

# 中山公用 (000685.SZ) 非银行金融行业

评级: 买入 首次覆盖

公司研究

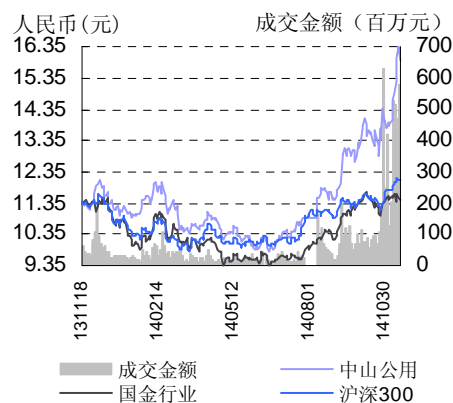
市价(人民币): 15.94元

目标(人民币): 24.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	655.06
总市值(百万元)	12,412.21
年内股价最高最低(元)	16.38/9.81
沪深300指数	2581.09
深证成指	8326.90



## 若惊鸿,似游龙

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益(元)	0.47	0.78	0.89	0.99	1.17
每股净资产(元)	7.8	8.4	9.0	9.7	10.5
市盈率(倍)	33.8	20.4	18.0	16.1	13.6
市净率	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
净利润增长率(%)	-66.47%	65.86%	13.46%	11.96%	17.79%
净资产收益率(%)	6.07%	9.30%	9.83%	10.22%	11.10%
总股本(百万股)	778.68	778.68	778.68	778.68	778.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 写在篇首:

- 《洛神赋》用“翩若惊鸿,婉若游龙”来描绘洛神美态。本文标题之“惊鸿”取轻盈美妙之意(目前),“游龙”取飘摇直上之意(未来)。

## 投资逻辑:

- **复星入股获批,中山公用或成广东上市公司国企改革第一单:** 复星在国企改革领域重回2009年以前的产业投资思路,入股上市公司分享市值成长红利。广东省目前的国企改革走在前列,中山公用在复星入股获批后成为广东混合所有制改革的排头兵。
- **预计复星将全面深入参与改善公司治理:** 复星与中山市政府全面战略合作,共同将中山公用“打造全国公用领域产业龙头”。中山市政府在国企改革方面决心很大,预计希望对接复星集团背后庞大资源;而中山公用是复星在整个广东国企改革领域的桥头堡,意义显著。双方互有所取,预计复星将全面深入参与公司治理改善。
- **中山公用或成复星第一个上市环保平台:** 复星在2013年报中明确提到“大环保”是其未来大发展的新增板块,我们预计该板块或将有几百亿甚至上千亿的体量。中山公用是复星拿到的第一个上市环保公司,若要做大做强,并购是其必由之路,预计中山公用将发展成复星重要的环保平台。PPP模式或是中山公用未来在公用事业领域拓展的重要手段,中山公用持有的广发股权若盘活,几十亿的现金可为公司的未来带来巨大想象空间。

## 投资建议

- **首次覆盖,给予公司“买入”评级:** 1) 公司最保守估值110亿元,目前价格具有安全边际; 2) 作为广东上市公司国企改革排头兵,公司治理改善空间显著,未来或成复星首个上市环保平台,想象空间巨大。

## 估值

- 参考目前江南水务、兴蓉投资、瀚蓝环境等可比环保公司的估值平均在23-30倍,考虑到公司未来转型带来的行业估值切换空间及广发股权是上涨空间,我们给予公司24元的目标价,分别对应2014\2015年27X、24X。

## 风险

- 中山市国企改革低于预期。

贺立

分析师 SAC 执业编号: S1130514100002  
(8621)60230241  
lihe@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介 .....	4
中山公用目前主业不突出，盈利主要来自广发证券 .....	4
<b>复星入股获批，中山公用或成广东上市公司国企改革第一单 .....</b>	<b>6</b>
广东省国企改革进程显著加快，力度较大 .....	6
在国企改革领域，复星重回产业投资思路 .....	6
复星入股中山公用，成广东国企改革获批第一单 .....	7
中山公用是复星在整个广东国企改革领域的桥头堡 .....	8
<b>环保是未来复星集团大发展的板块，空间巨大 .....</b>	<b>9</b>
<b>中山公用或成复星第一个上市环保平台 .....</b>	<b>10</b>
并购是中山公用做大做强的必由之路 .....	10
PPP 模式或是未来中山公用可重点借鉴的模式 .....	11
广发证券的股权价值可激活 .....	12
<b>估值 .....</b>	<b>12</b>
目前价格具有安全边际 .....	12
广发证券股权具有上涨空间 .....	14
<b>后续催化剂 .....</b>	<b>15</b>
<b>附录：三张报表预测摘要 .....</b>	<b>16</b>

## 图表目录

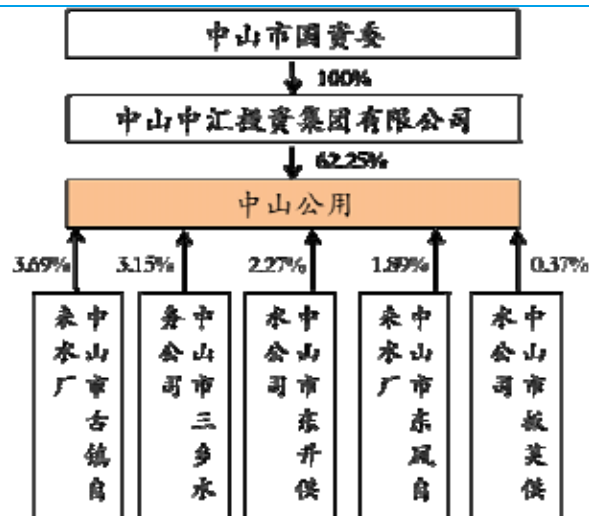
图表 1: 中山公用的实际控制人是中山市国资委 .....	4
图表 2: 中山公用下属公司分为 4 个板块 .....	5
图表 3: 中山公用的经营业绩 .....	5
图表 4: 公司的营业利润主要来自广发证券的投资收益 .....	5
图表 5: 主营业务的收入结构 .....	6
图表 6: 主要业务的毛利率对比 .....	6
图表 7: 今年以来复星集团参与国企改革的上市公司 .....	7
图表 8: 复星集团目前拥有的产业平台（上市公司均为 2009 年以前投资） ...	7
图表 9: 复星集团入股成为中山公用的第二大股东 .....	8
图表 10: 中山公用是中山市唯一一家国资大比例持股的上市平台 .....	8
图表 11: 复星集团与广东省相关领导的会见 .....	9
图表 12: 复星集团的资产规模变化 .....	10
图表 13: 复星集团的总资产分布图，产业运营占主体 .....	10
图表 14: 复星产业资产过于集中在地产钢铁等传统行业 .....	10
图表 15: PPP（Public-Private Partnership）的业务模式图 .....	11
图表 16: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比 .....	12
图表 17: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比 .....	13
图表 18: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比 .....	13
图表 19: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比 .....	14
图表 20: 广发证券估值表 .....	14

## 公司简介

### 中山公用目前主业不突出，盈利主要来自广发证券

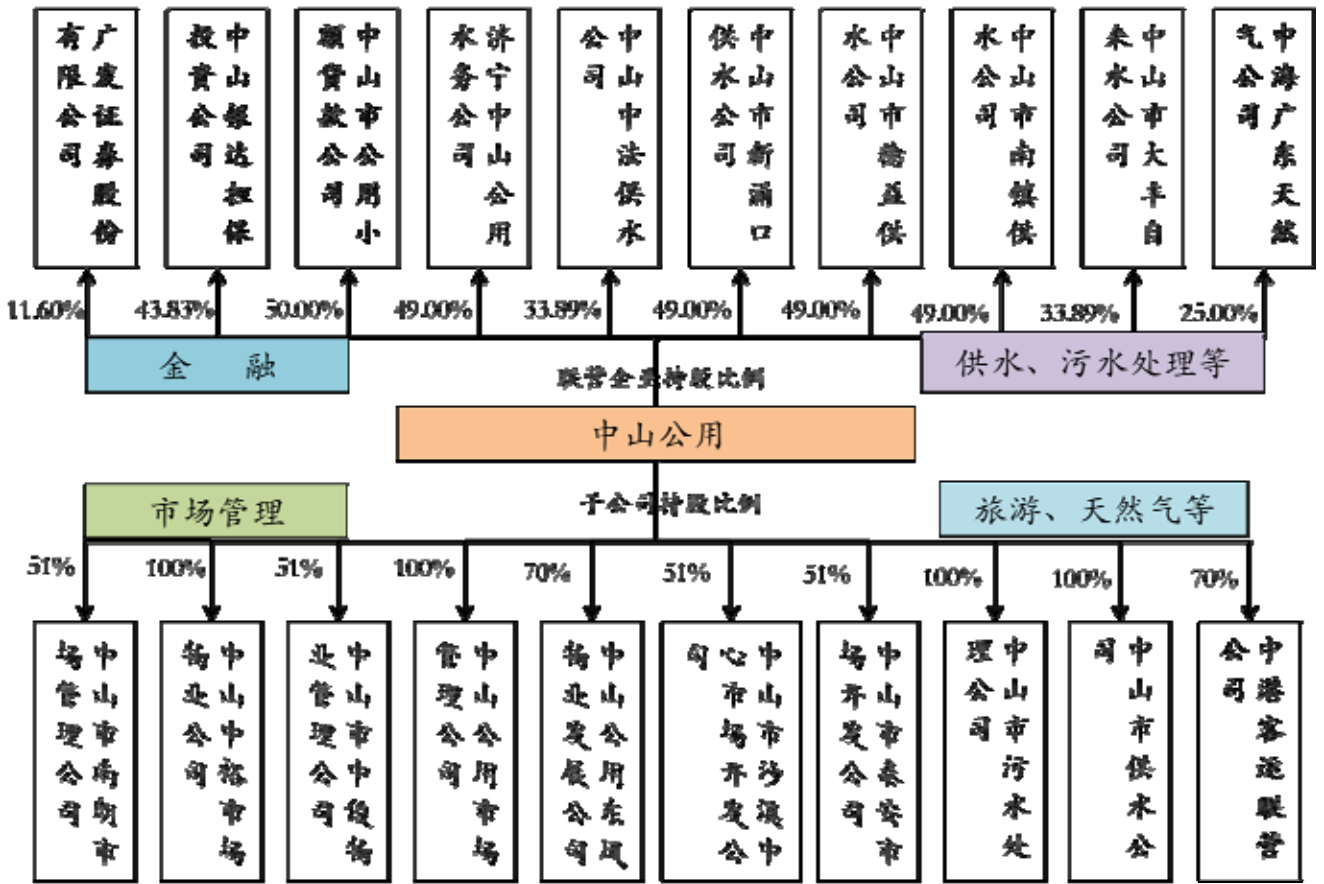
- 中山公用成立于 1992 年，大股东中汇集团持有中山公用 62.25% 的股份，实际控制人是中山市国资委。
- 经过多年发展，目前是一家以水务、市场经营管理等公用事业为主，以金融股权等对外投资业务为辅的上市公司。水务方面，公司参股或控股了中山市 8 家供水及污水企业；市场经营管理方面，中山公用是中山市 7 家市场开发、物业管理公司的母公司；此外公司重点投资了金融股权，如持有广发证券 11.6% 的股权，持有中山银达担保投资公司 43.83% 的股权，持有中山市公用小额贷款公司 50% 的股权；此外，公司还投资了中海广东天然气公司（25%）和中港客运联营公司（70%）。
- 从营业利润来看（公司利润主要来自投资收益，因此重点考察营业利润而非营业收入），中山公用目前的利润主要来自对外股权投资收益，尤其是广发证券的投资收益，本身的公用事业收入占比较低。从 2009 年-2014 年中期，广发证券的投资收益在公司营业利润中的占比分别为 80%、81%、95%、98%、50%、63%，是公司营业利润的主要来源。其自身的公用事业类业务在营业利润中的占比仅约 24%。
- 公用事业类业务中的营业利润中，以 2014 年中数据来看，供水及污水处理、客运、市场租赁的贡献居多，占比分别为 44%、20%、21% 合计占比 86%。
- 从毛利率来看，公司主营类业务的毛利基本在 35% 左右，各业务板块中市场租赁和客运服务的毛利偏高，2014 年中期分别为 61% 和 44%。
- 总体来看，目前公司的业务种类较多，尚不够清晰，但相对较为稳定。利润来源主要依靠广发证券的投资收益，本身的公用事业类业务的成长空间并不显著。

图表1：中山公用的实际控制人是中山市国资委



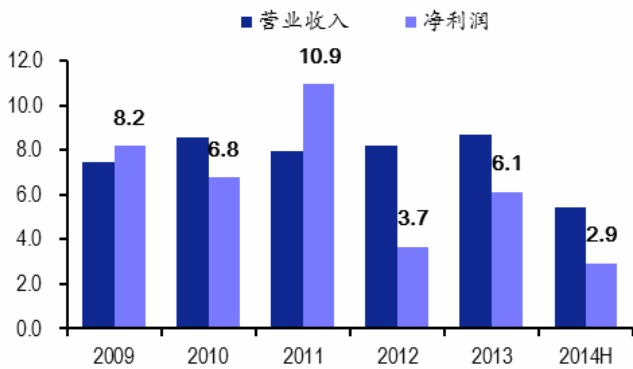
来源：国金证券研究所

图表2: 中山公用下属公司分为4个板块



来源: 国金证券研究所

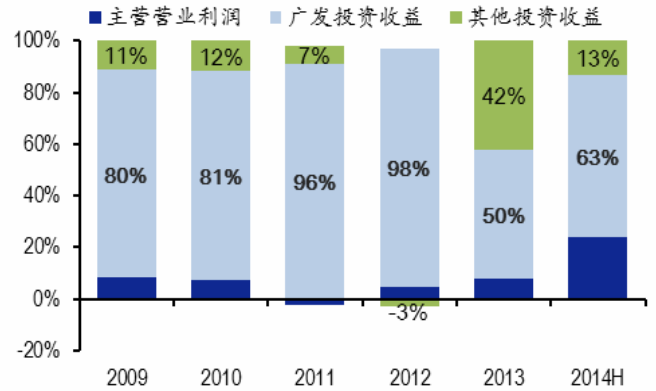
图表3: 中山公用的经营业绩



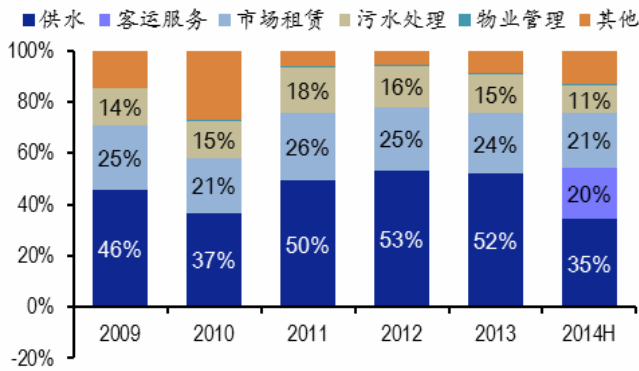
来源: 国金证券研究所

单位: 亿元

图表4: 公司的营业利润主要来自广发证券的投资收益

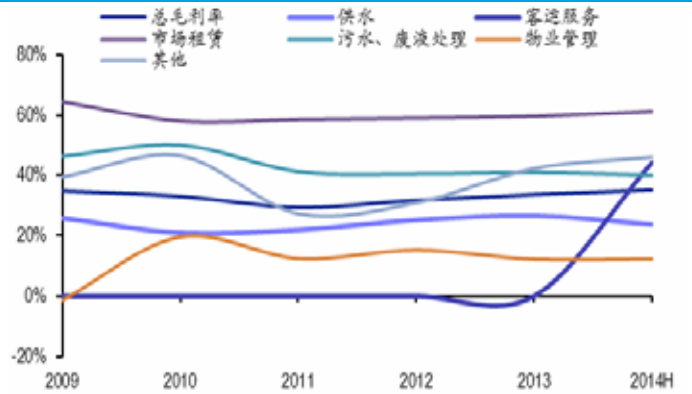


图表5: 主营业务的收入结构



来源: 国金证券研究所

图表6: 主要业务的毛利率对比



## 复星入股获批，中山公用或成广东上市公司国企改革第一单

### 广东省国企改革进程显著加快，力度较大

- 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》，作为17日《改革意见》的实施方案，期间只隔了3个月不到的时间。
- 《实施方案》计划通过深化改革，到2020年实现以下目标：
  - 推动形成15家左右营业收入或资产超千亿的大型骨干企业集团，省属国有企业整体规模和竞争实力显著增强。
  - 省属国有资本70%以上集中到基础性、公共性、平台性、资源性、引领性等重要行业和关键领域，以及未来可能形成主导产业的行业，布局结构明显优化。
  - 准公共性企业基础设施项目实现混合持股，二级及以下竞争性企业基本发展成为混合所有制企业，国有资本流动性显著提升，国有资本功能进一步放大。
  - 竞争性企业高级管理人员基本实现市场化选聘，董事会决策制衡机制逐步完善，现代企业制度更加健全。
  - 形成若干国有资本运营和国有资本投资公司，建立起以管资本为主、运转高效的国有资产监督管理体制。
- 我们认为整个广东国企改革的进程快，力度大，目标明确，现有国企改革公司迎来重要发展机遇。

### 在国企改革领域，复星重回产业投资思路

- 十八届三中全会以来，国企改革提上了新的日程。复星集团在2014年分别参股了上市公司三元股份、中水渔业和中山公用，在国企改革领域重点布局。
- 复星在这几家公司都是以大比例参股的方式进入，成为第二或第三大股东。这实际上回到了2009年以前的产业投资思路，而非在2009-2013年的PE、VC投资思路。产业投资思路背后实质是分享市值成长的红利，这种市值成长是基于治理改善、资源优化等的价值成长。

图表7: 今年以来复星集团参与国企改革的上市公司

公司	入股时间	入股比例	第几大股东	入股方式	价格	所在产业	第一大股东
三元股份	2014年3月1日公告预案	20.45%	第三大股东	定向发行	6.53	乳业	北京企业(食品)
中水渔业	2014年8月15日公告预案	14.23%	第三大股东	定向发行	6.46	农林牧渔	中国农业发展集团
中山公用	2014年8月14日公告方案	13.00%	第二大股东	存量转让	10.52	公用事业	中汇集团

来源: 国金证券研究所

图表8: 复星集团目前拥有的产业平台(上市公司均为2009年以前投资)

公司	投资时间	股权比例	领域
上海钢联	2011年上市, 原始股东	30.09%	电子商务
豫园商城	2005	30.00%	商贸
st 南钢	2003	持股南京南钢 60% 南京南钢持有南钢股份 83.78%	钢铁
复星医药		41.09%	医药
国药控股		通过复星医药持有 29.98%	医药
参股“菜鸟”	2013年	10.00%	商业物流

来源: 国金证券研究所

### 复星入股中山公用, 成广东国企改革获批第一单

- 复星受让中山公用大股东 13% 的股份, 成为第二大股东。2014 年 7 月 26 日, 中山公用大股东中汇集团公开向社会征集战略投资者; 8 月 9 日, 以 10.52 元/股的价格向复星集团存量转让 1.01 亿股, 占中山公用总股本的 13%; 11 月 11 日, 该股权受让获得国务院国资委批准。转让后, 大股东中汇集团的持股比例由 62.26% 下降至 49.26%, 复星集团持有 13% 的股份成为中山公用第二大股东。
- 中山公用是中山市国资委唯一大比例持股的上市公司。中山市共 12 家上市公司, 其中中山公用、中炬高新均为市属国有企业, 但只有中山公用为唯一国资大比例持股、适合进行混合所有制改革的上市平台。
- 从获批的速度来看, 中山公用是整个广东国企改革的第一单。中汇集团从 7 月 26 日公告拟转让中山公用部分股份起, 8 月 9 日即已选定复星集团作为股权受让方, 11 月 11 日该股权受让方获得国务院国资委批准, 整个流程 4 个月不到, 特别是从公开转让至复星入股仅半个月时间, 显示中山市政府在国企改革方面的魄力和决心, 以及对复星集团的认可。

**图表9：复星集团入股成为中山公用的第二大股东**

	复星入股前		复星入股后		
	股份数	比例	股份数	比例	
中山中汇投资集团有限公司	484,777,709	62.3%	中山中汇投资集团有限公司	383,548,901	49.3%
中山市古镇自来水厂	28,723,940	3.7%	<b>复星集团</b>	<b>101,228,808</b>	<b>13.0%</b>
中山市三乡水务有限公司	24,491,250	3.1%	中山市古镇自来水厂	28,723,940	3.7%
中山市东风自来水厂	17,687,562	2.3%	中山市三乡水务有限公司	24,491,250	3.1%
中山市东升供水有限公司	14,704,260	1.9%	中山市东风自来水厂	17,687,562	2.3%
其他	208,298,494	26.8%	其他	223,002,754	28.6%
总股本	778,683,215	100.0%	总股本	778,683,215	100.0%

来源：国金证券研究所

**图表10：中山公用是中山市唯一一家国资大比例持股的上市平台**

公司名称	第一大股东	股份比例	企业性质	上市日期
中山公用	中山中汇集团	62.26%	市属国有	1997-1-23
中炬高新	中山火炬集团	10.72%	市属国有	1995-1-24
棕榈园林	吴桂昌	15.21%	民企	2010-6-10
达华智能	蔡小如	49.79%	民企	2010-12-3
华帝股份	石河子九州股权投资	20.76%	民企	2004-9-1
长青集团	麦正辉	28.31%	民企	2011-9-20
大洋电机	鲁楚平	44.35%	民企	2008-6-19
依顿电子	依顿投资	79.96%	民企	2014-7-1
松德股份	郭景松	17.16%	民企	2011-2-1
奥马电器	中山施诺工业投资	56.24%	民企	2012-4-16
中顺洁柔	广东中顺纸业集团	30.06%	民企	2010-11-25
全通教育	陈炽昌	31.89%	民企	2014-1-21

来源：国金证券研究所

### 中山公用是复星在整个广东国企改革领域的桥头堡

- **预计复星有望全面深入参与公司治理。**早在年初中山市发布的《政府工作报告》及《中共中山市委关于全面深化改革增创发展新优势的实施意见》中，已经明确列出“推进国企发展混合所有制经济”、“支持有条件的公有集团公司改组为公有资本投资公司”等要求。结合中山公用整个混合所有制改制进程，以及中山公用是中山市国资改革的最重要平台（大股东中汇集团是中山市最重要的国有企业集团），我们判断中山市政府或寄望将中山公用打造成广东国企改革的排头兵和标杆案例。

中山市与复星集团建立了全面战略合作关系，涉及多领域、深层次的合作，预计希望对接复星集团背后的诸多资源；而能否在国企改革项目中寻求适当的话语权也是复星参与国企改制的重要诉求之一，我们预计复星有望全面深入参与中山公用的公司治理改善。

- **中山公用是复星在广东国企改革领域的桥头堡。**由于整个广东国企改革走在全国的较前列，以复星的行事风格，我们预计其意图并非仅在中山市，而是以此为入口对接、分享整个广东的国企改革蛋糕。复星集团的主要领导人也频与广东省内主要领导接触，建立相关联系。在此背景下，中山公用对于复星的战略意义凸显，这是其进军广东国企



改革领域的桥头堡，示范意义非常重要，预计集团上下都非常重视，未来优质资源对接值得期待。

图表11: 复星集团与广东省相关领导的会见

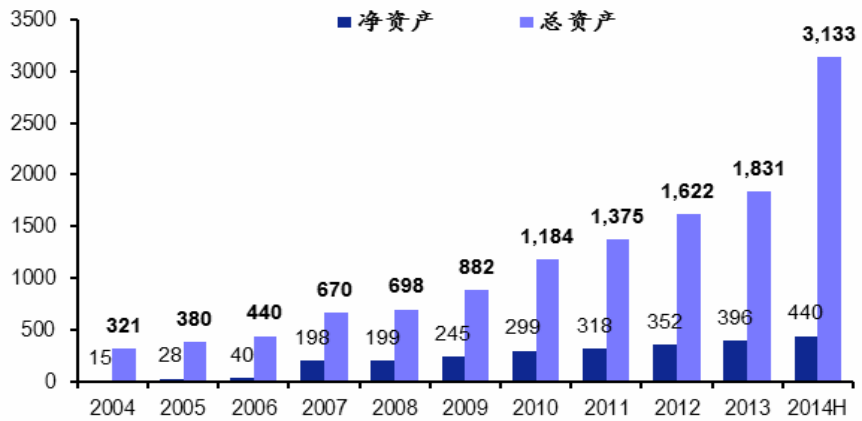
日期	复星集团人员	广东省相关会见领导	洽谈内容
7月14日	梁信军率团考察中山	市委副书记、市长陈良贤，市委常委，常务副市长谢中凡会见	
8月1日	梁信军再次到访中山	中山市委书记、市人大常委会主任薛晓峰接见	梁信军再次表示复星集团有意成为中山公用战略股东及合作伙伴， <b>共同打造全国公用领域产业龙头</b>
9月2日	郭广昌一行	市委书记薛晓峰会见	中山与复星集团建立全面战略合作关系；涉及多领域、深层次的合作。
10月26日	郭广昌一行	广东省委委员、常委和广州市委书记任学锋在广州会见	任学锋表示希望复星集团加快在广州的发展。郭广昌表示复星集团将进一步加大在广州的业务拓展力度。

来源：国金证券研究所,据媒体报道

### 环保是未来复星集团大发展的板块，空间巨大

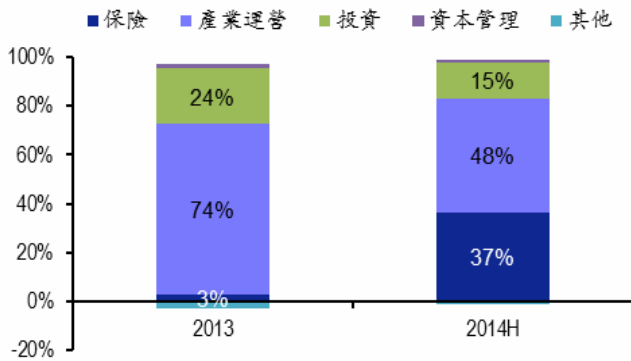
- 复星集团的业务包括“保险、产业运营、投资、资本管理”四大模块，向“以保险为核心的综合金融能力”与“以产业深度为基础的投资能力”双轮驱动的全球一流投资集团发展。
- 复星集团目前总资产约 3100 亿元，净资产约 440 亿元。在复星的总资产构成中，产业运营占据主体，2014 年中期占比为 48%，其次是保险资金（占比 37%）。
- 在产业运营板块，复星存在较大的转型需求。复星的产业运营目前过于集中在地产钢铁等传统行业。复星的产业资产包括 4 家公司：复星医药、复星复地、南京南钢、海南矿业，其中复星医药占产业运营资产的比例只有 21%，约 80%都集中在地产、钢铁等传统强周期行业。
- 环保是复星未来大发展的板块。复星在 2013 年年报中首次提到“随着社会对环境保护的重视及食品安全的关注，复星从 2014 年开始，将启动对大环保领域的投资”。此外，复星集团 CEO 梁信军也公开在多个场合提及“大健康、国企改革、环保”可能是未来 10 年最值得投资的领域。所以，未来复星在“大金融、大地产、大健康、大文旅、大物贸”等板块继续重点发展的同时，“大环保”板块将是其新增的重要板块。
- 复星官网上提到，到 2020 年复星的总资产目标是从目前的 3000 多亿提升 1 万亿。环保板块作为复星目前重点发展的板块，未来该板块的资产规模应该是几百亿甚至上千亿的量级。

图表12: 复星集团的资产规模变化



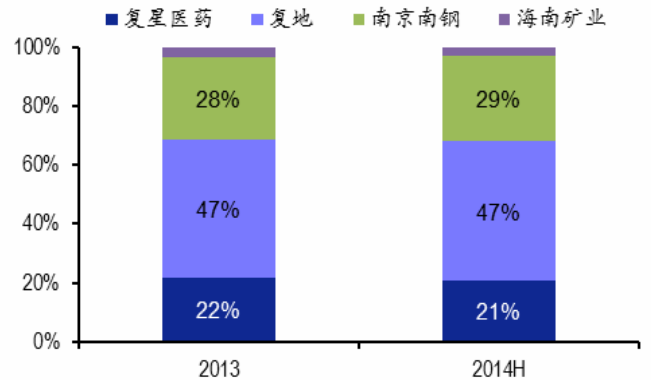
来源: 国金证券研究所

图表13: 复星集团的总资产分布图, 产业运营占主体



来源: 国金证券研究所

图表14: 复星产业资产过于集中在地产钢铁等传统行业



## 中山公用或成复星第一个上市环保平台

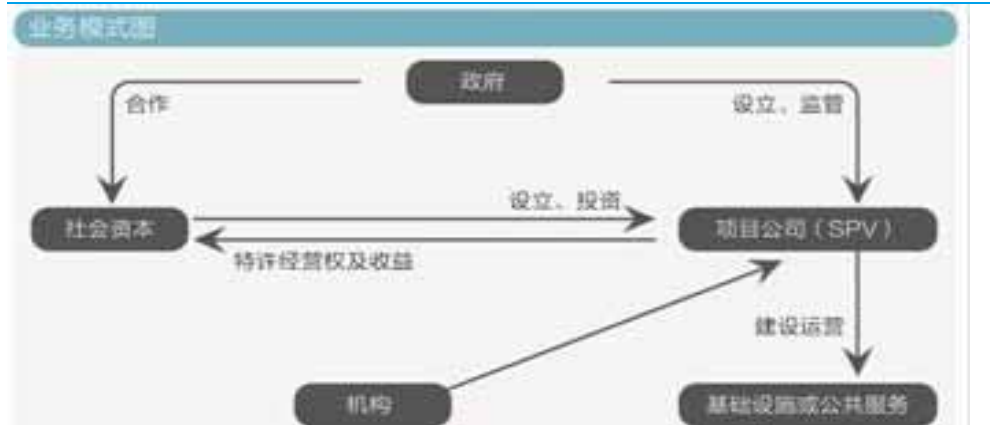
### 并购是中山公用做大做强之必由之路

- 我们上文提到, 环保是复星未来大发展的板块, 而中山公用是复星拿到的第一个上市环保公司, 复星 CEO 梁信军明确表示希望与中山市政府一起将中山公用“共同打造全国公用领域产业龙头”, 我们预计中山公用未来是复星重要的、也是首个上市环保平台。
- 复星集团也意在广东国企改革蛋糕, 目前中山公用已经获得了中山市约 80% 的供水份额及 30% 的污水处理份额, 在本市的扩张空间相对有限。若要扩张中山公用的环保业务, 我们预计并购是其未来的必由选择, 且业务领域或不局限于水处理业务, 而是可能与复星集团的多方面环保资源对接。
- 复星目前持有的环保企业并不多, 但其通过各类基金在环保领域有深入布局, 在能源电力(煤机能源、水电、风力发电、光伏发电等), 清洁能源环境(垃圾处理、资源回收处理和再利用等), 节能、绿色农业、化工和新材料等相关环保领域都有深厚积累。以复星的资源禀赋, 在“大环保”的战略下, 环保领域的资源对接应该不存问题。

### PPP 模式或是未来中山公用可重点借鉴的模式

- 十八届三中全会提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”（PPP, Public-Private Partnership）；10月2日国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》明确要规范地方政府举债融资机制，推广使用政府与社会资本合作模式，鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。我们认为，在目前降低地方政府资产负债率、控制地方融资平台发展的背景下，PPP 模式有望迎来大的发展。这种模式在中山公用未来的发展过程中或是重要助力，因为公用事业、环保类是业务非常适合用 PPP 模式运作。
- PPP 模式的典型做法是政府与私人部门共同成立 SPV（特殊目的机构），针对特定项目或资产与政府签订特许经营合同，由 SPV 负责项目设计、融资、建设、运营，待特许经营期满后，SPV 终结并将项目交给政府。
- 复星集团在中山市及整个广东省采用 PPP 模式参与公用事业等领域的投资，我们认为有两个核心优势：1）复星集团是以保险资金为核心而非以银行资金为核心，资金来源具有成本相对较低、持续性较好的特征；2）复星集团本身在产业运营方面的资源和经验非常丰富，更有利于其项目对接。

图表15: PPP (Public-Private Partnership) 的业务模式图



来源：国金证券研究所

图表16: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比

属性	传统投资模式	PPP 模式
负债程度及成本	项目开始后政府需投入大量资金，项目结束提供服务后才有现金流，因此从项目开始至结束，政府需支付巨额融资利息	如果是政府付费模式，需等项目结束才付费，几乎不需要筹资，利息成本基本节约；如果是用户付费，在用户付费不足的情况下政府才付费，而且一般是分期支付
项目运营成功率	BOT 的传统模式下，政府负责规划、设计等前期工作，私营部门没有参与但负责后期执行，影响项目的效率	私人部门更早介入前期论证、政府更多参与中后期工作，运营效率高
回报周期		前期投资大，回报周期长
公共产品的收费		水电等公共设施的收费能否市场化影响到私营部门的回报

来源：国金证券研究所

### 广发证券的股权价值可激活

- 我们认为广发的股权未来存在处置的可能性。对于中山公用而已，广发股权本身是很好的现金流，但同时也使得其主业不够清晰，如果能够有很好的现金流项目对接，我们认为不排除中山公用会处置这部分股份。对于复星而言，复星本身已经是全牌照，旗下也有德邦证券，参股中上公用肯定不是为了广发的股权。
- 未来如果处置掉广发的股权或者以某种形式将股权价值置换出来（比如股权质押贷款，或发行可交换公司债等），中山公用将增加大几十亿的现金。若在未来对接全面对接复星资源、打造全国公用事业龙头的背景下，这部分现金未来的使用价值将为中山公用打开全新的显著空间。

### 估值

#### 目前价格具有安全边际

- 公司目前持有广发证券 11.6% 的股权，以 11 月 14 日收盘价 13.47 元计算，这部分股权价值 92.5 亿元。考虑到这部分股权价值体现在中山公用市值上需给予折扣，假设给予 0.85 折，则这部分股权价值为 83.2 亿元。
- 2014 年上半年公司的供水业务贡献归属于母公司的净利润 0.47 亿元，污水业务上半年贡献净利润 0.05 亿元，假设给予 20 倍 PE，则年化后合计对应的市值为 20.7 亿元。
- 公司持有广州农商行、中山银达担保、中海广东天然气、中港客运联营有限公司等股权，根据权益比例给予 15 倍 PE，则对应 6.4 亿元市值。
- 公司在中山市用于 33 个市场，经营面积约 24 万平方米，这块业务每年大概能够贡献 0.8 亿元的营业利润，同时由于这些土地都处于市中心，未来存在价值重估的可能。我们保守给予单价 5000 元/平米估值，则这些土地价值 12 亿元。
- 综合上述各项业务估值，中山公用最保守的价值应为 110 亿元。从另外一个角度看，同样认为广发在中山公用中的市值为 83.2 亿元，同时中山公用的净资产扣除广发证券长期股权投资期末余额（41 亿元，

2014H) 后为 26 亿元，两者合计价值同样约为 110 亿元。目前中山公用市值为 124 亿元，具有安全边际。

图表17: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比

供水	2010A	2011A	2012A	2013A	2014H1
供水能力(万吨/日)		184	203.5	205	205
生产量(万吨)	42,486	43,670	42,804	42,248	
管网漏损率(%)	15.7%	16.0%	15.20%	14.00%	
销售量(万吨)	35,806	36,686	36,281	36,344	
公司综合销售水价(元/吨)	1.39	1.44	1.52	1.57	
营业收入(万元)	49,706	52,868	55,124	57,015	27,795
营收增速(%)		6.40%	4.30%	3.40%	4.80%
供水业务毛利率(%)	20.90%	21.90%	25.20%	26.60%	23.70%
主要子公司归属母公司净利润(万元)			<b>4,503</b>	<b>7,161</b>	<b>4,663</b>
PE		<b>20</b>			
估值		<b>1,865</b>			

来源: 国金证券研究所

图表18: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比

污水处理	2011A	2012A	2013A	2014H1
处理能力(万吨/日)	30	30	50	
销售量(万吨)	8,887	9,303	9,865	
污水处理费单价(万元/吨)	1.13	1.1	1.09	
营业收入(万元)	10,010	10,219	10,706	
毛利率(%)	41.30%	40.50%	40.90%	
归属母公司净利润(万元)	<b>795</b>	<b>985</b>	<b>1,069</b>	<b>513</b>
净利率(%)	7.90%	9.60%	9.90%	
PE	<b>20</b>			
估值	<b>205</b>			

来源: 国金证券研究所

图表19: 地方政府融资的传统模式与 PPP 模式对比

	权益比例	2011A	2012A	2013H1	2013A	2014H1	估值 倍数	权益市值 (百万元)
<b>金融类资产</b>								
广州农村商业银行	0.1%	0.60	1.00	1.10	11.00	1.30	15	<b>39</b>
中山银达担保	43.8%	11.00	12.80		11.00	0.30	15	<b>9</b>
<b>能源类资产</b>								
中海广东天然气	25.0%	42.00	32.60	18.60	35.10	8.40	15	<b>252</b>
<b>港口客运类资产</b>								
中港客运联营有限公司	60.0%	0.00	0.00		-3.10	11.40	15	<b>342</b>
<b>合计</b>								<b>642</b>

来源: 国金证券研究所

### 广发证券股权具有上涨空间

- 我们看好券商板块未来的成长空间, 广发证券具有如下特征使得其未来的股价大概率具有较好表现: 1) 若监管层放开券商股权激励, 广发准备最充分、速度最快; 2) 因员工股权激励计划带来的减持压力在上半年已经释放; 3) 或是接下来最早进行 H 股融资的券商; 4) 各项业务能力突出, 资质优异; 5) 在券商中的估值水平处于偏低水平。我们预计保守估计广发证券市值有望在目前的基础上再涨 20-30%。

图表20: 广发证券估值表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,971	8,208	10,992	11,897	13,072
<b>Growth(%)</b>	17.25%	17.74%	33.92%	8.23%	9.88%
净利润	2,191	2,813	3,957	4,854	5,752
<b>Growth(%)</b>	6.19%	28.36%	40.67%	22.66%	18.50%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.67	0.82	0.97
每股净资产(元)	5.6	5.9	6.4	7.0	7.8
市盈率	27.7	28.3	20.1	16.4	13.9
市净率	1.8	2.3	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	6.78%	8.31%	10.92%	12.22%	13.08%

来源: 国金证券研究所

### 预计 6-12 月目标价为 24 元

- 我们认为, 中山公用未来大概率将成为复星集团的重要环保平台。公司估值有望从目前主业不清晰、业务成长性弱的局面中走出来, 向纯环保公司的估值看齐。
- 参考目前江南水务、兴蓉投资等水务公司的估值平均 23 倍 PE, 而中山公用目前仅 18 倍 PE, 具有 30% 的股权切换空间; 若进一步在环保业务上转型拓展至其他业务类别 (我们认为是大概率事件), 可进一步提升估值, 如瀚蓝环境等环保转型公司的估值在 30 倍以上, 估值切换空间显著。

- 结合公司国企改革改善治理、未来或转型复星的环保平台带来估值切换、广发证券未来的股权价值提升空间等因素，我们给予公司 24 元的目标价，对应 27 倍 PE（2014）、24 倍 PE（2015）。

### 后续可能的催化剂

- 国企改革获得进一步超预期进展；
- 复星集团的优质环保资源对接进入中山公用；
- 广发证券持续上涨，股权价值进一步提升。

附录：三张报表预测摘要

利润表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>817.7</b>	<b>867.5</b>	<b>1,093.5</b>	<b>1,164.3</b>	<b>1,241.9</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	558.1	575.9	712.2	751.1	801.1	营业收入增长率	2.9%	6.1%	26.1%	6.5%	6.7%
营业税金	22.3	16.9	25.6	24.9	27.8	营业利润增长率	-72.3%	80.5%	11.7%	13.5%	17.0%
销售费用	25.9	29.1	35.7	38.5	40.8	净利润增长率	-66.5%	65.9%	13.5%	12.0%	17.8%
管理费用	122.9	137.0	109.3	150.1	142.2	EBITDA增长率	-62.1%	50.6%	11.9%	11.9%	14.5%
财务费用	70.1	58.9	64.8	71.3	78.4	EBII增长率	-68.5%	64.8%	11.6%	13.2%	16.4%
资产减值损失	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	NOPLAT增长率	-62.2%	52.1%	15.7%	11.2%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.3%	5.2%	5.0%	0.3%	1.3%
投资和汇兑收益	343.4	603.4	583.5	699.3	816.5	净资产增长率	6.5%	8.2%	7.4%	7.7%	8.4%
<b>营业利润</b>	<b>361.8</b>	<b>652.9</b>	<b>729.4</b>	<b>827.5</b>	<b>968.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	14.8	23.4	11.0	16.3	17.0	毛利率	31.7%	33.6%	34.9%	35.5%	35.5%
<b>利润总额</b>	<b>376.6</b>	<b>676.4</b>	<b>740.4</b>	<b>843.8</b>	<b>985.0</b>	营业利润率	44.2%	75.3%	66.7%	71.1%	77.9%
减:所得税	8.6	66.5	48.1	68.9	72.2	净利润率	44.9%	70.1%	63.1%	66.4%	73.3%
<b>净利润</b>	<b>366.8</b>	<b>608.4</b>	<b>690.3</b>	<b>772.9</b>	<b>910.4</b>	EBITDA/营业收入	70.0%	99.4%	88.3%	92.8%	99.6%
减:少数股东损益	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EBII/营业收入	52.8%	82.1%	72.6%	77.2%	84.3%
归属于母公司净利润	407.9	431.8	544.3	1,008.8	1,518.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	702	686	549	514	462
应收账款	57.0	195.4	229.8	222.9	260.0	流动营业资本周转天数	-358	-36	50	107	140
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	336	265	330	463	620
预付账款	0.5	0.6	1.4	0.5	1.6	应收账款周转天数	31	52	70	70	70
存货	18.2	26.2	52.9	30.5	58.5	存货周转天数	9	9	13	13	13
其他流动资产	9.8	131.0	392.9	510.8	664.0	总资产周转天数	3,441	3,288	2,788	2,782	2,786
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	2,425	2,654	2,213	2,132	2,014
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	4,645.9	4,865.3	4,865.3	4,865.3	4,865.3	ROE	6.1%	9.3%	9.8%	10.2%	11.1%
投资性房地产	424.2	546.0	606.9	667.7	728.6	ROA	4.8%	7.4%	7.9%	8.4%	9.2%
固定资产	1,662.9	1,640.9	1,693.2	1,633.8	1,553.4	ROU	8.8%	10.3%	11.3%	12.0%	14.0%
在建工程	161.9	65.3	52.2	41.8	33.4	<b>费用率</b>					
无形资产	185.8	234.8	228.9	223.1	217.2	销售费用率	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	管理费用率	15.0%	15.8%	10.0%	12.9%	11.4%
<b>资产总额</b>	<b>7,642.5</b>	<b>8,205.2</b>	<b>8,731.1</b>	<b>9,263.4</b>	<b>9,958.6</b>	财务费用率	8.6%	6.8%	5.9%	6.1%	6.3%
短期债务	-	25.0	-	-	-	二费/营业收入	26.8%	25.9%	19.2%	22.3%	21.0%
应付账款	180.5	201.6	266.0	229.7	297.6	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	20.3%	19.7%	18.9%	17.8%	17.1%
其他流动负债	-	-	-	-	-	负债权益比	25.5%	24.6%	23.4%	21.7%	20.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.56	2.08	3.04	4.57	5.77
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.50	2.01	2.91	4.49	5.64
<b>负债总额</b>	<b>1,554.7</b>	<b>1,619.0</b>	<b>1,652.6</b>	<b>1,649.1</b>	<b>1,704.6</b>	利息保障倍数	6.16	12.08	12.25	12.60	13.34
少数股东权益	40.5	45.2	47.1	49.1	51.5	<b>分红指标</b>					
股本	778.7	778.7	778.7	778.7	778.7	DPS (元)	0.10	0.15	0.27	0.30	0.35
留存收益	5,268.6	5,762.3	6,245.5	6,786.5	7,423.8	分红比率	21.2%	19.2%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>6,087.7</b>	<b>6,586.2</b>	<b>7,071.3</b>	<b>7,614.3</b>	<b>8,254.0</b>	股息收益率	0.6%	0.9%	1.7%	1.9%	2.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
净利润	368.0	609.9	690.3	772.9	910.4	EPS (元)	0.47	0.78	0.89	0.99	1.17
加:折旧和摊销	145.2	155.5	171.4	181.6	190.8	BVPS (元)	7.77	8.40	9.02	9.72	10.53
资产减值准备	-0.1	0.1	-	-	-	PE (x)	33.8	20.4	18.0	16.1	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (x)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
财务费用	71.9	61.2	64.8	71.3	78.4	P/FCF	-25.2	48.6	33.8	16.4	14.8
投资收益	-343.4	-603.4	-583.5	-699.3	-816.5	PS	15.2	14.3	11.4	10.7	10.0
少数股东损益	1.2	1.4	1.9	2.0	2.4	EV/EBITDA	15.3	10.3	12.7	10.9	9.1
营运资金的变动	-1,317.4	29.1	-299.2	-81.7	-181.0	CAGR (%)	28.2%	14.4%	-14.1%	28.2%	14.4%

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	2	3	3
增持	0	1	1	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.29	1.33	1.35

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD