

大众公用 (1635 HK)

积极寻找投资机会

❖ **汇兑损失拖累盈利增长。**大众公用 2017 年录得收入人民币 47.42 亿元，同比上升 3.8%。主营业务保持稳健，收入增长主要由管道燃气业务收入增长 3.4% 所驱动，同时水处理业务量和处理价格均明显增长使水处理业务收入同比增长 16.2%。燃气供应仍然是主要收入来源，占总收入的 97.9%。除管理费用以外，公司主要的经营费用均符合预期。公司在 2017 年确认人民币 1.13 亿元外汇亏损纳入管理费用支出。管理层解释，年内人民币升值超过 7%，香港上市后募集港元资金因此产生较大的外汇亏损。2017 年投资收益同比上升 231.2% 至 3.68 亿元人民币，抵销了外汇影响，而联营公司利润分享则同比下降 16.7% 至 4.18 亿人民币。2017 年大众公用实现净利润为人民币 4.74 亿元，同比下降 13.4%。若剥离外汇亏损，我们测算核心盈利为人民币 5.87 亿元，同比增长 7.2%。

❖ **会计准则变更致使金融资产加速处置。**大众公用及其主要联营公司大众交通 (600611 CH) 均于 2017 年确认投资收益大幅增加。管理层解释，根据财政部要求，针对金融资产价值确认的会计准则变更将对 A+H 股份于 2018 年开始实施，对 A 股企业则于 2019 年实施。相关会计准则的变化将对公司部分金融资产的估值带来明显影响，同时金融资产的评估价值变化也将带来显著的盈利波动。公司据此在大众公用及大众交通两个平台均开始加速处置部分金融资产。金融资产的出售使公司 2017 年获得较为明显的投资收益及部分联营公司盈利增长。展望 2018 年，我们预计大众交通的投资收益将获维持，而大众公用的投资收益则恢复至正常水平。

❖ **提升杠杆水平并寻找更多投资机会。**公司在 2017 年进行了几项引人注目的投资，包括 1) 参与盛大游戏 A 股上市重组项目，以及 2) 消费电子独角兽大疆创新。我们认为有关项目的投资回报将在未来 2-3 年内陆续释放。除短期股权项目以外，公司一直在积极寻找一路一带国家长期公用事业项目机遇。管理层透露，该公司已获得 3750 万美元的境外投资额度审批，并将第一笔 500 万美元投向越南南部靠近胡志明市的地区的燃气公用事业项目。此外，公司在 2017 年通过发行短期和长期债券组合，实现提升了杠杆水平，为潜在投资筹集资金。大众公用的净负债率由 2016 年的 11.4% 上升至 2017 年的 33.5%，我们相信仍然维持健康水平，负债率的适度上升使公司 2017 年底时持有人民币 49 亿元现金，足以应付较大规模投资或收购。

❖ **维持持有评级。**基于投资收益和股本盈利呈现较为明显波动，我们将 2018/2019 预测收益分别下调 22.6 / 17.0% 至人民币 4.9/5.3 亿。我们的分部估值加总目标价格也基于各个分部同业估值情况，由 3.84 港元下调至 3.37 港元。我们对大众公用维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	4,568	4,742	4,994	5,285	5,577
净利润 (百万人民币)	548	474	488	525	528
EPS (人民币)	0.22	0.16	0.17	0.18	0.18
EPS 变动 (%)	16.6	(26.7)	2.9	7.6	0.5
市盈率(x)	11.2	15.3	14.9	13.8	13.7
市帐率(x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
股息率 (%)	2.0	2.0	1.7	1.9	1.9
权益收益率 (%)	7.7	6.7	6.3	6.4	6.2
净财务杠杆率 (%)	11.4	33.5	38.8	38.8	36.3

数据源：公司及招银国际预测

持有(下调)

目标价	HK\$3.37
(此前目标价)	HK\$3.84
潜在升幅	+11.02%
当前股价	HK\$3.03

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)	15,971
3月均流通量(百万港元)	1.98
5周内股价高/低(港元)	3.80/2.90
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	16.2%
新华资产管理	11.3%
李兆基	10.1%

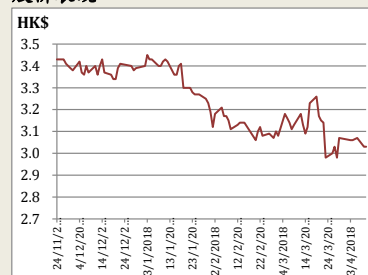
资料来源：彭博

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.cn

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	4,568	4,742	4,994	5,285	5,577
公共服务	4,477	4,644	4,884	5,159	5,446
金融服务	91	98	110	126	132
销售成本	(3,828)	(3,954)	(4,117)	(4,339)	(4,578)
毛利	740	788	877	947	999
其它收益	57	38	57	57	33
销售费用	(168)	(187)	(190)	(201)	(212)
行政费用	(377)	(535)	(424)	(449)	(474)
投资收益净额	111	368	162	192	232
上市费用	-	-	-	-	-
息税前收益	364	472	481	546	579
融资成本	(180)	(263)	(350)	(375)	(395)
联营公司	502	418	477	491	494
特殊支出	(5)	-	-	-	-
税前利润	681	627	608	662	678
所得税	(47)	(72)	(33)	(43)	(46)
非控制股东权益	86	81	88	94	103
净利润	548	474	488	525	528

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	12,282	13,531	13,846	14,588	15,235
固定资产	4,590	4,922	4,999	5,059	5,101
联营公司投资	4,684	5,502	5,713	6,126	6,548
可供出售金融资产	792	893	774	774	774
贸易应收	463	149	250	264	279
融资租赁应收	615	729	810	1,103	1,311
其它	1,136	1,336	1,300	1,262	1,222
流动资产	4,728	6,869	6,374	6,890	7,475
现金及现金等价物	3,418	5,132	4,753	5,135	5,631
应收贸易款项	1,014	1,158	1,066	1,200	1,286
关联款项	35	37	35	35	35
存货	28	27	29	31	33
金融资产	234	196	171	171	171
其它	-	319	319	319	319
流动负债	5,292	8,613	7,325	7,908	8,410
借债	2,247	5,618	4,178	4,625	4,990
应付贸易款项	2,287	2,100	2,247	2,378	2,510
应付税项	28	39	39	39	39
关联款项	518	641	641	641	641
其它	213	215	220	225	230
非流动负债	3,523	3,484	3,741	3,878	4,060
借债	1,973	1,921	2,137	2,249	2,340
递延税项	99	35	103	105	107
其它	1,451	1,528	1,501	1,524	1,613
净资产总额	8,194	8,303	9,153	9,692	10,241
少数股东权益	1,131	1,119	1,264	1,339	1,424
股东权益	7,063	7,185	7,889	8,353	8,816

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	364	472	481	546	579
折旧和摊销	356	370	394	414	434
营运资金变动	530	(173)	113	105	104
税务开支	(51)	(72)	(33)	(43)	(46)
其他	(604)	(90)	-	-	-
经营活动所得现金净额	595	507	956	1,022	1,071
购置固定资产	(1,006)	(934)	(480)	(480)	(480)
联营公司	(602)	(578)	(451)	(413)	(422)
其他	988	26	235	236	237
投资活动所得现金净额	(620)	(1,486)	(696)	(657)	(665)
股份发行	1,392	153	-	-	-
净银行借贷	693	3,318	554	564	349
股息	159	159	138	150	151
其他	(528)	(884)	(1,271)	(857)	(249)
融资活动所得现金净额	1,716	2,746	(580)	(144)	251
现金增加净额	1,691	1,767	(320)	222	657
年初现金及现金等价物	1,550	3,259	4,913	4,593	4,815
汇兑	18	(113)	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,418	5,132	4,753	4,975	5,631
抵押现金	159	219	160	160	160
年末资产负债表现金及现金等价物	3,259	4,913	4,593	4,815	5,471

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
公共事业服务	98.0	97.9	97.8	97.6	97.6
金融服务	2.0	2.1	2.2	2.4	2.4
总额	100.0	100.0	100.0	101.0	102.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	16.2	16.6	17.6	17.9	17.9
税前利率	14.9	13.2	12.2	12.5	12.1
净利润率	12.0	10.0	9.8	9.9	9.5
核心净利润率	12.1	10.0	9.8	9.9	9.5
有效税率	6.9	11.5	5.4	6.5	6.8

增长 (%)

收入	(1.0)	3.8	5.3	5.8	5.5
毛利	1.4	6.5	11.3	8.0	5.5
息税前收入	(25.2)	29.8	2.0	13.4	6.0
净利润	18.1	(13.4)	2.9	7.7	0.6

资产负债比率

流动比率 (x)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
平均应收账款周转天数	26.6	24.7	23.0	22.9	22.9
平均应付账款周转天数	114.5	117.8	115.8	116.7	116.9
平均存货周转天数	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
净负债/总权益比率 (%)	9.9	29.0	33.5	33.4	31.2

回报率 (%)

资本回报率	7.8	6.6	6.2	6.3	6.0
资产回报率	3.2	2.3	2.4	2.4	2.3

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)	2.4	2.4	2.7	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：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。