

大眾公用 (1635 HK)

積極尋找投資機遇

❖ **匯兌損失拖累盈利增長。**大眾公用 2017 年錄得收入人民幣 47.42 億元，同比上升 3.8%。主營業務保持穩健，收入增長主要由管道燃氣業務收入增長 3.4% 所驅動，同時水處理業務量和處理價格均明顯增長使水處理業務收入同比增長 16.2%。燃氣供應仍然是主要收入來源，占總收入的 97.9%。除管理費用以外，公司主要的經營費用均符合預期。公司在 2017 年確認人民幣 1.13 億元外匯虧損納入管理費用支出。管理層解釋，年內人民幣升值超過 7%，香港上市後募集港元資金因此產生較大的外匯虧損。2017 年投資收益同比上升 231.2% 至 3.68 億元人民幣，抵銷了外匯影響，而聯營公司利潤分享則同比下降 16.7% 至 4.18 億人民幣。2017 年大眾公用實現淨利潤為人民幣 4.74 億元，同比下降 13.4%。若剝離外匯虧損，我們測算核心盈利為人民幣 5.87 億元，同比增長 7.2%。

❖ **會計準則變更致使金融資產加速處置。**大眾公用及其主要聯營公司大眾交通 (600611 CH) 均於 2017 年確認投資收益大幅增加。管理層解釋，根據財政部要求，針對金融資產價值確認的會計準則變更將對 A+H 股份於 2018 年開始實施，對 A 股企業則於 2019 年實施。相關會計準則的變化將對公司部分金融資產的估值帶來明顯影響，同時金融資產的評估價值變化也將帶來顯著的盈利波動。公司據此在大眾公用及大眾交通兩個平臺均開始加速處置部分金融資產。金融資產的出售使公司 2017 年獲得較為明顯的投資收益及部分聯營公司盈利增長。展望 2018 年，我們預計大眾交通的投資收益將獲維持，而大眾公用的投資收益則恢復至正常水準。

❖ **提升杠杆水準並尋找更多投資機遇。**公司在 2017 年進行了幾項引人注目的投資，包括 1) 參與盛大遊戲 A 股上市重組項目，以及 2) 消費電子獨角獸大疆創新。我們認為有關專案的投資回報將在未來 2-3 年內陸續釋放。除短期股權專案以外，公司一直在積極尋找一路一帶國家長期公用事業專案機遇。管理層透露，該公司已獲得 3750 萬美元的境外投資額度審批，並將第一筆 500 萬美元投向越南南部靠近胡志明市的地區的燃氣公用事業專案。此外，公司在 2017 年通過發行短期和長期債券組合，實現提升了杠杆水準，為潛在投資籌集資金。大眾公用的淨負債率由 2016 年的 11.4% 上升至 2017 年的 33.5%，我們相信仍然維持健康水準，負債率的適度上升使公司 2017 年底時持有人民幣 49 億元現金，足以應付較大規模投資或收購。

❖ **維持持有評級。**基於投資收益和股本盈利呈現較為明顯波動，我們將 2018/2019 預測收益分別下調 22.6 / 17.0% 至人民幣 4.9/5.3 億。我們的分部估值加總目標價格也基於各個分部同業估值情況，由 3.84 港元下調至 3.37 港元。我們對大眾公用維持持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	4,568	4,742	4,994	5,285	5,577
淨利潤 (百萬人民幣)	548	474	488	525	528
EPS (人民幣)	0.22	0.16	0.17	0.18	0.18
EPS 變動 (%)	16.6	(26.7)	2.9	7.6	0.5
市盈率 (x)	11.2	15.3	14.9	13.8	13.7
市帳率 (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
股息率 (%)	2.0	2.0	1.7	1.9	1.9
權益收益率 (%)	7.7	6.7	6.3	6.4	6.2
淨財務杠杆率 (%)	11.4	33.5	38.8	38.8	36.3

資料來源：公司及招銀國際預測

持有(下調)

目標價	HK\$3.37
(此前目標價)	HK\$3.84
潛在升幅	+11.02%
當前股價	HK\$3.03

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)	15,971
3 月均流通量(百萬港元)	1.98
5 周內股價高/低(港元)	3.80/2.90
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	16.2%
新華資產管理	11.3%
李兆基	10.1%

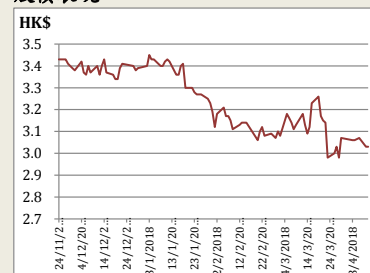
資料來源：彭博

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.cn

利潤表

年結: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
公共服務	4,477	4,644	4,884	5,159	5,446
金融服務	91	98	110	126	132
銷售成本	(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
銷售費用	(168)	(187)	(190)	(201)	(212)
行政費用	(377)	(535)	(424)	(449)	(474)
投資收益淨額	111	368	162	192	232
上市費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	364	472	481	546	579
融資成本	(180)	(263)	(350)	(375)	(395)
聯營公司	502	418	477	491	494
特殊支出	(5)	-	-	-	-
稅前利潤	681	627	608	662	678
所得稅	(47)	(72)	(33)	(43)	(46)
非控制股東權益	86	81	88	94	103
淨利潤	548	474	488	525	528

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	12,282	13,531	13,846	14,588	15,235
固定資產	4,590	4,922	4,999	5,059	5,101
聯營公司投資	4,684	5,502	5,713	6,126	6,548
可供出售金融資產	792	893	774	774	774
貿易應收	463	149	250	264	279
融資租賃應收	615	729	810	1,103	1,311
其它	1,136	1,336	1,300	1,262	1,222
流動資產	4,728	6,869	6,374	6,890	7,475
現金及現金等价物	3,418	5,132	4,753	5,135	5,631
應收貿易款項	1,014	1,158	1,066	1,200	1,286
關聯款項	35	37	35	35	35
存貨	28	27	29	31	33
金融資產	234	196	171	171	171
其它	-	319	319	319	319
流動負債	5,292	8,613	7,325	7,908	8,410
借債	2,247	5,618	4,178	4,625	4,990
應付貿易款項	2,287	2,100	2,247	2,378	2,510
應付稅項	28	39	39	39	39
關聯款項	518	641	641	641	641
其它	213	215	220	225	230
非流動負債	3,523	3,484	3,741	3,878	4,060
借債	1,973	1,921	2,137	2,249	2,340
遞延稅項	99	35	103	105	107
其它	1,451	1,528	1,501	1,524	1,613
淨資產總額	8,194	8,303	9,153	9,692	10,241
少數股東權益	1,131	1,119	1,264	1,339	1,424
股東權益	7,063	7,185	7,889	8,353	8,816

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)	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

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結: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

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：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。