投资评级 买入 首次覆盖

环境服务西部领先，兼容发展一主多元

股票数据

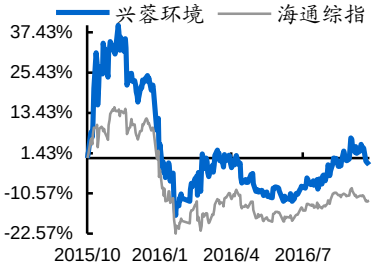
6 个月内目标价（元）	8.00
09 月 30 日收盘价(元）	5.78
52 周股价波动（元）	4.91-8.58
总股本/流通 A 股（百万股）	2986/2986
总市值/流通市值（百万元）	17260/17260

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	21.7	18.9	15.7
市净率	2.2	2.0	1.7
市销率	5.83	5.39	4.84
EV/EBITDA	13.0	12.7	10.1
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-2.7	4.5	9.5
相对涨幅（%）	-0.9	3.0	6.3

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **一主多元的西部水务龙头。**公司 2010 年以其持有的成都市排水公司 100%的股权与“蓝星清洗”进行资产置换，实现借壳上市，主业为污水处理。其后经过多次并购，陆续增加自来水、渗滤液处理、垃圾焚烧发电、管道、中水、污泥处理等业务。大股东为兴蓉集团，持股比例 42%，实际控制人为成都市国资委。公司 2015 年营业收入和归母净利润分别为 30.62、8.25 亿元，分别同比增长 12.40%、9.63%。主要源于公司供水、污水等新项目的陆续投产，相应收入和净利增长。

- **实现异地 PPP 项目突破，多元业务增强拿单能力。**2013 年以来，国家不断加大 PPP 政策的推进力度，目前已发布两批推介项目库，即将发布的第三批推介项目库已接受各地申报项目 1070 个，计划总投资约 2.2 万亿元，未来 PPP 将成为环保公司主要的订单形式。作为成都本地的水务龙头，公司目前在成都地区拥有 4 座自来水厂和 7 座污水处理厂，供水能力和污水处理能力分别达到 228 万吨/日、160 万吨/日。此外，公司在海南省运营自来水厂，在兰州、银川、西安、巴中、深圳等地投资了多个污水处理项目。2016 年 8 月，公司中标江苏沛县供水 PPP 项目，总投资约 15.04 亿元，意味着公司具备较强的异地 PPP 拿单能力。同时，公司拥有成都市中水、污水污泥、垃圾渗滤液处理特许经营权，规模分别为 30 万吨/日、400 吨/日、2300 吨/日，在建垃圾焚烧发电规模 3900 吨/日。多元化的业务，使公司在获取综合性 PPP 打包项目上更具竞争力。

- **继续推进 H 股上市，积极加强合资合作。**2016 年 6 月，公司向证监会和香港联交所提交了港股上市申请。通过推进 H 股上市，构建 A+H 股跨境双融资平台，公司将增加国际性融资渠道，从而降低整体融资成本。同时公司积极加强与国内外公司的合资合作，成立多个合资公司，优势互补，进一步增强市场竞争力。

- **盈利预测与估值。**预计公司 2016-2018 年实现归属母公司所有的净利润 9.44、11.39、13.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.32、0.38、0.44 元。参考可比公司估值和公司未来发展，给予公司 2016 年 25 倍 PE，对应目标价 8 元，给予买入评级。

- **风险提示。**（1）PPP 拿单或落地速度不及预期；（2）港股发行进度不及预期；（3）竞争加剧，毛利率迅速下降。

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

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2724.26	3062.49	3314.01	3687.78	4059.83
(+/-)YoY(%)	12.73%	12.42%	8.21%	11.28%	10.09%
净利润(百万元)	752.03	824.73	944.84	1139.32	1305.15
(+/-)YoY(%)	0.87%	9.67%	14.56%	20.58%	14.55%
全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.28	0.32	0.38	0.44
毛利率(%)	44.15%	42.32%	42.22%	44.82%	46.88%
净资产收益率(%)	10.09%	10.05%	10.32%	11.07%	11.26%

资料来源：公司年报（2014-2015），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. 一主多元的西部水务龙头 5
2. 实现异地 PPP 项目突破，多元业务增强拿单能力 6
3. 继续推进 H 股上市，积极加强合资合作 8
4. 盈利预测与估值 8
5. 风险提示 9
财务报表分析和预测 10

图目录

图 1　兴蓉环境实际控制人产权关系 5
图 2　兴蓉环境近五年归母净利润及增长率.....6
图 3　兴蓉环境 2015 年主业收入构成.....6
图 4　典型 PPP 项目公司结构 7

表目录

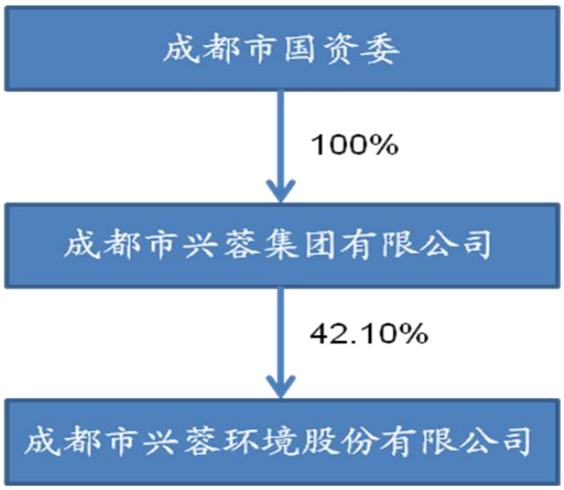
表 1 PPP 主要相关政策回顾 6
表 2 兴蓉环境近年主要中标项目 7
表 3 兴蓉环境分产品盈利预测 8
表 4 可比公司估值情况 9

1. 一主多元的西部水务龙头

2010 年，兴蓉公司以其持有的成都市排水公司 100%的股权与“蓝星清洗”进行资产置换，实现借壳上市，主业为污水处理。2011 年公司收购兴蓉集团持有的自来水公司 100%股权，主业增加自来水业务。2012 年收购兴蓉集团持有的再生能源公司 100%股权，主业增加渗滤液处理、垃圾焚烧发电。2014 年，公司设立建设工程公司和中水分公司，主业增加管道安装、中水服务、污泥处理；2015 年，子公司安科公司收购沃特特种公司 100%股权，成立兴蓉研究院和合资公司兴蓉环境公司，增加市政工程施工、环保设施设备、城市供排水系统研究开发等业务。

公司大股东为兴蓉集团，持股比例 42%，实际控制人为成都市国资委。兴蓉集团（前身“兴蓉投资”）原为成都市水环境整治项目的投融资主体，后发展为城市排水、自来水、污水处理、水务监测等的投融资、建设和运营管理的平台。

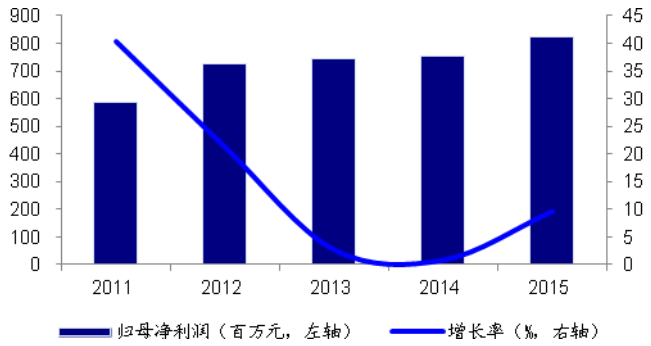
图1 兴蓉环境实际控制人产权关系



资料来源：公司 2016 年半年度报告，海通证券研究所

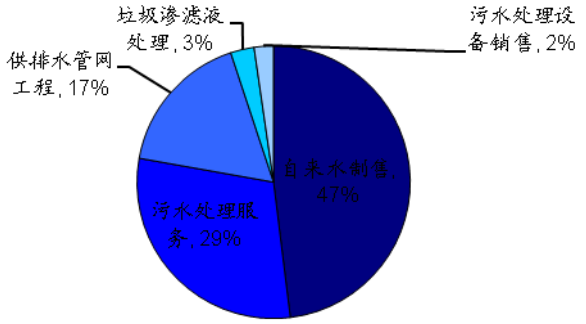
公司 2015 年营业收入和归母净利润分别为 30.62、8.25 亿元，分别同比增长 12.40%、9.63%。净利润增速开始加快，主要源于公司供水、污水等新项目的陆续投产，相应收入和净利增长。2015 年公司实现供水总量 7.62 亿吨，售水总量 6.52 亿吨，日均供水量 208.77 万吨，公司最高日供水量 230.08 万吨；污水处理总量 7.72 亿吨，日均污水处理量 211.51 万吨；污泥焚烧处理量 11.04 万吨；垃圾渗滤液处理量 63.52 万吨；中水利用量 6272 万吨。公司已经形成水务为主，渗滤液、污泥、垃圾焚烧等环保业务协同发展的多元化布局。

图2 兴蓉环境近五年归母净利润及增长率



资料来源：公司历年年报，海通证券研究所

图3 兴蓉环境 2015 年主业收入构成



资料来源：公司 2015 年报，海通证券研究所

2. 实现异地 PPP 项目突破，多元业务增强拿单能力

2013 年 9 月，国务院印发《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，明确要求在公共服务领域更多利用社会力量，加大政府购买服务力度。同年 11 月，十八届三中全会提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”。2015 年发改委发布《基础设施和公共事业特许经营管理办法》，为特许经营提供了基本的制度框架。16 年初，财政部发布《政府和社会资本合作法（草案征求意见稿）》，PPP 相应法制建设加快。

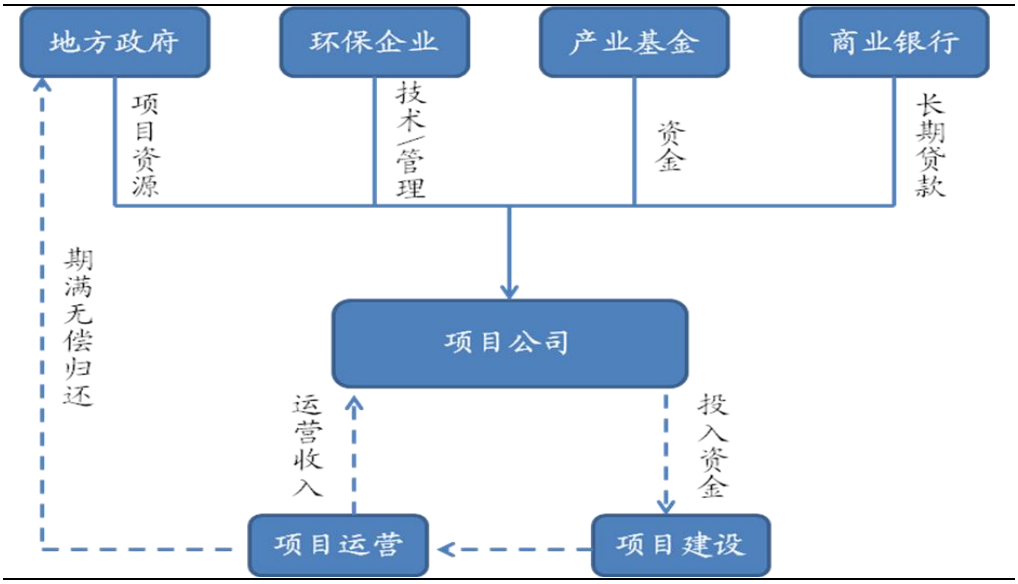
表 1 PPP 主要相关政策回顾

时间	部门	政策
2014.05	发改委	《关于发布首批基础设施等领域鼓励社会投资项目的通知》
2014.09	财政部	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》
2014.11	国务院	《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的通知》
2014.12	发改委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》
2015.01	财政部	《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》
2015.02	财政部	《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》
2015.04	发改委	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》
2015.05	财政部	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》
2015.05	财政部、环保部	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》
2015.06	财政部	《关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知》
2015.12	发改委，财政部	《政府和社会资本合作法（征求意见稿）》
2016.02	财政部，住建部	《关于开展 2016 年中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》

资料来源：政府网站，海通证券研究所

作为一种新型的地方政府融资模式，PPP 一方面减少了以往地方政府债务的压力，降低了风险。另一方面进一步开放民营资本准入领域，为环保和公用事业等领域的发展提供了大量的资金支持，潜在的市场需求被打开。

图4 典型 PPP 项目公司结构



资料来源：海通证券研究所

2015 年 5 月，财政部公布首批 PPP 推介项目，1043 个项目、总投资 1.97 万亿元。同年 12 月，发布了第二批 PPP 推介项目，共计 1488 个项目、总投资 2.26 万亿元。2016 年 9 月第三批 PPP 示范项目建议名单形成，此次财政部共接受各地申报项目 1070 个，计划总投资约 2.2 万亿元。在国家政策的大力支持和推动下，未来环保领域 PPP 项目将不断涌现，成为环保公司主要的订单模式。

作为成都本地的水务龙头，公司在成都地区拥有 4 座自来水厂和 7 座污水处理厂，供水能力和污水处理能力分别达到 228 万吨/日、160 万吨/日。此外，公司在海南省文昌市和成都市金堂县各运营一座自来水厂，供水能力达到 5.8 万吨/日。同时在兰州、银川、西安、巴中、深圳等地投资了多个污水处理项目，主要采用特许权经营模式，污水处理能力达到 79.49 万吨/日，作为区域性水务公司很好的实现了异地扩展的突破。

2016 年 8 月，公司中标江苏沛县供水 PPP 项目，总投资金额约 15.04 亿元，由 20 万吨/天地表水厂、合计 8.3 万吨/天的 13 个建制镇污水处理厂、市政管网以及农村饮水安全工程四部分组成，预计能为项目公司每年带来 15481.74 万元的经营流入。使公司成为区域水务公司中少数具备异地 PPP 拿单能力的公司，将起到示范效果，进一步增强公司未来盈利能力。

表 2 兴蓉环境近年主要中标项目

时间	项目名称	投资额	项目规划
2014.03	巴中经开区污水处理厂配套干管工程及厂外道路建设项目	1.45 亿元	建约 25km 长的污水管道和宽 7m 的市政二级道路 1km。
2014.10	成都市污水处理三、四、五、八厂扩能改造项目	11 亿元	35 万立方米/天
2014.11	清水河景观环境补水项目	—	30 万吨/天
2015.07	成都隆丰环保发电厂项目	7.07 亿元	1500 吨/天
2015.08	自来水七厂二期（净水厂）工程项目	8.09 亿元	50 万吨/天
2016.02	巴中市污水处理厂迁建工程项目	2.66 亿元	—
2016.08	江苏沛县供水 PPP 项目	15.04 亿元	20 万吨/天地表水厂 8.3 万吨/天污水处理厂

资料来源：公司经营活动公告，海通证券研究所

同时，公司拥有成都市中水、污水污泥、垃圾渗滤液处理特许经营权，规模分别为 30 万吨/日、400 吨/日、2300 吨/日。在建垃圾焚烧发电规模 3900 吨/日，其中万兴垃圾焚烧发电项目是成都第四座垃圾发电项目，也是规模最大的项目，日处理规模 2400 吨，预计 2016 年年底建成投运；隆丰垃圾发电项目处理规模 1500 吨/日，预计 2017

年年底建成投运。多元化业务，有利于公司未来获取更多综合性 PPP 打包项目。

3. 继续推进 H 股上市，积极加强合资合作

2015 年 1 月，公司赴港发行 H 股获成都市政府同意；同年 4 月，公司董事会通过相关议案；2016 年 6 月，公司分别向证监会和香港联交所递交了上市申请。目前，公司国有股权管理方案、国有股转持方案均已获批，后续仍需相关部门的批准或核准。公司发行 H 股募集的资金将主要用于扩大运营规模、项目投资建设、收购兼并、偿还银行贷款及补充流动资金等。通过推进 H 股上市，构建 A+H 股跨境双融资平台，公司将增加国际性融资渠道，从而降低整体融资成本。

同时，公司积极探寻与国内外先进企业的合作。2015 年，公司分别与兴蓉集团、中信环境、天翔环境等合资设立公司。2016 年，公司与中金丰德投资控股有限公司及浦华环保股份有限公司签署《战略合作框架协议》，拟共同拓展水质提标改造项目、污泥深度处理项目、城市雨洪管理及流域治理等综合性生态水环境项目；并与中铁三局集团有限公司拟就国内外的水务、环保领域基础设施项目展开战略合作。通过合资合作，实现优势互补，进一步提升公司市场竞争力和拿单能力。

4. 盈利预测与估值

关键假设：

（1）公司能持续获取异地优质 PPP 订单；

（2）港股发行推进顺利；

（3）成都地区各水厂、垃圾焚烧厂等项目建设进程推进顺利。

表 3 兴蓉环境分产品盈利预测

单位：百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
自来水						
销售收入	1217.31	1363.60	1454.52	1541.79	1665.13	1695.97
增长率（YOY）	—	12%	7%	6%	8%	10%
毛利率	51%	48%	46%	47%	50%	50%
污水处理						
销售收入	770.79	821.26	901.37	991.51	1140.23	1311.27
增长率（YOY）	—	7%	10%	10%	15%	15%
毛利率	58%	52%	50%	47%	50%	55%
供排水管网						
销售收入	343.07	336.92	517.31	569.04	625.95	719.84
增长率（YOY）	—	-2%	54%	10%	10%	15%
毛利率	21%	19%	26%	29%	30%	35%
垃圾渗滤液						
销售收入	49.94	100.38	85.03	93.53	102.89	113.17
增长率（YOY）	—	101%	-15%	10%	10%	10%
毛利率	12%	24%	11%	15%	15%	15%
污泥处理						
销售收入	—	72.75	69.64	76.61	99.59	149.38
增长率（YOY）	—	—	-4%	10%	30%	50%
毛利率	—	19%	10%	15%	20%	20%
其他						
销售收入	35.54	29.35	34.61	41.53	53.99	70.19
增长率（YOY）	—	-17%	18%	20%	30%	30%
毛利率	47%	52%	48%	50%	50%	50%

资料来源：公司财报，海通证券研究所

预计公司 2016-2018 年实现归属母公司所有的净利润 9.44、11.39、13.05 亿元，

对应 EPS 分别为 0.32、0.38、0.44 元。参考可比公司估值和公司未来发展，给予公司 2016 年 25 倍 PE，对应目标价 8 元，给予买入评级。

表 4 可比公司估值情况

可比公司	PE（TTM）	PE（2016E）	PE（2017E）
碧水源	39.10	27.67	19.49
江南水务	26.30	23.20	17.97
洪城水业	29.30	22.44	18.47
中值	31.57	24.44	18.64

资料来源：wind（2016/09/30），海通证券研究所

5. 风险提示

（1）PPP 拿单或落地速度不及预期;（2）港股发行进度不及预期;（3）竞争加剧，毛利率迅速下降。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标（元）				
每股收益	0.28	0.32	0.38	0.44
每股净资产	2.75	3.06	3.45	3.88
每股经营现金流	0.45	0.38	0.51	0.57
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000
价值评估（倍）				
P/E	21.65	18.90	15.67	13.68
P/B	2.18	1.95	1.74	1.54
P/S	5.83	5.39	4.84	4.40
EV/EBITDA	12.97	12.72	10.05	8.51
股息率（%）	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	42.32%	42.22%	44.82%	46.88%
净利润率	27.83%	29.26%	31.78%	33.05%
净资产收益率	10.05%	10.32%	11.07%	11.26%
资产回报率	5.81%	6.23%	6.91%	7.25%
投资回报率	10.44%	10.07%	11.23%	12.20%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	12.42%	8.21%	11.28%	10.09%
EBIT 增长率	4.65%	8.45%	20.22%	16.77%
净利润增长率	11.94%	13.78%	20.86%	14.47%
偿债能力指标				
资产负债率	41.5%	38.7%	36.6%	34.4%
流动比率	1.05	1.07	1.17	1.33
速动比率	0.99	1.01	1.11	1.27
现金比率	18.45	26.72	31.41	38.10
经营效率指标				
应收帐款周转天数	54.57	55.36	55.10	55.18
存货周转天数	28.77	28.26	28.43	28.37
总资产周转率	0.23	0.23	0.23	0.24
固定资产周转率	0.57	0.59	0.66	0.72

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	852.40	969.82	1172.13	1341.71
折旧摊销	394.63	332.91	443.21	466.70
营运资金变动	17.79	1.97	101.77	79.84
经营活动现金流	**1334.17**	**1131.84**	**1533.38**	**1708.14**
固定资产投资	0.00	-338.94	-366.57	-357.36
无形资产投资	0.00	-215.33	-187.18	-196.56
资本支出	1634.10	1098.12	1148.97	1132.02
投资活动现金流	**-1585.54**	**-1046.58**	**-1089.00**	**-1074.86**
债务变化	1446.09	-40.00	0.00	0.00
股票发行	45.43	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**596.10**	**-40.41**	**0.00**	**0.00**
现金净流量	344.73	44.85	444.38	633.28
公司自由现金流	223.69	7.42	350.76	548.70
股权自由现金流	242.62	44.08	444.78	633.15

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**3062.49**	**3314.01**	**3687.78**	**4059.83**
营业成本	1766.52	1914.90	2034.97	2156.75
毛利率%	42.32%	42.22%	44.82%	46.88%
营业税金及附加	35.90	36.37	41.39	45.23
营业税金率%	1.17%	1.10%	1.12%	1.11%
营业费用	90.57	97.86	108.95	119.92
营业费用率%	2.96%	2.95%	2.95%	2.95%
管理费用	202.41	216.04	241.52	265.48
管理费用率%	6.61%	6.52%	6.55%	6.54%
EBIT	967.09	1048.84	1260.95	1472.44
财务费用	118.90	82.85	73.76	81.20
财务费用率%	3.88%	2.50%	2.00%	2.00%
资产减值损失	47.06	0.00	0.00	0.00
投资收益	76.82	51.55	59.97	57.16
营业利润	**860.43**	**1017.54**	**1247.17**	**1448.41**
营业外收支	128.62	121.32	123.75	122.94
利润总额	**989.05**	**1138.86**	**1370.92**	**1571.35**
EBITDA	1361.72	1381.75	1704.16	1939.15
所得税	136.65	169.04	198.79	229.64
有效所得税率%	13.82%	14.84%	14.50%	14.61%
少数股东损益	27.67	24.99	32.81	36.56
归属母公司所有者净利润	**824.73**	**944.84**	**1139.32**	**1305.15**
扣除非经常性损益净利润	**741.55**	**866.51**	**1066.33**	**1236.73**

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2486.03	2530.87	2975.26	3608.54
应收款项	465.29	502.62	556.66	613.79
存货	163.58	148.25	158.50	167.65
其它流动资产	112.78	112.78	112.78	112.78
流动资产合计	3305.01	3370.16	3884.63	4591.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5590.45	5929.39	6295.96	6653.32
在建工程	2346.86	3013.22	3731.80	4432.97
无形资产	2560.48	2775.81	2873.63	2978.09
非流动资产合计	10897.13	11783.66	12613.18	13401.44
资产总计	**14202.14**	**15153.82**	**16497.81**	**17992.51**
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1170.86	1172.52	1241.63	1317.50
预收账款	269.45	302.22	332.36	367.34
其它流动负债	931.69	931.69	931.69	931.69
流动负债合计	3155.47	3137.33	3309.18	3462.18
长期借款	1059.18	1059.18	1059.18	1059.18
其它长期负债	1672.40	1672.40	1672.40	1672.40
非流动负债合计	2731.58	2731.58	2731.58	2731.58
负债总计	**5887.05**	**5868.91**	**6040.76**	**6193.76**
实收资本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22
普通股股东权益	8206.68	9151.52	10290.84	11595.99
少数股东权益	108.41	133.39	166.21	202.77
负债和所有者权益合计	**14202.14**	**15153.82**	**16497.81**	**17992.51**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 30 日
资料来源：公司年报（2015），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,聚光科技,金圆股份,黔源电力,上海电力,雪浪环境,三维丝,上柴股份,中联环,维尔利,韶能股份,国投电力,申能股份,盛运环保,三川智慧,天壕环境,雪迪龙,森远股份,瀚蓝环境,长江电力,富春环保,派思股份,创业环保,金海环境,新界泵业,吉电股份,国新能源,百川能源,迪森股份,巴安水务,首创股份,启源装备,天瑞仪器,碧水源,盾安环境,建投能源,华西能源,伟明环保

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

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）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	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%。
行业投资评级	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　kljiang@htsec.com

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

茆玉根　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
许晟洁(021)23154137　xsj10379@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
张凤逸(021)23219816

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
吴先兴(021)23219449　wuxx@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370　zxw6607@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
沈泽承(021)23212067　szc9633@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
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

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　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231　sjj9710@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　csy11033@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
张　雯(021)23154149　zw10199@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
李雨嘉 (021)23154136　lyj10378@htsec.ocm
杜　佳　dj11195@htsec.com

策略研究团队
茆玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
李　珂(021)23219821　lk6604@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

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

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
王　晴(021)23154116　wq10458@htsec.com
联系人
王汉超(021)23154125　whc10335@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

电力设备及新能源行业
周旭辉(021)23219406　zxh9573@htsec.com
牛　品(021)23219390　np6307@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171　xbq6583@htsec.com
杨　帅(010)58067929　ys8979@htsec.com
联系人
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
田　源(021)23214119　ty10235@htsec.com
联系人
杨　娜(021)23154135　yn10377@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
高　岳(010)50949923　gy10054@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927　scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998

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

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
张　杨(021)23219442　zy9937@htsec.com
联系人
童　宇(021)23154181　ty10949@htsec.com

纺织服装行业
于旭辉 23219411 yxh10802@htsec.com
唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
马 榕 mr11128@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com

机械行业
联系人
耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

电子行业
陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com

基础化工行业
刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘 璇 02123219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业
金 川(021)23219957 jc9771@htsec.com
杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

建筑建材行业
邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
联系人
陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
叶云开(021)23154138 yyk10380@htsec.com
夏 越(021)23212041 xy11043@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

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业
徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
联系人
蒋 俊 jj11200@htsec.com
张恒晅(010)68067998 zhx10170@hstec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
夏庐生(010)50949926 xls10214@htsec.com
联系人
彭 虎(010)50949926 ph10267@htsec.com
庄 宇 010-50949926 zy11202@htsec.com

煤炭行业
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

银行行业
林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 ljl11126@htsec.com
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业
联系人
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹闽 gxm11214@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李 阳 ly11194@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

造纸轻工行业
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
马婷婷

计算机行业
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 yl11036@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
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@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
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
孟德伟(021)23219989 mdw8578@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
蒋 炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽萱(010)58067931 zlx11191@htsec.com
吴 尹 wy11291@htsec.com
张 明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@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