

投资评级 优于大市 首次覆盖

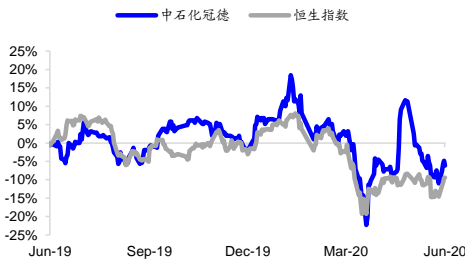
中石化旗下仓储物流平台，业绩平稳增长

股票数据

06月04日收盘价(港元)	2.90
52周股价波动(港元)	2.40-3.73
总股本/流通A股(百万股)	2486
总市值/流通市值(百万港元)	7210

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.7	-1.7	-8.5
相对涨幅(%)	-14.6	-6.6	-1.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

联系人: 张璇

Tel: (021) 23219411

Email: zx12361@htsec.com

投资要点:

- 核心观点。**(1) 公司主要业务包括原油码头及仓储、天然气管道输送以及 LNG 船舶业务，是中石化旗下仓储物流平台。(2) 原油码头及仓储业务，维持国内龙头地位，占国内 50% 左右市场份额，是公司主要利润来源。(3) 榆济天然气管线年管输能力 50 亿立方米，盈利稳定。(4) LNG 运输船投入运营，将成为公司利润增量。(5) 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55 港元、0.55 港元和 0.57 港元，给予“优于大市”投资评级。
- 一流国际石化服务提供商，盈利能力稳定。**2015-2019 年公司净利润保持稳步增长，复合增速达到 4.58%。2019 年公司净利润 12.84 亿港元，保持盈利增长动力。2019 年公司原油码头及仓储、天然气管道输送以及 LNG 船舶业务净利润占比分别为 78%、17% 和 6%。
- 原油码头与仓储业务：发展良好，居市场领先地位。**公司 7 座国内大型原油码头年吞吐能力 2.9 亿吨，占我国原油进口量的 50% 左右，持续多年占国内原油码头龙头地位。公司拥有 4 座海外仓库，位于富查伊拉油品仓保持高负荷运转。公司原油码头与仓储业务净利润持续提升，2015-2019 年净利润复合增速达到 8.35%。
- 天然气管道输送业务：榆济管道面临剥离。**榆济天然气管线年管输能力 50 亿立方米，2019 年输送天然气 39.99 亿立方米，基本保持稳定。截止 2019 年底，该业务板块总资产 45.45 亿港元，资产负债率 43.19%。2019 年国家管网公司成立，有意收购中石化冠德榆济线部分或全部资产，公司正就相关协议进行协商。
- LNG 船舶业务：有望贡献利润增量。**8 艘海外 LNG 船在 2019 年投入运营，伴随着运力提升，该业务板块盈利有望持续增长。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55 港元、0.55 港元和 0.57 港元，根据 2020 年 BPS 4.98 港元及 0.65-0.70 倍 PB，对应合理价值区间 3.24-3.49 港元，给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示：**油气需求增长不及预期；资产剥离进度不及预期等。

注：本文除特别说明外，所用货币单位为港币。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	1655.63	1447.38	1604.86	1685.10	1790.93
(+/-)YoY(%)	-4.26%	-12.58%	10.88%	5.00%	6.28%
净利润(百万港元)	1262.07	1285.11	1365.54	1357.02	1419.88
(+/-)YoY(%)	4.48%	1.83%	6.26%	-0.62%	4.63%
全面摊薄 EPS(港元)	0.51	0.52	0.55	0.55	0.57
毛利率(%)	49.37%	44.75%	46.50%	45.50%	44.50%
净资产收益率(%)	10.94%	10.74%	11.08%	10.82%	11.12%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 综合性石油和天然气服务商，盈利能力稳定.....	5
1.1 一流国际石化服务商，石油、天然气服务齐头并进.....	5
1.2 公司净利润逐步提升，原油码头支撑盈利.....	6
1.3 公司资产情况良好，关联交易收入占比高.....	6
2. 原油进口逐年增长，原油码头业务相对稳定.....	7
2.1 原油消费持续增长，对外依存度达到 77%.....	7
2.2 公司原油码头业务利润丰厚，市场地位领先。.....	9
2.3 原油码头业务盈利持续提升，国内需求拉动增长.....	11
3. 天然气国内消费稳定增长，榆济管道线存在剥离预期.....	11
3.1 天然气消费稳定增长，榆济线沿线需求旺盛.....	11
3.2 榆济管道平稳运行，国家管网集团成立带来新机遇.....	13
4. 天然气进口量持续扩大，LNG 船舶业务量增长.....	14
4.1 天然气进口快速增长，进口 LNG 占比走高.....	14
4.2 8 艘海外 LNG 船舶投入运营，保持长期稳定收入.....	15
5. 盈利预测与估值.....	15
6. 风险提示.....	16
财务报表分析和预测.....	17

图目录

图 1	中石化冠德股权结构	5
图 2	2015-2019 年营业收入与增速	6
图 3	2019 年营业收入按业务分布	6
图 4	2015-2019 年净利润与增速	6
图 5	2019 年净利润按业务分布	6
图 6	我国原油需求持续增长, 产量稳中有降	7
图 7	中国原油进口量和对外依存度不断提升	7
图 8	中国原油进口前五大供应国进口量占比	8
图 9	2015-2019 年中石化原油加工量 (百万吨)	9
图 10	2015-2019 年中石化进口原油加工量	9
图 11	2015-2019 年原油码头业务收入与增速	10
图 12	2015-2019 年原油码头业务净利润 (百万港元)	10
图 13	公司原油码头吞吐量与总进口量占比	11
图 14	中国天然气消费持续上涨, 需求缺口拉大	12
图 15	中石化榆林-济南管道线路图	12
图 16	榆济线沿线省份天然气需求持续旺盛 (亿立方米)	12
图 17	2015-2019 年天然气管道业务收入与增速	13
图 18	2015-2019 年天然气管道业务净利润 (百万港元)	13
图 19	公司管道运输业务收入及榆济线管输量	13
图 20	中国天然气需求格局快速变化, 进口依赖增加	14
图 21	2010-2018 年中国管道天然气、液化天然气进口量	14
图 22	2018 年进口天然气中进口液化气占多数	14

表目录

表 1	我国主要原油码头及其泊位能力.....	8
表 2	公司境内码头和仓储情况.....	10
表 3	公司境外仓储情况.....	10
表 4	中国石化海外 LNG 长期协定情况.....	14
表 5	中国石化 LNG 接收站情况.....	15

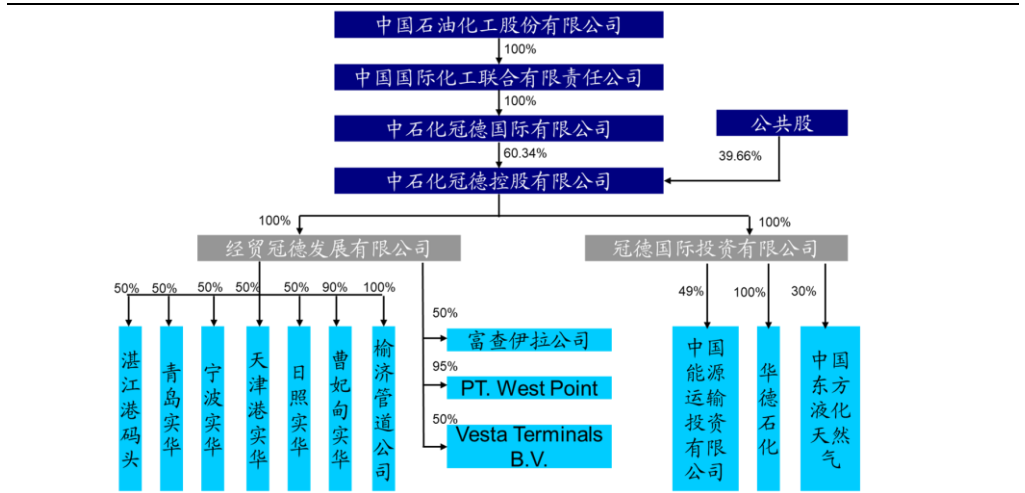
1. 综合性石油和天然气服务商，盈利能力稳定

1.1 一流国际石化服务商，石油、天然气服务齐头并进

中石化冠德控股有限公司是国内大型综合性石油及天然气服务商，由中石化石油股份有限公司控股，主要从事的业务包括提供原油码头服务、船舶租赁服务及天然气管道运输服务等。公司是中国石化集团资本多元化的重要代表，在国内原油码头领域处于领先地位，并积极拓展天然气相关业务，全方位打造石化综合性服务版图。

中石化资本多元化的重要代表。中石化冠德控股有限公司总股本 24.86 亿股，由中国石油化工股份有限公司通过中石化冠德国际间接持有 60.34% 股份（约 15 亿股）。公司下设 2 家全资子公司：经贸冠德发展有限公司和冠德国际投资有限公司。主要业务聚焦于石油及石化产品的接卸、储存和输送，液化天然气的船舶运输和天然气管道输送。冠德控股是中石化旗下唯一一家在中国香港上市的红筹子公司，经过多年发展已成长为具有较强竞争力的国际化一流石化仓储物流公司。

图1 中石化冠德股权结构



资料来源：公司 2019 年年报，公司官网，海通证券研究所

原油码头和仓储运输综合服务商。中石化冠德已经构建了成熟的海外仓储，海上 LNG 船舶和国内原油码头项目。公司海外仓储分别位于中东阿联酋富查伊拉，欧洲爱沙尼亚 Vesta 塔林，比利时 Vesta 安特卫普，欧洲荷兰 Vesta 法拉盛。四个仓库共有原油储罐 161 座，仓储容量 277.61 万立方米。在国内，公司拥有湛江港码头、华德石化、青岛实华、宁波实华、天津实华、日照实华、曹妃甸实华 7 个原油码头，共 37 座泊位，年码头设计吞吐量 2.9 亿吨，成为我国原油进出口的重要保障。

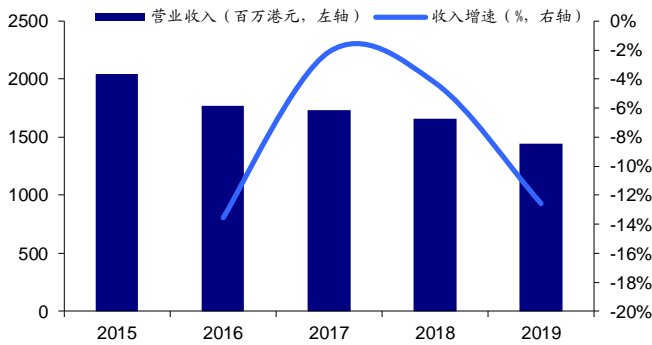
8 艘自建海外 LNG 船舶投入运营。为提高公司综合能源服务效益，完善石化物流供应链结构，公司于 2012 年起开始建设 LNG 大型运输船舶。海外 LNG 船舶属于合资公司中国能源运输投资公司、联营公司中国东方天然液化气的股权，冠德集团持股比例分别为 49%、30%。目前，海外液化天然气船舶项目建设完成，位于澳大利亚太平洋的 6 艘和巴布亚新几内亚的 2 艘 LNG 船舶已全部投入商业运营。

天然气管道业务稳步发展，榆济管线输送稳定。根据榆济管道公司官网与 2019 年报信息，中石化冠德子公司榆济管道公司拥有全长 997 公里的天然气管线，占中石化天然气管道全长（4600 公里）的 22%。上游气源地为陕蒙交界的鄂尔多斯盆地，是中石化华北分公司所属油气田。榆济管线覆盖陕西、山西、河南、河北、山东等 5 省 10 市，年输送量可达 50 亿立方米，构成我国中部地区天然气输送动脉。根据公司年报，2019 年榆济线天然气运输量为 39.99 亿立方米。

1.2 公司净利润逐步提升，原油码头支撑盈利

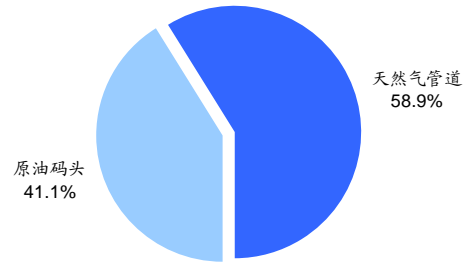
公司总体运营情况稳健。2019 年公司实现营业收入 14.47 亿港元，同比下降 12.58%，收入下降的主要原因为华德石化下属最大客户广州石化炼化装置年内开展计划性检修、榆济管道公司天然气输送量减少。2016-2019 年收入逐年下降，主要原因为天然气供应资源不足、全球石化仓储市场需求不稳定。从 2017 年起，公司 LNG 船舶业务划入联营、合资公司（中国东方液化天然气、中国能源运输投资有限公司），股份占比未超过 51%，因此在合并口径中不计入船舶业务收入。从 2019 年收入结构上看，原油码头收入，占比 41.1%，天然气管道运输业务收入，占比 58.9%。

图2 2015-2019 年营业收入与增速



资料来源：公司 2015 年-2019 年年报，海通证券研究所

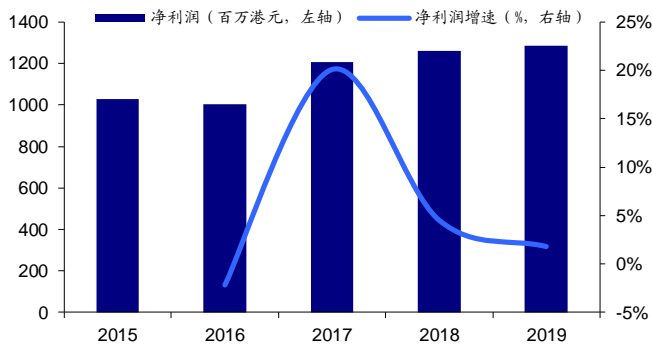
图3 2019 年营业收入按业务分布



资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

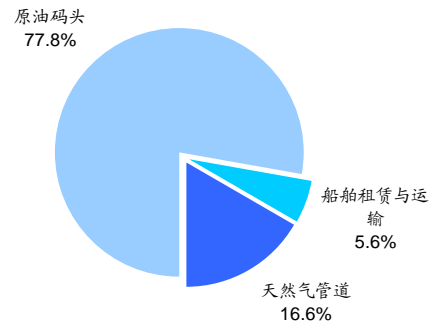
公司净利润逐年增长，保持盈利增长动力。2019 年公司实现合并净利润为 12.84 亿港元，同比增长 1.82%，创近年新高。2019 年公司盈利增长主要来源于原油码头和储存业务。2017 年起，LNG 船舶业务划入联营、合资公司，相关业务盈利在总体净利润中体现为投资收益。

图4 2015-2019 年净利润与增速



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

图5 2019 年利润构成



资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

1.3 公司资产情况良好，关联交易收入占比高

固定资产及权益性投资占比高。公司 2019 年总资产 156.97 亿港元，总负债 34.82 亿港元，资产负债率 22.18%，相比 2018 年下降 5.14 个百分点。其中固定资产 64.95 亿港元，占比 41.37%；权益性投资（采用权益法的船舶业务和原油码头业务联营、合营公司）66.61 亿港元，占比 42.44%。另有不进行业务划分的公司资产，其中货币现金 2.23 亿港元，存货 0.72 亿港元，应收账款 0.16 亿港元，应收合资公司股息 4.47 亿港元。目前公司负债主要为应付账款 7.63 亿港元，借贷 25.18 亿港元。

关联交易收入占比达到 90.3%。2019 年，公司向关联方提供的提供原油码头及存储服务收入 4.96 亿港元（4.46 亿港元，以 1 港元换算 0.9 元人民币计算，下同），提供燃

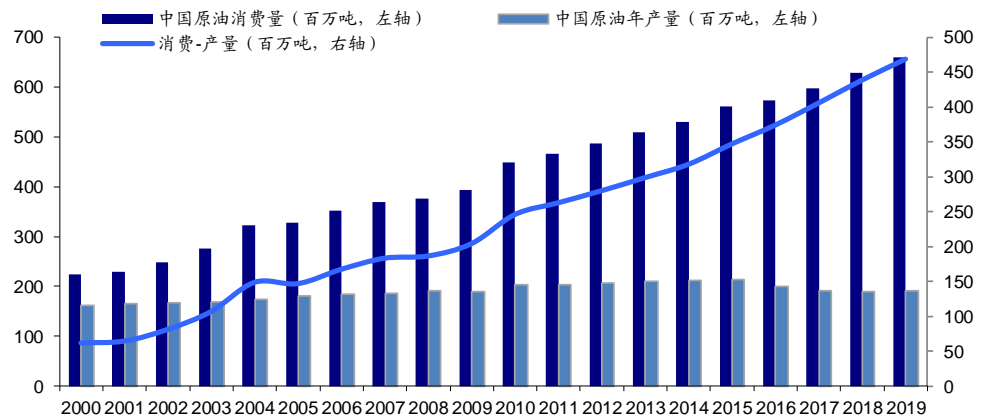
料油码头及存储服务收入约 5009 万港元, 提供天然气管输服务收入约 7.68 亿港元, 三项主要业务合计约 13.07 亿港元, 公司主要业务关联交易占 2019 年公司总收入 (14.47 亿港元) 的 90.3%。分业务来看, 2019 年公司原油、燃料油码头及存储服务关联交易收入合计为 5.46 亿港元, 占公司原油码头收入 (5.96 亿港元) 的 91.6%; 天然气管输业务关联交易收入合计为 7.68 亿港元, 占公司天然气管输业务收入 (8.52 亿港元) 的 90.1%。

2. 原油进口逐年增长, 原油码头业务相对稳定

2.1 原油消费持续增长, 对外依存度达到 77%

原油需求持续增长, 需求缺口扩大。我国原油消费量维持高速增长, 2019 年原油消费 6.60 亿吨, 同比增长 5.2%, 近五年原油消费复合增速 4.1%。国内原油年产量 1.91 亿吨, 同比小幅增加 1.1%, 近五年国内原油生产复合增速 -2.9%。原油供需缺口持续增加, 2019 年达到 4.69 亿吨。

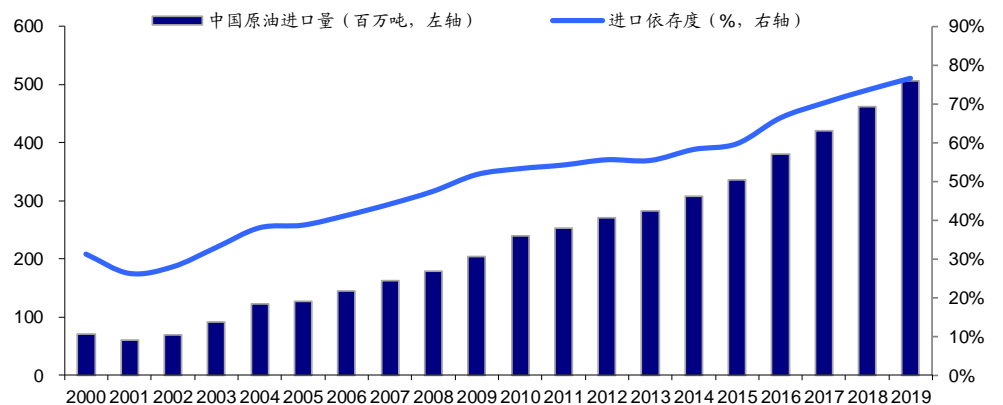
图6 我国原油需求持续增长, 产量稳中有降



资料来源: Wind, BP, 中国石油经济技术研究院, 海通证券研究所

进口原油满足国内生产需要, 对外依存度逐年攀升。2019 年我国进口原油 5.06 亿吨, 同比增长 9.5%, 近 5 年复合增速为 10.8%。2019 年对外依存度 76.6% (净进口量/表观消费量), 较 2018 年提升了 3.1%, 连续 3 年超过 70%。从进口渠道上来看, 我国原油进口主要依赖船舶运输进口。我们测算, 2019 年通过管道进口原油 0.52 亿吨, 通过船舶进口原油 4.54 亿吨, 占比约 90%。

图7 我国原油进口量和对外依存度不断提升

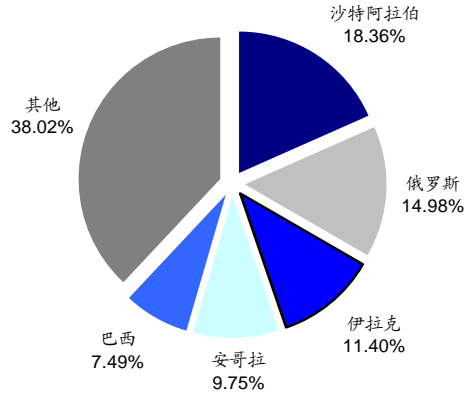


资料来源: Wind, 海关总署, 中商情报网, 海通证券研究所

进口结构变化, 沙特成为我国第一大原油供应国。2019 年我国主要的五大原油进

口国为沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、安哥拉、巴西，其中沙特超越俄罗斯成为我国第一大原油供应国。进口集中度增加，排名前 15 的来源国进口量占 93.62%。全年从沙特进口原油 0.93 亿吨，占总进口量 18.36%；从俄罗斯进口原油 0.76 亿吨，占总进口量 14.98%；从伊拉克进口原油 0.58 亿吨，占比 11.40%。

图8 我国原油进口前五大供应国进口量占比



资料来源：Wind，卓创资讯，海通证券研究所

原油港口新建扩建，助力原油进口。为了满足国内原油使用需求，原油码头配套设施建设跟进。我国海上原油进口主要来源于中东地区，通过 20-30 万吨级的 VLCC 超大型货船进行运输，需要配套的大型原油码头装卸或中转。我国大型原油码头主要分布于环渤海地区、长三角沿海及华南沿海。近期新建的原油码头中，码头、仓储、炼油、化工一体化项目配套协同建设，充分利用运输制造优势，集中发展石化产业新动能。

表 1 我国主要原油码头及其泊位能力

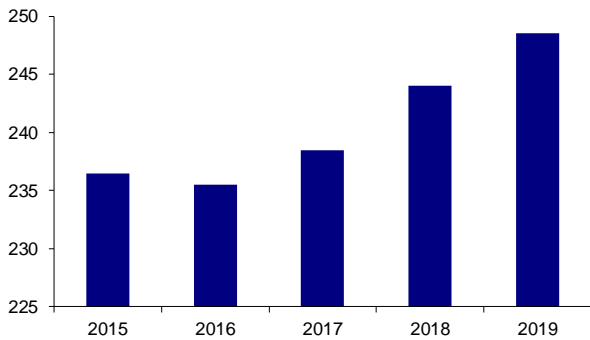
省份	港口	供应对象	码头	泊位 (万吨)	接卸能力 (万吨/年)
辽宁省	营口港	中石油辽阳石化、辽河石化;兵器集团下属华锦化工	仙人岛港区原油码头	30	1800
			锦州港	中石化锦州石化	锦州港区 301 号码头
	大连港	中石油大连石化、西太平洋石化	新港 1 号码头	15	400
			鲇鱼湾港区 0 号码头	30	1500
			鲇鱼湾港区 22 号码头	45	1900
长兴岛港区原油码头	30	1768			
河北省	唐山港	中石化华北地区炼厂	曹妃甸港区原油码头	30	2000
天津市	天津港	中石化燕山、天津、石家庄、沧州等炼厂	南疆港区南疆码头	10	850
			南疆港区原油码头 30 号码头	30	1800
山东省	青岛港	中石化山东、河南、河北及长江沿线炼厂、山东地炼	黄岛港区原油二期码头	20	1700
			黄岛港区原油三期码头	30	1800
			黄岛港区益佳油码头	30	1540
			青岛港董家口港区原油码头	30	1800
			青岛港董家口港区原油码头二期 (在建)	30	1800
	日照港	中石化下属炼厂及山东地炼	岚山港日照实华原油一期码头	30	2000
			岚山港日照实华原油二期码头	30	1750
日照港日仪管道配套原油码头	30	1850			
江苏省	连云港	盛虹炼化	盛虹炼化码头 (在建)	30	1740
浙江省	舟山港	中石化上海、南京及长江沿线炼厂	定海港区中化岙山 1 号码头	25	800
			定海港区中化岙山 5 号码头	30	1500
			岑港港区册子原油一期码头	30	1500
			舟山港黄泽山油品码头	30	1800

			舟山港外钓岛光汇油品码头	30	1735
	宁波港	中石化镇海炼化、南京及沿江炼厂、中石油下游炼厂及地炼	北仑港区算山1号码头	25	1520
			北仑港区算山2号码头	25	1050
			大榭港区实华1号码头	30	1500
			大榭港区实华3号码头	45	1800
			大榭中油燃料油码头	30	650
福建省	泉州港	中石化福建联合石化、中化集团泉州石化	肖厝港区福建联合石化原油码头	10	415
			斗尾港区青山山原油码头	30	1500
广东省	揭阳港	中石油广东	揭阳石化配套原油码头(在建)	30	
	惠州港	中石化广州石化、中海油惠炼、中海壳牌	东马港区华德原油一期码头	15	1200
			东马港区华德原油二期码头	30	2100
			中海油马鞭洲原油码头	30	1800
			中海壳牌马鞭洲原油码头	15	800
	茂名港	中石化茂名石化	茂名港原油码头	25	1000
	湛江港	中石化湛江东兴石化、北海石化、茂名石化、中科炼化、中石油钦州炼化	霞山港区200号原油码头	30	1500
			霞山港区209号原油码头	30	1550
			东海岛港区中科炼化原油码头	30	
广西省	钦州港	中石油广西石化	大榄坪港区油码头	10	1500
海南省	洋浦港	中石化海南炼化	神头港区原油码头	30	1750

资料来源：汽油柴油每日价格信息网易号《国内主要港口原油码头梳理》，锦州港官网，航运界援引日照日报，宁波石化信息网，中国港口新闻，青岛政务网，广东省发改委新闻，海通证券研究所

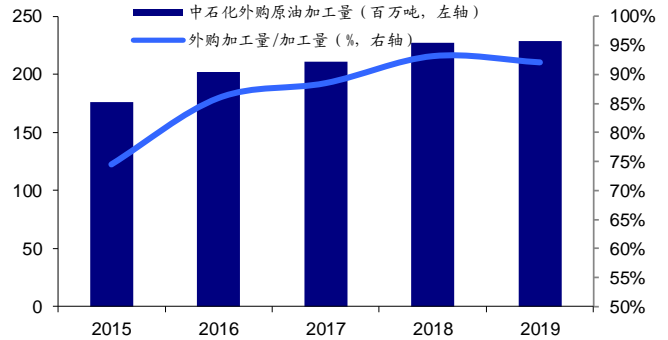
中国石化炼化业务推进，原油进口需求旺盛。中国石化炼化能力近年持续增长，原油勘探生产保持稳定，因此原油进口保持高需求。2019年中国石化外购原油加工量2.29亿吨，同比增长0.68%，近五年复合增长率6.73%，占我国总进口量45.23%。2019年中国石化原油加工量2.49亿吨，进口原油加工量/原油加工量比例达到92.04%。

图9 2015-2019年中石化原油加工量(百万吨)



资料来源：中国石化2015年-2019年年报，海通证券研究所

图10 2015-2019年中石化进口原油加工量



资料来源：中国石化2015-2019年年报，海通证券研究所

2.2 公司原油码头业务利润丰厚，市场地位领先。

公司境内原油码头分布广，覆盖我国沿海重要经济带。公司7家国内原油码头分布于广东湛江、广东惠州、浙江宁波、天津、河北唐山、山东青岛、山东日照，在我国沿海重要地区均有分布。公司旗下码头为中国石化华北地区炼厂、华东镇海炼化、南京及沿江炼厂、中石化山东炼厂、湛江东兴石化、广州石化等炼化企业提供重要的原油供应保障，构建完善的原油码头服务体系。

表 2 公司境内码头和仓储情况

境内仓储码头名称	泊位数量	最大游轮容量 (万吨)	年设计吞吐量 (万吨)	仓储容量 (万立方米)
惠州华德石化	2	30	3000	134.0
湛江港码头	14	30	4500	82.3
青岛实华	13	30	8400	103.2
宁波实华	3	45	3500	
日照实华	3	30	5600	
天津实华	1	30	2000	
唐山曹妃甸实华	1	30	2000	

资料来源: 公司 2019 年报, 海通证券研究所

迈向国际化仓储业务, 仓库覆盖欧洲多地与中东富查伊拉。公司 2012 年收购欧洲 Vesta 仓储公司 50% 股权, 运营位于爱沙尼亚、比利时、荷兰的三处仓库。阿联酋富查伊拉是中东地区成品油集散中心, 2015 年富查伊拉的存储仓库投入运行, 此后持续保持高负荷运转。

表 3 公司境外仓储情况

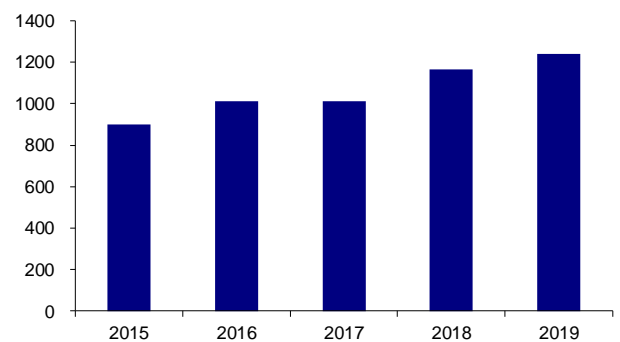
境外仓储		
区域	储罐数量 (座)	仓储容量 (万立方米)
中东 阿联酋 富查伊拉	34	115.5
欧洲 爱沙尼亚 Vesta 塔林	35	40.56
比利时 Vesta 安特卫普	65	82.7
欧洲 荷兰 Vesta 法拉盛	27	38.85

资料来源: 公司 2019 年报, 海通证券研究所

公司码头业务利润丰厚, 市场地位领先。2019 年, 公司原油码头收入 5.96 亿港元, 占公司总收入 41.1%; 实现利润 12.41 亿港元, 占比 77.8%。公司码头业务部分来自于冠德母公司, 部分来自于境内外合资公司。在统计营业收入时仅计入本体收入, 净利润则包括来自合资公司的收益。2015-2019 年, 原油码头板块利润复合增速达到 8.35%。2019 年受到公司下游最大客户广州石化炼油装置维修影响, 原油码头业务量下降。根据 2019 年 10 月 21 日的公告《持续关联交易、关联交易及须予披露交易之公告》, 公司积极推进成本管控和优化创效, 更新订立了为期三年的码头服务框架协议, 保持中石化、冠德、码头业务分公司的持股模式与业务形式, 为持续盈利奠定基础。

图 11 2015-2019 年原油码头业务收入与增速


资料来源: 公司 2015-2019 年年报, 海通证券研究所

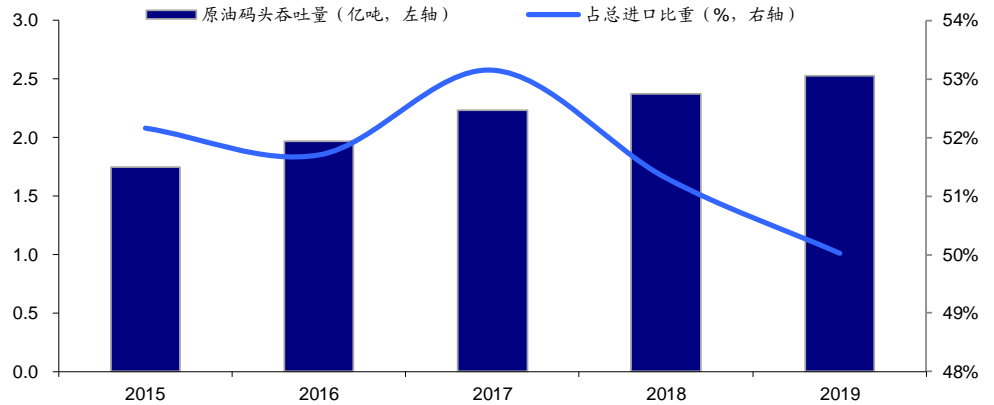
图 12 2015-2019 年原油码头业务利润 (百万港元)


资料来源: 公司 2015-2019 年年报, 海通证券研究所

2.3 原油码头业务盈利持续提升，国内需求拉动增长

原油码头业务位居国内市场龙头地位。公司下属联营公司和合资公司的原油码头业务为集团提升盈利发挥重要作用。2019年，湛江港码头、青岛实华、宁波实华、日照实华、天津实华和曹妃甸实华总计码头吞吐额约达到2.53亿吨，同比增长6.75%。公司旗下原油码头业务占我国当年原油进口量（5.06亿吨）的50%，连续多年占领国内原油码头龙头地位。

图13 公司原油码头吞吐量与总进口量占比



资料来源：Wind，公司 2015-2019 年报，海通证券研究所

中东仓储高负荷运转，海外业务多头并进。2019年下属富查伊拉公司成功完成多项ISO认证，拓展市场竞争力。全年储罐出租率保持100%满负荷水平，储罐吞吐量突破2000万立方米，实现收益2.22亿港元，独占当地油品仓储鳌头。欧洲Vesta周边油品仓储市场低迷，公司积极采取提质增效措施，有效减少损失。海外仓储发展与市场与国际政治关联密切，公司采取多样措施，平衡海外仓储发展。近期国际油价低迷，全球原油仓储剩余空间紧张，我们认为公司海外仓储业务有望增长。

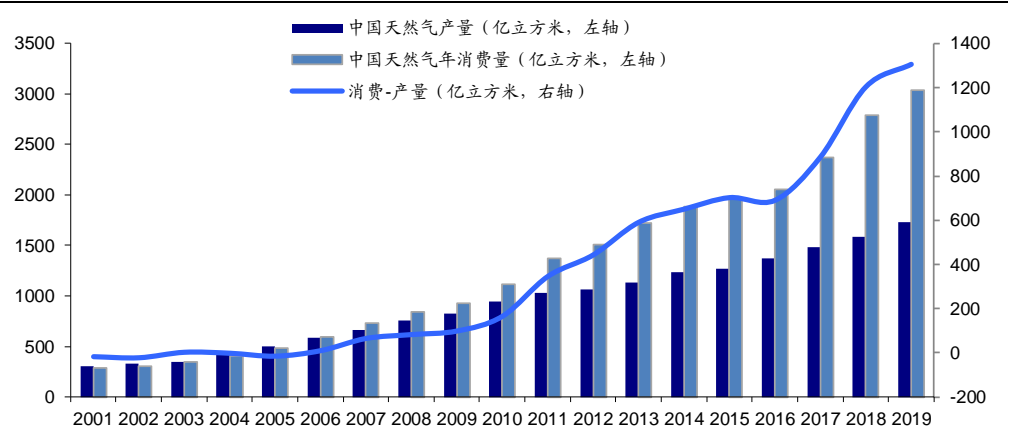
巴淡仓储项目仲裁胜诉。公司在印度尼西亚巴淡岛的投资项目在2019年获得胜诉裁决，公司大多数诉求获得国际仲裁院认同和支持。自2012年经贸冠德收购West Point以来，巴淡岛West Point工业园区拥有260万立方米油品储罐和码头设施项目，但是由于当地股东原因，该项目一直未有实质进展。裁决后巴淡项目行政开支大幅减少，我们认为有望重启运营。

3. 天然气国内消费稳定增长，榆济管道线存在剥离预期

3.1 天然气消费稳定增长，榆济线沿线需求旺盛

能源清洁化转型拉动国内天然气消费量增长。2019年我国天然气消费量3038亿立方米，同比增长8.81%。相较于2010年消费量1112亿立方米，十年间增长近3倍。根据《天然气发展“十三五”规划》，作为高效清洁能源，2020年我国天然气占一次能源消费比力争提高到10%，天然气综合供应能力达到3600亿立方米。

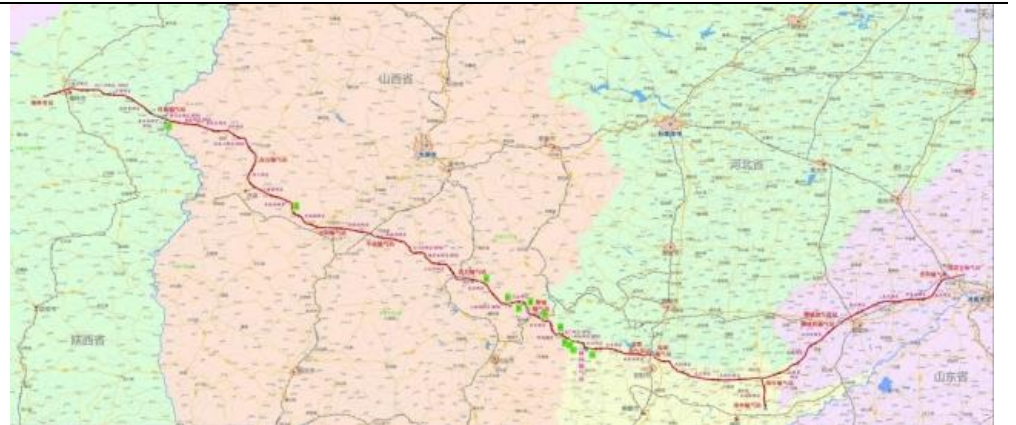
图14 我国天然气消费持续上涨，需求缺口拉大



资料来源: Wind, 国家发改委, 海通证券研究所

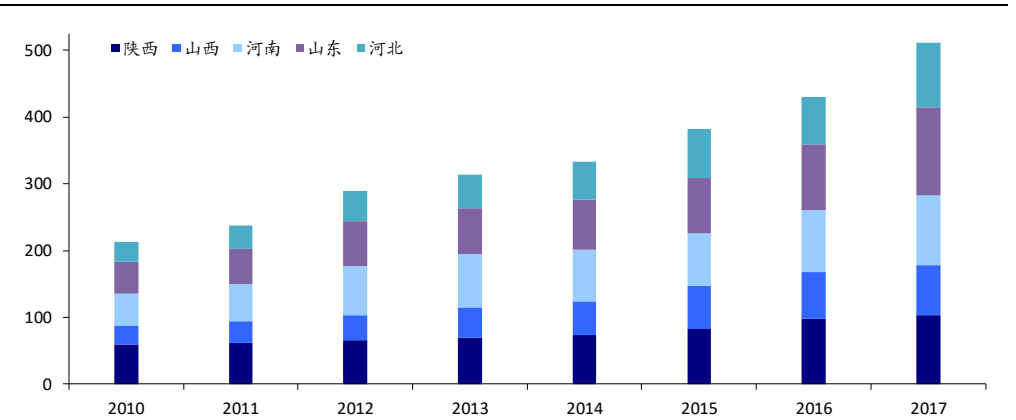
榆济线沿线天然气需求持续旺盛。榆济线管道覆盖陕西、山西、河南、河北、山东五省份，人口稠密，工业密集，天然气消费量持续上升。根据国家统计局数据，2017年五省总消费量达到510.63亿立方米，占全国消费量的21.5%。榆济管道足额保障沿线直供企业用气，助力区域经济发展，10年来，该管道沿线千余家企业、近2亿居民从中受益。工业燃料清洁化、居民用气煤改气的推广为榆济线提供长期的需求支撑。

图15 中石化榆林-济南管道线路图



资料来源: 中国石化榆济线官网, 海通证券研究所

图16 榆济线沿线省份天然气需求持续旺盛 (亿立方米)

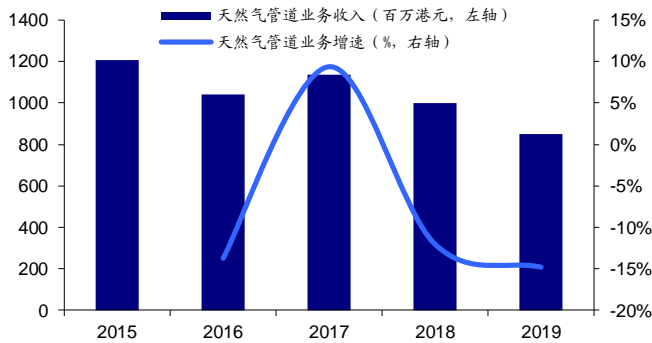


资料来源: Wind, 国家统计局, 海通证券研究所

3.2 榆济管道平稳运行，国家管网集团成立带来新机遇

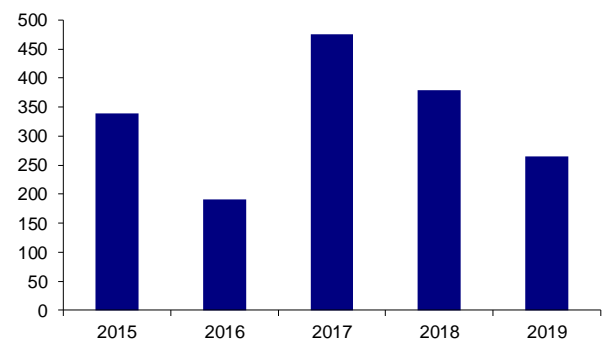
天然气管道业务收入稳定，占公司收入重头。2019年，公司天然气管输收入 8.52 亿港元，占比 58.9%；实现利润 2.66 亿港元，占比 16.6%。2015年-2019年，受到上游气源地产量波动的影响，天然气管输业务收入波动下降，但板块收入持续保持公司总收入的 58%以上，构成公司重要收入来源。

图17 2015-2019 年天然气管道业务收入与增速



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

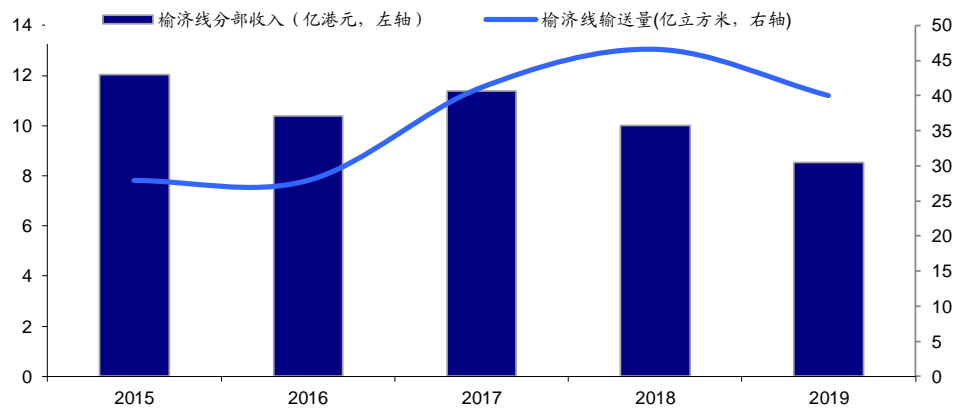
图18 2015-2019 年天然气管道业务利润 (百万港元)



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

榆济管道收入受上游供气影响，管道升级扩建正在进行。2019年我国境内鄂尔多斯-安平-沧州输气管道建成启用，与榆济管道实现互联互通，区域内天然气格局发生一定变化，另外受到榆济管线上游天然气田供应不足等原因，2019年天然气管输量下降至 39.99 亿立方米，折算每立方米天然气利润 0.067 港元。目前，管道扩能升级改造项目正在积极推进，预计 11 月全部改造完工后，每日输气能力将新增 1000 万立方米。公司预计今后将尽量满足 50 亿立方米的输送上限。

图19 公司管道运输业务收入及榆济线管输量



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

榆济公司总资产 45.45 亿港元，资产负债率 43%。2015 年公司以 30.76 亿港元 (25.77 亿人民币) 收购榆济管道公司 100% 股权，收购前榆济公司总资产 66.95 亿港元，负债总额 44.69 亿港元，收购时市净率 PB 为 1.38 倍。截止 2019 年底，天然气管输业务总资产 45.45 亿港元，占公司总资产 (156.96 亿港元) 的 28.96%，资产负债率 43.19%。以 1 港元换算 0.90 元人民币计算，榆济公司净资产 23.24 亿人民币。

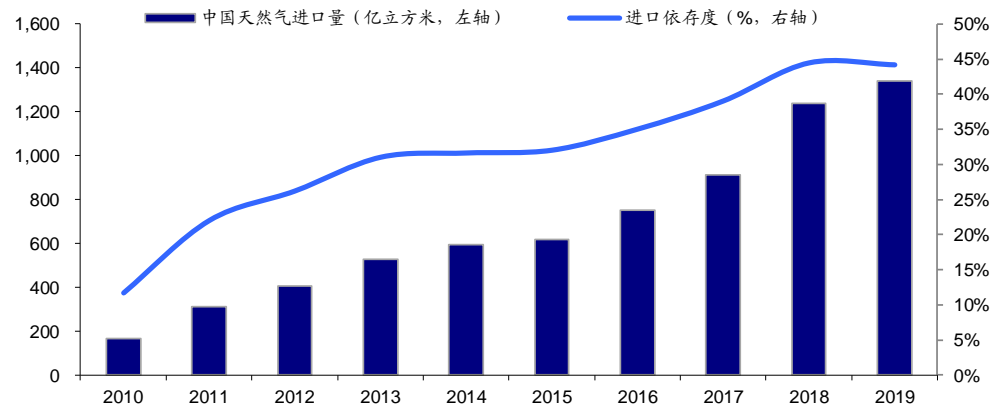
国家管网集团成立，为榆济线发展注入新机遇。2019 年 12 月 9 日，国家石油天然气管网公司成立，中国油气市场深化改革进入新阶段。根据 2019 年 12 月 10 日公司公告《可能出售事项》，公司正与相关方面协商榆济管道公司部分或全部资产或资产出售事宜。

4. 天然气进口量持续扩大, LNG 船舶业务量增长

4.1 天然气进口快速增长, 进口 LNG 占比走高

天然气进口量持续扩大, 对外依存度提升至 44%。根据海关总署数据, 2019 年我国进口天然气 1341 亿立方米, 同比增长 8.1%, 近 5 年复合增速 21.5%。随着国内消费量的攀升, 天然气对外依存度从 2015 年的 32.0% 提升到 2019 年的 44.1%。

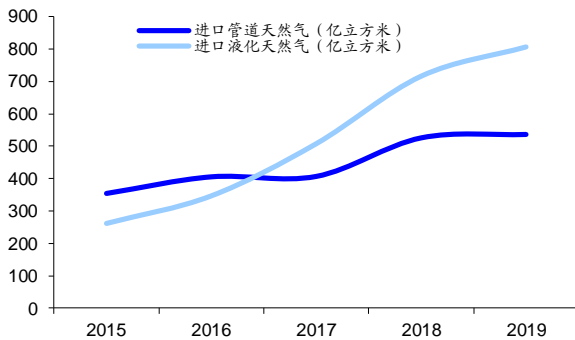
图20 我国天然气需求格局快速变化, 进口依赖增加



资料来源: Wind, 海关总署, 海通证券研究所

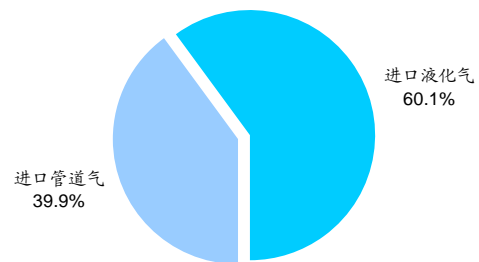
进口 LNG 占进口气比例达到 60% 以上。我国进口天然气近年以液化石油气 LNG 为主, 2019 年进口管道气 535 亿立方米, 占比 39.9%; 进口液化气 806 亿立方米, 占比 60.1%。由于国产天然气和进口管道难以在短时间内快速提升供给, 后续进口 LNG 将为我国天然气消费的供应提供支撑保障。船舶运输是保障 LNG 进口的物流关键。

图21 2015-2019 年我国管道天然气、液化天然气进口量



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 2019 年进口天然气中进口液化气占多数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

中石化积极拓展海外资源, 签订长期 LNG 输送协定。中国石化从 2011 年起先后与国际石油公司合作, 投资澳大利亚、美国阿拉斯加、加拿大液化天然气资源, 提高中国石化国内 LNG 的天然气供应能力。目前已公开采购的进口 LNG 长期协议年输送量达到 1240 万吨, 将在 20 年协议期内稳定供应。

表 4 中国石化海外 LNG 长期协定情况

LNG 产地	合作公司	协议内容
澳大利亚	太平洋液化天然气公司	760 万吨/年, 为期 20 年
加拿大	马来西亚国营石油公司	480 万吨/年, 为期 20 年
美国	阿拉斯加天然气开发公司	430 亿美元, 细节尚未公开

资料来源: 中国石化公司新闻, 人民网新闻, 人民日报海外版官网, 参考消息网, 香港头条财经网, 海通证券研究所

中石化下属 LNG 接收站扩容新建。中国石化目前已在青岛、北海和天津三地建成 LNG 接收站，核准接收能力共计 1500 万吨/年。为保障天然气供应，满足冬季采暖调峰需求，天津 LNG 接收站将进行二期扩容。中国石化与浙能集团温州 300 万吨接收站已开工建设，预计 2021 年投产。

表 5 中国石化 LNG 接收站情况

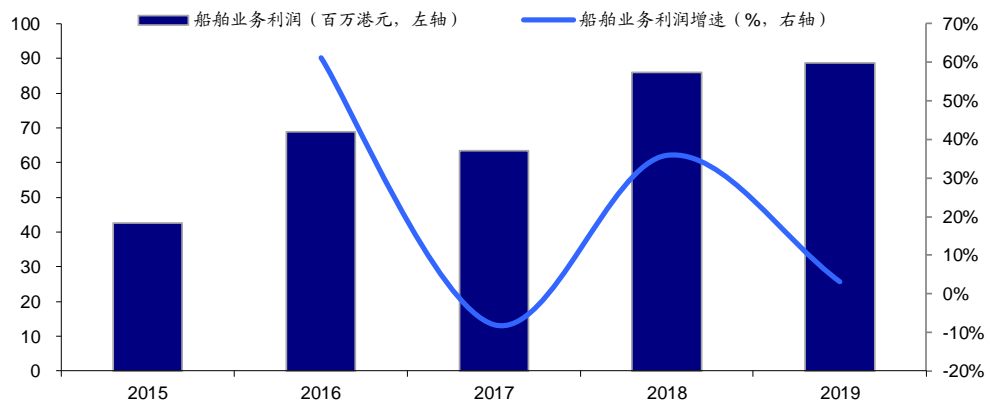
LNG 名称	地点	接收能力 (万吨/年)	建成投产时间
山东青岛 LNG 接收站	山东青岛	600	2014 年
广西北海 LNG 接收站	广西北海	300	2016 年
天津 LNG 接收站	天津	600	2018 年
天津 LNG 接收站扩建项目	天津	480	2020 年
浙能温州 LNG 接收站	浙江温州	300	2021 年

资料来源：中国石化、浙能集团公司新闻，河南安能检测官网援引广东油气商会，海通证券研究所

4.2.8 艘海外 LNG 船舶投入运营，保持长期稳定收入

服务液化天然气进口，冠德参股建设 LNG 船舶。为开拓国际液化天然气物流市场，公司 2012 年启动 LNG 大型运输船舶项目，投资 1.57 亿美元参与建设。其中，合资公司中国能源运输投资公司控制 6 艘位于澳大利亚太平洋的船舶，冠德占股比例 49%；联营公司中国东方天然气公司控制 2 艘位于巴布亚新几内亚的船舶，冠德占股比例 30%；上述公司净利润计入母公司冠德的投资收益。2019 年，公司船舶业务实现利润 8868 万港元，同比增长 3.1%，2015-2019 年船舶板块收益复合增长率 20.1%。

图 23 2015-2019 年船舶业务利润与增速



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

8 艘 LNG 船舶投入运营，成为长期收入来源。公司在澳大利亚太平洋和巴布亚新几内亚的 8 艘 LNG 船舶 2019 年全部投入商业运营。2019 年在巴布亚新几内亚的 2 艘船舶完成 17 航次，实现利润 415 万港元，同比减少 43.46%；在澳大利亚太平洋的 6 艘船舶完成 78 航次运行，实现利润 8453 万港元，同比增加 7.51%。运行初期，运输船舶设备故障多发，公司努力保障 LNG 船舶的安全平稳运行状态，以求稳定船舶租赁回报。我们认为，随着国内天然气需求不断上涨，中石化与澳大利亚的 20 年 LNG 长期协定为公司船舶业务提供稳定保障。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55 港元、0.55 港元和 0.57 港元，根据 2020 年 BPS 4.98 港元及 0.65-0.70 倍 PB，对应合理价值区间 3.24-3.49 港元，给予“优于大市”投资评级。

表 6 可比公司盈利预测

	EPS (港元)			PE (倍)			BPS (港元) PB (倍)	
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
北京控股	6.38	6.56	7.02	4.26	4.15	3.88	65.94	0.41
宏川智慧	0.43	0.40	0.50	29.98	31.95	25.65	5.52	2.34
昆仑能源	0.67	0.67	0.79	7.24	7.22	6.15	6.12	0.79
平均	2.49	2.54	2.77	13.83	14.44	11.89	25.86	1.18

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所 (收盘价为 2020.05.29 收盘价, 宏川智慧 EPS 及 BPS 单位为人民币)

分项业务盈利预测。公司主要净利润由两部分贡献, 一是在合并报表口径下的公司主体等, 二是收入不列入合并报表下公司下属联营、合资公司, 因此对公司进行盈利预测, 需要对公司投资收益进行预测。由于港股公司披露口径问题, 我们根据可获得的历史数据, 对公司分项业务进行收入预测, 对投资收益进行营业利润预测。由于 2020 年原油库存较高, 我们预计公司原油码头及仓储业务收入、毛利率、净利润会有比较明显的增长; 2020-2022 年天然气管道输送业务收入水平有望回升; 船舶租赁业务受制于 2020 年国内外公共卫生时间影响, 运输量下降带来投资收益下滑, 但 2021-2022 年有望恢复增长。

表 7 公司分业务收入及投资收益预测 (百万港元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1655.63	1447.38	1604.86	1685.10	1790.93
原油码头业务	655.70	595.58	684.91	719.16	776.69
天然气管道业务	999.93	851.80	919.95	965.94	1014.24
投资收益	976.88	1076.61	1156.61	1129.66	1185.23
原油码头业务	890.93	987.94	1070.59	1038.48	1090.40
船舶租赁业务	85.96	88.68	86.02	91.18	94.83

资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 风险提示

油气需求增长不及预期; 资产剥离进度不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万港元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (港元)					营业总收入	1447.38	1604.86	1685.10	1790.93
每股收益	0.52	0.55	0.55	0.57	营业成本	799.65	858.60	918.38	993.97
每股净资产	4.90	4.98	5.07	5.17	毛利率%	44.75%	46.50%	45.50%	44.50%
每股经营现金流	0.33	0.22	0.22	0.21					
每股股利	0.12	0.10	0.10	0.10	销售、一般及行政费用	10659.58	15.25	16.01	17.91
价值评估					销售、一般及行政费用%	736.48%	0.95%	0.95%	1.00%
P/E	5.61	5.28	5.31	5.08					
P/B	0.59	0.58	0.57	0.56	EBIT	432.33	500.28	507.95	511.46
P/S	4.56	4.12	3.92	3.69	财务费用	118.87	113.25	106.27	92.94
EV/EBITDA					财务费用率%	8.21%	7.06%	6.31%	5.19%
股息率 (%)	4%	3%	3%	3%	投资收益	1076.61	1156.61	1129.66	1185.23
盈利能力指标 (%)					利润总额	1493.75	1594.30	1584.36	1657.75
毛利率	44.75%	46.50%	45.50%	44.50%	EBITDA	209.35	229.58	228.15	238.72
净利润率	88.74%	85.04%	80.48%	79.23%	所得税	14.01%	14.40%	14.40%	14.40%
净资产收益率	10.74%	11.08%	10.82%	11.12%	有效所得税率%	14.01%	14.40%	14.40%	14.40%
资产回报率	8.08%	8.62%	8.49%	8.90%	少数股东损益	-0.71	-0.82	-0.81	-0.85
投资回报率					归属母公司所有者净利润	1285.11	1365.54	1357.02	1419.88
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万港元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-12.58%	10.88%	5.00%	6.28%	货币资金	130.47	603.98	800.06	899.94
EBIT 增长率	-19.59%	15.72%	1.53%	0.69%	应收款项	1137.39	1261.14	1324.19	1407.36
净利润增长率	1.82%	6.25%	-0.62%	4.63%	存货	72.25	77.57	82.97	89.80
偿债能力指标					其它流动资产	93.01	99.87	106.82	115.61
资产负债率	22.18%	22.27%	20.68%	19.26%	流动资产合计	1433.12	2042.55	2314.05	2512.71
流动比率	0.43	0.60	0.74	0.87	长期股权投资	6661.16	6711.16	6761.16	6811.16
速动比率	0.38	0.55	0.68	0.80	固定资产	5762.63	5425.75	5105.71	4899.17
现金比率	0.04	0.18	0.26	0.31	在建工程				
经营效率指标 (%)					无形资产	647.35	610.10	574.72	541.11
应收帐款周转天数	271	269	276	275	非流动资产合计	14263.64	13939.52	13634.10	13443.95
存货周转天数	20	31	31	31	资产总计	15696.76	15982.07	15948.15	15956.67
总资产周转率	9.10%	10.13%	10.55%	11.23%	短期借款	2518.49	2514.85	2208.16	1922.47
固定资产周转率	24.17%	28.69%	32.00%	35.80%	应付账款及票据	134.94	144.89	154.98	167.73
					预收账款				
现金流量表 (百万港元)	2019	2020E	2021E	2022E	其它流动负债	634.54	703.58	738.76	785.15
净利润	1284.40	1364.72	1356.21	1419.03	流动负债合计	3305.06	3382.27	3121.79	2896.51
少数股东损益	-0.71	-0.82	-0.81	-0.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	415.44	319.12	300.42	285.15	其它长期负债	176.83	176.83	176.83	176.83
营运资金变动	99.96	-55.09	-29.20	-38.38	非流动负债合计	176.83	176.83	176.83	176.83
其他非现金调整	-987.82	-1088.36	-1068.39	-1137.29	负债总计	3481.90	3559.10	3298.63	3073.34
经营活动现金流	812.68	540.39	559.04	528.51	实收资本	248.62	248.62	248.62	248.62
资产	-68.50	55.00	55.00	-45.00	普通股股东权益	12179.11	12388.04	12615.40	12850.06
投资	103.99	-50.00	-50.00	-50.00	少数股东权益	35.75	34.93	34.12	33.27
其他	415.35	45.00	45.00	45.00	负债和所有者权益合计	15696.76	15982.07	15948.15	15956.67
投资活动现金流	450.83	50.00	50.00	-50.00					
债券融资	-805.63	0.00	0.00	0.00					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	-565.82	-230.14	-519.23	-471.57					
融资活动现金流	-1371.45	-116.89	-412.96	-378.63					
现金净流量	-95.74	473.50	196.08	99.88					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 04 日

资料来源：公司年报 (2019)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,东华能源,浙江龙盛,通源石油,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,卫星石化,中国石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,新潮能源,中油工程,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,荣盛石化,齐翔腾达,中海油服

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l f z11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l y j12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com