



“引战” 打开发展空间 ——中山公用 (000685) 调研报告

2014年12月15日

推荐/首次

中山公用

调研报告

报告摘要:

- 供水板块盈利能力有限，农贸板块主打市场改造升级的发展策略。**供水业务方面，受中山市常住人口总量趋于平稳，GDP增速放缓等影响，近年用水量增长缓慢，产能接近饱和，因此预计未来水量供需趋于平稳，上升空间有限。农贸市场业务方面，公司对于处于好地段的老市场，公司未来计划将之升级改造为现代农产品交易中心，将以前单一出租的模式改为按照交易量收费，或者直接将老市场迁往其他地段，将好地段打造为商业街，公司土地资产有一定升值空间。
- 国资减持，民资进驻，打造复星集团环保平台。**2014年7月，上海复星集团以每股10.52元价格收购中山公用1.01亿股(占中山公用股份总数13%)，减持完成后中汇集团持股比例下降到49.26%，上海复星集团成为公司第二大股东，持股比例13%。“大环保”投资将是复星集团未来业务发展的重中之重，借助公司在水务、燃气等多个领域的运营管理经验，为其提供更丰富的产业资源和更雄厚的资金支持，为公司这一区域性的公用事业公司打开更加广阔的全球视野，引入更有活力的治理结构及激励机制，以中山公用作为复星集团的环保平台，在环保业务上深耕细作，将之打造为国内环保行业综合服务龙头企业。
- 投资收益表现良好，公司净利润对广发业绩走势依赖度较大。**目前中山公用拥有广发证券11.6%的股权份额，是广发证券第三大股东，广发证券的投资收益对公司历年净利润总额起到了相当大的贡献，2007-2010年间广发证券投资收益在公司净利润中占比均超过了80%。2011年以来，公司主营业务经营管理能力逐步增强，对广发证券投资收益的依赖度有所下降，但2013年广发证券投资收益在公司净利润中占比仍超过80%。因此，公司未来的盈利能力还将受到广发证券业绩走势的较大影响。
- 总结：**我们预计公司2014-2016年营业收入分别为8.48亿元、8.9亿元和9.37亿元，净利润分别为7.11亿元、8.01亿元和8.61亿元，基本每股收益分别为0.91元、1.03元和1.1元，对应PE分别为26.72X、23.71X、22.07X。首次关注给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	817.71	867.47	848.44	891.26	937.13
增长率(%)	2.89%	6.09%	-2.19%	5.05%	5.15%
净利润(百万元)	366.84	608.44	710.21	800.47	859.69
增长率(%)	16.73%	12.71%	16.73%	12.71%	7.40%
净资产收益率(%)	6.07%	9.30%	10.12%	10.59%	10.57%
每股收益(元)	0.47	0.78	0.91	1.03	1.10
PE	51.85	31.24	26.72	23.71	22.07
PB	3.14	2.90	2.70	2.51	2.33

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512060003

刘斐

010-66554104

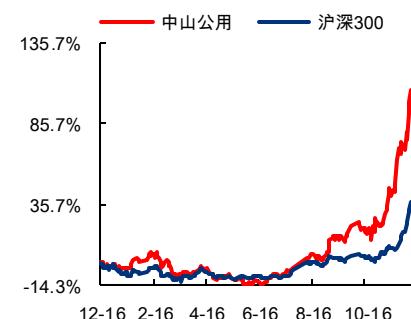
liufei@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480513050002

交易数据

52周股价区间(元)	24.82-11.44
总市值(亿元)	193.27
流通市值(亿元)	162.58
总股本/流通A股(万股)	77868/65506
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	0.98

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 公司各板块盈利水平存在差异，但总体经营业绩较为稳定	3
1.1 中山公用以水务为主体业务，农贸市场经营及股权投资为两翼	3
1.2 农贸市场传统盈利模式单一，对经营业绩影响较大，亟待整合转型	3
1.3 各业务板块盈利能力存在显著差异，毛利率、净利率水平波动较大	4
1.4 融资借款总额扩大，贷款利率上调，引起财务成本上升	5
2. 供水板块盈利能力有限，农贸板块主打市场改造升级的发展策略	5
2.1 供水业务盈利较为被动，业绩增长空间有限	5
2.2 污水处理运营经验丰富，业务发展稳定	8
2.3 农贸市场业务扩张难度较大，主要采取市场改造升级的发展策略	9
3. 国资减持，民资进驻，打造复星集团环保平台	10
4. 投资收益表现良好，公司净利润对广发业绩走势依赖度较大	10
5. 预计 2015 年各业务板块发展呈平稳趋势，公司表现稳健	12

表格目录

表 1：公司下属子公司情况.....	3
表 2：公司下属供水分公司情况.....	5
表 3：中山市 2012 年 7 月调整后水价（元/立方米）.....	7
表 4：中山公用下属污水处理厂.....	8
表 5：公司盈利预测表.....	12

插图目录

图 1：公司历年营业收入增长率.....	4
图 2：公司近年毛利率及净利率水平.....	4
图 3：公司近年费用率情况.....	5
图 4：公司自来水产销量（单位：万吨）.....	6
图 5：中山市历年人口总量及 GDP 指数趋势.....	7
图 6：中山市区居民用水在市区总供水量中占比情况.....	7
图 7：广东省工业废水、生活废水排放量及废水治理设施建设增速.....	8
图 8：公司近年市场租赁业务情况.....	9
图 9：中山市人口密度及房地产开发投资情况.....	9
图 10：复星集团主营业务构成.....	10
图 11：广发证券公司架构.....	11
图 12：广发证券投资收益在公司历年净利润中的占比情况.....	11

1. 公司各板块盈利水平存在差异，但总体经营业绩较为稳定

1.1 中山公用以水务为主体业务，农贸市场经营及股权投资为两翼

公司为国有独资控股上市公司，拥有市级公用事业平台和良好的财务结构、资金实力，拥有区域供水特许经营权、污水处理特许经营权，具备业内领先的供水水质、污水处理技术，以及遍布中山的农产品终端服务网络，已形成以环保水务为龙头，农贸农批、物业开发和金融服务多产业并举的产业发展格局。

公司环保水务板块的战略方向是“打造区域性的综合实力最强、产业链最健全的环保水务服务提供商”。为此，公司在未来三年将着力构建“供水-污水”和“技术设计-工程管理-运营维护”两条完整业务链，努力实现从单一依赖水量增长、水价调升拉动增长的传统模式向综合产业服务商方向转型，通过产业链延伸及工程、设计等增值服务获取发展增量。

公司农贸市场运营板块的战略方向是“打造区域性的优质农副产品交易平台与综合型服务提供商”。为此，公司的盈利重心在未来三年将向价值链上游转移，着力发展新型农产品批发交易平台和商贸流通业务，努力实现从以租赁收入为主的物管型企业向以交易额、物流量为增量的农产品物流及配套服务提供商转型。

表 1：公司下属子公司情况

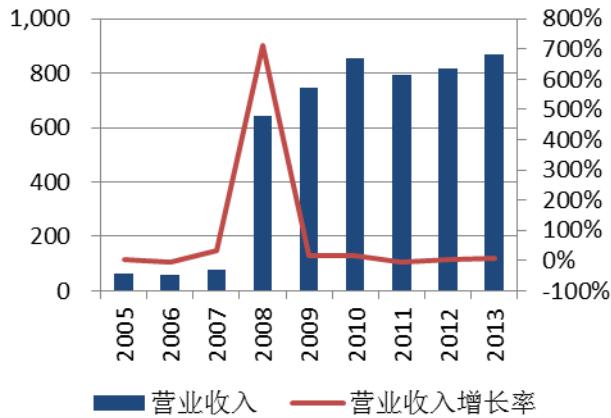
公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
中山市供水有限公司	公用事业	588,717,300.00	100%
中山市污水处理有限公司	公用事业	170,000,000.00	100%
中山市泰安市场开发有限公司	市场经营管理	320,000,000.00	51%
中山市沙溪中山市场开发有限公司	市场经营管理	20,000,000.00	51%
中山市南朗市场管理有限公司	市场经营管理	10,000,000.00	51%
中山中裕市场物业发展有限公司	市场经营管理	70,000,000.00	100%
中山市中俊物业管理有限公司	服务业	500,000.00	51%
中山公用市场管理有限公司	市场经营管理	5,000,000.00	100%
中山公用东风物业发展有限公司	市场经营管理	72,000,000.00	70%
中港客运联营有限公司	运输服务行业	106,353,168.31	60%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 农贸市场传统盈利模式单一，对经营业绩影响较大，亟待整合转型

公司自 2008 年实施吸收合并公用集团暨向 5 家乡镇供水公司定向增发的重大资产重组后，公司具体经营范围发生了重大变化，经营业绩大幅度提高，其后 09、10 两年营业收入增长率保持在 15% 左右，但 2011 年营业收入出现萎缩，降幅达到 6.93%，其主要原因是农产品集贸市场仍以传统经营管理模式为主，商业地产运营管理水平距行业标杆差距较大，导致地产业绩降幅达到 84.90%。2012 年、2013 年经营业绩逐步回升，增速维持在 3%-6% 左右，主要归功于环保水务板块业务大力推行创收奖励政策，建立专业技术序列等措施，有效提升了企业技术创新能力、精细化管理水平，从而实现对外创收，挖潜增效。

图 1：公司历年营业收入增长率



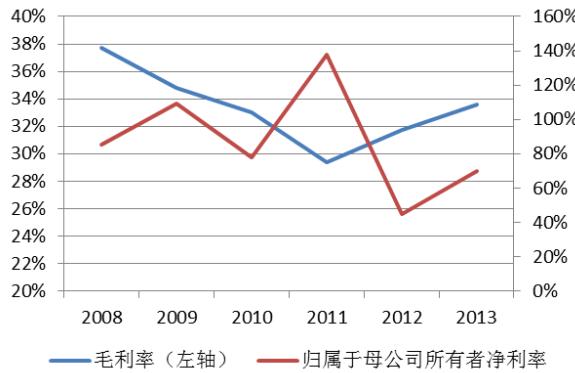
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 各业务板块盈利能力存在显著差异，毛利率、净利率水平波动较大

近5年来公司总体毛利率波动较大，自2008年开始持续下降，2011年后出现回升，主要原因在于公司各业务板块盈利能力存在显著差异。2010-2013年间，供水业务毛利率从20.92%持续提升至26.62%，主要原因在于企业坚持推进实施“供水一盘棋”，进一步整合中山区域内水务资源，同时建立完善以效益成本为导向的下属企业经营目标责任制，加强成本控制与分析，降低吨水生产成本。但受到农贸市场盈利模式单一、后续发展不足的限制，2010-2013年企业农贸市场业务板块毛利率持续走低，其中房地产板块毛利率在2010-2012年间，由43.13%迅速下降至16.04%，物业管理板块毛利率在2010-2013年间，由19.57%震荡下降12.16%。

近5年企业净利率较高，每年均远超毛利率，其中2011年净利率达到峰值为137.6%，主要原因是广发证券定向增发、银达担保及中海广东等投资板块表现良好，投资收益同比增长111.02%。2014年净利率略有降低，中期同比降幅达到2.7个百分点。

图 2：公司近年毛利率及净利率水平



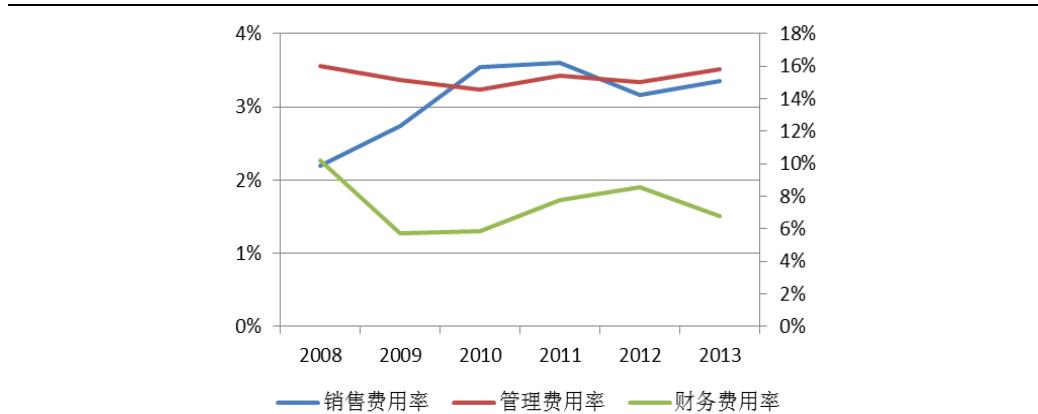
资料来源：WIND, 东兴证券研究所

1.4 融资借款总额扩大，贷款利率上调，引起财务成本上升

近 5 年来，企业管理费用率水平较为稳定，维持在 15.2% 左右。08 至 10 年间，由于公司重组后业务规模扩大，销售费用率随之上升，2011 年后维持在较为稳定的水平。受到银行利率调升、融资借款总额同比增加等因素影响，导致财务成本上涨，财务费用率从 2009 至 2012 年间，从 5.76% 逐年上浮至 8.57%，2013 年略有降低，回落至 6.79%

2014 年销售费用率基本保持稳定，一季度、中期、三季度同比波动均不超过 0.5 个百分点。管理费用率与财务费用率均呈现小幅下降趋势，其中一季度管理费用率降幅较大，同比下降 3.13 个百分点；中期财务费用率降幅较大，同比下降 2.43 个百分点。

图 3：公司近年费用率情况



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

2. 供水板块盈利能力有限，农贸板块主打市场改造升级的发展策略

2.1 供水业务盈利较为被动，业绩增长空间有限

公司是中山市最大的自来水供水公司，供水业务由全资子公司中山供水负责运营。2007 年 10 月，中山供水与中山市建设局签订了《中山市城市供水特许经营协议书》，获得在中山市除黄圃镇、小榄镇和坦洲镇之外的其他中山市行政区域内三十年供水特许经营权。目前，公司自来水供水量占中山市的 81%。

截至 2013 年末，公司日供水能力约为 203 万吨/天，供水覆盖面积约 1500 平方公里，服务人口超过 220 万人。

表 2：公司下属供水分公司情况

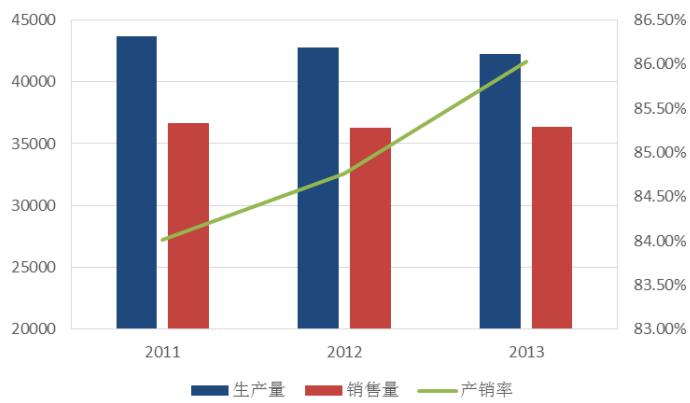
水厂名称	日制水能力	平均日供水能力	持股比例
中山供水公司	20	6.45	100%
东升分公司	14	8.42	100%
东凤分公司	8	7.83	100%
三乡分公司	10	10.88	100%

古镇分公司	12.5	9.87	100%
神湾分公司	0	1.41	100%
港口分公司	0	4.47	100%
板斧分公司	2	3.1	100%
南头水司	8.5	5.68	90%
民众水司	1.5	3.65	55%
沙朗水司	0	2.34	55%
阜沙水司	3	2.92	51%
南镇水司	8	3.85	49%
稔益水司	8	7.98	49%
新涌口水司	8	6.5	49%
中山大丰	50	32.12	33.89%
中山中法	50	26.55	33.89%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

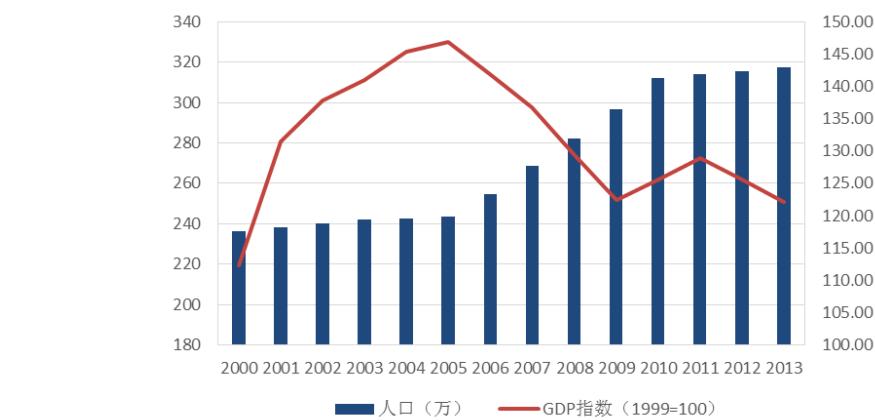
从产销量来看，近三年来公司自来水生产量和销售量基本保持稳定，产销率有所提升。2013年，公司供水量与售水量分别为42248万立方米和36344万立方米，基本与上年持平，但产销率提升至86%。从售水结构方面，公司目前分为趸售制和直供水，2013年占比分别为30%和70%，其中趸售对象主要为镇级水司。

图4：公司自来水产销量（单位：万吨）

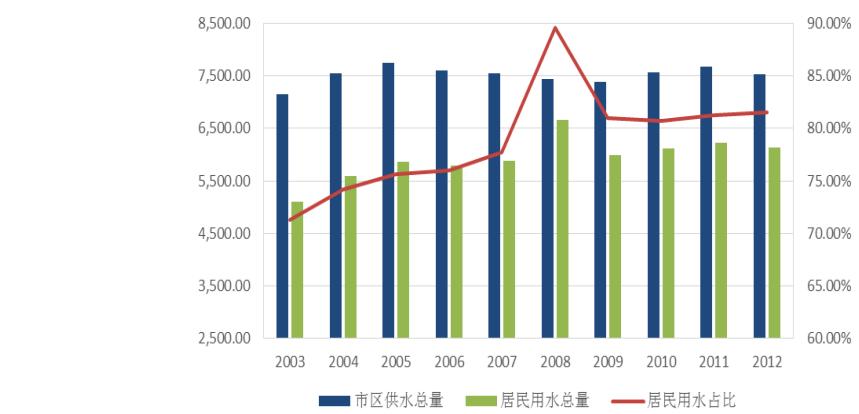


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

供水业务是民生项目，初期投入较大，运营成本较高，后续盈利能力主要取决于供水量增长及水价调整两方面。供水量方面，目前中山市供水行业逐步迈入成熟期，城市用水普及率较高。同时，由于市区居民用水是市区总供水量中占比最高的部分，受中山市常住人口总量趋于平稳，GDP增速放缓等影响，导致近年用水量增长缓慢，产能接近饱和，因此预计未来水量供需趋于平稳，上升空间有限。

图 5：中山市历年人口总量及 GDP 指数趋势


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 6：中山市区居民用水在市区总供水量中占比情况


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

水价方面，主要取决于由政府主导制定的用水价格调整方案。2012 年 7 月水资源费上涨，政府考虑到供水成本上升而调整了水价，未来水价调整趋势向上，但时点尚不明晰。因此公司为提升供水业务盈利能力，主要依赖争取政策支持及加强成本控制：

政策支持方面，公司将致力于推动二次供水政策的实施，扩大营业收入；

成本控制方面，目前公司供水业务平均漏率为 12%-13%，近两年有下降趋势，预计 2014 年可达到 12.5%，公司将通过提升技术、采用流量计费模式、强化内部激励等措施来控制水损。

表 3：中山市 2012 年 7 月调整后水价（元/立方米）

居民生活用水	非居民用水	特种行业	趸售用水
1.60	1.80	3.00	1.52

资料来源：互联网信息，东兴证券研究所

2.2 污水处理运营经验丰富，业务发展稳定

2007年10月，公司全资子公司中山污水与中山市建设局签订了为期三十年的《中山市城区污水处理服务合同》，是中山市城区唯一的污水处理企业。目前，公司污水处理量占中山市30%左右。

公司的污水处理业务由全资子公司中山市污水处理有限公司负责经营。目前污水处理公司下设两家污水处理厂，截至2013年末，公司污水处理能力为30万吨/天。污水处理费计费方式是“污水处理单价×污水处理量”，按照公司每月实际的污水处理量，市财政局于次月将污水处理费划拨至公司专用账户。目前，公司污水处理的服务费单价为1.08元/立方米。

总体来看，公司近年来污水处理业务发展较为稳定，2013年污水处理实际完成量与结算量均为9,865万立方米，同比增长6.05%，实现污水处理业务收入1.07亿元，同比增长4.77%。

表4：中山公用下属污水处理厂

污水处理厂名称	股权比例	日处理能力(万吨/日)	投产时间
中嘉污水处理厂	100%	20	1998年
珍家山污水处理厂	100%	10	2011年
济宁中山水务	49%	20	

资料来源：互联网信息，东兴证券研究所

图7：广东省工业废水、生活废水排放量及废水治理设施建设增速



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

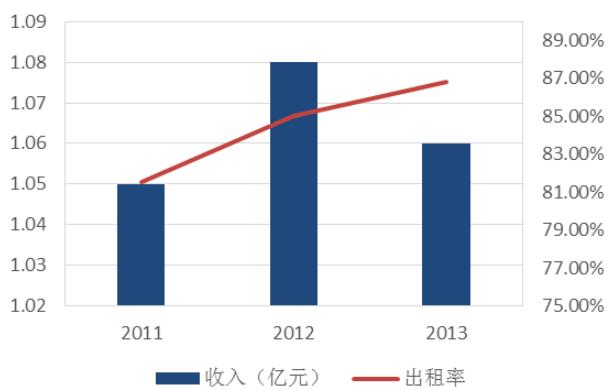
污水处理技术方面，公司在污水处理的运营水平和技术储备方面有较强实力，早在95年公司就进入市政污水处理领域，对工艺的认识积累了长期经验。广东省工业、生活废水排放量逐年递增，废水治理设施投资也呈上升趋势，标志着污水处理业务未来仍有较大发展空间。同时，中山市地方政府推进本市乡、镇水务整合工作，对公司整合污水处理业务持鼓励态度，未来如有大型污水处理一体化方案，公司获取的可能性较大。

2.3 农贸市场业务扩张难度较大，主要采取市场改造升级的发展策略

公司的市场租赁业务在中山市拥有较为明显的区域垄断优势，市场分布于中山市城区繁华路段及各主要乡镇，在中山市农副产品的销售中占有较大的比重。由于打造农贸市场属于民生工程，进入及退出均有一定的壁垒，而公司市场租赁业务保持稳定，2013年实现营业收入1.16亿元，出租率达到86.8%，公司在这一领域具有一定优势。

农贸市场业务扩张方面，公司主要面临地价高，收购难的局面，因此对于处于好地段的老市场，公司未来计划将之升级改造为现代农产品交易中心，将以前单一出租的模式改为按照交易量收费，或者直接将老市场迁往其他地段，将好地段打造为商业街。

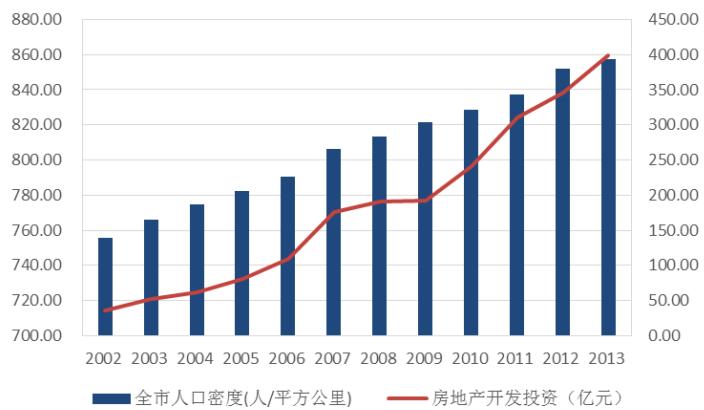
图 8：公司近年市场租赁业务情况



资料来源：东兴证券研究所

2010年9月，商务部和财政部联合下发《关于农产品现代流通综合试点指导意见的通知》，要求“加强农产品流通基础设施建设”，鼓励各地积极完善农贸市场的功能，打造现代化的农产品市场流通体系。此外，近年中山市人口密度持续提高，房地产开发投资力度也有所加大，农贸市场业务的供、需双方均存在较大扩张空间，预计未来公司农贸市场经营与租赁板块面临良好的发展前景。

图 9：中山市人口密度及房地产开发投资情况



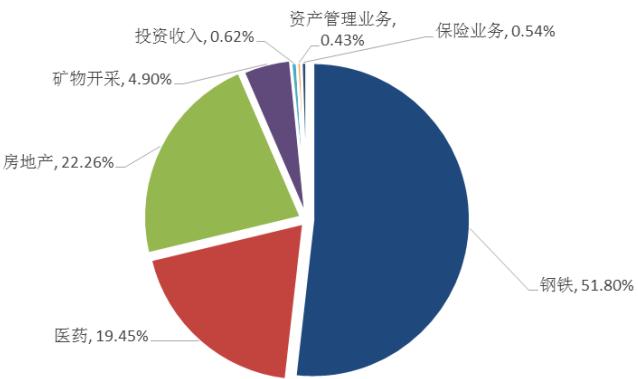
资料来源：东兴证券研究所

3. 国资减持，民资进驻，打造复星集团环保平台

2014 年中山政府践行国资系统混合所有制，国有独资的中汇集团作为中山公用第一大股东进行减持，向全社会公开征集战略投资者，最终拟以每股 10.52 元价格向上海复星集团转让中山公用 1.01 亿股（占中山公用股份总数 13%），减持完成后中汇集团持股比例下降到 49.26%，上海复星集团成为公司第二大股东，持股比例 13%。

复星集团 1992 年在上海成立，其母公司复星国际(00656.HK)于 2007 年 7 月 16 日在香港联交所主板上市。目前复星已形成“保险、产业运营、投资、资本管理”四大业务引擎，并致力于发展成为“以保险为核心的综合金融能力”与“以产业深度为基础的投资能力” 双轮驱动的全球一流投资集团，其中产业运营主要通过中国全资子 公司复星集团进行，核心业务分为钢铁、房地产开发、医药及零售业务(透过联营公 司豫园商城经营)四类板块。

图 10：复星集团主营业务构成



资料来源：IHS，东兴证券研究所

2014 年初复星集团管理层表示“大环保”投资将是未来业务发展的重中之重，此次收 购公司股份，复星将借助公司在水务、燃气等多个领域的运营管理经验，为其提供更 丰富的产业资源和更雄厚的资金支持，为公司这一区域性的公用事业公司打开更加广 阔的全球视野，引入更有活力的治理结构及激励机制，以中山公用作为复星集团的 环保平台，在环保业务上深耕细作，将之打造为国内环保行业综合服务龙头企业。

4. 投资收益表现良好，公司净利润对广发业绩走势依赖度较大

广发证券成立于 1991 年 9 月 8 日，是国内首批综合类证券公司，目前评级为 A 类 AA 级证券公司，位列目前行业最高评级。2010 年 2 月 12 日，公司 (000776.sz) 在深圳证券交易所成功上市。截至 2013 年 12 月 31 日，公司现有证券营业部 238 个，数量位列全国第二。自 1994 年开始，公司主要经营指标已连续 19 年稳居国内 十大券商行列，已经形成了以证券业务为核心、业务跨越境内外的金融控股集团架构。

图 11：广发证券公司架构


资料来源：广发证券官网，东兴证券研究所

近年广发证券发展势头良好，投行、自营、资管等各板块业绩均稳步增长。2014 前三季度广发证券代理买卖证券业务净收入、投行、资管、自营、净利息收入分别为 28.11 亿元、12.09 亿元、7.90 亿元、23.41 亿元和 10.56 亿元，业务占比分别为 34.6%、14.9%、9.7%、28.8%、13.0%；实现营业收入 81.17 亿元，同比增加 29.07%；实现归属上市公司股东净利润 30.41 亿元，同比增加 31.87%。

目前中山公用拥有广发证券 11.6% 的股权份额，是广发证券第三大股东，广发证券的投资收益对公司历年净利润总额起到了相当大的贡献，2007-2010 年间广发证券投资收益在公司净利润中占比均超过了 80%。2011 年以来，公司主营业务经营管理能力逐步增强，对广发证券投资收益的依赖度有所下降，但 2013 年广发证券投资收益在公司净利润中占比仍超过 50%。因此，中山公用未来的盈利能力还将受到广发证券业绩走势的较大影响。

图 12：广发证券投资收益在公司历年净利润中的占比情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 预计公司业绩稳健增长，静待整合效果显现

供水业务，目前中山市水价调整趋势不明晰，但受限于人口增长及经济发展速度，用水量增速放缓，因此供水业务的盈利能力上升空间不大。环保业务方面，复星入驻后的公司治理结构、业务开展情况尚处于方案设计及制定阶段，预计 2015 年业务规模扩张程度有限，但 2016 年有望看到积极效果。农贸市场业务方面，公司运营风格比较稳健，受地价高等因素限制，扩张难度大，主要倾向于以兴华和黄圃为两种商业模式代表，对老市场进行改造升级。

综合看来，预计 2015 年公司业绩发展较为平稳，不会出现大幅度波动。我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 8.48 亿元、8.9 亿元和 9.37 亿元，净利润分别为 7.11 亿元、8.01 亿元和 8.61 亿元，基本每股收益分别为 0.91 元、1.03 元和 1.1 元，对应 PE 分别为 26.72X、23.71X、22.07X。首次关注给予“推荐”评级。

表 5：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E					2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产合计	494	785	1389	2096	2844	营业收入				818	867	848	891	937	
货币资金	408	432	1043	1740	2508	营业成本				558	576	565	586	613	
应收账款	49	47	49	51	23	营业税金及附加				22	17	20	21	22	
其他应收款	8	148	145	152	160	营业费用				26	29	28	29	32	
预付款项	1	1	0	0	-1	管理费用				123	137	131	137	144	
存货	18	26	22	23	24	财务费用				70	59	54	47	40	
其他流动资产	0	130	130	130	130	资产减值损失				-0.09	0.13	5.00	5.00	5.00	
非流动资产合计	7149	7420	7262	7107	6951	公允价值变动收益				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	4646	4865	4865	4865	4865	投资净收益				343.42	603.44	720.00	800.00	850.00	
固定资产	1662.85	1640.92	1523.02	1401.68	1277.92	营业利润				362	653	765	865	931	
无形资产	186	235	211	188	164	营业外收入				15.70	24.82	24.82	24.82	24.82	
其他非流动资产	1	4	0	0	0	营业外支出				0.92	1.40	1.40	1.40	1.40	
资产总计	7642	8205	8651	9203	9796	利润总额				377	676	789	889	955	
流动负债合计	316	378	345	357	371	所得税				9	66	78	87	94	

短期借款	0	25	0	0	0	净利润	368	610	711	801	861
应付账款	71	82	75	78	81	少数股东损益	1	1	1	1	1
预收款项	11	24	33	42	52	归属母公司净利润	367	608	710	800	860
一年内到期的非流动负债	57	0	0	0	0	EBITDA	753	1092	974	1068	1127
非流动负债合计	1239	1241	1241	1241	1241	BPS (元)	0.47	0.78	0.91	1.03	1.10
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	990	992	992	992	992		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1555	1619	1586	1598	1612	成长能力					
少数股东权益	40	45	46	47	48	营业收入增长	2.89%	6.09%	-2.19%	5.05%	5.15%
实收资本(或股)	779	779	779	779	779	营业利润增长	-72.32%	80.47%	17.21%	13.08%	7.59%
资本公积	605	568	568	568	568	归属于母公司净利润	16.73%	12.71%	16.73%	12.71%	7.40%
未分配利润	4278	4755	4603	4941	5305	获利能力					
归属母公司股东	6047	6541	7019	7557	8136	毛利率 (%)	31.74%	33.61%	33.35%	34.20%	34.61%
负债和所有者权益	7642	8205	8651	9203	9796	净利率 (%)	45.01%	70.30%	83.83%	89.92%	91.84%
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润 (%)	4.80%	7.42%	8.21%	8.70%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		ROE (%)	6.07%	9.30%	10.12%	10.59%
经营活动现金流	272	313	213	211	244	偿债能力					
净利润	368	610	711	801	861	资产负债率 (%)	20%	20%	18%	17%	17%
折旧摊销	321.19	380.16	0.00	155.26	155.60	流动比率	1.56	2.08	4.02	5.87	7.68
财务费用	70	59	54	47	40	速动比率	1.50	2.01	3.96	5.80	7.61
应收账款减少	0	0	-2	-2	28	营运能力					
预收帐款增加	0	0	9	9	10	总资产周转率	0.10	0.11	0.10	0.10	0.10
投资活动现金流	105	-126	720	795	845	应收账款周转率	17	18	18	18	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.51	11.34	10.82	11.64	11.76
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	343	603	720	800	850	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.78	0.91	1.03	1.10
筹资活动现金流	-886	-166	-321	-309	-321	每股净现金流(最新)	-0.65	0.03	0.79	0.89	0.99
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.77	8.40	9.01	9.71	10.45
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	180	0	0	0	0	P/E	51.85	31.24	26.72	23.71	22.07
资本公积增加	83	-37	0	0	0	P/B	3.14	2.90	2.70	2.51	2.33
现金净增加额	-509	22	612	697	768	EV/EBITDA	26.05	17.91	19.43	17.07	15.50

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张鹏

金融学硕士，CPA, CFA。2011 年进入东兴证券研究所，2013 年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名，目前任电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。