

业绩同比下降 静待加速成长

——中山公用（000685）三季度财报点评

2016 年 10 月 24 日

推荐/维持

中山公用

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
于洋	联系人		
	yuyang_yjs@dxzq.net.cn	010-66555445	
刘博	联系人		
	liubo_yjs@dxzq.net.cn	010-66555481	
庞天一	联系人		
	pangty@dxzq.net.cn	010-66554128	

事件：

2016 年 10 月 24 日公司发布 16 年三季度财报。前三季度公司实现营业收入 10.04 亿元，同比下降 14.25%；归属上市公司股东净利润 7.29 亿元，同比下降 39.77%；扣非后净利润 7.07 亿元，同比下降-37.74%；每股收益 0.49 元。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	309.23	315.77	545.92	59.35	315.18	349.61	339.32
增长率（%）	15.78%	13.83%	73.86%	-79.98%	1.92%	10.72%	-37.84%
毛利率（%）	36.19%	37.48%	33.47%	133.97%	31.34%	37.01%	38.19%
期间费用率（%）	23.51%	23.36%	14.51%	163.21%	28.52%	24.42%	26.17%
营业利润率（%）	117.01%	194.84%	55.55%	475.08%	67.13%	81.28%	83.33%
净利润（百万元）	348.35	603.88	283.28	284.55	211.01	271.92	270.43
增长率（%）	148.36%	293.29%	24.67%	11.49%	-39.43%	-54.97%	-39.77%
每股盈利（季度，元）	0.44	0.77	0.19	0.19	0.14	0.18	0.18
资产负债率（%）	22.44%	20.84%	21.34%	21.44%	24.40%	26.33%	24.52%
净资产收益率（%）	4.30%	6.28%	2.90%	2.57%	1.92%	2.51%	2.42%
总资产收益率（%）	3.34%	4.97%	2.28%	2.02%	1.45%	1.85%	1.83%

观点：

- 受广发证券影响，公司业绩同比下降39.77%。公司持有广发证券9.01%股权，是其第四大股东，一直以来对广发的长期股权投资投资收益在营业利润中占有较高比例。本次前三季度归属净利润同比大幅下降，主要是受16年广发证券业绩下降所影响，符合预期。报告期内，实现经营活动现金流量净额2.86亿元，比上年同期增长33.99%，说明了公司水务运营，客运服务和市场管理等主营业务具有较好的盈利能力，

同时可以带来稳定的现金流。

- **“水务+固废+工程”综合性平台初步显现。**公司是珠三角地区的区域性水务龙头，拥有235万m³/天供水能力，61万m³/天污水处理能力。15年7月通过收购天乙能源进军垃圾焚烧发电领域，16年1月收购中山公用工程，补齐多项施工资质，为未来PPP和跨区域项目做好准备，打造“水务+固废+工程”的综合性环保平台的意图已经显现。
- **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；公司还是中山当地最大的农产品流通企业，拥有30余家农贸市场的经营权，相关业务毛利率一直维持在60%以上。我们认为未来两项业务仍将为公司贡献优质利润。
- **秉承两轮战略，资本运营与主业形成良好协同。**一直以来公司秉承“产业+资本”的两轮发展战略，股权投资、并购基金和金融服务等资本运营业务为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；另外，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。
- **未来发展存多项看点，静待公司加速成长。**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；2) 国有资产注入存想象空间，作为中山国资委旗下唯一控股上市平台，公司是其资产证券化重要通道，控股股东中汇集团旗下多项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；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；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。

结论：

我们认为受广发证券投资收益影响所带来的业绩下降属于预期内事件，不会影响主营业务发展，公司仍然具备快速成长的潜力。预计 16-18 年营业收入分别为 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 17.87 倍、15.79 倍、15.55 倍。维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	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	11.73	10.72	17.87	15.79	15.55
资本公积增加	221	1309	0	0	0	P/B	1.17	1.53	1.56	1.45	1.36
现金净增加额	172	905	6480	5768	5777	EV/EBITDA	7.33	6.63	13.10	10.66	9.48

资料来源：公司财报、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

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。

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。

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：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。