

大众公用 (1635 HK)

投资收益历经短期波动

❖ **净利润同比下跌 32.4%**。大众公用公布 17 年上半年收入同比下降 2.5%至人民币 24.8 亿。收入下降主要因燃气业务销售收入下降所致，上半年燃气销售占总收入比重 93.8%。毛利趋势则呈现与收入趋势相反，同比上升 12.7%至人民币 4.5 亿。毛利率较 16 年上半年 15.5%上升 2.4 个百分点至 17 年上半年 17.9%，显示公司在上半年持续获得主营业务毛利改善。联营公司利润分享及投资收益同比分别下跌了 29.6%及 16.2%，主要因公司的非主营业务投资组合同比经历短期波动，同时管理费用因人民币升值及去年的港股市场大额融资带来汇兑损益而上升了 28.6%。整体来看，公司上半年实现净利润人民币 2.0 亿，同比下跌 32.4%。

❖ **燃气业务正在稳定提高**。尽管燃气部分销售收入同比下跌 2.2%，我们相信燃气业务部门仍然处于稳定改善的轨道之中。销售收入的下滑主要因燃气管道建设及相关产品销售减少所致，而管道气销售则在上半年录得同比增长 3.5%。此外，燃气业务板块上半年毛利实现了 12.7%，同比增加 2.7 个百分点，显示该业务板块作为销售收入的主要部分营运效率正在提高。公司透露燃气产销差上半年有所缩窄，并使燃气部门的利润贡献达历史最高水平。与燃气同业的产销差相比，我们相信大众公用的燃气业务板块仍然有潜力继续提高。

❖ **投资收益经历短期波动**。公司上半年获得较少的股息分派收入以及联营公司利润分享，因此导致此部分收益较去年同期有较大波动。公司透露波动的原因主要是由于上半年获得较少的直投项目退出。根据清科数据统计，公司的主要创投联营企业深创投上半年贡献获取 IPO 退出市值人民币 26.9 亿，较初始项目投资增值 9 倍。基于 A 股 IPO 发行加速可以有更多的项目退出机会，我们预期创投端的利润波动有望在全年恢复正常水平。

❖ **为海外收购提高杠杆水平**。上半年公司通过海外平台增加了短期债务融资。管理层意图针对潜在海外并购逐渐提高公司的杠杆水平以提高股东回报。关于海外并购的近期发展，公司于 7 月份公布了参与欧洲公用事业企业竞价收购。

❖ **目前股价已反应合理估值**。基于中国 IPO 市场稳定加速的乐观预期，我们预料全年盈利水平有望在下半年追上我们对于公司的全年预测。参考最新的同业估值水平，我们将分部加总估值延展至 2018 年。我们对公司的目标价自每股 4.15 港元下调至 3.84 港元，对应 15.3 倍 2018 年预测市盈率。根据目前估值，我们相信股价已反应公司合理价值。**下调评级至持有。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	4,617	4,568	4,732	5,004	5,284
净利润 (百万人民币)	464	548	555	630	633
EPS (人民币)	18.8	21.9	18.8	21.3	21.4
EPS 变动 (%)	36.2	16.6	(14.2)	13.5	0.4
市盈率(x)	16.3	14.0	16.3	14.3	14.3
市帐率(x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	1.7	1.7	1.7	1.9	1.9
权益收益率 (%)	7.9	7.7	7.5	8.0	7.6
净财务杠杆率(%)	34.5	11.4	27.5	25.9	21.2

数据来源：公司及招银国际预测

持有(下调)

目标价	HK\$3.84
(此前目标价)	HK\$4.15
潜在升幅	+4.06%
当前股价	HK\$3.69

萧小川

电话: (852) 3900 0849

邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

燃气公用事业

市值(百万港元)	17,390
3 月均流通量 (百万港元)	2.60
5 周内股价高/低 (港元)	3.95/3.35
总股本 (百万)	2,952

资料来源：彭博

股东结构(H股)

新奥能源	27.0%
海通证券	8.8%
新华资产管理	3.9%
李兆基	10.1%

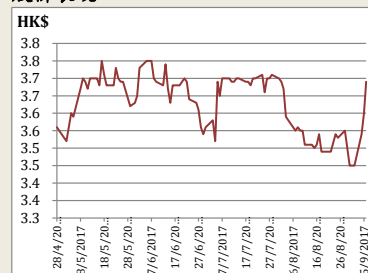
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.6%	-0.1%
3-月	-4.0%	-10.1%
6-月	-1.4%	-15.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：立信

公司网站: www.dzug.com

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	4,617	4,568	4,732	5,004	5,284
公共服务	4,566	4,477	4,628	4,873	5,147
金融服务	51	91	104	131	137
销售成本	(3,887)	(3,828)	(3,918)	(4,081)	(4,310)
毛利	730	740	814	922	973
其它收益	262	57	51	51	55
销售费用	(143)	(168)	(166)	(175)	(185)
行政费用	(434)	(377)	(355)	(375)	(396)
投资收益净额	72	111	132	147	152
上市费用	-	-	-	-	-
息税前收益	486	364	476	570	600
融资成本	(177)	(180)	(211)	(236)	(261)
联营公司	263	502	460	506	519
特殊支出	-	(5)	-	-	-
税前利润	573	681	725	840	858
所得税	(37)	(47)	(66)	(84)	(85)
非控制股东权益	(72)	(86)	(103)	(126)	(140)
净利润	464	548	555	630	633

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)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	11,198	12,282	13,779	14,556	15,087
固定资产	4,390	4,590	4,781	4,854	4,907
联营公司投资	4,082	4,684	5,281	5,644	6,014
可供出售金融资产	834	792	1,191	1,191	1,191
贸易应收	545	463	497	525	555
融资租赁应收	340	615	926	1,273	1,389
其它	1,007	1,136	1,103	1,068	1,031
流动资产	2,982	4,728	4,009	4,954	5,837
现金及现金等价物	1,553	3,418	2,511	3,249	4,076
应收贸易款项	1,122	1,014	1,261	1,467	1,521
关联款项	33	35	35	35	35
存货	22	28	28	29	31
金融资产	191	234	174	174	174
其它	60	-	-	-	-
流动负债	4,008	5,292	6,849	7,261	7,847
借债	1,498	2,247	4,055	4,293	4,744
应付贸易款项	1,846	2,287	2,040	2,202	2,325
应付税项	23	28	23	23	23
关联款项	437	518	510	515	520
其它	205	213	222	228	236
非流动负债	3,393	3,523	2,129	2,752	2,886
借债	2,029	1,973	541	1,073	1,186
递延税项	120	99	100	103	105
其它	1,244	1,451	1,488	1,575	1,595
净资产总额	6,779	8,194	8,811	9,497	10,191
少数股东权益	1,061	1,131	1,216	1,324	1,446
股东权益	5,718	7,063	7,594	8,173	8,745

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)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	486	364	476	570	600
折旧和摊销	327	356	384	405	425
营运资金变动	(161)	530	(295)	136	94
税务开支	(49)	(51)	(61)	(83)	(85)
其他	(248)	(604)	(100)	-	-
经营活动所得现金净额	355	595	405	1,027	1,034
购置固定资产	(570)	(1,006)	(580)	(480)	(480)
联营公司	(856)	(602)	(596)	(364)	(369)
其他	524	988	295	235	236
投资活动所得现金净额	(902)	(620)	(881)	(609)	(613)
股份发行	88	1,392	-	-	-
净银行借贷	628	693	757	778	349
股息	(76)	159	159	183	185
其他	(78)	(528)	(1,633)	(385)	(288)
融资活动所得现金净额	562	1,716	(716)	576	246
现金增加净额	15	1,691	(1,193)	995	667
年初现金及现金等价物	1,530	1,550	3,259	2,066	3,061
汇兑	4	18	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,553	3,418	2,511	3,249	3,916
抵押现金	3	159	423	160	160
年末资产负债表现金及现金等价物	1,550	3,259	2,089	3,089	3,756

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
公共事业服务	98.9	98.0	97.8	97.4	97.4
金融服务	1.1	2.0	2.2	2.6	2.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.8	16.2	17.2	18.4	18.4
税前利率	12.4	14.9	15.3	16.8	16.2
净利润率	10.0	12.0	11.7	12.6	12.0
核心净利润率	10.0	12.1	11.7	12.6	12.0
有效税率	6.5	6.9	9.1	9.9	9.9
增长 (%)					
收入	9.6	(1.0)	3.6	5.7	5.6
毛利	40.1	1.4	9.9	13.4	5.5
息税前收入	50.0	(25.2)	31.0	19.6	5.2
净利润	36.2	18.1	1.4	13.5	0.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.7	0.9	0.6	0.7	0.7
平均应收账款周转天数	24.7	26.6	26.3	26.0	26.0
平均应付账款周转天数	116.8	114.5	115.4	111.3	113.3
平均存货周转天数	2.5	2.4	2.6	2.5	2.5
净负债/ 总权益比率 (%)	29.2	9.9	23.7	22.3	18.2
回报率 (%)					
资本回报率	8.1	7.8	7.3	7.7	7.2
资产回报率	3.3	3.2	3.1	3.2	3.0
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股股息 (人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股帐面值 (人民币)	2.3	2.4	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 个月的潜在变幅在-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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作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上责任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，请与我们联络。

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国投资者

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。