

A、H 股燃气行业复盘报告：从 1 到 10

——天然气行业系列报告（六）

行业深度

◆**研究背景：**近年来，受益于环境约束趋紧、叠加政策支持等因素，天然气行业迎来快速发展。纵观 A、H 股燃气市场的二级市场表现，差异不可谓不明显。此外，近年来燃气行业的发展造就了一批 H 股全国型燃气龙头公司，其成长之路值得借鉴。

◆**A、H 股燃气公司的演变：**由于公司发展时点、区位特征、发展战略等因素的差异，A、H 股公司的成长属性亦呈现分化特征。H 股燃气公司上市时间总体较早，彼时正处于天然气行业高速发展的黄金时期，此阶段下游用户市场基本属于蓝海市场。借助行业发展的东风及先发优势，H 股燃气公司通过内生外延增长，历经十余年发展，逐步成长为全国性燃气行业龙头公司。相比而言，A 股燃气公司上市时间较晚，多为区域型燃气公司，燃气业务经营区域多集中于公司总部所在地，异地业务扩张较少。受规模体量、经营区域差异等因素的影响，H 股燃气行业的归母净利润增速相对稳定，而 A 股燃气行业归母净利润增速波动较大。

◆**复盘 H 股燃气龙头公司的崛起之路：**我们选取了目前 H 股燃气龙头公司——中国燃气、新奥能源、华润燃气作为研究对象，探索其成长轨迹。我们认为，三大 H 股燃气龙头公司的成长要素包括**城燃项目积极扩张**及**燃气衍生业务的拓展**。三大 H 股燃气龙头公司上市初期，正值经济高速发展时期及城市燃气市场的蓝海时期。借助资本力量，三大 H 股燃气龙头公司均不断扩大燃气经营区域，拓展燃气项目。此外，除燃气接驳和燃气销售的核心业务外，三家燃气龙头公司均拓展燃气行业相关布局，以分散城市燃气行业运营风险。

◆**政策对燃气股的影响几何？**我们认为，近年来燃气行业关注度的提升主要基于以下两方面政策因素：**环保因素**和**改革因素**。作为天然气产业链的中下游环节主体，受益于行业政策驱动，燃气公司天然气销售量增长的确性增强。随着天然气价格改革的推进，管输费、配气费存在调整风险，但调整结束后价格变化的不确定性减弱，相关扰动因素缓解，燃气公司的成长逻辑更加清晰。此外，通过价格调整可以提升天然气价格吸引力，从而争取天然气消费增量。

◆**投资建议：**我们认为，燃气公司未来的发展看点主要在于：**城市燃气项目的拓展、特许经营区域用户的培育和天然气产业链的延伸**。维持燃气子行业“买入”评级，推荐布局产业链上游，业绩增长确定性较强的城市燃气公司：**深圳燃气、新天然气**。

◆**风险分析：**天然气销售量增长低于预期，新用户接驳数量下滑或接驳费用降低的风险，燃气公司采购价格超预期上涨，管输费、配气费进一步下行的风险等。

燃气：买入（维持）

分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-22169047

wangwei2016@ebsec.com

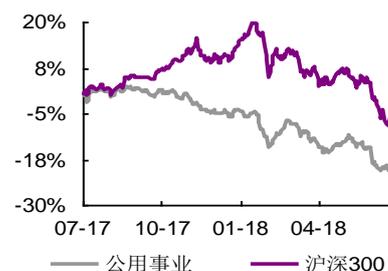
联系人

于鸿光

021-22169163

yuhongguang@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

天然气：该出手时就...出不出手？——天然气行业系列报告（五）

..... 2018-08-28

贸易摩擦暂缓，中美 LNG 合作将启——天然气行业系列报告（四）

..... 2018-05-27

破冰！居民用气门站价格理顺方案出台——天然气行业系列报告（三）

..... 2018-05-27

油价对天然气价格影响几何？——天然气行业系列报告（二）

..... 2018-05-13

天然气价格改革：过去在左，未来在右——天然气行业系列报告（一）

..... 2018-03-01

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
601139	深圳燃气	6.07	0.31	0.35	0.40	20	17	15	买入
603393	新天然气	37.09	1.65	1.76	2.54	22	21	15	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 09 月 12 日

投资聚焦

研究背景

近年来，受益于环境约束趋紧、叠加政策支持等因素，天然气行业迎来快速发展。纵观 A、H 股燃气市场的二级市场表现，差异不可谓不明显。H 股燃气行业涌现了一批百亿乃至千亿元市值的全国性燃气龙头公司，其发展轨迹值得借鉴。我们通过复盘，探索 A、H 股燃气公司的发展轨迹，比较异同，并挖掘其市场表现差异背后的原因。

我们的创新之处

我们在本篇报告中，以史鉴今，复盘了 A、H 股燃气行业的过往表现，梳理了 H 股燃气行业龙头公司的发展特点，并分析了燃气公司未来崛起的突破点。

投资观点

我们在本文中复盘了 A、H 股燃气行业的二级市场表现，并梳理了 H 股燃气龙头公司的发展历程。我们认为，燃气公司未来的发展看点主要在于：

(1) 城市燃气项目的拓展。通过拓展城市燃气项目，燃气公司可提升潜在用户的天然气消费量空间。此外，由于天然气终端销售价格由各地政府或价格主管部门制定，城市燃气项目的分散化布局将降低价格调整风险。近年来，一二线区域的城市燃气项目逐渐饱和，三四线区域的城市燃气项目将具备一定程度的吸引力。

(2) 特许经营区域用户的培育。在受益于政策支持，天然气在现代清洁能源体系中的地位确立。燃气公司在特许经营区域内几乎可实现垄断经营，业绩增长将受益于增量用户涌入和存量用户能源替代。

(3) 天然气产业链的延伸。由于燃气公司多处于天然气产业链的中下游，在气源供应偏紧时议价能力较弱。通过向上游布局，燃气公司的气源保障增强，议价权提升。此外，围绕燃气主业的衍生服务将提升燃气公司的产品附加值，从而争取利润增量。

维持燃气子行业“买入”评级，推荐布局产业链上游，业绩增长确定性较强的城市燃气公司：深圳燃气、新天然气。

目 录

1、 研究背景：从 A、H 燃气股表现的差异化谈起	6
2、 迅速发展的天然气行业	8
3、 A、H 股燃气公司的演变	11
4、 复盘 H 股燃气龙头公司的崛起之路	14
4.1、 城燃项目积极扩张	15
4.2、 燃气衍生业务的拓展	19
5、 政策对燃气股的影响几何？	19
6、 投资建议	22
6.1、 深圳燃气 (601139.SH)：城燃业务扩张，静待靴子落地	23
6.2、 新天然气：收购亚美能源，布局天然气全产业链	24
7、 风险分析	25

图表目录

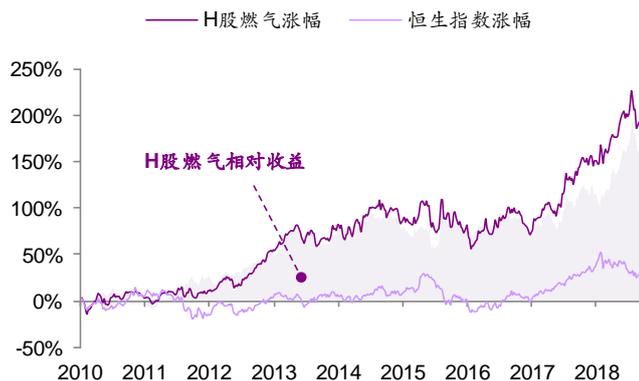
图 1：H 股燃气涨幅及相对收益.....	6
图 2：A 股燃气涨幅及相对收益.....	6
图 3：H 股燃气 PE (TTM)	6
图 4：A 股燃气 PE (TTM)	6
图 5：H 股燃气 PB (LF)	7
图 6：A 股燃气 PB (LF)	7
图 7：A、H 股燃气公司市值分布（以人民币计）.....	7
图 8：天然气销售量排名前五的 A、H 股上市公司（2017 年）.....	8
图 9：天然气消费量增速.....	9
图 10：天然气行业固定资产投资完成额同比增速（%）.....	10
图 11：天然气供给量（亿立方米）.....	10
图 12：A、H 股燃气公司上市/转型时间.....	12
图 13：营业总收入增速（%）.....	13
图 14：归母净利润增速（%）.....	13
图 15：毛利率（%）.....	14
图 16：净利率（%）.....	14
图 17：投资收益占税前利润的比例（%）.....	14
图 18：投资收益占净利润的比例（%）.....	14
图 19：H 股燃气龙头公司涨幅（%）.....	15
图 20：H 股燃气龙头公司 PE-TTM.....	15
图 21：城市燃气项目数（个）.....	16
图 22：资本性支出（人民币亿元）.....	16
图 23：天然气销售量（亿立方米）.....	16
图 24：天然气销售量增速（%）.....	16
图 25：渗透率（%）.....	17
图 26：接驳收入（人民币亿元）.....	17
图 27：接驳收入增速（%）.....	17
图 28：天然气销售收入（人民币亿元）.....	18
图 29：天然气销售收入增速（%）.....	18
图 30：燃气公司核心业务毛利率水平（以新奥能源为例）.....	18
图 31：归母净利润增速（%）.....	18
图 32：扣非归母净利润增速（%）.....	18
图 33：中国燃气 LPG 业务.....	19
图 34：新奥能源天然气储配站业务.....	19
图 35：2017 年以来 A、H 股燃气行业涨幅及热点政策/事件复盘.....	20
图 36：政策对于燃气公司的影响.....	20

图 37：天然气价格改革示意图	21
表 1：我国目前投产在运 LNG 接收站梳理（截至 2017 年底）	10
表 2：我国 PNG 进口路线（截至 2017 年底）	11
表 3：天然气产业链梳理	11
表 4：A、H 股代表燃气公司经营区域	13
表 5：天然气销售价格下调和售气量增长对毛利的影响（高毛利方案）	22
表 6：天然气销售价格下调和售气量增长对毛利的影响（低毛利方案）	22
表 7：深圳燃气业绩预测和估值指标	23
表 8：新天然气业绩预测和估值指标	24

1、研究背景：从 A、H 燃气股表现的差异化谈起

近年来，受益于环境约束趋紧、叠加政策支持等因素，天然气行业迎来快速发展。纵观 A、H 股燃气市场的二级市场表现，差异不可谓不明显。我们分别选取了 Wind A 股和 H 股燃气行业指数为比较对象，统计了 2010 年至今的表现。统计结果表明，截至 2018-8-31，H 股涨幅 192%，对于恒生指数的相对收益 165%；A 股燃气涨幅-25%，对于沪深 300 指数的相对收益-19%。

图 1：H 股燃气涨幅及相对收益



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：涨幅以 2009-12-31 收盘价为基数计算，H 股燃气相对收益=H 股燃气涨幅-恒生指数涨幅）

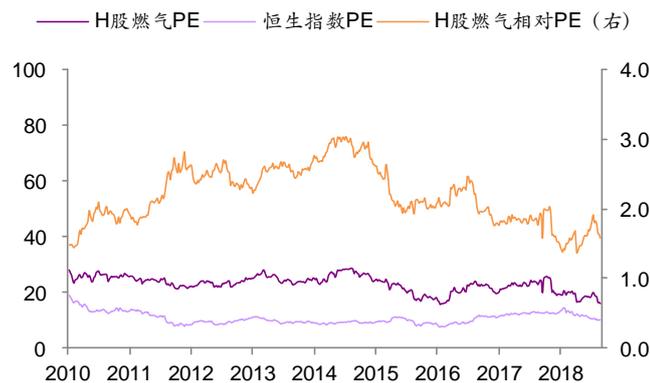
图 2：A 股燃气涨幅及相对收益



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：涨幅以 2009-12-31 收盘价为基数计算，A 股燃气相对收益=A 股燃气涨幅-沪深 300 涨幅）

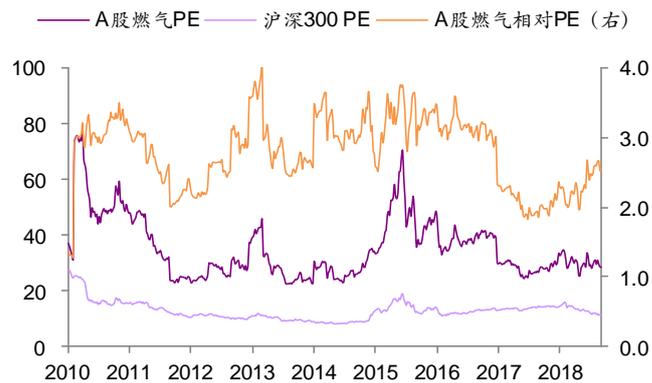
我们选取 PE (TTM) 和 PB (LF) 作为估值指标，用于比较 A、H 股的估值差异。

图 3：H 股燃气 PE (TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：H 股燃气相对 PE=H 股燃气 PE/恒生指数 PE）

图 4：A 股燃气 PE (TTM)

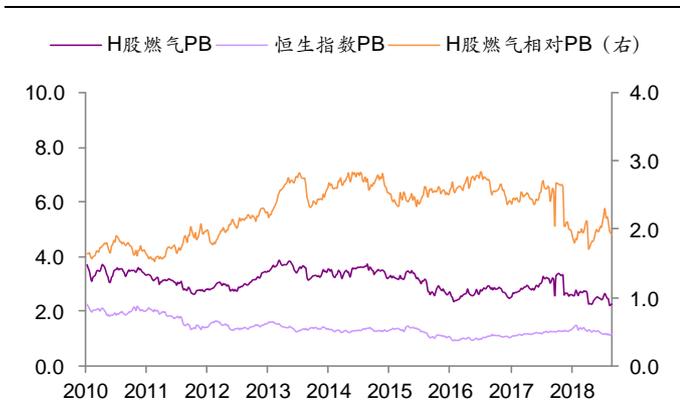


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：A 股燃气相对 PE=A 股燃气 PE/沪深 300 PE）

从 PE (TTM) 来看，2010 年至今，H 股燃气行业 PE 总体较稳定：PE 平均水平为 23 倍，PE 的相对标准偏差 12%；相对恒生指数的 PE 平均水平为 2.2 倍。A 股燃气行业 PE 波动较剧烈：PE 平均水平 35 倍，PE 的相对标准

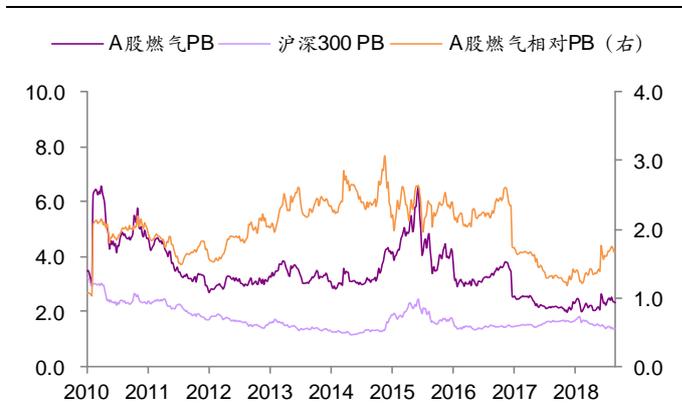
偏差 31%；相对沪深 300 的 PE 平均水平为 2.8 倍。H 股燃气行业的绝对 PE 和相对 PE 水平和波动率均低于 A 股。

图 5：H 股燃气 PB (LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：H 股燃气相对 PB=H 股燃气 PB/恒生指数 PB）

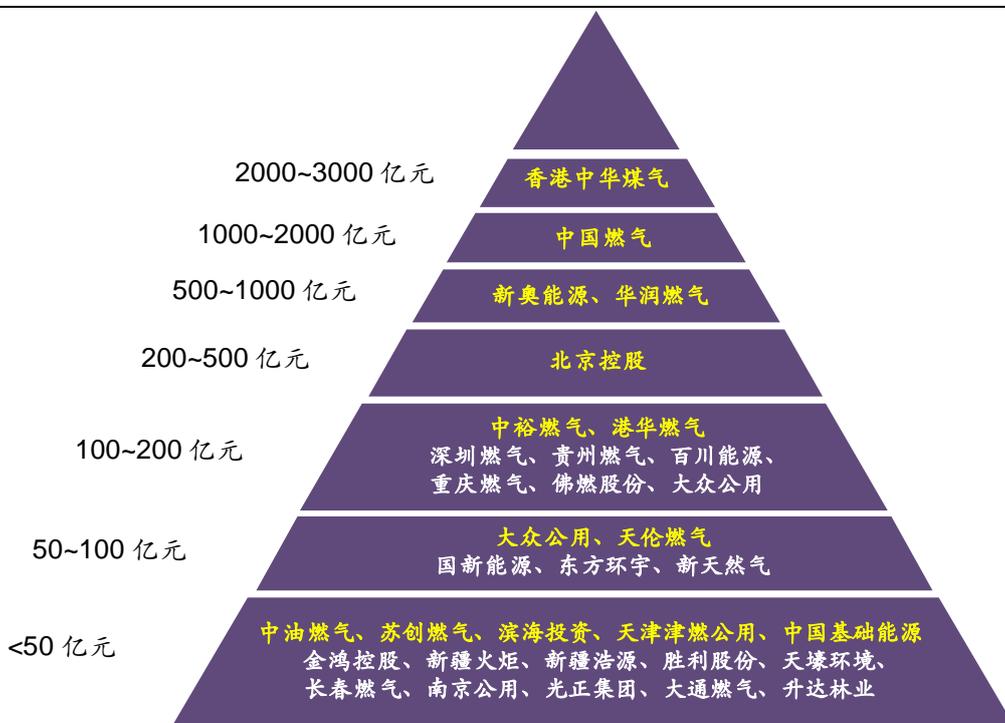
图 6：A 股燃气 PB (LF)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：A 股燃气相对 PB=A 股燃气 PB/沪深 300 PB）

从 PB (LF) 来看，2010 年至今，H 股燃气行业 PB 处于 2.2~3.9 倍的范围内，平均水平为 3.1 倍，相对恒生指数的 PB 平均水平为 2.3 倍。A 股燃气行业 PB 处于 2.0~6.6 倍的范围内，平均水平为 3.5 倍，相对沪深 300 的 PB 平均水平为 2.0 倍。A、H 股燃气行业的绝对 PB 和相对 PB 水平总体接近。

图 7：A、H 股燃气公司市值分布（以人民币计）

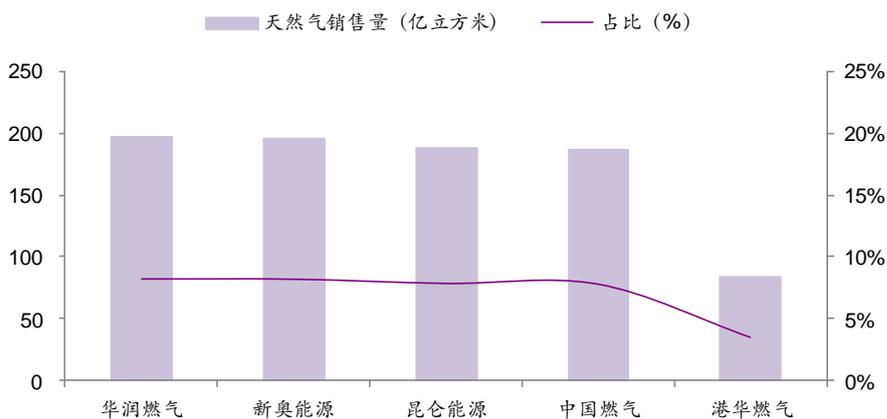


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：A、H 股燃气公司名称分别以白色、黄色表示，统计时点为 2018-08-31）

从 Wind 燃气指数的上市公司市值分布来看，H 股燃气行业涌现了 500 亿人民币以上乃至千亿市值的龙头公司（如中国燃气、新奥能源、华润燃气等）；而 A 股燃气公司市值规模较小，均低于 200 亿人民币。

从经营区域来看，除香港中华煤气在香港地区业务占比较高外，其余 A、H 股燃气公司的燃气业务均以中国大陆地区为主。从 2017 年数据看，天然气销售量排名前五的上市公司均为 H 股公司，天然气销售量的行业集中度（CR5）约 35.4%。

图 8：天然气销售量排名前五的 A、H 股上市公司（2017 年）



资料来源：公司年报，Wind，BP，光大证券研究所（注：占比=各上市公司天然气销售量/中国天然气消费量，中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31）

我们通过复盘，探索 A、H 股燃气公司的发展轨迹，比较异同，并挖掘其市场表现差异背后的原因。

2、迅速发展的天然气行业

1980 年至今，从我国天然气消费量增速与 GDP 增速的匹配度来看，天然气行业发展可分为三个阶段：

阶段 I：1980~1998 年：天然气行业发展缓慢，天然气消费量增速总体落后于 GDP 增速，天然气消费弹性系数均值仅为 0.16。

此阶段中国天然气供给主要依赖于国内生产，而国内油气开发形势为“重油轻气”，天然气作为开发过程中的伴生气经常被放空点火烧掉。此外，管网等基础配套设施的缺失、LPG 钢瓶（即煤气罐）的使用偏好等因素亦阻碍了消费量的增长。

阶段 II：1999~2015 年：天然气行业迅速发展，天然气消费与经济相关较强，弹性系数均值 1.45。

随着天然气产量的提升，“西气东输”等重大天然气管网设施的建设完善，叠加天然气对 LPG 的替代等因素，天然气消费量迅速提升。此外，随着 LNG

接收站和中亚线等建成投运,LNG 和 PNG 分别于 2006 年和 2010 年起大规模进口,天然气供给能力进一步增强,进而保障下游需求的高速增长。

从经济增长来看,此阶段后期中国经济逐步进入“三期叠加”阶段,GDP 增速放缓,我国经济进入“新常态”。

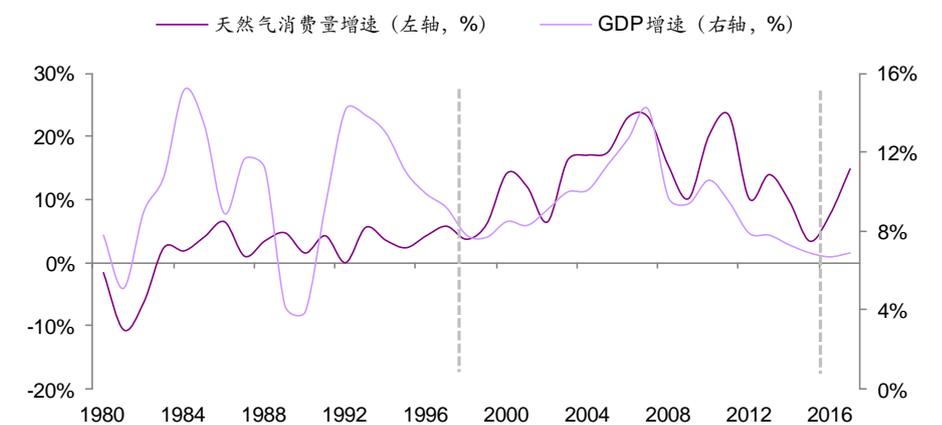
阶段 III: 2016 年至今: 受益于环境约束和政策支持,天然气消费增长与经济增长脱钩,弹性系数均值 1.64。

随着环境问题关注度的提升,“大气十条”考核期的临近,清洁能源的吸引力逐渐增强。天然气行业改革、价格改革等加速执行,促进天然气行业良性发展。在经历 2015 年低谷后,天然气下游消费迅速回暖。尤其是 2017 年,“煤改气”推进、天然气能源地位的确立等因素,进一步提振了天然气消费的增长。在经济“新常态”的形势下,天然气消费增速远超 GDP 增速,且这种态势有望在“十三五”期间持续。

此阶段,国内天然气产量增速放缓,进口天然气比重逐步提升。随着 LNG 接收站的投产数量增长,LNG 进口能力大幅提升,叠加 LNG 进口资源国数量增长和交易机制多样化等因素,LNG 进口量增速亮眼。在天然气消费量高速增长的形势下,天然气供需总体处于“紧平衡”状态。

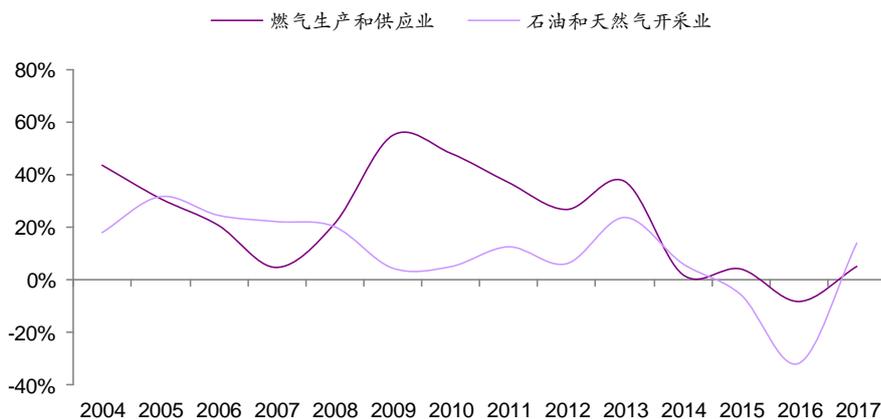
此外,此阶段管道等基础设施建设高峰期已过,基础设施逐步成熟,固定资产投资增速放缓,燃气企业资本支出压力有所减小。

图 9: 天然气消费量增速



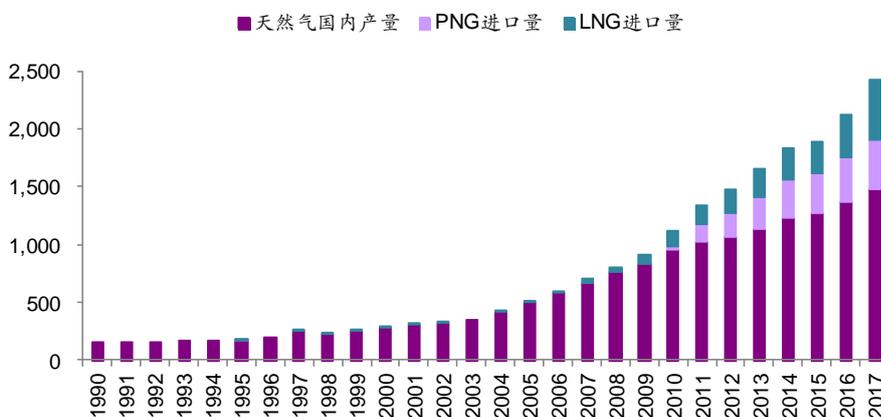
资料来源: Wind, BP, 光大证券研究所

图 10: 天然气行业固定资产投资完成额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: 天然气供给量 (亿立方米)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 1: 我国目前投产在运 LNG 接收站梳理 (截至 2017 年底)

序号	接收站名称	地区	现有规模 (万吨/年)	投产时间 (年)	业主
南方沿海地区					
1	大鹏 LNG 接收站	广东深圳	670 (1 期: 370、2 期: 300)	1 期: 2006、 2 期: 2015	中海油
2	珠海 LNG 接收站	广东珠海	350	2013	中海油
3	迭福 LNG 接收站	广东深圳	400	2016	中海油
4	粤东 LNG 接收站	广东揭阳	200	2017	中海油
5	东莞九丰 LNG 接收站	广东东莞	100	2012	九丰
6	莆田 LNG 接收站	福建莆田	260	2009	中海油
7	北海 LNG 接收站	广西北海	300	2016	中石化
8	海南洋浦 LNG 接收站	海南儋州	300	2014	中海油
长三角地区					
1	上海洋山 LNG 接收站	上海市	300	2009	中能 (中海油)
2	五号沟 LNG 接收站	上海市	200 (1 期: 50、2 期: 150)	1 期: 2008、 2 期: 2017	中能

3	宁波 LNG 接收站	浙江宁波	300	2012	中海油
4	广汇启东 LNG 分销转运站	江苏启东	60	2017	广汇
5	如东 LNG 接收站	江苏南通	650 (1 期: 350、2 期: 300)	1 期: 2011、 2 期: 2016	中石油
环渤海地区					
1	天津 LNG 接收站 (原浮式)	天津市	220	2013	中海油
2	唐山 LNG 接收站	河北唐山	650 (1 期: 350、2 期: 300)	1 期: 2013、 2 期: 2016	中石油
3	大连 LNG 接收站	辽宁大连	600 (1 期: 300、2 期: 300)	1 期: 2011、 2 期: 2015	中石油
4	青岛 LNG 接收站	山东青岛	300	2014	中石化

资料来源: 中海油、中石油等公司官网, 光大证券研究所整理

表 2: 我国 PNG 进口路线 (截至 2017 年底)

管道线	资源地	管道长度 (km)	设计供气能力 (亿立方米/年)	(预计) 建成时间
中亚 A 线	土库曼斯坦, 乌兹别克斯坦等	1833	150	2009
中亚 B 线	土库曼斯坦, 乌兹别克斯坦等	1833	150	2010
中亚 C 线	土库曼斯坦, 乌兹别克斯坦等	1830	250	2014
中亚 D 线	土库曼斯坦	1000	300	2020E
中缅线	缅甸	2520	120	2013
中俄东线	俄罗斯	3968	380	2020E

资料来源: 中国石油官网, 光大证券研究所整理

3、A、H 股燃气公司的演变

从天然气产业链各环节参与主体来看, 上游环节的垄断格局难以撼动, 而中下游环节市场的参与主体众多。总体而言, A、H 股燃气公司位于天然气产业链中下游。受益于天然气行业的发展, 燃气行业公司近年来的发展有目共睹。

表 3: 天然气产业链梳理

产业链结构	内容	参与主体及职能	代表公司
上游勘探生产	可细分为天然气的勘探、开发和净化处理。寻找具有经济开采价值的天然气并提供到地面以供商业使用。从气井中开采的天然气一般无法直接使用, 需送至处理厂净化处理 (如脱水、脱硫、脱杂质等) 以达到标准质量或管输要求。	天然气生产商: 生产满足质量标准的天然气, 并在上游交气点以供气价格出售给管道运输服务商。	中石油、中石化、中海油、延长石油等
中游管道运输储存	通常天然气产销分属不同区域, 通过长距离管道运输可将天然气生产地与市场区域有效连接。为满足下游用户用气需求波动, 中游服务商一般会建立相应的储气服务设施。	管道运输商: 管道公司负责将从上游供应商购入的天然气通过长输管道输送至下游消费区的工业直供用户或城市门站。 管道服务商既可以是独立的天然气承运商, 也可以是天然气生产商。	中石油等

下游城市配送

配送服务环节即自管道运输系统接收的天然气通过城市配气系统输送至最终用户的过程即城市配送环节，完整的城市配送系统由配气站、配气管网、储气和各类调压等组成。

地方配送服务商：地方配送服务商负责将从城市门站购进的天然气通过地方配气管网系统输送至所服务的终端用户。
配送服务商一般是区域内的垄断服务商（拥有特许经营权），在市场发育不充分的情形下，一般也负责天然气的销售业务。

中国燃气、新奥能源、华润燃气、深圳燃气等。

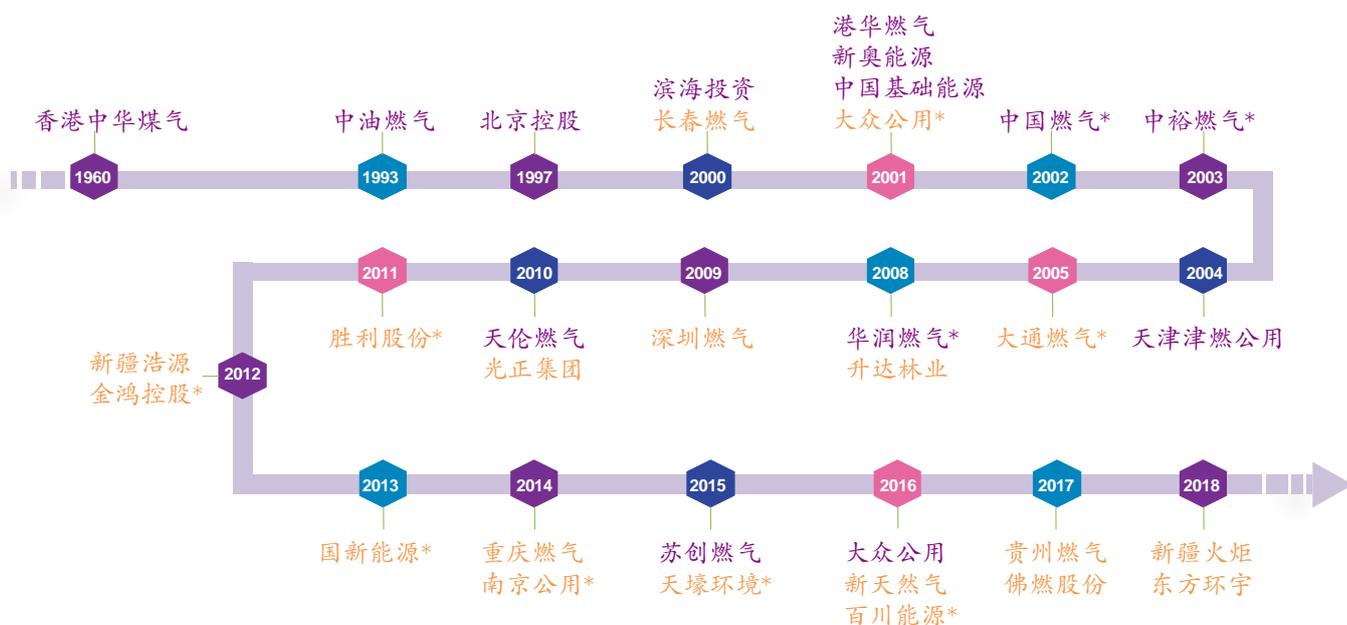
资料来源：《中国天然气价格形成与补偿机制探讨》（张英著），Wind，光大证券研究所

由于公司发展时点、区位特征、发展战略等因素的差异，A、H 股公司的成长属性亦呈现分化特征。

从上市时间来看，H 股燃气公司上市时间总体较早：如老牌燃气公司香港中华煤气于 1960 年上市，龙头公司（如中国燃气、新奥能源、华润燃气等）的上市时间集中于 2001~2008 年；近年来新上市公司的数量较少。相比而言，A 股燃气公司上市时间较晚：多数公司于 2008 年后上市，或公司通过资产置换、借壳上市、上市后业务转型等因素进入天然气行业；近年来新上市公司数量较多。

H 股燃气公司（尤其是龙头公司）的上市时间处于上文中天然气行业高速发展的黄金时期，此阶段下游用户市场基本属于蓝海市场。借助行业发展的东风及先发优势，H 股燃气公司通过内生外延增长，历经十余年发展，逐步成长为全国性燃气行业龙头公司。相比而言，A 股燃气公司上市时间较晚，多为区域型燃气公司，燃气业务经营区域多集中于公司总部所在地，异地业务扩张较少。

图 12：A、H 股燃气公司上市/转型时间



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所（注：A、H 股燃气公司分别以橘色、紫色表示，*表示公司通过资产置换、借壳上市、上市后业务转型等原因进入燃气领域的时间）

表 4: A、H 股代表燃气公司经营区域

公司名称	经营区域
中国燃气	安徽、湖北、湖南、江苏、浙江、河北、广西、陕西、广东、辽宁、重庆、山东、山西、天津、吉林、内蒙古、黑龙江、宁夏、福建、江西、甘肃、河南、贵州、云南、新疆、海南
华润燃气	黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、河北、山东、江苏、上海、山西、河南、安徽、浙江、陕西、湖北、江西、福建、湖南、广东、广西、贵州、四川、云南、青海
新奥能源	安徽、北京、福建、广东、广西、海南、河北、河南、湖南、内蒙古、江苏、江西、辽宁、山东、云南、浙江
深圳燃气	广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江
百川能源	河北、天津、湖北
新天然气	新疆
重庆燃气	重庆

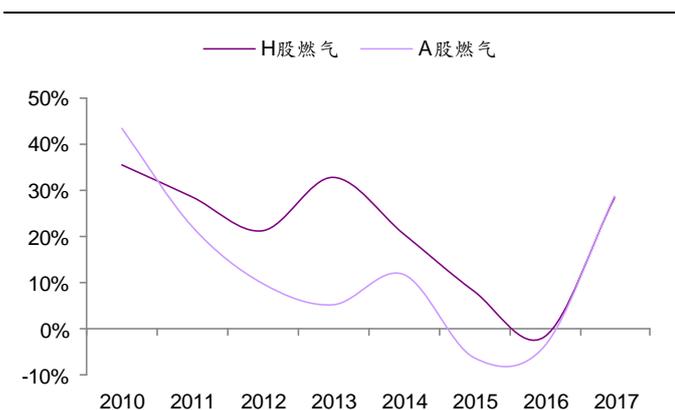
资料来源：公司年报（注：统计时点为 2017 年底，中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31）

我们对 A、H 股燃气公司近年来的财务数据进行统计分析。需要说明的是，为保证数据可比性，均采用全球 GSD 会计准则作为比较基准。

2010~2017 年，A、H 股燃气行业的营业总收入增速变化相似，即 2010~2016 年营业总收入总体放缓，2017 年高速增长。这也与天然气下游消费量的变化趋势（图 9）相近。

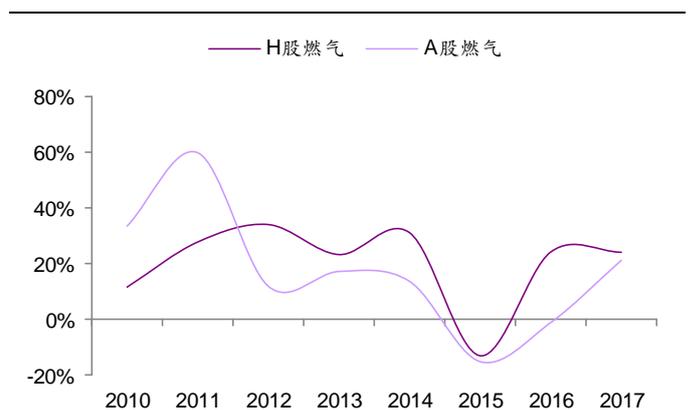
从归母净利润的变化来看，除 2015 年行业整体景气度下行导致归母净利润下滑外，2010~2017 年其他年份 A、H 股燃气行业的归母净利润均实现同比正增长。受规模体量、经营区域差异等因素的影响，H 股燃气行业的归母净利润增速相对稳定，而 A 股燃气行业归母净利润增速波动较大。

图 13: 营业总收入增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：为保证数据可比性，均采用全球 GSD 会计准则）

图 14: 归母净利润增速 (%)

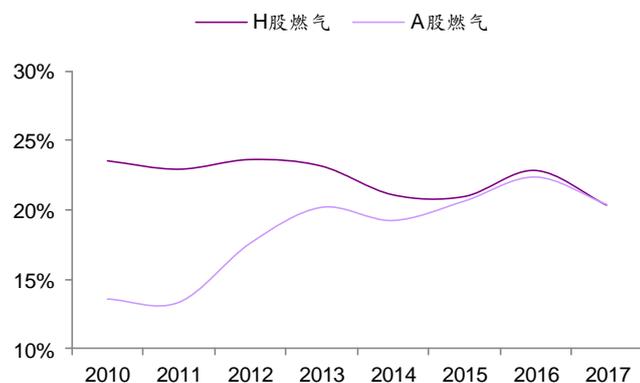


资料来源：Wind，光大证券研究所（注：为保证数据可比性，均采用全球 GSD 会计准则）

从毛利率来看，与 A 股燃气行业相比，H 股燃气行业的毛利率处于相对稳定状态。受高毛利率接驳业务的结构变化等因素影响，近年来 A 股燃气公司毛利率逐步提升，A、H 股燃气行业毛利率差距收窄。

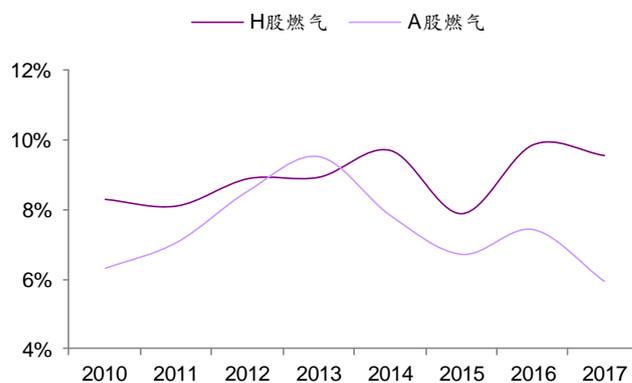
从净利率来看，H股燃气行业的净利率同样处于相对稳定的水平，而A股燃气行业的净利率波动较大。我们认为前者净利率相对稳定的主要原因包括H股燃气公司的规模体量优势、经营区域多样化（受个别区域政策调整的影响相对较弱）、投资收益对业绩的平滑因素等。

图 15: 毛利率 (%)



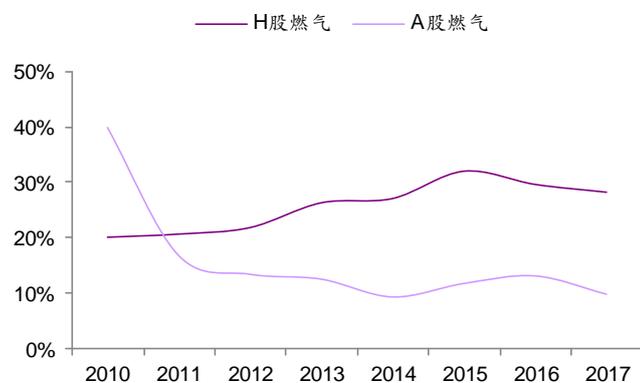
资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 为保证数据可比性, 均采用全球 GSD 会计准则)

图 16: 净利率 (%)



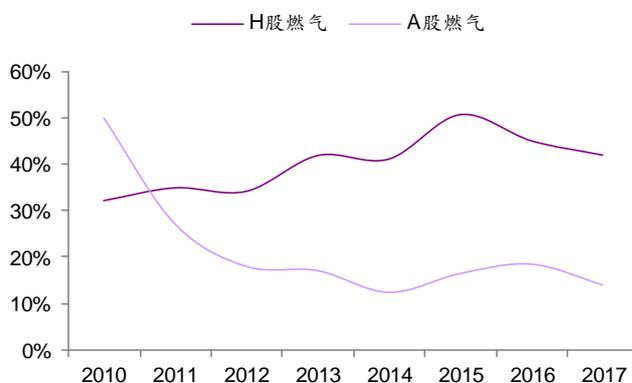
资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 为保证数据可比性, 均采用全球 GSD 会计准则)

图 17: 投资收益占税前利润的比例 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 为保证数据可比性, 均采用全球 GSD 会计准则)

图 18: 投资收益占净利润的比例 (%)

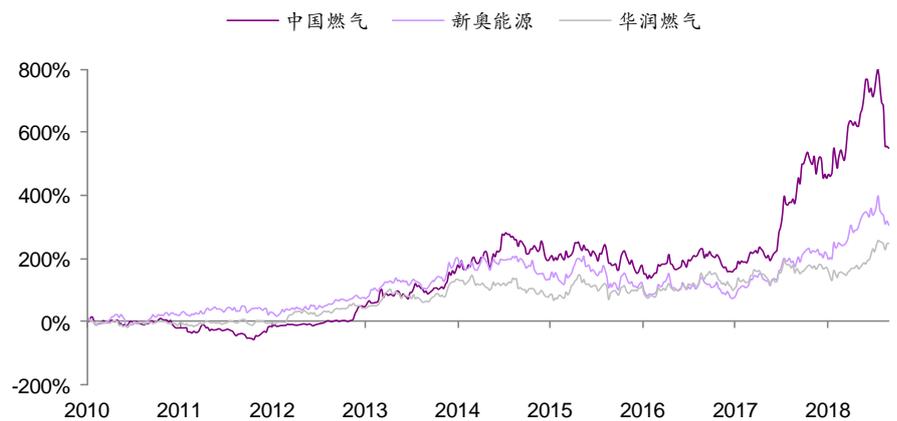


资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 为保证数据可比性, 均采用全球 GSD 会计准则)

4、复盘 H 股燃气龙头公司的崛起之路

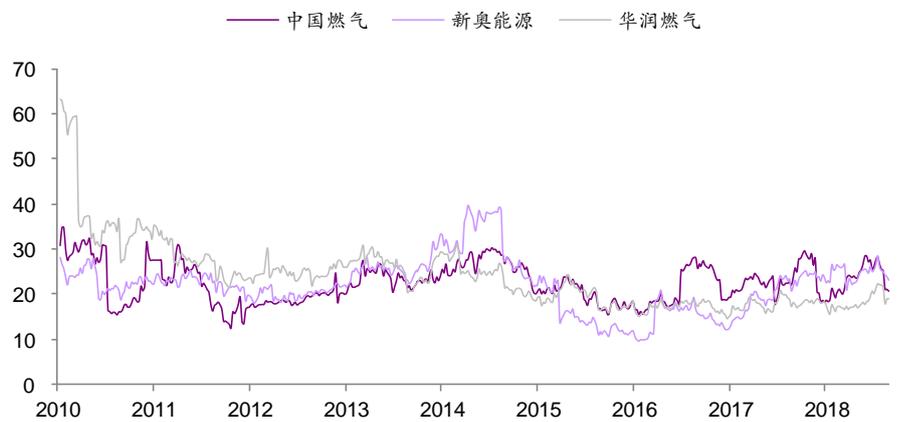
我们选取了目前 H 股燃气龙头公司——中国燃气、新奥能源、华润燃气作为研究对象，探索其成长轨迹。近年来，三家燃气龙头公司在二级市场表现亮眼，我们认为其市值/收益的增长主要由业绩驱动。

图 19: H 股燃气龙头公司涨幅 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 涨幅以 2009-12-31 收盘价为基数计算)

图 20: H 股燃气龙头公司 PE-TTM



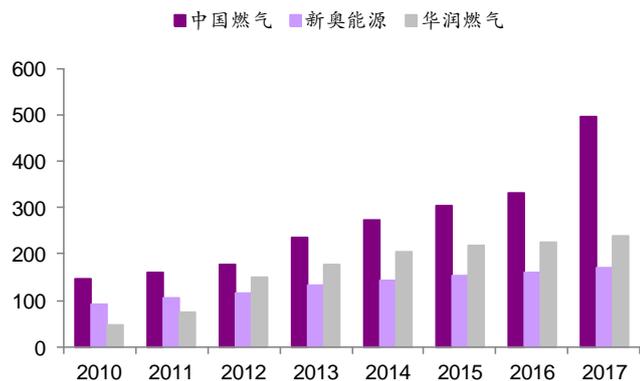
资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.1、城燃项目积极扩张

三大 H 股燃气龙头公司上市初期, 正值经济高速发展时期 (详见图 9), 彼时城市燃气市场属于蓝海市场, 发展前景广阔。借助资本力量, 三大 H 股燃气龙头公司均不断扩大燃气经营区域, 拓展燃气项目。

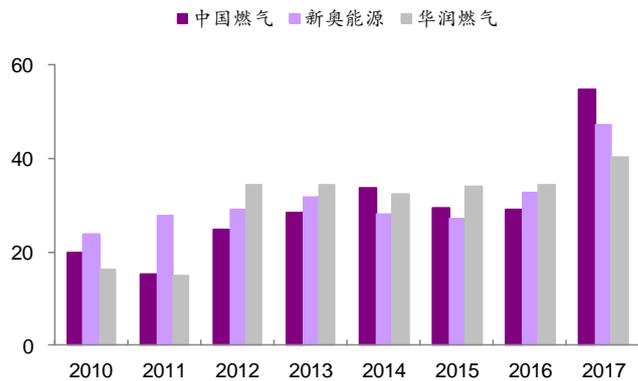
2010~2017 年, 中国燃气、新奥能源、华润燃气的城市燃气项目数量年均复合增速分别为 18.8%、9.7%、25.7%。总体而言, 三家公司在“十二五”初期项目拓展速度较快, 其中受益于集团项目收购等因素, 华润燃气的城市燃气项目增速亮眼。随着外延并购项目难度增长, 三家公司城市燃气项目增速有所放缓。需要指出的是, 受益于煤改气快速推进, 中国燃气 2017 年项目数量增速高达 50%, 实现项目拓展的二次增长。与之对应, 三家公司资本性支出亦随着项目增量的变化呈现相似趋势。

图 21：城市燃气项目数（个）



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31）

图 22：资本性支出（人民币亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31）

由于城市燃气项目的特许经营权（通常为 30 年左右）壁垒，燃气公司在特许经营权范围内具备垄断优势，因此城市燃气项目拓展的先发优势为燃气公司天然气业务量（接驳、销售）的增长奠定基础。

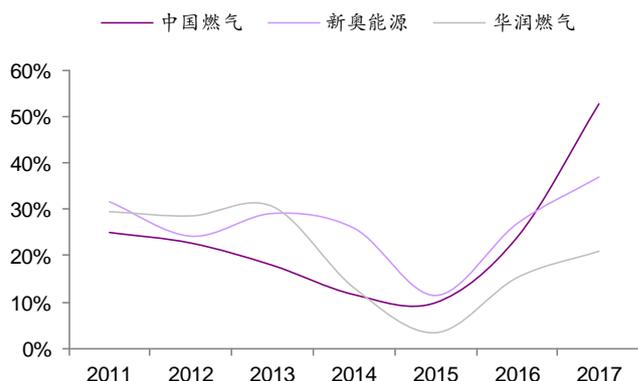
与天然气行业消费量的变化趋势相似，2011~2017 年三家燃气龙头公司的天然气销售量增速亦呈现“V”型。受益于经营区域内渗透率的提升（内生）和城市燃气项目的拓展（外延），三家公司天然气销售量实现较快增长。2010~2017 年中国燃气、新奥能源、华润燃气天然气销售量年均复合增速分别为 22.7%、26.4%、19.7%，高于全国均值。

图 23：天然气销售量（亿立方米）



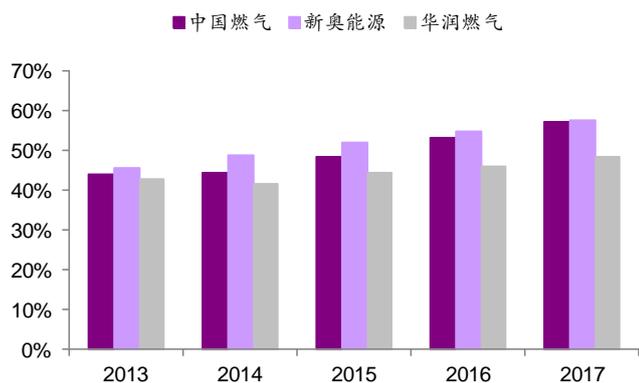
资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31）

图 24：天然气销售量增速（%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31）

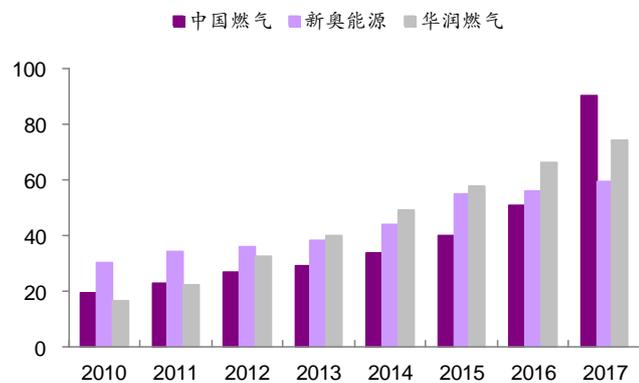
图 25: 渗透率 (%)



资料来源:公司公告,光大证券研究所(注:中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31)

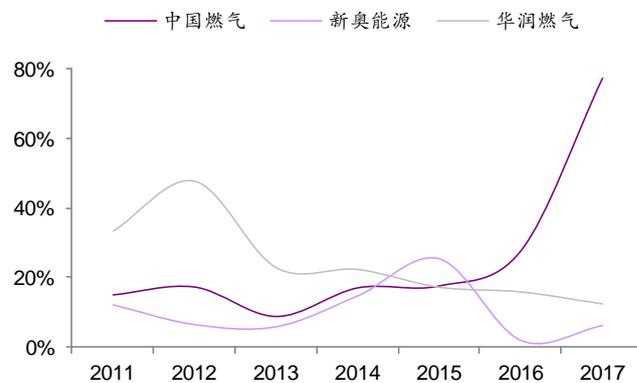
近年来三家燃气龙头公司接驳收入逐年增长,2011~2017 年中国燃气、新奥能源、华润燃气接驳收入年均复合增速分别为 24.3%、10.0%、23.9%。新奥能源和华润燃气近年来接驳收入增速总体呈现收窄趋势;而受益于“煤改气”工程的推进,2016~2017 年中国燃气的接驳收入急剧攀升,增速远超其他两家龙头公司。

图 26: 接驳收入 (人民币亿元)



资料来源:公司公告,光大证券研究所(注:中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31)

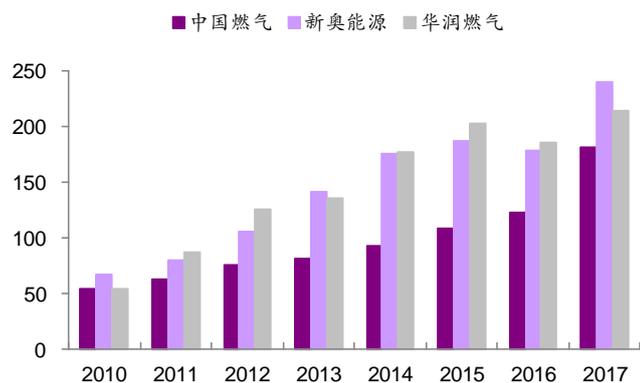
图 27: 接驳收入增速 (%)



资料来源:公司公告,光大证券研究所(注:中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31)

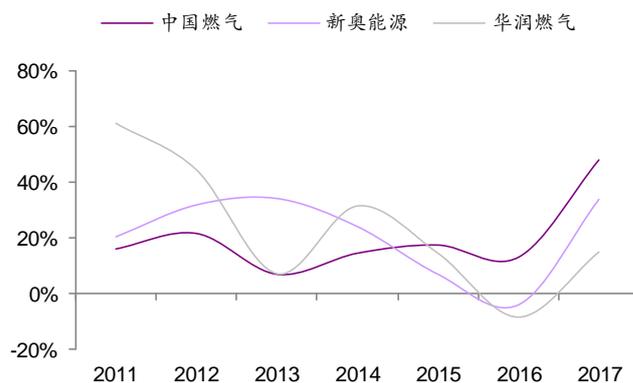
近年来三家燃气龙头公司天然气销售收入总体呈现增长趋势,2011~2017 年中国燃气、新奥能源、华润燃气接驳收入年均复合增速分别为 19.0%、20.1%、21.6%。受用气结构和价格调整等因素影响,天然气销售收入增速变化与天然气销售量的变化不尽相同。

图 28: 天然气销售收入 (人民币亿元)



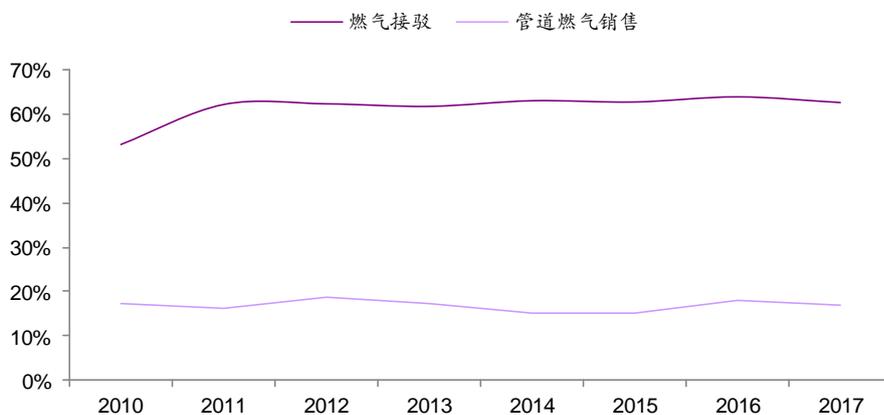
资料来源:公司公告,光大证券研究所(注:中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31)

图 29: 天然气销售收入增速 (%)



资料来源:公司公告,光大证券研究所(注:中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31)

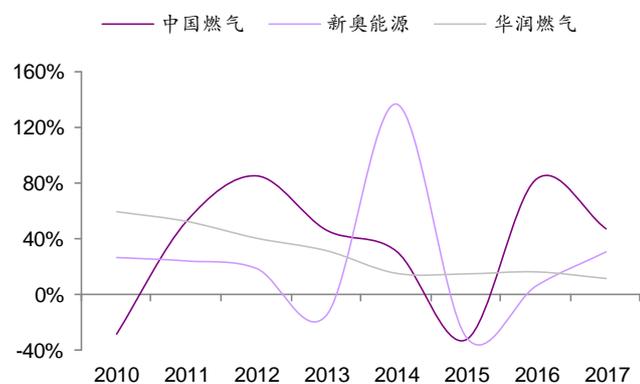
图 30: 燃气公司核心业务毛利率水平 (以新奥能源为例)



资料来源:公司公告,光大证券研究所

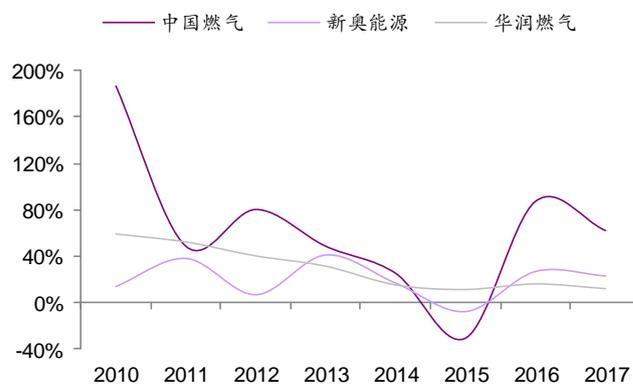
由于接驳收入的盈利水平通常高于天然气销售,接驳业务的增长有效驱动燃气公司业绩提升。

图 31: 归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所(注:中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31)

图 32: 扣非归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所(注:中国燃气财年为 04-01 至次年 03-31)

4.2、燃气衍生业务的拓展

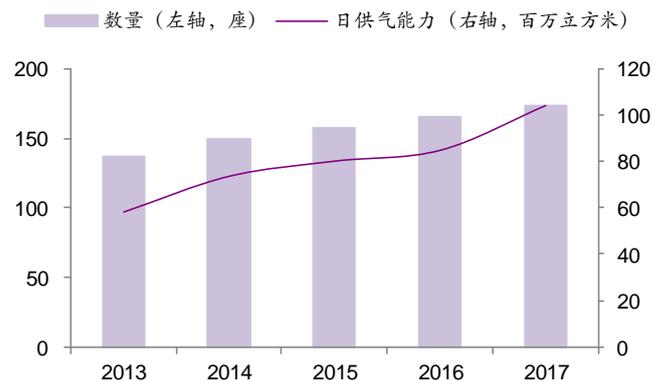
除燃气接驳和燃气销售的核心业务外，三家燃气龙头公司均拓展燃气行业相关布局，以分散城市燃气行业运营风险。例如，中国燃气布局 LPG 业务，新奥能源发展天然气储配站业务，以及三家燃气龙头公司均涉及的分布式能源等综合能源业务。

图 33：中国燃气 LPG 业务



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 34：新奥能源天然气储配站业务



资料来源：公司公告，光大证券研究所

5、政策对燃气股的影响几何？

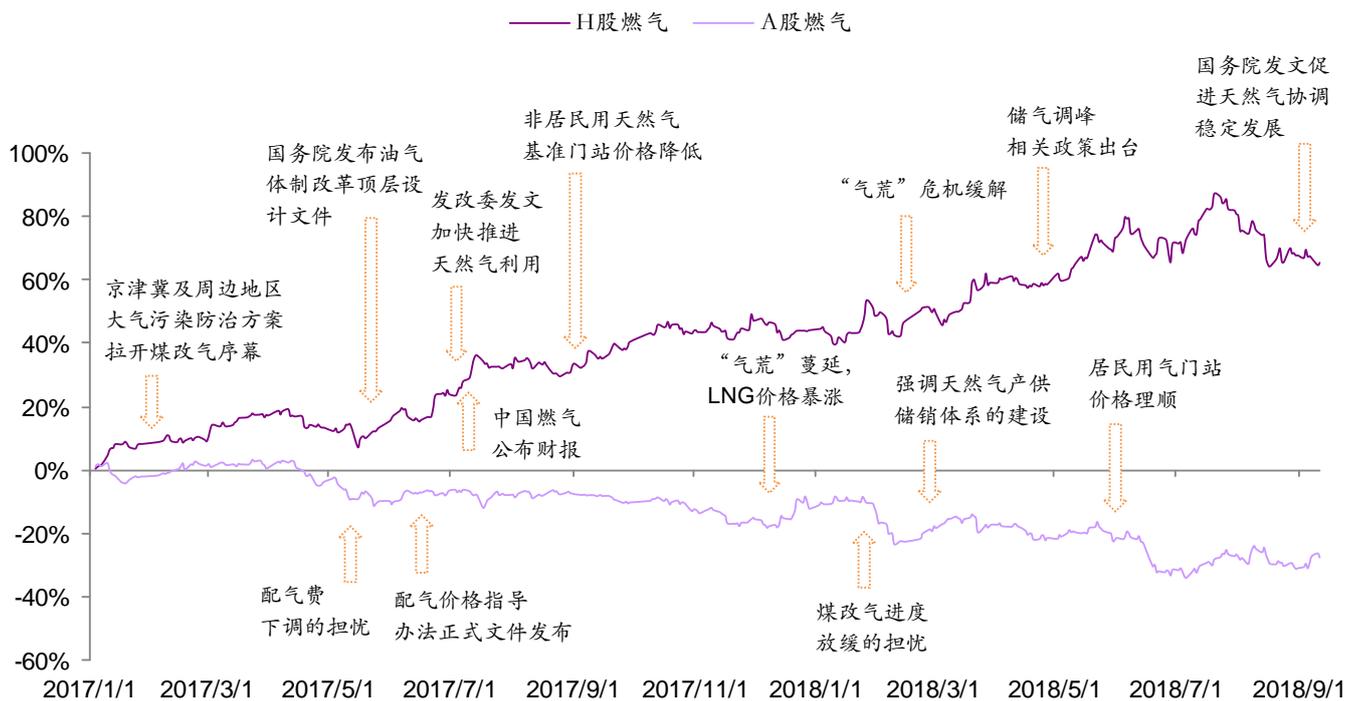
作为典型的公用事业行业，燃气行业受政策的影响不容忽视。与同处于公用事业的电力、水务等公司相比，由于缺乏突出看点，早期市场对于燃气公司的关注度不高。随着 2016 年末《天然气行业“十三五”规划》的颁布，自 2017 年起天然气行业政策及热点事件频出，市场关注度提升。

我们认为，近年来燃气行业关注度的提升主要基于以下两方面政策因素：

(1) **环保因素**：大气污染治理压力叠加能源结构转型过程，清洁、高效的天然气在现代清洁能源体系中的主要地位得以建立，天然气消费量的增长可观。2017 年作为“大气十条”终考年，同时是“煤改气”爆发年，此点影响体现得尤为明显。

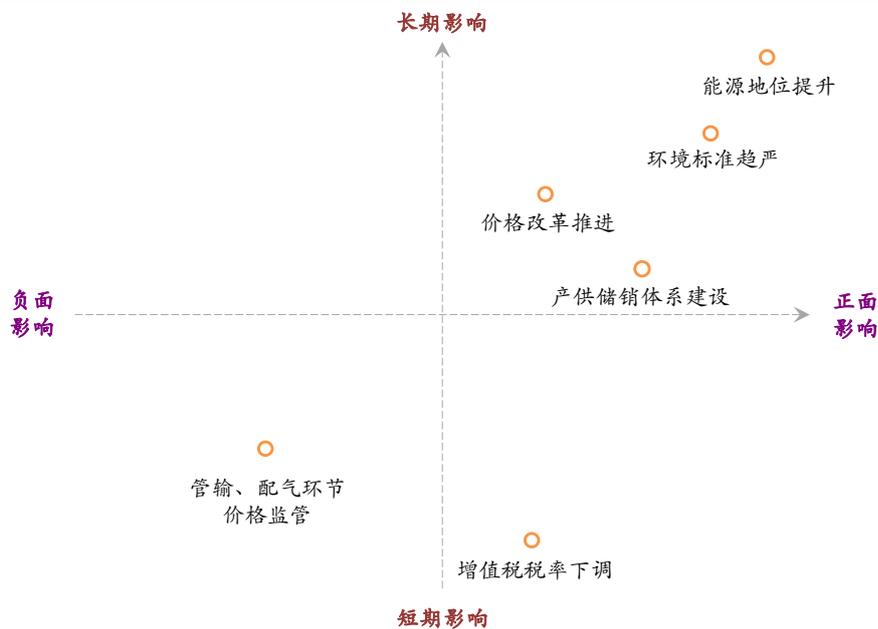
(2) **改革因素**：受历史遗留问题等因素影响，天然气行业体制僵化，价格体系扭曲。近年来加速推进的天然气行业改革增强行业发展活力，天然气价格改革理顺定价机制。改革的推进促进行业良性发展。

图 35：2017 年以来 A、H 股燃气行业涨幅及热点政策/事件复盘



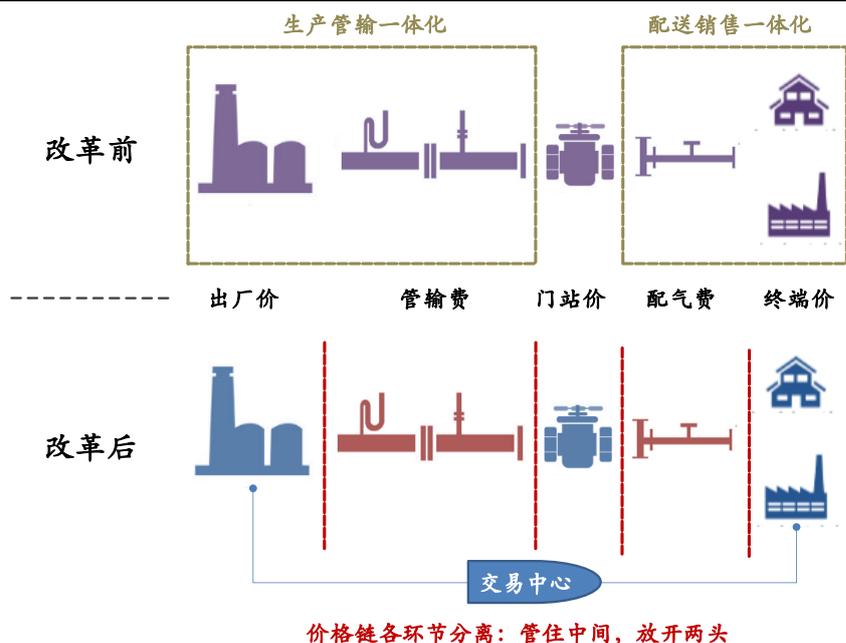
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：涨幅以 2016-12-30 收盘价为基准计算）

图 36：政策对于燃气公司的影响



资料来源：光大证券研究所

图 37：天然气价格改革示意图



资料来源：光大证券研究所

作为天然气产业链的中下游环节主体，受益于行业政策驱动，燃气公司天然气销售量增长的确性增强。随着天然气价格改革的推进，管输费、配气费存在调整风险，但调整结束后价格变化的不确定性减弱，相关扰动因素缓解，燃气公司的成长逻辑更加清晰。此外，通过价格调整可以提升天然气价格吸引力，从而争取天然气消费增量。

为了定量分析配气费下调对城市燃气公司盈利的影响，我们构建了一个只经营配气业务的城市燃气样本公司模型，并针对高、低毛利方案分别进行了敏感性测算。

样本公司模型的假设条件如下：

年售气量 1 亿立方米，供销差率 4%；天然气采购平均单价 1.7 元/立方米（不含税）；折旧等固定成本为 0.17 亿元。

我们构建了高、低毛利方案，两种方案下天然气平均售价分别为 2.6、2.1 元/立方米（不含税），购销价差分别为 0.9、0.4 元/方（不含税），毛利分别为 0.65、0.15 亿元，单方毛利分别为 0.65、0.15 元/立方米，综合毛利率分别为 25.1%、7.2%。

在高、低毛利方案下，我们就销售价格下调和售气量增长对样本公司毛利的影响进行了敏感性测算，测算结果表明：高毛利方案下，天然气售气量分别增长 6%、14%、22%、32%、43% 时，可抵偿天然气平均售价下调 0.05、0.10、0.15、0.20、0.25 元/立方米对公司毛利的负面影响；低毛利方案下，天然气售气量分别增长 18%、44%、84%、155%、316% 时，可抵偿天然气

平均售价下调 0.05、0.10、0.15、0.20、0.25 元/立方米对公司毛利的负面影响。

表 5：天然气销售价格下调和售气量增长对毛利的影响（高毛利方案）

毛利变化率 (%) 平均售价下调幅度 (不含税, 元/立方米)	售气量增长率 (%)				
	6%	14%	22%	32%	43%
0.05	0%	9%	19%	30%	44%
0.10	-8%	0%	9%	20%	33%
0.15	-16%	-9%	0%	10%	22%
0.20	-24%	-17%	-9%	0%	11%
0.25	-33%	-26%	-19%	-10%	0%

资料来源：光大证券研究所

表 6：天然气销售价格下调和售气量增长对毛利的影响（低毛利方案）

毛利变化率 (%) 平均售价下调幅度 (不含税, 元/立方米)	售气量增长率 (%)				
	18%	44%	84%	155%	316%
0.05	0%	47%	121%	251%	547%
0.10	-39%	0%	60%	168%	410%
0.15	-78%	-47%	0%	84%	273%
0.20	-116%	-94%	-60%	0%	137%
0.25	-155%	-142%	-121%	-84%	0%

资料来源：光大证券研究所

6、投资建议

我们在本文中复盘了 A、H 股燃气行业的二级市场表现，并梳理了 H 股燃气龙头公司的发展历程。我们认为，燃气公司未来的发展看点主要在于：

(1) **城市燃气项目的拓展**。通过拓展城市燃气项目，燃气公司可提升潜在用户的天然气消费量空间。此外，由于天然气终端销售价格由各地政府或价格主管部门制定，城市燃气项目的分散化布局将降低价格调整风险。近年来，一二线区域的城市燃气项目逐渐饱和，三四线区域的城市燃气项目将具备一定程度的吸引力。

(2) **特许经营区域用户的培育**。在受益于政策支持，天然气在现代清洁能源体系中的地位确立。燃气公司在特许经营区域内几乎可实现垄断经营，业绩增长将受益于增量用户涌入和存量用户能源替代。

(3) **天然气产业链的延伸**。由于燃气公司多处于天然气产业链的中下游，在气源供应偏紧时议价能力较弱。通过向上游布局，燃气公司的气源保障增强，议价权提升。此外，围绕燃气主业的衍生服务将提升燃气公司的产品附加值，从而争取利润增量。

维持燃气子行业“买入”评级，推荐布局产业链上游，业绩增长确定性较强的城市燃气公司：**深圳燃气、新天然气**。

6.1、深圳燃气（601139.SH）：城燃业务扩张，静待靴子落地

- ◆ **立足深圳，放眼异地：**深圳燃气是区域型燃气建运营公司，主营天然气、石油气板块，核心业务为管道燃气业务。公司管道燃气业务立足深圳本地，并积极拓展异地市场，规模体量在 A 股燃气公司中处于领先地位。
- ◆ **多因素驱动天然气需求增长：**受环境约束和政策推动等因素影响，作为现代清洁能源体系的主体能源之一，天然气将扮演能源结构调整中的重要角色，公司成长将受益于天然气行业的整体发展。公司管道燃气销售量仍以深圳地区为主，未来看点包括电厂用气增长和城中村改造等。电厂用气方面，公司电厂用户销售增量主要源于新用户拓展、存量用户电厂投产及已运行电厂机组利用率的提升；城中村改造方面，公司力争到 2020 年完成城中村和老旧住宅区管道天然气改造超过 99 万户，可见用气增长空间。
- ◆ **天然气价格改革加速，期待配气费调整落地：**近年来市场关于公司配气费下调的担忧持续存在。2018 年 8 月广东省配气价格管理办法的出台一定程度上缓解了市场对于公司配气费调整的担忧。我们认为，不排除地方政府通过压缩城市燃气公司利润的方式为下游用户争取降价空间，但下调公司管输费可提升天然气价格吸引力从而争取管道燃气销售增量，而且即使下调公司管输费，下调的空间仍然有限。
- ◆ **渐行渐近的 LNG 储备调峰项目：**我国天然气储气调峰环节存在短板。近年来，国家层面多次发布储气调峰设施建设相关政策，加强储气调峰环节力度。截至 2018H1，公司周转能力 80 万吨/年的 LNG 储备调峰项目的工程进度已达 99%，我们预计该项目有望于 2018 年年内投产。公司 LNG 储备调峰项目的投产将增强公司天然气供应能力，缓解深圳天然气季节性供应缺口问题；项目盈利弹性可观，期待投产贡献业绩增量。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们维持盈利预测，预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.35、0.40、0.45 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍。根据公司相对估值和绝对估值的结果，维持公司的目标价 7.35 元，对应 2018 年 21 倍 PE，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**天然气下游需求增速低于预期，天然气采购成本超预期上涨，配气费进一步下行的风险，石油气价格波动的风险，LNG 储备调峰项目投产进度慢于预期等。

表 7：深圳燃气业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,509	11,059	12,993	15,937	17,801
营业收入增长率	6.8%	30.0%	17.5%	22.7%	11.7%
净利润（百万元）	772	887	1,002	1,163	1,297
净利润增长率	17.0%	14.9%	13.0%	16.1%	11.5%
EPS（元）	0.27	0.31	0.35	0.40	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.0%	10.5%	11.0%	11.7%	11.9%
P/E	23	20	17	15	13
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 09 月 13 日

6.2、新天然气：收购亚美能源，布局天然气全产业链

◆**向上游煤层气延伸，协同效应增强：**随着国家“煤改气”政策的推行，我国天然气需求正处于高速增长时期，供需缺口导致气价有望进一步提升。公司立足新疆，拥有部分城市燃气分销特许经营权，经营区域为新疆境内 8 个市（区、县），其中乌鲁木齐高新区燃气销售稳定增长。2018 年上半年公司累计销售天然气 3.35 亿方，同比增长 16%。收购亚美能源后，公司业务范围扩展至山西，将打通产业链，释放在上游开发投资的权限，协同效益明显，有望降低成本，销量扩大，保证业绩的持续增长，对长期发展具有重要的战略意义。

◆**收购亚美能源，布局天然气全产业链：**公司 2018 年 4 月公告称，拟通过现金交易方式收购亚美能源控股有限公司 50.5% 的已发行股份，成为亚美能源第一大股东。2018 年 8 月 6 日下午 16 时要约期截止，香港利明已收到 27.58 亿股股份的有效接纳、1.94 亿份购股权的有效接纳及 0.36 亿受限制股份单位的有效接纳；根据要约条款，香港利明将按每股 1.75 港元收购总共 16.93 亿股股份，每份 0.5647 港元收购并注销 1.00 亿份购股权，每份 1.75 港元收购并注销 0.20 亿份受限制股份单位。

◆**煤层气市场潜力巨大，下半年有望带来业绩增量：**煤层气是清洁能源，国家能源局将煤层气产业发展成为重要的新兴能源产业，一旦商业化经济效益巨大。亚美能源主要在山西省沁水盆地的潘庄、马必两区块的进行煤层气开采工作，潘庄区块设计产能为 5 亿立方米/年，马必区块一期设计产能 10 亿立方米。18 年二季度潘庄日均产气量达 179 万 m³，环比一季度增长 4.5%，马必区块日均产气量 25 万 m³，同比增长 24%，日后两个区块均有望进行大规模商业开发，预计为亚美能源带来业绩增量，进而促进公司合并报表业绩提升。

◆**盈利预测与投资评级：**我们维持盈利预测，预计公司 2018~2020 年的 EPS 分别为 1.76、2.54、3.31 元，对应 PE 分别为 21、15、11 倍，维持目标价 45.72 元，对应 2019 年 18 倍 PE，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**天然气下游需求增速低于预期，配气费下调的风险，收购亚美能源进度不及预期等。

表 8：新天然气业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	915	1,016	1,548	2,230	2,630
营业收入增长率	-3.7%	11.1%	52.3%	44.1%	18.0%
净利润（百万元）	203	264	282	406	530
净利润增长率	1.5%	29.7%	7.1%	43.9%	30.4%
EPS（元）	1.27	1.65	1.76	2.54	3.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.4%	13.6%	13.7%	18.1%	22.0%
P/E	29	23	21	15	11
P/B	3.3	3.1	2.9	2.6	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 9 月 12 日

7、风险分析

销售量风险:

天然气销售量将直接影响燃气公司盈利，若天然气下游需求低于预期或上游供给低于预期将直接影响天然气销售量的增长，进而影响燃气公司盈利。

接驳业务风险:

由于接驳业务收费属于高利润的一次性收费，对于收取接驳费的燃气公司而言，新用户接驳数量下滑或接驳费用降低将拖累燃气公司利润。

价格风险:

燃气公司的价格风险主要为天然气采购成本风险和配气费调整风险。天然气采购价格上涨将增加燃气公司成本。配气费调整风险主要为天然气价格改革执行下，燃气公司管输费、配气费进一步下行的风险。

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见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	
	常密密		15626455220	changmm@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	zhui@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	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	