

大眾公用 (1635 HK)

投資收益歷經短期波動

❖ **淨利潤同比下跌 32.4%**。大眾公用公佈 17 年上半年收入同比下降 2.5%至人民幣 24.8 億。收入下降主要因燃氣業務銷售收入下降所致，上半年燃氣銷售占總收入比重 93.8%。毛利趨勢則呈現與收入趨勢相反，同比上升 12.7%至人民幣 4.5 億。毛利率較 16 年上半年 15.5%上升 2.4 個百分點至 17 年上半年 17.9%，顯示公司在上半年持續獲得主營業務毛利改善。聯營公司利潤分享及投資收益同比分別下跌了 29.6%及 16.2%，主要因公司的非主營業務投資組合同比經歷短期波動，同時管理費用因人民幣升值及去年的港股市場大額融資帶來匯兌損益而上升了 28.6%。整體來看，公司上半年實現淨利潤人民幣 2.0 億，同比下跌 32.4%。

❖ **燃氣業務正在穩定提高**。儘管燃氣部分銷售收入同比下跌 2.2%，我們相信燃氣業務部門仍然處於穩定改善的軌道之中。銷售收入的下滑主要因燃氣管道建設及相關產品銷售減少所致，而管道氣銷售則在上半年錄得同比增長 3.5%。此外，燃氣業務板塊上半年毛利實現為 12.7%，同比增加 2.7 個百分點，顯示該業務板塊作為銷售收入的主要部分營運效率正在提高。公司透露燃氣產銷差上半年有所縮窄，並使燃氣部門的利潤貢獻達歷史最高水準。與燃氣同業的產銷差相比，我們相信大眾公用的燃氣業務板塊仍然有潛力繼續提高。

❖ **投資收益經歷短期波動**。公司上半年獲得較少的股息分派收入以及聯營公司利潤分享，因此導致此部分收益較去年同期有較大波動。公司透露波動的原因主要是由於上半年獲得較少的直投項目退出。根據清科資料統計，公司的主要創投聯營企業深創投上半年貢獻 IPO 退出市值人民幣 26.9 億，較初始專案投資增值 9 倍。基於 A 股 IPO 發行加速可以有更多的專案退出機會，我們預期創投端的利潤波動有望在全年恢復正常水準。

❖ **為海外收購提高杠杆水準**。上半年公司通過海外平臺增加了短期債務融資。管理層意圖針對潛在海外並購逐漸提高公司的杠杆水準以提高股東回報。關於海外並購的近期發展，公司於 7 月份公佈了參與歐洲公用事業企業競價收購。

❖ **目前股價已反應合理估值**。基於中國 IPO 市場穩定加速的樂觀預期，我們預測全年盈利水準有望在下半年追上我們對於公司的全年預測。參考最新的同業估值水準，我們將分部加總估值延展至 2018 年。我們對公司的目標價自每股 4.15 港元下調至 3.84 港元，對應 15.3 倍 2018 年預測市盈率。根據目前估值，我們相信股價已反應公司合理價值。**下調評級至持有。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	4,617	4,568	4,732	5,004	5,284
淨利潤 (百萬人民幣)	464	548	555	630	633
EPS (人民幣)	18.8	21.9	18.8	21.3	21.4
EPS 變動 (%)	36.2	16.6	(14.2)	13.5	0.4
市盈率(x)	16.3	14.0	16.3	14.3	14.3
市帳率(x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	1.7	1.7	1.7	1.9	1.9
權益收益率 (%)	7.9	7.7	7.5	8.0	7.6
淨財務杠杆率 (%)	34.5	11.4	27.5	25.9	21.2

資料來源：公司及招銀國際預測

持有(下調)

目標價	HK\$3.84
(此前目標價)	HK\$4.15
潛在升幅	+4.06%
當前股價	HK\$3.69

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃氣公用事業

市值(百萬港元)	17,390
3 月均流通量 (百萬港元)	2.60
5 周內股價高/低 (港元)	3.95/3.35
總股本 (百萬)	2,952

資料來源：彭博

股東結構(H股)

新奧能源	27.0%
海通證券	8.8%
新華資產管理	3.9%
李兆基	10.1%

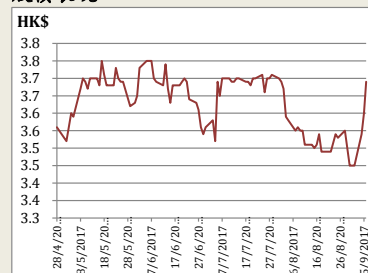
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.6%	-0.1%
3-月	-4.0%	-10.1%
6-月	-1.4%	-15.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：立信

公司網站：www.dzug.com

利潤表

年結: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
公共服務	4,566	4,477	4,628	4,873	5,147
金融服務	51	91	104	131	137
銷售成本	(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
銷售費用	(143)	(168)	(166)	(175)	(185)
行政費用	(434)	(377)	(355)	(375)	(396)
投資收益淨額	72	111	132	147	152
上市費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	486	364	476	570	600
融資成本	(177)	(180)	(211)	(236)	(261)
聯營公司	263	502	460	506	519
特殊支出	-	(5)	-	-	-
稅前利潤	573	681	725	840	858
所得稅	(37)	(47)	(66)	(84)	(85)
非控制股東權益	(72)	(86)	(103)	(126)	(140)
淨利潤	464	548	555	630	633

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	11,198	12,282	13,779	14,556	15,087
固定資產	4,390	4,590	4,781	4,854	4,907
聯營公司投資	4,082	4,684	5,281	5,644	6,014
可供出售金融資產	834	792	1,191	1,191	1,191
貿易應收	545	463	497	525	555
融資租賃應收	340	615	926	1,273	1,389
其它	1,007	1,136	1,103	1,068	1,031
流動資產	2,982	4,728	4,009	4,954	5,837
現金及現金等价物	1,553	3,418	2,511	3,249	4,076
應收貿易款項	1,122	1,014	1,261	1,467	1,521
關聯款項	33	35	35	35	35
存貨	22	28	28	29	31
金融資產	191	234	174	174	174
其它	60	-	-	-	-
流動負債	4,008	5,292	6,849	7,261	7,847
借債	1,498	2,247	4,055	4,293	4,744
應付貿易款項	1,846	2,287	2,040	2,202	2,325
應付稅項	23	28	23	23	23
關聯款項	437	518	510	515	520
其它	205	213	222	228	236
非流動負債	3,393	3,523	2,129	2,752	2,886
借債	2,029	1,973	541	1,073	1,186
遞延稅項	120	99	100	103	105
其它	1,244	1,451	1,488	1,575	1,595
淨資產總額	6,779	8,194	8,811	9,497	10,191
少數股東權益	1,061	1,131	1,216	1,324	1,446
股東權益	5,718	7,063	7,594	8,173	8,745

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結: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

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結: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

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。