

买入 **27% ↑**
目标价格: 人民币30.00
000685.CH
价格: 人民币 22.47
目标价格基础: 30 倍 15 年市盈率
板块评级: 未有评级

股价表现

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 779 |
| 流通股 (%) | 84 |
| 流通市值(人民币 百万) | 15,486 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 432 |
| 净负债比率(%) (2014E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 中山中汇投资集团有限公司 | 62 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年12月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业: 水务**于振家**

(8610)66229336

zhenjia.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514110001

中山公用**综合性公用事业平台价值亟待挖掘**

公司主动推进国有企业混合所有制改革, 以优质资产引入优质战略投资者复星集团, 为公司发展注入新鲜血液。

支撑评级的要点

- 公司是中山市综合性公用事业平台, 通过参股形式拓展业务范围, 目前已经形成了水务、地产、金融、能源四大业务板块。
- 水务板块, 行业进入整合阶段, 公司有望在复星集团的帮助下, 实现环保业务的快速扩张; 地产板块, 公司计划增发募集资金投入多个项目, 模式成熟、预期收益良好, 是重要业务构成; 金融和能源板块, 公司以参股形式持有广发证券、银达担保、中海广东天然气等多家公司股权, 经营情况良好, 显著贡献投资收益。
- 2014年5月, 公司控股股东中汇集团公告拟减持中山公用13%股份, 主动推进国有企业混合所有制改革, 并最终筛选复星集团作为此次交易对象。复星集团将利用其雄厚的资本实力和优秀的发展理念与执行力, 支持中山公用进一步做好环保主业, 成长为跨区域的环保龙头企业。
- 目前公司持有广发证券对应的市值与公司自身的市值已经十分接近, 未反映其作为公用事业平台的价值, 具备较大的提升空间。

评级面临的主要风险

- 公司募投项目农贸市场建设进度和盈利情况未达预期。
- 公司投资收益出现大幅波动。

估值

- 民营资本的进入利于激发公司潜能, 充分利用中汇的资源优势和复星集团的经验与执行力, 为公司打开新的发展空间。预计公司2014-16年EPS分别为0.84、1.02和1.16元, 对应当前股价市盈率分别为26.8、22.0和19.4倍, 首次覆盖给予**买入**评级。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 818 | 867 | 1,100 | 1,217 | 1,360 |
| 变动(%) | 3 | 6 | 27 | 11 | 12 |
| 净利润(人民币 百万) | 367 | 608 | 652 | 796 | 907 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.471 | 0.781 | 0.837 | 1.023 | 1.164 |
| 变动(%) | (66.5) | 65.9 | 7.1 | 22.2 | 13.8 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 50.2 | 30.3 | 28.3 | 23.1 | 20.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 67.7 | 58.8 | 134.5 | 80.5 | 67.4 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.35 | 0.40 | 0.18 | 0.29 | 0.35 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 90.3 | 76.2 | 45.4 | 37.1 | 48.7 |
| 每股股息(人民币) | 0.069 | 0.092 | 0.098 | 0.120 | 0.136 |
| 股息率(%) | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目錄

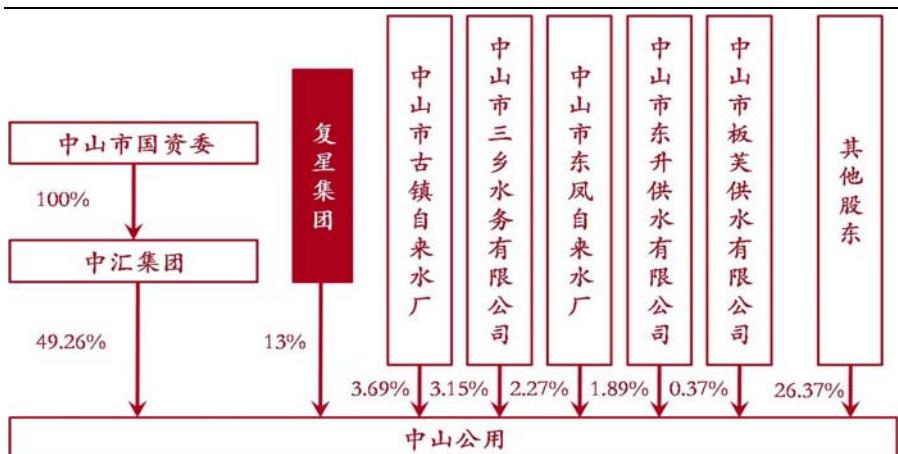
| | |
|---------------------------|----|
| 公司是中山市综合性公用事业平台 | 3 |
| 水务：经营稳定，寻求外延式发展..... | 5 |
| 地产：模式成熟，增发项目预期收益良好..... | 7 |
| 金融：金融投资显著贡献收益..... | 8 |
| 能源：合作中海油，城市燃气快速发展 | 10 |
| 国企混改：引入复星，为公司注入新鲜血液 | 11 |
| 盈利预测与估值 | 13 |
| 研究报告中所提及的有关上市公司..... | 15 |

公司是中山市综合性公用事业平台

公司原名“佛山市兴华集团股份有限公司”，1992年经广东省企业股份制试点小组、广东省经济体制改革委员会批准设立，1997年公司在深圳证券交易所挂牌交易。2000年，佛山兴华将持有的38.93%的发起人股份转让给中山公用事业集团有限公司，公司名称由佛山兴华变更为“中山公用科技股份有限公司”。2008年4月，公司通过换股吸收合并公司控股股东中山公用事业集团有限公司，并同时向五家乡镇供水公司定向增发股份收购其拥有的供水资产，成为以水务为主、以市场租赁为辅的上市公司。

2014年11月，公司控股股东协议转让部分上市公司股份获国资委批复，中山中汇投资集团有限公司依然是控股股东，持股49.26%，上海复星高科技(集团)有限公司成为公司第二大股东，持股比例13%。

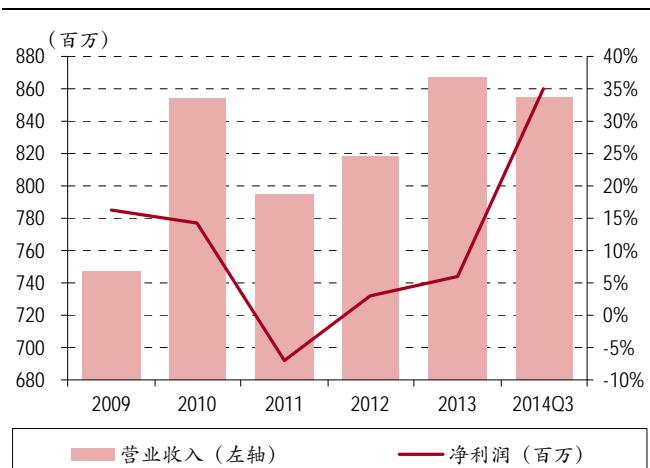
图表1. 公司股权结构



资料来源：万得资讯，中银国际研究

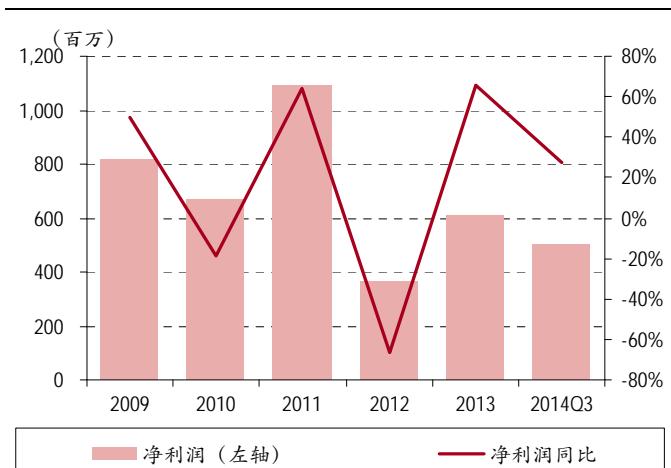
2014年前三季度，公司实现营业收入85,516.1万元，比去年同期增加35.0%；实现净利润为50,193万元，比去年同期增加27.5%。公司目前持有广发证券11.6%股权，投资收益波动导致净利润波动较大。

图表2. 公司收入较为平稳



资料来源：万得资讯，中银国际研究

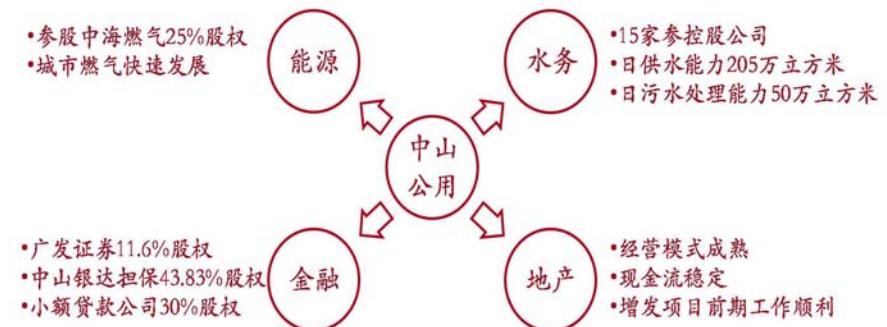
图表3. 受投资收益波动影响，公司净利润波动较大



资料来源：万得资讯，中银国际研究

公司通过参股形式拓展业务范围，目前已经形成了水务、地产、金融、能源四大业务板块，成为中山市综合性的公用事业平台型公司。

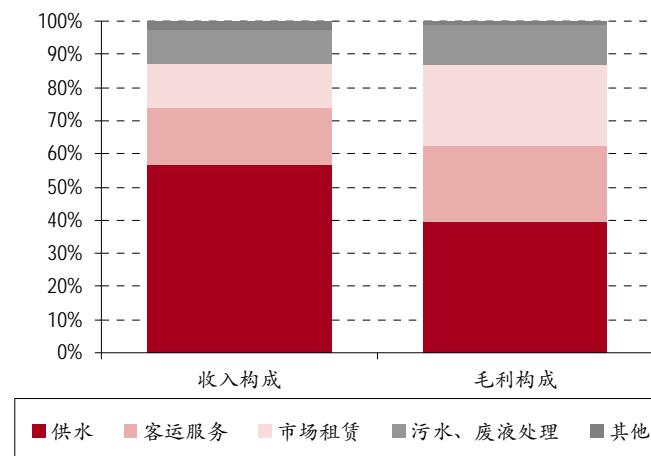
图表 4. 公司四大业务板块说明



资料来源：万得资讯，中银国际研究

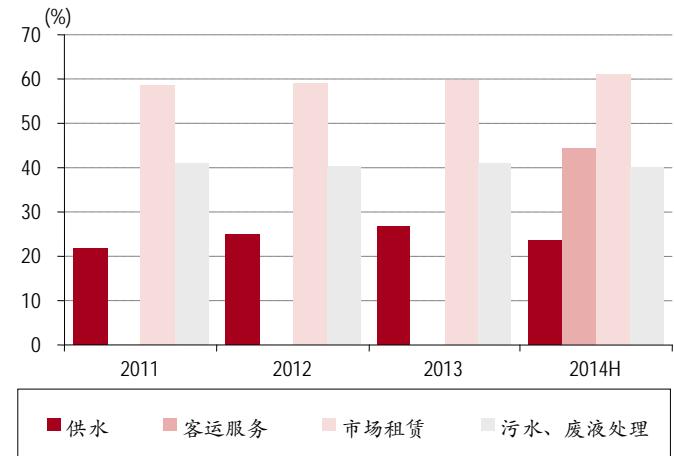
2014年1月，公司以18,815.25万元购买中港客运联营有限公司60%股权，进入新的业务领域。水运客运领域属于公用事业领域的延伸，拓宽了公司的收入来源。中港客运联营有限公司现由中山公用事业集团股份有限公司和香港珠江客运有限公司联合经营。公司经营的中山港客运口岸主要提供中山至香港水路旅客运输，兼营关前免税商场和珠江承运等业务。2004年12月，公司还开通了中山—香港国际机场航线。客运服务收入稳定，能够为公司带来稳定的现金流。根据2014年半年报，客运业务营收占比15.83%，毛利占比20.99%。2014年4季度以来石油价格的不断下跌，将有利于减少公司运营成本。

图表 5. 公司收入和毛利构成 (2014H)



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 6. 公司分业务毛利率 (2014H)



资料来源：万得资讯，中银国际研究

水务：经营稳定，寻求外延式发展

公司水务板块包括供水和污水处理两项业务，目前拥有 15 家参控股公司进行水务相关业务的经营，供水覆盖面积约 1,575 平方公里，管道长度 4,380 公里，日供水能力 205 万立方米，日污水处理能力 50 万立方米。2014 年上半年环保水务板块收入 3.29 亿元，占收入和毛利的比例分别为 61% 和 45%。

图表 7. 环保水务板块公司部分参控股公司情况（2013）

| 序号 | 被参控公司 | 直接持股比例 | 营业收入，万 | 净利润，万 |
|----|--------------|--------|-----------|----------|
| 1 | 中山市供水有限公司 | 100.00 | 62,677.37 | 5,859.21 |
| 2 | 济宁中山公用水务有限公司 | 49.00 | 15,624.15 | 2,656.97 |
| 3 | 中山市污水处理有限公司 | 100.00 | 10,755.55 | 1,069.17 |
| 4 | 中山市大丰自来水有限公司 | 33.89 | 7,597.36 | 1,945.60 |
| 5 | 中山中法供水有限公司 | 33.89 | 7,977.27 | 2,101.22 |
| 6 | 中山市稔益供水有限公司 | 49.00 | 4,465.89 | 633.31 |
| 7 | 中山市南镇供水有限公司 | 49.00 | 1,549.88 | -69.98 |
| 8 | 中山市新涌口供水有限公司 | 49.00 | 3,500.66 | 326.96 |

资料来源：万得资讯，中银国际研究

供水行业属于政府定价的公用事业，供水价格由政府制定，这是由供水行业的特殊性决定的。中山市政府授予公司在中山市范围内（小榄镇、黄圃镇、坦洲镇除外）供水特许经营权，特许经营期限为 30 年，水价调整遵循补偿成本、合理收益、节约用水、公平负担的原则，并保证供水企业合理盈利平均水平维持在净资产收益率 8%-12%。在环保水务板块，公司以深化机制创新、提升技术能力为依托，通过继续开展外接工程、水质检测项目，主动做大业务体量。同时，通过争取二次供水相关政策和运营模式落地，以及打造“供水-污水”和“技术设计-工程管理-运营维护”两条业务链获取增量空间，推动经营模式和盈利模式转型。

积极进行项目跟踪，寻找外延发展机会。2008 年 7 月，济宁供水集团将城市供水和污水处理业务资产整体打包，对外公开招商。中山公用事业集团凭借雄厚实力，中标成为投资合作者，注资约 3.179 亿元，占济宁中山公用水务有限公司 49% 股份。济宁中山公用水务被授予 30 年的城市供水和污水处理特许经营权。公司注册资本 2 亿元，总资产 5.87 亿元，员工 900 余人；有 5 个供水厂、1 个污水处理厂；城区 DN100 以上的供水管网 580 余公里，主要经营城市供水和污水处理业务。公司日供水能力 30 万立方米，服务人口 70 余万人，服务面积 75 平方公里；日污水处理能力 20 万立方米，服务人口 50 余万人，服务面积 50 余平方公里。2013 年，济宁中山公用实现收入 1.56 亿元，净利润 2,656.97 万元，同比分别增长 18.37% 和 28.09%。2009 到 2013 年，净利润复合增速超过 50%。济宁中山公用是公司水务板块省外发展的第一步。随着行业进入整合阶段，公司有望在复星集团的帮助下，实现环保业务的异地扩张。

图表 8. 济宁中山公用利润快速增长



资料来源：万得资讯，中银国际研究

政策进入密集发布期，水处理行业迎来新一轮发展。根据目前披露的消息显示，“水十条”政策有望年底前颁布。“水十条”及其一系列配套政策、第三方治理指导意见等行业政策进入密集发布期，将为公司提供重要发展机遇，提升公司的盈利能力，水务板块活跃度也将有望再度提升。2014年12月9日，国务院发布《创新重点领域投融资机制指导意见》，为PPP等融资模式提供了明确指引，致力于在公共服务、资源环境、生态建设、基础设施等重点领域进一步创新投融资机制，充分发挥社会资本特别是民间资本的积极作用。地方政府在环保压力和降低负债率的激励下，有主动推进PPP项目的动力。

12月9日至11日中央经济工作会议在北京举行，会议认为，科学认识当前形势，准确研判未来走势，必须历史地、辩证地认识我国经济发展的阶段性特征，准确把握经济发展新常态。从资源环境约束看，过去能源资源和生态环境空间相对较大，现在环境承载能力已经达到或接近上限，必须顺应人民群众对良好生态环境的期待，推动形成绿色低碳循环发展新方式。这些都表明中央对生态环保的重视。2015年是全面完成“十二五”规划的收官之年，各级政府都需要努力推进环境保护进程以完成“十二五”规划，同时伴随着群众对环保的日益重视，“十三五”规划中的环境保护内容仍值得期待。

地产：模式成熟，增发项目预期收益良好

公司农贸市场板块仍具潜力。公司已经构建出以农贸市场经营为基础、以市场升级改造为手段、以大型专业批发市场为方向、以物业开发为补充的经营模式；公司在中山市下辖 31 家综合市场、2 家大型专业批发市场，总占地面积达 43 万多平方米。该板块拥有成熟的经营模式，市场稳定的现金流为其他业务扩张提供了充分的资金保障。2014 年上半年，公司市场租赁业务收入 6,569.76 万元，收入和毛利占比分别为 12% 和 21%。

增发募投项目进展顺利。2014 年 6 月公司公告非公开发行预案，拟募集资金净额不超过 85,675.09 万元，投入“中山现代农产品交易中心建设项目”、“黄圃农贸市场升级改造项目”、“东风兴华农贸市场升级改造项目”以及补充流动资金。在农贸市场板块，公司以经营模式创新为重点，规划建立复合经营模式，提升运营管理质量和水平。上述项目的建设期在 1-2 年之间，目前公司已经利用现有资金进行了前期投入，为项目早日完成奠定基础。根据公司出具的可行性分析报告显示，上述项目总投资收益率（税后）在 9.16%-10.63% 之间，合计平均税后利润为 8,507.86 万元。同时项目将升级公司的批发市场盈利模式，将在传统单纯收租的盈利模式的基础上，开展农批市场经营新模式的创新和摸索，尝试将批发市场“单一收租”改为“拍卖经营权+收取管理费”方式，逐步推行“统一结算”方式，实现按交易额提取交易佣金的经营模式的推行，增加运营管理的灵活性。形成“一个市场，多种收费模式”的局面，更好地支持入驻商户的发展，并使公司得以从市场交易额增长中受益，为市场后续发展和管理提升提供持续盈利空间。

图表 9. 公司增发募投项目

| 序号 | 项目名称 | 资金需求（万元） | 拟投入募集资金（万元） |
|----|-----------------|-----------|-------------|
| | 中山现代农产品交易中心建设项目 | 48,363.60 | 48,363.60 |
| | 其中： | | |
| 一 | 1、农产品交易中心建设一期 | 12,475.73 | 12,475.73 |
| | 2、农产品交易中心建设二期 | 19,323.41 | 19,323.41 |
| | 3、农产品交易中心建设三期 | 16,564.46 | 16,564.46 |
| 二 | 黄圃农贸市场升级改造项目 | 18,978.79 | 18,978.79 |
| 三 | 东风兴华农贸市场升级改造项目 | 18,189.57 | 12,732.70 |
| 四 | 补充流动资金 | 5,600.00 | 5,600.00 |
| | 合计 | 91,131.96 | 85,675.09 |

资料来源：中银国际研究

金融：金融投资显著贡献收益

在金融投资领域，公司与广发证券、广东银达担保投资集团有限公司都保持着良好的战略合作伙伴关系。

2008年，重组后的公司获得了原大股东持有的广发证券股权68,675.4216万股，占其总股本11.60%，为其第三大股东。

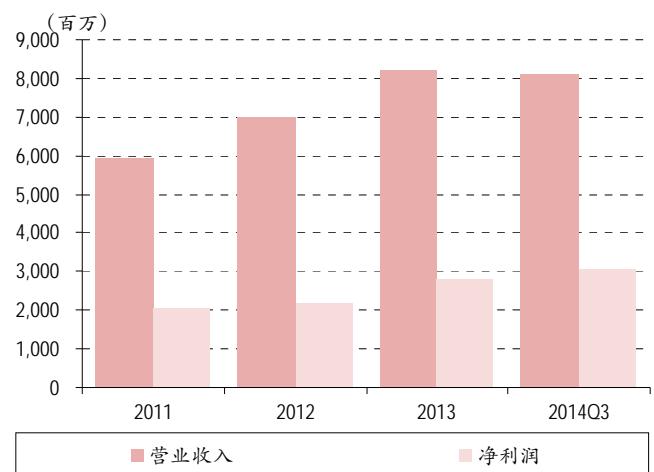
图表 10. 广发证券前十大股东（2014Q3）

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) |
|-----|-------------------------|---------------|-----------|
| 1 | 辽宁成大股份有限公司 | 1,250,154,088 | 21.12 |
| 2 | 吉林敖东药业集团股份有限公司 | 1,244,652,926 | 21.03 |
| 3 | 中山公用事业集团股份有限公司 | 686,754,216 | 11.60 |
| 4 | 香江集团有限公司 | 282,643,104 | 4.77 |
| 5 | 酒泉钢铁(集团)有限责任公司 | 263,073,796 | 4.44 |
| 6 | 普宁市信宏实业投资有限公司 | 145,936,358 | 2.47 |
| 7 | 揭阳市信宏资产管理中心(有限合伙) | 133,737,449 | 2.26 |
| 8 | 广东粤财信托有限公司-广发证券股权激励集合信托 | 115,000,062 | 1.94 |
| 9 | 安徽华茂纺织股份有限公司 | 108,930,000 | 1.84 |
| 10 | 亨通集团有限公司 | 104,958,053 | 1.77 |
| 合 计 | | 4,335,840,052 | 73.24 |

资料来源：万得资讯，中银国际研究

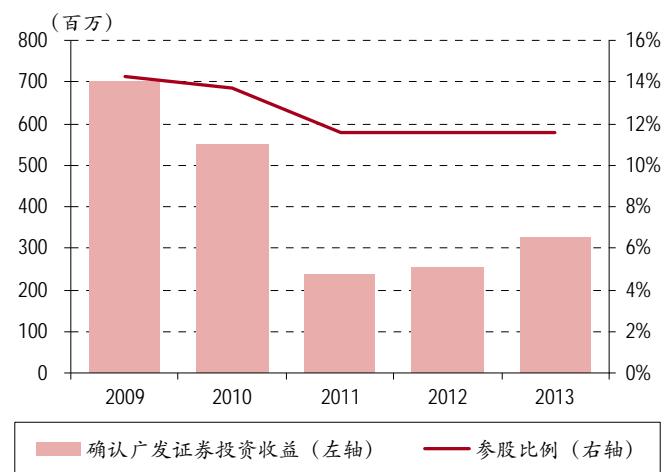
参股广发证券显著增厚了公司业绩，也是公司投资收益的主要来源。

图表 11. 广发证券收入和净利润



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 12. 公司确认广发证券投资收益和参股比例



资料来源：万得资讯，中银国际研究

广发证券是国内首批综合类证券公司。2010年2月12日，公司在深圳证券交易所上市，2013年公司再度被评为A类AA级证券公司，位列目前行业最高评级。公司营业网点遍布全国各主要经济区域。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。公司资本实力及盈利能力在国内证券行业持续领先，总市值居国内上市证券公司前列。公司成长过程中，通过自身积累发展和多次市场化收购兼并行动，规模不断壮大，主要经营指标多年名列行业前茅，是中国市场最具影响力的证券公司之一。

广发证券仍有上升空间。证监会启动《证券公司风险控制指标管理办法》的修订工作，对证券行业净资本监管体系进行放松，行业再迎利好；广发证券发行H股有利于增加公司资本金实力，拓展海外业务；股权激励预期愈发浓烈，受益证券法修改；注册制稳步推进，A股牛市初显，交易量放大，市场活跃，行业整体获益显著。

图表 13. 广发证券盈利预测（来自万得一致预期）

| 关键指标 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万) | 6,971.38 | 8,207.54 | 10,552.03 | 11,890.38 | 12,892.40 |
| 增长率(%) | 17.25 | 17.73 | 28.57 | 12.68 | 8.43 |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 2,191.46 | 2,812.50 | 3,767.70 | 4,525.24 | 5,216.80 |
| 增长率(%) | 6.19 | 28.34 | 33.96 | 20.11 | 15.28 |
| EPS(摊薄) | 0.37 | 0.48 | 0.64 | 0.76 | 0.88 |
| 基准股本(百万股) | 5,919.29 | 5,919.29 | 5,919.29 | 5,919.29 | 5,919.29 |
| ROE(摊薄)(%) | 6.63 | 8.12 | 10.42 | 11.45 | 12.15 |

资料来源：万得资讯，中银国际研究

除广发证券外，公司在金融领域的投资还包括参股设立中山市最大的融资担保企业中山银达担保投资有限公司 8,766 万元，占其总股本 43.83%；以及中山公用全资子公司中山市供水有限公司参股设立中山市公用小额贷款有限责任公司，占其总股本的 30%。

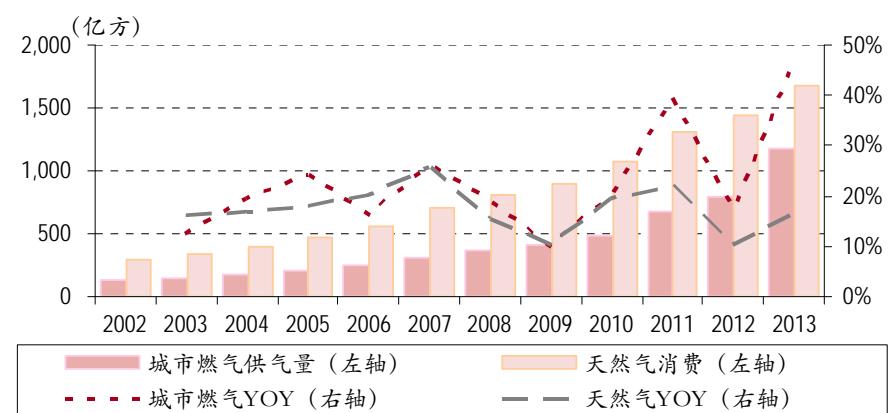
能源：合作中海油，城市燃气快速发展

公司倡导节能、环保、注重实现人与自然的和谐发展，开发战略能源，改善能源环境。

在能源业务领域，公司与中国海洋石油总公司共同投资3.5亿元，发起设立中海广东天然气有限责任公司，占其总股本的25%。2007年8月30日，中山公用集团与中海油合作，完成中海油首个城市燃气项目——中山城市燃气项目的CNG（压缩天然气）加气母站工程，并取得中山市发改局项目投资核准证书；CNG加气母站为中山城市燃气项目的配套工程，供气量为4,000万立方米/年。建设范围包括部分站外工程、天然气加气母站以及CNG运输设备。2013年，中海广东天然气公司实现收入3.13亿元，净利润1.41亿元。

随着城镇化的加速发展和国家对城市燃气产业的政策扶持，近年来，城市燃气消费量逐年攀升，特别是城市燃气用天然气增长迅猛，由2005年的210.5亿立方米增至2013年的1,170.5亿立方米，年均增速约为23%，高于同期17%的天然气消费增速。

图表14. 我国城市燃气供气量增速高于天然气消费量



资料来源：万得资讯，中银国际研究

2015年，预计天然气将完成价格改革的最后一步，实现存量气和增量气价格的并轨。天然气门站价格将再次提升，短期将对部分LNG生产企业带来一定冲击。天然气作为更加清洁的能源，在国内愈发注重环保的背景下，其占一次能源的比重将在未来几年逐渐提高。天然气价格的调整有利于治理行业乱象，行业集中度将有所提升，利好具备综合优势的大型企业。中海油具有丰富的海上气源储备，并积极进行全产业链布局，将受益国内天然气行业的持续发展。

国企混改：引入复星，为公司注入新鲜血液

公司的控股股东——中山中汇投资集团有限公司，成立于 2007 年 8 月 20 日，是中山市委、市政府为保持中山市公用事业产业的资源优势，对原中山公用事业集团实施重大资产重组而组建的国有独资企业集团，注册资金 8.6 亿元人民币，资产规模近百亿。目前中汇集团控股上市公司中山公用，同时全资拥有中山市岐江集团有限公司、中山市名城环境服务有限公司、中山公用工程有限公司、中山岐江河环境治理有限公司、中山民东有机废物处理有限公司等 7 家企业，参股中山广电视讯有限公司、小榄村镇银行等多家企业，业务涵盖供水、污水、市场、环卫、市政工程、有机废物处理等多个重点民生领域。

广东省国企改革序幕已开。2014 年 8 月 17 日，《中共广东省委广东省人民政府关于全面深化国有企业改革的意见》发布，作为整个广东省国企改革的纲领性文件。2014 年 11 月 11 日，广东省政府办公厅发布《关于深化省属国有企业改革的实施方案》。《实施方案》的总体思路是：

“区别省属国有企业管理级次和功能定位，分类推进改革。

——省属国有企业集团，具备条件的改组成为国有资本运营和国有资本投资公司，其他也应创造条件，不断深化改革，做强做大做优；二级及以下企业，围绕资产增量率先发展混合所有制经济，通过多元有效设计，加快机制体制创新，进一步放开搞活。

——准公共性企业，着力通过资产、资本、资源整合以及整体上市、引入战略投资者、重大基础设施项目交叉持股等混合所有制改革，优化布局，做强功能，做大规模，进一步增强控制力、影响力和带动力；竞争性企业，着力通过发展混合所有制经济等灵活多样的改革方式，规范公司法人治理结构，完善中长期激励机制，健全市场化经营机制，进一步增强活力和竞争力。

——具备试点条件的企业鼓励先行先试，以点带面推进改革。省属国有企业集团，开展国有资本投资公司、混合所有制改革、职业经理人制度、财务预算信息公开、经营者长效风险金制度、重大资产损失责任追究制度和纪律检查体制等改革试点；二级及以下企业，开展 50 家企业体制机制改革创新、20 家科技型企业科技成果产业化创新、经营者和员工持股以及国有控股上市公司股权激励和市值管理等改革试点。推广试点经验，形成示范效应，整体带动省属国有企业改革发展。”

广东省国企改革整体有序推进的背景下，公司后续的改革空间还有很大。

复星入股，公司迎来发展新纪元。2014 年 5 月，公司收到大股东书面函件《关于中汇集团拟减持中山公用 13% 股份的函》，中汇集团拟减持中山公用 13% 股份，约 10,123 万股，持股比例由 62.26% 变为 49.26%。公司控股股东以优质资产吸引优秀投资者，在不影响控股权的前提下积极改善股权和治理结构，践行混合所有制经济。中汇集团经过严密的方案审查，最终筛选复星集团作为此次交易对象。2014 年 11 月，公司控股股东协议转让部分上市公司股份获国资委批复，复星集团正式入股，锁定期 36 个月。

复星集团创建于 1992 年，是中国市场经济改革中涌现出的代表企业之一。2007 年 7 月 16 日，复星集团母公司复星国际（00656.HK）在香港联交所主板上市。目前，复星已初步形成“保险、产业运营、投资、资本管理”四大引擎的发展模式，践行价值投资理念，推动复星向“以保险为核心的专注中国成长动力的世界一流投资集团”愿景稳步推进。

复星投资聚焦的方向包括移动互联网、国企改制、中产阶级生活方式驱动中国经济消费动力快速升级、金融变革带来的机遇、老龄化挑战转为大健康产业爆发的新机遇、地方政府去杠杆化带来新型城镇化的开发模式等。其中国企改革领域，截止 2013 年度，复星累计参与投资 21 个国企改革项目，总投资金额人民币 69 亿元，均实现了让员工满意、团队满意、政府满意、企业发展目标。

作为复星投资重点关注的国企改革，复星绝不是简单的财务投资。依靠强大的资本运作能力，公司有望成为复星的公用事业运作平台，并且会深入参与公司的治理，在国企改革方案下推动公司的改革；作为中山市国资委唯一控股的上市公司，公司改革也有望获得中山市的大力支持，在此基础上，公司的后续改革值得期待。

关于复星集团入主中山公用后的业务定位，目前尚无明确方案出台。我们坚定认为，复星集团将利用其雄厚的资本实力和优秀的发展理念与执行力，支持中山公用进一步做好环保主业，成长为跨区域的环保龙头企业。

盈利预测与估值

对于公司 2015-16 年经营情况的主要假设如下：

- 1、 供水业务方面，供水量保持 2% 的速度增长，水价有小幅提升空间；
- 2、 污水处理业务，处理量增速为 5%，处理费假设维持不变；
- 3、 农贸市场管理业务，公司募投项目建设期较短，前期工作进展顺利，明年有望贡献部分收入；
- 4、 水运客运业务，预计今年实现收入约 1.7 亿，未来两年收入增速约为 10%；
- 5、 投资收益对公司净利润影响较大，其中主要来自广发证券；按照 Wind 一致预期，2014-16 年广发证券净利润为 37.68 亿、45.25 亿和 52.17 亿，对应的投资收益为 4.37 亿、5.25 亿和 6.05 亿。

预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.84、1.02 和 1.16 元，对当前股价市盈率分别为 26.8、22.0 和 19.4 倍。

公司收入和毛利构成中，供水和污水处理合计占比较高。选取水务类公司作为可比公司，按照 Wind 一致预期，公司估值与同类上市公司估值平均水平基本接近。

图表 15. 可比公司估值（来自万得一致预期）

| 代码 | 简称 | 收盘价 | | EPS | | PE | | |
|-----------|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2014-12-29 | 2014E | 2015E | 2016E | 2014E | 2015E | 2016E |
| 000598.CH | 兴蓉投资 | 7.96 | 0.28 | 0.32 | 0.36 | 28.66 | 24.74 | 21.96 |
| 600008.CH | 首创股份 | 12.26 | 0.27 | 0.33 | 0.41 | 45.29 | 37.38 | 29.61 |
| 600168.CH | 武汉控股 | 14.50 | 0.49 | 0.62 | 0.77 | 29.78 | 23.41 | 18.90 |
| 600187.CH | 国中水务 | 8.01 | 0.15 | 0.23 | 0.34 | 53.65 | 34.78 | 23.91 |
| 600461.CH | 洪城水业 | 12.07 | 0.47 | 0.54 | 0.62 | 25.51 | 22.36 | 19.38 |
| 601158.CH | 重庆水务 | 9.61 | 0.41 | 0.43 | 0.47 | 23.70 | 22.20 | 20.46 |
| 601199.CH | 江南水务 | 19.91 | 0.66 | 0.72 | 0.78 | 30.04 | 27.54 | 25.46 |
| 平均 | | - | - | - | - | 33.81 | 27.49 | 22.81 |

资料来源：万得资讯，中银国际研究

民营资本的进入利于激发公司潜能，充分利用中汇的资源优势和复星的经验与执行力，为公司打开新的发展空间。同时，公司现有业务获取现金能力较强，二期公司债 8 亿今年上半年发行，资金较为充裕，为未来多元化发展提供重要支持。

截止 2014 年 12 月 29 日，中山公用收盘价 22.47 元，对应总市值为 175 亿元；广发证券收盘价 25.40 元，对应总市值为 1,504 亿元。按照 11.6% 的持股比例计算，公司持有广发证券对应的市值达到 174.46 亿元，与公司自身的总市值已经十分接近。目前公司市值水平未反映其公用事业平台的价值，并具备较大的提升空间。综上，首次覆盖给予公司买入评级。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 | 818 | 867 | 1,100 | 1,217 | 1,360 |
| 销售成本 | (558) | (576) | (727) | (779) | (846) |
| 经营费用 | (49) | (42) | (73) | (90) | (266) |
| 息税折旧前利润 | 211 | 249 | 300 | 347 | 248 |
| 折旧及摊销 | (123) | (141) | (141) | (151) | (3) |
| 经营利润(息税前利润) | 88 | 109 | 159 | 197 | 245 |
| 净利润收入/(费用) | (70) | (59) | (64) | (64) | (64) |
| 其他收益/(损失) | 358 | 627 | 599 | 707 | 765 |
| 税前利润 | 377 | 676 | 695 | 840 | 946 |
| 所得税 | (9) | (66) | (42) | (42) | (38) |
| 少数股东权益 | (1) | (1) | (2) | (2) | (2) |
| 净利润 | 367 | 608 | 652 | 796 | 907 |
| 核心净利润 | 352 | 587 | 630 | 764 | 870 |
| 每股收益(人民币) | 0.471 | 0.781 | 0.837 | 1.023 | 1.164 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.452 | 0.754 | 0.809 | 0.981 | 1.117 |
| 每股股息(人民币) | 0.069 | 0.092 | 0.098 | 0.120 | 0.136 |
| 收入增长(%) | 3 | 6 | 27 | 11 | 12 |
| 息税前利润增长(%) | 35 | 23 | 47 | 23 | 25 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 15 | 18 | 20 | 16 | (29) |
| 每股收益增长(%) | (66) | 66 | 7 | 22 | 14 |
| 核心每股收益增长(%) | (68) | 67 | 7 | 21 | 14 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 377 | 676 | 695 | 840 | 946 |
| 折旧与摊销 | 123 | 141 | 141 | 151 | 3 |
| 净利息费用 | 70 | 59 | 64 | 64 | 64 |
| 运营资本变动 | 35 | 95 | (7) | 37 | 25 |
| 税金 | (9) | (66) | (42) | (42) | (38) |
| 其他经营现金流 | (323) | (591) | (714) | (821) | (727) |
| 经营活动产生的现金流 | 272 | 313 | 137 | 229 | 273 |
| 购买固定资产净值 | (199) | (208) | (30) | (20) | (20) |
| 投资减少/增加 | 0 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 304 | 83 | 5,404 | 673 | 727 |
| 投资活动产生的现金流 | 105 | (126) | 5,374 | 653 | 707 |
| 净增权益 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | (1,699) | (32) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | (120) | (60) | (80) | (85) | (104) |
| 其他融资现金流 | 932 | (78) | (64) | (64) | (64) |
| 融资活动产生的现金流 | (886) | (166) | (144) | (149) | (167) |
| 现金变动 | (509) | 22 | 5,367 | 733 | 813 |
| 期初现金 | 917 | 410 | 432 | 5,799 | 6,532 |
| 公司自由现金流 | 375 | 185 | 5,511 | 882 | 980 |
| 权益自由现金流 | (1,394) | 94 | 5,447 | 818 | 916 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 408 | 432 | 5,799 | 6,532 | 7,345 |
| 应收帐款 | 57 | 195 | 240 | 257 | 278 |
| 库存 | 18 | 26 | 33 | 35 | 38 |
| 其他流动资产 | 10 | 132 | 132 | 132 | 132 |
| 流动资产总计 | 494 | 785 | 6,204 | 6,956 | 7,793 |
| 固定资产 | 1,825 | 1,706 | 1,733 | 1,750 | 1,767 |
| 无形资产 | 186 | 235 | 235 | 235 | 235 |
| 其他长期资产 | 5,116 | 5,457 | 629 | 629 | 629 |
| 长期资产总计 | 7,149 | 7,420 | 2,619 | 2,636 | 2,653 |
| 总资产 | 7,642 | 8,205 | 8,823 | 9,592 | 10,446 |
| 应付帐款 | 82 | 106 | 134 | 145 | 158 |
| 短期债务 | 57 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 其他流动负债 | 177 | 247 | 264 | 309 | 344 |
| 流动负债总计 | 316 | 378 | 423 | 479 | 527 |
| 长期借款 | 990 | 992 | 992 | 992 | 992 |
| 其他长期负债 | 248 | 249 | 249 | 249 | 249 |
| 股本 | 779 | 779 | 779 | 779 | 779 |
| 储备 | 5,269 | 5,762 | 6,334 | 7,046 | 7,849 |
| 股东权益 | 6,047 | 6,541 | 7,113 | 7,824 | 8,627 |
| 少数股东权益 | 40 | 45 | 47 | 49 | 50 |
| 总负债及权益 | 7,642 | 8,205 | 8,823 | 9,592 | 10,446 |
| 每股帐面价值(人民币) | 7.77 | 8.40 | 9.13 | 10.05 | 11.08 |
| 每股有形资产(人民币) | 7.53 | 8.10 | 8.83 | 9.75 | 10.78 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 0.82 | 0.75 | (6.14) | (7.08) | (8.13) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 25.8 | 28.7 | 27.3 | 28.5 | 18.3 |
| 息税前利润率(%) | 10.8 | 12.5 | 14.5 | 16.2 | 18.0 |
| 税前利润率(%) | 46.1 | 78.0 | 63.2 | 69.1 | 69.6 |
| 净利率(%) | 44.9 | 70.1 | 59.2 | 65.5 | 66.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.6 | 2.1 | 14.7 | 14.5 | 14.8 |
| 利息覆盖率(倍) | 1.3 | 1.8 | 2.5 | 3.1 | 3.8 |
| 净权益负债率(%) | 10.5 | 8.9 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.5 | 2.0 | 14.6 | 14.5 | 14.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 50.2 | 30.3 | 28.3 | 23.1 | 20.3 |
| 核心业务市盈率(倍) | 52.3 | 31.3 | 29.2 | 24.1 | 21.2 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 66.3 | 39.8 | 37.1 | 30.6 | 26.9 |
| 市净率(倍) | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.1 |
| 价格/现金流(倍) | 67.7 | 58.8 | 134.5 | 80.5 | 67.4 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 90.3 | 76.2 | 45.4 | 37.1 | 48.7 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 13.7 | 14.1 | 14.9 | 16.1 | 16.0 |
| 应收账款周转天数 | 31.9 | 53.1 | 72.3 | 74.6 | 71.7 |
| 应付帐款周转天数 | 35.7 | 39.7 | 39.8 | 41.8 | 40.7 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 16.3 | 13.1 | 13.0 | 13.0 | 13.0 |
| 净资产收益率(%) | 6.3 | 9.7 | 9.5 | 10.7 | 11.0 |
| 资产收益率(%) | 1.1 | 1.2 | 1.8 | 2.0 | 2.3 |
| 已运用资本收益率(%) | 1.3 | 1.5 | 2.0 | 2.3 | 2.6 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中山公用 (000685.CH/人民币 22.47 元, 买入)
广发证券 (000776.CH/人民币 25.4 元, 买入)
兴蓉投资 (000598.CH/人民币 7.96 元, 未有评级)
首创股份 (600008.CH/人民币 12.26 元, 未有评级)
武汉控股 (600168.CH/人民币 14.5 元, 未有评级)
洪城水业 (600461.CH/人民币 12.07 元, 未有评级)
重庆水务 (601158.CH/人民币 9.61 元, 未有评级)
江南水务 (601199.CH/人民币 19.91 元, 未有评级)
国中水务 (600187.CH/人民币 8.01 元, 未有评级)

以 2011 年 12 月 29 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371