

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 主业复苏, “互联网+”向 3.0 升级中

### 报告摘要:

**仓储主业实现复苏, 量价双升值得期待。** 受益于大宗商品行情回暖及乙二醇期货指定交割库的优势, 公司仓储业务实现复苏、罐容利用率大幅提升至 80 万立方米。往后看, 乙二醇下游需求平稳增长, 且仍将保持较高的对外依存度, 为公司业务量提供稳定支撑; 供给端, 行业罐容扩张停止, 随着环保标准趋严, 公司码头和罐容稀缺性优势逐渐显现, 公司主业将迎来量价双升, 预计 2019/2020/2021 年液化仓储收入为 3.61/4.5/4.95 亿元。

**智慧物流电商平台实现品类拓展和流量变现, 未来盈利或超主业。**

公司打造智慧物流电商平台, 由传统码头仓储公司向智慧物流平台转型。目前公司智慧物流已经完成了 1.0 向 2.0 的升级, 实现了从货权转移到交割双方电子仓单和交割资金同步交付的进阶。2019 年 3 月起, 平台开始收取交割费, 上半年新增平台交割和服务费达 2025 万, 成功实现流量变现; 电商平台的强大优势助力公司走出乙二醇单一品种, 目前 PTA 已成功实现线上交割, 预计随着交割规模扩大, 交割和会员费收入将达到 0.6/0.85/1.1 亿元, 未来盈利或超仓储主业。

**与京东共建智慧物流 3.0 版本, 平台附加价值有望进一步提升。** 公司 9 月与京东签署战略合作协议, 从智慧物流 2.0 向 3.0 升级。借助和京东的合作, 在交割过程中提供在线融资等供应链金融服务, 进一步增强客户粘性、提升平台附加值, 发掘新的利润增长点。

**调整贸易业务, 剥离亏损子公司, 减缓利润波动性。** 公司主动调整自营贸易结构, 并先后剥离亏损的交易中心和航交中心, 出售苏州高新股权, 有利于减轻对利润的侵蚀。

**投资建议:** 公司主业企稳回升, 智慧物流电商平台流量变现显著增厚公司利润, 公司经营迎来长期拐点。预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 为 0.20/0.25/0.30 元, PE 分别为 20/16/14 倍, 给予“买入”投资评级。

**风险提示:** 乙二醇市场大幅波动, 智慧物流平台流量变现不及预期。

### 股票数据 2019/10/23

6 个月目标价 (元)	5.10
收盘价 (元)	4.19
12 个月股价区间 (元)	2.41 ~ 6.45
总市值 (百万元)	5,079
总股本 (百万股)	1,212
A 股 (百万股)	1,212
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	35

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	8%	69%
相对收益	0%	6%	47%

### 相关报告

- 《韵达股份 (002120): 运营质量效益显著, 业务量高速增长》-20190919
- 《圆通速递 (600233): 业务量增速发力, 关注公司反转能力》-20190919
- 《传化智联 (002010): 公路港提质增效, 盈利能力持续提升》-20190903
- 《圆通速递 (600233): 快递成本改善毛利稳定, 货代拖累业绩》-20190902

### 证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002  
(021)20363212 quyz@nesc.cn

### 联系人: 杨振华

执业证书编号: S0550119080042  
(021)20361226 yangzhenhua@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,049	1,364	2,125	2,588	3,075
(+/-)%	24.55%	30.11%	55.77%	21.78%	18.81%
归属母公司净利润	-226	36	244	301	365
(+/-)%	-1018.30%	115.68%	588.44%	23.30%	21.17%
每股收益 (元)	-0.19	0.03	0.20	0.25	0.30
市盈率	—	88.42	20.33	16.49	13.61
市净率	0.00	1.74	2.46	2.11	1.83
净资产收益率 (%)	-12.63%	1.96%	12.09%	12.79%	13.41%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212

## 目录

<b>1. 张家港地区最大的液体化工仓储服务商 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 码头仓储为主业，发力智慧物流电商平台 .....	4
1.2. 受益大宗行情回暖和期货交割库，仓储主业复苏 .....	5
1.3. 整体毛利率止跌回升，期间费用率下降 .....	7
<b>2. 仓储主业企稳回升，有望量价双升 .....</b>	<b>9</b>
2.1. 乙二醇需求保持平稳，进口依存度仍较高 .....	9
2.2. 乙二醇消费和进口结构为公司主业发展提供支撑 .....	12
2.3. 公司区位优势明显，码头及罐容保证公司长期竞争力 .....	13
<b>3. 发力互联网+，智慧物流平台未来可期 .....</b>	<b>14</b>
3.1. 由传统模式向智慧物流平台转型 .....	15
3.2. 公司智慧物流平台进阶的三个版本 .....	16
3.3. 与京东签署战略合作协议，智慧物流 3.0 版本值得期待 .....	17
3.4. 平台实现品类拓展，流量成功变现，未来利润贡献或超仓储 .....	18
<b>4. 调整自营贸易业务，剥离亏损公司，减缓利润波动性 .....</b>	<b>19</b>
<b>5. 盈利预测 .....</b>	<b>20</b>
核心假设 .....	20
盈利预测 .....	21
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司业务及相关运营主体.....	5
图 3: 公司业务构成(2018年).....	6
图 4: 液体化工品仓储毛利润贡献度.....	6
图 5: 公司液体化工品仓储业务收入及增速.....	6
图 6: 公司液体化工品仓储产品分布.....	6
图 7: 公司液体化工品仓储利润及增速.....	7
图 8: 公司主营业务及增速.....	7
图 9: 主营业务分布.....	7
图 10: 公司历年毛利率变化.....	8
图 11: 分业务毛利率变化.....	8
图 12: 公司历年期间费用率(%).....	8
图 13: 公司历年三费变动(%).....	8
图 14: 公司历年扣非归母净利润及增速.....	9
图 15: 公司历年净利率(%).....	9
图 16: 乙二醇基本产业链.....	10
图 17: 我国乙二醇产能及增速.....	10
图 18: 我国乙二醇产量及增速.....	10
图 19: 我国乙二醇表观消费量及增速.....	11
图 20: 全球乙二醇消费地区分布.....	11
图 21: 我国乙二醇历年进口量和出口量.....	11
图 22: 我国乙二醇对外依存度.....	12
图 23: 全球乙二醇进口区域分布.....	12
图 24: 我国乙二醇进口区域分布.....	13
图 25: 华东地区乙二醇库存分布.....	13
图 26: 长江国际历年靠船量.....	14
图 27: 长江国际历年接卸货量.....	14
图 28: 原有业务模式.....	15
图 29: 公司智慧物流电商平台进阶模式.....	15
图 30: 智慧物流平台功能分布.....	16
图 31: 网上仓储服务平台交易量(乙二醇).....	18
图 32: 苏交网交易量(乙二醇).....	18
图 33: 保税贸易收入及增速.....	19
图 34: 保税贸易利润变动.....	19
表 1: 公司主要业务及经营模式.....	4
表 2: 乙二醇下游需求分布.....	12
表 3: 长江国际罐容扩张历程.....	13
表 4: 智慧物流 1.0 版本平台收入模式.....	16
表 5: 公司与京东数科合作展望.....	17

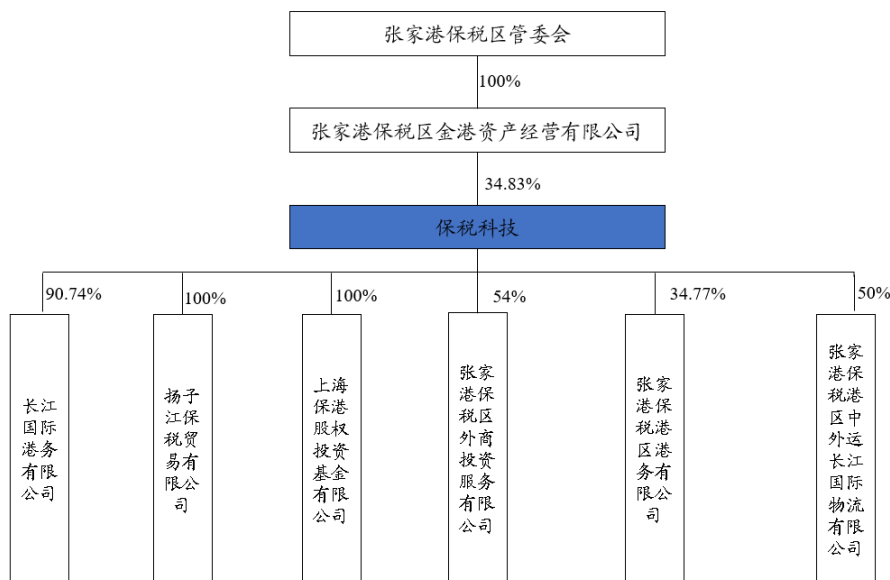
## 1. 张家港地区最大的液体化工仓储服务商

### 1.1. 码头仓储为主业，发力智慧物流电商平台

公司前身为云南大理造纸股份有限公司，经过股权转让、资产重组等方式，公司已经将主营业务调整为码头仓储业。目前公司第一大股东为张家港保税区金港资产经营有限公司，截止 2019 年 6 月 30 日，持股比例为 34.83%；公司实际控制人为张家港保税区管委会。

公司旗下共有 4 个一级控股子公司和 2 个参股子公司，其中全资拥有扬子江保税贸易有限公司、上海保港股权投资基金有限公司，此外持有长江国际港务有限公司 90.74% 股权和张家港保税区外商投资服务有限公司 54% 股权。公司不同业务板块由不同子公司运营，部分业务如智慧物流平台则由多个主体共同参与，目前公司的利润主要由长江国际贡献。

图 1: 公司股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

公司是一家集码头仓储业务、智慧物流电商平台和供应链金融为一体的创新型综合物流服务商，主营业务涵盖液体化工、固体干散货仓储综合服务，为液体化工产品的生产厂商和贸易商等提供智慧物流服务和供应链金融解决方案，适量参与化工品贸易和相关代理业务。

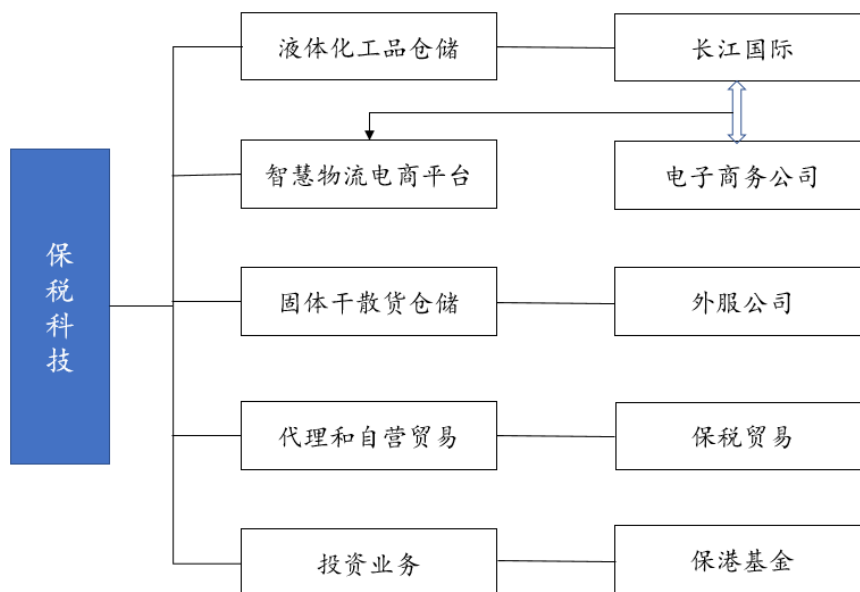
表 1: 公司主要业务及经营模式

主要业务	经营模式
码头仓储综合服务	子公司长江国际自有码头、管道、储罐、发货栈台、仓库等设施为客户提供包括码头装卸、仓储、保税交割罐业务、物流分拨和租罐等服务，并为后方库区提供码头和管道配套服务。通过子公司外服公司自有仓库为客户提供固体干散货仓储物流和仓库租赁等服务。

<b>智慧物流电商平台</b>	<p>通过子公司长江国际和电子商务公司自主开发了网上仓储智慧物流服务平台和苏交网电商平台。两大平台既独立运营，又相互连接，构建成新的平台服务体系，统称为“智慧物流电商平台”。智慧物流电商平台为客户提供网上下单、费用结算、货权交割、自助提货、自主查询及无风险、高效率交割支付通道的增值服务和供应链金融服务。</p>
<b>代理和自营贸易业务</b>	<p>子公司保税贸易依托公司平台、技术和客户资源优势，专注于为液体、固体散化仓储、整车进口以及进口消费品等客户提供代理、供应链延伸等综合服务。围绕公司南北联动整体经营目标，开展代理采购、套期保值以及化工品自营贸易等业务。</p>
<b>投资业务</b>	<p>通过子公司上海保港基金参与对公司有协同效应的目标公司的资本投资和资产整合，完善公司的产业结构，同时适当参与二级市场投资。</p>

数据来源：公司公告，东北证券

图 2：公司业务及相关运营主体

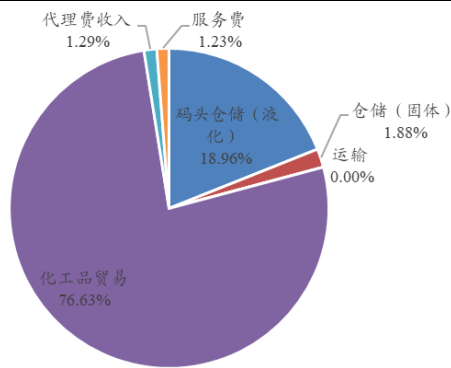


数据来源：东北证券

## 1.2. 受益大宗行情回暖和期货交割库，仓储主业复苏

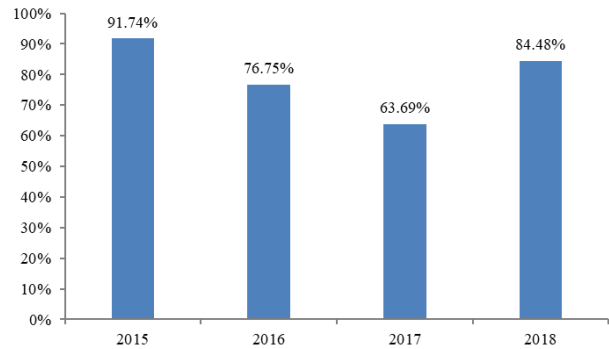
公司目前主要业务为码头仓储综合服务，利润亦主要来自于码头仓储业务。从营业收入的角度看，公司贡献营收最大的业务为贸易收入，2018 年贡献营业收入的 76.08%，但受贸易业务盈利能力和行业价格波动因素的影响，贸易收入毛利率为负；2019 年上半年公司保税贸易实现营业收入 6.71 亿元，贡献营业收入的 72.93%，实现利润总额 1394.73 万元，实现扭亏为盈。从利润构成的角度，液体化工品码头仓储业务是主要的利润来源，2018 年公司液体化工品码头仓储业务实现营业收入 2.57 亿元，毛利率 49.01%，实现利润总额 4629.67 万元；2019 年上半年，剔除网上仓储平台交割费及会员费，液体化工品码头仓储实现利润总额 9174.22 万元。液体化工品的利润波动对公司整体利润波动影响较大。

图 3: 公司业务构成 (2018 年)



数据来源: 公司公告, 东北证券

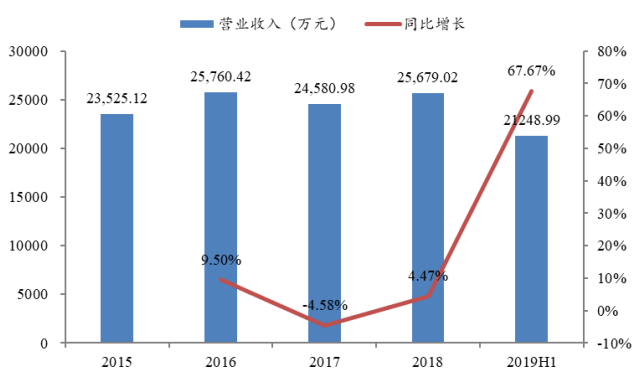
图 4: 液体化工品仓储毛利润贡献度



数据来源: 公司公告, 东北证券

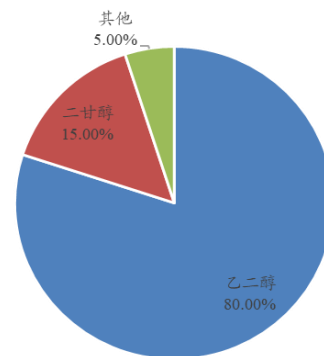
公司码头仓储产品以乙二醇为主, 实现恢复增长。从仓储业务构成来看, 公司仓储业务分为液体化工码头仓储和固体仓储业务, 其中液体化工码头仓储由长江国际开展; 固体仓储由外服公司开展。公司目前主要仓储品种为乙二醇, 除乙二醇之外的仓储品种主要为二甘醇。2018 年公司乙二醇进口量占全国总进口量的 33%。截止 2019 年 6 月, 公司乙二醇库存量占华东地区乙二醇库存总量的 65% 以上, 占张家港乙二醇库存总量的 95% 以上, 公司经过多年发展已经成为华东地区最大的液体化工品仓储企业。二甘醇进口量约占全国总进口量的 40%。固体仓储业务品种包括棉花等品种。公司码头仓储业务收入自 2015 年以来开始恢复增长, 目前已经由 2015 年的 2.51 亿元增长到 2018 年的 2.83 亿元, 复合增长率为 3.18%; 2019 年上半年在接卸货物小幅提升的情况下, 公司整体提货量减少、罐容利用率提升, 仓储收入大幅提升, 码头仓储业务增长率为 59.87%, 剔除交割费和会员费收入, 同比增长 46.42%。

图 5: 公司液体化工品仓储业务收入及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

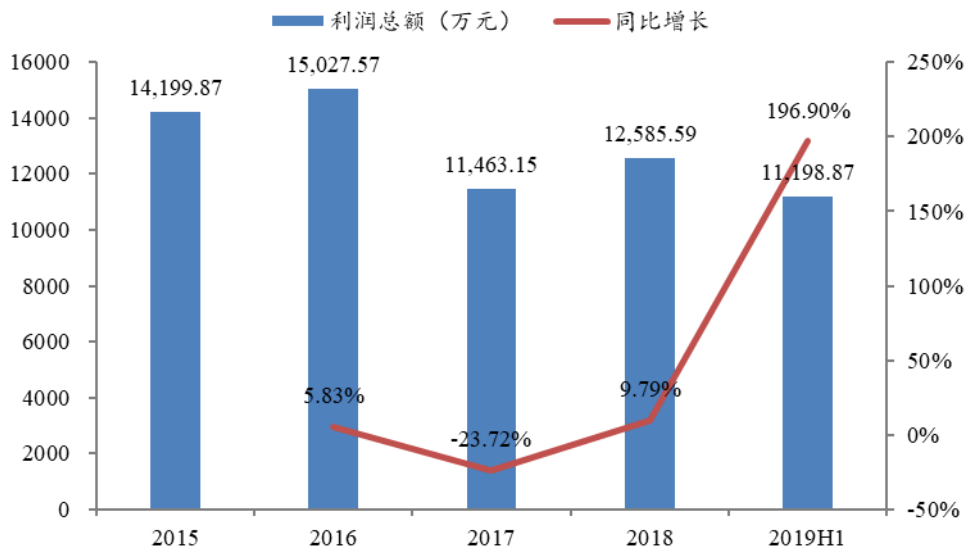
图 6: 公司液体化工仓储产品分布



数据来源: 公司公告, 东北证券



图 7: 公司液体化工品仓储利润及增速

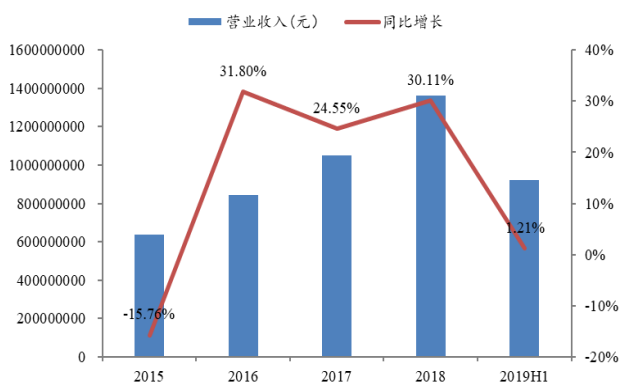


数据来源: 公司公告, 东北证券

### 1.3. 整体毛利率止跌回升, 期间费用率下降

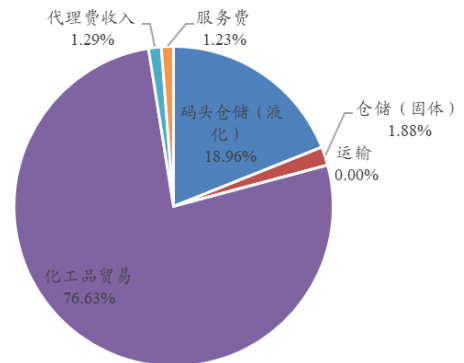
公司近几年营业收入保持相对稳定的增长态势, 2015 年-2018 年复合增长率为 20.88%, 由于公司主营化工品仓储业务, 收入和整体市场行情有较大关系。2014 年受市场环境低迷以及周边库区价格战的影响, 公司下调了仓储价格, 也导致 2015 年营业收入同比转负。公司 2019 年上半年实现营业收入 9.2 亿元, 较去年同期增长 1.21%, 上半年营业收入增速放缓主要是因为公司逐步减少经营风险较大的自营贸易业务。

图 8: 公司主营业务及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 9: 主营业务分布

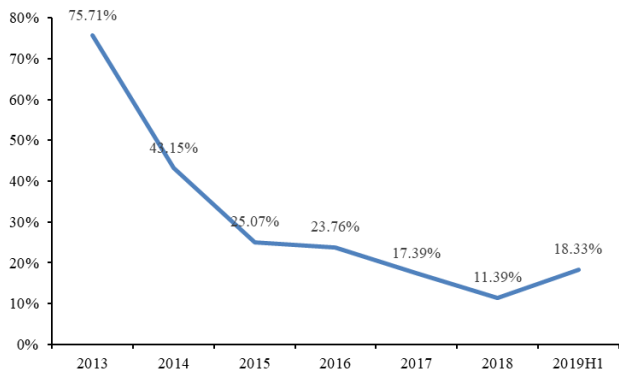


数据来源: 公司公告, 东北证券

公司各业务板块毛利率差异较大, 2019 年毛利率止跌回升。公司布局智慧物流电商平台后, 由于智慧物流系统的后期投入主要为软件维修, 进而使得服务费和交割费的毛利率为所有业务中最高, 在 90% 以上; 仓储业务方面, 液体化工品仓储的毛利率高于固体干散货仓储的毛利率, 但由于近年来化工整体市场环境变化以及周边库区价格战的影响, 仓储业务毛利率有所降低。其中, 液体化工品仓储的毛利率由 2015 年的 60.36% 下降至 46.63%, 在 2018 年回升至 49.01%, 预计随着今年下半年的提价, 该业务毛利率有望进一步回升; 固体干散货仓储业务的毛利率目前为 44.27%, 较以前有较大幅度的下滑。自营贸易业务和市场行情关联较大, 其毛利率

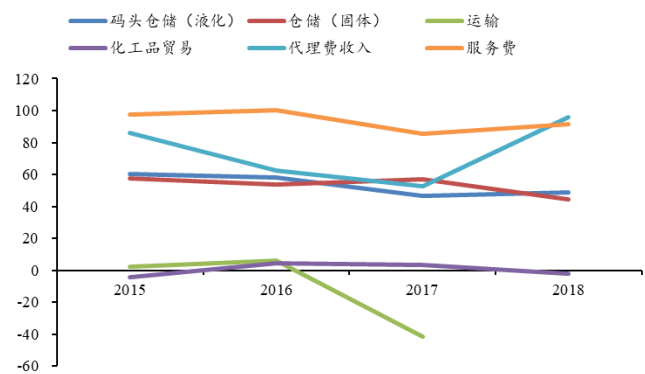
波动较大，2018 年毛利率为-1.85%，2019 年上半年自营贸易业务毛利率转正。整体毛利率方面，公司整体毛利率截止 2018 年呈现逐年下降的态势，但随着公司智慧物流平台流量变现以及大宗行情回暖，2019 年上半年公司整体毛利率止跌回升达到 18.33%，较前期还是有较大差距。

图 10: 公司历年毛利率变化



数据来源：公司公告，东北证券

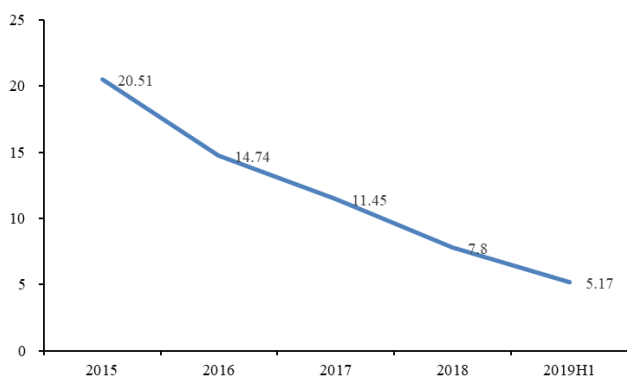
图 11: 分业务毛利率变化



数据来源：公司公告，东北证券

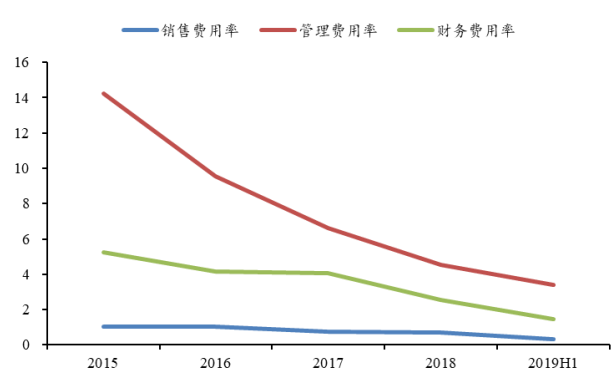
期间费用率逐年降低，归母净利润波动较大。公司近年来期间费用率控制良好，销售费用率、管理费用率和财务费用率均呈现逐年下降的态势，体现出公司费用控制的管理加强，同时与自营贸易收入增长有关。净利润方面的波动较大，公司业绩在经历 2017 年和 2018 年的低谷之后，2019 年上半年扣非归母净利润实现大幅度增长。

图 12: 公司历年期间费用率 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

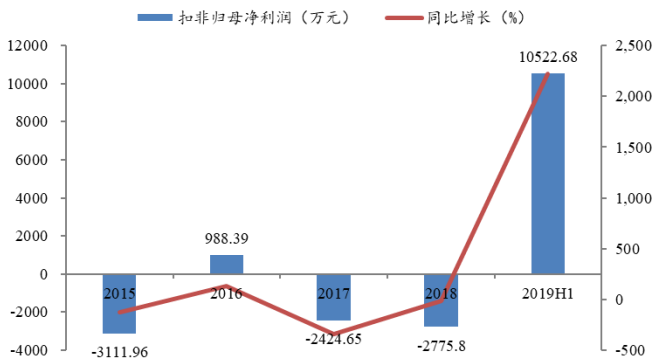
图 13: 公司历年三费变动 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

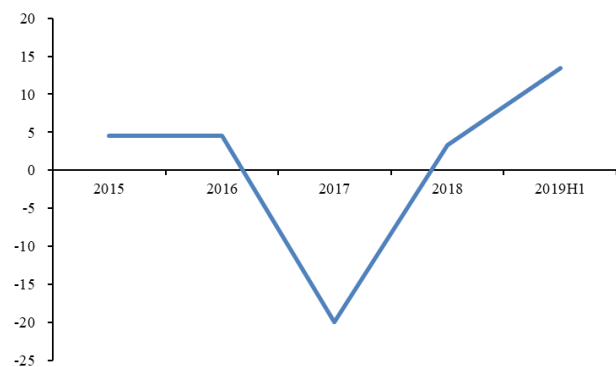


图 14: 公司历年扣非归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 15: 公司历年净利率 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

## 2. 仓储主业企稳回升，有望量价双升

### 核心逻辑和观点：

(1) 环保加码以及岸线资源紧张背景下，码头和罐容逐渐成为稀缺资源，公司的码头资源以及在罐容方面的布局支撑公司传统主业的稳定发展。

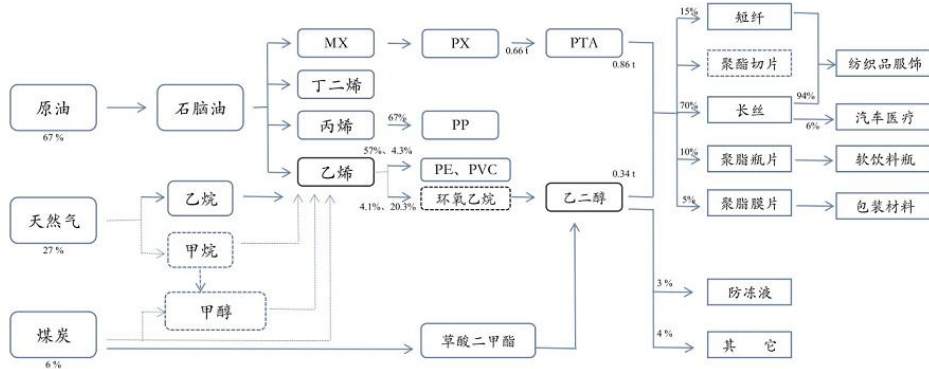
(2) 乙二醇需求保持平稳增长，同时我国乙二醇的进口和消费结构将继续为公司主业发展提供支撑。

(3) 液化仓储业务收入主要受到码头吞吐量、罐容量及其利用率、费率的影响。行业的发展逻辑为扩大码头资源、新建和并购液体化工仓储业务，或者在港口和仓储能力一定的情况下提升费率，在目前全国液体化工品仓库扩容停止，供给端收缩以及需求端仍旧有支撑的背景下，叠加公司成为乙二醇期货指定交割库，码头和罐容两个稀缺资源有望使得公司罐容利用率提升、价格有望提升，整体来看，公司仓储主业将实现进一步增长。

### 2.1. 乙二醇需求保持平稳，进口依存度仍较高

公司主要仓储品种乙二醇（MEG）主要应用于聚酯涤纶、聚酯树脂、PET、合成纤维、吸湿剂、增塑剂等多种化工产品的生产，其中用于聚酯生产的比例高达80%以上。从全行业来看，我国用于生产聚酯产品的乙二醇比例超过90%。

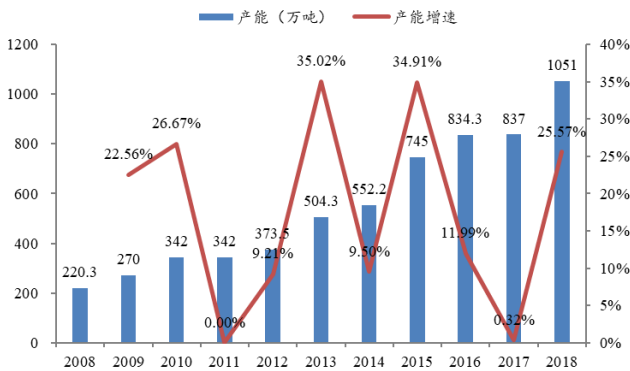
图 16: 乙二醇基本产业链



数据来源：东北证券

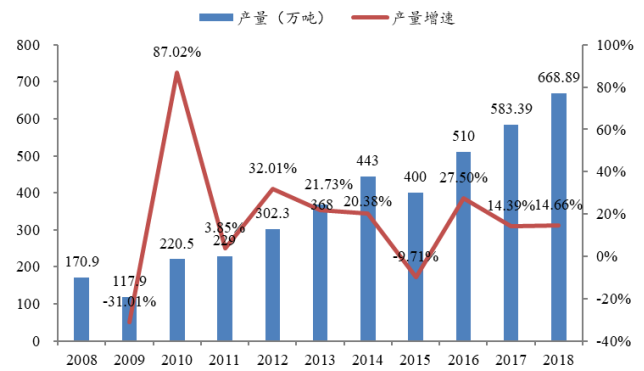
近年来，我国乙二醇产能和产量均保持了快速增长，2008 年至今，我国乙二醇的产能由 220.3 万吨/年增至 2018 年的 1051 万吨/年，年复合增长率达到 16.91%。乙二醇产量由 2008 年的 170.9 万吨/年增长至 2018 年的 668.89 万吨/年，年复合增长率达到 14.62%，产能和产量均保持了较高速的增长。目前我国乙二醇产量约占全球总产量的 20%。

图 17: 我国乙二醇产能及增速



数据来源：Wind，东北证券

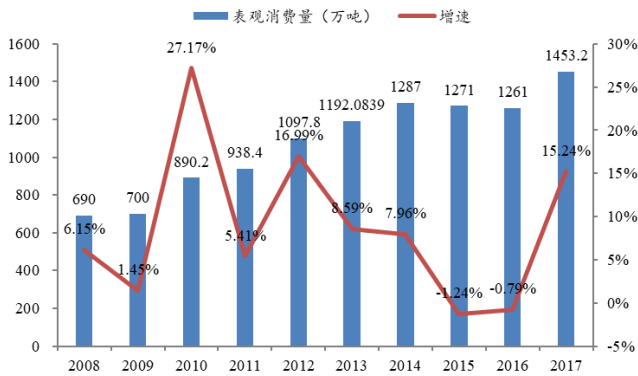
图 18: 我国乙二醇产量及增速



数据来源：Wind，东北证券

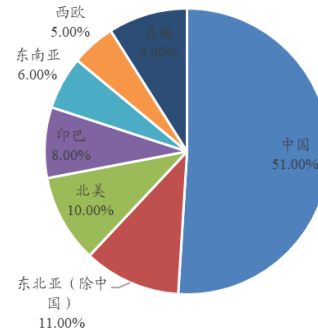
巨大的下游市场需求造就了我国全球最大的乙二醇消费国地位。下游需求端方面，乙二醇 90% 以上的需求来自于聚酯，其余主要来自于 UPR、防冻液等产品；2018 年我国聚酯产能增速 11.72%，聚酯行业的稳定发展保障了国内乙二醇需求的稳中有升。从表观消费量数据看，2008 年我国乙二醇消费量为 690 万吨，2017 年则达到 1453.2 万吨，复合增长率为 8.63%，行业需求自 2017 年以来逐渐企稳回升。目前我国乙二醇的消费量已经超过全球消费量的 50%。

图 19: 我国乙二醇表观消费量及增速



数据来源: Wind, 东北证券

图 20: 全球乙二醇消费地区分布

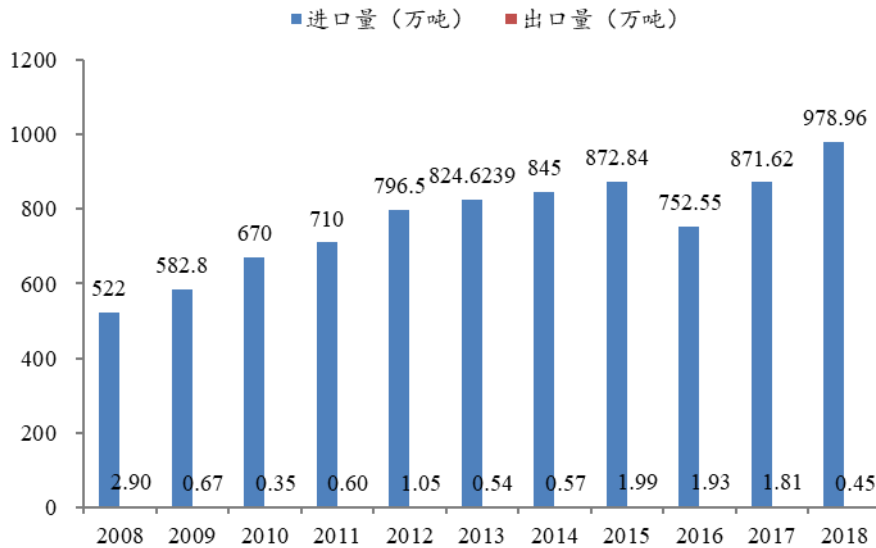


数据来源: 石化联合会, 东北证券

我国乙二醇目前主要靠进口，对外依存度高，后续仍将保持较高对外依存度。

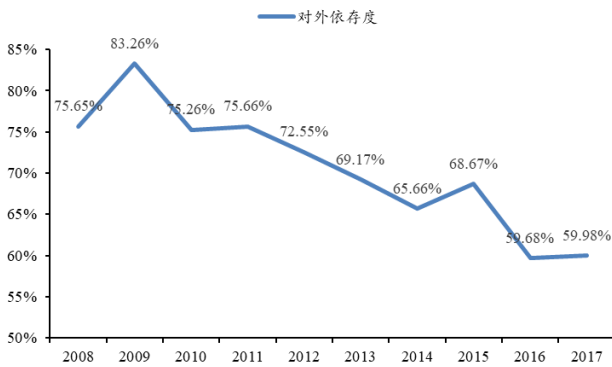
我国是全球最大的乙二醇进口国，2018 年我国乙二醇进口量达到 978.96 万吨，进口依存度接近 60%。基于我国“富煤缺油少气”的资源特点，国产乙二醇百分之 80% 以上为煤制乙二醇，由于煤制乙二醇受成本、技术成熟度和产品品质等因素制约，从而导致我国乙二醇对外依存度维持在较高水平。另外，从下游需求看，目前煤制乙二醇的需求市场主要还是非聚酯产品，聚酯产品使用煤制乙二醇的比例还较低。近年来随着我国煤制乙二醇的发展以及国产乙二醇产量的增长，我国乙二醇对外依存度基本呈现逐年下降的态势，但是对外依存度仍较高，预计中短期内仍将维持现有水平或略有下降，对码头仓储业务仍将形成一定支撑。

图 21: 我国乙二醇历年进口量和出口量



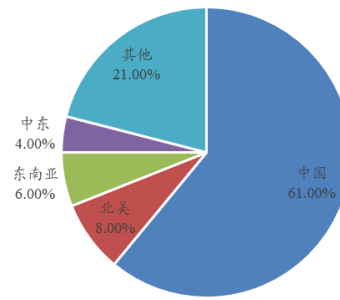
数据来源: Wind, 东北证券

图 22: 我国乙二醇对外依存度



数据来源: Wind, 东北证券

图 23: 全球乙二醇进口区域分布



数据来源: 石化联合会, 东北证券

## 2.2. 乙二醇消费和进口结构为公司主业发展提供支撑

乙二醇消费以及进口的优势区域集中在华东地区。从乙二醇下游需求端聚酯企业的分布看, 我国聚酯生产企业主要分布在华东地区, 而区内尤以浙江与江苏两省最为集中。2017 年仅聚酯行业江苏省的乙二醇消费量就达 473 万吨, 浙江省为 578 万吨, 这两个省份的聚酯产能占到全国聚酯总产能的 72%, 产量约占 78%。下游需求集中在华东地区导致我国乙二醇消费也主要集中在华东地区, 2017 年该地区乙二醇消费量总和达 1149 万吨, 占全国消费量的 77.2%; 其次为华南地区, 2017 年消费乙二醇 246 万吨, 占全国的 16.5%。而我国乙二醇主要的仓储均靠近消费地, 主要分布在张家港、太仓、宁波、江阴等地。

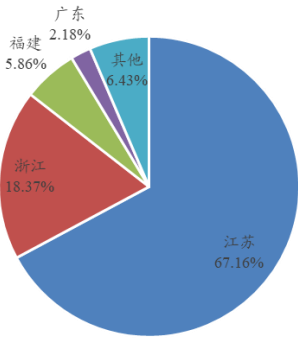
表 2: 乙二醇下游需求分布

地区	省份	聚酯消费量	地区总量	占比
华东	浙江	578.2	1149.1	77.2%
	江苏	472.8		
	上海	39.6		
华南	福建	159.4	245.6	16.5%
	海南	39.6		
	广东	30.4		
华北	山东	14	42.6	2.9%
	河南	12.2		
	天津	8.4		
其他		37.9	50.6	3.4%
合计		1392.5	1487.9	100%

数据来源: Wind, 东北证券

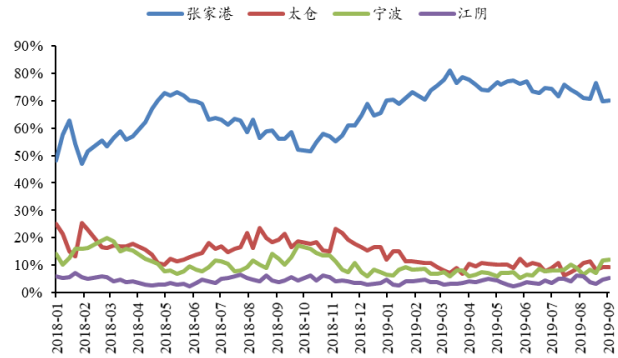
从国内进口区域分布来看, 我国乙二醇进口也主要集中于华东地区, 以江苏和浙江为甚。从华东地区乙二醇库存情况看, 张家港是乙二醇的主要库存地, 库存近期始终维持在 70% 以上。公司目前已经成为华东地区最大的液化仓储企业, 2018 年公司乙二醇进口量占全国总进口量的 33%。截至 2019 年 6 月, 公司乙二醇库存量占华东地区乙二醇库存总量的 65% 以上, 占张家港乙二醇库存总量的 95% 以上。二甘醇进口量约占全国总进口量的 40%, 甲醇等其他品种业务也有相应增长。

图 24: 我国乙二醇进口区域分布



数据来源: Wind, 东北证券

图 25: 华东地区乙二醇库存分布



数据来源: wind, 东北证券

### 2.3. 公司区位优势明显, 码头及罐容保证公司长期竞争力

公司位于全国液化产品的主要集散地张家港, 罐容及码头为稀缺资源。公司位于张家港保税港区内, 张家港保税区是全国液化产品的主要集散地之一, 液体化工品进口量居全国前列。张家港保税区毗邻江苏扬子江国际化学工业园, 可享受优惠的保税政策, 区域内建有目前国内规模最大的专业化工品交易市场——江苏化工品交易中心, 化工品交易市场成交活跃, 已成为全国重要的液体化工品价格风向标。

从仓储码头业务的收入看, 影响其收入的因素主要是码头吞吐能力和罐容储能及相关费率。

码头资源属于稀缺资源, 拥有自有码头, 不仅有利于仓储业务的发展, 也使公司在化工品贸易的市场竞争中处于有利地位。张家港港是长江中下游航道少见的优良深水港, 目前其岸线资源已开发完毕。液体化工品仓储业务主要开展主体长江国际现拥有 506 米长江岸线, 建有 30,000 吨级、50,000 吨级两个液体散化专用码头, 另有 500 吨级内河十字港疏运码头 2 座。公司拥有三个长江岸线自有码头泊位, 自有码头泊位数量居张家港地区前列, 随着公司对自有码头的改造完成, 码头年吞吐量可达 450 万吨, 较 2015 年 334 万吨大幅提升 34.73%。此外, 张家港保税港区后方多家化工品仓储企业由于没有自有码头, 货物都需要通过长江国际的码头输送至其储罐。

罐容是液体化工仓储物流企业的生存之本, 近年来, 公司通过新建、改扩建和实施资本运作, 罐容持续呈快速增长趋势。目前子公司长江国际拥有自有储罐 214 座, 罐容达 110.79 万立方米。公司上半年度的罐容利用率一直处于高位, 最高时候库存量达到了 95 万方, 上半年平均也一直维持在 85 万方左右, 罐容利用率的提升直接提高了公司的营业收入。

表 3: 长江国际罐容扩张历程

时间	方式	罐容(万)
2001	自建 7 号库区	10.6
2002	收购扬子港务	8.3
2010	自建	8.9
2011	自建	11.65
2009	自建 9 号库区	10

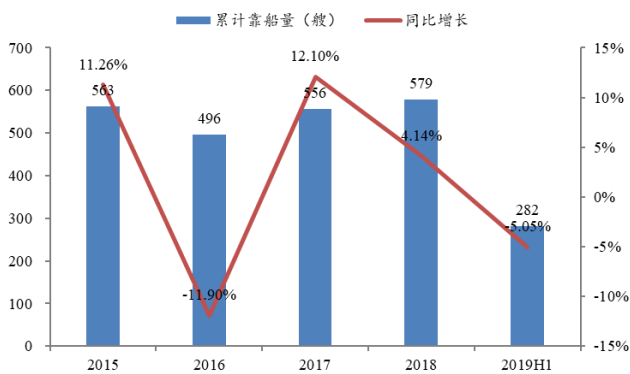
2012	自建	10
2012	收购凯腾国际	0.42
2013	改扩建	10.1
2013	收购中油泰富	9
2013	收购仪征国华	13.6
2014	建设华泰化工仓储	26.98
	合计	110.79

数据来源：公司官网，东北证券

随着江苏省“263”（两减六治三提升）环境整治生态保护和环境治理专项行动等项目的推进，液体化工储罐亦成为稀缺资源。码头和储罐这两个稀缺资源为公司保持竞争地位提供了有力的支撑，也为公司提价提供了一定的空间。

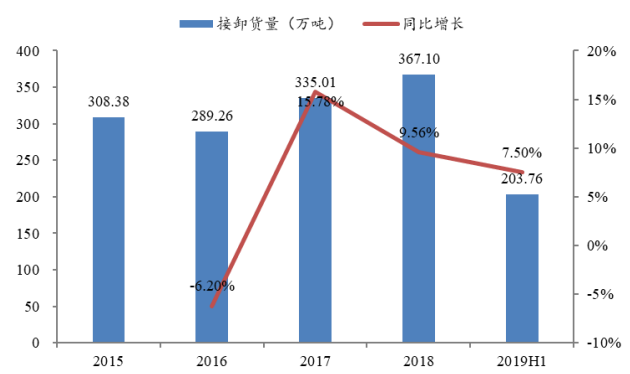
2018 年长江国际累计接卸货物量 367.10 万吨，同比增长 9.56%；2019 年上半年累计接卸货物量 203.76 万吨，同比增长 7.50%。

图 26: 长江国际历年靠船量



数据来源：公司公告，东北证券

图 27: 长江国际历年接卸货物量



数据来源：公司公告，东北证券

费率方面，公司仓储价格以自主定价为主，同时结合大环境以及周边库区的定价情况。2014 年以来，受大环境整体低迷以及周边库区价格战影响，公司下调了仓储价格，随着经营环境的改善以及码头和罐容资源稀缺性显现，目前公司仓储价格已经经历了小幅度调价，未来仓储价格有望进一步回升。

### 3. 发力互联网+，智慧物流平台未来可期

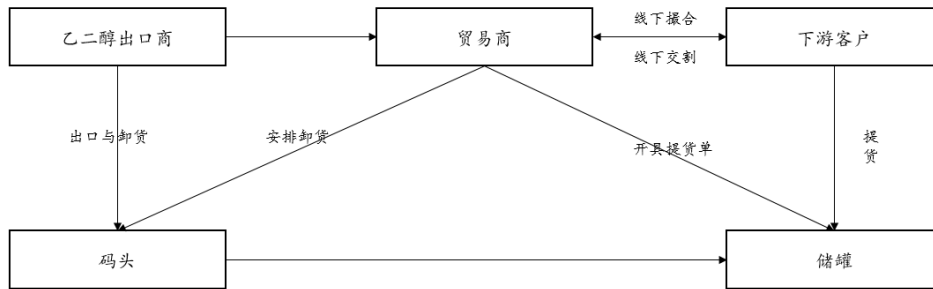
**核心观点：**公司打造智慧物流电商平台，发力互联网+，由传统码头仓储公司向智慧物流平台转型。目前公司智慧物流已经完成了 1.0 向 2.0 的升级，并且成功实现品类拓展和流量变现：1.0 版本模式下，公司网上仓储服务平台主要立足于货权转移，资金交割于线下完成；2.0 版本模式下，苏交网平台实现了交割双方电子仓单和交割资金同步交付的功能，为市场管控交割风险、提高交割效率、降低交割成本；目前正在布局的 3.0 版本，借助和京东的合作，在交割过程中提供在线融资等供应链金融服务，进一步提升了交易平台的附加值，有利于发掘新的利润增长点。同时，电商平台的强大优势有助于推动公司和其它仓储公司合作，实现库容量提升、交易品类增加和经营区域的拓展。



### 3.1. 由传统模式向智慧物流平台转型

原有业务模式难以解决交割痛点，平台优势得不到发挥。传统模式下，乙二醇行业的痛点在于交割；传统的交割模式下，为了保证交割安全，买卖双方需到长江国际结算中心办理交割或者通过传真确认函+邮箱确认的方式进行交割提货。在交易量较小时，这种交割模式具有一定的适当性，但随着交易规模的扩大，传统模式的弊端逐渐显现，交易成本高且交割效率低，用户体验差；并且在原有的交割模式下，公司的主要角色和作用为码头仓储，平台优势得不到发挥。

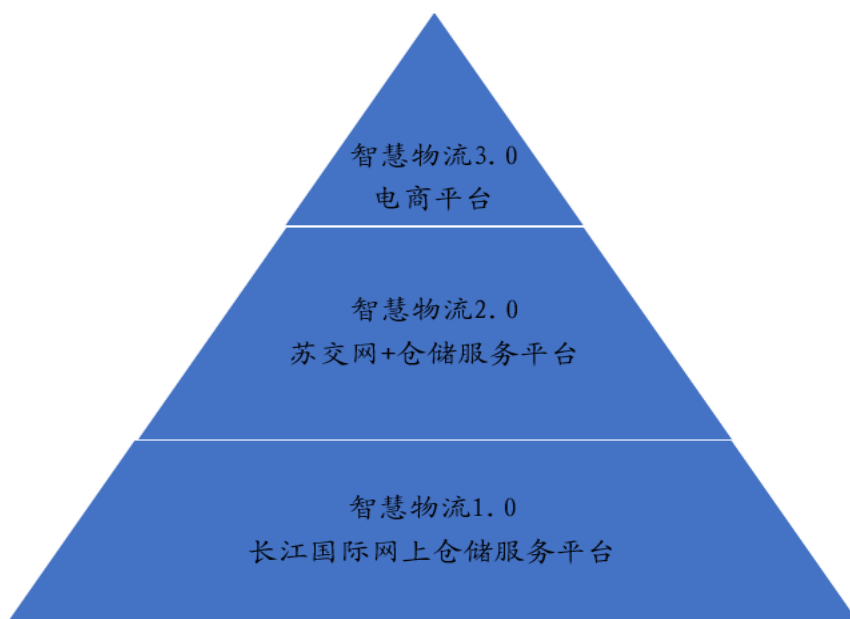
图 28: 原有业务模式



数据来源：东北证券

为了解决行业交割难点，依托公司库容及码头优势，保税科技自主开发了集网上下单、费用结算、货权转移、自助提货、自主查询等功能于一体的全国首家网上仓储智慧物流服务平台。公司智慧物流服务平台建设共分为 1.0、2.0 和 3.0 三个阶段，目前 3.0 版本正在启动。

图 29: 公司智慧物流电商平台进阶模式



数据来源：东北证券

### 3.2. 公司智慧物流平台进阶的三个版本

智慧物流 1.0 版本：为提升客户在库货物的交割效率，打造安全、便捷的交割模式，子公司长江国际于 2015 年 1 月 1 日起启用“长江国际网上仓储服务平台”，此为公司智慧物流的 1.0 版本。该平台模式的主要功能在于货权转移，即货主线上提货、但是资金的交割仍旧在线下完成。1.0 版本原有收入模式主要是 CA 证书服务费，2019 年 3 月开始收取交割费。

表 4: 智慧物流 1.0 版本平台收入模式

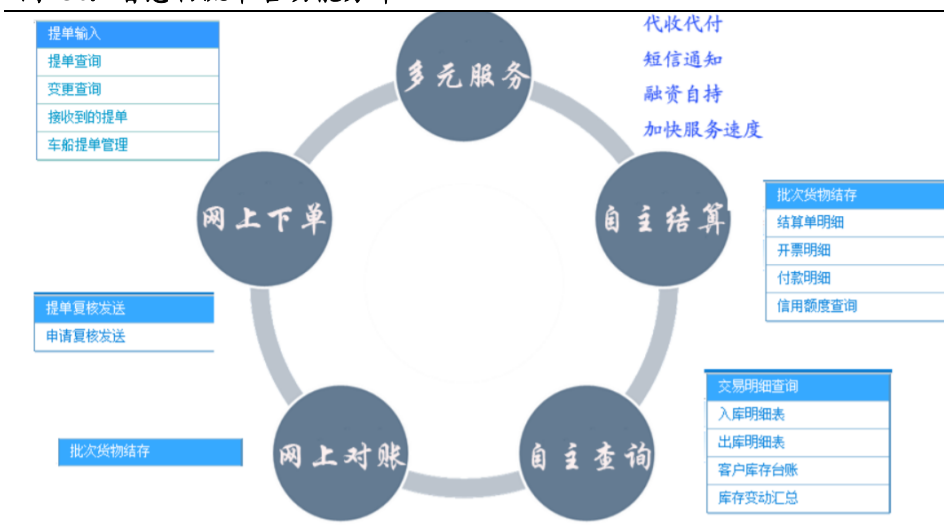
内容	方式	收费标准
CA 证书	新办	150 元/个/年（同一企业第二张证书 120 元/个/年）
	延期	60 元/年（同一企业第二张证书 30 元/年）
	补办	50 元/个
	变更	20 元/次
	解锁	20 元/次
服务费	/	800 元/年

数据来源：公司官网，东北证券

智慧物流 2.0 版本：2017 年 8 月，苏交网平台上线，是公司智慧物流的 2.0 版本。苏交网主要以服务长江国际化工仓储平台会员客户为主，以易交割和链交割为业务主体，其中“链交割”是将原来分散的交割按贸易链条重新整合，通过加速供应链资金流动，同时配套货物反向流转，重构供应链交割体系，实现了交割双方电子仓单和交割资金同步交付的功能，实现了贷款与液体化工产品同时在网上交割，为市场管控交割风险、提高交割效率、降低交割成本，客户获得了极大方便，接受度也比较高。

苏交网平台主要提供“易交割”、“链交割”服务，目前以收取平台客户“链交割”手续费为主要盈利模式，目前“链交割”收取标准为 0.5 元/吨。苏交网上线到 12 月线上交割总量只有 10 万吨，2018 年，苏交网完成交割 4299 单，交割量达到了 880 万吨；2019 年 1-8 月完成交割 16299 单，交割量已经达到 3500 万吨，实现了快速增长。

图 30: 智慧物流平台功能分布



数据来源：公司官网，东北证券

### 3.3. 与京东签署战略合作协议，智慧物流 3.0 版本值得期待

2019 年 9 月 1 日，保税科技与京东签署合作协议，进行供应链平台的共同建设，该供应链平台为公司智慧物流的 3.0 版本，将赋予大宗商品交割更多的金融属性，为客户提供更多方便。京东数字科技与保税科技达成此次合作后，将结合保税科技在化工仓储、贸易及智慧物流领域的优势地位和京东数字科技在大数据、区块链、互联网、人工智能等数字化技术和业务优势，携手打造支付结算、融资服务、智慧物流等一站式供应链服务综合解决方案，为大宗行业客户提供以“支付结算+供应链金融”为核心的综合服务体系，提升大宗商品行业供应链效率。

**表 5: 公司与京东数科合作展望**

	合作内容
初期合作	双方合力优化智慧物流电商平台功能，提升“现金+票据”的多银行综合支付结算服务能力。 持续加强和优化智慧物流电商平台在线融资服务能力。 布局研发增值税专用发票电子化技术。 条件成熟时成立合资公司，拓展模式、品种、区域。
中长期合作	双方共同致力于开发集智慧物流、交易交割、金融服务等为一体的综合应用系统，并将该系统与初期合作形成的服务能力进行整合，全力打造大宗商品产业互联网平台。 立足张家港保税区大宗商品商贸流通领域数字经济赋能升级模式探索，以单品类商贸流通垂直领域供应链体系为模板，实现品类横向衍生，行业纵向衍生，服务深度衍生的立体化融合发展。 双方共同探讨在数字科技及人才交流合作领域的合作模式，充分利用双方合作机会，持续强化在数字科技领域的创新交流和专业人才培养。

数据来源：公司调研，东北证券

**我们看好公司与京东数科共建智慧物流 3.0 版本：**（1）利用京东在金融领域积累的优势，拓展完善并探索支付结算及相关票据领域的服务，提升目前平台的便利程度；（2）利用京东在交易领域积累的风控经验，利用大数据等数字化技术和优势，提升公司平台风险管控能力；（3）在供应链平台的基础上，建立单品类商贸流通垂直领域的供应链体系模板，以张家港市场为切入，向长江沿线及更大范围市场延展。

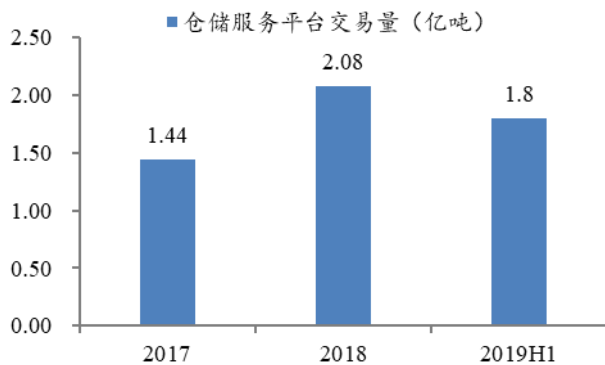
公司智慧物流 3.0 版本的风控能力更强，且在专注交割的基础上增加多家银行支付和票据业务，并进一步探索在线融资功能，其金融属性也更加强烈。公司智慧物流 3.0 版本发展在线融资功能的可能性在于：（1）公司本身有一定数量的在手现金；（2）公司有较大的银行授信额度，目前保税科技共有 30 亿的银行授信额度；（3）京东在金融和数字领域优势明显，风险把控能力强，两者合作将有效控制可能面临的风险。

公司从智慧物流 2.0 到 3.0 的转变有利于进一步增强客户黏性。苏交网实现了交割双方电子仓单和交割资金同步交付的功能，达到货流与资金流的统一，而 3.0 版本则在交割过程中提供在线融资等供应链金融服务，进一步提升了交易平台的附加值，有利于发掘新的利润增长点。同时，电商平台的强大优势有助于推动公司和其它仓储公司合作，实现库容量提升、交易品类增加和经营区域的拓展。

### 3.4. 平台实现品类拓展，流量成功变现，未来利润贡献或超仓储

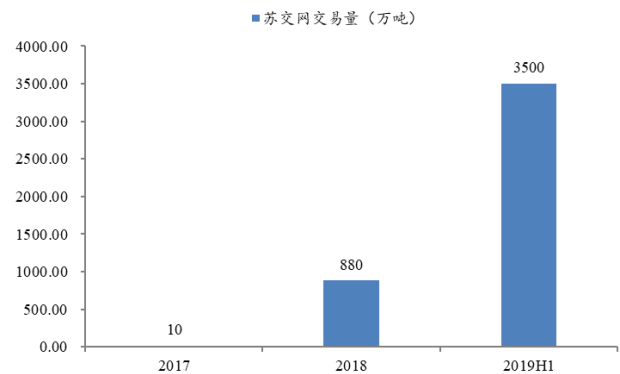
网上仓储平台和苏交网乙二醇交易量大大幅增长。公司网上仓储平台 2015 年初正式开通，2017、2018 及 2019 上半年平台乙二醇交易量分别达 1.44 亿吨、2.08 亿吨和 1.8 亿吨；苏交网 2017 年 8 月上线，2017 年、2018 年以及 2019 年至今苏交网交易量分别为 10 万吨、880 万吨和 3500 万吨。因乙二醇性能稳定，保存期长，交割量持续增长，且期货推出后，保税科技子公司长江国际作为大商所 001 号乙二醇交割库，交割有望进一步放量。固体干散货仓储品种方面，外服公司于 2015 年获批郑州商品交易所 PTA 指定交割仓库。

图 31: 网上仓储服务平台交易量 (乙二醇)



数据来源：公司公告，东北证券

图 32: 苏交网交易量 (乙二醇)



数据来源：公司公告，东北证券

目前公司智慧物流平台已经成功实现流量变现。经过 4 年市场培育，2019 年 3 月起，公司开始对交割收手续费，2019 年半年新增交割费及会员费 2024.65 万元，顺利实现流量变现。

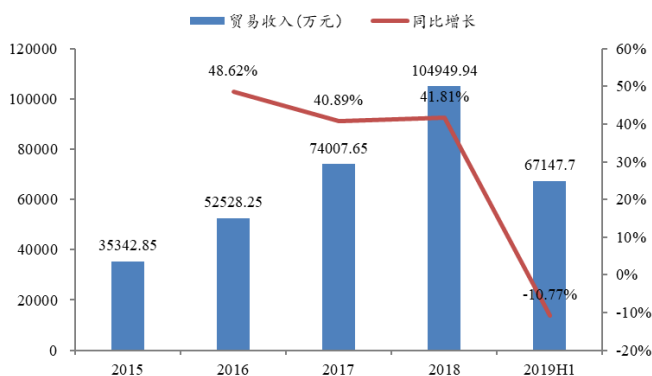
平台交割品种实现品类拓展，由液体化工品拓展至固体干散货。公司智慧物流电商平台初期以乙二醇为交割品种，2019 年 9 月公司首单 PTA 链交割业务在苏交网成功实现交割，交割品种由液体化工品扩展至干散货，同时 PTA 的成功交割也进一步说明了苏交网交割模式跨品类、跨业态的通用性基础。

往后看智慧物流平台的盈利和利润贡献度有望超过仓储主业。得益于公司的行业优势地位，交割费存在提价空间。目前苏交网平台的交易量为 3500 万吨，考虑到网上仓储服务平台和苏交网相互为支撑，仓储平台之后将为苏交网带来导流。假设苏交网乙二醇交割量达到 4 亿吨，交割手续费以目前的每吨 0.5 元计算，则交割费就能贡献 2 亿利润（智慧物流平台的后期投入成本很小）。而如果我们考虑到公司和京东共建的智慧物流 3.0 版本的平台，后续短期可实现的功能包括多银行支付平台，票据，在线融资以后三大功能，以及增值税票的电子化都将带来新的业绩增量。

#### 4. 调整自营贸易业务，剥离亏损公司，减缓利润波动性

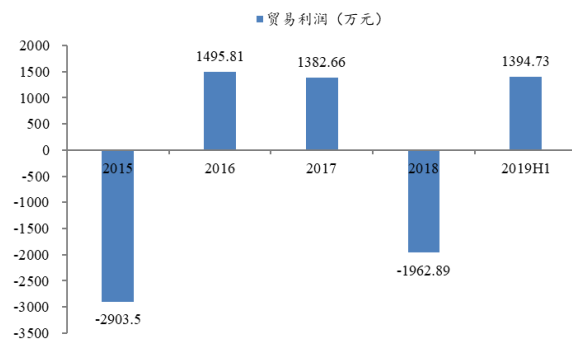
调整自营贸易业务，进一步减轻利润波动性。保税贸易主营化工品代理业务受行情波动影响较大，化工品价格呈现阶段性震荡的行情，自营贸易的风险较大，对于公司的经营业绩存在较大不确定性。公司 2015 年和 2018 年保税贸易均实现了大额亏损，侵蚀当年利润。为了降低自营贸易业务风险对业绩的影响，公司主动调整业务结构，围绕公司南北联动整体经营目标开展业务，不仅提升了子公司扬州公司罐容利用率，同时通过期现结合经营业务模式，降低了经营风险，经营业绩大幅改善。2019 年上半年保税贸易实现营业收入 67147.7 万元，同比下降 10.77%。往后看，保税贸易利润波动对公司整体业绩的扰动会进一步减小。

图 33: 保税贸易收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 34: 保税贸易利润变动



数据来源：公司公告，东北证券

剥离亏损子公司，利润拖累项厘清。2018 年 12 月公司将持有的交易中心 40% 的股权转让给保税港务，不再直接持有交易中心股权，预计减亏 3000 万元；同期，保税贸易将持有的航交中心 10% 的股权转让给张家港保税区扬子江物产控股有限公司，保税贸易不再持有航交中心股权。同时，公司对苏州高新的减持已经完成，公司已将二级市场投资业务压缩至可控范围，未来业绩不再受市场波动影响。



## 5. 盈利预测

### 核心假设

**仓储业务:** 公司仓储业务的收入主要取决于罐容、罐容利用率以及费率。液体化工品仓储业务方面, 公司目前罐容为 110 万立方, 今年上半年最高库存量平均为 85 万方, 但三季度和四季度开工旺季到来, 罐容利用率下降, 假设 2019 年全年库存量为 70 万方。仓储价格方面, 上半年仓储费为 40 元/立方/月, 公司于 7 月 1 日开始上调仓储费 5 元, 假设全年费用率为 42.5 元/立方/天。则 2019 年液体化工品仓储收入为 3.62 亿元。不考虑后续 10 万平米的扩容, 2020 年-2021 年的库存量为 75 万方和 75 万方; 价格方面, 考虑到公司码头和罐容资源的稀缺性, 2020 和 2021 年的仓储费分别为 50 元和 57 元。综上分析, 公司 2019-2021 年液体化工品仓储收入分别为 3.62 亿、4.6 亿和 5.2 亿元。固体仓储业务方面, 目前仓储面积为 24 万方, 假设 2019 年-2021 年公司固体仓储业务收入分别为 0.58 万元、0.73 亿元和 0.87 亿元, 对应的毛利率分别为 44.5%、44.6%和 44.6%。

**交割和会员费:** 长江国际会员服务费为每年 800 元, 该部分收入主要取决于会员数量, 目前平台注册家数约为 10000 家; 交割费则由平台交易量以及费用率决定。公司 2019 年 3 月开始收取交割费, 1.0 和 2.0 版本交割费标准假设为 0.3 元/吨和 0.5 元/吨, 并且保持稳定; 且随着新品种的交割, 交割量预计逐月提升。预计 2019 年交割费和会员费收入 6000 万元。

**保税贸易:** 公司主动调整自营贸易结构, 2019 年上半年公司自营贸易收入同比降低 10.77%, 但三季度随着大宗商品价格回升, 贸易业务收入增长, 假设 2019 年-2021 年贸易收入将保持 20%的稳定增长, 分别实现营业收入 16 亿元、19.2 亿元和 23.04 亿元。

**毛利率:** 公司各项业务中, 服务费和交割费毛利率最高, 成本在某种程度上几乎可以忽略不计(主要是每年几十万元的软件维护费), 假设稳定在 95%; 主营业务中, 液体化工品码头仓储业务预计随着提价的进行, 毛利率有望进一步提升, 假设 2019-2021 年对应的毛利率分别为 49.5%、52%和 54%。固体仓储业务毛利率低于液体仓储, 假设 2019-2021 年对应毛利率分别为 44.5%、44.6%和 44.6%。保税贸易随着公司业务结构的调整, 预计整体将保持 2019 年上半年的盈利能力, 全年进一步由负转正。



## 盈利预测

基于以上核心假设，我们得到保税科技 2019 年-2021 年营业收入分别为 21.25 亿、25.88 亿和 30.75 亿，同比分别增长 55.77%、21.78% 和 18.81%。

附：保税科技主营拆分及预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,040.90	1,353.56	2,125.00	2,588.00	3,075.00
YOY		30.04%	55.77%	21.78%	18.81%
码头仓储（液化）	245.81	256.79	361.20	450.00	495
YOY		4.47%	40.66%	24.58%	10.00%
交割及会员费			60	85	110
YOY				41.66%	29.41%
仓储（固体）	41.76	25.51	50.00	65.00	80.00
YOY		-38.91%	96.00%	30.00%	23.08%
运输	2.03	0	0.00	0.00	0.00
化工品贸易	724.97	1,037.00	1,600.00	1,920.00	2,304.00
YOY		43.04%	54.29%	20.00%	20.00%
代理和服务费	26.33	34.26	44.42	60.00	78.00
YOY		30.12%	29.65%	35.01%	30.00%

## 6. 风险提示

乙二醇消费和进口量大幅下降：公司目前液体仓储品种主要为乙二醇，如果乙二醇消费量和进口量大幅下降，将直接影响主营业务收入。

成本大幅度上升：化工行业环保安全要求加码，可能带来公司投入的大幅度增长。

智慧物流流量变现不及预期：智慧物流平台提供的服务和交割费为公司业绩的纯增量，如果智慧物流建设不及预期将对业绩增长产生压制。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	296	1	239	593	净利润	45	283	345	427
交易性金融资产	24	100	115	125	资产减值准备	12	0	0	0
应收款项	38	81	94	109	折旧及摊销	87	84	87	89
存货	64	167	191	214	公允价值变动损失	-75	-76	-15	-10
其他流动资产	943	1,299	1,479	1,632	财务费用	34	20	13	13
<b>流动资产合计</b>	<b>1,366</b>	<b>1,648</b>	<b>2,119</b>	<b>2,673</b>	投资损失	66	-40	-60	-60
可供出售金融资产	34	0	0	0	运营资本变动	-181	-136	-145	-83
长期投资净额	291	291	291	291	其他	-3	5	0	0
固定资产	1,031	1,021	980	940	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-15</b>	<b>141</b>	<b>225</b>	<b>376</b>
无形资产	230	233	234	232	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-55</b>	<b>-29</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>
商誉	28	28	28	28	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-272</b>	<b>-408</b>	<b>22</b>	<b>-12</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,764</b>	<b>1,744</b>	<b>1,725</b>	<b>1,706</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>327</b>	<b>24</b>	<b>458</b>	<b>486</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,129</b>	<b>3,391</b>	<b>3,844</b>	<b>4,379</b>					
短期借款	258	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	20	91	103	114	每股指标				
预收款项	14	31	39	43	每股收益 (元)	0.03	0.20	0.25	0.30
一年内到期的非流动负债	20	20	20	20	每股净资产 (元)	1.49	1.67	1.94	2.25
<b>流动负债合计</b>	<b>570</b>	<b>678</b>	<b>751</b>	<b>858</b>	每股经营性现金流量 (元)	-0.01	0.12	0.19	0.31
长期借款	100	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	368	368	369	370	营业收入增长率	30.11%	55.77%	21.78%	18.81%
<b>长期负债合计</b>	<b>468</b>	<b>368</b>	<b>369</b>	<b>370</b>	净利润增长率	115.68%	588.44%	23.30%	21.17%
<b>负债合计</b>	<b>1,038</b>	<b>1,047</b>	<b>1,121</b>	<b>1,228</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1,808	2,022	2,357	2,722	毛利率	11.39%	16.90%	18.32%	19.97%
少数股东权益	284	323	366	428	净利率	2.60%	11.50%	11.65%	11.88%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,129</b>	<b>3,391</b>	<b>3,844</b>	<b>4,379</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	9.76	13.85	13.33	12.91
					存货周转率 (次)	22.69	34.48	32.93	31.74
					偿债能力指标				
					资产负债率	33.18%	30.86%	29.15%	28.05%
					流动比率	2.39	2.43	2.82	3.12
					速动比率	2.27	2.17	2.55	2.85
					费用率指标				
					销售费用率	0.68%	0.65%	0.58%	0.58%
					管理费用率	4.55%	4.00%	3.65%	3.65%
					财务费用率	2.57%	1.20%	0.91%	0.79%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	88.42	20.33	16.49	13.61
					P/B (倍)	1.74	2.46	2.11	1.83
					P/S (倍)	3.64	2.34	1.92	1.62
					净资产收益率	1.96%	12.09%	12.79%	13.41%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验8年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

杨振华, 浙江大学经济学硕士, 行业研究助理。

### 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。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

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。
	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	在未来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平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 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 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	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
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn