

大众公用 (600635)

燃气 II / 公用事业

发布时间: 2022-12-27

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 增持

四大板块多元发展, 城燃事业乘势增长

报告摘要:

公用事业金融创投双轮驱动, 市政环保城市交通增色业务。2022Q3, 公司营业收入 12.16 亿元, 同比+16.50%。2022H1, 公司营收 31.33 亿元, 同比+2.36%, 其中燃气销售/污水处理收入分别为 27.82/1.16 亿元, 分别占比 87.70%/3.66%, 分别同比+3.65%/-28.19%, 城燃销售是公司营收贡献最大的板块。

天然气市场积极增长, 行业政策赋能光明未来。2021 年, 全国天然气消费量 3690 亿立方米, 增量 410 亿立方米, 同比增长 12.5%。2021 年中国天然气占一次能源消费总量的比例升至 8.9%, 较上年提升 0.5 个百分点, 其中城市燃气同比增长 10.5%, 占比 32%。公司城市燃气业务主要覆盖的江苏与上海地区在 2021 年天然气消费量分别为 313.7 亿立方米与 119 亿立方米, 在全国范围内均排名前列, 其中上海在“十四五”规划中强调降低煤炭用量 5%以上, 为未来进一步增长奠定政策基础。

政策加速城燃管道更新改造, 燃气供销差有望进一步减小。国务院、国家发改委 2022 年分别印发了《城市燃气管道等老化更新改造实施方案(2022—2025 年)》与《城市燃气管道等老化更新改造和保障性安居工程中央预算内投资专项管理暂行办法》, 在计量表具加强更新与燃气管网维护巡查方面提出明确政策知道与补贴支持, 有利于优化燃气输送流程, 减少燃气供销差, 进一步提升利润空间。

金融事业逐步铺陈扩张, 创投板块追求谨慎回报。公司围绕“消费金融+平台金融”两大重点平台拓展业务, 大众商务成功获得“收单外包服务机构”资质, 并积极寻找合作业务场景。公司严格控制非主业项目的投资规模, 加大了参股的创投平台对外投资项目及直投项目的退出力度。

盈利预测: 维持“增持”评级, 受疫情影响, 对投资等盈利结构下调。我们预测 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 52.62/56.94/62.56 亿元, 归母净利润分别为 2.76/3.05/3.87 亿元, PE 分别为 31.64x/28.64x/22.56x。

风险提示: 国际形势变化大幅超过预期; 国内疫情对经济影响超过预期; 天然气气价波动超过预期; 环保政策变化超过预期; 金融创投业务业绩表现不及预期; 利润依赖投资收益风险; 盈利预测与估值模型不及预期

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,911	5,537	5,262	5,694	6,256
(+/-)%	-12.28%	12.76%	-4.97%	8.21%	9.87%
归属母公司净利润	515	303	276	305	387
(+/-)%	-2.14%	-41.12%	-8.94%	10.46%	26.98%
每股收益 (元)	0.17	0.10	0.09	0.10	0.13
市盈率	23.72	37.90	31.64	28.64	22.56
市净率	1.41	1.28	0.99	0.97	0.95
净资产收益率 (%)	6.23%	3.52%	3.12%	3.40%	4.22%
股息收益率 (%)	1.86%	1.69%	1.69%	2.03%	2.03%
总股本 (百万股)	2,952	2,952	2,952	2,952	2,952

股票数据 2022/12/26

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	2.96
12 个月股价区间 (元)	2.87~3.91
总市值 (百万元)	8,739.21
总股本 (百万股)	2,952
A 股 (百万股)	2,419
B 股/H 股 (百万股)	0/534
日均成交量 (百万股)	8

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	-2%	-20%
相对收益	-5%	-2%	2%

相关报告

《核电行业深度: “双碳”目标驱动, 核能未来可期》

--20220811

《天然气行业深度: 国际天然气高位震荡, 国内市场长期向好》

--20220605

《大众公用 (600635) 点评: 公用事业平稳发展, 金融创投多领域布局》

--20220415

证券分析师: 廖浩祥

执业证书编号: S0550522070001

18390955638 liaohx@nesc.cn

目 录

1.	公司概况：公用事业稳健支撑，多产业协同发展.....	4
1.1.	成立 30 余载，公用事业金融创投齐头并进	4
1.2.	北上资金注入，四大产业分支多样	4
1.3.	燃气业务支撑公司增长，利润率有待巩固加强	5
2.	城市燃气板块：乘势增长，天然气市场发展前景乐观.....	7
2.1.	城市燃气板块概况	7
2.2.	国内天然气消费快速增长，能源结构占比稳步提升	10
2.3.	政策驱动行业发展，保供+双碳共同赋能未来	11
2.4.	政策加持修复管网降低购销差，进一步开拓利润空间	13
3.	公用事业多板块协同发展，金融创投赋能企业深度增长.....	14
3.1.	城市交通板块：深耕出租+租车业务，探索智慧城市交通	14
3.2.	环境市政板块：污水处理政企共赢，项目扩建步步为营	14
3.3.	金融创投板块：自营金融深化产融结合，创投业务布局优质赛道	16
4.	盈利预测、估值与投资建议	19
5.	风险提示.....	20

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司组织结构	5
图 3: 2017-2022Q3 公司营业总收入及同比增速	6
图 4: 2017-2022Q3 公司归母净利润及同比增速	6
图 5: 2017-2022H1 公司按产品收入构成	6
图 6: 2022H1 公司毛利结构	6
图 7: 2017-2022Q3 毛利率及净利率变化	7
图 8: 2017-2022Q3 预付款项变化	7
图 9: 大众公用燃气布局分布图	7
图 10: 近三年城市燃气板块营业收入构成情况 (万元)	8
图 11: 近三年上海大众燃气与南通大众燃气天然气供销数量及价格 (亿立方米、元/立方米)	8
图 12: 2018-2021 分地区管网长度变化	9
图 13: 2020-2021 分地区销量及用户数量变化	9
图 14: 燃气市政公用设施建设固定资产投资 (万元)	10
图 15: 2016-2020 燃气普及率 (%)	10
图 16: 2017-2021 中国天然气消费量及增长率	11
图 17: 2012-2021 上海市及南通市常住人口及增长率	11
图 18: 2017-2022 年天然气期货价格	12
图 19: 老式燃气表	13
图 20: 新式智能燃气表	13
图 21: 2017-2022Q3 大众交通营业总收入及增速	14
图 22: 2017-2022Q3 大众交通净利润 (亿元)	14
图 23: 一年内到期的长期应收款明细	15
图 24: 上海大众嘉定污水处理项目	15
图 25: 江苏大众水务集团有限公司	15
图 26: 近三年公司在投资平台类投资收益 (万元)	17
表 1: 上海地区燃气业务收费标准	9
表 2: 南通地区燃气业务收费标准	10
表 3: 公司 2021 年末污水处理厂情况表	16
表 4: 大众公用对外投资比例达 100% 公司名单	17
表 5: 主营分项业务预测 (百万元, %)	19

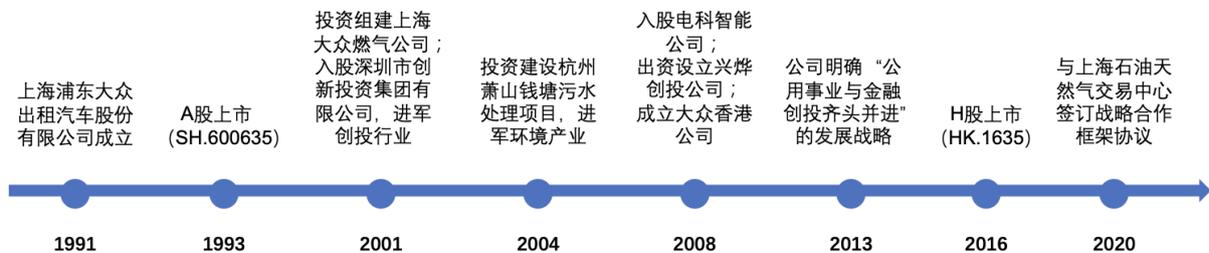
1. 公司概况：公用事业稳健支撑，多产业协同发展

1.1. 成立 30 余载，公用事业金融创投齐头并进

上海大众公用事业（集团）股份有限公司成立于 1991 年 12 月 24 日，原名上海浦东大众出租汽车股份有限公司，是全国出租汽车行业中第一家股份制公司。公司于 1993 年 3 月 4 日在上海证券交易所正式挂牌上市（股票代码：600635），是浦东新区成立后的第一家上市公司。2016 年 12 月 5 日，集团境外上市外资股（H 股）在香港联交所主板挂牌并开始上市交易（股票代码：1635）。

公司以“公用事业、金融创投”业务双轮驱动，构成了公司主要利润来源。公司参与的主要公用事业业务包括城市燃气、污水处理、城市交通、物流运输等；金融创投业务包括自营金融、创投业务等。

图 1：公司发展历程



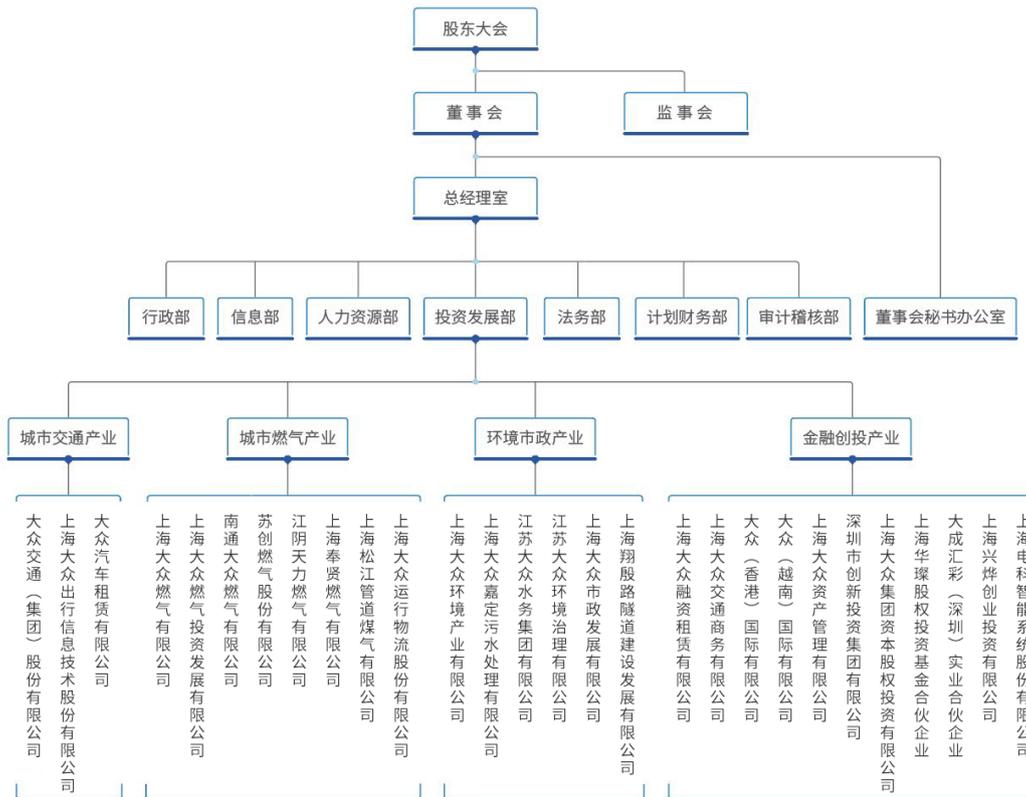
数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 北上资金注入，四大产业分支多样

公司的前 3 大控股股东为香港中央结算(代理人)有限公司、上海大众企业管理有限公司与上海燃气（集团）有限公司，截至 2022 第三季度数据，前 3 大股东分别持股 533547000 股、495143859 股、153832735 股，分别占总股本比例 18.07%、16.77%、5.21%，合计占比 40.05%。

通过投资发展部，公司控股管理了下属 4 大产业的分支公司——城市交通、城市燃气、环境市政、金融创投。其中，燃气产业是公司大力发展的核心产业，控股企业有近上海燃气销售市场近 40% 份额的上海大众燃气有限公司、南通市区唯一管道燃气供应商的南通大众燃气有限公司等；环境市政产业是大众公用发展较为迅速的产业板块，下属运营公司有上海大众嘉定污水处理有限公司、江苏大众水务集团有限公司等；金融创投产业是公司抓住时代机遇借助资本力量的关键产业，在该产业方面，公司拥有上海大众融资租赁有限公司、全资控股“大众资本”等多个公司、创投平台及投资基金，累计投资培育出超 200 家上市企业。

图 2：公司组织结构



数据来源：公司官网，东北证券

1.3. 燃气业务支撑公司增长，利润率有待巩固加强

营收水平保持稳定，归母净利润承压。受宏观经济形势、国内疫情形势、产业上下游波动等因素影响，公司营收在 2020 年出现较为明显的下调，2020 年营业总收入为 47.83 亿元，同比-12.39%。2021 年，公司通过在公用事业业务中降本增效稳步发展，自营金融产业内防风险增效益，加强已投创投类项目的投后管理、建立有效的退出机制，强化公司内控风控等多种手段改善公司经营困境，营业总收入达到 54.18 亿元，同比+13.26%。归母净利润在疫情后持续承压，连续两年下滑。2022Q3，公司营业收入 12.16 亿元，同比+16.50%，业绩表现进一步加强；实现归母净利润人民币 2.54 百万元，同比-46.46%。2022 前三季度营收共计 43.49 亿元，同比+5.96%。

图 3: 2017-2022Q3 公司营业总收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

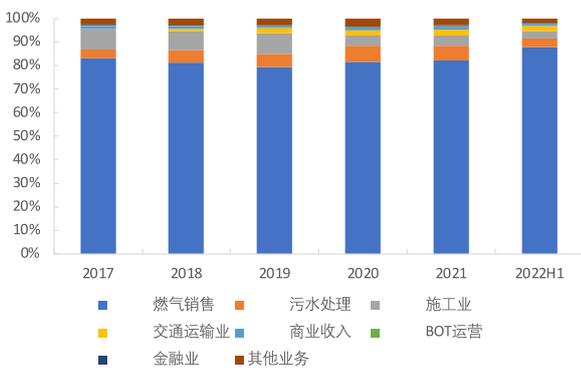
图 4: 2017-2022Q3 公司归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

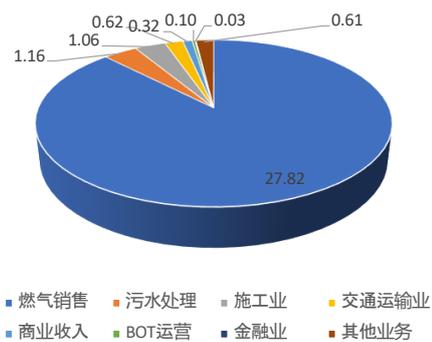
坚定燃气销售主业, 坚定发展双轮驱动。公司的燃气销售收入占比始终处于高位水平, 2022H1, 公司燃气销售/污水处理/施工业/交通运输业/商业收入/BOT 运营/金融业收入分别为 27.82/1.16/1.06/0.62/0.32/0.10/0.03 亿元, 分别占比 87.70%/3.66%/3.34%/1.95%/1.01%/0.32%/0.09%。公司在燃气业务中主要以子公司上海大众燃气有限公司与南通大众燃气有限公司为主力营收产出点, 具有较高的市场份额与竞争力。在坚持燃气销售作为主业的同时, 公司坚持以“公用事业、金融创投”业务双轮驱动, 通过直投参股专项基金、私募基金等多种渠道进行多领域投资; 此外, 公司将“大众”品牌优势扩张到出租、租赁、物流、搬场、出行等领域, 覆盖多项民生与城市运营事业, 形成行业区域垄断性优势。

图 5: 2017-2022H1 公司按产品收入构成



数据来源: wind, 东北证券

图 6: 2022H1 公司毛利结构



数据来源: wind, 东北证券

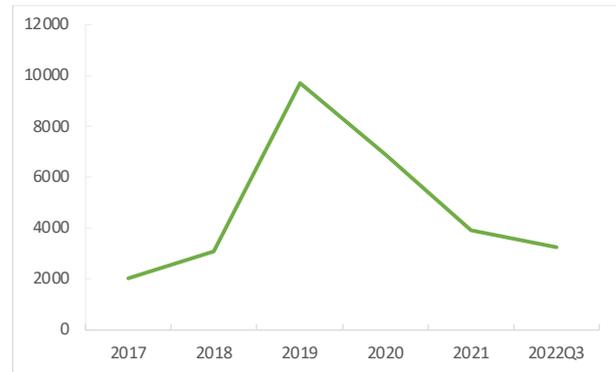
毛利率稳步增长, 净利润疫情后遇挑战。公司的毛利率和净利率从 2018 年开始增长, 其中, 毛利率保持较为稳定的增长趋势, 净利润在 2020 年后呈阶段性下滑。2022H1, 公司毛利率/净利率分别为 16.24%/-1.99%, 分别同比+1.74/-9.23pct。公司的预付款项在 2020 年有较大水平下降后, 于今年 H2 从有所回升, 增长至 4496.55 万元。

图 7: 2017-2022Q3 毛利率及净利率变化



数据来源: wind, 东北证券

图 8: 2017-2022Q3 预付款项变化



数据来源: wind, 东北证券

2. 城市燃气板块: 乘势增长, 天然气市场发展前景乐观

2.1. 城市燃气板块概况

公司主要从事天然气下游需求端的城市居民及商业燃气业务, 主要业务范围包括燃气销售和管道施工, 经营模式为向上游供应商购买气源后, 通过自有管网体系, 销售给终端客户并提供相关输配服务。

通过多年持续构建, 公司在上海及长三角地区具有较强影响力。公司 2001 年参与上海市燃气改革, 2006 年与南通技术总公司成立南通大众。目前, 上海大众燃气与南通大众燃气分别为上海市浦西南部、南通市区唯一管道燃气供应商。

图 9: 大众公用燃气布局分布图



数据来源: 公司公告, 东北证券

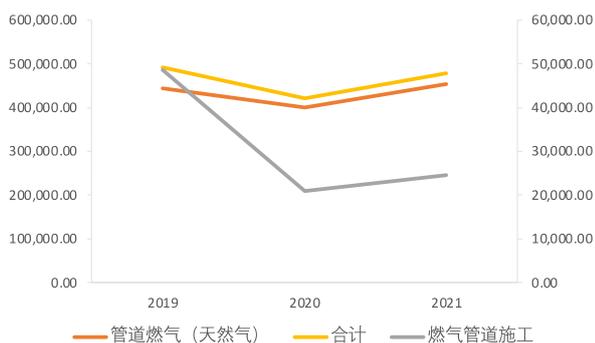
上海大众燃气是一家集燃气输配、销售和服务于一体的大型城市燃气运营企业, 拥有员工 1400 余人, 天然气管网长度 6,867 公里, 以及三座公称储气总量达 190 万立

方米的大型燃气储配站，日供气能力 720 万立方米，服务燃气用户超过 187 万户。此外公司还投资上海郊区松江、奉贤两家燃气公司，通过管理输出实现联动发展，提升企业效益。

南通大众燃气是集城市燃气输配、销售、设计、施工、监理、客户服务于一体的专业性城市公用企业。公司前身是始建于 1971 年的南通钢铁厂，从 1985 年开始利用焦炉余气发展城市煤气。目前，公司拥有天然气管网长度 2700 多公里，建成天然气门站 1 座、高中调压站 4 座、CNG 加气站 1 座，LNG 应急储配站 2 座，日供气能力 200 万立方米，拥有 50 万户燃气用户。

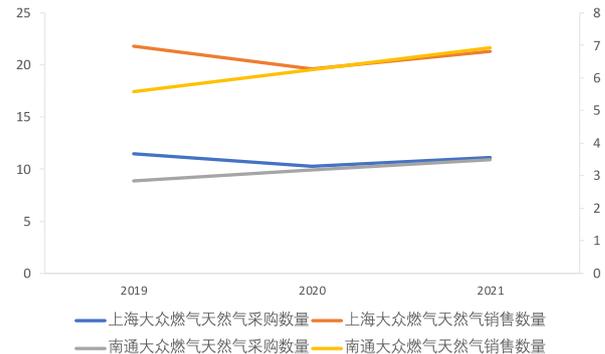
子公司苏创燃气股份有限公司是中国江苏省太仓市的主要管道天然气供应运营商，公司 2016 年起成为苏创燃气公司第二大股东，目前持股比例为 19.3%。苏创燃气与政府签订为期 30 年、至 2043 年 8 月 31 日止的特许经营协议。集团运营地区占太仓市总面积超过 70%，截至 2016 年 6 月 30 日，按长度计算，集团的天然气管道网络已覆盖太仓市天然气管道网络 90% 以上。苏创燃气客户主要包括批发客户（即地方燃气配送商）及来自零售分部的工商业用户和居民用户，苏创燃气与他们大体上已建立平均约四年的业务往来关系。

图 10: 近三年城市燃气板块营业收入构成情况 (万元)



数据来源：公司公告，东北证券

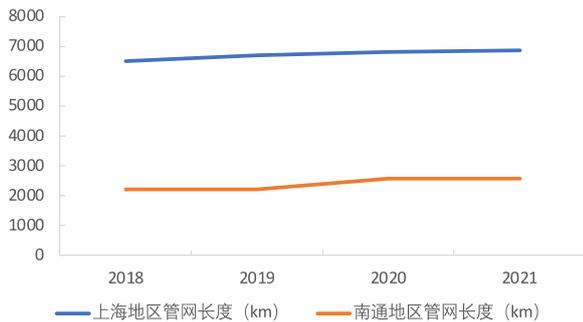
图 11: 近三年上海大众燃气与南通大众燃气天然气供销数量及价格 (亿立方米、元/立方米)



数据来源：公司公告，东北证券

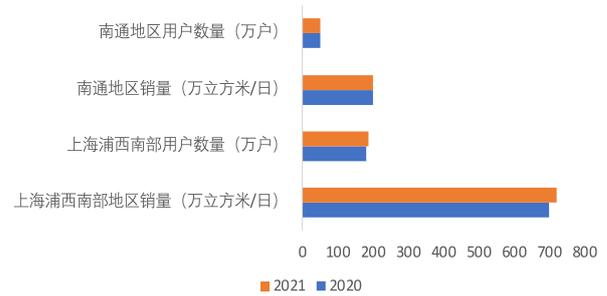
城市燃气业务作为公司主营业务中的主力，上半年贡献了 89.42% 的营业收入，达 27.82 亿元，同比+3.65%，毛利率达 14.10%，同比+0.27pct；同时，上海作为公司的主要业务区域，上半年地区营收达 23.04 亿元，同比-0.34%，占总营收 74.07%。

图 12: 2018-2021 分地区管网长度变化



数据来源: wind, 东北证券

图 13: 2020-2021 分地区销量及用户数量变化



数据来源: wind, 东北证券

城市燃气作为基建民生相关的重要板块, 具有较为稳定的定价, 板块收入较为稳健。分地区来看, 上海市场传导机制较为平缓, 公司的在该地区主要气源来自申能集团, 采购价格相对稳定, 抗市场价格波动能力较强。根据上海地区燃气收费标准, 居民用户燃气收费共分 3 档, 第一档收费标准为年用气量在 0~310(含)立方米, 价格为 3 元/立方米; 第二档收费标准为年用气量在 310~520(含)立方米, 价格为 3.3 元/立方米; 第三档收费标准为年用气量在 520 立方米以上, 价格为 4.2 元/立方米; 非居民用户价格为 3.05 元/立方米。

表 1: 上海地区燃气业务收费标准

业务名称	年用量 (立方米)	收费标准 (元)	收费依据
一户一表管道天然气	0-310 (含)	3.00	市价格主管部门
	310-520 (含)	3.30	
	520 以上	4.20	
非居民用户 (学校、福利机构、养老院等)		3.05	
城市燃气公司供应的工业用户	500 万以上	3.22	沪发改价管 (2021) 12 号
	120-500 万	3.70	
	120 万以下	3.87	
城市燃气公司供应的营事团用户	500 万以上	3.22	
	120-500 万	3.70	
	120 万以下	3.87	

数据来源: 公开数据整理, 东北证券

南通地区的市场传导机制较为灵敏, 采购方式是由中石油中石化的协议采购与 LNG 采购相结合的方式, 80%左右通过与中石油、中石化签订供气协议的方式提供。其余 20%通过采购 LNG 的方式补足空缺, 以保供和安全为提供服务的首要前提和应有之义。2011 年, 中石油西气东输管道公司在无锡召开了江苏 LNG 用户价格调整协调会, 南通作为纯 LNG 用户, 门站结算价格定为 2.297 元/M³ (其中气源价 2.199 元, 管输费 0.098 元)。受 LNG 价格波动的影响较为明显。

苏创燃气与中石油订立由 2011 年起长达 12 年的主供应协议, 使苏创燃气能够获得可靠、稳定及充足的天然气供应。苏创燃气亦于 2015 年 11 月投产运营与中石化川气东输管道相接的城市门站, 进一步保障了集团主要业务营运地区具有充足的供气

资源。2013年8月，苏创燃气与中石化的附属公司江苏省天然气有限公司订立谅解备忘录，据此中石化同意在未来向集团供应管道天然气。

表 2: 南通地区燃气业务收费标准

业务名称	年用量 (立方米)	收费标准 (元)	收费依据
居民用户	0-300	2.68	通价行【2015】181号文件另规定,家庭户籍4人以上的,每户增加1人,每年各档阶梯气量基数分别增加75立方米
	300-600	3.10	
	600以上	4.02	
学校、幼儿园、养老福利、社区公共设施	-	2.68	通发改价格【2019】311号
燃煤锅炉改造用天然气	-	2.974	通价产【2017】196号
非居用户	-	3.234	

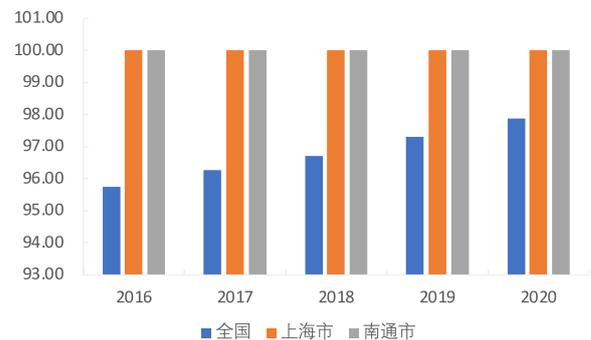
数据来源: 公开数据整理, 东北证券

图 14: 燃气市政公用设施建设固定资产投资(万元)



数据来源: 住建部, 东北证券

图 15: 2016-2020 燃气普及率 (%)



数据来源: 住建部, 东北证券

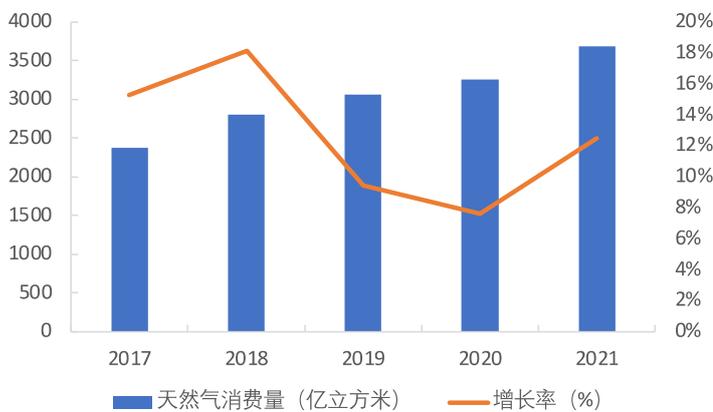
2022年以来,较高的国际气价与LNG现货价格使得以购买气源进行销售的经营模式面临成本大幅上升的挑战,公司2022年上半年在燃气销售板块的营业成本同比+3.33%。对于城燃企业,从单一经营燃气业务向综合能源服务转变、将发展新优质客户与完善全产业链齐头并进,是公司未来的发展新路径,在双碳经济的大背景下,结合长三角区域优势整合资源、提质增量、降本增效,构建可持续的发展经营模式将成为公司城燃板块的预期。

2.2. 国内天然气消费快速增长,能源结构占比稳步提升

2021年,全国天然气消费量3690亿立方米,增量410亿立方米,同比增长12.5%。2021年中国天然气占一次能源消费总量的比例升至8.9%,较上年提升0.5个百分点。从消费结构看,工业用气同比增长14.4%,占天然气消费总量的40%;城市燃气同比增长10.5%,占比32%;发电用气同比增长13.4%,占比18%;化工化肥用气同比增长5.8%,占比10%。持续增长的天然气消费量提供了坚实的市场基础,公

司主营的城市燃气业务作为天然气消费中高占比部分，具有相当的营收增长前景。

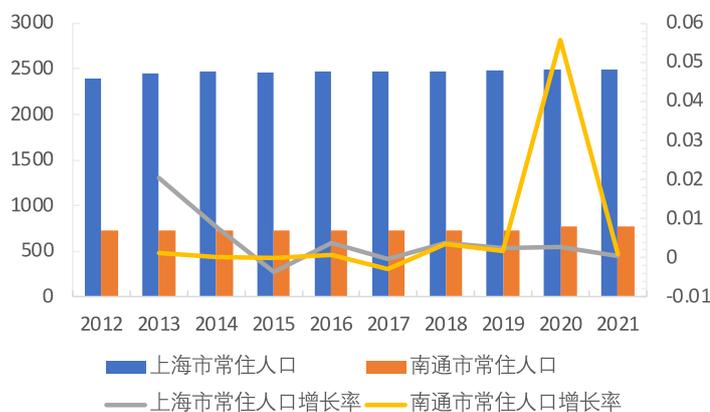
图 16: 2017-2021 中国天然气消费量及增长率



数据来源：国家发改委，东北证券

在天然气分省消费中，广东、江苏、四川、山东和河北消费量位居前五，其中，广东和江苏消费量均超 300 亿立方米，增速分别为 25.5% 和 2.2%。公司城市燃气业务主要覆盖的江苏与上海地区在 2021 年天然气消费量分别为 313.7 亿立方米与 119 亿立方米，在全国范围内均排名前列。同时，由于城市燃气的高覆盖率，其消费和人口水平及家庭数量高度相关，在公司城市燃气的主要市场上海市与南通市，近几年都具有较为稳定的人口增长，为公司未来城市燃气营收提供了基础保障。

图 17: 2012-2021 上海市及南通市常住人口及增长率



数据来源：住建部，东北证券

2.3. 政策驱动行业发展，保供+双碳共同赋能未来

天然气是存在于地下岩石储集层中以烃为主体的混合气体的统称，比重约 0.65，比空气轻，具有无色、无味、无毒之特性。天然气主要成分烷烃，其中甲烷占绝大多数，另有少量的乙烷、丙烷和丁烷，此外一般有硫化氢、二氧化碳、氮和水汽和少量一氧化碳及微量的稀有气体，如氦和氩等。

天然气每立方燃烧热值为 8000 大卡至 8500 大卡。每公斤液化气燃烧热值为 11000 大卡。气态液化气的比重为 0.55。每立方液化气燃烧热值为 25200 大卡。每瓶液化气重 14.5 公斤，总计燃烧热值 159500 大卡，相当于 20 立方天然气的燃烧热值。平

均低位发热量,天然气为 38.97 兆焦/千克,石油为 41.87 兆焦/千克,原煤为 20.93 兆焦/千克。

天然气的碳排放系数仅为 1.6tCO₂/tce,远低于石油和煤炭。在双碳大背景下,天然气作为一种优质、高效、清洁的低碳能源,具备天然的替代优势,成为受政策支持大力发展的能源品种。近年来,在双碳政策的大背景下,国家政府及有关部门陆续出台了一系列促进天然气行业高质量高效率发展转型的政策。2021 年 2 月,《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》指出,应推动能源体系绿色低碳转型,加快天然气基础设施建设和互联互通;2021 年 10 月,《2030 年前碳达峰行动方案》中提出,有序引导天然气消费,优化利用结构,优先保障民生用气;2022 年 1 月,《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》出台,强调推行大容量电气化公共交通和电动、氢能、先进生物液体燃料、天然气等清洁能源交通工具,完善充换电、加氢、加气(LNG)站点布局及服务设施。

根据国家能源局发布的《中国天然气发展报告(2022)》,2021 年,世界天然气消费量 4.0 万亿立方米,同比增速由上年的-1.6%回升至 5.3%,较 2019 年增长 3.4%,亚太地区全年消费量 9183 亿立方米,同比增长 6.2%,贡献全球天然气消费增长的 26.8%。2022 年以来,全球能源格局调整加快,市场受乌克兰危机等地缘政治因素而波动明显剧烈。欧洲天然气进口模式从长期依赖俄罗斯管道气进口转向依赖 LNG 进口,推动国际天然气价格上涨,并将带动 LNG 生产、设备和储运的发展,推动我国和俄罗斯的管道管网发展。

图 18: 2017-2022 年天然气期货价格



数据来源: 英为财经, 东北证券

中俄东线天然气管道(又称西伯利亚力量),是一条由俄罗斯西伯利亚东部地区运送天然气至中国的管道。该管道全长 3000 公里,耗资 550 亿美元,年供气量 380 亿立方米。是俄罗斯自苏联解体后最大的基建项目,满足了中国巨大的能源需求。2020 年 5 月俄罗斯正式启动“西伯利亚力量 2 号”天然气管道工作,2022 年 7 月,蒙古国总理奥云额尔登表示,俄罗斯将在两年内开始建设途经蒙古国、通往中国的“西伯利亚力量-2”管道,并称该项目已经完成可行性研究。俄方称,它或将取代目前已被暂停的“北溪-2”管线。这一合作将大幅提升中国天然气的供给保障。

通过呼应相关政策与积极响应政府号召,公司在城市燃气销售方面的市场优势得以进一步巩固:一方面,随着永清—上海管道、西气东输三线中段、西气东输四线、川气东送二线等天然气相关基础设施的建设落实,上游天然气供给将进一步得到保障;另一方面,根据《上海市资源节约和循环经济发展“十四五”规划》,“十四五”时期,煤炭消费量将作为主要能源改善指标,目标下降 5%左右,这为以上海为主要地理市场之一的公司天然气业务带来了巨大的发展机遇。

2.4. 政策加持修复管网降低购销差，进一步开拓利润空间

燃气购销差是指燃气的购、销过程中，由于计量、泄漏、管理等各种因素产生的购量和销量的差额。燃气购销差在管道燃气运营较为常见，其原因包括管道压力调整或天气所致的燃气损失、燃气管道的小额泄漏、实际用量与用户报用量之间的差额以及终端用户偷用燃气等因素。

降低燃气购销差的可适用方法较为多样，目前从市场主流措施与反馈判断，影响燃气供销差的原因主要包括计量表具误差、上游计量误差、燃气管网漏气误差、用户偷盗燃气误差、抄表周期误差、燃气企业的自用气误差等；相应的降低供销差措施有减少计量表具误差、加强上游计量监督、加强燃气管网的巡查和维护、查处偷盗燃气行为、加强气费回收管理、对自用气进行计量等。

图 19: 老式燃气表



数据来源：公司官网，东北证券

图 20: 新式智能燃气表



数据来源：公司官网，东北证券

在计量表具加强更新与燃气管网维护巡查方面，国务院、国家发改委于 2022 年给予明确指导与支持，分别印发了《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）》与《城市燃气管道等老化更新改造和保障性安居工程中央预算内投资专项管理暂行办法》。《方案》要求各地应合理确定更新改造标准，在燃气管道重要节点安装智能化感知设备，完善智能监控系统，实现智慧运行；组织开展城市燃气等管道和设施普查，城市政府统筹开展城市燃气管道普查，并组织符合规定要求的第三方检测评估机构和专业经营单位进行评估；编制地方城市燃气管道等老化更新改造方案，各地要同步纳入本地区“十四五”重大工程，并纳入国家重大建设项目库。《办法》则规定了对城市燃气管道等老化更新改造和保障性安居工程中央预算内投资专项对符合条件的项目予以支持的科目：原则上采用切块方式，补助资金原则上按照东部、中部、西部、东北地区分别不高于对应非专业经营单位和工商业用户产权的老化更新改造投资（不包括征地拆迁费用）的 30%、45%、60%、60%控制，四省涉藏州县和南疆四地州原则上按不高于 80%控制，西藏可达 100%。

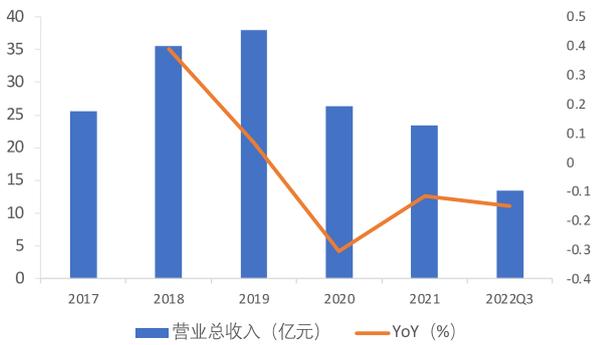
基于国家及地方政府有关部门的要求与指导，结合切实的整改提效措施与维护升级行动，公司有望作为华东地区城燃企业表率，进一步降低燃气供销差，增强经营效率、提升利润空间。

3. 公用事业多板块协同发展，金融创投赋能企业深度增长

3.1. 城市交通板块：深耕出租+租车业务，探索智慧城市交通

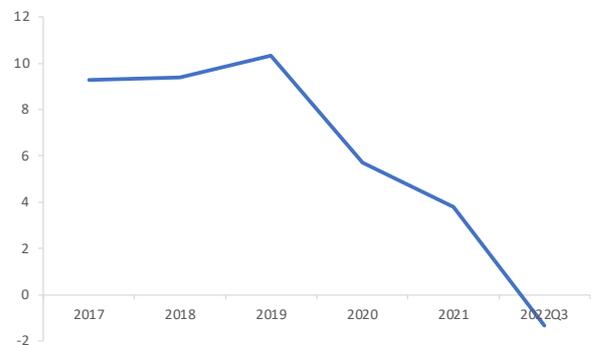
公司下属城市交通服务业务以综合交通运输为核心，要围绕出租车运营、汽车租赁等细分市场发展，提供出租车和汽车租赁、道路客运、旅游包车等综合交通配套服务。公司于 1999 年 6 月通过非公开配售收购大众交通（600611.SH）的 24.74% 股权，并于收购后一直为大众交通的最大股东，这一持股为大众公用带来了较为稳定明朗的收益回报。截至 2021 年末，大众交通在上海市拥有出租汽车 6,255 辆以及租赁车 3,304 辆。在上海以外的地区，公司以车辆租赁和车辆挂靠为主。大众交通的汽车租赁业务主要包括长包和零租两种业务，运营模式为公司购买车辆和牌照，统一对外提供汽车租赁服务。

图 21: 2017-2022Q3 大众交通营业总收入及增速



数据来源: wind, 东北证券

图 22: 2017-2022Q3 大众交通净利润 (亿元)



数据来源: wind, 东北证券

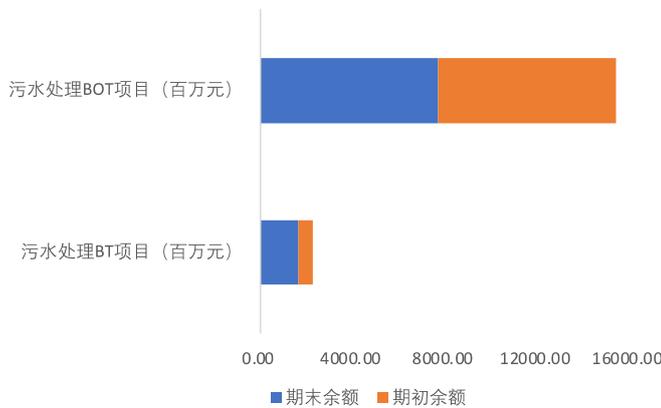
2015 年 12 月，大众交通与上海大众公用事业（集团）股份有限公司、上海大众企业管理有限公司在上海共同出资发起设立上海大众出行信息技术股份有限公司，公司注册资本金 2.5 亿元，三方投资人以现金方式分别投资 1 亿元、8750 万元、6250 万元，并于 2021 年 11 月引入阿里巴巴进行增资，增资完成后，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司和/或其指定的关联方将持有大众出行 10% 的股权。相当于投后估值 4 亿元。通过“大众出行”平台，公司致力于打造智慧交通，在传统出租与车辆租赁业务的基础上，公司将数字化应用与互联网模式积极运用，实现“大众出行”APP、“96822”热线等数字化转型，这也将成为未来公司推动智慧出行与数字化运营的新起点。

3.2. 环境市政板块：污水处理政企共赢，项目扩建步步为营

环境市政产业板块业务涉及城市路桥和隧道、污水净化、给水处理、固废处理等大型公用设施的投资、建设、运营和管理。其中，污水处理作为公司主业之一，主要从事于城市生活污水和工业废水处理厂的投资建设和运营。通过与地方政府签订《特许经营协议》，由当地政府价格主管部门核定单价，按照实际处理量拨付。上海大众环境产业有限公司是大众公用在环境产业领域的投资平台。公司于 2003 年与浙江省杭州市萧山区政府以 BT 方式签订污水处理厂建设协议，正式进军污水处理产业；2005 年，公司收购位于上海嘉定的污水处理厂并进行扩建，提升出较高产能；2010 年，公司通过收购股权与 BOT/TOT 方式运营江苏大众水务，逐步形成污

水处理板块的业务网络。

图 23: 一年内到期的长期应收款明细



数据来源: wind, 东北证券

目前公司在上海、江苏共运营 8 家大型污水处理厂,总处理能力为 44 万吨/日。其中,子公司上海大众嘉定污水处理有限公司日处理规模为 17.5 万吨,出水标准达到上海市最高污水排放标准的一级 A+;子公司江苏大众水务集团有限公司业务涉及江苏省徐州市、邳州市、连云港市等多个片区,总处理规模达到 26.5 万吨/日。

图 24: 上海大众嘉定污水处理项目



数据来源: 东北证券

图 25: 江苏大众水务集团有限公司



数据来源: 东北证券

近年来,全国多地逐步上调水价与污水处理费,2021 年上海市污水处理费由先前的 1.70 元/立方米调整为 2.00 元/立方米,上调了 17.65%。目前污水单吨处理成本在 0.4-1.2 元/立方米不等,取决于污水处理设备的电费成本、药剂成本、设施设备修理维护成本、消毒成本、污泥处置成本等。基于公司目前下属各污水处理厂较高的产能利用率,公司在污水处理板块的毛利率基本可以保证超过行业平均水平,且具备扩建的需求与潜力。在未来,公司将在保有现有项目的稳健运行的前提下,积极提升技术工艺与员工培训,推荐项目扩建,拓展其他发达地区的优质污水处理项目。

表 3: 公司 2021 年末污水处理厂情况表

名称	服务面积 (平方公里)	服务人口 (万人)	总处理能力 (万立方米/日)	实际处理量 (万立方米/日)	污染物排放 标准值	污水处理 类型
大众嘉定污水处理厂 (第一、二期及三期)	157.5	60	17.5	18.06	一级 A+标准	生活污水 加部分工 业废水
三八河污水处理厂	48.2	40	7	7.29	一级 A 标准	城市污水
沛县污水处理厂	50	40	5.5	5.26	一级 A 标准	城市污水
东海污水处理厂一期	18	20	2	2.14	一级 A 标准	城市污水
东海污水处理厂二期	18	20	2	1.11	一级 A 标准	城镇污水
贾汪污水处理厂(一期)	42	20	2	1.77	一级 A 标准	城市污水
贾汪污水处理厂(二期)	42	20	3	2.84	一级 A 标准	城市污水
邳州污水处理厂	15	16	4	3.86	一级 A 标准	城市污水
青山泉污水处理厂	15	5	1	0.63	一级 A 标准	城镇污水

数据来源：公开数据整理，东北证券

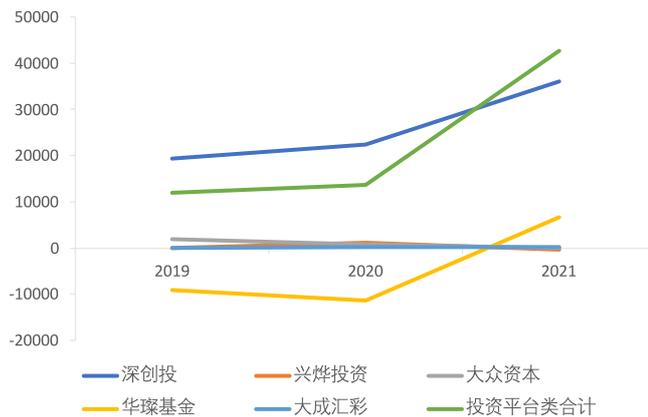
3.3. 金融创投板块：自营金融深化产融结合，创投业务布局优质赛道

公司坚持公用事业和金融创投齐头并进，金融创投板块业务收入均来自于投资收益，近三年，公司金融创投板块投资收益分别为 16,599.42 万元、17,043.60 万元和 49,985.22 万元，占投资收益比例分别为 24.22%、31.05%和 75.35%。

公司下属金融服务业务包括融资租赁、预付费卡业务等。大众融资租赁以融资租赁业务收取净息差为主要盈利来源，主要收入来源是利息收入与手续费及佣金收入，围绕“消费金融、平台金融”拓展 2 大核心金融业务，建设包括“大众 e 通卡”“大众 e 通付”在内的一系列金融产品，开拓了“科技驱动、小额分散”的消费金融模式转型。

大众公用于 2000 年即参与股权投资，所参股基金及直投业务中已有多家成功在 A 股上市。公司成立以来，已经完成投资案例包括华人文化产业基金、第一财经、晨光文具、奥达科等国内知名企业，涉及文化传媒、制造业、TMT、化工、消费等多个领域。公司的创投业务主要通过直投及参股专项基金、私募基金等多种渠道，以自有资金和融资为资金来源，进行多领域投资，涵盖 PE 类、并购类、二级市场定增等投资标的多阶段。公司现参股 4 家主要创投平台，分别为深圳市创新投资集团有限公司、上海华瓏股权投资基金合伙企业(有限合伙)、上海兴烨创业投资有限公司以及大成汇彩(深圳)实业合伙企业(有限合伙)，持股比例分别为 10.80%、48.19%、20.00%和 50.00%。公司在未来仍会积极布局优质赛道并加强投后管理，力求提高资本运作效率并创造稳健投资收益。

图 26: 近三年公司在投资平台类投资收益 (万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

深圳市创新投资集团有限公司 (简称“深创投”) 1999 年由深圳市政府出资并引导社会资本出资设立, 注册资本 100 亿元, 管理各类资金总规模约 4279 亿元。截至 2022 年 5 月底, 深创投管理基金包括: 149 只私募股权基金, 13 只股权投资母基金, 19 只专项基金 (不动产基金、定增基金等)。在创投业务板块, 深创投主要投资中小企业、自主创新高新技术企业和新兴产业企业, 截至 2022 年 4 月底, 深创投投资企业数量、投资企业上市数量均居国内创投行业第一位: 已投资项目 1448 个, 累计投资金额约 843 亿元, 其中 217 家投资企业分别在全球 17 个资本市场上市, 416 个项目已退出 (含 IPO)。2016-2021 年, 在清科中国创业投资机构年度评选中, 深创投均为本土创投机构第一名。

上海大众集团资本股权投资有限公司是大众公用用于 2010 年投资建立全资的创投平台, 投资总额 49,500.00 万元, 占大众资本总股本的 99%。大众资本主要投资媒体类创投, 该公司先后投资了华人文化产业股权投资(上海)中心(有限合伙)、华人文化(天津)投资管理有限公司、第一财经、晨光文具等 6 个项目。截至 2021 年末, 大众资本已实际出资华人文化产业股权投资(上海)中心(有限合伙)7,279.54 万元, 该基金总规模 (认缴规模) 20 亿元人民币, 成立至今已投资 7 个项目。2019-2021 年度, 大众资本分别给公司带来投资收益 1,831.20 万元、790.89 万元和 0 元。

表 4: 大众公用对外投资比例达 100% 公司名单

公司名称	投资数额	成立日期
上海大众市政发展有限公司	12000 万	2003-09-15
上海大众燃气投资发展有限公司	10710 万	2003-08-14
上海大众交通商务有限公司	10000 万	2008-06-25
江苏大众环境治理有限公司	10000 万	2019-03-28
上海大众商业保理有限公司	10000 万	2021-12-03
上海儒驭能源投资有限公司	5610 万	2015-11-16
上海大众资产管理有限公司	5000 万	2003-08-14
海南大众海洋产业有限公司	3000 万	1998-06-04
上海众贡信息服务有限公司	1000 万	2016-07-12

数据来源: 东北证券

目前公司对外投资 40 起，投资比例达 100%公司有 9 家，除大众系公司外分别为上海儒驭能源投资有限公司、上海众贡信息服务有限公司；此外，公司与多家投资机构设立有限合伙企业，例如，以 42%投资比例与华麟股权等共同设立上海华臻股权投资基金、以 71%投资比例与人民创投等共同设立天津民朴资金股权投资基金、以 66%投资比例与天赫投资等共同设立宁波梅山保税港区天赫汇丰投资、以 45%投资比例与深圳鼎信等共同设立深圳前海微风来股权投资管理。

4. 盈利预测、估值与投资建议

关键假设:

- 1、公司燃气采销结构稳定，销售地区人口稳定小幅增长
- 2、交通运输业随着疫情放开能够逐步复苏
- 3、污水处理项目稳定，项目回款顺利
- 4、金融创投板块处于公司风控范围内

表 5: 主营分项业务预测 (百万元, %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
BOT 运营					
营业收入	14.85	19.14	20.10	21.51	23.01
增长率	-0.93	28.88	5.00	7.00	7.00
毛利率	-11.92	16.63	16.88	16.88	16.88
燃气销售					
营业收入	4007.42	4544.97	4217.22	4554.60	5010.05
增长率	-9.72	13.41	-7.21	8.00	10.00
毛利率	12.17	10.89	11.20	11.20	11.20
交通运输业					
营业收入	111.80	129.88	142.87	171.45	205.74
增长率	-9.49	16.18	10.00	20.00	20.00
毛利率	18.65	18.69	15.00	15.50	16.00
商业收入					
营业收入	60.57	75.48	83.02	91.33	100.46
增长率	23.93	24.62	10.00	10.00	10.00
毛利率	19.24	19.47	16.00	18.00	20.00
污水处理					
营业收入	332.49	345.25	362.51	398.77	438.64
增长率	7.23	3.84	5.00	10.00	10.00
毛利率	46.73	53.96	52.00	53.00	53.00
金融业					
营业收入	4.71	6.35	7.63	9.91	12.89
增长率	-43.84	35.01	20.00	30.00	30.00
毛利率	49.68	57.63	70.00	70.00	70.00
施工业					
营业收入	210.36	246.49	253.88	266.58	279.91
增长率	-56.70	17.18	3.00	5.00	5.00
毛利率	28.76	20.63	29.00	29.00	29.00
其他业务					
营业收入	168.45	169.49	174.58	179.82	185.21
增长率	0.49	0.62	3.00	3.00	3.00
毛利率	93.78	93.11	93.00	93.00	93.00

数据来源: 公司公告, 东北证券

5. 风险提示

- 1)、国际形势变化大幅超过预期
- 2)、国内疫情对经济影响超过预期
- 3)、天然气气价波动超过预期
- 4)、环保政策变化超过预期
- 5)、金融创投业务业绩表现不及预期
- 6)、利润依赖投资收益风险
- 7)、盈利预测与估值模型不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,043	3,202	1,973	3,496
交易性金融资产	491	591	681	736
应收款项	1,227	53	1,416	231
存货	387	298	450	371
其他流动资产	1,266	1,299	1,280	1,296
流动资产合计	5,413	5,444	5,799	6,129
可供出售金融资产				
长期投资净额	7,345	7,335	7,288	7,306
固定资产	5,085	5,072	5,019	4,944
无形资产	213	282	361	450
商誉	13	12	11	10
非流动资产合计	18,662	18,855	19,017	19,262
资产总计	24,075	24,300	24,816	25,391
短期借款	3,394	3,394	3,394	3,394
应付款项	1,607	1,677	1,867	1,979
预收款项	34	28	31	35
一年内到期的非流动负债	1,582	1,582	1,582	1,582
流动负债合计	8,254	8,287	8,603	8,875
长期借款	455	455	455	455
其他长期负债	5,350	5,350	5,350	5,350
长期负债合计	5,805	5,805	5,805	5,805
负债合计	14,059	14,092	14,408	14,680
归属于母公司股东权益合计	8,716	8,844	8,972	9,183
少数股东权益	1,300	1,363	1,435	1,529
负债和股东权益总计	24,075	24,300	24,816	25,391

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,537	5,262	5,694	6,256
营业成本	4,601	4,322	4,674	5,143
营业税金及附加	27	24	26	29
资产减值损失	-2	-20	-20	-20
销售费用	212	217	272	276
管理费用	447	424	518	544
财务费用	348	162	128	164
公允价值变动净收益	-77	0	0	0
投资净收益	663	299	385	487
营业利润	487	421	474	601
营业外收支净额	7	1	1	2
利润总额	494	422	475	603
所得税	102	82	98	122
净利润	392	339	377	481
归属于母公司净利润	303	276	305	387
少数股东损益	89	63	72	94

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	392	339	377	481
资产减值准备	38	20	20	20
折旧及摊销	343	590	615	639
公允价值变动损失	77	0	0	0
财务费用	370	224	224	224
投资损失	-663	-299	-385	-487
运营资本变动	113	1,262	-1,179	1,519
其他	4	-1	-2	-3
经营活动净现金流量	674	2,134	-330	2,394
投资活动净现金流量	-494	-603	-498	-471
融资活动净现金流量	-261	-371	-401	-401
企业自由现金流	-1,204	1,426	-1,037	1,758

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.10	0.09	0.10	0.13
每股净资产 (元)	2.95	3.00	3.04	3.11
每股经营性现金流量 (元)	0.23	0.72	-0.11	0.81
成长性指标				
营业收入增长率	12.8%	-5.0%	8.2%	9.9%
净利润增长率	-41.1%	-8.9%	10.5%	27.0%
盈利能力指标				
毛利率	15.1%	17.9%	17.9%	17.8%
净利润率	5.6%	5.2%	5.4%	6.2%
运营效率指标				
应收账款周转天数	57.52	43.76	46.42	47.39
存货周转天数	28.77	28.55	28.81	28.72
偿债能力指标				
资产负债率	58.4%	58.0%	58.1%	57.8%
流动比率	0.66	0.66	0.67	0.69
速动比率	0.46	0.47	0.47	0.51
费用率指标				
销售费用率	3.9%	4.1%	4.8%	4.4%
管理费用率	8.3%	8.1%	9.1%	8.7%
财务费用率	6.4%	3.1%	2.2%	2.6%
分红指标				
股息收益率	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%
估值指标				
P/E (倍)	37.90	31.64	28.64	22.56
P/B (倍)	1.28	0.99	0.97	0.95
P/S (倍)	2.02	1.66	1.53	1.40
净资产收益率	3.5%	3.1%	3.4%	4.2%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

廖浩祥: 上海交通大学硕士环境工程专业, 湖南大学学士环境工程专业, 拥有 3 年证券期货从业经验, 曾就职中信证券, 衍生品业务方向, 熟悉商品期货期权交易, 现任东北证券低碳环保组组长。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn