



秉承双轮战略，加速增长可期

——中山公用 (000685) 深度报告

2016年09月19日

推荐/首次

中山公用

公司深度

报告摘要：

环保板块，“水务+固废+工程”综合性平台初现。在维持珠三角地区区域性水务运营龙头地位的同时，公司近年来通过一系列并购活动，初步打造出“水务+固废+工程”的综合性环保平台。未来PPP及跨区域环保项目一旦落地，将为公司带来新一轮增长契机。

客运服务和市场管理板块，增长稳定利润优质。公司拥有中山至香港客运航线经营权，客源稳定，业务优质，毛利率一直维持在60%左右；定增农贸市场改造项目也在稳步推进中。未来两项业务仍将为公司贡献稳定利润。

资本运营与主业形成良好协同。一直以来资本运营业务为公司水务环保主业提供了投融资和外延并购平台，具有良好协同作用；同时公司也在通过增强主业，改变对广发证券股权收益过度依赖的现状。

我们认为公司的未来发展存在几大看点，值得关注：

- **看点1：PPP市场爆发，迎来高增长机遇。**公司于近期中标第一个PPP项目，总投资2.63亿。凭借在中山区域内的强势地位，公司在未来一段时间内大概率可以连续获得PPP订单，业绩高增长可期；
- **看点2：国有资产注入存在想象空间。**作为国资委旗下唯一控股上市平台，公司是中山市国有资产证券化重要通道，控股股东中汇集团旗下资产可与公司业务形成良好协同，为国有资产注入提供巨大想象空间；
- **看点3：借力复星，外延并购可期。**作为第二大股东，上海复星对公司持股12.35%，并委派投资经验丰富的管理人员出任公司高管。借助复星资源进行外延并购值得期待。
- **看点4：股权激励计划积极推进。**公司股权激励计划申请已获相关部门批准，一旦实施将为公司发展带来积极意义。

公司盈利预测及投资评级。预计16~18年公司营业收入分别为14.55亿元、16.51亿元、18.16亿元，每股收益0.63元、0.71元、0.72元，目前股价对应P/E分别为17.19倍、15.19倍、14.95倍。给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,154.87	1,230.27	1,455.47	1,650.78	1,815.63
增长率(%)	33.13%	6.53%	18.30%	13.42%	9.99%
净利润(百万元)	776.24	1,520.06	964.60	1,086.83	1,103.34
增长率(%)	27.28%	95.82%	-36.54%	12.67%	1.52%
净资产收益率(%)	10.01%	13.66%	8.72%	9.18%	8.72%
每股收益(元)	0.96	1.05	0.63	0.71	0.72
PE	11.28	10.31	17.19	15.19	14.95
PB	1.13	1.47	1.50	1.39	1.30

分析师:杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

联系人:于洋

Tel:010-66555445

yuyang_yjs@dxzq.net.cn

联系人:刘博

Tel:010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

联系人:庞天一

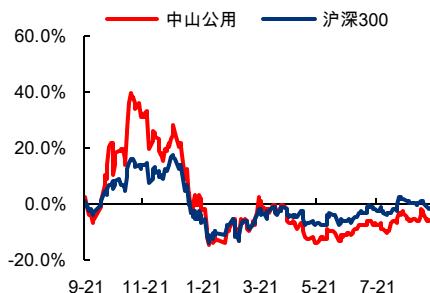
Tel:010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	10.79-11.76
总市值(亿元)	159.16
流通市值(亿元)	107.62
总股本/流通A股(万股)	147511/99745
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	1.16

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《水处理行业深度报告：海绵城市渐入佳境，膜法水处理大有可为》

2、《环保行业事件点评：城市内涝“涛声依旧” 海绵城市呼之欲出》

目 录

1. 珠三角区域水务龙头，坚持“产业+资本”双轮驱动	4
1.1 公司简介	4
1.2 主营业务稳定增长，水务运营占比最大	5
1.3 公司利润对投资收益存在较大依赖	6
2. 深耕环保板块，打造“水务+固废+工程”综合性环境服务提供商	7
2.1 区域水务运营龙头地位稳固	7
2.2 收购天乙能源，进军垃圾焚烧发电领域	8
2.3 补齐工程施工能力，瞄准 PPP 市场	9
3. 客运板块收益稳定，持续贡献优质利润	9
4. 市场改造稳步推进，业务规模逐步提升	10
5. 资本运营板块与主营业务形成良好协同	12
6. 中山公用未来看点	12
6.1 看点 1：PPP 市场爆发，为公司带来高增长机会	12
6.2 看点 2：国有资产注入	13
6.3 看点 3：借力复星，外延并购可期	13
6.4 看点 4：股权激励计划积极推进	14
7. 盈利预测及估值	14
8. 风险提示	14

表格目录

表 1：中山公用水务运营领域产能统计	7
表 2：中山公用工程具备多项施工资质并通过多项认证	9
表 3：定增项目募集资金投向	11
表 4：公司盈利预测表	15

插图目录

图 1：中山公用发展历程	4
图 2：中山公用股权结构	4
图 3：中山公用集团公司架构	5
图 4：近年来公司业绩保持稳步增长	6
图 5：水务板块在主营业务中占比较大	6
图 6：投资收益在营业利润中占比较高	6
图 7：垃圾焚烧发电工艺流程	8

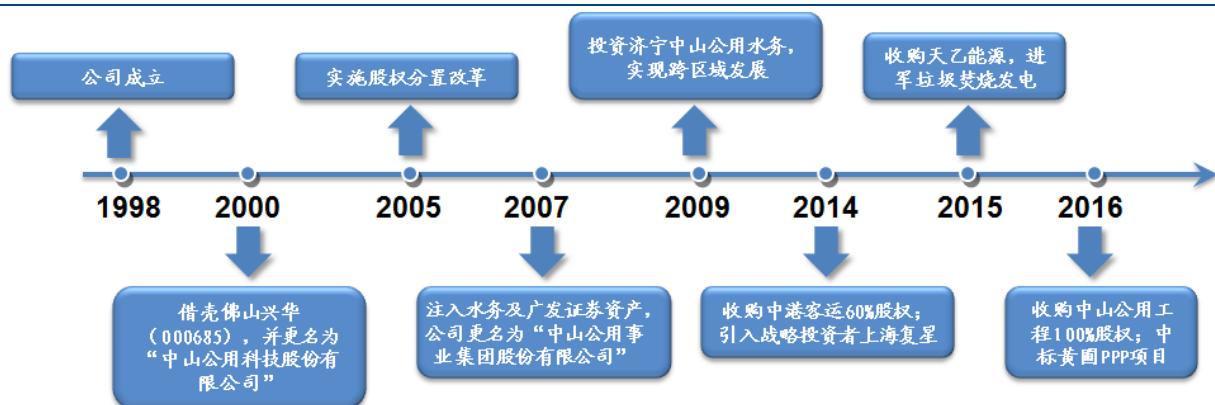
图 8：天乙能源厂区照片	8
图 9：中港客运“中山轮”	10
图 10：中港客运为公司贡献稳定优质利润	10
图 11：全过程、精细化农贸市场管理	11
图 12：“农贸+农超”混合经营模式，推动业态转型升级	11
图 13：中汇集团旗下拥有诸多优质资产	13

1. 珠三角区域水务龙头，坚持“产业+资本”双轮驱动

1.1 公司简介

公司成立于 1998 年，属国有控股上市公司，实际控制人为中山市国资委。2000 年 1 月，通过“买壳”佛山兴华集团股份有限公司完成上市。之后通过 2008 年注入水务及广发证券股权资产，2014 年收购中港客运 60% 股权，2015 年收购中山天乙能源，2016 年收购中山公用工程，公司逐渐发展成为以环保水务为核心业务，同时涵盖固废处理、客轮运营、农贸市场管理及股权投资等多领域的企业集团。

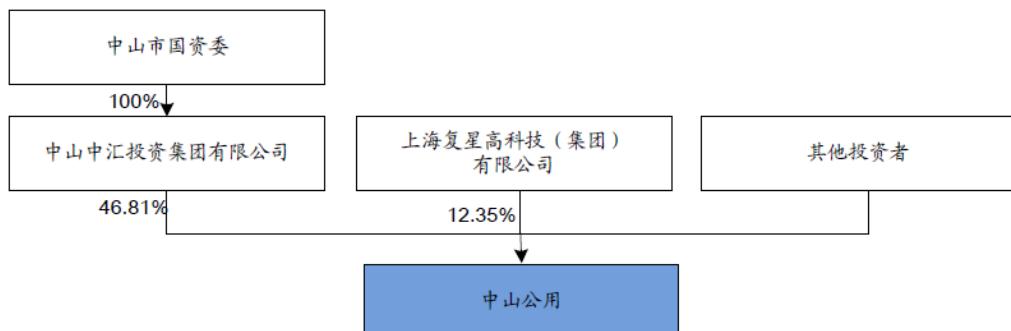
图 1：中山公用发展历程



资料来源：公司公告、公司网站、东兴证券研究所

作为广东省内国有企业混合所有制改革的重要实践，2014 年公司控股股东中汇集团以公开征集受让方的方式，对上海复星集团协议转让当时公司 13% 股份，自此上海复星成为中山公用第二大股东，进一步增强了公司的资本运营实力。经过 2015 年定增之后，中汇集团和上海复星目前分别占股 46.91% 和 12.35%。

图 2：中山公用股权结构

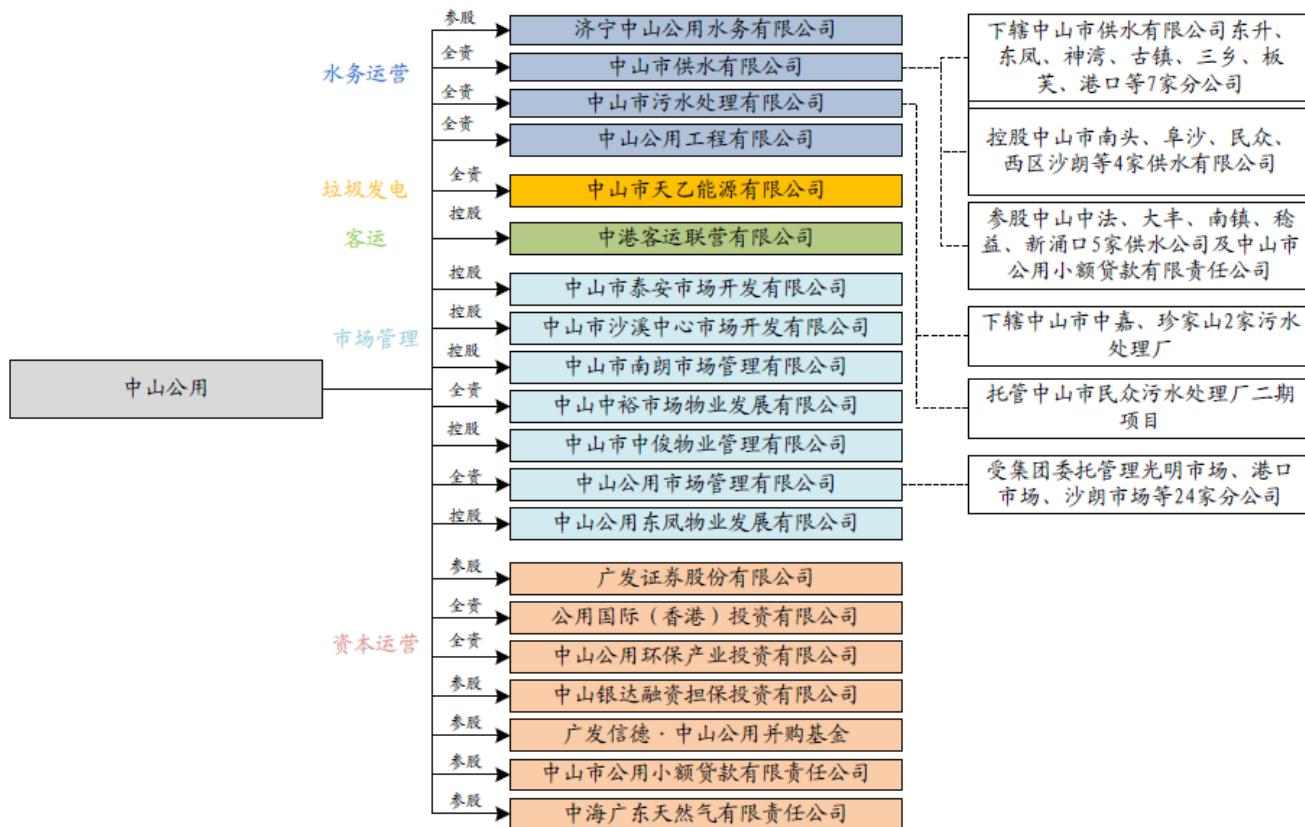


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

一直以来公司坚持“产业经营+资本运营”双轮驱动的发展战略。目前公司持有广发证券 10.18% 股权，是其第三大股东；持有中山银达担保投资有限公司 43.83% 股权，中山市公用小额贷款有限责任公司 30% 股权；另外，公司于 2015 年 5 月全资设立中

山公用环保产业投资有限公司，后者与广发信德合作设立总规模 20 亿元的环保产业并购基金，以打造公司在环保节能和新能源领域的投资平台；2015 年 7 月，公司设立公用国际（香港）投资有限公司，计划投资总额 22 亿港币，以其作为公司境外投资平台。因此，在环保水务主营业务保持稳定增长的同时，资本运营是公司的另外一个工作重点。

图 3：中山公用集团公司架构

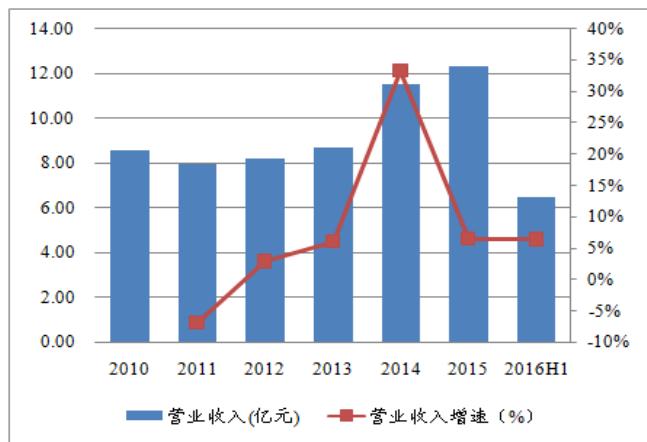


资料来源：公司公告，调研信息，东兴证券研究所

1.2 主营业务稳定增长，水务运营占比最大

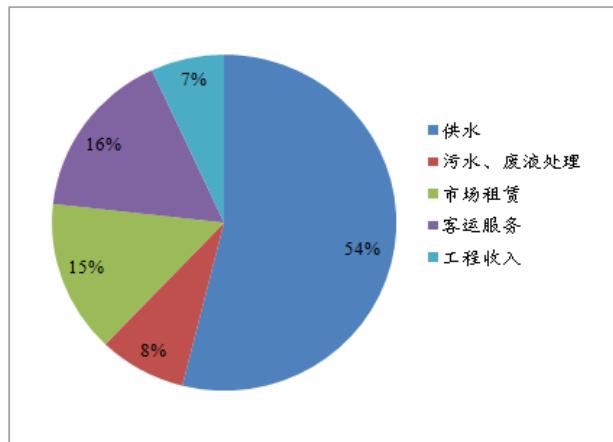
业绩保持稳步增长，主营业务呈现多元化发展趋势。近年来公司业绩一直保持稳定增长，2010 至 2015 年营业收入由 8.54 亿增长至 12.30 亿，CAGR 为 7.6%；同时，通过股权收购等方式积极拓展业务范围，目前公司环保板块业务已涵盖城市供水、污水处理和垃圾发电，同时具备技术设计和工程施工能力，综合性环保平台公司轮廓已经初步显现，客运服务和市场租赁板块保持健康运营，持续为公司贡献稳定利润。

图 4：近年来公司业绩保持稳步增长



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 5：水务板块在主营业务中占比较大



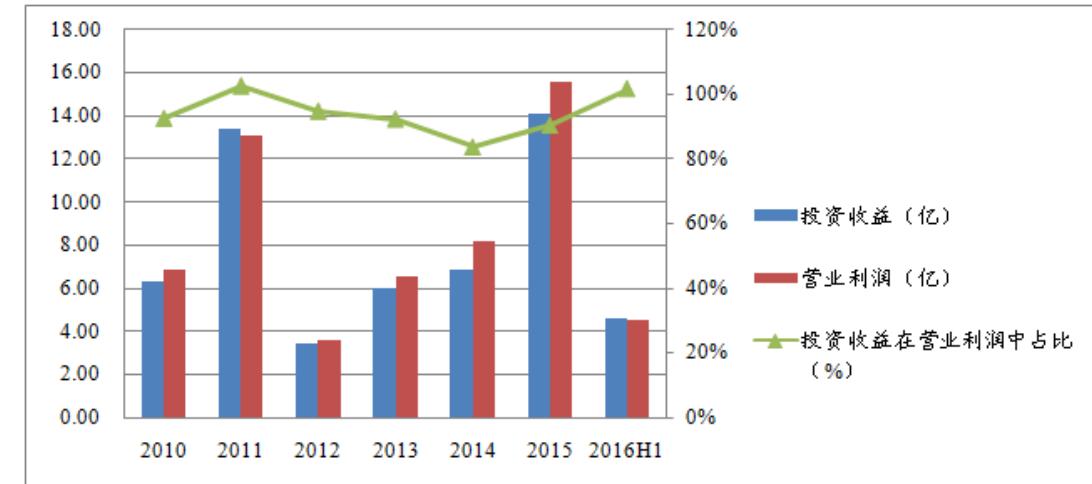
资料来源：公司 2016 年中报，东兴证券研究所

水务板块在营业收入中占有较大比例。以城市供水和污水处理为代表的水务运营业务近几年在公司主营业务收入中占比 6 成左右，是公司主营业务核心；客运服务和市场租赁业务占比均在 15% 左右。

1.3 公司利润对投资收益存在较大依赖

公司投资收益在营业利润中占有较高比例。一直以来，长期股权投资带来的投资收益对于公司营业利润的贡献度较高，其中绝大多数来自于对广发证券的持股（截止至 2016 年 6 月末，公司总计持有广发证券 10.18% 股权，是其第三大股东）。2014、2015 年公司投资收益分别为 6.86 亿和 14.13 亿，在营业利润中占比 85% 和 90%。一直以来公司业绩受广发证券影响较大，2016H1 公司归母净利润随之大幅下降。为摆脱对于广发的过度依赖，公司通过加强和拓展主营业务，积极提升主营业务利润占比。

图 6：投资收益在营业利润中占比较高



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

2. 深耕环保板块，打造“水务+固废+工程”综合性环境服务提供商

2.1 区域水务运营龙头地位稳固

公司是珠三角区域水务运营龙头企业。经过多年发展，公司目前拥有 235 万 m^3 /天设计供水能力，61 万 m^3 /天设计污水处理能力，供水管道长度 5100 公里，供水覆盖面积超 2000 平方公里，拥有丰富的技术和运营经验，并形成了规模效应。总的来说，公司的水务产能情况可概括为：

- ◆ 中山市内城市供水业务：通过旗下全资子公司中山供水有限公司，采用全资、控股和参股多种方式控制 16 家子公司承担中山市 80%的供水任务，设计日供水能力为 205 万 m^3 ；
- ◆ 中山市内污水处理业务：通过全资子公司中山市污水处理有限公司，下辖 2 家污水处理厂，同时托管中山市民众污水处理厂 2 期项目，承担了市内 35%的污水处理任务，目前设计日污水处理能力为 41 万 m^3 ；
- ◆ 济宁市城市供水和污水处理业务：公司与济宁供水集团总公司合资成立济宁中山公用水务有限公司，拥有 4 个供水厂和 1 个污水处理厂，设计日供水能力 30 万 m^3 、日污水处理能力 20 万 m^3 ，分别占济宁市供水和污水处理总量的 50%和 60%。

表 1：中山公用水务运营领域产能统计

子/分公司	给水制备能力 (万 m^3 /天)	污水处理能力 (万 m^3 /天)
本部	20	-
东升分公司	14	-
东凤分公司	8	-
三乡分公司	10	-
古镇分公司	12.5	-
神湾分公司	1.5	-
港口分公司	0	-
板芙分公司	2	-
中山市供水有限公司	8.5	-
南头公司	1.5	-
民众公司	0	-
阜沙公司	3	-
南镇公司	8	-
稔益公司	8	-
新涌口公司	8	-
中山大丰公司	50	-

中山中法公司	50	-
中山市污水处理有限公司	中嘉	- 20
	珍家山	- 10
	托管民众二期	- 11
济宁中山公用水务有限公司	30	20
合计	235	61

资料来源：调研资料，东兴证券研究所

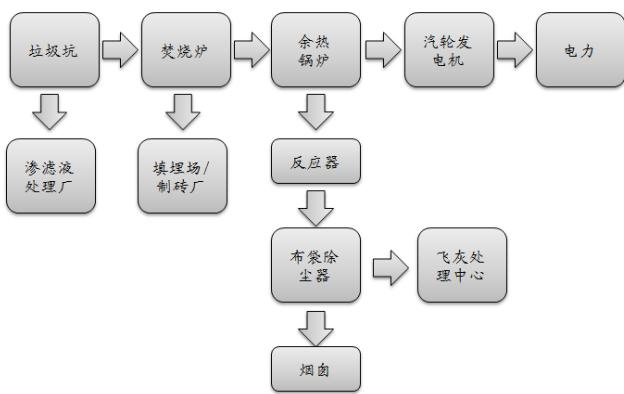
占据中山水务运营市场统治地位，未来污水处理领域仍有增长空间。目前公司在中山地区城市供水领域市占率已达 80%，未来增长空间不是很大；但在污水处理领域，市占率仅为 35%，仍具有较大增长空间，特别是农村污水处理市场还具备较大开发潜力。

期待异地水务项目落地，为公司带来新增长。目前公司在积极实施“走出去”战略，投资团队也一直在全国范围内寻找合适的水务投资标的，力求将在水务运营领域积累丰富技术和运营经验进行异地复制。我们认为未来一旦有异地项目落地，公司必将迎来新一轮快速增长。

2.2 收购天乙能源，进军垃圾焚烧发电领域

收购天乙能源，进军垃圾焚烧发电领域。2015 年 7 月，公司以 1.68 亿收购中山市天乙能源有限公司 100% 股权，天乙能源具有垃圾焚烧发电和垃圾渗滤液特许经营资质，是中山市三大垃圾综合处理组团基地之一，垃圾处理能力为 35 万吨/年，垃圾渗滤液处理能力 16.5 万吨/年，发电量 1 亿度/年，服务 8 个镇区。

图 7：垃圾焚烧发电工艺流程



资料来源：调研资料，东兴证券研究所

图 8：天乙能源厂区照片



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

中山市共规划建设了三个组团式垃圾综合处理基地，即中心组团、北部组团和南部组团，目前天乙能源运营的是北部组团，中部组团由长青集团运营，南部组团尚未建设完毕：

- ◆ 中心组团垃圾综合处理基地位于南朗镇与火炬开发区交界的蒂峰山，从 2006 年开始运行，服务范围包括中心城区、南朗镇、火炬开发区、五桂山镇、港口镇和民众

镇。中心基地内设有焚烧发电厂（38 万吨/年）、卫生填埋场、污水处理厂、飞灰稳定化处理中心、医疗废物焚烧厂、焚烧炉渣再利用制砖厂、建筑余泥渣土消纳场和管理中心等分项。

- ◆ 北部组团垃圾综合处理基地选址于黄圃镇吴栏村乌珠山旁，从 2009 年开始运行，服务范围包括黄圃、三角、南头、东凤、阜沙、小榄、古镇和东升共八个镇。北部基地内设有焚烧发电厂（35 万吨/年）、卫生填埋场、污水处理厂、焚烧炉渣再利用制砖厂以及管理中心等公建配套分项。
- ◆ 南部组团垃圾综合处理基地位于外沙村黄牛山，服务范围包括神湾、板芙、三乡、坦洲、大涌、横栏等 6 个镇的垃圾处理，焚烧处理设计规模为（38 万吨/年），目前正在建设之中。

收购天乙能源标志着公司向打造“综合环境服务提供商”迈出重要一步。调研中公司高层表示，中山公用的目标是为城市或者工业园区提供包括供水、废水处理以及固废处理等在内的一体化服务。收购天乙不仅拓展了公司的业务范围，也增强了公司对外投资或者项目承接的可选择性。

2.3 补齐工程施工能力，瞄准 PPP 市场

收购中山公用工程，补齐施工资质。2016 年 1 月公司以 7700 万元自中汇集团收购中山公用工程有限公司 100% 股权。中山公用工程拥有市政、建筑和管道等多项施工资质和较强的工程施工能力。

表 2：中山公用工程具备多项施工资质并通过多项认证

专业资质	市政公用工程施工总承包一级
	建筑工程施工总承包三级
	建筑装修装饰工程专业承包二级
	消防设施工程专业承包二级
	压力管道安装 GB1 级
认证体系	ISO9001：2008 质量管理体系
	ISO14001：2004 环境管理体系
	GB/T28001-2001 职业健康安全管理体系

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

“水务+固废+工程”综合性环保平台初现，增强 PPP 项目拿单能力。此次收购有助于公司强化环保水务主业，健全环保水务产业链结构，提升外部项目投资，特别是 PPP 项目的拓展能力。目前市场上的 PPP 项目一般具有项目体量大，综合性强的特点，单个项目通常会涵盖设计、施工以及运营维护诸多阶段，对参与者的“专业资质”有严格要求。此次收购补齐了公司的施工短板，为公司取得 PPP 项目，以及异地项目扩张奠定了基础，“水务+固废+工程”环保平台模式初步显现。

3. 客运板块收益稳定，持续贡献优质利润

收购中港客运，将业务延伸至水运客运领域。2014 年公司收购中港客运联营有限公司 60% 股权，中港客运是中山市唯一一家开辟直达香港客运航线的公司，旗下拥有 5 艘豪华高速双体客轮，客源稳定，业务优质。

目前中港客运已经开通中山至香港市区和中山至香港机场两个往返航线，每日从中山至香港往来 22 个单航次，客运高峰期可达 32 个单航次，年客运量超过 120 万人次。我们对中港客运航线的优势进行了总结：

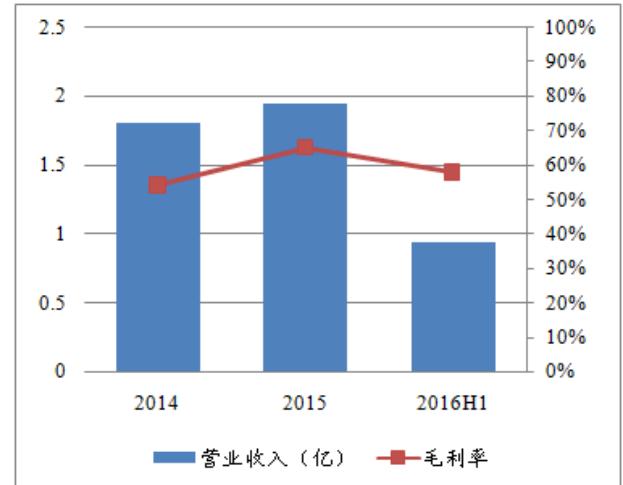
- ◆ 购票方式灵活：目前中港客运已经开通了官网、微信和淘宝等多种购票方式，为出行旅客提供便捷；
- ◆ 海天联运：在中山乘坐中港客运航线至香港机场乘机的旅客，可以直接在中山客运码头办理值机手续，实现“海天联运、无缝连接”，旅行舒适度大大提升；
- ◆ 节省时间：中山至香港市区航线航程 1 小时 30 分钟，中山至香港机场航线航程 1 小时 10 分钟，比经陆路进入香港所需时间大幅压缩，同时避免了堵车问题。

图 9：中港客运“中山轮”



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 10：中港客运为公司贡献稳定优质利润



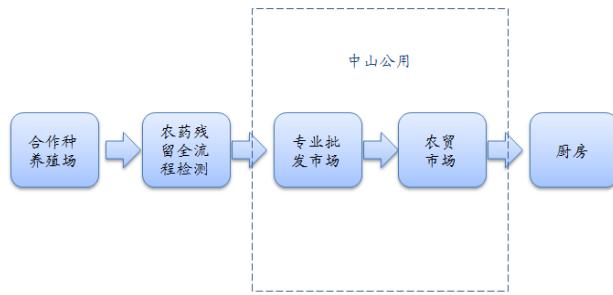
资料来源：Wind，东兴证券研究所

中港客运为公司贡献稳定优质利润。2014、2015 和 2016H1 中港客运分别创造营业收入 1.80、1.94 和 0.94 亿，毛利率始终维持在 60% 左右，为公司贡献稳定优质利润。通过调研，我们了解到目前公司正在通过与旅行社进行合作、增加班次密度等方式以求进一步增加旅客流量和营收。

4. 市场改造稳步推进，业务规模逐步提升

农贸市场管理是公司另外一项重要业务。作为中山市最大的农产品流通经营企业，公司目前拥有综合性农贸市场 31 家，果蔬、水果批发市场 2 家，服务近 9000 家商户。批发业务占全市总量的 70%，零售交易约占全市总量的 30%，年交易额 30 亿元以上。经过多年专业化运营，公司旗下农贸市场形成以下五大特色：

- ◆ 推行 ISO9000 和 ISO14000 标准管理体系，实施全过程、精细化管理；
- ◆ 建立农贸市场信息化管理网络，实时掌握市场经营动态，高效处理市场信息；
- ◆ 配备监测设备和蔬菜监察室，建立符合国家标准的食品安全监管体系；
- ◆ 探索建立“农贸+农超”的混合经营模式，推动业态转型升级；
- ◆ 推动建立“阳光招租”和商户考核制，规范市场竞争和经营行为，谋求互利双赢。

图 11：全过程、精细化农贸市场管理


资料来源：调研资料，东兴证券研究所

图 12：“农贸+农超”混合经营模式，推动业态转型升级


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

定增募集资金进行市场升级改造。为进一步扩大在农贸市场运营领域的经营规模、市场份额及盈利能力，公司于 2015 年 12 月进行股票定向增发募集资金。本次增发新增股份 7348 万股，发行价格 12.02 元，共募集资金 8.83 亿元。募集资金用于现代农产品交易中心建设、黄圃农贸市场升级改造、东凤兴华农贸市场升级改造以及补充流动资金。据了解，目前中山现代农产品交易中心建设一期项目已经完工并投入运营。其他项目在稳步推进中。

表 3：定增项目募集资金投向

序号	项目名称	资金需求 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
一	中山现代农产品交易中心建设项目	48,363.60	48,363.60
	1、农产品交易中心一期	12,475.73	12,475.73
	2、农产品交易中心二期	19,323.41	19,323.41
	3、农产品交易中心三期	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	东凤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：公司公告，东兴证券研究所

通过调研以及与公司交流，我们了解到公司未来在农贸市场运营领域具有以下良好规划和愿景：

- ◆ 农贸市场业务具有较高壁垒，现阶段以立足中山，辐射珠三角为目标，努力提高市场运营规模和品质；

- ◆ 为保证货物质量过硬和价格合理，市场将建立准入制度和淘汰制度，对不达标租户进行淘汰；
- ◆ 借鉴行业领先企业的市场管理经验，完成从“传统收租”向“主动培育业态、与客户同发展”的市场经营模式的转变。

作为公司起家业务，市场租赁贡献的营收一直呈稳步上升趋势。2014、2015 和 2016H1 分别为 1.37 亿、1.45 亿和 0.80 亿元，对应毛利率 60.75%、62.48% 和 65.79%。我们认为随着现代农产品交易中心建设和黄圃、东凤农贸市场改造项目顺利推进，未来板块业绩将继续保持稳定增长。

5. 资本运营板块与主营业务形成良好协同

秉承“产业经营+资本运营”双轮驱动发展战略，公司在确保环保水务主业稳定增长的同时，积极开展资本运营相关业务。股权投资、投资平台和金融服务构成公司资本运营板块主要业务：

- ◆ **股权投资：**公司持有广发证券 10.18% 股权，是其第三大股东，对广发证券的持股不仅为公司带来了持续、优质的盈利支撑，同时也为公司环保水务主营业务的发展提供了金融方面的有力支持；另外，公司还参股中海广东天然气有限责任公司，持有其 25% 股权；
- ◆ **投资平台：**2015 年 5 月，公司与广发证券展开进一步合作，设立环保并购基金，总规模 20 亿，投资主线为节能环保和新能源等行业；2015 年 7 月，公司设立公用国际（香港）投资有限公司，计划投资总额 22 亿港币，以其作为公司境外投资平台；
- ◆ **金融服务：**2013 年，公司与中港客运、吉林敖东等四家企业联手组建中山市公用小额贷款有限公司，该公司由中山公用主导运营；另外公司还持有中山银达担保投资有限公司 43.83% 股权。

公司资本运营业务与环保水务主营业务形成良好协同。资本运营为环保水务提供了投融资以及外延并购的便利条件；同时环保水务领域的专业经验为公司股权投资优质标的和优质项目的选择提供了支持。

6. 中山公用未来看点

6.1 看点 1：PPP 市场爆发，为公司带来高增长机会

中标 PPP 项目，打开发展新局面。公司于近期中标中山市黄圃镇污水处理厂网一体化 PPP 项目。项目投资总额约 2.63 亿元，含特许经营期 25 年，项目整体分为 TOT 和 BOT 两部分，TOT 部分是对已建成污水厂和管网以及在建管网进行接收运营，水厂总规划规模 10 万吨/日，已建成 6 万吨/日；BOT 部分包括雨污分流管网工程及泵站设备安装。这标志着公司在 PPP 领域取得突破性进展，为今后签订 PPP 订单打下

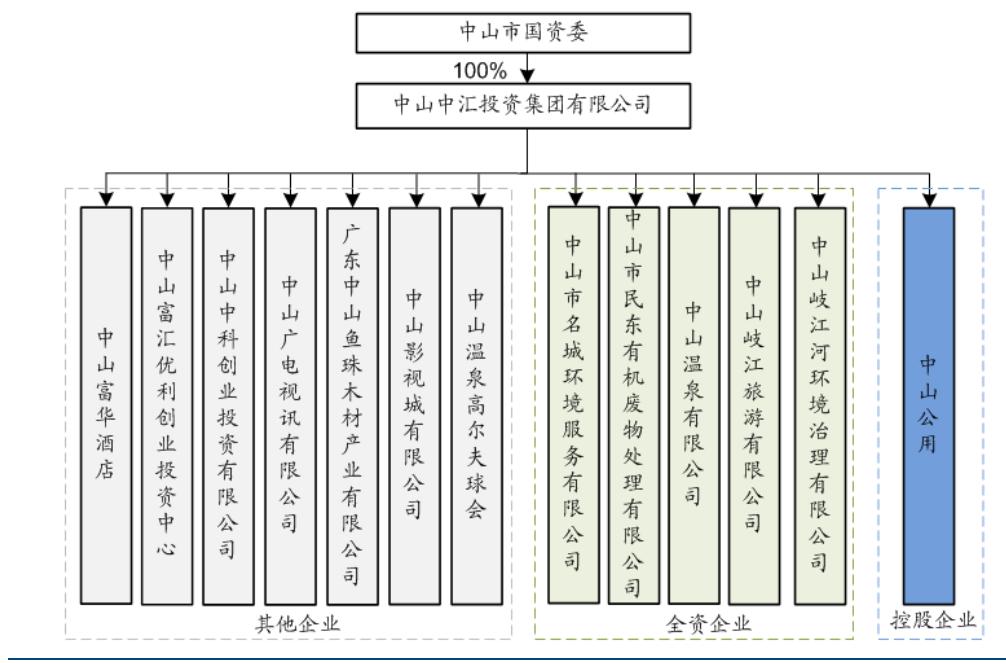
基础。

PPP 项目或将成为公司业绩增长突破口。由于政策层面大力推进以及地方政府层面债务压力，未来一段时间内以 PPP 模式推出的环保水务项目将有较高占比。我们认为公司凭借其在中山区域内的垄断地位，将有在中山地区 PPP 项目中持续拿单的能力；另外，公司目前也在对中山区域以外的 PPP 项目进行密切跟踪，PPP 环保水务项目将成为公司的新的增长点。

6.2 看点 2：国有资产注入

公司是中山市国资委旗下唯一一家控股上市平台，未来优质资产注入值得期待。一直以来，公司都是国资委旗下国有资产完成证券化的重要通道，广发股权、水务运营、中港客运、公用工程等资产先后被注入中山公用。通过梳理公司控股股东中汇集团旗下公司，可以发现部分资产可以与目前公司业务形成良好的协同效应，这为未来优质资产注入提供了巨大想象空间。

图 13：中汇集团旗下拥有诸多优质资产



资料来源：中汇集团网站，东兴证券研究所

6.3 看点 3：借力复星，外延并购可期

上海复星在投资领域的众多资源将为公司外延并购带来机遇。上海复星目前持有公司 12.35% 股权，是公司第二大股东。入股之后，上海复星创富投资管理有限公司董事总经理苏斌出任公司副董事长，复星创富执行总经理何清出任公司董事，二人在环保产业投资领域具有丰富经验，这对公司在环保水务领域进行外延并购具有重要意义。通过调研，我们了解到公司投资团队一直在积极寻找优质项目和投资机会，公司外延扩张值得期待。

6.4 看点 4：股权激励计划积极推进

公司目前正在积极推进股权激励计划。实行股权激励计划的申请已经获中山市相关部门批准，股权激励相关指标设定以及方案制定仍在讨论之中。股权激励计划将绑定员工及公司利益，助力公司发展。

7. 盈利预测及估值

作为珠三角区域环保水务龙头企业，公司以成为“综合性环境服务提供商”为目标，近年来通过一系列并购不断增强自身实力拓展营业范围，“水务+固废+工程”综合性环保平台已经初步显现；同时，涉足的客运服务和农贸市场管理业务保持稳定增长，为公司贡献优质利润；另外，坚持“产业经营+资本运营”双轮驱动战略，通过持股广发证券，获得优质股权收益。我们认为未来一段时间内，在PPP模式持续推进确定性高的大形势下，公司或将通过PPP项目获得新一轮增长机会；同时国有资产注入和进一步外延并购值得期待。

我们预测公司2016~2018年营业收入分别为14.55亿元、16.51亿元、18.16亿元，归属净利润分别为11.63亿元、10.52亿元、10.68亿元，每股收益0.63元、0.71元、0.72元，目前股价对应P/E分别为17.19倍、15.19倍、14.95倍。给予“推荐”评级。

8. 风险提示

中山区域外项目推进缓慢；PPP领域项目推进不达预期。

表 4：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1651	1987	7988	14175	20302	营业收入	1155	1230	1455	1651	1816
货币资金	686	1589	7149	12917	18694	营业成本	718	738	931	1057	1140
应收账款	53	64	76	86	95	营业税金及附加	20	20	25	28	31
其他应收款	11	25	30	34	37	营业费用	51	63	87	99	127
预付款项	2	2	3	4	6	管理费用	156	147	189	231	272
存货	37	70	89	101	109	财务费用	78	113	50	153	247
其他流动资产	860	191	642	1032	1362	资产减值损失	-1.20	-0.03	-1.00	-1.00	-1.00
非流动资产合计	8305	11758	11666	11426	11241	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5489	8462	8670	8712	8812	投资净收益	685.55	1412.71	815.23	1035.11	1135.78
固定资产	1662.18	1658.21	1587.00	1372.94	1158.89	营业利润	818	1562	990	1118	1135
无形资产	283	722	650	578	506	营业外收入	16.37	35.54	35.00	35.00	35.00
其他非流动资产	2	8	7	9	8	营业外支出	17.82	10.70	15.00	15.00	15.00
资产总计	9955	13745	19655	25601	31543	利润总额	817	1587	1010	1138	1155
流动负债合计	517	802	892	1015	1121	所得税	41	67	45	51	52
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	776	1520	965	1087	1103
应付账款	109	186	229	261	281	少数股东损益	28	36	35	35	35
预收款项	32	98	157	223	295	归属母公司净利润	748	1484	930	1052	1068
一年内到期的非	0	25	25	25	25	EBITDA	1346	2551	1326	1558	1669
非流动负债合计	1803	1904	7892	12892	17892	BPS (元)	0.96	1.05	0.63	0.71	0.72
长期借款	0	81	6081	11081	16081	主要财务比率					
应付债券	1788	1792	1800	1800	1800	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	2319	2706	8784	13907	19013	成长能力					
少数股东权益	162	170	205	240	275	营业收入增长	33.13%	6.53%	18.30%	13.42%	9.99%
实收资本（或股	779	1475	1475	1475	1475	营业利润增长	25.34%	90.89%	-36.63%	12.93%	1.55%
资本公积	789	2098	2098	2098	2098	归属于母公司净利润	-37.38%	13.15%	-37.38%	13.15%	1.57%
未分配利润	4713	5826	6291	6817	7351	获利能力					
归属母公司股东	7474	10869	10665	11454	12255	毛利率 (%)	37.83%	40.03%	36.06%	35.96%	37.22%
负债和所有者权	9955	13745	19655	25601	31543	净利率 (%)	67.21%	123.55%	66.27%	65.84%	60.77%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	7.51%	10.80%	4.73%	4.11%	3.39%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	10.01%	13.66%	8.72%	9.18%	8.72%
经营活动现金流	380	322	120	193	253	偿债能力					
净利润	776	1520	965	1087	1103	资产负债率 (%)	23%	20%	45%	54%	
折旧摊销	449.04	876.56	0.00	286.27	286.27	流动比率	3.19	2.48	8.95	13.97	18.12
财务费用	78	113	50	153	247	速动比率	3.12	2.39	8.85	13.87	18.02
应收账款减少	0	0	-11	-10	-9	营运能力					
预收帐款增加	0	0	58	66	73	总资产周转率	0.13	0.10	0.09	0.07	0.06
投资活动现金流	-767	126	667	992	1038	应收账款周转率	23	21	21	20	20
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.12	8.34	7.00	6.74	6.70
长期股权投资减	0	0	-150	-42	-100	每股指标 (元)					
投资收益	686	1413	815	1035	1136	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.05	0.63	0.71	0.72
筹资活动现金流	558	458	5693	4584	4486	每股净现金流(最新	0.22	0.61	4.39	3.91	3.92
应付债券增加	0	0	8	0	0	每股净资产(最新摊	9.60	7.37	7.23	7.76	8.31
长期借款增加	0	0	6000	5000	5000	估值比率					
普通股增加	0	696	0	0	0	P/E	11.28	10.31	17.19	15.19	14.95
资本公积增加	221	1309	0	0	0	P/B	1.13	1.47	1.50	1.39	1.30
现金净增加额	172	905	6480	5768	5777	EV/EBITDA	7.09	6.38	12.62	10.25	9.10

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：于洋

香港大学工学硕士，4年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

联系人：庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

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。