

投资评级 **增持** 首次覆盖

## 西南水务行业翘楚，国企改革助力成长

### 股票数据

6个月内目标价(元)	10.20
05月22日收盘价(元)	7.48
52周股价波动(元)	6.16-8.58
总股本/流通A股(百万股)	4800/4800
总市值/流通市值(百万元)	35904/35904

### 主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	33.6	21.7	25.3
市净率	2.7	2.4	2.2
市销率	8.06	7.36	6.69
EV/EBITDA	23.6	19.8	16.7
分红率(%)	—	—	—

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.3	-5.3	-10.5
相对涨幅(%)	-0.7	-4.2	-8.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

联系人:张磊

Tel:(021)23212001

Email:zl10996@htsec.com

联系人:赵树理

Tel:(021)23219748

Email:zsl10869@htsec.com

### 投资要点:

- 西南地区水务行业翘楚。**重庆水务前身为成立于2001年重庆市水务控股(集团)有限公司,经多次股权划转,2007年变更为股份有限公司,并于2010年于上交所上市。2007年公司获得市政府授予30年期重庆市供排水特许经营权,具有区域垄断优势。目前其主营业务涵盖自来水销售、污水处理及工程施工建设等。公司实际控制人为重庆市国资委,国资持股比例共88.56%。2016年实现营业收入44.54亿元、归母净利润10.68亿元,分别同比下降0.77%、31.16%,主要源于公司集中计提了2015年7月至2016年12月的增值税合计5.71亿元,但尚未收到70%增值税退税。
- 污水处理业务盈利显著。**公司污水处理能力稳步提升,2016年并购大足龙水及成都青白江项目,污水处理能力达228.39万立方米/日,同比增长5.1%。污水处理定价以8%-10%净资产收益率为基础采取成本加成方法,前三期结算价分别为3.43、3.25、2.78元/立方米,2016年ROE为8%,价格下调空间较小。公司实施污水建设模式改革,原先由实际控制人水务资产获取中央补助资金并建厂后,转让给上市公司运营;今后将变更为水务资产获取资金后直接划拨给上市公司,由上市公司建厂、运营,将大大提升资金运营效率。
- 供水业务稳步发展。**公司自来水产能218.6立方米/日,2016年投产20万立方米/日,在建项目计划产能1万吨/日,预计2017年12月投产。重庆主城区居民生活用水实施阶梯水价制度,第一、二、三阶梯水价分别为3.5、4.22、5.90元/m<sup>3</sup>,实施前价格统一为3.5元/m<sup>3</sup>,阶梯水价制度将增强公司业绩稳定性。
- 国企改革助力公司发展。**重庆市2014年启动国企改革,积极推进企业混合所有制发展,近年效果显著。公司将在公司治理改善、PPP项目增加订单以及引入市场化第三方投资者等多方面受益。2017年4月10日,公司大股东德润环境20%股权挂牌转让,转让方为重庆市水务资产经营有限公司,44亿元的挂牌价创重庆联交所最高纪录。德润环境的原股东放弃行使优先购买权,此次转让将引进第三方投资者。同时德润环境旗下资产丰富,未来将加速推进资产证券化工作。
- 盈利预测与估值。**预计公司2017-19年实现归属母公司所有的净利润16.53、14.21、16.16亿元,对应EPS分别为0.34、0.30、0.34元。参考可比公司估值,给予公司2017年30倍PE,对应目标价10.20元,给予增持评级。
- 风险提示。**(1)公司在建工程项目进展低于预期;(2)自来水、污水处理价格波动;(3)国企改革进展受限。

### 主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4488.10	4453.66	4878.57	5370.15	5942.56
(+/-)YoY(%)	8.50%	-0.77%	9.54%	10.08%	10.66%
净利润(百万元)	1551.56	1068.10	1652.70	1421.46	1616.36
(+/-)YoY(%)	7.00%	-31.16%	54.73%	-13.99%	13.71%
全面摊薄EPS(元)	0.32	0.22	0.34	0.30	0.34
毛利率(%)	45.34%	37.59%	38.17%	38.35%	38.57%
净资产收益率(%)	11.41%	7.96%	10.97%	8.62%	8.93%

资料来源: 公司年报(2015-2016), 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. 西南地区水务行业翘楚.....	5
2. 主营业务为公司盈利保驾护航.....	7
2.1 污水处理业务盈利显著.....	7
2.2 供水业务稳步发展.....	9
3. 国企改革助力公司发展.....	10
3.1 重庆国改推进迅速.....	10
3.2 大股东股权挂牌转让，股权多元化进一步深化.....	11
4. 公司财务稳健.....	11
5. 盈利预测与估值.....	12
6. 风险提示.....	13
财务报表分析和预测.....	14

## 图目录

图 1	重庆水务股权结构.....	6
图 2	重庆水务近年营收、净利稳步提升.....	6
图 3	重庆水务营运能力良好.....	6
图 4	重庆水务近年营业收入构成（百万元）.....	7
图 5	重庆水务主营业务毛利率维持高位.....	7
图 6	重庆水务污水处理能力稳步提升.....	7
图 7	重庆水务污水处理业绩情况.....	7
图 8	污水处理结算价格（元/立方米）.....	8
图 9	营运模式改变前污水处理厂建设运营模式.....	9
图 10	营运模式改变后污水处理厂建设运营模式.....	9
图 11	重庆水务供水量逐年提升.....	9
图 12	重庆水务供水业务业绩情况.....	9
图 13	重庆水务现金流及资产负债率情况.....	12
图 14	重庆水务历年分红情况.....	12

## 表目录

表 1	公司供排水业务概览.....	5
表 2	2016 年各地区平均水价、定价原则及调整机制 .....	8
表 3	重庆市阶梯水价表（元/立方米） .....	10
表 4	重庆市国企改革条例.....	10
表 5	三峰环境主要历程.....	11
表 6	重庆水务分产品盈利预测.....	13
表 7	可比公司估值情况（倍） .....	13

## 1. 西南地区水务行业翘楚

重庆水务是我国西南地区水务行业翘楚。公司前身为成立于 2001 年重庆市水务控股(集团)有限公司,重庆国资委旗下“八大投”之一,经多次股权划转,2007 年变更为股份有限公司,并于 2010 年于上交所上市。作为重庆市最大供排水一体化企业,公司采取“政府特许、政府定价、企业经营”的经营模式,同时拥有重庆市政府授予 30 年供排水特许经营权,其主营业务包括自来水销售、污水处理及工程施工建设等。

截至 2016 年 12 月 31 日,公司供水企业拥有 34 套制水系统(水厂),生产能力 218.60 万立方米/日;排水企业投入运行污水处理厂 51 个,污水处理业务日处理能力 228.39 万立方米/日。公司及合营联营企业在重庆主城区自来水市场、污水处理市场占有率约 94%,具有区域垄断优势。

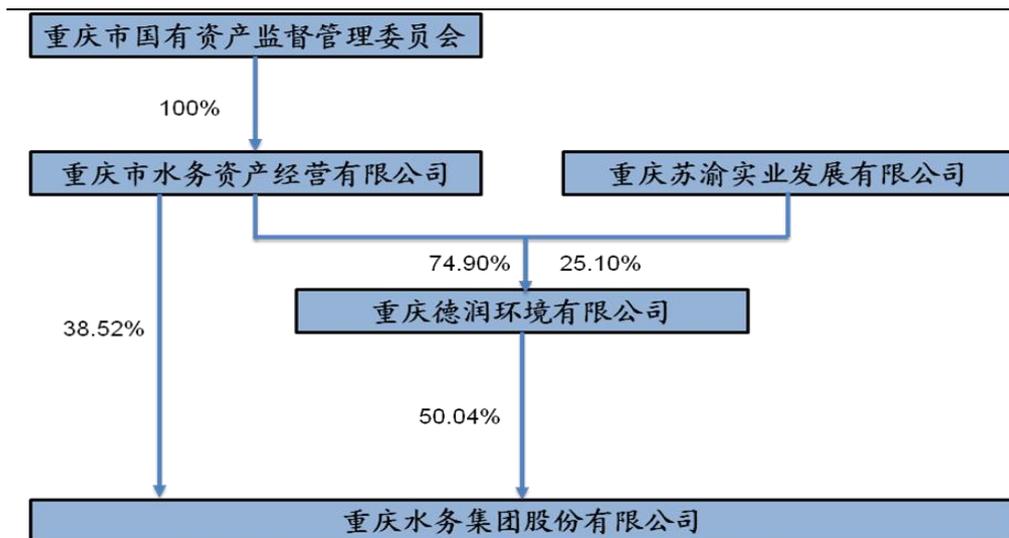
表 1 公司供排水业务概览

供水业务			污水处理业务		
下属公司	自来水厂(个)	生产能力 (万立方米/日)	下属公司	污水处理厂(个)	处理能力 (万立方米/日)
重庆市自来水有限公司	15	161.30	重庆市排水有限公司	2	83.00
重庆市渝南自来水有限公司	3	11.20	重庆市三峡水务有限责任公司	20	66.49
重庆市万盛自来水有限公司	7	6.20	重庆市渝东水务有限公司	11	26.00
重庆市合川区自来水有限责任公司	2	13.00	重庆市渝西水务有限公司	8	23.20
重庆两江水务有限公司	7	26.90	重庆市豪洋水务建设管理有限公司	8	23.25
			重庆市大足区清溪水务有限公司	1	1.50
			成都汇凯水处理有限公司	1	4.95
<b>合计</b>	<b>34</b>	<b>218.60</b>	<b>合计</b>	<b>51</b>	<b>228.39</b>

资料来源: 2016 年年报, 海通证券研究所

重庆市国资委为公司实际控制人,德润环境为公司控股股东。控股股东德润环境持股数 24.02 亿股,占公司股本 50.04%。公司第二大股东重庆市水务资产经营有限公司为重庆市国资委下属国有独资企业、德润环境控股股东,持德润环境 74.90% 股份。水务资产直接持有公司 38.52% 股份,并通过德润环境简介持有公司 50.04% 股份,公司国资持股比例共 88.56%,其他股东持股均在 5% 以下。

图1 重庆水务股权结构



资料来源：公司 2016 年报，海通证券研究所

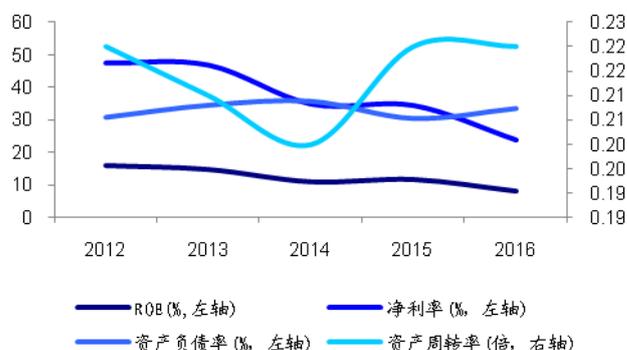
**公司盈利显著提升。**2016 年营业收入 44.54 亿元，同比下降 0.77%，归母净利润 10.68 亿元，同比下降 31.16%。其原因主要为公司计提 2015 年 7 月至 2016 年 12 月污水处理增值税及附加 5.71 亿元，且尚未收到 70% 增值税退税，因而未确认相关税费返还的营业外收入。预计该部分税费返还将增加 2017 年利润总额 3.57 亿元。2017Q1 营业收入 8.77 亿元，归母净利润 5.59 亿元，公司因收到 70% 增值税退税增加净利润 3.38 亿元。2016 年 ROE 为 8.03%，同比减少 3.62 个百分点，净利率 24.00%，同比减少 10.58 个百分点，资产周转率 0.22 次，持平上年，资产负债率 33.47%，同比增加 2.92 个百分点。ROE 与净利率下降源于增值税、污水处理成本上升及工程施工竞争加剧导致毛利率下降以及增值税影响。

图2 重庆水务近年营收、净利稳步提升



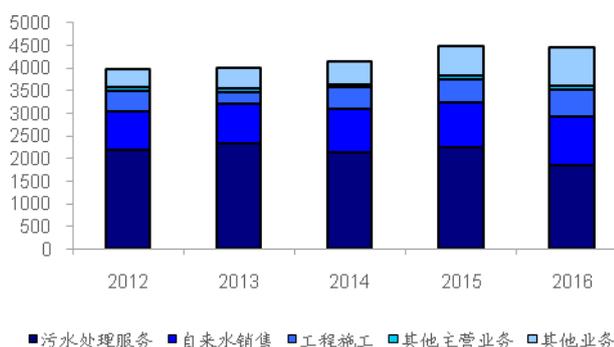
资料来源：公司历年年报，海通证券研究所 (注：2017Q1 同比于 2016Q1)

图3 重庆水务营运能力良好



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

**污水处理业务为公司营业收入及利润主要来源。**2016 年，公司累计污水处理结算水量 8.55 亿立方米，重庆市财政采购污水处理服务结算价格为 2.78 元/立方米，实现污水处理服务收入 18.66 亿元，占公司营业收入 41.9%；自来水累计售水量 4.21 亿立方米，售水均价 2.52 元/立方米 (不含税)，实现自来水销售收入 10.62 亿元，占公司营业收入 23.9%；公司工程施工及其他业务收入 15.26 亿元，占公司营业收入 34.3%。污水处理业务 2016 毛利率为 52.4%，为公司营业收入及利润最主要来源。

**图4 重庆水务近年营业收入构成 (百万元)**


资料来源: 公司历年年报, 海通证券研究所

**图5 重庆水务主营业务毛利率维持高位**


资料来源: 公司历年年报, 海通证券研究所

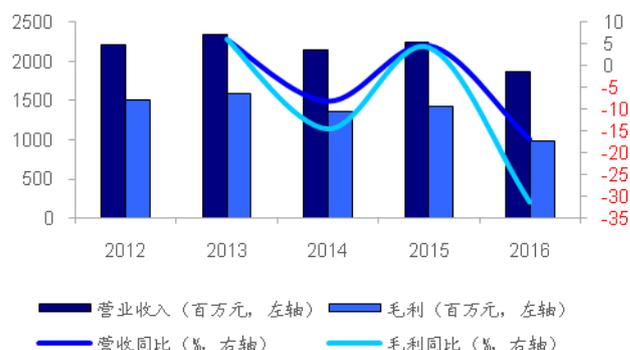
## 2. 主营业务为公司盈利保驾护航

### 2.1 污水处理业务盈利显著

**污水处理量稳定增长。**公司于2007年被重庆市政府授予排水特许经营权, 期限30年, 其下属5家全资子公司同时也拥有此特许经营权。随着2010年募投项目的逐步投产, 公司所属企业加大污水管网和接入口建设等措施, 公司污水处理能力稳步提升, 2016年污水处理能力达228.39万立方米/日, 同比增长5.1%, 产能利用率99.00%。2016年公司并购重庆大足龙水污水处理项目及四川成都青白江项目, “走出去”实现零的突破, 进一步增强公司污水处理能力, 成为污水处理盈利新增力量。2016年公司实现污水处理服务收入18.66亿元, 同比下降17%, 毛利润9.77亿元, 同比下降31.3%。

**图6 重庆水务污水处理能力稳步提升**


资料来源: 公司历年年报, 海通证券研究所

**图7 重庆水务污水处理业绩情况**


资料来源: 公司历年年报, 海通证券研究所

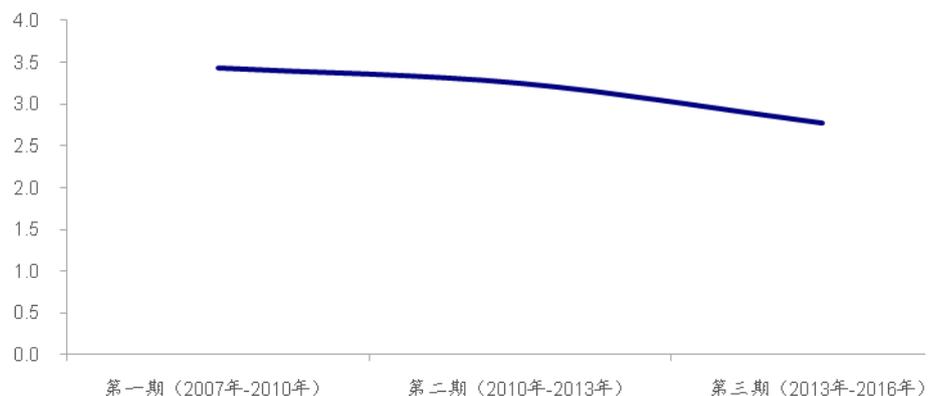
**合理定价机制激发业绩活力。**公司污水处理服务费采取政府采购形式, 结算价格以污水处理业务获得8%-10%的净资产收益率为基础, 在特许经营期内, 结算价格采取成本加成方法, 即污水处理费用 =  $\sum$  单位结算价格 \* 各污水厂结算污水处理量 (若实际污水处理量 < 设计污水处理量的60%, 则结算污水处理量为设计污水处理量的60%; 若实际污水处理量  $\geq$  设计污水处理量的60%, 则结算污水处理量为实际污水处理量)。2016年ROE为8.03%, 水价无下调空间, 保底+提成结算方式保证公司盈利。

**表 2 2016 年各地区平均水价、定价原则及调整机制**

地区	平均水价 (元/立方米)	定价原则	调价机制
重庆市财政局	2.78	根据《重庆市人民政府关于授予重庆水务集团股份有限公司供排水特许经营权的批复》(渝府[2007]122 号)及《重庆市财政局关于核定重庆水务集团股份有限公司污水处理服务结算价格的实施办法》(渝财建[2009]607 号)的有关规定核定。	污水处理服务结算价格标准由重庆市财政局或其受托机构每三年核定一次。
成都青白江区水务局	1.54	按照成都市青白江区水务局与成都汇凯所签订《特许经营权合同》及《污水处理服务协议》的相关规定核定。	按照《特许经营权合同》及《污水处理服务协议》的相关规定,距上次调价两年以上(含两年)或污水处理可变成本上涨(或者下降)超过 6%的,可申请调整。
重庆市大足区财政局	3.35	按照重庆市大足区人民政府大足府【2016】12 号文批复同意的《重庆市大足区清溪水务有限公司污水处理特许经营权实施方案》及《重庆市大足区清溪水务有限公司污水处理服务结算价格实施办法》执行。	根据《重庆市大足区清溪水务有限公司污水处理特许经营权实施方案》及《重庆市大足区清溪水务有限公司污水处理服务结算价格实施办法》规定,污水结算价格每三年核定一次。

资料来源: 2016 年年报, 海通证券研究所

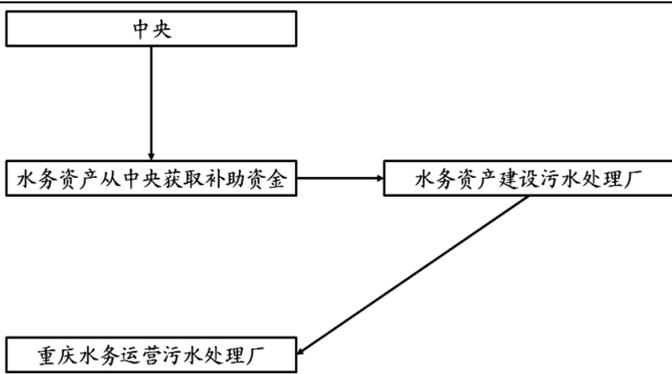
**污水处理费用存在提升空间。**前 3 期政府采购污水处理结算价格分别为 3.43 元/m<sup>3</sup>、3.25 元/m<sup>3</sup>、2.78 元/m<sup>3</sup>, 虽前三期处理费呈下降趋势, 但随着公司污水处理服务第三个结算期已于 2016 年 12 月 31 日到期, 成都地区可变处理成本上涨超过 6%后可申请调价, 公司已与重庆市财政局商谈第四期价格核定方案, 考虑污水处理成本提高以及增值税对结算价格影响, 我们预计污水处理费未来存在上涨可能, 盈利水平有望改善。

**图 8 污水处理结算价格 (元/立方米)**


资料来源: 公司历年年报, 海通证券研究所

**污水建设模式改革提升运营效率。**公司过去由实际控制人水务资产获取中央补助资金, 建设污水处理厂后, 转让给上市公司运营。未来水务资产获取中央补助资金后, 直接转给上市公司, 由上市公司建设、运营, 并且未来新提标改造项目将采用此方式。污水建设模式改进有助于提高公司资金运营效率。

图9 营运模式改变前污水处理厂建设运营模式



资料来源：重庆水务模式调整公告，海通证券研究所

图10 营运模式改变后污水处理厂建设运营模式

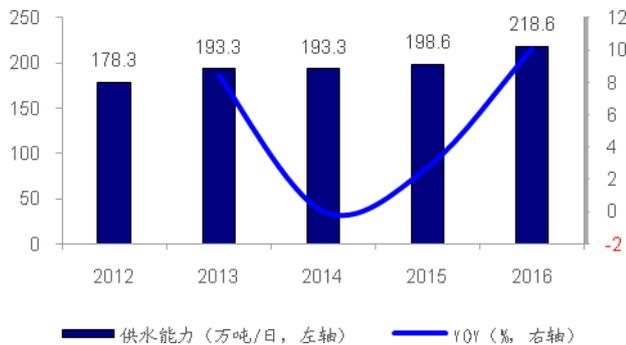


资料来源：重庆水务模式调整公告，海通证券研究所

## 2.2 供水业务稳步发展

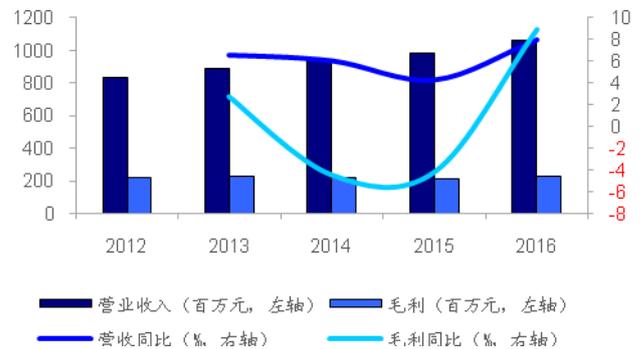
**产能持续扩张。**2016年12月31日，公司自来水供应产能218.6万立方米，产能利用率61.76%。同时，公司积极扩建产能，鱼嘴新水厂一期工程厂区已完工，并正在进行配套管网建设，同时，钓鱼嘴供水管道工程、丰收坝水厂二期工程、唐家桥污水处理厂附属工程、九龙水电工程投产在建，在建项目计划产能1万吨/天，并预计于2017年12月投产。随着产能不断扩大，公司供水量也保持持续稳定增长。2016年公司供水业务实现营业收入10.62亿元，同比增长7.9%，毛利润2.28亿元，同比增长8.9%。

图11 重庆水务供水量逐年提升



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

图12 重庆水务供水业务业绩情况



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

**供水业务重庆地区绝对垄断。**公司的供水业务包括从水源取水、自来水净化到输水管网输送完整的供水业务产业链。同时，公司及其下属5家子公司拥有自2007年起期限30年供水特许经营权，截至2016年12月31日，公司占有重庆市主城区约56%自来水市场，公司及合营联营企业共同占有重庆市主城区约94%自来水市场，在重庆地区供水市场具有区域垄断优势。

**提价水制度提升业绩空间。**重庆市主城区在2016年1月1日起实施实行阶梯式水价，居民生活用水第一、二、三阶梯水价分别为3.5、4.22、5.90元/m<sup>3</sup>，实行阶梯水价前居民生活用水价格统一为3.5元/m<sup>3</sup>。梯度水价较原统一水价有较大幅度提升，预计将增强公司供水业务业绩稳定性。

**表 3 重庆市阶梯水价表 (元/立方米)**

分类		自来水价格	污水处理费	综合水价
居民生活用水	第一阶梯 (年用水量<260m <sup>3</sup> )	2.5	1.0	3.5
	第二阶梯 (260m <sup>3</sup> <年用水量<360m <sup>3</sup> )	3.2	1.0	4.22
	第三阶梯 (年用水量>360m <sup>3</sup> )	4.9	1.0	5.9
特种水	洗车行业	5.7	1.3	7.0
	洗浴(含浴足)、高尔夫球场	9.4	1.3	10.65
非居民用水	学校、养老福利机构、部队等	2.3	1.3	3.6
	其他	3.3	1.3	4.55

资料来源: 重庆自来水有限公司官网, 海通证券研究所

### 3. 国企改革助力公司发展

#### 3.1 重庆国改推进迅速

**重庆政府积极推进国企改革。**重庆市 2014 年启动国企改革, 重庆市国资委转发《中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见》。《意见》明确指出力争在 3-5 年内完成国企改革布局, 2/3 国企发展成为混合所有制企业; 80% 以上竞争类国有企业国有资本实现证券化; 培育 3—5 家具有全国竞争力和影响力的国有资本投资公司、运营公司, 打造 10 家左右中国 500 强产业集团, 同时加大公共服务类企业非主营业务资产的剥离重组力度, 稳妥推进混合所有制企业员工持股。

**国企改革取得成效。**2016 年, 重庆市在推动混合所有制改革方面取得五大成效。第一, 推动企业上市; 第二, 规范推进政府和社会资本合作 (PPP) 模式。市属国有重点企业正在实施 PPP 项目 25 个, 总投资 1541 亿元, 引入社会资本 296 亿元; 第三, 开展员工持股试点。通过员工持股降低委托代理问题, 改善公司治理。第四, 落实重大事项决策权、选人用人权、薪酬分配权“三项职权”改革试点。

**表 4 重庆市国企改革条例**

年份	政策文件	主要内容
2014 年 6 月	《中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见》	积极发展混合所有制, 优化国企结构
2015 年 4 月	《重庆市国有及国有控股企业清产核资工作规程》	重庆市国有及国有控股企业清产核资相关规定
2015 年 4 月	《关于印发企业国有产权向管理层转让暂行规定的通知》	重庆市国有产权向管理层转让相关规定
2015 年 4 月	《重庆市企业国有资产评估管理暂行办法》	重庆市国有资产评估管理办法
2015 年 4 月	《重庆市市属国有重点企业外部董事管理办法(试行)》	重庆市国有重点企业外部董事管理规定
2015 年 4 月	《重庆市国有资产监督管理委员会规范性文件制定办法》	重庆市国有资产监督管理委员会规范性文件制定原则
2015 年 4 月	《关于重庆市属国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的实施意见》	落实“三重一大”的基本原则、主要范围、基本程序
2015 年 5 月	《重庆市企业国有产权转让管理办法》	重庆市国有产权转让相关规定
2015 年 5 月	《关于重庆市属国有重点企业试行企业年金制度的指导意见》	市属国有重点企业试行企业年金制度相关意见
2015 年 10 月	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	深化国企改革的总体要求、分类推进, 完善企业制度及管理体制
2015 年 11 月	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	改革完善国有资产管理体制总体要求、基本原则、主要措施及协同推进配套改革
2016 年 2 月	《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	明确国有企业发展混合所有制经济总体要求、核心思路、配套措施
2016 年 8 月	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	员工持股试点原则、员工入股条件及工作实施规定

资料来源: 重庆市国有资产监督管理委员会, 海通证券研究所

**国企改革为公司带来更大成长空间。**在国企改革背景下, 公司有望从多个层面受益:

1) 混合所有制改善国企一股独大局面, 公司治理结构及考核激励得到改善。2) 水务行业受益于 PPP 项目, 公司订单增加, 从行业中获益。3) 国改背景下, 引入第三方投资者, 有望为公司资产注入新活力。

### 3.2 大股东股权挂牌转让, 股权多元化进一步深化

**德润环境挂牌转让 20% 股权。**2017 年 4 月 10 日, 重庆联交所官网披露, 德润环境 20% 股权挂牌转让, 转让方为重庆市水务资产经营有限公司, 44 亿元的挂牌价创重庆联交所最高纪录。德润环境的原股东放弃行使优先购买权, 此次转让将引进第三方投资者。

德润环境成立于 2014 年 10 月, 注册资本原 1000 万元, 为水务资产全资。为推进重庆市国有资本改革, 2015 年 6 月, 公司原股东重庆水务资产和中法合资公司苏渝实业共同对德润环境增资。增资前, 水务资产和苏渝实业分别持有公司 75.12% 和 13.44% 的股份, 增资后, 德润环境持有公司 50.04% 的股份, 为公司控股股东, 水务资产持有公司 38.52% 的股份。2016 年, 德润环境被增资到 10 亿元, 苏渝实业持股 25.1%, 水务资产持股 74.9%。

**德润环境环保资产丰富, 国改深化有助提升盈利。**控股股东德润环境拥有重庆三峰环境、重庆德润新邦环境修复、重庆德润环保科技产业有限公司、中渝(重庆)环保产业发展有限公司多家子公司。其中, 三峰环境为重庆市政府重点培育的战略性新兴产业国有企业, 国内垃圾发电行业领军企业, 目前其正在积极推进 IPO 相关工作, 其未来融资能力有望进一步增强。

表 5 三峰环境主要历程

年份	主要事件
1998	三峰成立, 专业从事垃圾焚烧发电项目的投资、建设和运营
1999	三峰环境获得国债资金 1000 万元, 建设垃圾焚烧炉国产化基地
2000	引进德国马丁垃圾焚烧发电全套技术
2001	中标中国第一个 BOT 垃圾发电项目—重庆同兴垃圾焚烧发电项目 (1200 吨/天) 并组建项目公司
2004	完成焚烧炉国产化, 成功应用于首个示范项目-同兴垃圾焚烧发电厂
2007	引入全球最大垃圾焚烧发电专业公司——美国卡万塔, 成立合资公司——重庆三峰卡万塔环境产业有限公司, 提升运营管理
2008	中标成都九江垃圾焚烧发电项目 (1800 吨/天) 并组建项目公司
2009	主编的《生活垃圾焚烧炉及余热锅炉》国家标准在全国颁布实施
2010	中标昆明、万州、西昌、靖江、大理等 BOT 项目, 动工建设重庆丰盛垃圾焚烧发电项目 (2400 吨/天)
2011	三峰环境建设国家环境保护垃圾焚烧处理与资源化工程技术中心
2013	中标广西南宁垃圾焚烧发电项目 (2000 吨/天) 并组建项目公司
2014	中标埃塞俄比亚项目成套设备出口 (1200 吨/天), 动工建设重庆涪陵-长寿垃圾焚烧发电项目 (1500 吨/天)
2015	广东汕尾项目高温烘煮炉点火成功
2015	广东汕尾环保发电厂成功并网发电
2016	广西南宁环保发电厂正式投产运行
2016	泸州市垃圾焚烧发电厂项目正式启动投运
2016	直投项目白银垃圾焚烧发电项目一次性并网成功

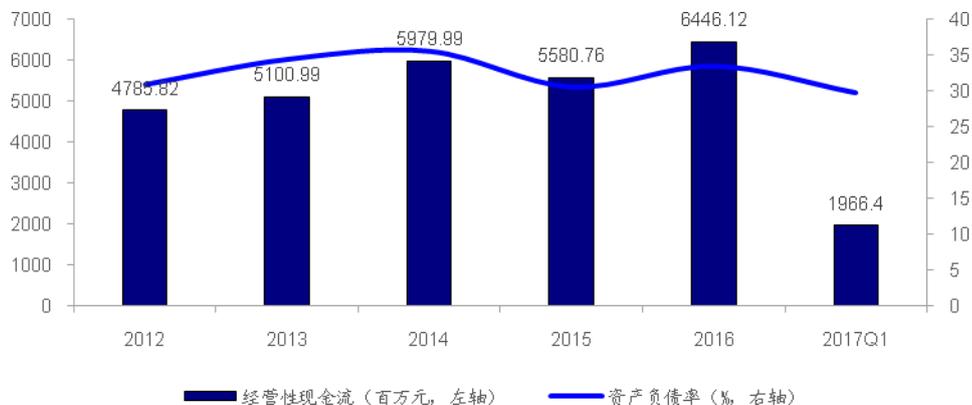
资料来源: 三峰环境官网, 海通证券研究所

## 4. 公司财务稳健

**充足现金流与低资产负债率保障公司融资能力。**公司供水和污水业务都有较好的经营性现金流, 2012 年-2016 年公司经营性现金流稳步增长, 2016 年经营性现金流 64.46

亿元, 2017Q1 经营性现金流为 19.66 亿元, 充足的现金流为公司经营扩张提供有力保障。同时, 公司拥有较低资产负债率, 2016 年公司资产负债率仅为 33.5%, 为未来融资提供广阔空间。

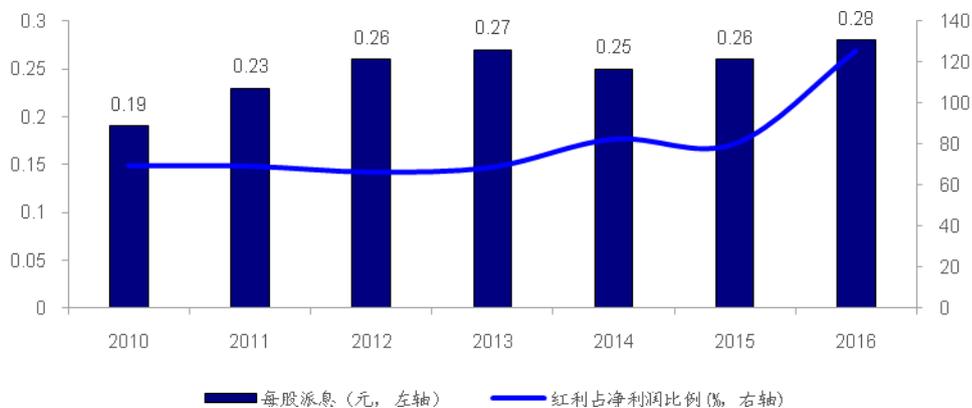
图13 重庆水务现金流及资产负债率情况



资料来源: 公司历年年报, 海通证券研究所

**高分红带来安全边际。**公司自上市之初, 连年保持高分红比例, 2016 年公司每 10 股派现金红利 2.8 元, 按 2017 年 5 月 18 日 7.55 元/股的收盘价计算, 股息率高达 3.7%。2016 年公司现金分红占当年归母净利润比例高达 125.83%, 未来仍将按照章程保持在 60% 以上。

图14 重庆水务历年分红情况



资料来源: 公司历年年报, 海通证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

关键假设:

- (1) 公司在建工程项目进展顺利;
- (2) 自来水、污水价格保持稳定;
- (3) 国企改革进展顺利。

表 6 重庆水务分产品盈利预测

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>污水处理</b>						
销售收入	2146.92	2247.70	1865.72	1959.01	2056.96	2159.80
增长率 (YOY)	—	5%	-17%	5%	5%	5%
毛利率	64%	63%	52%	52%	52%	52%
<b>自来水销售</b>						
销售收入	943.42	984.02	1062.23	1115.34	1171.11	1229.66
增长率 (YOY)	—	4%	8%	5%	5%	5%
毛利率	23%	21%	21%	21%	21%	21%
<b>工程施工</b>						
销售收入	487.84	535.21	611.54	672.69	739.96	813.96
增长率 (YOY)	—	10%	14%	10%	10%	10%
毛利率	14%	15%	6%	10%	10%	10%
<b>其他主营</b>						
销售收入	71.47	63.46	74.48	81.93	90.12	99.13
增长率 (YOY)	—	-11%	17%	10%	10%	10%
毛利率	55%	63%	53%	53%	53%	53%
<b>其他</b>						
销售收入	486.93	657.70	839.68	1049.60	1312.00	1640.00
增长率 (YOY)	—	35%	28%	25%	25%	25%
毛利率	37%	44%	47%	47%	47%	47%
<b>合计</b>						
销售收入	4136.58	4488.09	4453.65	4878.57	5370.15	5942.56
增长率 (YOY)	—	8%	-1%	10%	10%	11%
毛利率	61%	45%	38%	38%	38%	39%

资料来源: 公司历年财报, 海通证券研究所

预计公司 2017-19 年实现归属母公司所有的净利润 16.53、14.21、16.16 亿元, 对应 EPS 分别为 0.34、0.30、0.34 元。参考可比公司估值, 给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价 10.20 元, 给予增持评级。

表 7 可比公司估值情况 (倍)

可比公司	PE (TTM)	PE (2017E)	PE (2018E)
首创股份	60.27	48.32	41.04
武汉控股	22.17	22.15	15.19
国祯环保	44.77	39.69	31.07
中值	44.77	39.69	31.07

资料来源: wind 一致预期 (2017/5/22), 海通证券研究所

## 6. 风险提示

(1) 公司在建工程项目进展低于预期; (2) 自来水、污水处理价格波动; (3) 国企改革进展受限。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4453.66</b>	<b>4878.57</b>	<b>5370.15</b>	<b>5942.56</b>
每股收益	0.22	0.34	0.30	0.34	营业成本	2779.65	3016.36	3310.62	3650.61
每股净资产	2.79	3.14	3.43	3.77	毛利率%	37.59%	38.17%	38.35%	38.57%
每股经营现金流	0.44	0.50	0.51	0.56	营业税金及附加	108.85	85.11	100.04	114.12
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	2.44%	1.74%	1.86%	1.92%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	158.88	183.90	198.82	221.34
P/E	33.61	21.72	25.26	22.21	营业费用率%	3.57%	3.77%	3.70%	3.72%
P/B	2.68	2.38	2.18	1.98	管理费用	628.63	672.58	746.23	823.61
P/S	8.06	7.36	6.69	6.04	管理费用率%	14.11%	13.79%	13.90%	13.86%
EV/EBITDA	23.65	19.82	16.65	13.99	EBIT	777.65	920.61	1014.44	1132.88
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	79.51	-4.88	-8.06	-89.14
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.79%	-0.10%	-0.15%	-1.50%
毛利率	37.59%	38.17%	38.35%	38.57%	资产减值损失	22.68	0.00	0.00	0.00
净利润率	24.00%	33.89%	26.49%	27.22%	投资收益	197.89	197.89	197.89	197.89
净资产收益率	7.96%	10.97%	8.62%	8.93%	<b>营业利润</b>	<b>873.34</b>	<b>1123.38</b>	<b>1220.38</b>	<b>1419.91</b>
资产回报率	5.28%	7.47%	5.91%	6.18%	营业外收支	239.41	580.00	250.00	250.00
投资回报率	8.34%	10.60%	12.65%	15.61%	<b>利润总额</b>	<b>1112.75</b>	<b>1703.38</b>	<b>1470.38</b>	<b>1669.91</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1415.84	1578.83	1753.67	1920.25
营业收入增长率	-0.77%	9.54%	10.08%	10.66%	所得税	43.69	49.80	47.90	52.54
EBIT 增长率	-35.79%	18.38%	10.19%	11.68%	有效所得税率%	3.93%	2.92%	3.26%	3.15%
净利润增长率	-31.11%	54.68%	-13.98%	13.70%	少数股东损益	0.97	0.87	1.02	1.01
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1068.10</b>	<b>1652.70</b>	<b>1421.46</b>	<b>1616.36</b>
资产负债率	33.5%	31.7%	31.2%	30.5%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>839.05</b>	<b>1090.54</b>	<b>1180.63</b>	<b>1375.23</b>
流动比率	2.86	3.27	3.38	3.54	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	2.71	3.12	3.24	3.40	货币资金	5432.27	7617.83	9712.97	12056.94
现金比率	98.24	137.76	175.65	218.04	应收款项	952.21	935.62	882.76	814.05
<b>经营效率指标</b>					存货	294.97	326.39	356.99	394.10
应收帐款周转天数	80.69	70.00	60.00	50.00	其它流动资产	806.52	806.52	806.52	806.52
存货周转天数	39.08	39.50	39.36	39.40	流动资产合计	8852.21	10942.56	12984.24	15267.33
总资产周转率	0.22	0.23	0.23	0.24	长期股权投资	1080.09	1080.09	1080.09	1080.09
固定资产周转率	0.63	0.67	0.76	0.86	固定资产	7437.13	7851.20	8376.73	8865.10
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	在建工程	682.92	550.04	417.16	307.94
净利润	1069.06	1653.58	1422.48	1617.37	无形资产	1083.28	1270.15	1451.28	1616.32
折旧摊销	638.19	658.21	739.23	787.37	非流动资产合计	11384.91	11194.75	11069.57	10871.23
营运资金变动	437.81	341.83	547.47	528.28	<b>资产总计</b>	<b>20237.12</b>	<b>22137.31</b>	<b>24053.81</b>	<b>26138.56</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>2129.18</b>	<b>2405.73</b>	<b>2461.29</b>	<b>2685.13</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-414.07	-525.53	-488.38	应付账款	899.50	1156.96	1360.53	1600.27
无形资产投资	0.00	-186.87	-221.39	-209.88	预收账款	861.84	925.02	1025.22	1131.92
资本支出	477.85	418.06	564.04	539.03	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-813.24</b>	<b>-220.17</b>	<b>-366.15</b>	<b>-341.15</b>	流动负债合计	3100.28	3346.89	3840.90	4308.29
债务变化	-72.50	0.00	0.00	0.00	长期借款	1384.27	1384.27	1384.27	1384.27
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	2288.39	2288.39	2288.39	2288.39
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1408.34</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	非流动负债合计	3672.66	3672.66	3672.66	3672.66
现金净流量	-92.40	2185.56	2095.13	2343.98	<b>负债总计</b>	<b>6772.94</b>	<b>7019.55</b>	<b>7513.57</b>	<b>7980.95</b>
公司自由现金流	1777.04	1425.68	1654.04	1823.85	实收资本	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00
股权自由现金流	2098.99	2185.56	2095.13	2343.98	普通股股东权益	13413.22	15065.92	16487.39	18103.75
					少数股东权益	50.96	51.84	52.86	53.86
					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>20237.12</b>	<b>22137.31</b>	<b>24053.81</b>	<b>26138.56</b>

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 22 日

资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张一弛 公用事业

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：大通燃气,福能股份,富瑞特装,聚光科技,武汉控股,广安爱众,金圆股份,黔源电力,上海电力,雪浪环境,盈峰环境,大唐发电,博天环境,梅安森,维尔利,三维丝,新天然气,中联环,华自科技,中能股份,清新环境,崇达技术,长春燃气,三川智慧,江南水务,韶能股份,国投电力,华电国际,盛运环保,天壕环境

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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

江孔亮 副所长  
(021)23219422 klijiang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

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

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
联系人  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljl11087@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  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
史霄安 sxa11398@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 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com  
联系人  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
联系人  
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
李影 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@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  
联系人  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

### 汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
联系人  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

### 公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
联系人  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

### 互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
联系人  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
唐宇 ty11049@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com  
联系人  
金晶 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com 尹琴(021)23154119 y111569@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com 联系人 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yll11036@htsec.com 鲁立 ll11383@htsec.com 洪琳 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com 唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 马榕 23219431 mr11128@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com 联系人 周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 联系人 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
<b>军工行业</b> 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com 张宇轩 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 林瑾璐 ljl11126@htsec.com 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹阁 gxm11214@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com 赵洋 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  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
王雅清(0755)83254133 wyq10541@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  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
蒋炯 jj10873@htsec.com  
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
陆铂锡 lbx11184@htsec.com  
吴尹 wy11291@htsec.com  
陈铮茹 czr11538@htsec.com  
张明 zm11248@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