

水务板块业绩有望改善，燃气板块业绩快速增长

——洪城水业 (600461.SH) 公司深度报告

首次覆盖报告

邱懿峰 (分析师)

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫 (联系人)

010-69004537

huanghongwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉 (联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

● 攻守兼具，“水务+燃气”双轮驱动：

洪城水业已形成“水务+燃气”双主业结构，传统水务板块（自来水供应、污水处理）的需求刚性大，业绩经营稳健；而燃气板块的行业增速较快，成为业绩增长亮点。

● 南昌市水价接近调整底线，自来水供应调价预期较强：

南昌市规划人口催生大量用水需求，经测算南昌市供水业务 ROE 已经接近水价调整底线，自来水水价调整时机或已成熟。加之南昌市水价调整周期、幅度的历史重复性较强，因此预计 2018-2019 年洪城水业水价或将上调。2017 年下半年，南昌市旗下三县相继改革自来水定价机制，“南昌三县水价上调”或将倒逼“市辖区水价上调”。

● 2018 年污水处理规模增速较快，“改扩建及提标改造”显著改善毛利率：

随着污水厂改扩建及提标改造完成，污水处理业务盈利好转迹象明显。考虑到 2017 年 12 月新增营口市城市污水处理 20 万立方米/日产能及 2018 年中在建产能投产（7 万立方米/日），2018 年污水处理规模增速在~11%。

● 南昌市气化率偏低，南昌燃气天然气销售业务快速增长：

根据国际燃气网报道，南昌燃气客户将从目前 79 万余户增加至 2020 年 100 万户（3 年间增量空间接近 27%）。随着天然气供应瓶颈攻克及采购成本降低，南昌燃气的非居民用户业务开拓将超预期。目前南昌燃气天然气年销量达到 3.2 亿立方米，南昌燃气将力争 2020 年销售气量达到 5.54 亿立方米（CAGR 达 20.08%）。2017 年，南昌燃气实现扣非净利润 1.06 亿元，业绩承诺实现率高达 133.58%。

● 业绩增长稳健，首次覆盖给予“推荐”评级：

预计公司 2018-2020 年将实现归母净利润 3.27 亿、3.76 亿、4.02 亿，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.48 元、0.51 元，当前股价对应 PE 为 14.8X、12.9X、12.0X。首次覆盖，给予“推荐”评级。此外，公司存在资产注入&外延扩张预期，近期高管及控股股东大幅增持公司股票，彰显公司长期发展信心。

● 风险提示：南昌市自来水提价进程及幅度不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3091	3,544	4,682	5,707	6,277
增长率(%)	91.1	14.7	32.1	21.9	10.0
净利润(百万元)	232.4	274	327	376	402
增长率(%)	22.6	17.9	19.5	14.9	7.0
毛利率(%)	24.5	23.1	22.3	21.5	20.8
净利率(%)	7.5	7.7	7.0	6.6	6.4
ROE(%)	8.6	9.8	10.4	10.9	10.5
EPS(摊薄/元)	0.29	0.35	0.41	0.48	0.51
P/E(倍)	20.86	17.7	14.8	12.9	12.0
P/B(倍)	1.57	1.5	1.4	1.3	1.2

推荐（首次评级）

市场数据

时间 2018.04.25

收盘价(元):	6.43
一年最低/最高(元):	5.56/7.5
总股本(亿股):	7.9
总市值(亿元):	50.77
流通股本(亿股):	5.94
流通市值(亿元):	38.19
近 3 月换手率:	25.84%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.49	14.86	-24.47
绝对	1.92	2.41	-12.45

相关报告

投资要件

我们区别于市场的观点

1. 市场将南昌市水价与全国各城市的横向水价对比，认为南昌市水价较低，但未曾考虑“水价占居民可支配收入情况”及“水源稀缺程度”。我们针对性对比国内外水价占居民可支配收入比例（2017年南昌水价收入比仅为0.42%，而水费收入比在2.5-3%比较合理）。居民实际承受的到户水价=自来水价格+污水处理费，因此可承受到户水价固定时，污水处理费越低，潜在自来水价格可越高。考虑到南昌市“水价收入比”及“较低的污水处理价格”，南昌市自来水水价潜在上涨空间较大。

2. 市场认为洪城水业毛利率接近水价调整底线（经验分析法），未曾有相关《规定》加以佐证。我们建立了供水业务ROE简化模型，可从《法律规定》方面来佐证水价调整的底线水平。由于国家规定供水企业合理盈利水平为净资产利润率（ROE）8-10%（其中主要靠政府投资的，ROE不得高于6%）。我们将公司业务分拆后，单独计算各年份自来水供应业务的ROE，认为当前南昌市供水业务ROE已经接近水价调整底线（ROE为6%），调整时机或已基本成熟。加之南昌市水价调整周期、幅度的历史重复性较强，因此预计2018-2019年洪城水业水价或将上调，由此增厚毛利约1亿元。

3. 市场未曾对比过南昌市辖区与旗下县级市的水价。我们独家发现，2017年下半年，南昌市旗下三县（南昌县、进贤县、安义县）相继改革自来水定价机制。改革后，三县自来水价格高度接近（甚至略高于）南昌市辖区。考虑到市辖区居民可支配收入、物价水平更高，南昌市辖区自来水价格理应比旗下三县更高。南昌三县水价都已经调整，市辖区水价调整理应不太远。

4. 市场对公司污水处理业务挖掘深度不够。我们认为：1）公司污水处理业务主要集中在县城这一级别，将受益于未来县城污水处理率大幅提升；2）考虑到12月份新增营口市城市污水处理20万立方米/日产能及2018年年中在建产能投产（7万立方米/日），18年污水处理规模增速在~11%；3）2017年，公司污水处理毛利率为29.23%（比16年增加4.16个百分点），污水处理业务盈利好转迹象明显。

5. 市场低估了南昌燃气非居民业务的开拓进度及盈利贡献：先前非居民用气供给不足，2016年9月“西气东输二线”天然气对接工程完工攻克“天然气供应瓶颈”。11月，发改委降低江西省内非居民用户天然气管输价格。我们认为，随着天然气供应瓶颈突破及非居民天然气采购成本降低，南昌燃气非居民用户开拓将超预期，并带来燃气业务超预期。2017年，南昌燃气实现净利润1.43亿元，扣非净利润1.06亿元，业绩承诺实现率高达133.58%，超额完成2017年业绩承诺。

股价上涨的催化因素

洪城水业股价上涨驱动力主要来自：1）南昌市自来水水价提升带来公司业绩改善；2）南昌燃气业务开拓进程超预期；3）资产注入及外延扩张超预期。

估值及业绩预测

预计公司2018-2020年将实现归母净利润3.27亿、3.76亿、4.02亿，对应EPS分别为0.41元、0.48元、0.51元，当前股价对应PE为14.8X、12.9X、12.0X。首次覆盖，给予“推荐”评级。此外，公司存在资产注入&外延扩张预期，近期高管及控股股东大幅增持公司股票，彰显公司长期发展信心。

目 录

1、 公司简介：“水务+燃气”双轮驱动，业绩稳步提升	5
1.1、 南昌市公用事业平台公司，股权集中度较高	5
1.2、 “水务+燃气”双轮驱动，区域市占率极高	5
1.3、 内生外延并举，业绩稳中有升	6
2、 业务概览：自来水供应调价预期较强，燃气业务业绩快速增长	7
2.1、 水务行业简介：南昌市水务运营一体化	7
2.2、 自来水供应：南昌三县水价相继上调，市辖区自来水 ROE 也接近调整底线	8
2.3、 污水处理：2018 年污水处理产能增长加快	13
2.4、 二次供水：南昌市无负压供水覆盖率提升空间较大，二次供水公司市占率有望持续增加	16
2.5、 燃气行业简介：气化率提升空间大&蓝天行动计划推进，南昌天然气消费快速增长：	17
2.6、 南昌燃气：攻克天然气供给瓶颈，加快开拓非居民用户	20
2.7、 车用天然气：南昌公交运输集团垄断公交车、出租车市场，车用天然气的需求端较为稳定	22
3、 主题投资：存在资产注入预期，“控股股东及高管增持”彰显发展信心	22
3.1、 实控人资产背景雄厚，存在资产注入预期	22
3.2、 设立产业投资基金，外延布局“绿色能源环保”	23
3.3、 控股股东及高管增持，彰显公司发展信心	24
4、 核心假设	24
5、 投资建议	25
6、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1： 洪城水业的控股结构图	5
图 2： 洪城水业的四大业务板块布局	6
图 3： 洪城水业营收及净利润增速较快	6
图 4： 洪城水业净利率在 10%左右，经营较为稳健	6
图 5： 2017 年，洪城水业各业务营收占比（%）	7
图 6： 2017 年，洪城水业各业务毛利占比（%）	7
图 7： 城镇水处理产业链	7
图 8： 2011-2017,洪城水业自来水售水量(万立方米)	8
图 9： 2011-2017, 洪城水业自来水营收及毛利	8
图 10： 各省会城市中，南昌市的居民污水处理价格相对较低	9
图 11： 各省会城市中，南昌市的非居民污水处理价格相对较低	10
图 12： 2011-2017,洪城水业污水处理量(万立方米)	14
图 13： 2011-2017,洪城水业污水处理业务营收（亿）	14
图 14： 2017 年,洪城水业污水处理毛利增长 25.65%	14
图 15： 2017 年，洪城水业污水处理毛利率有所提升	14
图 16： 洪城水业下属污水厂的污水处理水价	15
图 17： 二次供水为高层供水唯一选择	16
图 18： 二次供水分为水塔及水池、无负压供水等模式	17
图 19： 二次供水的两种运营模式比较	17
图 20： 2015 年，中国天然气消费占比仅为 8%	18
图 21： 2015 年，江西省天然气消费占比仅为 2.7%	18

图 22: 2006-2015 年, 江西能源消费总量 CAGR 为 6.82%	18
图 23: 2006-2015 年, 江西省天然气消费占比逐年提升	18
图 24: 2015 年, 江西人均全年供气比较低	19
图 25: 南昌市工业煤炭、生活煤炭消耗量逐年锐减	19
图 26: 南昌市生活及工业用天然气消耗量逐年增加	19
图 27: 2005-2015 年, 南昌市的供气总量及增速	19
图 28: 2005-2015 年, 南昌市的用气人口及增速	19
图 29: 2011-2014 年, 南昌燃气天然气销售量	20
图 30: 2011-2014 年, 南昌燃气的销售及安装工程业务	20
图 31: 南昌燃气净利润增长较快	21
图 32: 2006-2015 年, 南昌市房屋销售面积及增速	21
图 33: 实控人资产背景雄厚, 洪城水业存在资产注入预期	23
表 1: 洪城水业下属自来水水厂产能情况统计	8
表 2: 洪城水业自来水供应业务的净资产收益率测算 (简化模型)	11
表 3: 南昌市下属市辖区及县级市的自来水供应价格情况 (2018 年 1 月 25 日)	12
表 4: 洪城水业的污水处理厂在建产能情况	13
表 5: 洪城水业的污水处理厂的产能情况	14
表 6: 南昌燃气非居民用户的天然气销售价差高于居民用户	22
表 7: 洪城水业各个业务核心假设	24

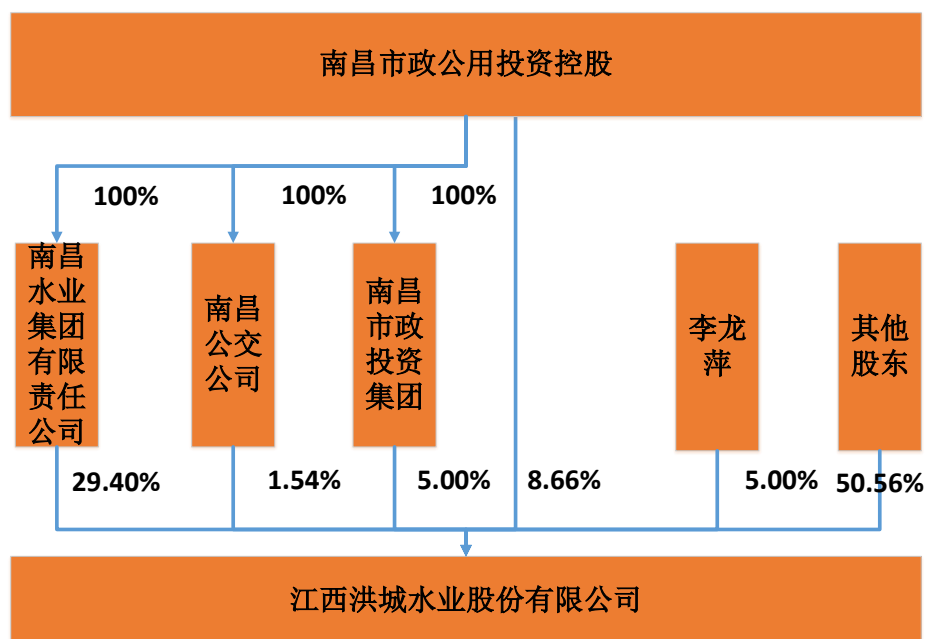
1、公司简介：“水务+燃气”双轮驱动，业绩稳步提升

1.1、南昌市公用事业平台公司，股权集中度较高

“水务+燃气”板块双轮驱动：洪城水业传统主业为“自来水生产和销售、城市污水处理、给排水管道工程建设”等水务板块。公司垄断了南昌市供水业务，且占据江西省内整个县级污水市场 80% 以上份额，在局域市场基本无竞争对手，业绩主要受“水量增速、政府价格调控”影响。2016 年 4 月，公司定增注入南昌燃气 51% 股权、公用新能源 100% 股权及二次供水公司 100% 股权。定增完成后，公司形成“水务+燃气”双主业结构。业务格局而言，洪城水业传统水务板块（自来水供应、污水处理）的需求刚性大，提价预期强，业绩经营稳健，可贡献稳定现金流，为其他业务发展及外延并购提供支撑。而燃气板块的行业增速较快，南昌本地市场远未饱和，成为业绩增长亮点。

南昌市公用事业平台公司，股权集中度有望进一步提高：公司是南昌市公用事业平台公司，控股股东为南昌水业集团公司，实际控制人为南昌市公用投资控股。控股股东（水业集团）的一致行动人有南昌市政公用投资控股，南昌市政投资集团，南昌公交公司。目前，水业集团及其一致行动人持股比例共计 44.6%，股权集中度较高。2017 年 12 月，水业集团还拟增持不超过 2% 公司股份，股权集中度有望进一步提高。

图1：洪城水业的控股结构图



资料来源：2017 年年报及 Wind 咨询，新时代证券研究所

1.2、“水务+燃气”双轮驱动，区域市占率极高

洪城水业水务及燃气板块的市占率较高：洪城水业业务可分为自来水销售、污水处理、燃气能源、及工程等四大业务，四大业务均在细分领域形成绝对优势，市占率相当高，基本不存在竞争对手：**1) 自来水销售：**自来水全部供应南昌市，市占率在 90% 以上；**2) 污水处理业务：**由“城镇生活污水处理和工业废水处理”两部分组成，污水处理业务在江西省县级占据 80% 以上份额；**3) 燃气能源业务：**包括管道天然气、CNG 及 LNG 供应与销售，天然气在南昌市燃气市占率已达 90%

以上；4) 工程及其他业务：包括水厂、污水厂和管网建设等。

图2：洪城水业的四大业务板块布局



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

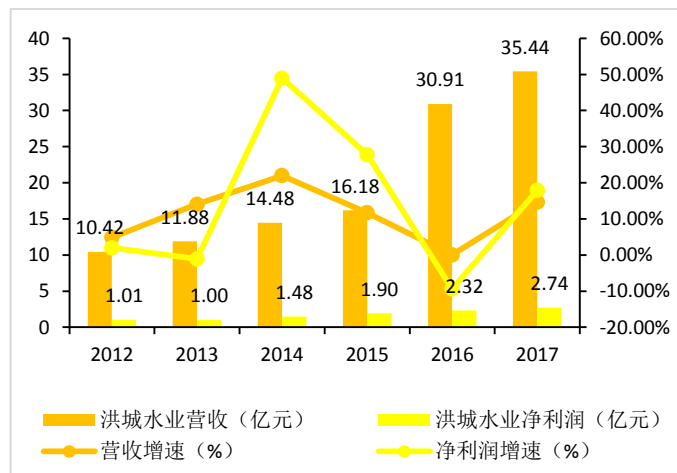
公司水质监测和装备均国内领先。公司是全国第二个公布 106 项水质指标的水务企业。公司还具有水处理剂和地表水质检测等多项技术，检测能力共计 140 项。

1.3、内生外延并举，业绩稳中有升

内生外延并举，业绩稳中有升：2012-2015 年，洪城水业营收、净利润 CAGR 分别为 15.80%、23.45%，业绩增速较快。2016 年，因定增资产（南昌燃气、公用新能源、二次供水公司）并表，公司营收、净利润明显增加。2017 年，洪城水业实现营收 35.44 亿元（+14.65%），实现归母净利润 2.74 亿元（同比+17.90%）。2012 年-2017 年，公司毛利率从 36.56%降低至 23.10%，净利率则稳定在 10%左右，经营较为稳健。

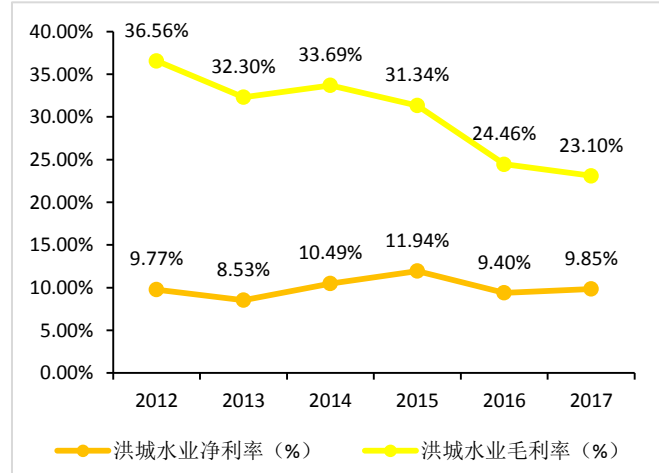
根据 2017 年年报，洪城水业力争 2018 年底，实现总资产 96.63 亿元，净资产 38.34 亿元，营业总收入 46.50 亿元，利润总额 4.27 亿元

图3：洪城水业营收及净利润增速较快



资料来源：Wind 金融资讯，新时代证券研究所

图4：洪城水业净利率在 10%左右，经营较为稳健



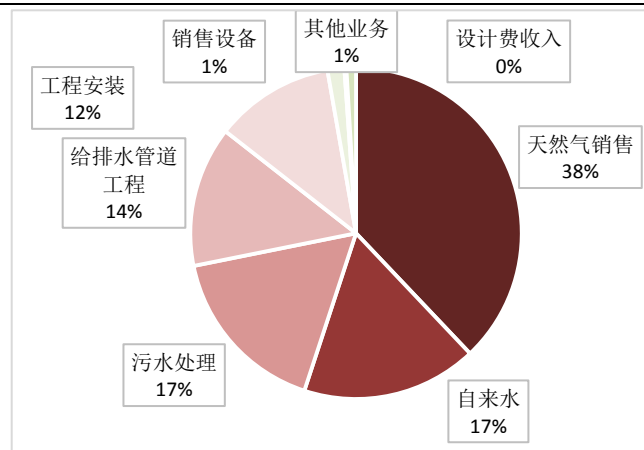
资料来源：Wind 金融资讯，新时代证券研究所

水务板块业绩稳定，燃气板块潜力较大：2016 年注入燃气资产后，公司形成“水务+燃气”两大业务板块，盈利结构中，燃气业务的占比大幅增加。2017 年，洪城水业的天然气销售、污水处理、自来水业务、给排水管道工程、工程安装的营

收占比分别为 38%、17%、17%、14%、12%，毛利占比分别为 8%、29%、21%、11%、28%，“燃气、水务、工程”对公司营收及毛利贡献较大。

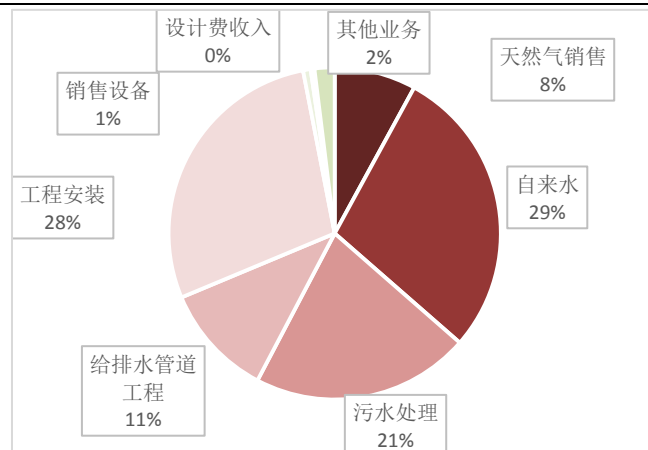
总体而言，近年来公司通过内生及外延发展，业绩稳中上扬。受益于 16 年燃气板块业务注入，盈利结构大为改观，其中：1）水务板块（含自来水供应、污水处理）需求刚性，提价预期强，业绩稳健；2）燃气板块（燃气销售、燃气安装工程）业务前景明朗，业绩增速较快。

图5： 2017 年，洪城水业各业务营收占比（%）



资料来源：Wind 金融资讯，新时代证券研究所

图6： 2017 年，洪城水业各业务毛利占比（%）



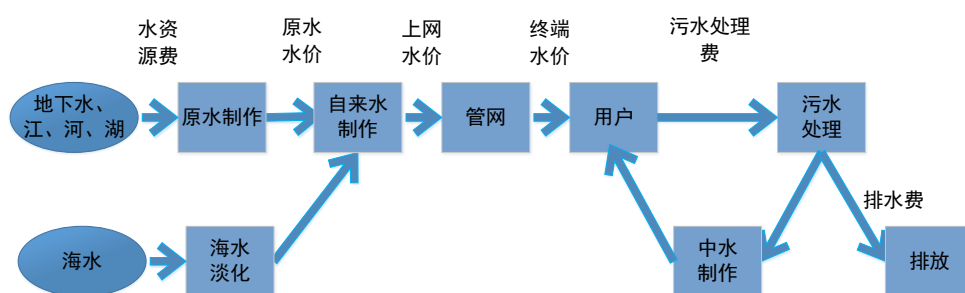
资料来源：Wind 金融资讯，新时代证券研究所

2、业务概览：自来水供应调价预期较强，燃气业务业绩快速增长

2.1、水务行业简介：南昌市水务运营一体化

水务行业产业链：城镇水处理产业链包括原水采集、自来水生产、管网输送到用户、污水处理、中水回用等环节。洪城水业目前已经覆盖南昌市自来水供应、及污水处理，具备产业链一体化运营优势，上下游协同效应较强。

图7： 城镇水处理产业链



资料来源：中投顾问产业研究中心，新时代证券研究所

洪城水业的自来水供应、污水处理、燃气业务均为政府特许经营行业，几乎不存在市场竞争对手，行业结构及盈利能力稳定，可预测性强。公司盈利主要取决于（自来水、污水处理、燃气）产能扩张及毛利率情况，毛利率又取决于各自的价格成本差。因此，我们分析“自来水、污水处理、燃气”业务，终于从产能投放及毛利率入手。

2.2、自来水供应：南昌三县水价相继上调，市辖区自来水 ROE 也接近

调整底线

垄断南昌区域供水，产能利用率较高：洪城水业自来水厂集中在南昌市主城区，垄断了南昌区域供水市场。2017 年底，洪城水业自来水供应设计产能达 179.5 万立方米/日（含托管），达产产能为 143.5 万立方米/日，产能利用率为 74.30%。由于自来水供应规模需按照用水高峰期的最高负荷来设计，因此自来水供应行业产能利用率普遍在 50-60%左右。相对而言，洪城水业自来水供应的产能利用率较高，营运能力较强。

南昌市规划人口增长较快，18 年洪城水业自来水产能新增 30 万吨：2015 年南昌市城市总人口 312 万，根据南昌市“十三五”规划，到 2020 年，南昌城市总人口将超过 410 万人，南昌市居民用水需求有望大幅提升。目前，公司供水在建产能为 30 万立方米/日（其中，牛行二期工程 20 万立方米/日预计将于 2018 年 10 月投产、城北水厂一期 10 万立方米/日预计将于 2018 年 3 月投产）。此外，公司正积极筹备启动红角洲水厂二期项目（10 万立方米/日）、城北水厂二期项目（10 万立方米/日），满足后期南昌人口及用水迅速增加。

表1：洪城水业下属自来水水厂产能情况统计

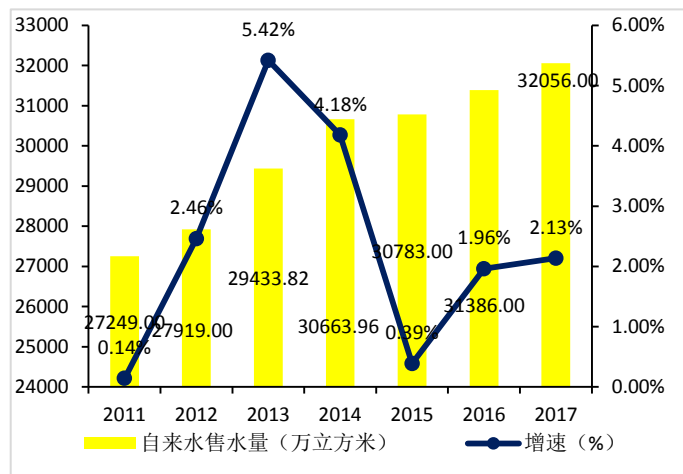
水厂地址	水厂名称	自来水供水规模（万立方米/日）	投产情况
昌北地区	牛行水厂	一期 10+二期 20	一期投产，二期在建（已经顺利试通水）
	红角洲水厂	一期 10+二期 10	投产，二期筹备 10 万立方米/日
	长堎水厂	10	投产
	双港水厂	10	投产
	城北水厂	一期 10+二期 10	一期在建，二期筹备中
湾里区	乌井水厂	2.5	投产
	罗亭水厂	0.5	投产
	幸福水厂	1	投产
昌南地区	青云水厂	60	投产
	朝阳水厂	30	投产
	下正街水厂	10	投产

资料来源：公司公告&新浪江西网,新时代证券研究所

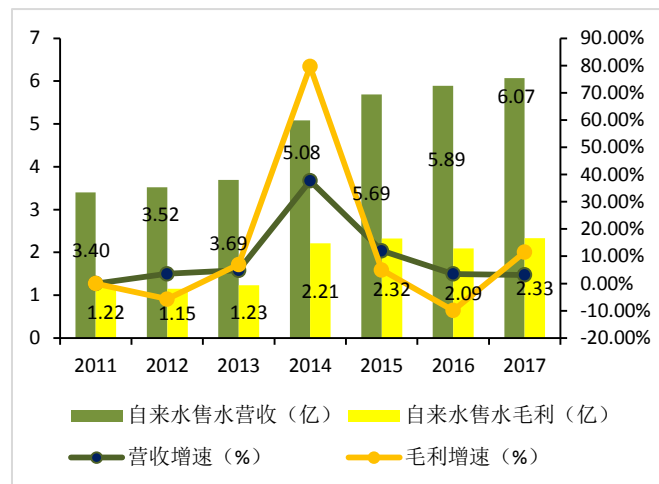
售水业务业绩增速较快：2011-2017 年，洪城水业自来水售水业务营收 CAGR 为 10.14%，售水业务毛利 CAGR 为 11.39%，售水量 CAGR 为 2.74%。受益于水价提升及运营效率提升（产销差降低），洪城水业“自来水供应业务的营收及毛利”增速远高于售水量。2017 年，洪城水业的自来水售水量为 3.21 亿立方米（+2.13%），自来水供应业务实现营收 6.07 亿元（+3.14%），毛利率为 38.39%。

图8：2011-2017,洪城水业自来水售水量(万立方米)

图9：2011-2017，洪城水业自来水营收及毛利



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

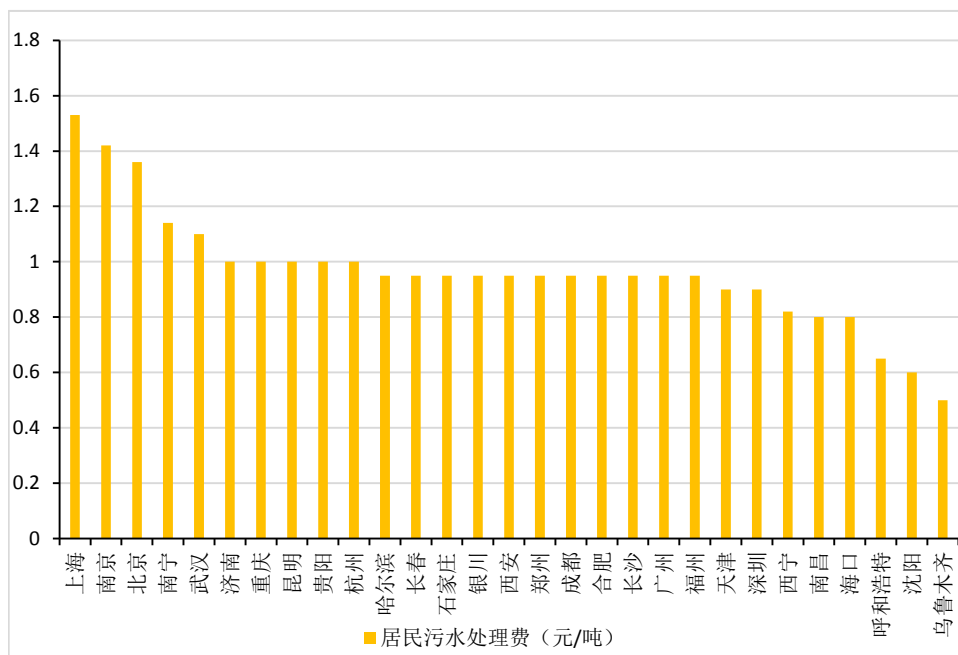


资料来源：Wind 金融资讯，新时代证券研究所

国内水价远低于国际标准，南昌水价潜在上涨空间较大：国外，自来供应价格及电费主要与居民可支配收入有关，占比均在 2-3% 左右。以 2017 年北京、上海、南昌为例：1) 北京市生活用水价格为 3.64 元/吨，人均可支配收入为 57230 元，水价占比为 0.64%；2) 上海市水价为 1.92 元/吨，人均可支配收入为 58988 元，水价占比为 0.33%。南昌市生活用水价格为 1.58 元/吨，人均可支配收入为 37492 元，水价占比为 0.42%。三城的水价占居民可支配收入比例，均远低于国际水平，水价上调对居民生活影响不大。根据 E20 供水联盟，2011-2015 年，中国平均水价从 1.91 元/立方米上涨至 2.26 元/立方米 (CAGR 为 4.3%)，且近年来，水价呈现加速上涨的态势。根据住建部《城乡缺水问题研究》，为促进公众节水，水费收入比在 2.5-3% 较为合适。

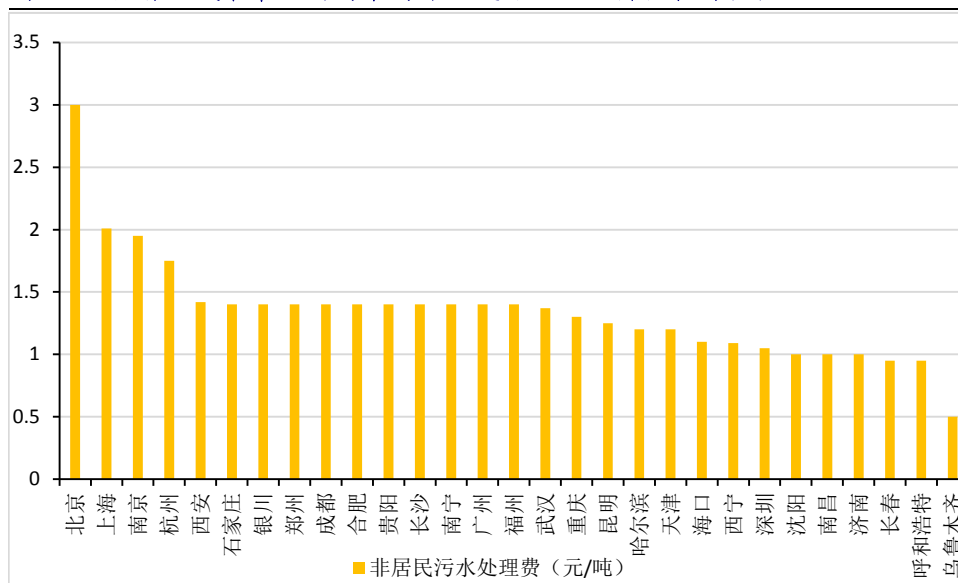
目前，自来水到户水价为城镇居民实际承受的水价，而到户水价=自来水价格+污水处理费。污水处理价格为政府部门收取，并不是自来水厂或者污水处理厂的实际收入。全国而言，南昌市的居民、非居民污水处理价格分别为 0.8、1 元/吨，仅高于乌鲁木齐、呼和浩特等 4 个城市。在居民可承受的到户水价范围内，南昌市污水处理费用越低，自来水价格潜在上涨空间越大。考虑到南昌市“自来水水价占居民可支配收入比例较低”及“较低的污水处理价格”，南昌市自来水水价仍有较大上涨空间。

图10： 各省会城市中，南昌市的居民污水处理价格相对较低



资料来源：中国水网（其中上海居民污水处理费分为 1.7、1.53 两档；广州分为 0.95/1.43/2.85 三档；深圳分为 0.9/1.0/1.1 三档），新时代证券研究所

图11： 各省会城市中，南昌市的非居民污水处理价格相对较低



资料来源：中国水网（其中长春非居民污水处理费分为长春 0.95、1.4 两档；上海分为 2.34、2.11、2.24、2.01 四档；杭州分为 1.75/2.05/2.45 三档；深圳分为 1.05/1.10/1.20 三档），新时代证券研究所

国内的自再来水定价原则及机制：国内，自来水供应作为典型公用事业行业，自来水定价主要遵循三大原则：“政府管控”、“分类、分级定价”、“补偿成本、合理收益”：

- ✓ **政府管控：**一定区域的自来水供应具备天然垄断性，而自来水与市民生活关系密切，因此政府将严格管控自来水价格，以防对影响居民生活质量。
- ✓ **分类、分级定价：1) 分类：**根据使用性质可分为居民生活用水、工业用水、行政事业用水、经营服务用水、特种用水等五类进行定价；**2) 分级：**

按照自来水使用量多少，划分不同等级区间，在每个区间分别定价收费，以强化节约用水意识。

- ✓ **补偿成本、合理收益：**水务行业作为重资产行业，制水设备、供水管网等固定资产折旧占总成本比例较大。如自来水水价仅按其运行成本定价，将造成自来水企业经营亏损，最终转向政府补贴，供水经营低效且加大政府财政负担。因此自来水价格还需保证“合理收益”，使自来水企业在盈亏平衡点以上运行，并具备一定盈利能力。根据《城市供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率（ROE）8-10%：1）主要靠政府投资的，ROE 不得高于 6%；2）主要靠企业投资（含利用贷款、引进外资、发行债券或股票），ROE 不得高于 12%。

考虑水价调整周期及供水业务 ROE，南昌市水价调整时机基本成熟：目前，政府严格管控自来水价格，供水企业可在三种情形提出调价申请：1）价格不足以补偿简单再生产；2）政府补贴后仍有亏损；3）合理补偿扩大再生产投资。因此，经营成本大幅上升时，企业需依照法定程序，提出调价申请，经过成本核算和价格听证并取得政府批准后，方可调整价格。**综合考虑水价调整周期及供水业务 ROE，我们认为，当前南昌市水价调整时机已经基本成熟，后续水价上调预期较强。**

- ✓ **南昌水价已经步入调整周期末期：**1）南昌市在 2003 年、2009 年、2014 年调整过水价，水价调整周期在 4-6 年之间，因此我们预计下一次南昌市水价调整时间在 2018-2019 年期间。
- ✓ **南昌供水 ROE 低于 6%，水价上调预期强：**由于 09 年洪城水业定增注入 78 家污水处理厂资产，后续又相继扩张污水处理、中水回用、燃气板块业务，造成 09 年后，公司“总资产周转率、资产负债率、期间费用率”并不能反应自来水供应业务的实际情况。04-09 年，洪城水业业务全为自来水供应业务，考虑到供水业务稳定，其资产周转率及资产负债率不会发生大的变更，因此我们假定 09 年后“资产负债率、期间费用率”为 04-08 年平均值，总资产周转率为 04 年数值。并根据净资产收益率=供水业务净利率*供水业务总资产收益率*供水业务权益乘数，测算历年供水业务的 ROE。当供水业务 ROE 低于 6% 时，南昌市的水价存在较强调价预期（如 09 年、14 年），与《城市供水价格管理办法》规定的自来水供应项目收益率高度吻合；2017 年 H1，我们测算公司供水业务 ROE 为 5.87%，低于 6% 项目收益率底线，因此 18-19 年南昌市水价大概率上调。

表2：洪城水业自来水供应业务的净资产收益率测算（简化模型）

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
供水业务毛利率（%）	35.98%	30.14%	29.39%	35.64%	35.76%	32.66%	33.29%	43.48%	40.74%	35.51%	33.86%
供水期间费用率（%）	14.66%	16.95%	15.77%	15.77%	15.77%	15.77%	15.77%	15.77%	15.77%	15.77%	15.77%
供水费用净利率（%）	15.99%	9.89%	10.22%	14.90%	14.99%	12.67%	13.14%	20.78%	18.73%	14.81%	13.57%
资产负债率（%）	23.42%	26.50%	24.48%	24.48%	24.48%	24.48%	24.48%	24.48%	24.48%	24.48%	24.48%
权益乘数	1.31	1.36	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32
总资产周转率（%）	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
供水业务 ROE（%）	6.68%	4.31%	4.45%	6.44%	6.48%	5.49%	5.69%	8.93%	8.06%	6.40%	5.87%
备注	水价调整					水价调整					

资料来源：Wind：（1）假定自来水供应的期间费用率固定，为 04-08 年的自来水供应期间费用率平均值，净利率=（毛利率-期间费用率）*0.75；2）09 年后，洪城水业定增注入 78 家污水处理厂，资产负债率剧烈变化，假定 09 后供水业务资产负债率为 04-08 年的资产负债率平均值；3）权益乘数为 1/(1-资产负债率)；4）09 年定增后，总资产周转率变化较大，假定均为 04 年的总资产周转率 0.32；

5) 实际上, 自来水供应业务相当稳定, 其项目的资产负债率、及总资产周转率基本维持稳定, 不会发生大的变更, 上述 2-5 假定并不会影响判断; 6) 供水业务净资产收益率=供水业务净利率*供水业务总资产收益率*供水业务权益乘数), 新时代证券研究所

自来水调价幅度宜适中: 政府在控制自来水水价上调幅度时: 1) 考虑到居民承受底线, 一次调整幅度不宜过大; 2) 避免频繁反复上调, 造成物价飞涨的形象, 一次水价调整幅度也不宜过小, 为“下次水价调整时点”腾出较长的时间间隔。考虑到此前, 南昌市水价分别于 2010 年 2 月 1 日、2014 年 4 月 1 日进行调整, 洪城水业 2010 年供水业务的毛利比上年增加 1.0 亿、2014 年毛利比上年增加 0.41 亿 (但 2015 年毛利比 2013 年增加 0.91 亿)。根据历史水价调整幅度, 我们预计 2018-2019 年洪城水业的毛利将比 2017 年增厚 1 亿元。

2017 年下半年, 南昌三县相继改革自来水定价机制: 按照行政区划, 南昌市下辖共 6 个市辖区, 南昌县、进贤县、安义县 3 个县, 及 1 个赣江新区 (国家级新区), 洪城水业自来水供应主要覆盖南昌市 6 个市辖区。2017 年下半年, 南昌县、进贤县、安义县均举行《召开县城供水价格改革听证会》, 调整自来水定价机制, 并上调自来水价格。

- ✓ **安义县:** 根据 2017 年 8 月《安义县城市供水价格改革方案》, 实施居民阶梯水价方案, 规定居民生活用水的一级、二级、三级用水价格分别为 1.55、2.33、4.65 元/吨, (其中一级居民用水价格上调 0.30 元), 改革方案自 2017 年 9 月 1 日起执行。
- ✓ **进贤县:** 2017 年 12 月 18 日, 进贤县发改委公告关于《进贤县城市供水价格改革方案》, 实施居民阶梯水价方案, 规定居民生活用水的一级、二级、三级用水价格分别为 1.28、1.92、3.84 元/吨, 改革方案自 2017 年 12 月 31 日起执行。
- ✓ **南昌县:** 2017 年 11 月 7 日, 南昌县发改委召开《县城供水价格改革听证会》, 发改委提出两种自来水改革方案: 1) 方案一: 现行居民用水价格由 1.15 元/吨上调 0.40 元/吨 (含水资源费)。居民用水一级价格为 1.55 元/吨; 居民阶梯用水 1-3 级接级差 1:1.5:3 计算价格; 2) 方案二: 现将居民用水价格由 1.15 元/吨上调 0.50 元/吨 (含水资源费), 居民一级用水价格为 1.65 元/吨, 居民阶梯用水 1-3 级接级差 1:1.5:3 计算价格;

南昌三县水价已经调整, 市辖区还会远吗? 目前, 南昌市辖区居民生活自来水水价为 1.58 元 (一级用水), 南昌三县 (南昌县、安义县、进贤县) 在 2017 年下半年水价调整后, 自来水分别 1.55 (或 1.65)、1.55、1.28 元/吨。南昌市辖区与三县的自来水价格差距几乎消失。但考虑到市辖区居民可支配收入、物价水平, 南昌市辖区自来水价格理应比县自来水价格高出一定水准。因此受 2017 年底南昌下属三县水价改革及上调影响, 我们认为南昌市辖区水价调整将加快出台, 洪城水业将深刻受益水价上涨。

表3: 南昌市下属市辖区及县级市的自来水供应价格情况 (2018 年 1 月 25 日)

项目	南昌市	南昌县 (方案一)	南昌县 (方案二)	安义县	进贤县
居民用水 (三 一级用水	1.58	1.55	1.65	1.55	1.28
一类 级级差 二级用水	2.37	2.33	2.48	2.33	1.92
1:1.5:3) 三级用水	4.74	4.65	4.95	4.65	3.84
二类 非居民生活用水	2.37	2.33	2.48	1.86	1.40 或 1.74
三类 特种用水	7.90	7.75	8.25	7.75	4.10
调整时间	2014 年 4 月 1 日 正在通过中, 预计在 2018 年上半年执行 2017 年 9 月 1 日 2017 年 12 月 31 日				

资料来源：互联网（除上表所示价格外，南昌市自来水合表用户分为 1.58 或 1.60 元/吨两类，而执行居民生活用水价格的非居民用户为 1.60 元/吨；进贤县的非居民生活用水中，工业行政事业用水为 1.40 元/吨，而经营和商业基建用水为 1.74 元/吨），新时代证券研究所

产销差仍有较大降低空间，将改善业绩：2017 年，公司实现自来水供水量 3.89 亿立方米，销售量 3.20 亿立方米，产销差率高达 17.63%。相比国内第一梯队供水梯队（~10%）产销差而言，公司供水产销差仍有较大提升空间。如汉威科技智慧水务自来水厂，可将自来水产销差降低至 3% 左右。对于洪城水业而言，高供水产销率主要系：供水管网问题（淘汰及陈旧管道占比过高）及水表问题。2017 年底，洪城水业城市管网改造在建工程账面资产达 1.81 亿。公司持续更新废旧供水管道，预计将有效降低供水产销差。此外，公司还引入了 DMA 计量，实现了“自来水手机智能抄表”，能有效地降低产销差率。随着管网改造推进及 DMA 计量引入，洪城水业产销差有望降低，从而改善公司业绩。

2.3、污水处理：2018 年污水处理产能增长加快

垄断江西省县级供水市场，受益于县级污水处理率提升。随着《水十条》、新《环保法》出台，污水处理标准日益上台阶。洪城水业的污水处理厂主要集中分布于江西，污水处理业务在江西省内占据整个县级污水市场 80% 以上份额。此外，少量污水处理分布在浙江省、辽宁省（已中标）。根据国家“十三五”规划，到 2020 年，城市、县城污水集中处理率分别达到 95% 和 85%。但目前，中国城市污水处理率约为 82%，县城污水处理率约为 60%。公司作为江西省县级污水处理的绝对龙头，受益江西县级污水处理率进一步提升。

2018 年，公司污水处理产能增长较快：洪城水业的污水处理行业起步于 2008 年。2011 年前，公司污水处理业务仅限于下属九江市碧水蓝天环保公司、萍乡市洪城水业环保公司、温州洪城水业环保公司和温州清波污水处理有限公司，日污水处理能力~15 万立方米。2011 年，公司通过定增收购了江西省 78 家污水处理厂，实现南昌市自来水供水“厂网合一”，并整合了省内污水处理业务，污水处理能力提高到 114.80 万立方米/日，率先在全省污水处理树立领先优势。11-17 年，公司通过收购、BOT、TOT、BT 等形式继续扩充污水处理产能。截止 2017 年末，洪城水业的污水处理设计规模达到 235 万立方米/日（含托管），运营规模为 210.1 万吨/日（含托管），产能利用率 80.86%，污水处理的运营管理优势较强。目前，公司在建污水处理厂规模为 7 万吨/日，预计将于 2018 年 7 月 1 日投产。

表4：洪城水业的污水处理厂在建产能情况

时间	总规模	2017 年投产规模	在建规模	投产时间
东乡	6 万吨/日（污水处理）	3 万吨/日	3 万吨/日	2018 年 7 月 1 日
湖口	2 万吨/日（污水处理）	1 万吨/日	1 万吨/日	2018 年 7 月 1 日
鄱阳	4 万吨/日（污水处理）	2 万吨/日	2 万吨/日	2018 年 7 月 1 日
永修	2 万吨/日（污水处理）	1 万吨/日	1 万吨/日	2018 年 7 月 1 日

资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

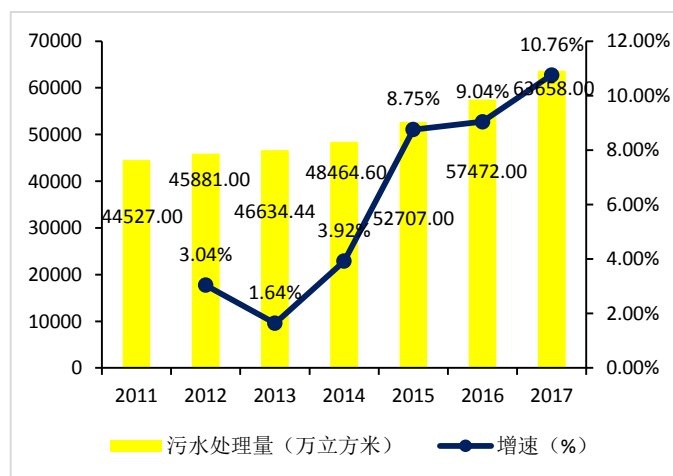
2017 年 12 月，公司中标营口市城市污水处理 PPP 项目，将污水处理板块延伸至辽宁省：1) 以 TOT 模式新增污水处理厂运营规模 20 万立方米/日（东厂、西厂分别 10 万立方米/日），并新增再生水供应能力 5 万吨/日；2) 以 BOT 模式新建污水处理站规模 2 万立方米/日（虎庄河、北五两个污水处理站各 1 万立方米/日），建设期为 1 年。

表5：洪城水业的污水处理厂的产能情况

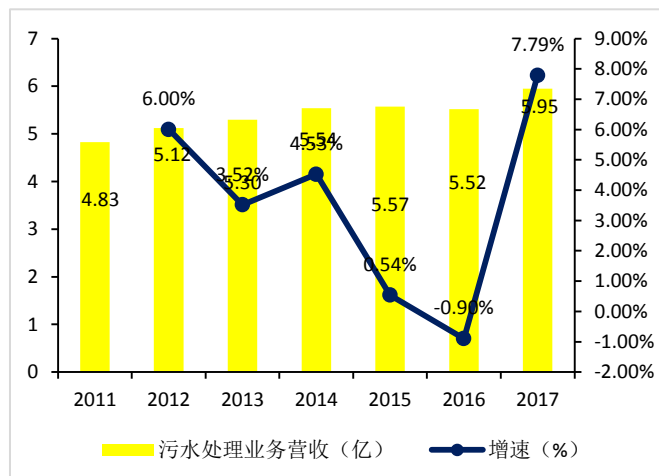
时间	项目	模式
2017 年 Q4	中标：1) 存量运营：东厂污水处理厂 10 万立方米/日，西厂污水处理厂 10 万立方米/日；再生水供 TOT(存量)+BOT 应 5 万吨/日。2) 增量项目：新建虎庄河、北五两个污水处理站，两个均为 1 万立方米/日；	(增量)
2017 年 H1	完成了宜丰二期 TOT 收购、广丰二期签订 BOT 排水协议、峡江工业一期项目获得特许权	BOT 或 TOT
2016 年	高安、瑞金、于都污水处理厂二期项目	收购
2015 年	赣县城北污水厂和临川、广丰、南昌县污水厂项目二期，弋阳县污水厂二期项目	BOT 或 TOT
2014 年	省内 15 家环保二期工程，九江市蛟滩污水厂、赣县污水厂、全南工业污水厂	BOT 或 BT
2013 年	15 个县市污水处理厂一期（第二步）项目	BOT
2010 年	江西省 78 个镇级污水处理厂	定增收购
2010 年前	朝阳等南昌周边水厂	公司原有资产

资料来源：互联网&公司公告，新时代证券研究所

2018 年，预计污水处理规模增速~11%：2011-2017 年，洪城水业污水处理量 CAGR 为 6.14%，污水处理收入 CAGR 为 3.54%。2017 年，洪城水业完成污水处理量为 6.37 亿立方米（同比+10.76%），污水处理业务实现收入 5.95 亿元（同比+7.8%），污水处理营收增长较为缓慢。考虑到 12 月份新增营口市城市污水处理 20 万立方米/日产能，将在 2018 年全年贡献业绩。2018 年年中，还有 7 万立方米/日在建工程产能投产，预计 2018 年污水处理规模增速在~11%（ $(20+0.5*7) \div 210.1$ ，0.5 表示年中投产）。

图12： 2011-2017,洪城水业污水处理量(万立方米)

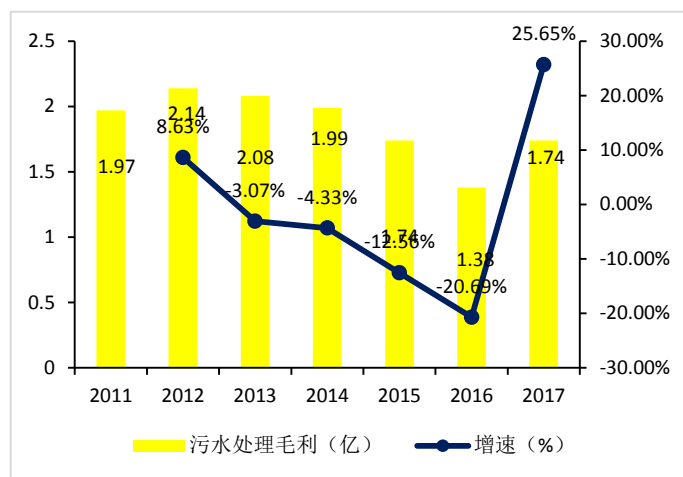
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图13： 2011-2017,洪城水业污水处理业务营收(亿)

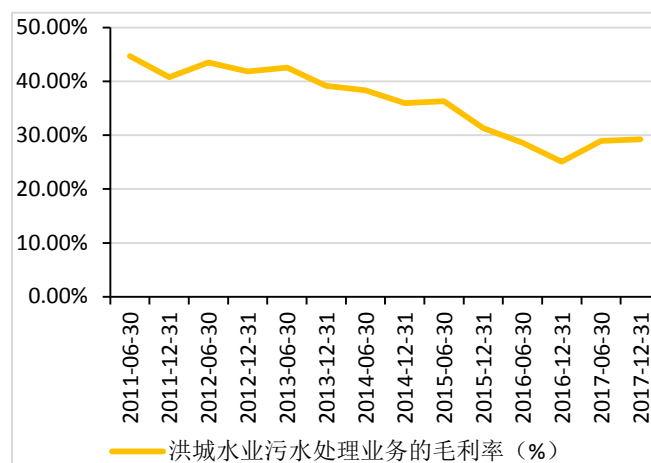
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2017 年，污水处理毛利同比增加 25.65%，盈利呈现好转迹象：污水处理行业的毛利率普遍在 30-60%左右。2017 年，洪城水业的污水处理毛利率为 29.23%（比 16 年增加 4.16 个百分点），实现毛利 1.74 亿（同比增加 25.65%），污水处理业务盈利好转迹象明显。随着辽宁营口项目落地，更多省内外 PPP 新建污水项目值得期待。

图14： 2017 年,洪城水业污水处理毛利增长 25.65%**图15： 2017 年，洪城水业污水处理毛利率有所提升**



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

污水处理直接面向政府客户，可产生稳定现金流：污水处理企业客户多为政府市政部门，污水处理的结算价格和费用支付模式均由双方通过协议或招标等方式确定，运营期限在 20-30 年之间，业务运营稳定。**付费机制而言，污水处理企业无权对排污企业直接征收污水处理费，需由政府部门征收污水处理费并上交地方财政，再根据污水厂所处理的水量，由地方财政部门根据协议约定的结算价格和费用支付模式向公司付费。**因此在项目合同运营期内，污水处理水价基本稳定。相比个人/企业客户而言，污水处理企业直接向政府收费，资金回款情况良好，可产生稳定现金流入。

2017 年底，洪城水业污水处理的在建工程项目达 2.05 亿，包括赣县城北污水处理厂工程（1794 万）、滨海园区第三污水处理厂一期工程（BOT，4359 万）、78 家县市污水处理厂扩建工程（BOT，2272 万）、各污水处理厂提标改造工程（1.19 亿）及蛟滩污水处理厂（BOT 项目，224 万）。2018 年，公司启动第二批扩容提标改造工程，力争到年底，实现一级 A 排放标准的污水厂突破 40 家，对 2017 年已推进的 13 家，加快污水处理服务费单价谈判，早日实现投资收益。**随着上述污水处理厂改扩建及提标改造完成，污水处理业务将贡献新增量。**

图16: 洪城水业下属污水厂的污水处理水价

单位：元 币种：人民币

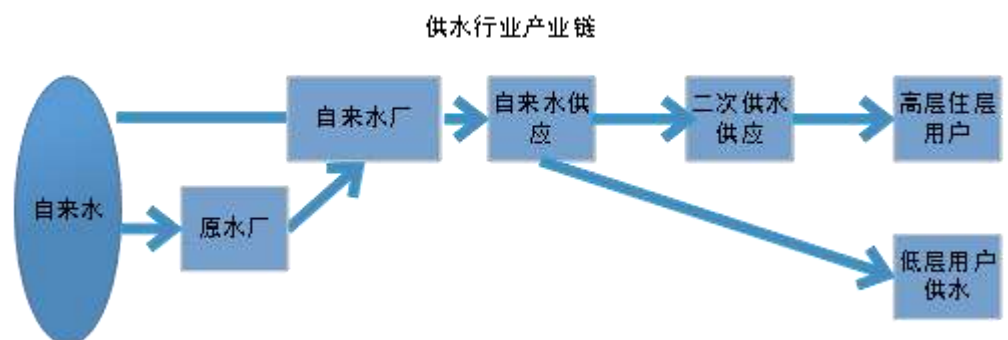
地区	平均水价	定价原则	报告期内调整情况	调价机制（如有）
洪城环保江西区域	1.15	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定	一、二期项目水价合并，致水价下调	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定
朝阳环保	0.94	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定	提标改造基本水价暂定 0.969 元/吨	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定
九江环保	0.63	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定		按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定
萍乡环保	0.60	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定		按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定
温州洪城	1.14	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定		按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定
温州清波	1.37	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定		按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定
温州弘业	1.07	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定		按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定
辽宁洪城	1.31	按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定		按特许经营权协议中价格测算公式，与政府协定

资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

2.4、二次供水：南昌市无负压供水覆盖率提升空间较大，二次供水公司市占率有望持续增加

二次供水——居民最后一公里用水的关键：2016 年 4 月，洪城水业注入二次供水公司 100% 股权，延伸供水产业链业务。二次供水指将城市公共供水或自建设施供水经储存、加压，通过供水管道再供用户或自用的形式，为高层（四层以上）供水的唯一选择方式。随着城市高层建筑比例提升，二次供水成为居民用户“最后一公里”用水质量的关键。

图17： 二次供水为高层供水唯一选择



资料来源：定增及募集配套资金公告，新时代证券研究所

南昌市无负压供水覆盖率提升空间较大：中国二次供水行业发展经历水塔及水池供水阶段、无负压供水等两个阶段：

- ✓ **水塔及水池供水模式：**通过水泵把自来水转输到一定高度的水塔或楼顶的蓄水池中，最后通过管网把水输送至各个用水点。水塔及水池供水模式具有占地面积大、运营成本高、供水水质受到严重多次污染等缺点，将逐步

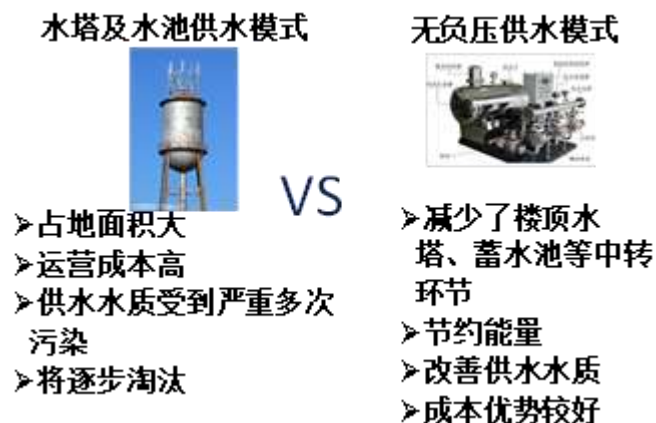
淘汰。

- ✓ **无负压供水模式**: 通过无负压供水设备, 将自来水直接输送至用水居民处。无负压供水减少了楼顶水塔、蓄水池等中转环节, 节约能量并改善供水水质。

目前, 我国较发达地区无负压供水的覆盖率较高, 而其他地区也在积极向无负压供水模式升级。2005 年, 无负压供水进入南昌市市场, 主要面向红谷滩、高新区、青山湖区等新区高层住宅用户。目前上述新区无负压供水业务覆盖率已超过 50%, 且覆盖率持续上升。

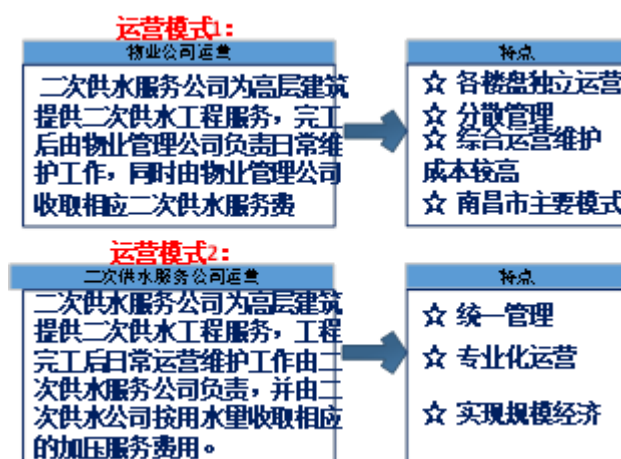
二次供水公司的市占率将持续提升: 就南昌市而言, 二次供水分为物业公司运营、二次供水服务公司运营两种模式。目前, 南昌二次供水市场主要以物业公司运营模式为主。由于物业公司普遍缺乏运营和维护二次供水业务所需的专业技能及专业设备, 导致高层建筑用户的水压不足、二次污染等问题频发, 也增加了二次供水运维成本。二次供水服务公司具有专业化运营、统一管理、实现规模经济效益等优点, 目前在南昌市几乎没有竞争对手, 未来市占率有望持续增加。

图 18: 二次供水分为水塔及水池、无负压供水等模式



资料来源: 定增及募集配套资金公告, 新时代证券研究所

图 19: 二次供水的两种运营模式比较



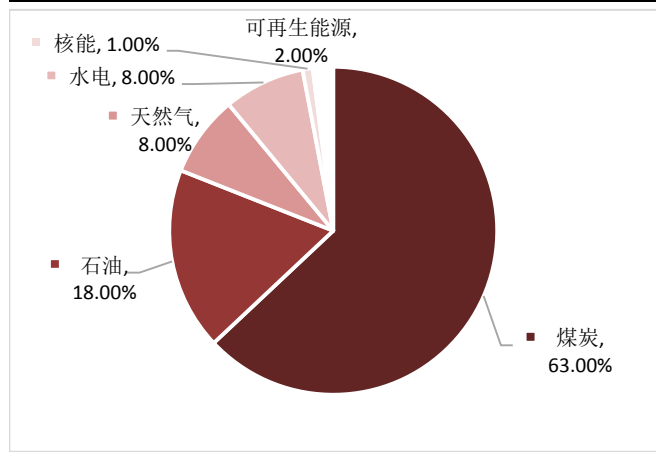
资料来源: 定增及募集配套资金公告, 新时代证券研究所

无负压供水业务在南昌市市场覆盖率较低, 行业增长空间较大: 目前, 无负压供水业务在南昌市整体市场份额仍然较小, 其所覆盖的人口仅占南昌市市区人口 20%。同时, 无负压供水业务尚未拓展至南昌县、新建县等南昌市下属重要县级城市, 未来南昌市无负压供水市场空间和发展潜力巨大。最后, 随着二次供水行业整合加快, 南昌市二次供水公司的业务有望向江西省内其他地区扩张, 行业发展前景较好。根据水业集团与洪城水业签署的《盈利预测补偿协议》, 水业集团承诺二次供水公司 2016-2018 年每年合并口径扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 1400 万元、1450 万元以及 1500 万元。若业绩低于承诺值, 水业集团则相应进行补偿。2017 年, 二次供水实现扣非净利润 1615.20 万元, 业绩承诺完成率 111.39%。

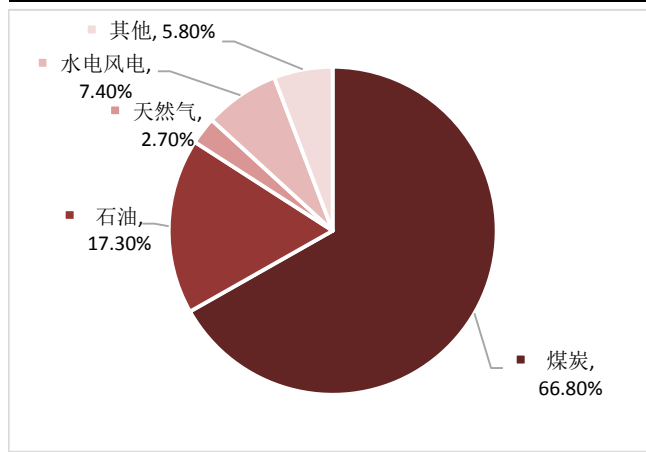
2.5、燃气行业简介: 气化率提升空间大&蓝天行动计划推进, 南昌天然气消费快速增长:

国内能源消费结构中, 天然气占比将提升: 化石燃料中, 天然气最为清洁, 国内储量比石油丰富。随着国内环境治理推进, 天然气消费占比有望提升。目前, 我国天然气应用仍处于相对初始阶段。能源消费结构而言: 1) 海内外对比: 2015 年,

国内天然气消费占比仅为8%。而发达国家如美国和日本，其天然气使用比例分别占总体能源使用约27%、17%。**2) 国内而言：**2015年江西省天然气消费占比仅为2.7%，远低于国内天然气占比平均值8%。根据中国《能源发展战略行动计划2014-2020》：中国能源消费结构中，天然气消费占比将从2015年8%提升至2020年11%，江西省天然气消费占比提升更快。

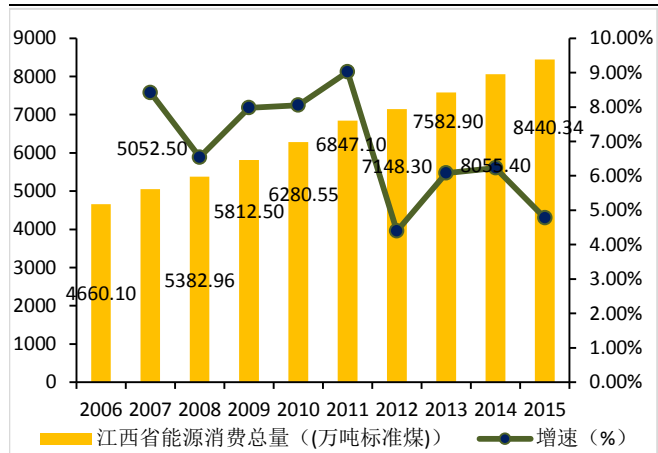
图20： 2015年，中国天然气消费占比仅为8%

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

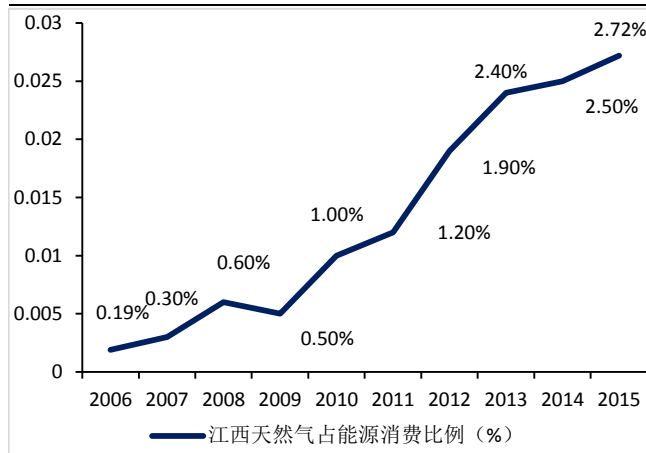
图21： 2015年，江西省天然气消费占比仅为2.7%

资料来源：2016年江西省统计年鉴，新时代证券研究所

江西省消费占比将从2015年2.72%增加至2020年8%：2006-2015年，江西省能源消费总量从4660.1万吨标准煤增加至8440.3万吨标准煤（CAGR为6.82%），能源消费总量增速较快。“天然气在能源消费总量中的占比”从0.19%增加至2.72%，天然气消费增速更快。

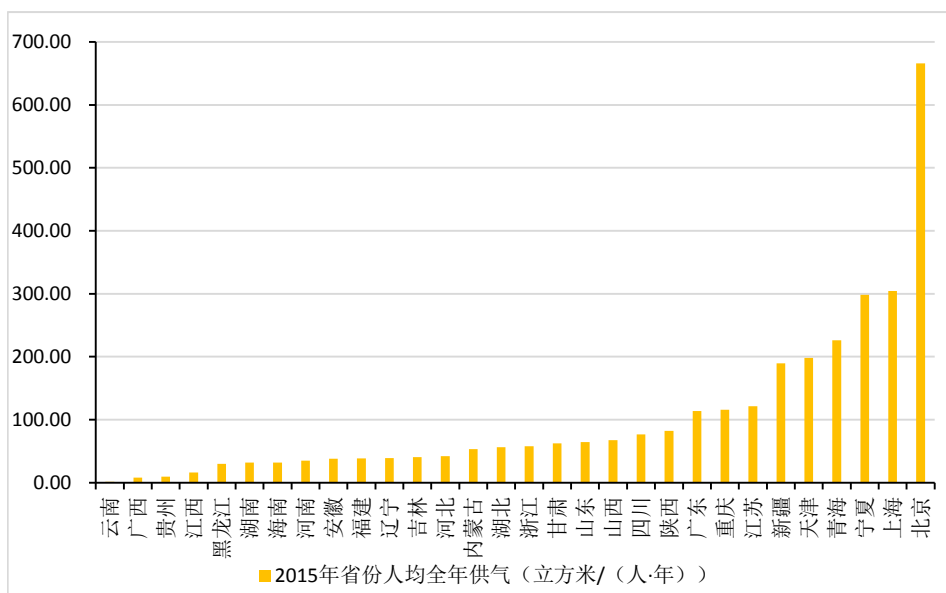
图22： 2006-2015年，江西能源消费总量CAGR为6.82%

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图23： 2006-2015年，江西省天然气消费占比逐年提升

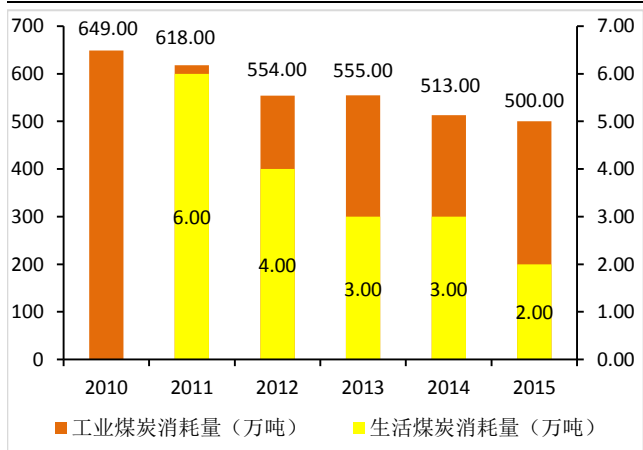
资料来源：2016年江西省统计年鉴，新时代证券研究所

2015-2020年，江西省天然气消费CAGR或将高达30.28%：2015年，江西省人均全年天然气供应量仅为16.11立方米/（人·年），比北京（665.71）、上海（304.22）相差数十倍。根据《江西省“十三五”天然气发展规划》：江西省到2020年，长输管道天然气覆盖所有县（市、区），全省长输管道里程突破5000公里，实现“气化江西、县县通气”，全省天然气利用总量65亿立方米，占全省能源消费比重达到8%。假设2015-2020年江西能源消费总量CAGR为5%（低于06-15年增速6.82%），且天然气消费占比从2015年2.72%提升至2020年8%，则江西省在2015-2020年的天然气消费CAGR仍将高达30.28%。

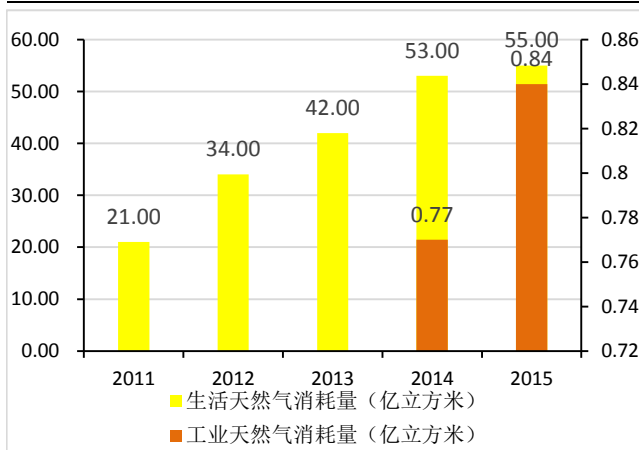
图24： 2015年，江西人均全年供气比较低

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

南昌市《蓝天行动计划》持续推进，南昌天然气消费高速增长：2013年6月，南昌市工信委实施《蓝天行动计划》，开展禁燃区淘汰改造燃煤锅炉工作，要求在2013年11月份之前完成禁燃区内的23台燃煤锅炉淘汰和改造任务；2014-2015年，对新划定的禁燃区和限燃区内的燃煤锅炉进行淘汰改造。随着禁燃区推进，工业煤炭及生活煤炭消耗量逐年递减，而工业天然气、生活天然气的消耗量逐年提升。2010-2015年，生活天然气的消耗量增速高达27.21%。2017年，南昌市区范围内内气化率在65%左右，与国内发达城市>90%气化率差距较大，尚有较大的发展空间。

图25： 南昌市工业煤炭、生活煤炭消耗量逐年锐减

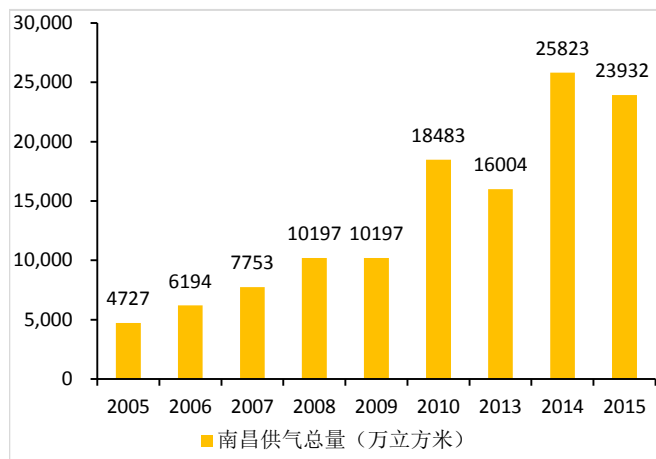
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图26： 南昌市生活及工业用天然气消耗量逐年增加

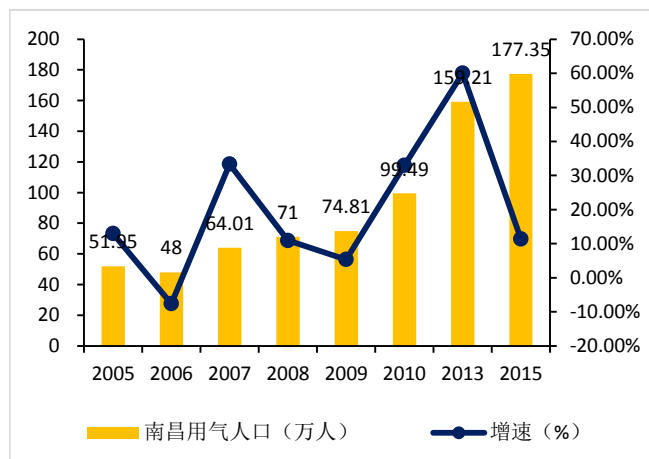
资料来源：Wind，新时代证券研究所

南昌气化率提升空间较大，燃气业务板块增长潜力巨大：2017年，南昌市区范围内内气化率在65%左右，根据南昌市《关于加快推进“气化南昌”和“铸铁管网改造”民生工程工作的通知》，2016年起，3年内城区燃气气化率达到90%以上，未来南昌天然气用户提升空间较大。

图27： 2005-2015年，南昌市的供气总量及增速**图28： 2005-2015年，南昌市的用气人口及增速**



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

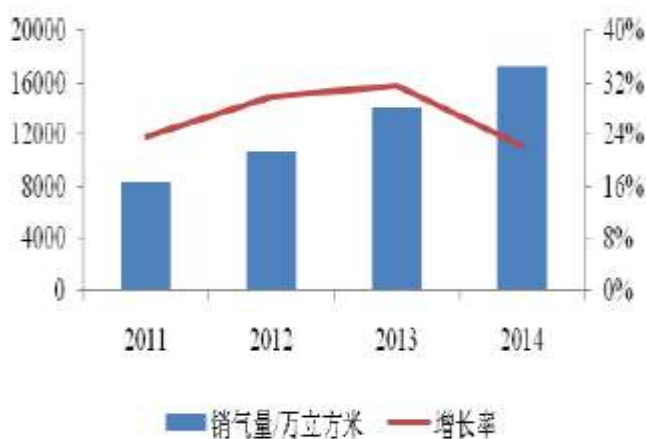
2.6、南昌燃气：攻克天然气供给瓶颈，加快开拓非居民用户

定增注入南昌燃气 51% 股权，南昌燃气业绩超预期：2016 年 4 月，洪城水业通过定增注入南昌燃气 51% 股权，获取南昌市天然气特许经营权。南昌燃气主业包括燃气销售、燃气工程安装两类。截至 2015 年 10 月，南昌燃气的天然气用户数占南昌市全部燃气用户比例达到 60% 以上，占南昌市全部天然气用户比例达到 90% 以上，基本垄断了南昌市天然气市场。**2017 年，南昌市区范围内内气化率在 65% 左右，气化率提升空间较大（90% 以上），燃气安装工程业务稳步推进，燃气销售量持续快速增长，南昌燃气未来业绩还将高速增长。**收购时，市政控股承诺南昌燃气 2016-2018 年每年扣非后归母净利润分别不低于 0.74 亿、0.79 亿元、0.84 亿元。若未达承诺，市政控股则进行相应补偿；2017 年，南昌燃气实现净利润 1.43 亿元，扣非净利润 1.06 亿元，业绩承诺实现率高达 133.58%，超额完成 2017 年业绩承诺。

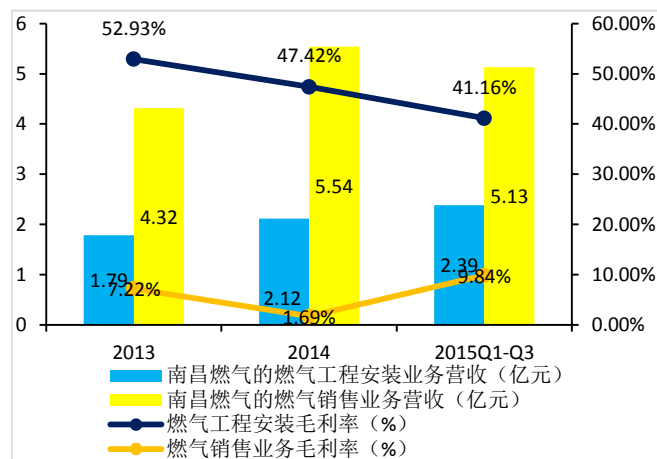
- ✓ **天然气销售业务：**2010 年底，南昌市开始供应天然气，开展天然气置换人工煤气工程。2010-2014 年，南昌燃气的居民及非居民用户数年增速分别高达 83.53%、52.24%，增速较快。2017 年，洪城水业天然气供气量 31654 万立方米（同比+18.96%），燃气销售实现营收 13.44 亿元（同比+40.54%）。2017 年，公司实现新增用户 8.81 万户（同比+17%）。2018 年 2 月底，南昌燃气居民用户共计 79.15 万户，非居民用户共计 0.473 万户。根据国际燃气网报道，南昌燃气日供气量超过 100 万立方米，年销气量达到 3.2 亿立方米，南昌燃气将力争 2020 年南昌市燃气用户突破 100 万，销售气量达到 5.54 亿立方米，天然气销量 CAGR 达 20.08%。（资料来源：<http://gas.in-en.com/html/gas-2753541.shtml>）

图29: 2011-2014 年，南昌燃气天然气销售量

图30: 2011-2014 年，南昌燃气的销售及安装工程业务



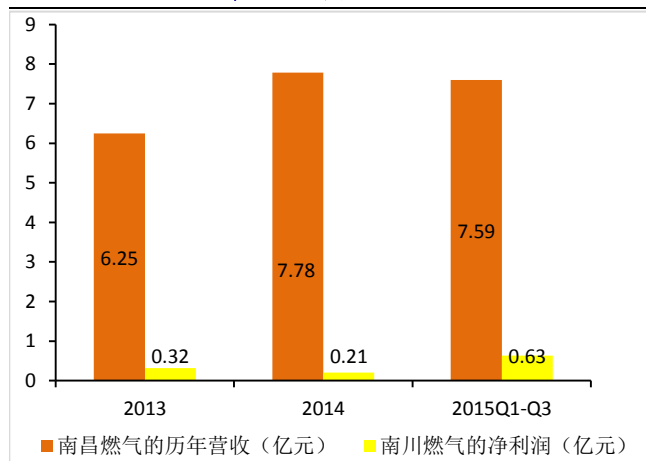
资料来源：重大资产重组公告，新时代证券研究所



资料来源：重大资产重组公告，新时代证券研究所

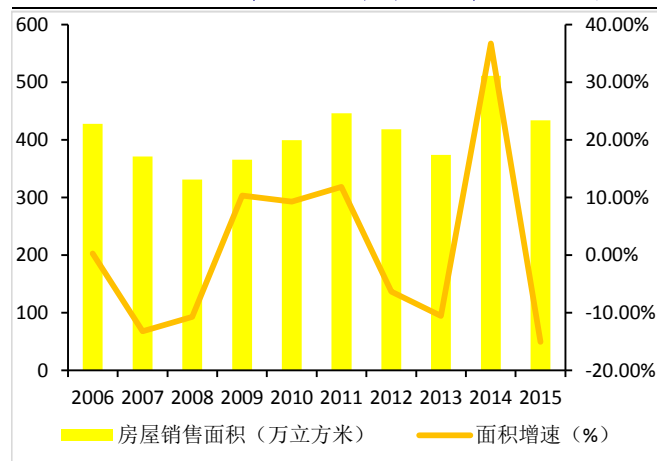
- ✓ **燃气安装工程业务：**南昌燃气通过多种优惠来开发市场，安装工程收入持续增长。当前，洪城水业的燃气业绩增长主要来自于居民用燃气。**1) 燃气管网进一步改善：**计划至2020年，至227公里的环城高压燃气管网基本建成（目前，已经建设燃气高压管网52公里），700余公里老旧燃气管网改造项目基本收尾（目前，改造完成老旧地下燃气管350余公里）。**2) 居民用户：**随着南昌市新房出售增加，南昌市燃气安装工程快速推进。2018年2月底，南昌燃气现有各类燃气用户79.15万户。根据国际燃气网报告，2020年，南昌市市燃气用户有望突破100万，增量市场空间接近27%。**3) 非居民用户：**2018年2月底，南昌燃气居非居民用户共计0.473万户。一般而言，非居民用户的天然气消耗量大，区域天然气公司（如贵州燃气、佛燃股份）业绩主要来源于非居民用户。目前，南昌燃气业绩仍主要来自居民用户，后续公司将加大力度拓展非居民用户。

图31： 南昌燃气净利润增长较快



资料来源：重大资产重组公告，新时代证券研究所

图32： 2006-2015年，南昌市房屋销售面积及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

双气源克服天然气供给瓶颈，非居民用气成本降低，加快开拓非居民用户：先前，南昌市仅接入川气线，天然气供给不足，在优先保证居民用气下，工业企业用气需求受到较大抑制。2016年9月“西气东输二线”天然气对接工程完工，南昌市进入“双气源”时代，天然气供应较充分，南昌燃气将大力发展工业企业等非居民用户。此前，江西省内非居民用气的省内管道短输价格原先为0.4元。2016年11月15日起，发改委降低省天然气有限公司和省天然气投资有限公司的在江西省内天然气管输价格，省内天然气管输价格不分用户类别，统一按每立方米0.35元执行，降低了**非居民用户**的天然气采购成本。此前，非居民用户天然气销售价格由

供需双方在 3.2 元上下浮动 15% 协商确定，受制于供给不足，非居民用气价格经常高达 4 元，抑制了非居民用气需求。自 2016 年 1 月 1 日起，非居民类天然气（包括工业、商业用户）价格统一为 3.10 元/立方米，非居民用户用气成本降低，将加快开拓南昌燃气的非居民用户。

表6： 南昌燃气非居民用户的天然气销售价差高于居民用户

日期	采购气价	销售起价		天然气价差		
		居民气价	工业起价	商业起价	居民	居民气价
2013/1/1	2.5	3.2	3.68	3.68	0.7	1.18
2013/7/10	2.71	3.2	3.9	4.08	0.49	1.19
2014/7/1	2.9	3.2	4.1	4.1	0.3	1.2
2015/4/1	2.85	3.2	3.97	3.97	0.35	1.12
2015/7/1	2.62	3.2	3.87	3.87	0.58	1.25

资料来源：定增及募集配套资金公告，新时代证券研究所

2.7、车用天然气：南昌公交运输集团垄断公交车、出租车市场，车用

天然气的需求端较为稳定

南昌市车用天然气市场快速扩张可期：2016 年 4 月，洪城水业通过收购公用新能源切入南昌市车船用天然气加气业务。公用新能源南昌市最大的车用天然气供应商，约占全市车用天然气总供气量的 80%。公司主要供气对象为南昌市辖区内的公交车、出租车等。目前，南昌市现有公交车~3800 辆，出租车~5300 辆，其中~600 辆公交车和~3800 辆出租车采用天然气燃料，渗透率分别为 15.8% 和 71.7%。随着南昌市大气治理力度加大，天然气公交车和出租车渗透率将持续提升。随着南昌城镇化进程推进，公交车和出租车数量也将继续增长，南昌市车用天然气市场快速扩张可期。公交公司承诺公用新能源 2016-2018 年扣非后归母净利润分别不低于 650 万元、700 万元、750 万元。若公用新能源未达承诺业绩，公交公司则相应补偿。2017 年，公用新能源实现扣非后净利润 703.20 万元，完成业绩承诺。

实控人旗下南昌公交运输集团垄断公交车、出租车市场，车用天然气的需求端较为稳定：“南昌公交运输集团”为“洪城水业实际控制人南昌市政公用投资控股（集团）”旗下公司。南昌公交运输集团以城市公共交通客运和出租车服务为主业，下属有“南昌公交总公司、南昌市出租汽车有限公司、南昌市第二出租汽车公司”等城市交通资源，拥有公交车辆 3800 余台，出租车近 3000 台（占全市总数近一半）。随着南昌市大气治理力度加大，南昌公交运输集团的天然气公交车辆、出租车占比提升，天然气更倾向于在集团内部采购，公用新能源在南昌市车用天然气总供气量中占比有望继续提高。

3、主题投资：存在资产注入预期，“控股股东及高管增持”

彰显发展信心

3.1、实控人资产背景雄厚，存在资产注入预期

实控人资产背景雄厚，资产注入预期较强：市政控股下属的唯一上市平台，后续优质资产注入预期依旧强烈：洪城水业的供水、污水处理存在地域限制，扩展异地业务难度较大，公司主要通过资产注入形式外延扩张：2011 年定增注入江西省 78 家污水处理厂、定增注入南昌燃气、公用新能源、二次供水等公司。

在国企改革及资产证券化背景下，洪城水业作为“实际控制人南昌市政公用投资控股（集团）”下属的唯一上市平台，将迎来“南昌市政公用投资控股（集团）”旗下优质资产注入的良机。南昌市政公用投资控股（集团）以“城市供水、城市供气、城市公交客运、城市道路建设”为主业，其下属共有“车板块、水板块、气板块、市政开发板块、房地产板块、投资板块、文化旅游板块及资产管理板块”等8个子业务板块，优质资产众多。2015年底，南昌市政公用投资控股（集团）总资产达692.03亿元，2015年全年营业收入180.84亿元。洪城水业属依托实控人雄厚资产背景，存在公用事业资产注入预期。

图33：实控人资产背景雄厚，洪城水业存在资产注入预期



资料来源：市政公用集团官网，新时代证券研究所

3.2、设立产业投资基金，外延布局“绿色能源环保”

设立产业投资基金，外延布局“绿色能源环保”：2017.6.13，洪城水业公告：为加速在绿色环保领域的发展，促进产业集群形成，与江西洪客隆投资集团有限公司、深圳市华皓红谷投资有限公司、江西银行股份有限公司、深圳华皓汇金资产管理有限公司就设立“洪城水业产业并购投资基金”签订框架合作协议。产业基金总规模不超过20.01亿元，首期到位资金1亿元。其中洪城水业认缴1.4亿元（占比7%）、江西洪客隆投资集团有限公司认缴1.1亿元（占比5.5%）、深圳市华皓红谷投资有限公司认缴1.1亿元（占比5.5%）、江西银行股份有限公司认缴16.4亿元（占比80%）、深圳华皓汇金资产管理有限公司认缴100万元。

产业基金重点投资于绿色产业及绿色能源环保领域优质企业，但须经洪城水业方指定并同意，投资方向必须与洪城水业方公司主营业务及产业链相关。一般而言，上市公司设立产业投资基金，主要是为了孵化潜在并购标的，并降低失败及退出风险。洪城水业设立产业投资基金，彰显了公司外延扩张的意图，我们认为，洪城水

业或将外延布局绿色能源环保领域。

3.3、控股股东及高管增持，彰显公司发展信心

2017.12.16-2017.12.22，洪城水业董事长李钢先生，董事、总经理邵涛先生，董事史晓华先生，监事会主席邱小平女士，财务总监邓勋元先生，董事会秘书蔡翹先生和其他 11 名核心管理人员及公司控股股东的部分高管通过“君享洪城集合资产管理计划”在二级市场合计增持公司股份 475 万股（占总股本比例 0.6011%），增持均价为 6.318 元/股，增持金额为 2999 万元，人均增持金额高达 273 万元。

2017.12.28，洪城水业公告，基于对洪城水业未来持续稳定发展的信心及对洪城水业股票价值的合理判断，控股股东南昌水业集团计划自 2017.12.28 起 6 个月内，增持股份不超过总股本 2% 股份，增持价格不超过 7.5 元/股，累计增持金额不低于 5000 万元。增持后持股比例有望达 46.53%，进一步强化公司控制。

4、核心假设

基于以下理由，我们对洪城水业各项业务做出如下假设：

- ✓ **自来水供应业务：**2017 年 H1，经测算南昌市供水业务 ROE 已经接近水价调整底线（ROE 为 6%），自来水水价调整时机或已成熟。加之南昌市水价调整周期、幅度的历史重复性较强，因此预计 2018-2019 年洪城水业水价或将上调。2017 年下半年，南昌市旗下三县相继改革自来水定价机制，“南昌三县水价上调”或将倒逼“市辖区水价上调”。
- ✓ **污水处理业务：**考虑到 12 月份新增营口市城市污水处理 20 万立方米/日产能及 2018 年中在建产能投产，预计 18 年污水处理产能增速在~11%。2018 年，公司启动第二批扩容提标改造工程，力争到年底，实现一级 A 排放标准的污水厂突破 40 家，对 2017 年已推进的 13 家，加快污水处理服务费单价谈判。污水处理毛利率有望提升。
- ✓ **天然气业务：**考虑到根据国际燃气网报道，南昌燃气日供气量超过 100 万立方米，年销气量达到 3.2 亿立方米，南昌燃气将力争 2020 年南昌市燃气用户突破 100 万，销售气量达到 5.54 亿立方米。

表7： 洪城水业各个业务核心假设

业务	项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
天然气销售	营收（亿元）	9.56	13.44	20.16	26.53	29.71
	增速（%）		40.59%	50.00%	31.58%	12.00%
	毛利率（%）	10.22%	4.82%	4.82%	4.82%	4.82%
自来水	营收（亿元）	5.89	6.07	7.00	7.74	7.90
	增速（%）	3.51%	3.06%	15.26%	10.67%	2.00%
	毛利率（%）	35.51%	38.39%	37.39%	43.66%	42.66%
污水处理	营收（亿元）	5.52	5.95	7.26	7.99	8.47
	增速（%）	-0.90%	7.79%	22.10%	10.00%	6.00%
	毛利率（%）	25.07%	29.23%	31.23%	32.73%	33.73%
给排水管道工程	营收（亿元）	4.75	4.86	5.83	6.71	7.24
	增速（%）	10.21%	2.32%	20.00%	15.00%	8.00%
	毛利率（%）	17.49%	18.56%	18.56%	18.56%	18.56%

业务	项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
工程安装	营收 (亿元)	3.97	4.14	4.97	5.71	6.28
	增速 (%)		4.28%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率 (%)	51.00%	55.79%	55.79%	55.79%	55.79%
销售设备	营收 (亿元)	0.77	0.58	0.70	0.77	0.84
	增速 (%)	140.63%	-24.68%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	6.92%	10.06%	10.06%	10.06%	10.06%
其他业务(含设计费收入)	营收 (亿元)	0.46	0.40	0.42	0.44	0.46
	增速 (%)	58.62%	-13.04%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	45.65%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	营收 (亿元)	30.92	35.44	46.34	55.89	60.91
	增速 (%)	91.10%	14.62%	30.75%	20.61%	8.99%
	毛利率 (%)	24.49%	23.10%	22.30%	21.48%	20.76%

资料来源：公司公告及 wind 资讯，新时代证券研究所

5、投资建议

洪城水业已形成“水务+燃气”双主业结构，传统水务板块（自来水供应、污水处理）的需求刚性大，业绩经营稳健；而燃气板块的行业增速较快，成为业绩增长亮点：1）自来水供应业务：南昌市规划人口催生大量用水需求，2017 年 H1，经测算南昌市供水业务 ROE 已经接近水价调整底线（ROE 为 6%），自来水水价调整时机或已成熟。加之南昌市水价调整周期、幅度的历史重复性较强，因此预计 2018-2019 年洪城水业水价或将上调，由此增厚毛利约 1 亿元。2017 年下半年，南昌市旗下三县相继改革自来水定价机制，“南昌三县水价上调”或将倒逼“市辖区水价上调”。2）污水处理业务：随着污水厂改扩建及提标改造完成，污水处理业务盈利好转迹象明显。考虑到 12 月份新增营口市城市污水处理 20 万立方米/日产能及 2018 年中在建产能投产（7 万立方米/日），18 年污水处理产能增速在~11%。3）燃气业务：燃气业务将从目前 79 万余户增加至 2020 年 >100 万户（增量空间接近 27%）。随着天然气供应瓶颈攻克及采购成本降低，南昌燃气的非居民用户业务开拓将超预期。目前南昌燃气天然气年销气量达到 3.2 亿立方米，南昌燃气将力争 2020 年销售气量达到 5.54 亿立方米（CAGR 达 20.08%）。2017 年，南昌燃气实现扣非净利润 1.06 亿元，业绩承诺实现率高达 133.58%。我们预计公司 2018-2020 年将实现归母净利润 3.27 亿、3.76 亿、4.02 亿，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.48 元、0.51 元，当前股价对应 PE 为 14.8X、12.9X、12.0X。首次覆盖，给予“推荐”评级。此外，公司存在资产注入&外延扩张预期，近期高管及控股股东大幅增持公司股票，彰显公司长期发展信心。目前，公司股价仅为 6.06 元，尚低于高管增持均价 6.32 元。

6、风险提示

南昌市自来水提价进程及幅度不及预期风险；洪城水业污水处理业务盈利持续低迷风险；南昌燃气的非居民用户开拓不及预期风险；中小市值标的及环保板块整体低迷风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1963	2343	3517	3329	4314	营业收入	3091	3544	4682	5707	6277
现金	936	1421	2081	1910	2598	营业成本	2335	2726	3638	4481	4974
应收账款	591	506	944	823	1121	营业税金及附加	41	27	36	44	48
其他应收款	50	67	87	101	106	营业费用	123	148	191	236	258
预付账款	58	90	106	133	130	管理费用	212	210	277	338	372
存货	132	203	244	306	304	财务费用	101	87	27	7	-13
其他流动资产	196	56	56	56	56	资产减值损失	9	24	23	33	34
非流动资产	5786	6102	6599	6935	6873	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	110	132	151	170	189	投资净收益	26	22	32	32	32
固定资产	2033	2219	3270	3989	4224	营业利润	296	456	522	600	637
无形资产	2566	2493	2324	2175	2036	营业外收入	103	15	34	39	45
其他非流动资产	1077	1258	854	601	423	营业外支出	14	15	14	14	14
资产总计	7749	8445	10116	10265	11186	利润总额	385	457	542	625	668
流动负债	2925	3548	4906	4833	5623	所得税	94	108	128	147	157
短期借款	135	1263	1263	1263	1263	净利润	290	349	414	477	510
应付账款	921	775	1489	1300	1796	少数股东损益	58	75	87	101	108
其他流动负债	1869	1510	2155	2271	2565	归属母公司净利润	232	274	327	376	402
非流动负债	1437	1340	1239	1048	721	EBITDA	766	911	970	1130	1220
长期借款	1334	1215	1114	923	596	EPS(元)	0.29	0.35	0.41	0.48	0.51
其他非流动负债	103	125	125	125	125						
负债合计	4361	4888	6145	5881	6344	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	306	344	431	532	640	成长能力					
股本	790	790	790	790	790	营业收入(%)	91.1	14.7	32.1	21.9	10.0
资本公积	1345	1345	1345	1345	1345	营业利润(%)	41.9	54.2	14.5	14.9	6.2
留存收益	922	1054	1378	1756	2159	归属于母公司净利润(%)	22.6	17.9	19.5	14.9	7.0
归属母公司股东权益	3082	3213	3540	3851	4202	获利能力					
负债和股东权益	7749	8445	10116	10265	11186	毛利率(%)	24.5	23.1	22.3	21.5	20.8
						净利率(%)	7.5	7.7	7.0	6.6	6.4
						ROE(%)	8.6	9.8	10.4	10.9	10.5
						ROIC(%)	6.4	7.3	7.3	8.0	8.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.3	57.9	60.7	57.3	56.7
						净负债比率(%)	36.4	35.4	14.4	13.2	-9.1
						流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
						速动比率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
						应付账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.35	0.41	0.48	0.51
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.07	1.95	1.05	1.87
						每股净资产(最新摊薄)	3.90	4.07	4.48	4.88	5.32
						估值比率					
						P/E	20.86	17.70	14.81	12.88	12.05
						P/B	1.57	1.51	1.37	1.26	1.15
						EV/EBITDA	8.47	7.2	6.2	5.4	4.2

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	723	775	1543	829	1477
净利润	290	349	414	477	510
折旧摊销	313	341	366	455	518
财务费用	101	87	27	7	-13
投资损失	-26	-22	-32	-32	-32
营运资金变动	32	34	768	-79	494
其他经营现金流	13	-14	0	0	0
投资活动现金流	-577	-560	-831	-759	-424
资本支出	578	780	478	317	-82
长期投资	-36	152	-19	-19	-19
其他投资现金流	-35	371	-372	-461	-524
筹资活动现金流	212	284	-52	-241	-365
短期借款	75	1128	0	0	0
长期借款	-618	-119	-101	-191	(327)
普通股增加	460	0	0	0	0
资本公积增加	169	0	0	0	0
其他筹资现金流	126	-725	49	-51	-39
现金净增加额	358	498	660	-172	688

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>