

大眾公用(1635 HK, HK\$3.57 目標價: HK\$4.15, 買入) — 雙輪驅動，穩定增長

- ❖ **具有品牌美譽度的公共服務提供者。**上海大眾公用事業股份有限公司（大眾公用）是上海領先的綜合公共服務提供者。公司將主要的商業運營聚焦於公用事業服務，並以財務和戰略投資作為推動公司業務進展為第二驅動力。在核心公用事業運營以外，大眾公用基於長期增長和長期回報的投資理念，通過旗下投資組合持有許多聯營機構。此外，大眾公用仍然積極的在市場上尋找機遇進行各項金融投資，實現對主業的增強並尋求多樣化發展。
- ❖ **公共事業服務：從上海起步，輻射周邊地區。**大眾公用自 1992 年起，以上海市公共交通服務為起點建立了起公共事業服務。公司隨後將業務版圖自公共交通逐漸延伸至管道燃氣、污水處理以及公路基礎建設。截止目前，大眾公用已成為上海市場領先的城市燃氣分銷商，並於南通燃氣市場獲得絕對領導地位。公司還將在市場積極的通過併購及戰略投資，力圖將公共事業版圖拓展至更多的長三角周邊地區。
- ❖ **財務投資：驅動業務發展的第二引擎。**通過審慎和嚴謹的財務投資，使大眾公用能夠高效的利用主營業務所帶來的富餘資本用以持續的增加公司價值。參考公司過往成功的財務投資歷史，對公司的業績和業務發展均形成了有力的支撐。我們認為對深圳創新投資集團（深創投）的投資，是大眾公用目前所持有的投資組合中的最大亮點。目前公司持有深創投 13.93% 股份，並持續從深創投獲得穩定和可觀並具備未來增長潛力的利潤分享。
- ❖ **15-18 年，淨利潤複合增長率料可達 14.8%。**我們預期燃氣需求的持續擴張，以及污水處理產能的提升將是公共事業服務板塊的主要推動力。我們同時預測管道燃氣的毛利率將從 2016 年的 12.4% 分別於 2017、2018 年逐漸提升至 13.7% 和 14.8%，於此同時，聯營公司利潤分享將維持穩定，在 2016-18 年分別為人民幣 3.65 億，4.27 億以及 4.64 億。我們預測淨利潤將因上述因素在 2016-18 年分別增長至人民幣 5.62 億，6.32 億，以及 7.02 億元。
- ❖ **首次覆蓋，給予買入評級，目標價每股 4.15 港元。**我們使用分部估值法測算大眾公用的運營業務以及財務投資。參考香港市場的估值水平經測算加總，我們得到大眾公用的股權公允價值為 122.5 億港元，對應每股價值 4.15 港元，2017 年預測市盈率 19.4 倍。我們的估值測算顯示目前股價有 16.2% 的上升空間，據此，**首次覆蓋給予買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	4,212.6	4,616.6	4,790.3	5,018.2	5,323.7
淨利潤(百萬元人民幣)	340.5	463.8	562.4	632.3	702.4
每股收益(人民幣,分)	13.8	18.8	19.4	21.4	23.8
每股收益變動(%)	22.0	36.2	3.1	10.5	11.1
市盈率(x)	25.9	19.0	18.4	16.7	15.0
市帳率(x)	2.0	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	0.7	1.7	1.7	1.9	2.1
權益收益率(%)	7.1	7.9	7.4	8.0	8.4
淨財務杠杆率(%)	26.3	34.5	22.2	25.7	24.9

來源: 公司及招銀國際研究部

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公用事業

大眾公用 (1635 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.57
目標價	HK\$4.15
市值(港幣百萬)	18,426
過去 1 月平均交易(港幣百萬)	16.2
52 周高/低(港幣)	3.78/3.35
發行股數(百萬)	2,952
主要股東	新奧燃氣(27.0%)

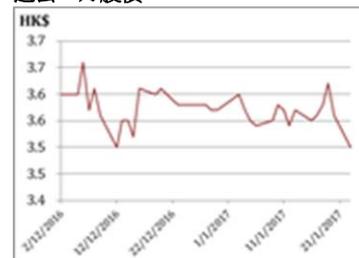
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-0.6%	-6.3%

來源: 彭博

過去一月股價



來源: 彭博

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	4,213	4,617	4,790	5,018	5,324
公共服務	4,190	4,566	4,706	4,900	5,186
金融服務	22	51	84	118	138
銷售成本	(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
銷售費用	(109)	(143)	(150)	(156)	(162)
行政費用	(299)	(434)	(305)	(304)	(304)
投資收益淨額	163	72	147	112	112
上市費用	-	-	(6)	-	-
息稅前收益	324	486	521	604	717
融資成本	(171)	(177)	(185)	(224)	(258)
聯營公司	264	263	365	427	464
特殊支出	-	-	-	-	-
稅前利潤	417	573	700	806	923
所得稅	(43)	(37)	(51)	(57)	(69)
非控制股東權益	(34)	(72)	(87)	(117)	(152)
淨利潤	340	464	562	632	702
核心淨利潤	340	464	569	632	702

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(百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	9,718	11,198	12,591	13,724	14,589
固定資產	4,246	4,390	4,454	4,650	4,726
聯營公司投資	2,998	4,082	4,899	5,416	5,946
可供出售金融資產	786	834	883	883	883
貿易應收	593	545	565	592	628
融資租賃應收	-	340	600	1,029	1,286
其它	1,094	1,007	1,190	1,155	1,120
流動資產	2,215	2,982	3,898	5,012	6,214
現金及現金等價物	1,565	1,553	2,247	2,865	3,771
應收貿易款項	510	1,122	1,410	1,904	2,199
關聯款項	33	33	33	33	33
存貨	31	22	24	25	26
金融資產	75	191	124	124	124
其它	-	60	60	60	60
流動負債	3,586	4,008	4,185	5,366	5,915
借債	864	1,498	1,574	2,647	3,056
應付貿易款項	2,032	1,846	1,916	2,007	2,129
應付稅項	23	23	23	23	23
關聯款項	469	437	450	450	450
其它	197	205	223	239	256
非流動負債	3,040	3,393	3,574	3,972	4,705
借債	1,846	2,029	2,062	2,315	2,913
遞延稅項	103	120	110	110	110
其它	1,090	1,244	1,403	1,547	1,682
淨資產總額	5,307	6,779	8,729	9,398	10,184
少數股東權益	958	1,061	1,130	1,230	1,364
股東權益	4,349	5,718	7,599	8,168	8,820

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(百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	324	486	521	604	717
折舊和攤銷	305	327	343	367	387
營運資金變動	409	(161)	56	68	89
稅務開支	(42)	(49)	(52)	(58)	(70)
其他	(106)	(248)	(270)	(285)	(301)
經營活動所得現金淨額	890	355	599	696	822
購置固定資產	(682)	(570)	(565)	(565)	(465)
聯營公司	(617)	(856)	(816)	(517)	(531)
其他	940	524	(560)	(35)	521
投資活動所得現金淨額	(360)	(902)	(1,942)	(1,117)	(475)
股份發行	109	88	1,386	-	-
淨銀行借貸	76	628	817	1,236	778
股息	(143)	(76)	(166)	(197)	(220)
其他	(1)	(78)	-	-	(0)
融資活動所得現金淨額	41	562	2,038	1,039	558
現金增加淨額	571	15	694	618	905
年初現金及現金等價物	959	1,530	1,550	2,244	2,862
匯兌	(1)	4	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,565	1,553	2,247	2,865	3,771
抵押現金	35	3	3	3	3
年末資產負債表現金及現金等價物	1,530	1,550	2,244	2,862	3,767

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
公共事業服務	99.5	98.9	98.2	97.7	97.4
金融服務	0.5	1.1	1.8	2.3	2.6
總額	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
稅前利率	9.9	12.4	14.6	16.1	17.3
淨利潤率	8.1	10.0	11.7	12.6	13.2
核心淨利潤率	8.1	10.0	11.9	12.6	13.2
有效稅率	10.2	6.5	7.3	7.1	7.5
增長 (%)					
收入	7.2	9.6	3.8	4.8	6.1
毛利	11.1	40.1	7.4	13.9	12.5
息稅前收入	11.9	50.0	7.1	15.8	18.8
淨利潤	22.0	36.2	21.3	12.4	11.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.6	0.7	0.9	0.9	1.1
平均應收賬款周轉天數	27.0	24.7	25.5	25.2	24.9
平均應付帳款周轉天數	115.4	116.8	103.0	104.1	104.9
平均存貨周轉天數	2.9	2.5	2.1	2.1	2.1
淨負債/ 總權益比率 (%)	22.2	29.2	19.3	22.3	21.6
回報率 (%)					
資本回報率	7.8	8.1	7.4	7.7	8.0
資產回報率	2.9	3.3	3.4	3.4	3.4
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
每股股息 (人民幣, 分)	2.3	6.0	6.2	6.9	7.6
每股帳面值 (人民幣)	1.8	2.3	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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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責任。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 年證券交易法規則 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士。