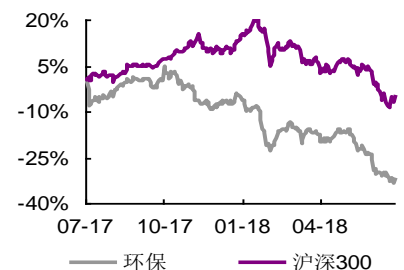
联系人

于鸿光
021-22169163
yuhongguang@ebcn.com

郝睿

021-22169317
haopian@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

环保之辩：“加与减”——污染防治攻坚战系列报告环保篇

.....2018-06-13

寻找环保板块的安全边际——环保行业2018年下半年投资策略

.....2018-06-01

目 录

1、 近期政策及新闻汇总	3
1.1、 资管新规执行细则落地，信用边际或迎改善.....	3
1.2、 国务院常务会议再谈“宽财政，松货币”	3
1.3、 环保板块迎来反弹，为什么弹性较弱.....	4
2、 回看环保投资框架，三要素分析法.....	5
3、 从环保个股走势分析投资风格切换.....	6
4、 从金融周期看环保，财政是核心	8
5、 风险分析.....	10

1、近期政策及新闻汇总

1.1、资管新规执行细则落地，信用边际或迎改善

7月20日，人民银行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（下称《通知》）。同一天，银保监会、证监会也陆续发布了征求意见稿。

《通知》规定了五大方面的内容：

1. 明确公募资管产品可以适当投资非标；
2. 老产品可以投资新资产；
3. 部分定期开放式资管产品可用摊余成本法计量；
4. 非标回表要求放松，鼓励发行二级资本债；
5. 不硬性设置阶段性压降要求，金融机构自主整改。

该《通知》体现了监管层防止出现“次生风险”而提出的灵活性的调整，在“稳增长”的大前提下，缓和“去杠杆”的力度，以助经济平稳过度以及应对国际贸易风险，是一项战略性的举措。《通知》总体来说是一个信用上的边际放松，有助于缓和金融市场前期的信用恐慌。在前期政策微调下，优先满足国家重点领域和重大工程项目，这将直接利好基建投资，建筑及其产业链是优先受益的。

1.2、国务院常务会议再谈“宽财政，松货币”

国务院总理李克强7月23日主持召开国务院常务会议，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。

本次会议主要强调了以下几点内容：

1. 积极财政政策要更加积极；
2. 稳健的货币政策要松紧适度；
3. 加快国家融资担保基金出资到位；
4. 坚决出清“僵尸企业”。

我们在中期策略报告《寻找环保板块的安全边际》以及《环保之辩：加与减》中强调，在金融周期的下半场，采用“紧信用、松货币、宽财政”是较好的投资组合，而其中“宽财政”是核心信号，因为环保产业现阶段的发展离不开政府财政的大力支持，政府也是环保公司最大的客户。本次“宽财政”政策确实比我们的预期要快，国务院常务会议信号十分明确，即不搞大水漫灌式刺激，维持货币政策松紧适度，加快今年1.35亿地方政府专项债券发行推动早见成效。当下，环保板块需要持续关注实体经济下行与政策的博弈及利率走势，同时也需要关注融资及财政方面对环保领域的定向支持的兑现。

1.3、环保板块迎来反弹，为什么弹性较弱

(1) **成长属性减弱，运营形态是环保的最终属性。**从2015年开始长周期看，环保股估值中枢下移，尤其科创类的股票兴起后，市场更愿意把这些科创类股票定义为成长，而环保整体成长性逻辑正在减弱。我们不认为单纯的基金低配或者估值底部就刻舟求剑看行业就要见底反弹，这是不理性的，也会让人失望。而现金流和运营资产具备长期配置价值，尤其在市场风险偏好较低的时候，拥有较好现金流和运营资产的公司估值也保持稳定，体现了资金的持续认可，在本轮反弹中，除前期下跌较多的工程类公司，拥有稳定运营资产A、H龙头公司也受到青睐。

图 1：沪深 300、创业板、环保、计算机通讯行业的 PE (TTM)



资料来源：Wind

(2) **信用边际放松直接利好基建和城投平台。**资管新规细则总体上体现信用边际放松，直接利好地方政府债务等问题。对于环保行业，后期在 PPP 模式兴起以来，环保类项目在多数地方主要是社会资本参与。因此，信用上的边际放松对环保股一定会有推动，但短期多为间接作用。**长期上在模式方面如 PPP 等，政策保障、政府增信，进而推动银行对于政府及环保公司信用能力看法的提升是核心关键，才能进一步的促进放款。**监管力度放松后，信用边际改善，后续需关注政策支持的执行情况和持续性，以及环保公司业绩修复情况的兑现。

(3) **环保项目具备长周期属性，对期限匹配要求更高。**强调运营和环境绩效决定了环保项目的长周期属性，这和建筑工程类的模式是有很大的区别的，而此次资管新规细则实际上对期限匹配要求比较高。即短期的金融产品虽然更好把控风险，但其与环保类项目的匹配性还有待观察，未来我们将持续关注匹配模式的设计。

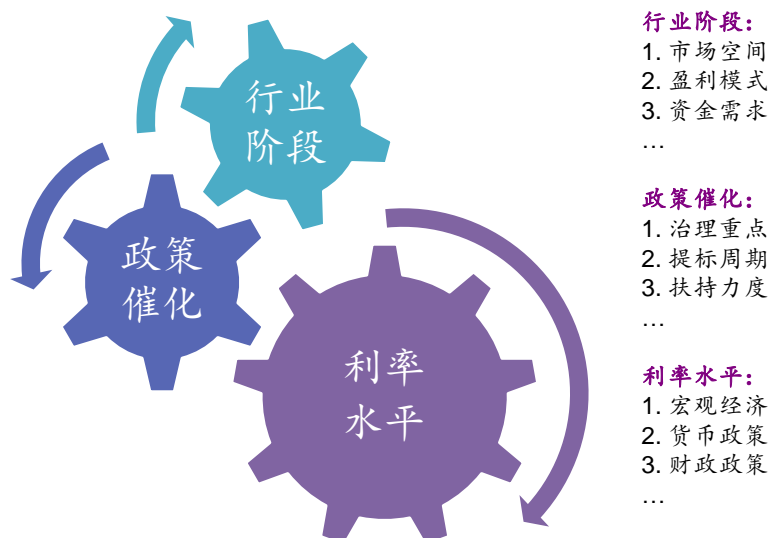
定向支持点位及如何平衡财政支出优先级很重要，环保是财政的优先支持标的。今年1-4月，财政节能环保分项支出增速逾20%情况较好，但5、6月份在去杠杆深化及债务问题发酵后，单月增速下滑到个位数，在政策调整后，我们认为后续情况会有所改善。作为“三大攻坚战”之一，环保是国家重点扶持的领域。2018年是污水、固废十三五规划中期考核年，乡村振兴、长江经济带修复不乏市场空间和政策着力点。

我们持续看好去杠杆背景下**现金流和运营资产的长期配置价值**，重点关注危废和环卫领域：**龙马环卫、东江环保**，此外港股公司：**光大绿色环保、光大国际、北控水务**。资管新规细则落地，信用边际缓和有利于修复前期市场悲观情绪，积极的财政政策有利于板块反弹的持续性，关注前期下跌较多的健康的“**订单-融资-业绩**”滚动弹性品种：**碧水源、国祯环保、博思科、启迪桑德**。

2、回看环保投资框架，三要素分析法

我们在《环保之辩：“加与减”》中，进一步分析了“**利率+行业+政策**”三因素环保研究框架，且能够较好的拟合股票历年走势。

图 2：三因素法分析行业分析框架



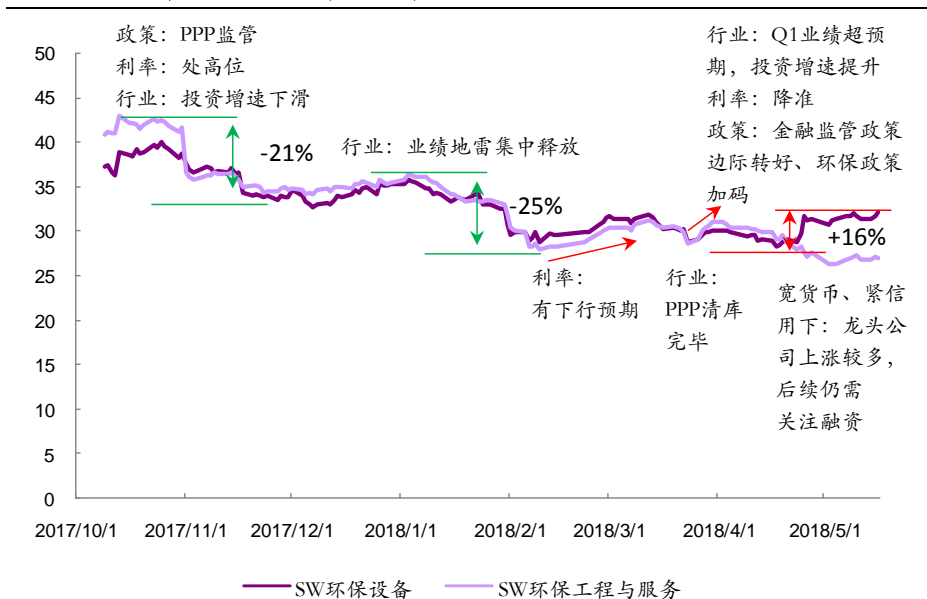
资料来源：光大证券研究所

(1) 行业阶段：需要考虑行业的发展阶段、市场空间及业绩兑现程度： 1) 行业周期：基建行业增速提升，从而带动环保行业投资；标准提高或环保加严，工业污染源治理带动环保行业投资。2) 业绩因素：行业遵循“**政策—市场—模式—业绩**”的传导链，而对于股价季度、年度业绩的预期和兑现程度对股价影响也较大。

(2) 利率水平：对股市的长、短周期波动都有影响： 1) 长周期方面，环保投资与利率负相关性越强，利率越低、融资成本较低，也可以借此寻找长周期拐点； 2) 短周期方面，基本可以较为明显体现出负相关性且股价的反应有一定提前性，这与股市的情绪或资金流动性等因素有关。

(3) 政策催化：政策分为环保政策及货币、财政政策。1) 环保长期政策涉及空间释放、项目落地的，**影响同 1**，2) 环保政策短期不涉及实质落地的，或被当做主题性机会，如去年的雄安新区、督察及工业环保、“十九大”、环保大会主题等，作为新兴产业，环保行业概念较多，所以也成就了自身这一特点。3) 货币及财政政策可叠加或传导到利率上，对股市的**影响同 2**，也可自身影响投资者的情绪。

图 3：2017 年底到 2018 年上半年环保板块复盘



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：纵轴是 PE (TTM)

2017 年行业整体情况较为特殊，利率处于高位，货币与信用层面均偏紧，而 11 月初的 PPP 监管利空也成为压垮环保股的最后一根稻草，不仅如此，从整个行业投资增速来判断，2017 年底确实也是个低点。在 2018 年初情况有所好转，而 4 月份的降准也成为行业股价反转的政策驱动力；同时叠加 PPP 提质、去杠杆，优质的环保企业均迎来一定的上涨；但 5、6 月份去杠杆加严、债务违约，再到贸易摩擦升级及中报低于预期整个板块进一步走低。

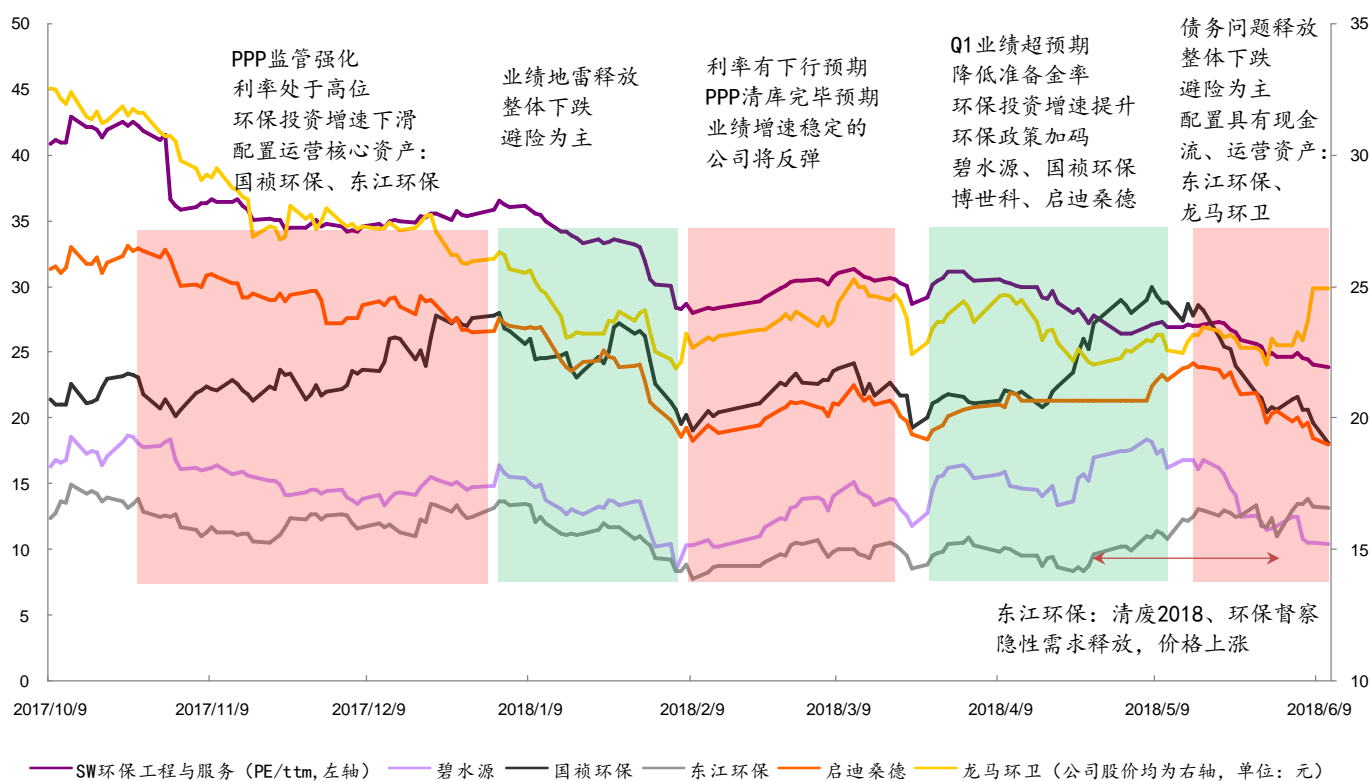
3、从环保个股走势分析投资风格切换

结合个股环保股行情，复盘看风格切换。2017 年 10 月底，《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金【2017】92 号）一度令 PPP 政策加严，单纯以工程施工为主业的上市公司迎来一波杀估值，而此时，具有运营较好的核心资产水务、危废领域对 PPP 政策敏感性较弱，成为市场配置的主要标的（国祯环保、东江环保），而后经历 1 月底创业板业绩地雷影响，板块整体带有一定情绪性下跌；而年报业绩窗口期之后，具有业绩确定的公司，伴随着 PPP 和利率预期趋好，板块整体迎来缓慢上涨，而 4 月中旬的降准则较大程度利好整体板块，碧水源、国祯环保、启迪桑德、博世科、瀚蓝环境等股价均具有较大幅度的上涨。

债务问题发酵，年初积累的涨幅“化为乌有”。整顿地方政府债务、国企杠杆以及金融机构非标融资等问题引发债务问题。在近期公布的债务违约事件中，环保领域也是一个高发行业，其重要原因在于政策扶植下行业易存在着资本运作过于猛烈、与地方政府关系过于紧密，进而存在高风险或不规范的融资方式，易导致债务归属或责任不清等问题，一旦金融监管强化，问题随之暴露。而此时，东江环保、龙马环卫这些运营资产以及轻资产模式公司获得市场青睐也是避险情绪的体现。

如果从避险的逻辑看：ROIC、现金流这些避险指标确实是一种配置策略。当前市场依然较担忧环保公司融资难或融资贵的问题，而选择环保细分中对金融监管敏感性较小、现金流较好、又具备一定成长性的领域（危废和环卫行业）的避险品种也是较为正常，而水务的成长性较弱且分红与其他行业不具优势，虽然避险指标较好，但未必会受到资金青睐。

图 4：重要环保上市公司股价复盘



资料来源：Wind

我们在《环保之辩：“加与减”》的报告中提出了设问：市场还在等什么？股价反弹的动力在哪里？——我们认为，融资环境（货币、财政政策）的变化和中报业绩情况（可以体现去、今年资金紧的影响）将是下一阶段需要重点考量的因素。

业绩已反应在股价中：在金融周期下半场，PPP 模式（环保股占大多数）已由订单驱动转为融资驱动，融资和业绩相互制衡，逻辑印证，市场已现分化，融资难、融资贵的企业业绩很难有大的起色，而对于情况反之的部分龙头公司可更具优势，融资和业绩相对确定性，当前时点，由于业绩预告已经发布，

当前时点，中报的影响因素已经反映在股价，业绩影响相对较小的公司更易受青睐，说明他们公司的融资或项目执行渠道项目较好。

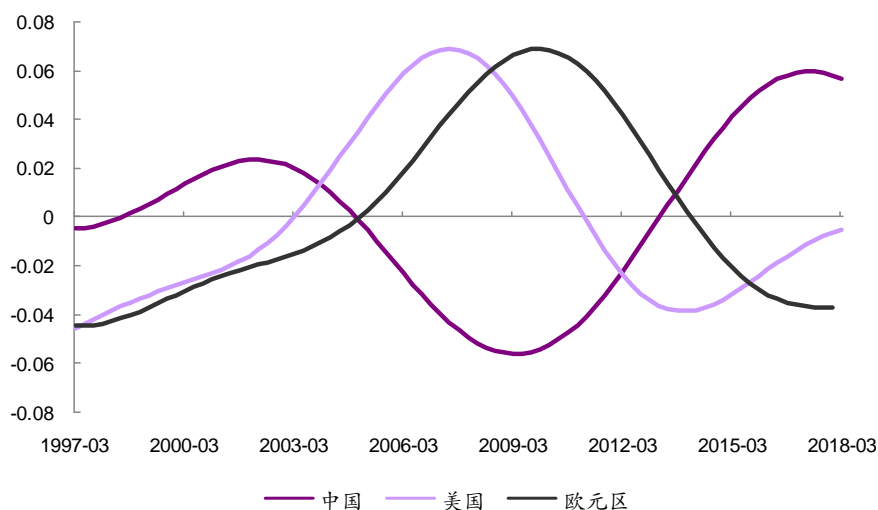
从融资环境边际改善已经印证：1. 政府信用：下半年主要看地方债务尤其是非标产品，当前央行对地方政府债务旧有问题的解决在过渡期内有所放松，信用度有所提升，市场情绪好转；**2. 信贷流向：**银行间已不缺钱，拆解利率持续降低，但关键在于如何将钱流转到的实体中去，当前国家货币和财政政策正在解决这个问题，用以保障经济平稳发展；**3. 民企低成本融资问题：**后续需要进一步观察政策调整及执行的效果，如果此部分转好，对板块的影响将是深远的。

4、从金融周期看环保，财政是核心

彭文生博士的《渐进渐进的金融周期》一书提到：**金融周期是过去几十年金融自由化政策的结果，中国正在经历第一个金融周期。**

当前的金融监管、货币、财政政策正在不断印证金融周期的观点。以应对全球金融危机为起点，外汇占款显著下降，同时应对外部冲击，刺激了信贷高速增长，我国的银行信贷快速增长。另外，1998年住房制度改革后，信贷和房地产的联系日益紧密，房价过快上涨、影子银行大幅扩张，金融风险上升。从2008年到2017年，中国的金融周期经历了近十年的繁荣期，信贷扩张使得非金融部门的杠杆率大幅上升，金融周期似乎在接近顶部。当前，国家为了防范金融风险，促进金融服务实体经济，控制住货币和信贷扩张的总闸门，并改善金融结构，直接影响着货币、财政政策、审慎监管及法律法规等问题。

图 5：中国处于金融周期下行拐点



资料来源：彭文生《渐进渐进的金融周期》、光大证券研究所宏观组

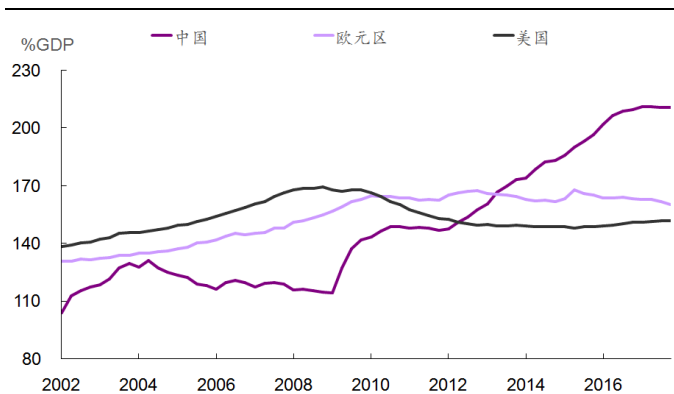
注：纵轴数值综合了房价信贷等指标，高点代表金融周期上行，低点代表金融周期下行

我国加杠杆的过程是结构性的，去杠杆的过程也将是结构性的，持续关注政策的聚焦点。国企的杠杆率在金融危机后持续上升，是国有部门应对外部冲

击的一个侧面反映；民企杠杆率有较大的波动，在全球金融危机以后民企杠杆率有明显的下降，在当时外部冲击下，市场力量驱动民企经过了一个去杠杆的过程，而近期国家对国企约束较强，民企的杠杆率又上升较快；政府的债务融资条件和政府信用错位，地方政府享受着政府的担保，但其融资条件接近商业融资，期限短、利率高，此外还有一些非标的融资问题。

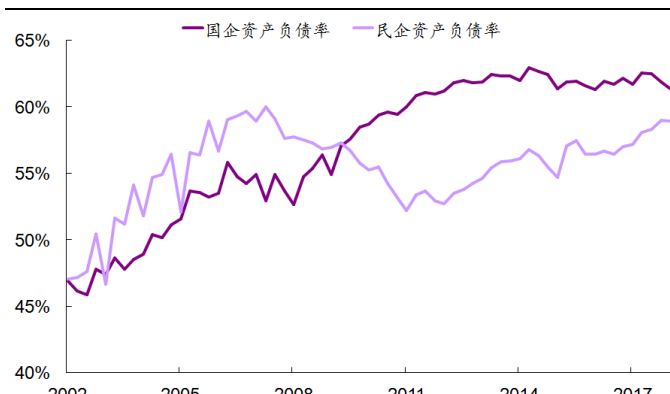
从去杠杆进度上看，金融监管重点约束国企后，杠杆率基本已经稳住，而民企的杠杆攀升依然值得关注，而今年4月份后，国家进一步重视地方债务问题，也是需要重点关注的领域。分行业上看，供给侧改革如火如荼，产能过剩行业的杠杆率有了一定的下降，而房地产行业依然处于较高的位置，房地产有关带来资源配置低效的企业也要去杠杆。因此，从我国宏观杠杆的结构上看，去杠杆已取得了一定进展，但整体依然未结束，而且也将进入深水期。

图 6：金融周期下半场：宏观杠杆率下降



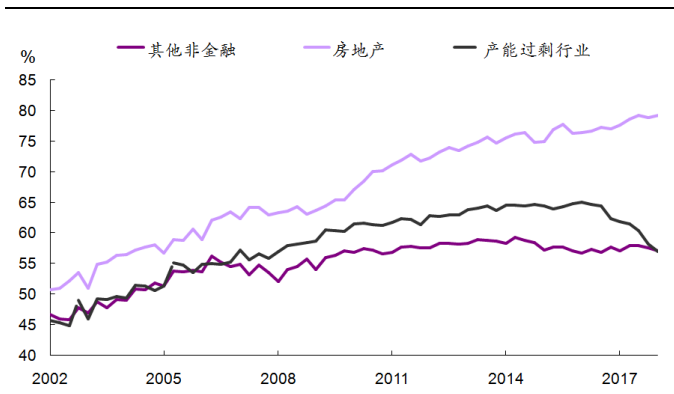
资料来源：BIS、CEIC、Wind，光大证券宏观组整理

图 7：国企杠杆率高位企稳，民企杠杆率快速上升



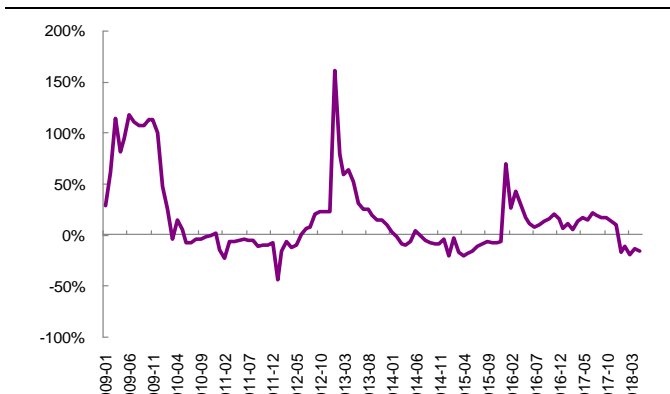
资料来源：Wind，光大证券宏观组整理

图 8：杠杆率提升具有结构性



资料来源：Wind，光大证券宏观组整理

图 9：社会融资总额累计同比增速

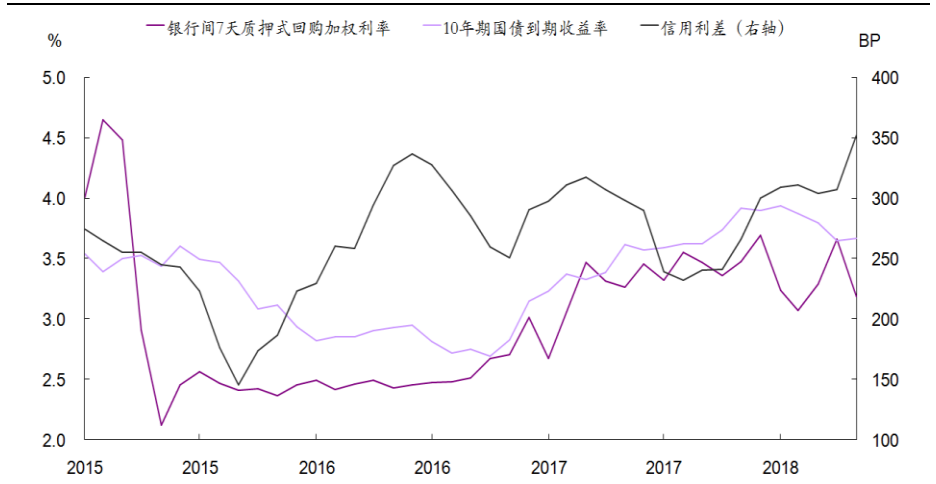


资料来源：Wind，光大证券宏观组整理

从“紧信用、紧货币、宽财政”到“紧信用、松货币、宽财政”是较好的宏观组合。在金融监管过程中，要防范发生系统性风险，中央也反复强调“稳中求进”，推动结构性改革和非经济增速层面的提升，同时为改革创造一个稳定的宏观经济环境。“紧信用”是前提，而通过支持总需求的财政扩张，对冲紧信用对投资和消费需求的影响，“松货币”，通过降低无风险利率可以对冲风险溢价上升的冲击，近期信用利差扩大也已经体现这一点。因此，

兼顾“去杠杆”和“稳增长”，既需要货币政策和财政政策的协同，也需要政府和市场共同努力。

图 10：中国：“紧信用、松货币、宽财政”是当前最佳组合



资料来源：Wind，光大证券宏观组整理

注：此处引用利率均为月度平均值，信用利差为 3 年期 AA-级企业债与 3 年期国债收益率之差

5、风险分析

- 1. 政策风险：**环保行业在较大程度上依赖政策驱动，政策执行不到位，会影响最终效果。
- 2. 项目拓展风险：**利率维持高位且下移不明显，PPP 法律边界存在缺陷，导致环保类公司 PPP 项目融资成本提升，进而影响项目进度和业绩兑现。
- 3. 财务风险：**环保公司过度依赖 PPP 项目，且采用过度激进策略，导致回款慢，现金流恶化，资产负债率提高。
- 4. 系统性风险：**外部贸易局势恶化，市场偏好变化较快风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
安玲娟		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijiaxia@ebscn.com	
高霆		021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元		021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真		021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰		021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	