

**中山公用 (000685)**
**投资评级：增持（首次）**
**报告日期：2018-08-02**
**股价走势：**

**金融环保组**
**联系人：杨易**

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

## 注入环卫资产，双轮驱动促发展

**事件：**

我们近期对公司进行了调研跟踪。

**主要观点：**

□ **并购注入环卫资产，打通公司固废上下游产业链**

公司今年3月新一届高管团队就任，并公布了未来三年发展战略纲要。今年7月，公司拟以现金2.36亿元受让公司大股东中江集团所持有的名城科技95.50%股权，拟注入环卫资产，开始着力布局公司战略设想，目前已经取得了中山市国资委同意批复。名城科技业务主要涵盖了中山市中心城区清扫保洁、运输填埋、医疗垃圾处理等业务，与公司的天乙能源所持有的垃圾焚烧项目形成一定协同，初步具备了“收集-中转-焚烧-填埋”的一体化固废产业链。随着环卫市场化提速，公司借助名城科技环卫平台叠加上市公司资本优势，外省外市垃圾清运项目有望快速落地。

□ **产业经营+资本运营双轮驱动，积极拓展省外业务**

公司确立了“产业经营+资本运营”双轮驱动的战略思路。从产业经营来看，公司聚焦大环保业务，具体为水环境治理、危废处理、环卫服务三大核心，从旧有的业务链条中向“相关性多元化”业务转变，公司正加大并积极布局。从资本运营来看，公司14年起推动混改，成功引入了复星集团为第二大股东，弥补了公司在投资方面的短板，拓宽了项目来源渠道，充实了投资团队。此外，公司与广发信德合作成立并购基金，致力于节能环保等产业投资，累计投资项目9个。公司目前业务主要集中在中山市，确立双轮驱动发展战略后，积极谋求积极业务拓展。公司借助资本实力，重点围绕村镇污水处理、环卫业务，面向全国展开多领域投资布局。

□ **盈利预测与估值**

公司现金流稳定，资产负债率低，在确立双轮驱动发展战略后，逐步建立和完善投资管理机制，扩充业务版图。目前环卫资产注入已获得中山市国资委同意批复，未来业绩有望再上新台阶。我们预计公司2018-2020年的EPS分别为0.75元、0.90元、1.05元，对应的PE分别为10.41倍、8.69倍、7.43倍，给予“增持”评级。

□ **风险提示**

宏观政策性风险；业务拓展不及预期；长期股权投资收益不及预期。

**盈利预测：单位：百万元**

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1614	1913	2228	2562
收入同比 (%)	10%	19%	17%	15%
归属母公司净利润	1067	1108	1328	1553
净利润同比 (%)	11%	4%	20%	17%
毛利率 (%)	31.1%	29.3%	30.2%	30.8%
ROE (%)	9.0%	9.3%	10.3%	11.2%
每股收益	0.72	0.75	0.90	1.05
P/E	10.81	10.41	8.69	7.43
P/B	0.96	0.96	0.89	0.82
EV/EBITDA	11	8	7	5

资料来源：wind、华安证券研究所

## 附录：财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,923	2,617	2,798	3,202	营业收入	1,614	1,913	2,228	2,562
现金	938	2,450	2,684	3,639	营业成本	1,111	1,353	1,555	1,772
应收账款	399	390	552	597	营业税金及附加	21	31	36	41
其他应收款	50	49	60	71	销售费用	61	83	96	106
预付账款	15	21	31	35	管理费用	156	222	248	280
存货	108	129	149	170	财务费用	96	39	25	16
其他流动资产	414	(421)	(678)	(1,310)	资产减值损失	34	(0)	0	0
非流动资产	13,920	13,802	14,730	15,779	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	10,353	10,353	11,388	12,527	投资净收益	1,013	1,013	1,165	1,340
固定资产	1,668	1,562	1,457	1,351	营业利润	1,168	1,198	1,433	1,688
无形资产	747	697	650	607	营业外收入	3	24	26	23
其他非流动资产	1,152	1,191	1,235	1,294	营业外支出	12	15	15	16
资产总计	15,843	16,420	17,528	18,981	利润总额	1,160	1,206	1,444	1,695
流动负债	2,517	2,762	3,014	3,283	所得税	59	61	74	91
短期借款	1,300	1,287	1,273	1,255	净利润	1,101	1,145	1,370	1,605
应付账款	429	476	599	663	少数股东损益	34	37	42	52
其他流动负债	788	999	1,142	1,365	归属母公司净利润	1,067	1,108	1,328	1,553
非流动负债	1,091	1,402	1,274	1,354	EBITDA	1,465	1,392	1,610	1,853
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	0.75	0.90	1.05
其他非流动负债	1,091	1,402	1,274	1,354					
负债合计	3,607	4,164	4,288	4,637					
少数股东权益	206	243	285	337					
股本	1,475	1,475	1,475	1,475					
资本公积	2,061	2,061	2,061	2,061					
留存收益	7,664	8,477	9,420	10,471					
归属母公司股东权	12,029	12,013	12,956	14,007					
负债和股东权益	15,843	16,420	17,528	18,981					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	564	1,435	699	1,256	成长能力				
净利润	1,101	1,108	1,328	1,553	营业收入	10.35%	18.50%	16.50%	15.00%
折旧摊销	232	155	152	149	营业利润	11.70%	2.54%	19.62%	17.82%
财务费用	102	39	25	16	归属于母公司净利	10.83%	3.87%	19.80%	16.95%
投资损失	(1,013)	(1,013)	(1,165)	(1,340)	获利能力				
营运资金变动	373	1,109	317	826	毛利率(%)	31.15%	29.27%	30.21%	30.83%
其他经营现金流	(230)	36	42	52	净利率(%)	45.09%	66.10%	57.94%	59.58%
投资活动现金流	291	1,013	130	201	ROE(%)	9.00%	9.34%	10.34%	11.19%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	9.55%	9.21%	12.08%	13.44%
长期投资	(646)	0	(1,035)	(1,139)	偿债能力				
其他投资现金流	938	1,013	1,165	1,340	资产负债率(%)	22.77%	25.36%	24.46%	24.43%
筹资活动现金流	(593)	(84)	(601)	(506)	净负债比率(%)	1.38%	-9.32%	-8.09%	-11.93%
短期借款	650	(13)	(14)	(18)	流动比率	0.76	0.95	0.93	0.98
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.72	0.90	0.88	0.92
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.10	0.12	0.13	0.14
其他筹资现金流	(1,244)	(71)	(587)	(488)	应收账款周转率	4.36	5.54	5.35	5.04
现金净增加额	262	2,364	228	951	应付账款周转率	3.84	4.23	4.15	4.06
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.75	0.90	1.05
					每股经营现金流(最新摊	0.38	0.97	0.47	0.85
					每股净资产(最新摊薄)	8.15	8.14	8.78	9.50
					估值比率				
					P/E	11.2	10.8	9.0	7.7
					P/B	1.0	1.0	0.9	0.9
					EV/EBITDA	10.86	8.25	6.87	5.46

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。