

中山公用 (000685)

## 稳健增长的珠三角综合公用事业平台

### 中山市国资委旗下公用事业平台

|   |                   |                     |                    |
|---|-------------------|---------------------|--------------------|
|  | 徐强 (分析师)          | 韩佳蕊 (分析师)           | 邵潇 (分析师)           |
|  | 010-59312815      | 010-59312760        | 0755-23976520      |
|  | xuqiang@gtjas.com | hanjiarui@gtjas.com | shaoxiao@gtjas.com |
| 证书编号  | S0880517040002    | S0880517030004      | S0880517070004     |

#### 本报告导读:

公司作为中山市国资委旗下的公用事业平台,业务涉及供排水、垃圾焚烧、环卫服务和客运等。同时,公司持股广发证券 9.01%,是业绩与市值波动的重要影响因素。

#### 投资要点:

- 投资建议:** 预测 2019-2021 年 EPS 分别为 0.71 元、0.80 元和 0.88 元。考虑到公司持有广发证券 9.01% 股权,业绩占比较高,其盈利预测参考 wind 一致预期,并将业绩分部估值。参考行业平均估值水平,主业部分给予 2019 年 15 倍动态 PE,叠加广发证券当日市值的 9.01%。目标价 9.32 元。首次覆盖,给予谨慎增持评级。
- 中山市国资委旗下公用事业平台:** 控股股东中汇投资是中山市国有独资企,2014 年以股权转让的形式引入复星高科作为战略投资人,目前两者持股比例分别为 47.98% 与 12.35%,分列第一、二大股东。
- 扎根中山的综合性属地公用事业平台:** 公司主营业务包括水务运营环保水务、固废处理、环卫服务、工程建设、市场运营、港口客运、金融服务与股权投资等领域。目前供水能力 238 万吨/日,污水处理能力 64 万吨/日,垃圾焚烧产能 910 吨/日,下辖 32 个农贸市场,持股中港客运 60% 股权,从事中山至香港、中山至深圳航线旅客水路运输业务。同时,公司持股广发证券 9.01%,过去三年贡献的投资收益占公司业绩总额 65%~84%,是公司业绩波动的主要影响因素。
- 主业弹性来自于提水价与垃圾焚烧产能扩容:** 目前中山终端水价格较珠三角周边地区明显偏低,尽管 2016 年广东省上调水资源费,但 2014 年至今公司水价没有调整,未来存在水价上涨预期。天乙能源三期垃圾焚烧项目已进入建设期,产能 1200 吨/天,处理费 91 元/吨,产能投产后将增厚业绩。
- 风险提示:** A 股交投活跃度波动的影响,将通过广发证券业绩变化,向公司业绩传导。

| 财务摘要 (百万元)  | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1,760 | 2,037 | 2,254 | 2,457 | 2,582 |
| (+/-)%      | 20%   | 16%   | 11%   | 9%    | 5%    |
| 经营利润 (EBIT) | 282   | 349   | 401   | 433   | 454   |
| (+/-)%      | 23%   | 24%   | 15%   | 8%    | 5%    |
| 净利润         | 1,082 | 686   | 1,046 | 1,184 | 1,296 |
| (+/-)%      | 12%   | -37%  | 52%   | 13%   | 9%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.73  | 0.47  | 0.71  | 0.80  | 0.88  |
| 每股股利 (元)    | 0.30  | 0.28  | 0.34  | 0.36  | 0.38  |
| 利润率和估值指标    | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营利润率 (%)   | 16.0% | 17.1% | 17.8% | 17.6% | 17.6% |
| 净资产收益率 (%)  | 8.9%  | 5.6%  | 8.3%  | 8.6%  | 8.6%  |
| 投入资本回报率 (%) | 2.0%  | 2.2%  | 2.6%  | 2.8%  | 2.9%  |
| EV/EBITDA   | 31.45 | 19.44 | 21.79 | 18.57 | 15.89 |
| 市盈率         | 10.83 | 17.08 | 11.21 | 9.90  | 9.05  |
| 股息率 (%)     | 3.8%  | 3.5%  | 4.3%  | 4.5%  | 4.8%  |

首次覆盖

评级:

谨慎增持

目标价格:

9.32

当前价格:

8.27

2019.09.08

#### 交易数据

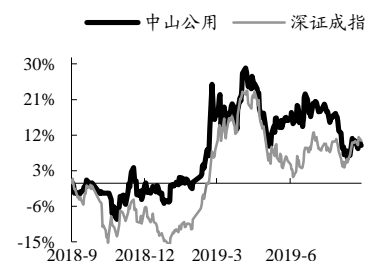
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 6.18-9.54   |
| 总市值 (百万元)        | 12,199      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 1,475/1,253 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 85%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 3.61        |
| 日均成交值 (百万元)      | 30.47       |

#### 资产负债表摘要

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 12,666 |
| 每股净资产      | 8.59   |
| 市净率        | 1.0    |
| 净负债率       | 13.64% |

| EPS (元) | 2018A | 2019E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.13  | 0.21  |
| Q2      | 0.13  | 0.20  |
| Q3      | 0.13  | 0.20  |
| Q4      | 0.07  | 0.11  |
| 全年      | 0.47  | 0.71  |

#### 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M   | 12M |
|--------|-----|------|-----|
| 绝对升幅   | 5%  | 0%   | 17% |
| 相对指数   | -6% | -14% | -1% |

模型更新时间: 2019.09.07

**股票研究**

公用事业  
其他公用事业

**中山公用 (000685)**

**首次覆盖**

**评级:** 谨慎增持

**目标价格:** 9.32

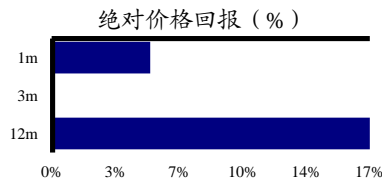
**当前价格:** 8.27

公司网址  
www.zpug.net

**公司简介**

公司自成立以来, 公司通过成功实施借壳上市、资产重组、开发上下游产业链等重大举措, 公司综合实力不断增强, 现已发展成为以环保水务为核心业务, 涵盖农贸市场运营、金融服务与股权投资等领域的企业集团。

公司从事的主要业务包括环保水务、固废处理、工程建设、市场运营、港口客运、金融服务与股权投资等领域。



52周价格范围: 6.18-9.54  
市值 (百万): 12,199

**财务预测 (单位: 百万元)**

|                 | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>损益表</b>      |               |               |               |               |               |
| 营业收入            | 1,760         | 2,037         | 2,254         | 2,457         | 2,582         |
| 营业成本            | 1,224         | 1,416         | 1,556         | 1,698         | 1,786         |
| 税金及附加           | 23            | 21            | 22            | 24            | 26            |
| 销售费用            | 62            | 64            | 68            | 75            | 79            |
| 管理费用            | 169           | 188           | 206           | 225           | 237           |
| <b>EBIT</b>     | <b>282</b>    | <b>349</b>    | <b>401</b>    | <b>433</b>    | <b>454</b>    |
| 公允价值变动收益        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益            | 1,014         | 552           | 853           | 978           | 1,072         |
| 财务费用            | 96            | 106           | 70            | 79            | 67            |
| <b>营业利润</b>     | <b>1,187</b>  | <b>816</b>    | <b>1,199</b>  | <b>1,352</b>  | <b>1,480</b>  |
| 所得税             | 63            | 87            | 110           | 118           | 128           |
| 少数股东损益          | 35            | 37            | 46            | 54            | 60            |
| <b>归母净利润</b>    | <b>1,082</b>  | <b>686</b>    | <b>1,046</b>  | <b>1,184</b>  | <b>1,296</b>  |
| <b>资产负债表</b>    |               |               |               |               |               |
| 货币资金、交易性金融资产    | 989           | 1,596         | 692           | 1,885         | 3,145         |
| 其他流动资产          | 1,028         | 639           | 768           | 807           | 846           |
| 长期投资            | 10,339        | 10,574        | 10,574        | 10,574        | 10,574        |
| 固定资产合计          | 1,697         | 1,768         | 1,658         | 1,539         | 1,414         |
| 无形及其他资产         | 1,931         | 2,567         | 2,826         | 3,101         | 3,371         |
| <b>资产合计</b>     | <b>15,984</b> | <b>17,144</b> | <b>16,518</b> | <b>17,906</b> | <b>19,350</b> |
| 流动负债            | 2,543         | 3,387         | 3,449         | 3,598         | 3,686         |
| 非流动负债           | 1,092         | 1,165         | 169           | 169           | 169           |
| 股东权益            | 12,349        | 12,591        | 12,900        | 14,138        | 15,495        |
| <b>投入资本(IC)</b> | <b>13,646</b> | <b>13,853</b> | <b>14,069</b> | <b>14,114</b> | <b>14,211</b> |
| <b>现金流量表</b>    |               |               |               |               |               |
| NOPLAT          | 267           | 311           | 364           | 396           | 415           |
| 折旧与摊销           | 241           | 248           | 192           | 198           | 204           |
| 流动资金增量          | -198          | -356          | 67            | -110          | -49           |
| 资本支出            | -333          | -667          | -338          | -349          | -345          |
| <b>自由现金流</b>    | <b>-24</b>    | <b>-464</b>   | <b>285</b>    | <b>134</b>    | <b>225</b>    |
| 经营现金流           | 586           | 575           | 447           | 650           | 619           |
| 投资现金流           | 264           | 33            | 515           | 629           | 727           |
| 融资现金流           | -586          | -17           | -1,866        | -86           | -86           |
| <b>现金流净增加额</b>  | <b>264</b>    | <b>591</b>    | <b>-904</b>   | <b>1,193</b>  | <b>1,260</b>  |
| <b>财务指标</b>     |               |               |               |               |               |
| <b>成长性</b>      |               |               |               |               |               |
| 收入增长率           | 20.3%         | 15.7%         | 10.7%         | 9.0%          | 5.1%          |
| EBIT 增长率        | 23.5%         | 23.7%         | 15.1%         | 8.1%          | 4.9%          |
| 净利润增长率          | 12.4%         | -36.6%        | 52.4%         | 13.1%         | 9.4%          |
| 利润率             |               |               |               |               |               |
| 毛利率             | 30.5%         | 30.5%         | 31.0%         | 30.9%         | 30.8%         |
| EBIT 率          | 16.0%         | 17.1%         | 17.8%         | 17.6%         | 17.6%         |
| 归母净利率           | 61.5%         | 33.7%         | 46.4%         | 48.2%         | 50.2%         |
| <b>收益率</b>      |               |               |               |               |               |
| 净资产收益率(ROE)     | 8.9%          | 5.6%          | 8.3%          | 8.6%          | 8.6%          |
| 总资产收益率(ROA)     | 6.8%          | 4.0%          | 6.3%          | 6.6%          | 6.7%          |
| 投入资本回报率(ROIC)   | 2.0%          | 2.2%          | 2.6%          | 2.8%          | 2.9%          |
| <b>运营能力</b>     |               |               |               |               |               |
| 存货周转天数          | 30            | 40            | 37            | 38            | 38            |
| 应收账款周转天数        | 79            | 53            | 62            | 59            | 60            |
| 总资产周转天数         | 3,219         | 2,968         | 2,726         | 2,557         | 2,633         |
| 净利润现金含量         | 54.2%         | 83.7%         | 42.7%         | 54.9%         | 47.8%         |
| 资本支出/收入         | 18.9%         | 32.7%         | 15.0%         | 14.2%         | 13.4%         |
| <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |
| 资产负债率           | 22.7%         | 26.6%         | 21.9%         | 21.0%         | 19.9%         |
| 净负债率            | 10.8%         | 10.4%         | 9.4%          | -0.1%         | -8.5%         |
| <b>估值比率</b>     |               |               |               |               |               |
| PE(现价)          | 10.83         | 17.08         | 11.21         | 9.90          | 9.05          |
| PB              | 1.25          | 0.84          | 0.93          | 0.85          | 0.78          |
| EV/EBITDA       | 31.45         | 19.44         | 21.79         | 18.57         | 15.89         |
| P/S             | 6.66          | 5.76          | 5.20          | 4.77          | 4.54          |
| 股息率             | 3.8%          | 3.5%          | 4.3%          | 4.5%          | 4.8%          |

