

大眾公用 (1635 HK)

穩步前行

招銀國際研究部

- ❖ **淨利潤按年增長 18.1%**。大眾公用發布了在香港上市後第一份年報。銷售收入錄得 45.7 億元人民幣（下同），按年下跌 1.0%，符合我們預期。管道燃氣供應業務在銷售收入中占絕大多數，銷售按年下跌 1.9% 至 42.4 億元，因發改委調降終端燃氣銷售價格影響，此部分受階梯氣價的實施以及燃氣銷售量增長有所抵消。污水處理業務及基建項目分別貢獻營收 1.8 億及 5 千 5 百萬。金融服務部門則顯示了強勁的增長動能，貢獻營收 9 千 1 百萬，按年上升 80.5%。投資收益淨額僅錄得 1.1 億元，按年上升 54.2%，較我們預期低，但這部分影響被聯營公司高增速利潤分享所抵消，公司年內利潤分享為 5.0 億元。公司 2016 年實現淨利潤 5.5 億，同比上漲 18.1%。大眾公用宣布派發末期股息每股人民幣 6 分，分紅比率 32.4%。
- ❖ **2017 年將適度提高杠杆率用于項目并購**。截止 2016 年末，公司負債率僅為 24.8%，遠低于公用事業同業。管理層意圖在年內適度提升杠杆率以進一步增加投資回報。公司計劃在長三角區域以及東南亞就公眾服務項目機會展開并購，并計劃通過多種融資渠道籌措并購資金。并購目標方面，目前潛在的項目目標將會是城市燃氣項目。管理層認為負債率控制在 55% 將會是較為合理可控水平。
- ❖ **深創投將會是 2017 年潛在業績催化劑**。公司多年來通過聯營公司利潤分享獲得了豐厚回報，管理層強調公司對於聯營公司的投資是成熟的業務模式，這種成熟尤其是建立在大眾交通集團以及深創投良好的業績表現之上。基于 A 股 IPO 進程加速將使深創投的項目投資得以通過上市退出機會，潛在獲利豐厚，我們相信深創投將成為大眾公用 2017 年的業績催化劑。根據清科集團私募通數據，2017 年 1 季度有 135 家企業在 A 股上市，其中 75 家由 VC/PE 機構支持，深創投在其間投資 7 家企業，在 VC/PE 機構中排名第一。
- ❖ **維持「買入」評級**。我們將盈利預測進行調整以更新公司的基本面狀況，並將 2017/18 年淨利潤分別調低 9.4%/9.9% 至 5.7 億/6.3 億。我們將目標價維持每股 4.15 港元，等同于 2017 年預測市盈率 16.9 倍，維持「買入」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	4,616.6	4,568.4	4,743.6	5,035.3	5,322.7
淨利潤 (百萬人民幣)	463.8	547.6	572.9	632.9	635.2
調整後 EPS (人民幣)	18.8	21.9	19.4	21.4	21.5
EPS 變動 (%)	36.2	16.6	(11.4)	10.5	0.4
市盈率(x)	17.3	14.8	16.7	15.2	15.1
市帳率(x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	1.6	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	20.4	19.2	14.0

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.15
(此目前目標價)	HK\$4.15)
潛在升幅	+13.7%
當前股價	HK\$3.65

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

公用事業

市值(百萬港元)	19,107
3月平均流通量(百萬港元)	1.95
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%

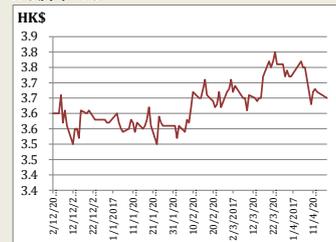
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.3%	-1.1%
3-月	3.1%	-2.9%

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

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	4,617	4,568	4,744	5,035	5,323
公共服务	4,566	4,477	4,640	4,904	5,186
金融服务	51	91	104	131	137
销售成本	(3,887)	(3,828)	(3,930)	(4,108)	(4,344)
毛利	730	740	814	927	979
其它收益	262	57	53	54	59
销售费用	(143)	(168)	(166)	(176)	(186)
行政费用	(434)	(377)	(356)	(378)	(399)
投资收益净额	72	111	132	147	152
上市费用	-	-	-	-	-
息税前收益	486	364	477	575	604
融资成本	(177)	(180)	(211)	(235)	(260)
联营公司	263	502	460	506	519
特殊支出	-	(5)	-	-	-
税前利润	573	681	726	845	863
所得税	(37)	(47)	(66)	(85)	(87)
非控制股东权益	(72)	(86)	(86)	(127)	(141)
净利润	464	548	573	633	635

来源:公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	11,198	12,282	13,221	14,000	14,458
固定资产	4,390	4,590	4,781	4,854	4,907
联营公司投资	4,082	4,684	5,121	5,485	5,780
可供出售金融资产	834	792	792	792	792
贸易应收	545	463	498	529	559
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	4,552	5,506	6,470
现金及现金等价物	1,553	3,418	3,053	3,798	4,705
应收贸易款项	1,122	1,014	1,262	1,470	1,525
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	5,191	5,675	6,264
借债	1,498	2,247	2,395	2,693	3,144
应付贸易款项	1,846	2,287	2,042	2,216	2,342
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	3,789	4,352	4,486
借债	2,029	1,973	2,201	2,673	2,786
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	8,794	9,480	10,178
少数股东权益	1,061	1,131	1,199	1,308	1,431
股东权益	5,718	7,063	7,595	8,172	8,747

来源:公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	486	364	477	575	604
折旧和摊销	327	356	384	405	425
营运资金变动	(161)	530	(294)	145	97
税务开支	(49)	(51)	(61)	(85)	(86)
其他	(248)	(604)	(265)	-	191
经营活动所得现金净额	355	595	241	1,040	1,230
购置固定资产	(570)	(1,006)	(580)	(480)	(480)
联营公司	(856)	(602)	(437)	(364)	(295)
其他	524	988	295	235	460
投资活动所得现金净额	(902)	(620)	(722)	(609)	(315)
股份发行	88	1,392	-	-	-
净银行借贷	628	693	757	778	349
股息	(76)	159	165	184	185
其他	(78)	(528)	(807)	(649)	(543)
融资活动所得现金净额	562	1,716	115	313	(8)
现金增加净额	15	1,691	(365)	744	907
年初现金及现金等价物	1,530	1,550	3,259	2,893	3,638
汇兑	4	18	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,553	3,418	3,053	3,798	4,705
抵押现金	3	159	160	160	160
年末资产负债表现金及现金等价物	1,550	3,259	2,893	3,638	4,545

来源:公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	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	100.0

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	12.1	12.6	11.9
核心净利润率	10.0	12.1	12.1	12.6	12.0
有效税率	6.5	6.9	9.2	10.0	10.0

增长 (%)

收入	9.6	(1.0)	3.8	6.2	5.7
毛利	40.1	1.4	9.9	14.0	5.6
息税前收入	50.0	(25.2)	31.1	20.5	5.2
净利润	36.2	18.1	4.6	10.5	0.4

资产负债比率

流动比率 (x)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
平均应收账款周转天数	24.7	26.6	26.3	25.9	25.9
平均应付帐款周转天数	116.8	114.5	115.0	110.9	113.1
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	17.6	16.6	12.0

回报率 (%)

资本回报率	8.1	7.8	7.5	7.7	7.3
资产回报率	3.3	3.2	3.2	3.2	3.0

每股数据

每股盈利 (人民币)	0.19	0.22	0.19	0.21	0.22
每股股息 (人民币, 分)	6.00	6.00	6.21	6.86	6.90
每股帐面值 (人民币)	2.32	2.43	2.57	2.77	2.96

来源: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)發表于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并無直接或間接關係。

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。

招銀國際證券有限公司及/或其多數附屬公司在過去12個月內向大眾公用(1635 HK)進行投資銀行業務。