

日期: 2016 年 1 月 19 日

行业: 公用事业



冀丽俊

021-53686156

jilijun@shzq.com

从业证书编号: S0870510120017

毛利率小幅抬升, 投资收益提升业绩

基本数据 (2015Q3)

报告日股价 (元)	6.93
12mth A 股价格区间 (元)	5.62/22.41
总股本 (百万股)	2467.30
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	170.98
每股净资产 (元)	2.04
PBR (X)	3.39

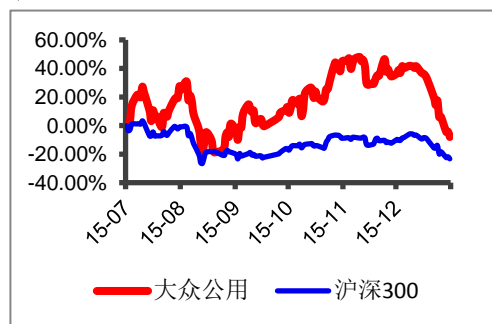
主要股东 (2015Q3)

上海大众企业管理有限公司	20.07%
上海燃气 (集团) 有限公司	8.15%

收入结构 (2015H1)

燃气生产销售	83.15%
施工业	10.64%
污水处理	2.50%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ16-CR01

首次报告日期: 2014 年 11 月 19 日

相关报告:

主要观点

公用事业和金融创投齐头并进

公司主要投资经营城市燃气、城市交通、环境市政、金融创投四大板块。城市燃气业务受益于燃气价格调整, 毛利率有所提升; 参股的大众交通为公司提供稳定的投资收益。污水处理业务规模逐步扩大, 同时价格也有上升空间; 创投业务逐步进入收获期, 为公司业绩增长的带来重要支撑。

H 股发行推进中

2015 年上半年, 公司启动了在香港发行 H 股的工作。2016 年 1 月 12 日, 中国证监会核准公司发行不超过 500717713 股境外上市外资股。完成本次发行后, 公司可到香港联交所主板上市。赴港上市有利于公司立足上海走向全国, 有利于公司更方便地实行收购兼并, 对公司股权投资业务也有一定的推进作用。本次发行上市尚需取得香港联交所的批准。

投资建议

未来六个月内, 给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2015-2016 年每股收益为 0.18 元和 0.20 元, 对应的动态市盈率为 38 倍和 34 倍, 公司估值略高于行业平均估值。我们认为, 大众燃气、大众交通和已营运的市政项目经营上相对稳定, 污水处理和金融创投业务具增长空间; 天然气价改有利于燃气板块盈利水平的保持, 同时环境板块污水处理价格也具有上升空间。给予公司“谨慎增持”评级。

风险因素

定价政策风险、投资收益占比较大的风险、安全生产风险、金融创投业务投资风险。

数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3,874.09	4,153.33	4,893.72	5,361.01
年增长率	5.67%	7.21%	17.83%	9.55%
归属于母公司的净利润	279.02	340.47	450.64	503.81
年增长率	-17.13%	22.02%	32.36%	11.80%
每股收益 (元)	0.11	0.14	0.18	0.20
PER (X)	61.28	50.22	37.94	33.94

注: 有关指标按当年股本摊薄

目 录

一、公司基本概况.....	4
1、城市燃气：核心业务.....	5
2、城市交通：参股大众交通.....	5
3、环境市政：以污水处理和市政项目为主.....	5
4、金融创投：提升公司价值.....	6
5、H股发行推进中.....	7
二、财务简析.....	8
1、燃气生产销售是收入主要来源.....	8
2、投资收益是公司利润的重要来源.....	9
3、毛利率小幅抬升.....	10
三、业务发展展望.....	11
1、城市燃气：增加天然气消费比重应对大气污染.....	11
2、环境市政：水处理行业迎来发展机遇.....	14
3、城市交通：上海出租车保持相对稳定.....	15
4、金融创投：发展迅速.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	16
1、盈利预测.....	16
2、投资建议.....	17
五、风险因素.....	17
1、定价政策风险.....	17
2、投资收益占比较大的风险.....	18
3、安全生产风险.....	18
4、金融创投业务投资风险.....	18

一、公司基本情况

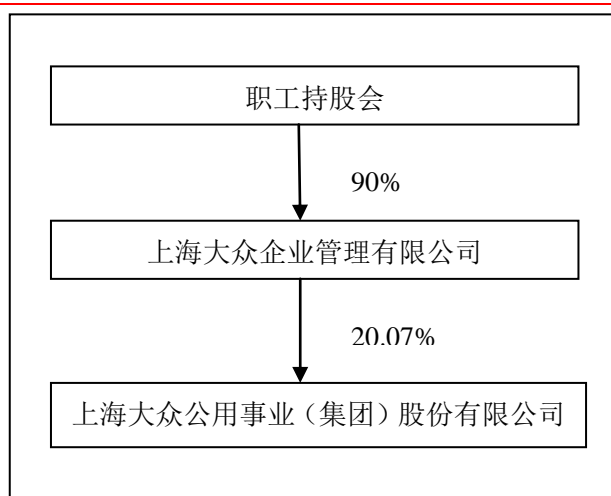
上海大众公用事业（集团）股份有限公司成立于 1991 年 12 月 24 日，前身系上海浦东大众出租汽车有限公司。2003 年 5 月，公司更名为“上海大众公用事业（集团）股份有限公司”。经过二十余年的发展，公司发展成为城市公用事业基础设施投资运营与金融创投齐头并进的投资控股型企业。

公司主要从事发展城市燃气、城市交通、市政环境等城市公用事业基础设施产业。燃气产业是公司的核心产业，上海大众燃气有限公司是一家集燃气输配、销售和服务于一体的大型城市燃气运营企业。交通产业的核心企业为大众交通(集团)股份有限公司麾下拥有“大众出租”、“大众公交”、“大众物流”等交运物流企业。市政环境产业是“大众公用”发展迅速的产业板块，已投资隧道建设、污水处理等领域，运营上海翔殷路隧道、上海嘉定污水处理、杭州萧山污水处理等重点工程。

金融创投产业是公司近几年来大力拓展的产业。公司已投资银行、证券、基金、保险公司、小额贷款公司、拟上市公司、金融类企业股权等。公司拥有四个创投平台，包括全资的“大众资本”，参股的“深创投”、“杭信投资”、“兴烨创投”。历经多年发展，公司直投及创投平台已投资培育出 100 余家上市企业。

公司控股股东为，上海大众企业管理有限公司持有公司 20.07% 的股权。公司实际控制人为职工持股会，通过控股上海大众企业管理有限公司间接持有公司 18.063% 股权。

图 1： 公司股权情况



数据来源：万得资讯 上海证券研究所

公司业务主要分为城市燃气、城市交通、环境市政、金融创投四大板块。

1、城市燃气：核心业务

城市燃气板块是公司传统业务核心板块，该板块业务以燃气供应为核心，并延伸至燃气管道施工、燃气物资设备供应、燃气开采生产等环节。上海市市南地区，天然气销售量显著增长，

上海大众燃气有限公司是公司在城市燃气板块的核心子公司。大众燃气现有注册资本为8亿元，大众公用及其第二大股东燃气集团各持股50%。大众燃气从上海燃气（集团）有限公司采购煤气及天然气，销售给各终端用户，并提供燃气相关服务。大众燃气在上海地区管理着黄浦江以西、苏州河以南区域170余万燃气用户，拥有近6600公里地下管网，以及两座大型燃气储配站，该地区管道燃气已经全部实现天然气化。

此外，大众燃气投资与南通市燃气总公司于2003年合资成立了南通大众燃气，南通燃气投资南通开发区大众燃气有限公司、如东大众燃气有限公司等多家公司。经过多年发展，南通大众燃气已发展成为集城市燃气输配、销售、设计、施工、监理、客户服务于一体的专业性城市公用企业。燃气管网分布合理，拥有中、低压燃气管道近2500公里，天然气高压管线近50公里，管道燃气覆盖到整个市区。

2、城市交通：参股大众交通

公司在城市交通板块主要是参股公司为大众交通（集团）股份有限公司。公司是大众交通的第一大股东，持股比例为19.82%。大众交通在以出租车业务为核心，还经营租赁汽服、现代物流、旅游服务等相关业务。

大众交通是上海和长三角地区最大的城市综合交通服务供应商，拥有出租车、租赁车、物流车、旅游车等各类车辆1.8万余辆。

大众交通的出租车业务在车辆规模及品牌方面一直处于上海市行业内的领先地位。截至2014年末，上海市以大众出租品牌运营的出租车共8348辆，约占全市出租车行业车辆总数的18%左右，居行业前列。大众交通出租车业务板块的收入相对稳定。

3、环境市政：以污水处理和市政项目为主

环境市政板块是公司发展迅速的产业板块，主要投资于污水处理、市政项目建设等领域。近年来，公司在环境板块主要项目有：杭州萧山钱塘污水处理项目、上海嘉定污水处理项目和徐州源泉污

水处理项目。

萧山污水处理项目工程总设计规模为污水日处理能力 100 万吨，分三期建成。一期工程设计规模为日处理污水 30 万吨，总投资 6.335 亿元，已于 2008 年 2 月通过浙江省环境保护局环保验收。

上海嘉定污水处理厂总规划日处理能力 25 万吨，服务区域 190 平方公里，服务人口 60 万。一期工程设计日处理能力 5 万吨，2004 年 8 月建成投入运行；二期工程设计日处理能力 5 万吨，2008 年 6 月 1 日进入运行阶段；2010 年经过增能改造后，一二期合计日处理污水能力达 13 万吨。2014 年 6 月，嘉定污水处理厂三期工程开工建设，三期工程作为上海市“十二五”节能减排及国家环保部重点督办项目，目前已实现主流程通水及全流程联机调试，并已向市环保局提请工程的试运行。

大众环境还通过下属控股子公司徐州源泉，在苏北地区开展污水处理业务，徐州源泉下属 5 家跨地区的城市污水处理厂，分别为徐州市三八河污水处理厂、邳州市城东污水处理厂、沛县沛城污水处理厂、徐州市贾汪区城市污水处理厂和东海县西湖污水处理厂，合计日处理污水能力达到 18 万吨。

由于污水处理行业现金流稳定，且受国家产业政策扶持力度较大，环境市政业务将成为公司快速成长的新兴业务。

公司主要以 BT/BOT 形式投资建设市政基础设施。目前公司建设的市政基础设施建设工程均已完工，包括上海市翔殷路隧道 BOT 项目、常州市常焦路 BT 工程、上海市金山区体育场 BT 工程、江苏常州五一路南段、泡桐路改造工程项目等。

4、金融创投：提升公司价值

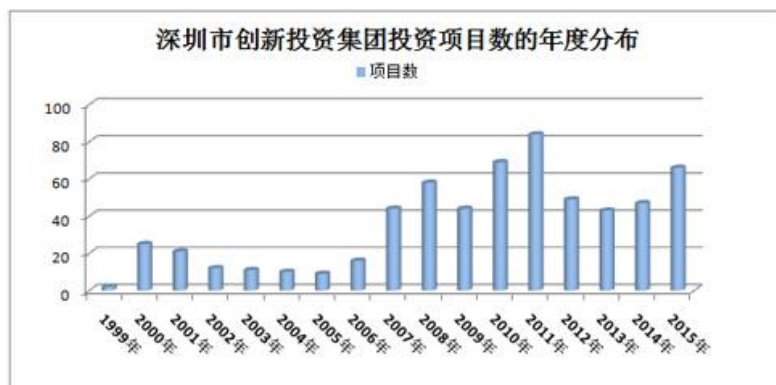
公司将金融创投板块主要通过直接投资实体企业和投资创投平台两条渠道开展金融创投业务。

公司参股的实体企业包括上海加冷松芝汽车空调股份有限公司（002454）、兴业证券股份有限公司（601377）、大众保险股份有限公司、上海银行股份有限公司等。

公司参股的创投平台包括深圳市创新投资集团有限公司（13.93%）、上海兴烨创业投资有限公司（20%）和上海杭信投资管理有限公司（16.13%）。此外，公司还与其全资子公司大众环境共同出资设立了上海大众集团资本股权投资有限公司。

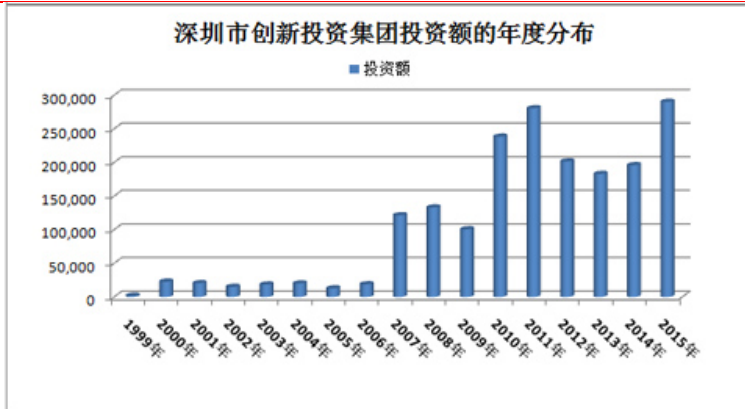
同时，公司投资的大众融资租赁公司进入正式运营，参股了小贷公司（徐汇小贷公司、交大昂立小贷公司、嘉定大众小贷公司和闵行大众小贷公司），进一步拓展公司在金融产业板块的投资份额。

图 2： 深创投投资项目数的年度分布情况



数据来源：公司网站 上海证券研究所

图 3： 深创投投资额的年度分布情况



数据来源：公司网站 上海证券研究所

5、H 股发行推进中

2015 年上半年，公司启动了在香港发行 H 股的工作。2015 年 7 月 28 日临时股东大会，通过了公司赴港上市发行 H 股的议案。2016 年 1 月 12 日，公司收到中国证监会下发的《关于核准上海大众公用事业（集团）股份有限公司发行境外上市外资股的批复》，中国证监会核准公司发行不超过 500717713 股境外上市外资股，每股面值为人民币 1 元，全部为普通股。完成本次发行后，公司可到香港联交所主板上市。发行 H 股股票募集资金在扣除相关发行费用后拟用于扩大运营规模、项目投资建设、收购兼并、偿还公司债和银行贷款及补充流动资金等。

赴港上市有利于公司立足上海走向全国，有利于公司更方便地实行收购兼并，对公司股权投资业务也有一定的推进作用。本次发行上市尚需取得香港联交所的批准。

二、财务简析

公司业务板块中，城市燃气板块的收益和环境市政板块的污水处理收益反映在公司营业收入，城市交通板块的收益主要是大众交通的长期股权投资收益，体现在投资收益科目，环境市政板块的部分收益通过 BT/BOT 项目收益反映在投资收益科目，金融创投板块的全部收入计入投资收益。

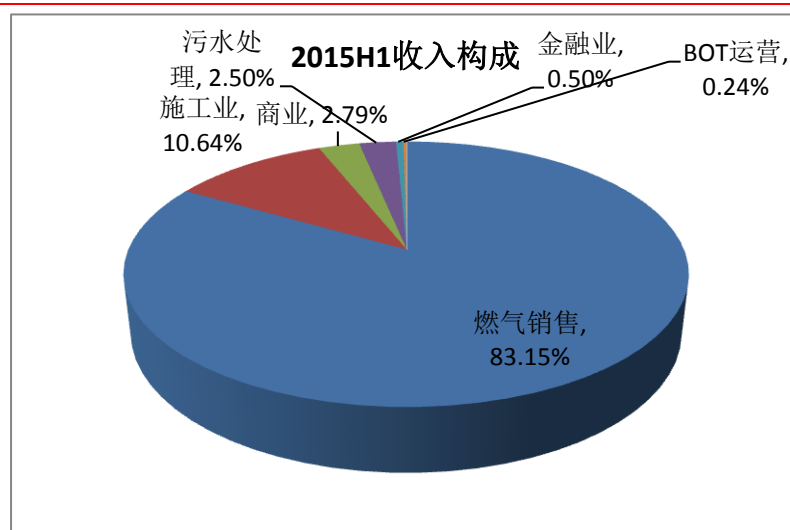
因此，公司的收入来源主要是燃气生产销售业务，利润来源主要除了燃气生产销售、污水处理业务外，包含城市交通和创投业务的投资收益也是公司利润的重要来源。

1、燃气生产销售是收入主要来源

目前公司的收入和利润主要由燃气生产销售、商业、施工业、BOT 项目运营等组成。

2015 年上半年，公司营业收入中来源于燃气生产销售的占比在 83.15%，施工业收入占比为 10.64%，污水处理收入占比为 2.50%，商业收入占比为 2.79%。

图 4： 公司收入构成情况

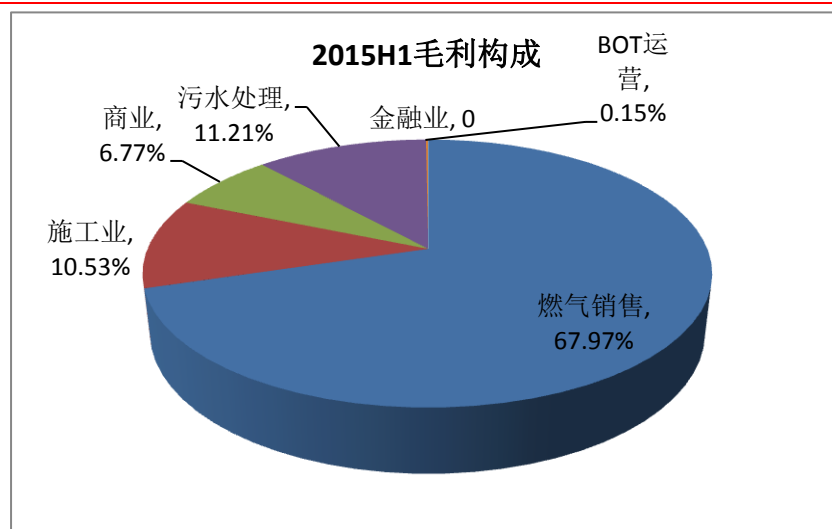


数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司毛利中来源于燃气生产销售的占比在 68%，施工业毛利占比为 11%，污水处理毛利占比为 11%，商业毛利占比为 7%。

可以看出，燃气生产销售收入占比超八成，毛利占比接近七成，主要是由于毛利率较低的缘故；而污水处理业务由于毛利率超过 50%，其毛利占比较高。

图 5： 公司毛利构成情况



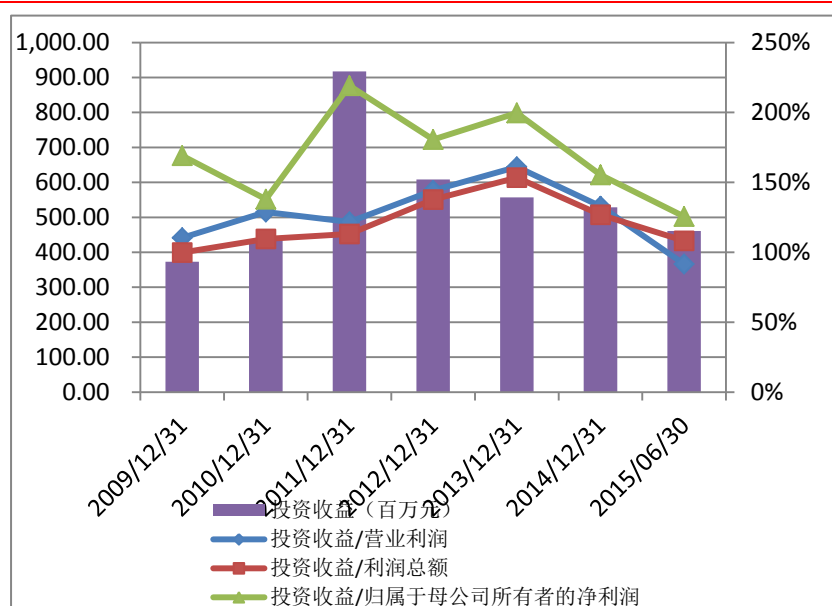
数据来源：公司公告 上海证券研究所

2、投资收益是公司利润的重要来源

公司投资收益主要是对大众交通和深创投的长期股权投资收益以及杭州萧山污水处理项目和翔殷路隧道等环境市政板块的BT/BOT项目投资收益。

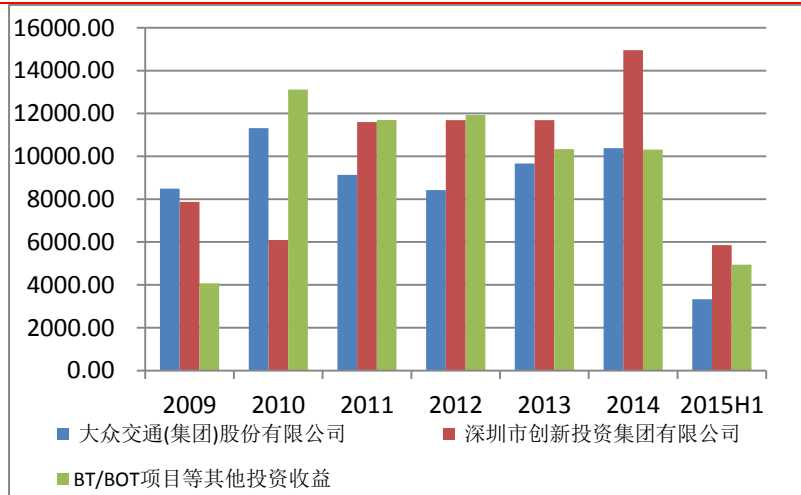
2015 年上半年，公司实现投资收益 40689 万元，较上年同期 23070 万元翻倍，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益为 21372 万元。

图 6： 公司投资收益情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 7： 公司投资收益主要来源



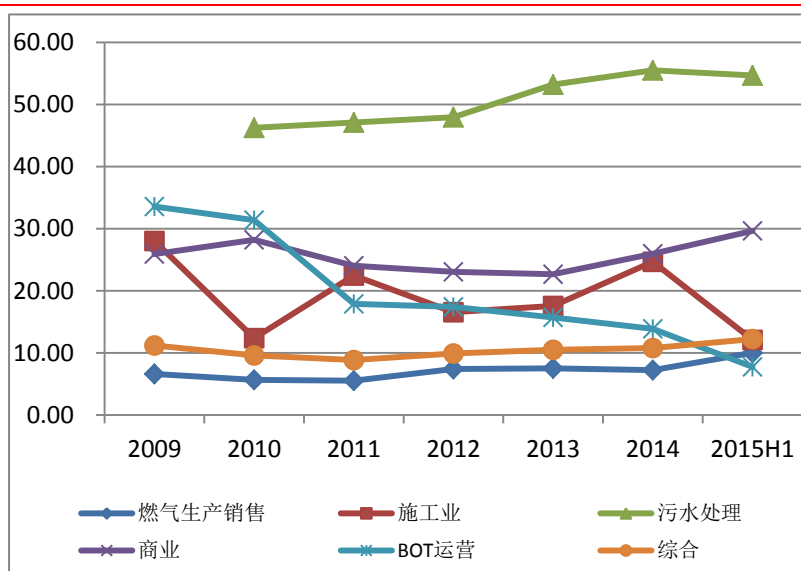
数据来源：公司公告 上海证券研究所

3、毛利率小幅抬升

公司毛利率水平相对稳定，并显示小幅上升状态，2015 年半年度综合毛利率为 12.22%，主要是由于主要收入和毛利来源的燃气生产和销售业务毛利率有所提升。2015 年上半年，燃气生产销售业务的毛利率为 9.99%，较 2014 年提升了 2.78 个百分点。

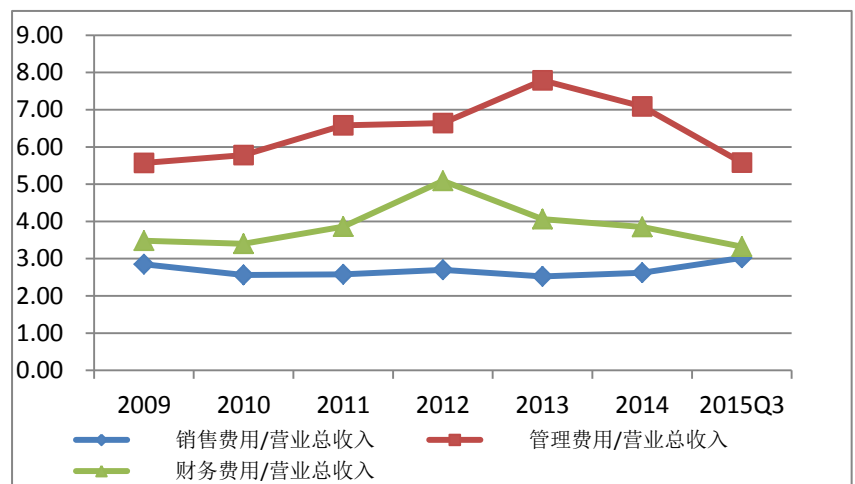
2015 年前三季度，期间费用率为 11.92%，较上年略有下降，主要是由于管理费用下降。

图 8： 公司毛利率情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 9： 公司期间费用情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

三、业务发展展望

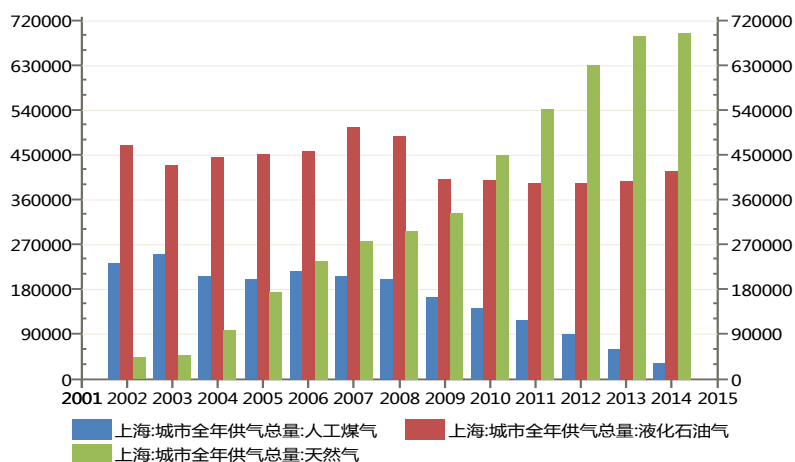
1、城市燃气：增加天然气消费比重应对大气污染

近年来随着大气污染的不断加重，政府和公众对于环境污染问题也愈发关注和重视，相关政策不断加强。以天然气为主的清洁能源对传统煤炭燃料进行替代，是解决目前空气污染问题的最有效的方式。

随着国家经济继续发展和日益紧迫的环境形势倒逼，无疑将会强力拉动我国天然气刚性需求的快速增长。根据国务院发展研究中心预测，我国 2020 年天然气消费量将达到 3,500 亿立方米左右，到 2030 年天然气消费量达到 6,500 亿立方米左右，占能源消费的比重分别达到 10% 和 15% 左右。

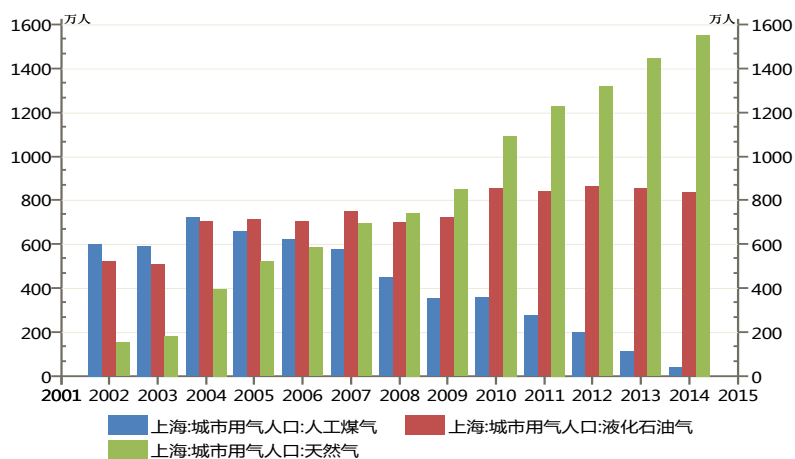
上海市清洁空气行动计划（2013-2017）中提出以加快改善环境空气质量为目标，以大幅削减污染物排放为核心，深化拓展并加快落实能源、工业、交通、建设、农业、生活等六大领域的治理措施，大力推动生产方式和生活方式的转变，全面推进二氧化硫、氮氧化物、挥发性有机物、颗粒物等的协同控制和减排。到 2017 年，重污染天气大幅减少，空气质量明显改善，细颗粒物（PM2.5）年均浓度比 2012 年下降 20% 左右。主要是能源领域强化能源消耗总量控制和能源结构优化调整，削减煤炭消费总量，对新建燃煤设施煤炭消耗量实施等量或减量替代政策，完成全市剩余 2500 余台中小燃煤锅炉和 300 余台工业窑炉清洁能源替代或关停调整，到 2017 年全面取消分散燃煤。

图 10: 上海市供气情况 液化石油气: 吨; 天然气、人工煤气: 万立方米



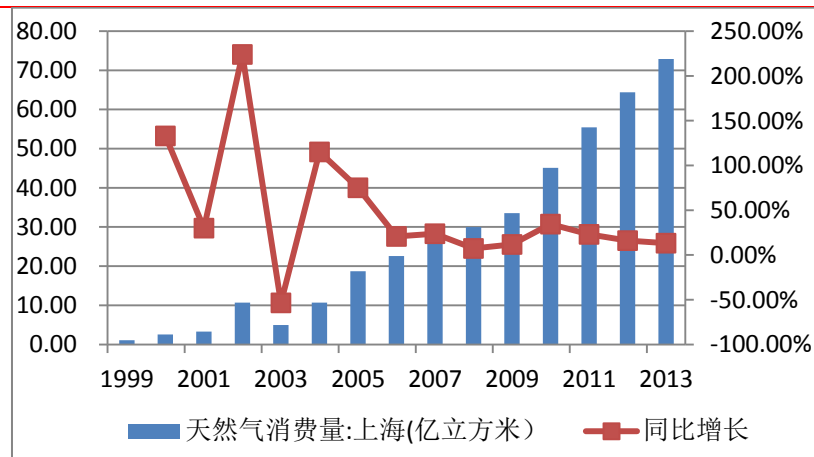
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 11: 上海市用气人口情况 单位: 万人



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 12: 上海市天然气消费情况



数据来源: WIND 上海证券研究所

根据国家天然气价格改革方向和要求,2015 年底前所有已通气城市均应建立居民生活用气阶梯价格制度。

居民阶梯气价的动态调整将能够及时地传递价格变化,有利于燃气公司转嫁气源成本的增加,提高盈利能力;将能够反映能源的市场供求情况,有利于燃气行业的长远发展。

2014 年 9 月 1 日起,上海市居民天然气价格调整为 3.00 元/立方米(年用气量在 310 立方米以内的家庭),上调幅度为 20%,同时实行阶梯气价制度。

自 2015 年 12 月 1 日起,各类非居民用户天然气销售(基准)价格每立方米均降低 0.42 元。同时修改完善现行的上下游价格联动机制,将调价周期由一年缩短为半年。

表 1: 上海市天然气阶梯价格方案

	户年用气量(立方米)	价格(元/立方米)
第一档	0-310(含)	3.00
第二档	310-520(含)	3.30
第三档	520 以上	4.20

数据来源:公司资料 上海证券研究所

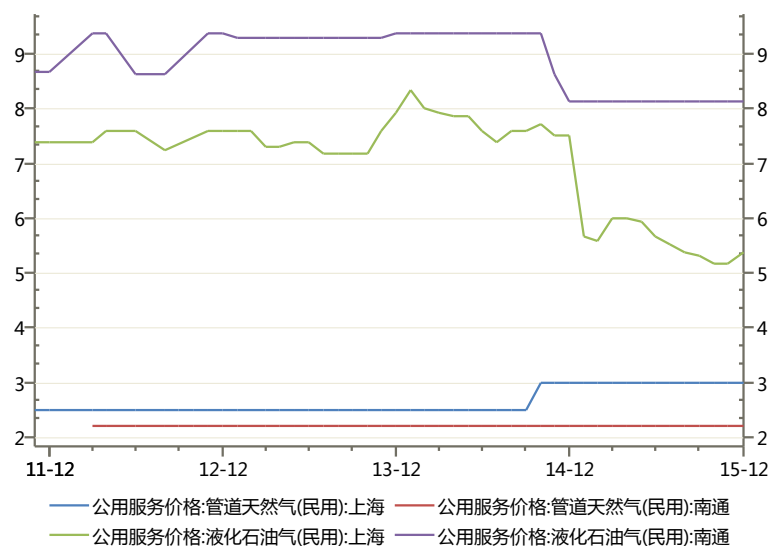
表 2: 上海非居民用天然气销售价格 单位:元/立方米

用户分类	调整前	调整后
漕泾热点	2.82	2.40
天然气发电	2.92	2.50
化学工业区	3.17	2.75
城市燃气公司供应的工业用户	500 万立方米以上	3.99
	120-500 万立方米	4.49
	120 万立方米以下	4.79
城市燃气公司供应的管道用户	500 万立方米以上	3.59
	120-500 万立方米	4.09
	120 万立方米以下	4.39

数据来源:WIND 上海证券研究所

从 2016 年 1 月 1 日开始,南通市区居民生活用管道天然气实施阶梯价格制度和联动机制。原先价格为 2.20 元/立方米,调整后的阶梯价格为:第一阶梯气量基数为 300 立方米(含)以下,销售价格 2.40 元/立方米;第二阶梯气量基数为 300-600(含)立方米,销售价格 2.80 元/立方米;第三阶梯气量基数为 600 立方米以上,销售价格 3.60 元/立方米。同时,南通市区实施居民生活用管道天然气销售价格联动机制,当上游天然气门站价格调整累计变动幅度达到或超过 5%时,同向调整居民生活用管道天然气销售价格。联动周期不低于半年。

图 13: 上海/南通民用管道天然气(液化石油气)价格 单位: 元/立方米
(千克)



数据来源: WIND 上海证券研究所

2、环境市政：水处理行业迎来发展机遇

环保产业是目前国家政策重点倾向的新兴战略性支柱产业之一。2013 年颁布的《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》明确以设施建设和运行保障为主线，加快形成“厂网并举、泥水并重、再生利用”的建设格局。

2015 年 4 月，国务院发布关于印发《水污染防治行动计划》，要求：到 2020 年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例总体达到 70% 以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体高于 93%，全国地下水质量极差的比例控制在 15% 左右，近岸海域水质优良（一、二类）比例达到 70% 左右。京津冀区域丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的水体断面比例下降 15 个百分点左右，长三角、珠三角区域力争消除丧失使用功能的水体。到 2030 年，全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75% 以上，城市建成区黑臭水体总体得到消除，城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体为 95% 左右。

同时提出要发挥市场机制，加快水价改革。主要提出了理顺价格税费，修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法，合理提高征收标准，做到应收尽收。加快水价改革，县级及以上城市应于 2015 年底前全面实行居民阶梯水价制度，具备条件的建制镇也要积极推进。2020 年底前，全面实行非居民用水超定额、超计划

累进加价制度。城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本。地下水水资源费征收标准应高于地表水，超采地区地下水水资源费征收标准应高于非超采地区。

随着政府部门对环境保护重视程度的不断提升，未来在用水、节水、治水方面的建设和监控会大大加强，水污染治理板块将迎来发展机遇。公司环境市政板块收益主要来源于污水处理经营收入和项目投资收益，具增长潜力。

3、城市交通：上海出租车保持相对稳定

随着经济的发展和城市的扩大，上海市城市客流增长快速，2014年上海市公共交通日均客运量1804万人次，比上年同期增长3.6%。其中，轨道交通日均客运量达到775万人次，同比增长12.8%，占比为43%；公共汽车电车日均客流量为730万人次，同比下降1.75%，占比为40.5%；出租车的日均客运量在283万人次左右，同比下降3.9%，占比为15.7%。可以看出，公交和地铁是最主要的出行方式，由于出租车数量的限制，出租车日均客运量相对稳定，占比下降。短期内判断，上海市出租车行业依然实行总量控制政策，出租车载客量基本稳定。行业将继续受到轨道交通、公交车辆的冲击，以及人们收入变化的影响，在整个上海市公共交通中的占比将趋于下降。

《上海“十二五”规划纲要》继续将公共交通作为城市交通的重点发展对象。上海将落实公交优先发展战略，优先安排公交基础设施建设和资金投入，建立绿色安全、便捷快速、城乡一体的公共交通系统。出租车作为城市公共交通体系的重要组成部分，在上海市仍有一定的发展空间。

上海出租汽车业经过多年的发展，规模上开始保持相对稳定。《上海市综合交通发展“十二五”规划》中指出，保持出租汽车稳定发展。全市出租汽车总数维持在5万辆左右，其中市域性出租汽车总量基本稳定，区域性出租汽车稳步发展；全市出租汽车里程利用率基本稳定在60-65%之间，全市出租汽车日均客运量稳定在350万乘次左右。至2015年出租车全部达到国IV排放标准。

随着上海国际金融、航运“两个中心”的建设和以迪士尼为核心的上海国际旅游度假区的开发建设，城市功能的增强和中心地位的提高，上海全市日均出行总量及流动人口将保持在一个较高的水平并持续增长。

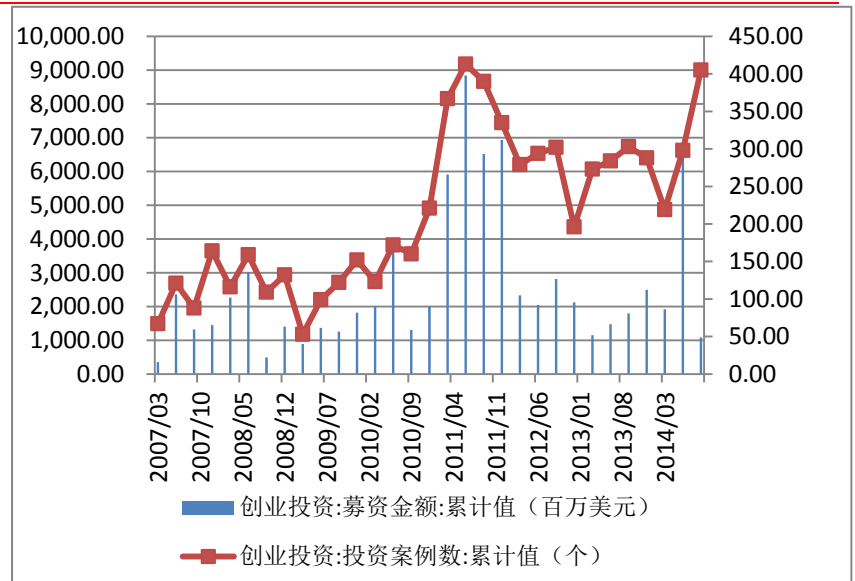
公司城市交通板块收益源于对大众交通的投资收益，收益较为稳定。

4、金融创投：发展迅速

中国创投行业近几年发展迅速,《国家新兴产业创投计划年度报告(2014)》中统计数据显示,截至2013年底,新兴产业创投计划共支持设立了141只新兴产业创业投资基金,总规模达到390亿元,直接和间接带动地方政府、社会资本及其它机构投资、银行贷款约700亿元,在新一代信息技术、生物、节能环保、新材料、新能源、高技术服务业等战略性新兴产业和高技术产业领域累计投资创新型企业538家,实现社会就业16.3万人。

这几年创投计划的参股基金的规模、数量增长迅猛。其中,2010-2013,参股基金实到资金年复合增长率达到82.3%,基金数量年复合增长率达到91.7%。到2014年底,创投计划支持组建的创业投资基金到213只,比2013年增加52只。随着创投可投资能力不断增长,投资总量及投资数量也将快速增长。

图 14: 创业投资情况



数据来源: WIND 上海证券研究所

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

我们预测,2015-2016年,公司营业收入分别为48.93亿元和53.61亿元,同比增长为17.83%和9.55%,归母公司的净利润分别为4.50亿元和5.04亿元,同比增长32.36%和11.80%,相应的稀释后每股收益为0.18元和0.20元。

表 3： 公司盈利预测 单位：百万元

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E
一、营业总收入	3,874.09	4,153.33	4,893.72	5,361.01
二、营业总成本	4,085.31	4,284.78	4,888.41	5,292.16
营业成本	3,468.15	3,686.02	4,252.22	4,659.56
营业税金及附加	17.00	22.71	24.47	26.81
销售费用	97.56	108.86	146.81	139.39
管理费用	301.64	294.27	293.62	294.86
财务费用	157.24	159.87	171.28	171.55
资产减值损失				
三、其他经营收益	557.04	528.85	620.00	520.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	345.83	397.81	625.31	588.85
加：营业外收入	21.05	21.03	10.00	10.00
减：营业外支出	3.63	2.08	82.00	0.00
五、利润总额	363.25	416.76	553.31	598.85
减：所得税	49.90	42.51	58.10	62.88
六、净利润	313.35	374.26	495.21	535.97
减：少数股东损益	34.33	33.79	44.57	32.16
归属于母公司所有者的净利润	279.02	340.47	450.64	503.81
最新总股本（百万股）	2,467.30	2,467.30	2,467.30	2,467.30
七、摊薄每股收益（元）	0.11	0.14	0.18	0.20

资料来源：Wind 上海证券研究所

2、投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2015-2016 年每股收益为 0.18 元和 0.20 元，对应的动态市盈率为 38 倍和 34 倍，公司估值略高于行业平均估值。我们认为，大众燃气、大众交通和已运营的市政项目经营上相对稳定，污水处理和金融创投业务具增长空间；天然气价改有利于燃气板块盈利水平的保持，同时环境板块污水处理价格也具有上升空间。给予公司“谨慎增持”评级。

五、风险因素

1、定价政策风险

城市燃气、城市交通和环境市政均属于公用事业，具有经济效

益性和社会公益性的双重特征，这些业务的发展程度和盈利水平都将面临一定的政策风险。政府对于燃气价格、污水处理价格和城市出租车运价的定价模式和定价机制，都会影响公司的盈利水平。

2、投资收益占比较大的风险

投资收益是公司利润的重要来源之一，公司的投资收益主要是对大众交通和深创投的长期股权投资收益以及对萧山污水处理等环境市政板块的投资收益。如果外部宏观经济不景气、环境市政板块新项目减少，将影响公司投资收益的增长，从而对公司盈利能力造成不利影响。

3、安全生产风险

除燃气销售外，公司从事部分城市燃气管道施工，易受到众多不确定因素影响，近年来，随着燃气管道施工安全标准的不断提高，公司面临较大安全生产压力。

4、金融创投业务投资风险

由于创投业务自身具有的高风险特质，公司在金融创投板块的投资将带来较高的投资风险，

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。