

大众公用(1635 HK, HK\$3.57 目标价: HK\$4.15, 买入) — 双轮驱动, 稳定增长

- ❖ **具有品牌美誉度的公共服务提供者。**上海大众公用事业股份有限公司（大众公用）是上海领先的综合公共服务提供者。公司将主要的商业运营聚焦于公用事业服务，并以财务和战略投资作为推动公司业务进展为第二驱动力。在核心公用事业运营以外，大众公用基于长期增长和长期回报的投资理念，通过旗下投资组合持有许多联营机构。此外，大众公用仍然积极的在市场上寻找机遇进行各项金融投资，实现对主业的增强并寻求多样化发展。
- ❖ **公共事业服务：从上海起步，辐射周边地区。**大众公用自 1992 年起，以上海市公共交通服务为起点建立了起公共事业服务。公司随后将业务版图自公共交通逐渐延伸至管道燃气、污水处理以及公路基础建设。截止目前，大众公用已成为上海市场领先的城市燃气分销商，并于南通燃气市场获得绝对领导地位。公司还将在市场积极的通过并购及战略投资，力图将公共事业版图拓展至更多的长三角周边地区。
- ❖ **财务投资：驱动业务发展的第二引擎。**通过审慎和严谨的财务投资，使大众公用能够高效的利用主营业务所带来的富余资本用以持续的增加公司价值。参考公司过往成功的财务投资历史，对公司的业绩和业务发展均形成了有力的支撑。我们认为对深圳创新投资集团（深创投）的投资，是大众公用目前所持有的投资组合中的最大亮点。目前公司持有深创投 13.93% 股份，并持续从深创投获得稳定和可观并具备未来增长潜力的利润分享。
- ❖ **15-18 年，净利润复合增长率料可达 14.8%。**我们预期燃气需求的持续扩张，以及污水处理产能的提升将是公共事业服务板块的主要推动力。我们同时预测管道燃气的毛利率将从 2016 年的 12.4% 分别于 2017、2018 年逐渐提升至 13.7% 和 14.8%，于此同时，联营公司利润分享将维持稳定，在 2016-18 年分别为人民币 3.65 亿，4.27 亿以及 4.64 亿。我们预测净利润将因上述因素在 2016-18 年分别增长至人民币 5.62 亿，6.32 亿，以及 7.02 亿元。
- ❖ **首次覆盖，给予买入评级，目标价每股 4.15 港元。**我们使用分部估值法测算大众公用的运营业务以及财务投资。参考香港市场的估值水准经测算加总，我们得到大众公用的股权公允价值为 122.5 亿港元，对应每股价值 4.15 港元，2017 年预测市盈率 19.4 倍。我们的估值测算显示目前股价有 16.2% 的上升空间，据此，首次覆盖给予买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	4,212.6	4,616.6	4,790.3	5,018.2	5,323.7
净利润(百万元人民币)	340.5	463.8	562.4	632.3	702.4
每股收益(人民币, 分)	13.8	18.8	19.4	21.4	23.8
每股收益变动(%)	22.0	36.2	3.1	10.5	11.1
市盈率(x)	25.9	19.0	18.4	16.7	15.0
市帐率(x)	2.0	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	0.7	1.7	1.7	1.9	2.1
权益收益率(%)	7.1	7.9	7.4	8.0	8.4
净财务杠杆率(%)	26.3	34.5	22.2	25.7	24.9

来源: 公司及招銀国际研究部

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公用事业

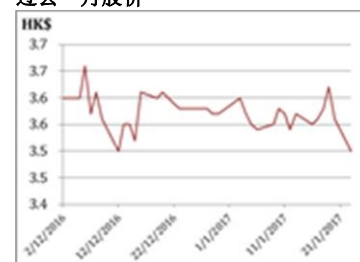
大众公用 (1635 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.57
目标价	HK\$4.15
市值(港币百万)	18,426
过去 1 月平均交易(港币百万)	16.2
52 周高/低(港币)	3.78/3.35
发行股数(百万)	2,952
主要股东(H)	新奥燃气(27.0%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.6%	-6.3%
来源: 彭博		

过去一月股价



来源: 彭博

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	4,213	4,617	4,790	5,018	5,324
公共服务	4,190	4,566	4,706	4,900	5,186
金融服务	22	51	84	118	138
销售成本	(3,692)	(3,887)	(4,007)	(4,126)	(4,320)
毛利	521	730	784	892	1,004
其它收益	49	262	52	59	67
销售费用	(109)	(143)	(150)	(156)	(162)
行政费用	(299)	(434)	(305)	(304)	(304)
投资收益净额	163	72	147	112	112
上市费用	-	-	(6)	-	-
息税前收益	324	486	521	604	717
融资成本	(171)	(177)	(185)	(224)	(258)
联营公司	264	263	365	427	464
特殊支出	-	-	-	-	-
税前利润	417	573	700	806	923
所得税	(43)	(37)	(51)	(57)	(69)
非控制股东权益	(34)	(72)	(87)	(117)	(152)
净利润	340	464	562	632	702
核心净利润	340	464	569	632	702

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	9,718	11,198	12,591	13,724	14,589
固定资产	4,246	4,390	4,454	4,650	4,726
联营公司投资	2,998	4,082	4,899	5,416	5,946
可供出售金融资产	786	834	883	883	883
贸易应收	593	545	565	592	628
融资租赁应收	-	340	600	1,029	1,286
其它	1,094	1,007	1,190	1,155	1,120
流动资产	2,215	2,982	3,898	5,012	6,214
现金及现金等价物	1,565	1,553	2,247	2,865	3,771
应收贸易款项	510	1,122	1,410	1,904	2,199
关联款项	33	33	33	33	33
存货	31	22	24	25	26
金融资产	75	191	124	124	124
其它	-	60	60	60	60
流动负债	3,586	4,008	4,185	5,366	5,915
借债	864	1,498	1,574	2,647	3,056
应付贸易款项	2,032	1,846	1,916	2,007	2,129
应付税项	23	23	23	23	23
关联款项	469	437	450	450	450
其它	197	205	223	239	256
非流动负债	3,040	3,393	3,574	3,972	4,705
借债	1,846	2,029	2,062	2,315	2,913
递延税项	103	120	110	110	110
其它	1,090	1,244	1,403	1,547	1,682
净资产总额	5,307	6,779	8,729	9,398	10,184
少数股东权益	958	1,061	1,130	1,230	1,364
股东权益	4,349	5,718	7,599	8,168	8,820

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	324	486	521	604	717
折旧和摊销	305	327	343	367	387
营运资金变动	409	(161)	56	68	89
税务开支	(42)	(49)	(52)	(58)	(70)
其他	(106)	(248)	(270)	(285)	(301)
经营活动所得现金净额	890	355	599	696	822
购置固定资产	(682)	(570)	(565)	(565)	(465)
联营公司	(617)	(856)	(816)	(517)	(531)
其他	940	524	(560)	(35)	521
投资活动所得现金净额	(360)	(902)	(1,942)	(1,117)	(475)
股份发行	109	88	1,386	-	-
净银行借贷	76	628	817	1,236	778
股息	(143)	(76)	(166)	(197)	(220)
其他	(1)	(78)	-	-	(0)
融资活动所得现金净额	41	562	2,038	1,039	558
现金增加净额	571	15	694	618	905
年初现金及现金等价物	959	1,530	1,550	2,244	2,862
汇兑	(1)	4	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,565	1,553	2,247	2,865	3,771
抵押现金	35	3	3	3	3
年末资产负债表现金及现金等价物	1,530	1,550	2,244	2,862	3,767

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
公共事业服务	99.5	98.9	98.2	97.7	97.4
金融服务	0.5	1.1	1.8	2.3	2.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	12.4	15.8	16.4	17.8	18.9
税前利率	9.9	12.4	14.6	16.1	17.3
净利润率	8.1	10.0	11.7	12.6	13.2
核心净利润率	8.1	10.0	11.9	12.6	13.2
有效税率	10.2	6.5	7.3	7.1	7.5

增长 (%)

收入	7.2	9.6	3.8	4.8	6.1
毛利	11.1	40.1	7.4	13.9	12.5
息税前收入	11.9	50.0	7.1	15.8	18.8
净利润	22.0	36.2	21.3	12.4	11.1

资产负债比率

流动比率 (x)	0.6	0.7	0.9	0.9	1.1
平均应收账款周转天数	27.0	24.7	25.5	25.2	24.9
平均应付账款周转天数	115.4	116.8	103.0	104.1	104.9
平均存货周转天数	2.9	2.5	2.1	2.1	2.1
净负债/ 总权益比率 (%)	22.2	29.2	19.3	22.3	21.6

回报率 (%)

资本回报率	7.8	8.1	7.4	7.7	8.0
资产回报率	2.9	3.3	3.4	3.4	3.4

每股数据

每股盈利 (人民币)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
每股股息 (人民币, 分)	2.3	6.0	6.2	6.9	7.6
每股帐面值 (人民币)	1.8	2.3	2.6	2.8	3.0

来源: 公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。