

## 深耕天然气产业，全产业链布局静等风来

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2016 年实现营业收入 13 亿元, 同比增速 16.9%, 归属于母公司股东的净利润 1.7 亿元, 同比下降 5.2%。
- **营收逆势增长, 净利润受管理费用影响:** 在 2016 年天然气行业整体低迷的情况下, 公司营收增长主要是因为公司并购的宏达公司开始有业绩贡献。而公司利润未随收入同比上升主要是因为: (1) 油价低迷影响国内 LNG/CNG 应用装备市场, 公司产品市场毛利率下降较大; (2) 2016 年公司实施股权激励计划带来的股利支付费用高达 6386.6 万元, 扣除股利支付费用后的净利润为 2.31 亿元, 同比增长 31%。
- **政策、市场双驱动, 天然气下游应用市场回暖:** 在 2016 年政府工作报告中, 李克强总理提出要重拳治理大气雾霾和水污染, 增加天然气供应, 提高清洁能源比重。而交通运输部也在《推进水运行业应用液化天然气的指导意见》中提出, 到 2020 年, 内河运输船舶能源消耗中 LNG 的比例需达到 10% 以上。根据能源局发布的《关于液化天然气燃料动力船舶加注站布局指导意见》, 到 2020 年我国将实现内河水域年 LNG 加注能力 260 万吨 (约合 36 亿标方天然气)。经济性方面, 在不考虑购置补贴, 购置费用贵 8 万元的情况下, 北方地区使用 LNG 重卡大部分两年内能收回成本; 购置费用贵 6 万元时, 北方地区大部分省份一年半内能收回成本。在国家给予最低补贴 (63 万元), 且在油气价差最低的情况下, 内河船改造 LNG 只需 6 年左右即可收回成本。
- **LNG 设备业务优势明显, 毛利率行业领先:** LNG 加气站成套设备在国内发展时间较短, 但进步迅速, 由于需要较高的生产技术水平, 行业技术壁垒较高, 公司拥有 LNG 加气站成套设备的设计、生产及集成能力, LNG 业务的收入增速和毛利率均高于行业平均水平。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.32、1.73、1.87 元, 未来三年归母净利润保持 18.3% 的复合增长率。我们认为公司在保持传统加气站设备优势的基础上, 布局天然气全产业链, 有望从传统加气站设备制造商升级为清洁能源整体方案提供商, 给予公司 2017 年 35 倍估值 (SW II 专用设备 PE(2017) 中位数为 33 倍), 对应目标价 46 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 天然气行业复苏不及预期、油价下跌、补贴政策落实不到位的风险。

| 指标/年度          | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 1301.02 | 1487.97 | 1779.37 | 2159.39 |
| 增长率            | 16.87%  | 14.37%  | 19.58%  | 21.36%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 167.33  | 195.35  | 257.28  | 277.34  |
| 增长率            | -5.23%  | 16.75%  | 31.70%  | 7.80%   |
| 每股收益 EPS (元)   | 1.13    | 1.32    | 1.73    | 1.87    |
| 净资产收益率 ROE     | 9.82%   | 10.35%  | 12.09%  | 11.62%  |
| PE             | 35      | 30      | 23      | 21      |
| PB             | 3.42    | 3.10    | 2.75    | 2.45    |

数据来源: Wind, 西南证券

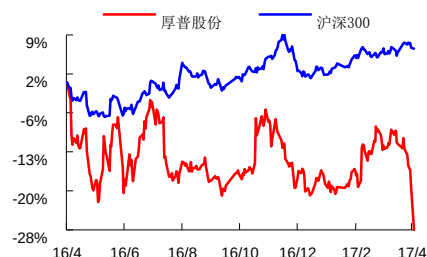
### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
 执业证号: S1250513090001  
 电话: 023-63786561  
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁  
 电话: 010-57631196  
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 王志琦  
 电话: 021-68415130  
 邮箱: wzz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 1.48       |
| 流通 A 股(亿股)   | 0.87       |
| 52 周内股价区间(元) | 39.56-54.0 |
| 总市值(亿元)      | 58.67      |
| 总资产(亿元)      | 22.14      |
| 每股净资产(元)     | 10.68      |

### 相关研究

## 目 录

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| <b>1 公司概况：天然气加气站设备主流供应商 .....</b>       | <b>1</b>  |
| 1.1 发展稳健，股权结构明晰 .....                   | 1         |
| 1.2 营业收入稳健提升，盈利略有下降 .....               | 1         |
| <b>2 政策、市场双驱动，天然气下游应用市场回暖.....</b>      | <b>3</b>  |
| 2.1 环保重压下，清洁能源政策优势凸显 .....              | 3         |
| 2.2 油气价差扩大，天然气车、船市场有望回温 .....           | 4         |
| <b>3 天然气全产业链布局，向综合清洁能源设备服务商转型 .....</b> | <b>8</b>  |
| 3.1 LNG 设备业务优势明显，毛利率行业领先.....           | 9         |
| 3.2 船用 LNG 业务进入发展期，带动全产业链增长.....        | 10        |
| 3.3 进军新能源市场，抢抓发展机遇 .....                | 11        |
| <b>4 盈利预测 .....</b>                     | <b>11</b> |
| <b>5 风险提示 .....</b>                     | <b>12</b> |

## 图 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图 1：公司股权结构.....            | 1  |
| 图 2：公司营业收入稳健提升.....        | 2  |
| 图 3：公司归母净利润先增后降.....       | 2  |
| 图 4：营业收入结构图.....           | 2  |
| 图 5：主要产品毛利率.....           | 2  |
| 图 6：2016 年三费率下降.....       | 2  |
| 图 7：2016 年销售净利率有所下降.....   | 2  |
| 图 8：国内天然气消费量显著增加.....      | 3  |
| 图 9：2016 年油气价差回升.....      | 5  |
| 图 10：天然气消费量随油气价差变动而变动..... | 5  |
| 图 11：天然气汽车增速放缓.....        | 6  |
| 图 12：天然气加气站数量显著增长.....     | 6  |
| 图 13：LNG 重卡产量明显回暖.....     | 7  |
| 图 14：全球 LNG 船舶订单增加.....    | 8  |
| 图 15：天然气产业链.....           | 9  |
| 图 16：公司天然气全产业链布局.....      | 9  |
| 图 17：LNG 业务收入增速位于行业前列..... | 10 |
| 图 18：LNG 业务毛利率高于同行公司.....  | 10 |

## 表 目 录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 表 1：部分省份“十三五”天然气消费目标（亿立方米）.....            | 3  |
| 表 2：近年来 LNG 船舶产业政策梳理.....                  | 4  |
| 表 3：各地区 LNG 重卡回收期.....                     | 6  |
| 表 4：内河船使用柴油与 LNG 经济性比较（天然气综合转化率为 65%）..... | 7  |
| 表 5：公司船用 LNG 业务发展历程.....                   | 10 |
| 附表：财务预测与估值.....                            | 13 |

## 1 公司概况：天然气加气站设备主流供应商

### 1.1 发展稳健，股权结构明晰

公司成立于 2005 年，于 2015 年上市，一直专业从事天然气汽车加气站设备及信息化集成监管系统的研发、设计、生产、销售和服务。自成立以来，凭借领先的技术和创新能力，跻身国内天然气加气站设备的主要供应商之一。公司的股权结构较为集中，公司董事长江涛先生持有公司股份 4787 万股，股权比例为 32.28%。

图 1：公司股权结构

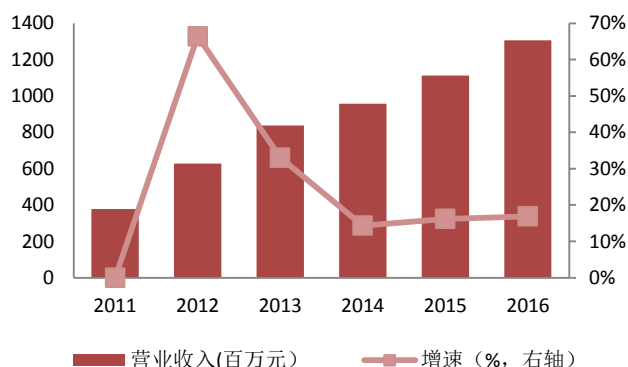


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.2 营业收入稳健提升，盈利略有下降

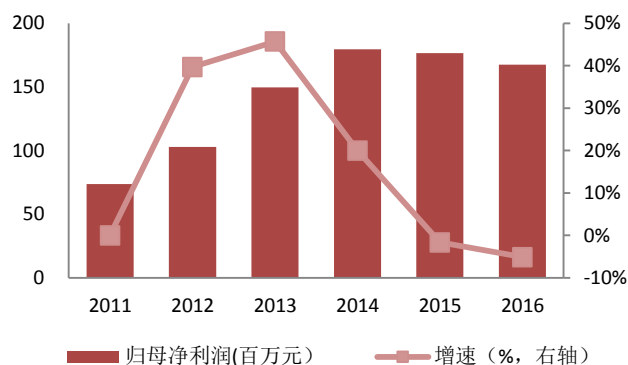
2016 年公司实现营业收入 13 亿元，同比增速 16.9%，收入上升主要是因为公司并购的宏达公司开始有业绩贡献。归属于母公司股东的净利润 1.7 亿元，同比下降 5.2%。公司业绩未随收入同比上升主要是因为：（1）油价低迷影响 LNG 装备市场，公司产品市场毛利率下降较大；（2）2016 年公司实施股权激励计划带来的股利支付费用高达 6386.6 万元，扣除股利支付费用后的净利润为 2.31 亿元，同比增长 31%。

图 2：公司营业收入稳健提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

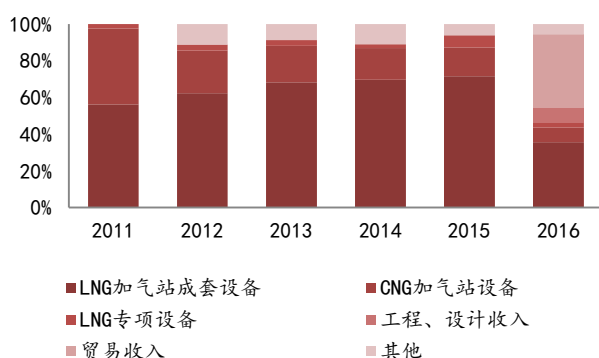
图 3：公司归母净利润先增后降



数据来源：公司公告，西南证券整理

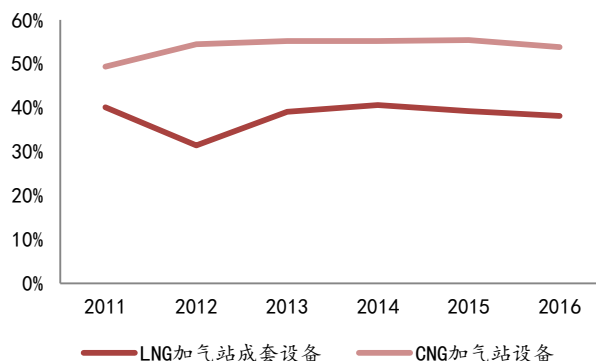
2016 年公司 LNG 加气站成套设备、CNG 加气站设备与 LNG 专项设备这三项业务的营收占比分别为 55.7%、12.8%与 4.1%。LNG 加气站成套设备收入占比大幅下降，毛利率保持稳定；CNG 加气站设备收入占比从 2011 年的 34.6%逐渐下降至 2016 年的 12.8%，毛利率保持 55%的水平不变。在面临传统主营业务—天然气加气设备需求下滑时，公司积极开拓新领域，通过并购宏达石油天然气工程有限公司成功进入了天然气管网建设领域。2016 年公司工程设计收入 1.6 亿元，占比 12.2%，毛利率 14%，增厚了公司业绩。

图 4：营业收入结构图



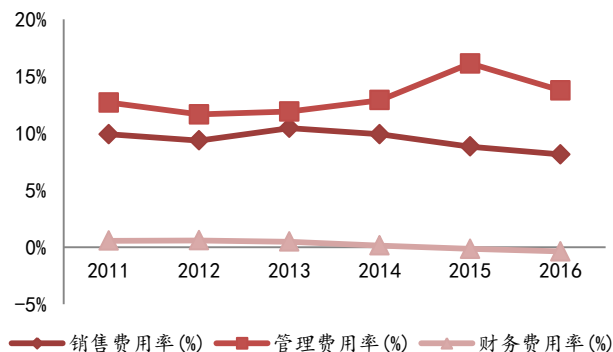
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：主要产品毛利率



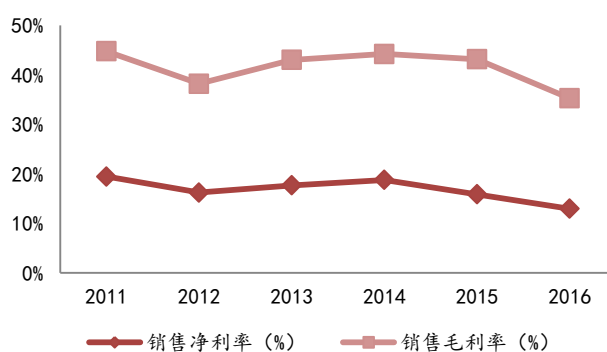
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2016 年三费率下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2016 年销售净利率有所下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

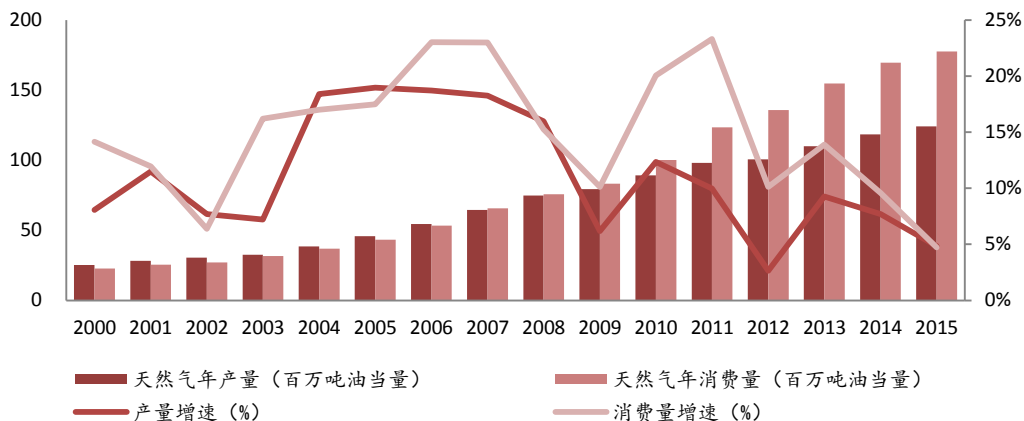
2016 年公司管理费用率与销售费用率略有下降，公司货币资金充裕，因此财务费用率一直处于低位。公司的销售净利率与销售毛利率呈先升后降趋势，2016 年受到行业内竞争加剧与宏观经济环境的影响，公司盈利能力有所下降。

## 2 政策、市场双驱动，天然气下游应用市场回暖

### 2.1 环保重压下，清洁能源政策优势凸显

**天然气作为清洁能源，近年来发展迅速：**天然气是清洁高效的化石能源，其燃烧产物主要为水和二氧化碳，几乎不含硫化物、氮氧化物和铅，是化石燃料中最清洁的能源类型之一，并且在供应稳定性、技术可行性和使用灵活性方面有独特优势。近年来，勘探开发技术的突破大幅提高了天然气开发水平，深刻改变了世界能源格局。同时，天然气的清洁性和灵活性使其在发电、交通等领域得到快速应用。从 2010 年至 2015 年间，我国天然气消费量年平均增长率达到了 11%，2015 年消费量 177.5 百万吨油当量，相较于 2010 年的 100 百万吨油当量增长了七成。

图 8：国内天然气消费量显著增加



数据来源：WIND，西南证券整理

**环保推动能源结构升级，促进天然气利用：**在 2016 年政府工作报告中，李克强总理提出要重拳治理大气雾霾和水污染，推进以电代煤、以气代煤，增加天然气供应，提高清洁能源比重。煤炭直接燃烧形成的二氧化硫、氮氧化物和烟粉尘等是雾霾产生的主要原因，而天然气在燃烧过程中产生的污染物极少，因此在环保的压力下，天然气是煤的最佳替代能源之一。

表 1：部分省份“十三五”天然气消费目标（亿立方米）

| 省份 | 2015 年消费总量 | 2020 年消费目标 | 2020 年天然气占一次能源消费比例 |
|----|------------|------------|--------------------|
| 河北 | 85         | 270        | >10%               |
| 山东 | 80         | 250        | 8%                 |
| 河南 | 63         | >150       | 7.5%               |
| 浙江 | 78         | 160        | 10%                |
| 福建 | 45.4       | 92.3       | 6.7%               |

| 省份 | 2015 年消费总量 | 2020 年消费目标 | 2020 年天然气占一次能源消费比例 |
|----|------------|------------|--------------------|
| 山西 | /          | 160        | /                  |
| 广东 | 145        | 280        | /                  |
| 广西 | 13.5       | 65         | 8%                 |

数据来源：煤气与热力网，西南证券整理

**政策推动 LNG 船舶发展：**航运污染已成为继机动车尾气污染、工业企业排放之后第三大大气污染源，一艘燃油含硫量 3.5% 的船舶平均每天的排放量相当于 21 万辆卡车造成的污染。为了防止航运污染，国际海事组织将于 2020 年引入新标准，即全球范围内海洋燃料的含硫量不得高于 0.5%。随着对硫氧化物等排放的管制日益加强，我国也将船舶“油改气”列入重点推进项目。交通运输部在《推进水运行业应用液化天然气的指导意见》中提出，到 2020 年，内河运输船舶能源消耗中 LNG 的比例需达到 10% 以上。船舶改用 LNG 动力已经是发展趋势。

**表 2：近年来 LNG 船舶产业政策梳理**

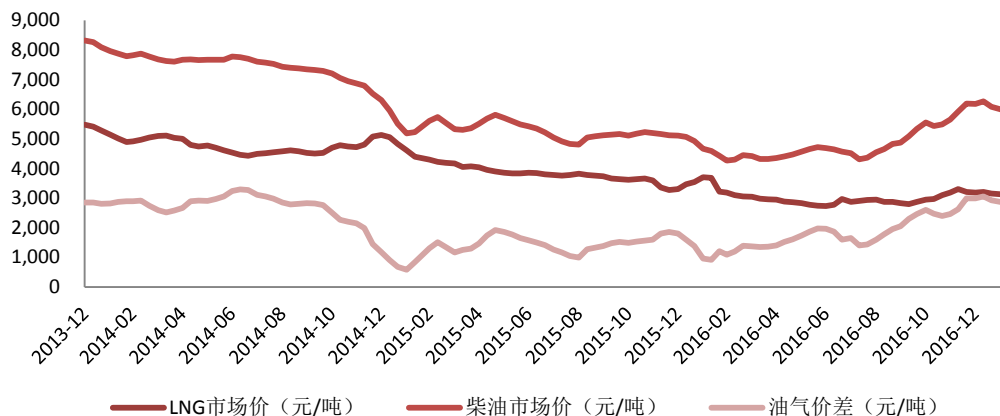
| 时间          | 发布机构    | 文件                            | 政策要点                                                                                                                                       |
|-------------|---------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2010 年 7 月  | 国际海事组织  | 船舶污染防治国际公约                    | 2015 年 1 月 1 日以后在排放管制区域（ECA）航行船只所用燃料的含硫量不能超过 0.1%。                                                                                         |
| 2013 年 10 月 | 交通部     | 推进水运行业应用液化天然气的指导意见            | 到 2020 年，内河运输船舶能源消耗中 LNG 的比例达到 10% 以上。                                                                                                     |
| 2014 年 4 月  | 财政部、交通部 | 内河船型标准化补贴资金管理办法               | 对于新建内河 LNG 动力示范船，在 2013 年 10 月 1 日至 2015 年 3 月 31 日期间建造完工的给予单船 85 万~140 万元的补贴；在 2015 年 4 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日期间建造完工的，给予单船 63~100 万元的补贴。 |
| 2014 年 9 月  | 能源部     | 关于液化天然气燃料动力船舶加注站布局指导意见        | 全国形成“两横两纵两网十八线”船舶 LNG 加注布局网络，到 2020 年，实现内河水域年 LNG 加注能力 260 万吨。                                                                             |
| 2016 年 6 月  | 环保部     | 船舶发动机排气污染物排放限值及测量方法           | 对额定净功率大于 37kW 的内河船、沿海船、江海直达船和海峡（渡）船，其排污限值进行规定。                                                                                             |
| 2016 年 7 月  | 财政部、交通部 | 关于<船舶报废拆解和船型标准化补助资金管理办法>的补充通知 | 将新建内河液化天然气（LNG）动力示范船补助政策调整为对采用动力系统整体更新方式改建为 LNG 动力示范船予以补助，根据改建船舶功率不同，单船补助标准为 54 万元至 89 万元不等。                                               |

数据来源：中国 LNG 船舶网，西南证券整理

## 2.2 油气价差扩大，天然气车、船市场有望回温

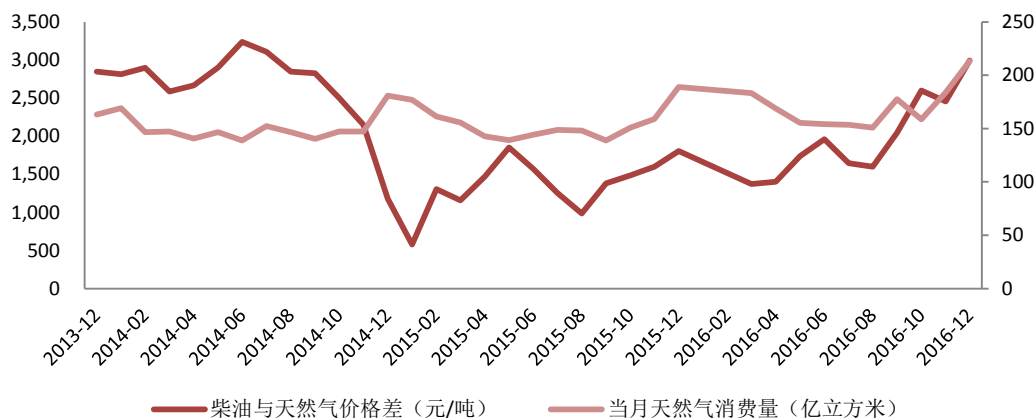
**油气价差拉大，天然气经济性凸显：**2015 年 11 月国家发改委发出通知，决定下调非居民用天然气最高门站价格，与此同时，2016 年 11 月，OPEC 减产协议的达成促成了油价的止跌反弹。我们通过研究发现，天然气行业的景气度与油气价差密切相关，油气价差越大，天然气的消费量将越高。从长期来看，随着天然气价格下降预期的增强和国际原油价格回暖，油气价差将进一步扩大，天然气的经济性将更加突出。

图 9：2016 年油气价差回升



数据来源：WIND，西南证券整理

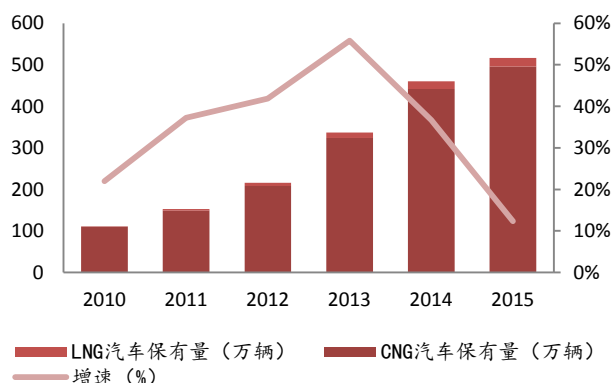
图 10：天然气消费量随油气价差变动而变动



数据来源：WIND，西南证券整理

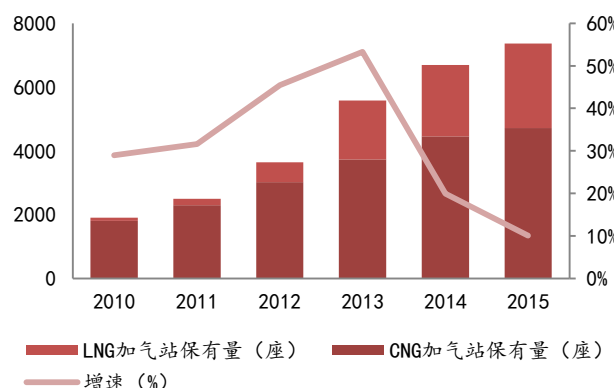
从单位热值来看，与汽油和柴油相比，天然气单位热值更高；从经济性来看，由于天然气价格比原油低。相对于电动汽车，天然气汽车在整车技术成熟度、续航里程、安全性、冷启动等方面表现更加出色。基于以上优点，我国天然气汽车呈逐年增加的态势，截至 2015 年年底，我国 LNG 汽车与 CNG 汽车保有量分别为 20.5 万辆和 496 万辆，同时通过对比不难发现天然气加气站保有量的增速基本与天然气汽车的增速相协同，表现出较强的关联性。15 年增速不及预期主要由于（1）国际油价 15 年开启下跌通道，油气价差缩小，天然气的经济效益减弱；（2）电动汽车迅猛发展挤压了一部分天然气汽车的市场空间。

图 11：天然气汽车增速放缓



数据来源：国际燃气网，西南证券整理

图 12：天然气加气站数量显著增长



数据来源：国际燃气网，西南证券整理

**LNG 重卡经济性显著：**经济性是推动 LNG 重卡市场发展最重要的因素，LNG 重卡虽然比柴油重卡在购置时通常要贵 6-8 万元左右，但随着油气价差扩大，LNG 的经济性优势更加明显。假设一辆重卡每年大约行驶 15 万公里，柴油重卡百公里消耗柴油 40 升，LNG 重卡百公里消耗 50 立方米 LNG。我们根据全国各省 0 号柴油平均价以及车用 LNG 3 月平均价计算购置 LNG 重卡的投资回收周期发现，在不考虑购置补贴，购置费用贵 8 万元的情况下，北方地区使用 LNG 重卡大部分两年内能收回成本；购置费用贵 6 万元时，北方地区大部分省份一年半内能收回成本。

表 3：各地区 LNG 重卡回收期

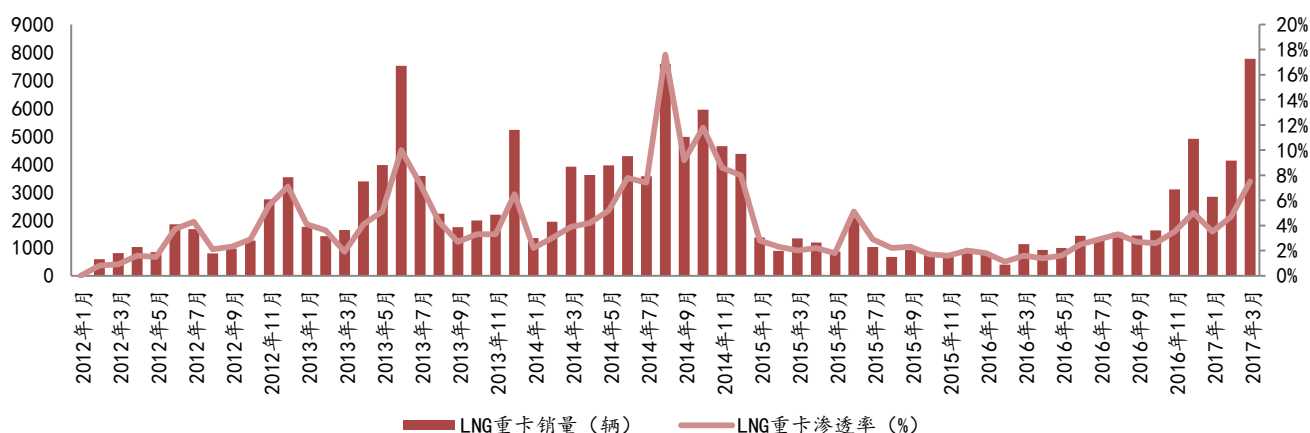
| 城市  | 柴油价<br>(元/升) | LNG 价(元<br>/立方米) | 每年柴油花<br>费 (万元) | 每年天然气花<br>费 (万元) | 每年节省费<br>用 (万元) | 购置费用贵 8 万元时 LNG<br>重卡投资回收期 (月) | 购置费用贵 6 万元时 LNG<br>重卡投资回收期 (月) |
|-----|--------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 宁夏  | 5.96         | 3                | 35.76           | 22.50            | 13.26           | 7.24                           | 5.43                           |
| 内蒙古 | 6.89         | 3.9              | 41.34           | 29.25            | 12.09           | 7.94                           | 5.96                           |
| 陕西  | 5.97         | 3.2              | 35.82           | 24.00            | 11.82           | 8.12                           | 6.09                           |
| 甘肃  | 5.97         | 3.45             | 35.82           | 25.88            | 9.95            | 9.65                           | 7.24                           |
| 新疆  | 6.01         | 3.6              | 36.06           | 27.00            | 9.06            | 10.60                          | 7.95                           |
| 河南  | 6.04         | 3.8              | 36.24           | 28.50            | 7.74            | 12.40                          | 9.30                           |
| 北京  | 6.1          | 4.2              | 36.60           | 31.50            | 5.10            | 18.82                          | 14.12                          |
| 天津  | 6.06         | 4.2              | 36.36           | 31.50            | 4.86            | 19.75                          | 14.81                          |
| 山西  | 6.08         | 4.3              | 36.48           | 32.25            | 4.23            | 22.70                          | 17.02                          |
| 河北  | 6.06         | 4.3              | 36.36           | 32.25            | 4.11            | 23.36                          | 17.52                          |
| 辽宁  | 5.29         | 3.8              | 31.74           | 28.50            | 3.24            | 29.63                          | 22.22                          |
| 山东  | 6.05         | 4.5              | 36.30           | 33.75            | 2.55            | 37.65                          | 28.24                          |
| 福建  | 6.06         | 5.05             | 36.36           | 37.88            | -1.52           | 亏损                             | 亏损                             |
| 浙江  | 6.05         | 5.3              | 36.30           | 39.75            | -3.45           | 亏损                             | 亏损                             |
| 贵州  | 6.24         | 5.5              | 37.44           | 41.25            | -3.81           | 亏损                             | 亏损                             |
| 重庆  | 6.14         | 5.5              | 36.84           | 41.25            | -4.41           | 亏损                             | 亏损                             |
| 湖南  | 6.12         | 5.5              | 36.72           | 41.25            | -4.53           | 亏损                             | 亏损                             |

| 城市 | 柴油价<br>(元/升) | LNG 价(元<br>/立方米) | 每年柴油花<br>费(万元) | 每年天然气花<br>费(万元) | 每年节省费<br>用(万元) | 购置费用 8 万元时 LNG<br>重卡投资回收期(月) | 购置费用 6 万元时 LNG<br>重卡投资回收期(月) |
|----|--------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|------------------------------|------------------------------|
| 湖北 | 6.05         | 5.65             | 36.30          | 42.38           | -6.08          | 亏损                           | 亏损                           |
| 广东 | 6.07         | 5.75             | 36.42          | 43.13           | -6.71          | 亏损                           | 亏损                           |
| 四川 | 6.16         | 5.9              | 36.96          | 44.25           | -7.29          | 亏损                           | 亏损                           |
| 江苏 | 6.03         | 5.95             | 36.18          | 44.63           | -8.45          | 亏损                           | 亏损                           |

数据来源：西南证券

**LNG 重卡市场明显回暖：**LNG 重卡市场从 2016 年 7 月开始回暖，2017 年 3 月国内 LNG 重卡产量为 7775 辆，同比大增 586.8%，远超历史最高水平。我们认为原因有二：（1）重卡市场整体复苏：从 2016 年 10 月份至今，重卡市场受到超限超载治理政策的推动和刺激（新规定使得单车运力下降了 10-20%），同时年后各地基建项目的陆续开工也带动重卡市场持续向好；（2）油气价差进一步扩大将推动 LNG 重卡的经济性凸显，销量有望继续增长。

图 13：LNG 重卡产量明显回暖



数据来源：WIND，西南证券整理

**LNG 船舶经济性优势明显：**与柴油船舶相比，LNG 船舶具有良好的经济性。以 2000 吨级船舶为例，假设一年耗油量为 100 吨，LNG 的综合替代率为 65%，在 2016 年间柴油与 LNG 价格差异最大时，一年可以节约燃油成本 19.45 万元。此外，2014 年财政部和交通运输部共同发布了《内河船型标准化补贴资金管理办法》规定，对于符合条件的新建 LNG 动力示范船，按照建造时间和主体总功率的不同，补贴金额不等，补贴金额在单船 63 万至 140 万元不等。在国家给予最低补贴，且在油气价差最低的情况下，内河船改造 LNG 只需 6 年左右即可收回成本。

表 4：内河船使用柴油与 LNG 经济性比较（天然气综合转化率为 65%）

|                  | 2016 年油气价差最高时 | 2016 年油气价差最低时 |
|------------------|---------------|---------------|
| 0 号柴油价格（元/吨）     | 6,176.70      | 4,593.50      |
| LNG 价格（元/吨）      | 3,183.50      | 3,683.50      |
| 油气价差（元/吨）        | 2993.2        | 910.0         |
| 2000 吨级船舶年耗油量（吨） | 100           | 100           |
| 年节约成本（万元）        | 19.45         | 5.92          |

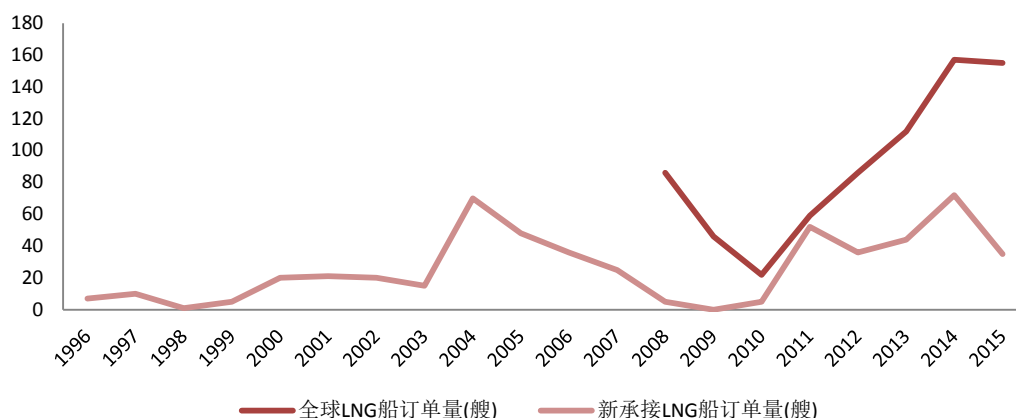
|                          | 2016 年油气差价最高时 | 2016 年油气差价最低时 |
|--------------------------|---------------|---------------|
| LNG 动力船舶新增购置成本（万元）       | 100           | 100           |
| 国家对于 LNG 动力示范船给予补贴 63 万元 |               |               |
| 投资回收期（年）                 | 1.90          | 6.25          |

数据来源：西南证券

**LNG 船舶订单增加：**与相对成熟的 LNG 汽车市场相比，LNG 船舶市场发展前景巨大。自 2010 年以来，全球 LNG 船舶订单数显著增加。据世界领先的船级社 DNV GL 统计，到 2020 年，全球 LNG 燃料船舶新订单有望达到千艘，2025 年全球 LNG 燃料船舶将达到 3500 艘。目前我国内河船舶约有 20 万艘。根据交通运输部提出的到 2020 年内河运输船舶中消耗 LNG 的比例超过 10% 的要求，届时内河将有约 2 万艘 LNG 燃料船。

伴随 LNG 燃料船数量的增长，LNG 船舶加注站也有望受益，LNG 船舶加注站是作为 LNG 船舶加气的终端设施，其完善的布局是 LNG 船舶高速发展的前提条件，根据能源局发布的《关于液化天然气燃料动力船舶加注站布局指导意见》，到 2020 年我国将实现内河水域年 LNG 加注能力 260 万吨（约合 36 亿标方天然气）。

图 14：全球 LNG 船舶订单增加

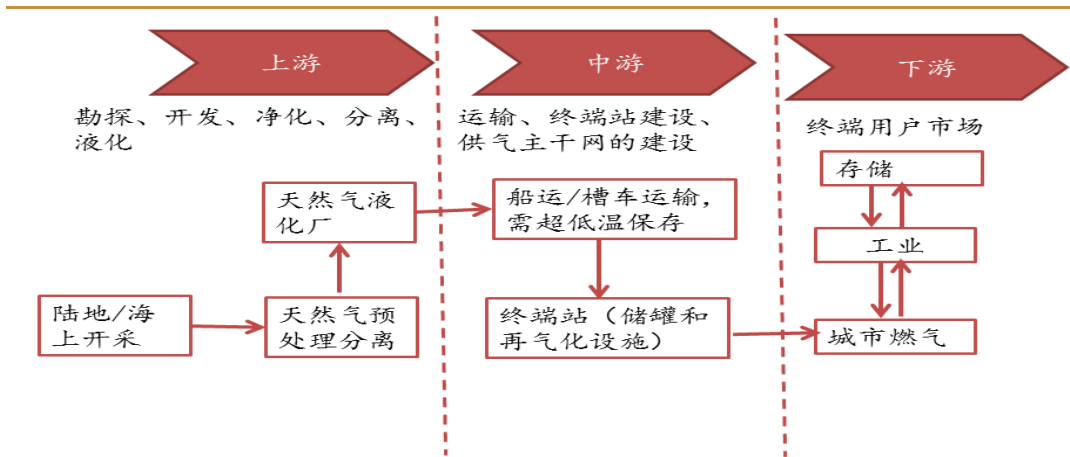


数据来源：WIND，西南证券整理

### 3 天然气全产业链布局，向综合清洁能源设备服务商转型

天然气全产业链主要分为三个环节，分别是上游：勘探开发、预处理和液化三个环节；中游：勘探开发、预处理和液化三个环节和下游：面向最终市场用户，包括联合循环电站，城市燃气公司，工业炉用户，工业园区和建筑物冷热电多联供的分布式能源站，加气站等。

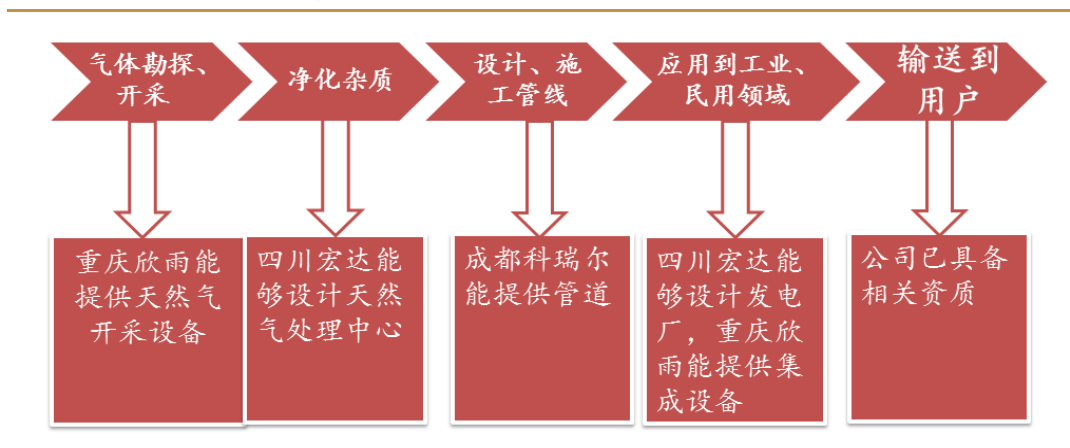
图 15：天然气产业链



数据来源：西南证券

公司围绕天然气全产业链布局，业务涵盖天然气开采、勘探——天然气处理厂+天然气长输管道——天然气液化工厂——LNG 运输船——LNG 接收站——LNG 运输车——LNG 加气站+LNG 船舶加气站+LNG 气化站，整体上提升了公司作为清洁能源装备整体供应商的综合实力。

图 16：公司天然气全产业链布局

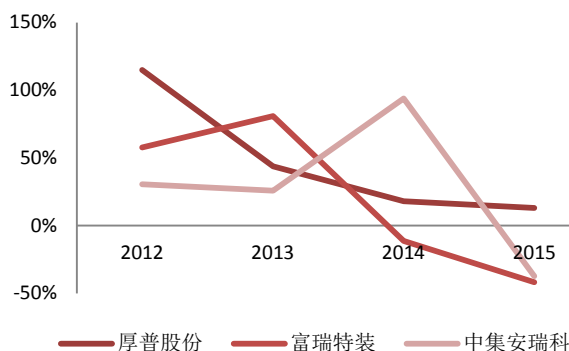


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.1 LNG 设备业务优势明显，毛利率行业领先

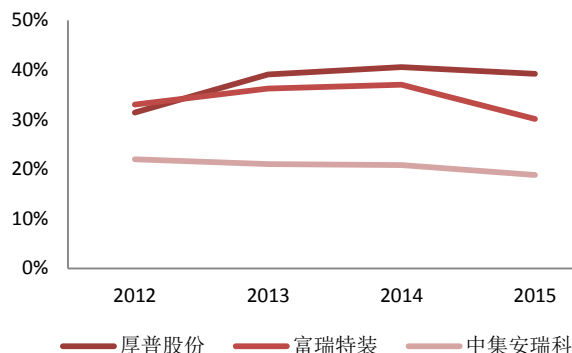
**LNG 设备业务行业领先：**LNG 加气站成套设备在国内发展时间较短，但进步迅速，由于需要较高的生产技术水平，行业技术壁垒较高，公司拥有 LNG 加气站成套设备的设计、生产及集成能力，在关键的站控系统和加气技术方面具备技术优势。从 2011 年开始超过 CNG 设备成为公司最大的营业收入来源。目前国内能够满足相关条件的生产厂家尚为数不多，公司的主要竞争对手为张家港富瑞特种装备股份有限公司、安瑞科（廊坊）能源装备集成有限公司、查特工业公司等。公司目前 LNG 业务的收入增速和毛利率均高于行业平均水平。

图 17: LNG 业务收入增速位于行业前列



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 18: LNG 业务毛利率高于同行公司



数据来源: WIND, 西南证券整理

厚普股份能够在行业中脱颖而出, 主要原因是: (1) 不断创新的技术优势。公司 2007 年即开始 LNG 领域的技术储备和研发, 经四川省科技厅组织的科技成果鉴定, 公司 LNG 加气机和 LNG 加气站成套设备“总体上处于国内领先水平”。(2) 稳定的客户资源优势。经过多年的努力, 公司已经形成了稳定、优质的客户群。公司与中石油、中石化、新奥能源等国内主要天然气加气站运营商建立了良好的合作关系, 已经通过其严格的供应商资质认定, 与其建立了长期合作伙伴关系, 并得到客户的好评。(3) 全产业链布局有利于降低成本。公司掌握了多项关键零部件的核心技术并具备生产能力, 无需依靠外购核心零部件。

## 3.2 船用 LNG 业务进入发展期, 带动全产业链增长

**不断创新, 推动 LNG 船舶产业链发展:** 公司是我国水上 LNG 加注业务国内最早涉足者。公司 2007 年即开始 LNG 领域的技术储备和研发, 利用在 CNG 领域和控制系统方面积累的经验及现有深冷技术的基础上进行的持续创新, 研制了国内目前功能较全、智能化程度较高的 LNG 加气站成套设备。公司先后设立了船舶工程设计研究院、湖南厚普清洁能源科技有限公司, 具备了船用 LNG 清洁能源高端装备从研发、设计、制造、施工工程总承包的“EPC”服务能力及运营管理能力, 实现 LNG 船舶产业链整体布局。湖南厚普则拟专注于运营, 四川宏达负责加注站, 将以租赁的方式推广 LNG 动力船的使用。公司抓住内河航运转型的契机, 将 LNG 动力船和加注泵船和移动加注船作为船舶设计研发的重点。截至目前, 公司就 LNG 船舶应用项目洽谈 190 余个, 申报发明专利 12 项, 实用新型专利 29 项。公司在 LNG 船舶上不断的研发创新, 将有利于实现 LNG 清洁能源产业在船用领域的快速发展, 并带动相关产业的联动发展。

表 5: 公司船用 LNG 业务发展历程

| 时间     | 公司发展                                                                                |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011 年 | 成立船用成套设备研究所, 开启国内最早涉足水上 LNG 加注站的研究及建造                                               |
| 2012 年 | 完成湖北新捷昆仑 1、2 号夏船加注站设计资料审核, 属国内最早的船用加注站资料审核                                          |
| 2013 年 | 成了全国首个水上加注站“海港星 01 号”的设计及建造工作                                                       |
| 2014 年 | 完成了长江中上游第一座 LNG 船用加注站“西蓝天然气 48 米加注夏船”的建成                                            |
| 2015 年 | 完成了川江段首艘 LNG 单燃料动力船舶“泰鸿 1 号”的设计及建造, 同时完成了船用设备模块化的设计                                 |
| 2016 年 | 先后设立了船舶工程设计研究院、湖南厚普清洁能源科技有限公司, 具备了船用 LNG 清洁能源高端装备从研发、设计、制造、施工工程总承包的“EPC”服务能力及运营管理能力 |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**与政府合作，全线铺开船用 LNG 业务：**公司的控股子公司湖南厚普清洁能源科技有限公司于 2016 年 6 月与汉寿县人民政府签署了 LNG 船舶产业链项目合作协议。LNG 船舶产业链项目分两期建设，其中一期项目及带动产业约 4 亿元，二期项目及带动产业约 6 亿元。项目将涉及建造 LNG 动力货船 70 艘、LNG 工程船 2 艘、LNG 加注站 2 座，以及 LNG 设备装配基地等。12 月 28 日，公司控股子公司沅江厚普清洁能源科技有限公司与湖南省沅江市人民政府签署《关于建设 LNG 船舶产业链项目合同书》，项目涉及建造 10 艘 5000 吨级 LNG 船舶和 LNG 加注式趸船 6 艘，可以带动形成 2 亿元以上的产值。公司通过与政府之间的合作，不仅仅涉足 LNG 船舶加注业务，全面布局 LNG 船舶产业，抢抓 LNG 船舶发展机遇，带动产业增长。

### 3.3 进军新能源市场，抢抓发展机遇

**成功开发充电设备，丰富产品体系：**依托多年在工控、电子、软件、防爆电源等领域的技术沉淀，公司目前已完成直流一体式充电桩、直流分体式充电系统、交流立式充电桩、交流壁挂充电桩、交流分体式充电系统、便携式充电机等充电设备的研发，并取得了相关资质且产品已投入市场；充电设施的云管理平台、支付系统、APP 等软件系统已研发完成。目前在新能源电动汽车蓄能整体解决领域，公司已经建立健全了完善的从研发生产到市场推广的营运体系。

**多方战略合作，推广 HCNG 燃料混合动力车：**2016 年 12 月，公司与清华大学汽车安全与节能国家重点实验室等六方签订了《战略合作关系》，就 HCNG（天然气掺氢）汽车项目整体合作、渠道整合、资源共享等方面，充分发挥合作各方在各自领域的资源优势，在 HCNG 混合燃料汽车项目建立战略合作关系，促进 HCNG 燃料汽车业务的发展。公司将通过这项业务，进入新能源混合动力车领域，以多元化发展不断增强公司的实力。

**探索智慧天然气，“互联网+加气站”提高管理效率：**公司积极布局“互联网+”领域，成功研发具有远程数据传输功能的网络化充装设备，能通过互联网把加气站设备运行状态和经营数据信息传输到监控管理中心，实现了加注站设备的远程管理与数据管理功能，从而提高了加气站的管理效率。公司还把云计算、大数据分析技术应用到天然气加注站领域，通过收集全国数千座站的海量数据信息，搭建了云服务运营管理平台，为企业提供了基于数据分析的决策支持。

我们认为，公司通过保持传统优势业务加气站设备，通过“研发创新+外部并购”积极进行天然气全产业链布局，不断开拓新市场，有望从传统加气站设备制造商升级为清洁能源整体方案提供商，增强自身竞争优势。

## 4 盈利预测

#### 关键假设：

（1）随着油价上涨，油气价差拉大以及政策利好等多重利好因素，我们认为公司的 LNG 和 CNG 设备业务将随同下游需求回暖而止跌回升；

（2）公司的天然气管道工程业务从 16 年收购了宏达开始开展的，尚处于起步阶段，其 16 年 10 月份即签订了 2.2 亿元的管道工程订单，我们认为借助于公司多年来在天然气行业所积累的客户资源，其天然气管道工程业务能处于较为稳定、高速的增长态势；

（3）公司 17 年将继续摊销股权激励费用，因此我们假设公司 17 年管理费用率维持在 13%左右，18、19 年回到 11%左右的水平。

**表 6：分业务收入及毛利率**

| 百万元                | 2014A  | 2015A    | 2016A   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|--------------------|--------|----------|---------|----------|----------|----------|
| <b>合计</b>          |        |          |         |          |          |          |
| 营业收入               | 957.59 | 1,113.20 | 1301.02 | 1,487.97 | 1,779.36 | 2,159.39 |
| yoy                | 14.38% | 16.25%   | 16.87%  | 14.37%   | 19.58%   | 21.36%   |
| 营业成本               | 534.38 | 633.10   | 842.3   | 979.26   | 1,169.78 | 1,450.86 |
| 毛利率                | 44.20% | 43.13%   | 35.26%  | 34.19%   | 34.26%   | 32.81%   |
| <b>LNG 加气站成套设备</b> |        |          |         |          |          |          |
| 收入                 | 703.41 | 794.60   | 724.40  | 760.62   | 836.68   | 920.35   |
| yoy                | 17.96% | 12.96%   | -8.83%  | 5.00%    | 10.00%   | 10.00%   |
| 成本                 | 418.14 | 483.00   | 448.57  | 471.58   | 502.01   | 552.21   |
| 毛利率                | 40.56% | 39.21%   | 38.08%  | 38.00%   | 40.00%   | 40.00%   |
| <b>CNG 加气站设备</b>   |        |          |         |          |          |          |
| 收入                 | 174.80 | 174.31   | 165.82  | 174.11   | 191.52   | 210.67   |
| yoy                | 0.7%   | -0.3%    | -4.9%   | 5.0%     | 10.0%    | 10.0%    |
| 成本                 | 78.35  | 77.79    | 76.63   | 78.35    | 80.44    | 88.48    |
| 毛利率                | 55.18% | 55.37%   | 53.79%  | 55.00%   | 58.00%   | 58.00%   |
| <b>天然气管道工程</b>     |        |          |         |          |          |          |
| 收入                 |        |          | 158.96  | 238.44   | 357.66   | 536.49   |
| yoy                |        |          |         | 50.00%   | 50.00%   | 50.00%   |
| 成本                 |        |          | 136.65  | 202.67   | 304.01   | 456.02   |
| 毛利率                |        |          | 14.03%  | 15.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
| <b>其他</b>          |        |          |         |          |          |          |
| 收入                 | 79.38  | 144.29   | 251.84  | 314.80   | 393.50   | 491.88   |
| yoy                |        | 81.77%   | 74.54%  | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   |
| 成本                 | 37.89  | 72.31    | 180.45  | 226.66   | 283.32   | 354.15   |
| 毛利率                | 52.27% | 49.89%   | 28.35%  | 28.00%   | 28.00%   | 28.00%   |

数据来源：西南证券

## 5 风险提示

天然气行业复苏不及预期的风险、油价下跌的风险、补贴政策落实不到位的风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 现金流量表（百万元）        | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 1301.02        | 1487.97        | 1779.37        | 2159.39        | 净利润               | 168.27         | 195.90        | 258.12        | 278.31        |
| 营业成本          | 842.30         | 979.27         | 1169.78        | 1450.86        | 折旧与摊销             | 15.16          | 22.81         | 25.66         | 28.51         |
| 营业税金及附加       | 16.03          | 14.88          | 17.79          | 21.59          | 财务费用              | -4.94          | -4.79         | -6.05         | -7.15         |
| 销售费用          | 105.83         | 119.04         | 142.35         | 172.75         | 资产减值损失            | 20.58          | 10.00         | 10.00         | 10.00         |
| 管理费用          | 179.12         | 193.44         | 195.73         | 237.53         | 经营营运资本变动          | -343.42        | 118.75        | -81.79        | -68.18        |
| 财务费用          | -4.94          | -4.79          | -6.05          | -7.15          | 其他                | 47.93          | -10.00        | -10.00        | -10.00        |
| 资产减值损失        | 20.58          | 10.00          | 10.00          | 10.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-96.42</b>  | <b>332.67</b> | <b>195.95</b> | <b>231.49</b> |
| 投资收益          | 1.34           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -306.91        | -40.00        | -40.00        | -40.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 31.43          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-275.47</b> | <b>-40.00</b> | <b>-40.00</b> | <b>-40.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>143.45</b>  | <b>176.14</b>  | <b>249.76</b>  | <b>273.80</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | 55.87          | 54.13          | 54.02          | 53.97          | 长期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>199.32</b>  | <b>230.27</b>  | <b>303.79</b>  | <b>327.77</b>  | 股权融资              | 71.81          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 31.06          | 34.38          | 45.67          | 49.46          | 支付股利              | 0.00           | -15.34        | -15.09        | -17.80        |
| 净利润           | 168.27         | 195.90         | 258.12         | 278.31         | 其他                | -146.54        | 3.32          | 6.05          | 7.15          |
| 少数股东损益        | 0.94           | 0.55           | 0.84           | 0.97           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-74.73</b>  | <b>-12.02</b> | <b>-9.04</b>  | <b>-10.65</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 167.33         | 195.35         | 257.28         | 277.34         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-442.76</b> | <b>280.64</b> | <b>146.90</b> | <b>180.84</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |               |               |
| 资产负债表（百万元）    | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 财务分析指标            | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 货币资金          | 618.33         | 898.98         | 1045.88        | 1226.72        | <b>成长能力</b>       |                |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 871.79         | 790.38         | 993.47         | 1228.75        | 销售收入增长率           | 16.87%         | 14.37%        | 19.58%        | 21.36%        |
| 存货            | 148.99         | 173.22         | 206.91         | 256.63         | 营业利润增长率           | -20.85%        | 22.79%        | 41.79%        | 9.63%         |
| 其他流动资产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 净利润增长率            | -4.70%         | 16.42%        | 31.76%        | 7.82%         |
| 长期股权投资        | 6.77           | 6.77           | 6.77           | 6.77           | EBITDA 增长率        | -20.30%        | 26.35%        | 38.73%        | 9.57%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 673.12         | 664.32         | 654.57         | 643.87         | 毛利率               | 35.26%         | 34.19%        | 34.26%        | 32.81%        |
| 无形资产和开发支出     | 65.73          | 91.81          | 115.99         | 138.27         | 三费率               | 21.52%         | 20.68%        | 18.66%        | 18.67%        |
| 其他非流动资产       | 25.77          | 25.67          | 25.57          | 25.48          | 净利率               | 12.93%         | 13.17%        | 14.51%        | 12.89%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>2410.49</b> | <b>2651.14</b> | <b>3049.17</b> | <b>3526.49</b> | ROE               | 9.82%          | 10.35%        | 12.09%        | 11.62%        |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 6.98%          | 7.39%         | 8.47%         | 7.89%         |
| 应付和预收款项       | 553.86         | 593.64         | 718.33         | 890.43         | ROIC              | 13.78%         | 12.65%        | 17.64%        | 17.48%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 11.81%         | 13.05%        | 15.14%        | 13.67%        |
| 其他负债          | 143.17         | 164.96         | 195.27         | 239.98         | <b>营运能力</b>       |                |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>697.03</b>  | <b>758.60</b>  | <b>913.60</b>  | <b>1130.41</b> | 总资产周转率            | 0.55           | 0.59          | 0.62          | 0.66          |
| 股本            | 148.31         | 148.31         | 148.31         | 148.31         | 固定资产周转率           | 7.86           | 7.89          | 9.93          | 12.78         |
| 资本公积          | 973.37         | 973.37         | 973.37         | 973.37         | 应收账款周转率           | 2.20           | 2.02          | 2.26          | 2.20          |
| 留存收益          | 665.95         | 845.95         | 1088.14        | 1347.67        | 存货周转率             | 3.44           | 6.08          | 6.15          | 6.26          |
| 归属母公司股东权益     | 1680.07        | 1858.60        | 2100.79        | 2360.33        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 58.08%         | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 33.39          | 33.94          | 34.78          | 35.76          | <b>资本结构</b>       |                |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1713.46</b> | <b>1892.55</b> | <b>2135.57</b> | <b>2396.08</b> | 资产负债率             | 28.92%         | 28.61%        | 29.96%        | 32.05%        |
| 负债和股东权益合计     | 2410.49        | 2651.14        | 3049.17        | 3526.49        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.38           | 2.49          | 2.48          | 2.42          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.17           | 2.25          | 2.25          | 2.19          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 7.85%         | 5.87%         | 6.42%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |               |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 1.13           | 1.32          | 1.73          | 1.87          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 11.55          | 12.76         | 14.40         | 16.16         |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | -0.65          | 2.24          | 1.32          | 1.56          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.10          | 0.10          | 0.12          |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   |                |               |               |               |
| EBITDA        | 153.67         | 194.17         | 269.38         | 295.17         |                   |                |               |               |               |
| PE            | 35.06          | 30.03          | 22.80          | 21.15          |                   |                |               |               |               |
| PB            | 3.42           | 3.10           | 2.75           | 2.45           |                   |                |               |               |               |
| PS            | 4.51           | 3.94           | 3.30           | 2.72           |                   |                |               |               |               |
| EV/EBITDA     | 33.99          | 25.46          | 17.81          | 15.64          |                   |                |               |               |               |
| 股息率           | 0.00%          | 0.26%          | 0.26%          | 0.30%          |                   |                |               |               |               |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |                                          |
|------|------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名   | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽  | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅  | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰  | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺  | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟  | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威 | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 赵佳   | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩  | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 徐也   | 机构销售   | 010-57758595  | 18612694479 | xye@swsc.com.cn       |
|    | 任骁   | 机构销售   | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷   | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁   | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫  | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |
|    | 熊亮   | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳  | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |