

中山公用 (000685)

广发驱动，水务和商业地产齐飞

梁静 董乐
021-38676850 021-38676650
liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 水价上调预期、供水业务并购加速产能扩张以及商业地产结算利润，推动2010年主营业绩提升约40%；
- 广发业绩和上市预期逐步明朗。

投资要点：

- 公司已形成以环保水务为龙头、商业地产和股权投资为两翼的多元业务格局。
- 水价上调预期明朗。公司已成为供水行业的区域龙头企业，在中山市处于绝对垄断地位，漏损率和供水业务毛利率均处于行业较好水平。水价上调预期明朗、区域内产能扩张和利用率提升、区域外并购扩张都将推动供水业务快速增长。我们预期，2010年，水价上调将使得供水业务的净利润较目前提升25%；而济宁项目未来也将给供水业务带来20%-30%的业绩提升。
- 租赁业务产业升级、商业地产开始起步。公司拟通过品牌化、连锁化等方式对传统的农贸市场业态进行改造，推动租赁业务的产业升级，租金也可望持续提升；同时公司利用农贸市场土地储备丰富、地理位置优越的优势，开始尝试进行商业地产开发，预期首个商业地产项目将在2010年上半年结算，将增厚公司业绩1500万元。公司可能将继续利用这一成功经验，积极扩大开发面积，最终实现市场租赁向商业地产的转型。
- 交易额持续突破、广发借壳上市时机逐步成熟，中山公用仍将面临着广发业绩增长和估值提升的双重驱动。在(2000/3000)的假设下，预期广发2009-2011年净利润为53亿元、56亿元和65亿元；对应于中山公用EPS分别为1.43元、1.59元和1.83元。2010年以后，水价提升、济宁项目开始逐步贡献利润、商业地产开始结算利润都将成为业绩增长的重要催化剂。
- 在(2000/3000)预期下，中山公用2009年动态PE为21.6倍，就相对市值发来看，较海通有25%左右的折价，在广发三宝中估值也最低。
- 继续维持对中山公用的增持评级，基于主业超出预期，我们将对公司的目标价由38元提升到43元，对应2009年动态PE 30倍。证券市场的变化超出预期、ST梅雁的股权诉讼案了解以及广发借壳上市预期的明朗、中山公用自身主业的水价提价预期明朗以及商业地产开始结算收益，都将是公司的催化剂。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	79	642	771	925	1,110
(+/-)%	41%	712%	10%	30%	20%
经营利润 (EBIT)	45	560	655	786	943
(+/-)%	50%	1146%	17%	20%	20%
净利润	30	547	874	950	1,097
(+/-)%	38%	1716%	57%	11%	16%
每股净收益 (元)	0.13	0.91	1.43	1.59	1.83
每股股利 (元)	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	56.8%	87.1%	85.0%	85.0%	85.0%
净资产收益率 (%)	8.0%	16.2%	20.6%	18.3%	17.4%
投入资本回报率 (%)	14.1%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
EV/EBITDA	118	11	21	20	17
市盈率	216	32	20	18	16
股息率 (%)	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：¥43.00
上次预测：¥38.00
当前价格：¥31.85
2009.08.03

交易数据

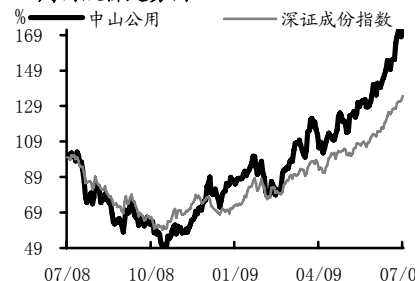
52周内股价区间 (元)	8.30 ~ 31.27
总市值 (百万元)	17,311
总股本/流通A股 (百万股)	599/153
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.26
日均成交量 (百万股)	6.5
日均成交值 (百万元)	114.6

资产负债表摘要 (03/09)

股东权益 (百万元)	3,560
每股净资产	5.94
市净率	4.87
净现金 (百万元)	1

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.01	0.30
Q2	0.48	0.35
Q3	0.19	0.42
Q4	0.24	0.36
全年	0.91	1.43

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14.7	49.3	69.2
相对指数	-0.1	9.6	33.6

相关报告

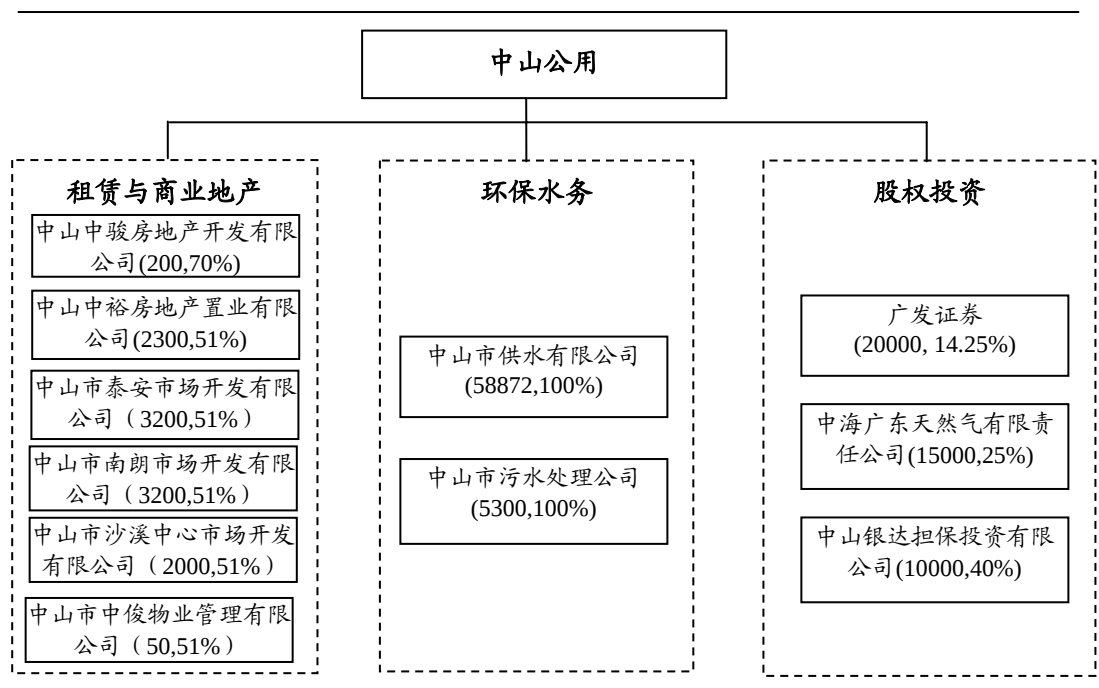
- 成大调研报告：多元驱动，攻守兼备 (09.06.05)
- 教东深度报告：主业稳健，广发驱动价值重估 (09.07.05)
- 行业更新报告：券商IPO+交易额突破，催化剂如约而至 (09.07.26)

1. 业务多元化，各业务均具催化剂

1.1. 已形成水务为龙头，地产和股权投资为两翼的业务模式

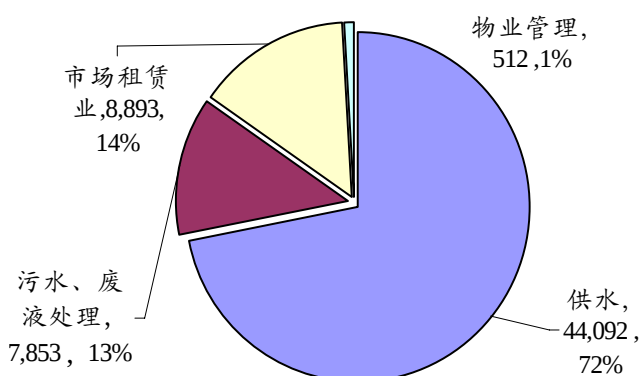
中山公用原主营租赁业和制造业，在 2008 年换股吸收合并公用集团及新增股份收购供水资产完成后，公司主业由以市场租赁为主转变为以**环保水务为龙头、商业地产和股权投资为两翼**的多元化业务构架（图 1）。目前，来自广发证券的投资仍是主要的利润来源、2008 年占比超过 80%，但主营的供水和污水处理业务、市场租赁和商业地产业务在区域内也都具备了强大的竞争力，并成为持续稳定的利润来源。

图 1 中山公用已形成环保水务+商业地产+股权投资的多元化业务模式



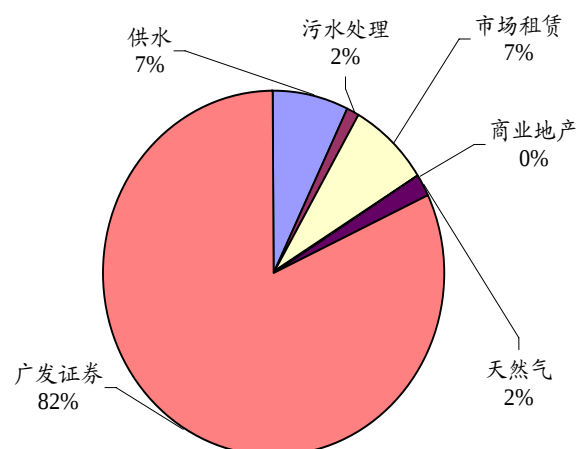
数据来源：公司公告。注：括号中为各公司的注册资本(单位万元)及中山公用对其持股比例。

图 2 2008 年中山公用的收入来源结构



数据来源：公司 2008 年年报

图 3 2008 年中山公用的利润来源结构



数据来源：公司 2008 年年报

1.2. 广发及主业具多重催化剂

相对于成大和教东，公用的主业可谓“养在深闺人未知”。由于对主营的水务和商业地产业务知之甚少，此次调研我们也重点考察了这两项业务的发展情况；从调研的结果来看，这两块主营业务确实也给了我们不小的惊喜。除广发证券外，主业增长的超预期也将成为公司价值提升的重要催化剂。概括下来，催化剂为：

- **证券市场：交易额持续突破+券商 IPO，从业绩和估值上双重推动券商股特别是大券商价值重估。**从交易额来看，若下半年维持在 3000 亿元的水平，则全年将达到 2500 亿元，较市场普遍预期高 20%-30%，将推动券商业绩超预期；从券商 IPO 来看，光大和招商获得较高定位的可能性较大，这将推动大券商估值的提升。
- **广发证券：借壳预期渐趋明朗，公用价值相对低估。**梅雁诉讼广发股权案等技术障碍即将解决，这也意味着广发上市将没有实质性障碍，广发借壳将重新提上日程、随时都可能重新启动。一旦借壳成功，广发三三的估值将在目前的基础上提升 20% 以上。而在三三中，公用相对低估 15%，投资机会将更为明显。
- **主营业务：水务和商业地产增速超预期，增厚业绩明显；天然气业务正在培育之中。**水价上提、产能的外延式扩张以及商业地产对业绩提升的效应将在明年上半年完全显现出来，从而推动主营业务的快速增长和超越预期。我们预期，这几块业务对主营业务的推动作用将超过 40%。公司已明确将环保和能源作为发展方向，大股东正在培育之中的天然气业务将有望通过资产注入方式成为公司的核心业务之一。

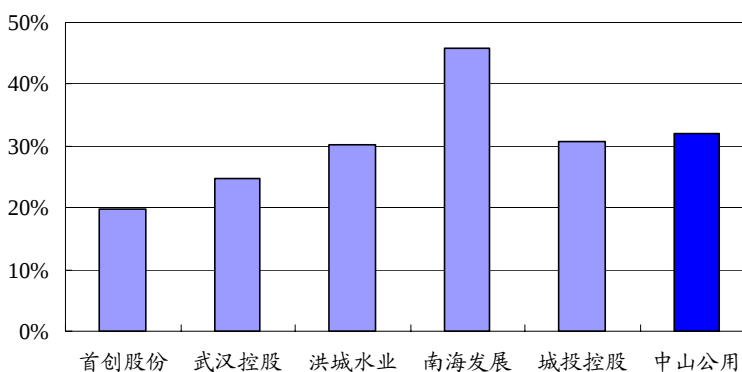
2. 环保水务：水价上提预期明朗，并购扩张推动产能提升

在环保水务领域，公司主要从事供水和污水处理两项业务，目前已初步形成了以中山市为核心的完整的城市水务产业链。

2.1. 供水业务：区域龙头，快速增长可期

公司已成为供水行业的区域龙头企业。公司的供水业务共拥有 16 家参控股子公司和分公司，已获得在中山市范围内（除小榄镇、黄圃镇和坦洲镇外）的供水特许经营权，公司供水总资产占中山市的 66%、供水总量占 83%，区域内垄断优势明显；供水覆盖面积约 1500 平方公里，管网长度 3800 公里，日供水能力达 175 万吨。目前公司的日供水量为 60 万吨、平均水价为 1.4 元/吨，漏损率在 18% 左右，供水业务毛利率 32%。漏损率和供水业务毛利率均处于行业较好水平。

图 4 公司的供水业务毛利率在上市公司中处于较高水平

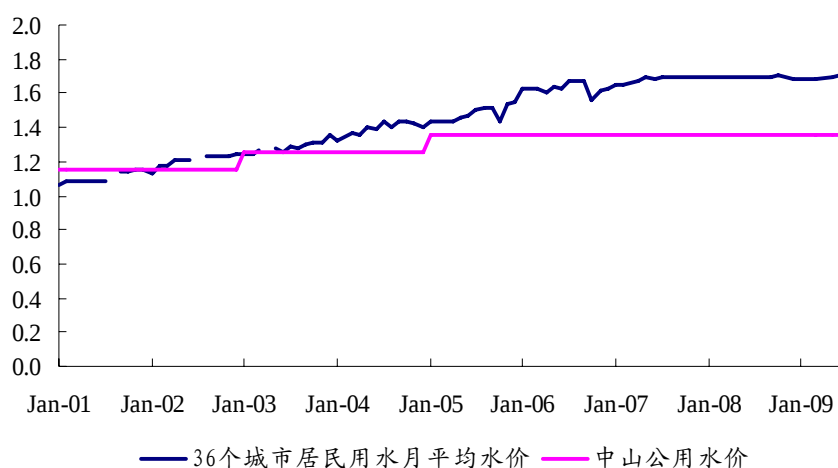


数据来源：国泰君安证券

2008 年公司供水业务实现营业收入 4.41 亿元、同比增长 27%，但成本有所上升，使得毛利率维持在 32%左右；全年供水业务实现净利润约 4000 万元。我们认为，得益于**水价上调、产能利用率提升和并购扩张**，未来供水业务将保持快速增长：

水价上调预期渐趋明朗。政府规定的供水企业合理 ROE 水平为 8%-12%，由中山市价格主管部门每年对供水企业进行一次审价，当 ROE 因合理原因变动而不在这一范围内时，中山市物价局将启动水价调整程序进行水价调整，这一水价调整机制已平稳运作多年。目前公司供水业务的 ROE 水平已接近 8%的下限，而管网投资增加、水资源费的上调也增大了水价上调的可能性，上海等地纷纷上调或酝酿上调水价；另一方面，中山市地区经济及本地企业受到金融危机的负面影响较小，水价上提的压力不大。公司目前已拟定水价上调方案、并拟向主管部门提出申请。但需要指出的是，水价的上调要经过人大听证等程序、从酝酿提价到最终完成提价，要有一定的时间周期。我们预期，水价上调的时间窗口为 2010 年第 1-2 季度；水价上调后，供水业务的 ROE 可达到 10%以上的水平，也即在不考虑其他因素的前提下，供水业务的净利润较目前提升 25%、由此给公司带来的 EPS 增量为 0.02 元。

图 5 中山公用水价上调预期明确（单位：元）



数据来源：国泰君安证券

区内产能利用率稳步提升。中山市域水资源十分丰富，人均水资源拥有量为 11.2 万吨，但水资源利用率仅为 3.7%。目前公司供水业务的产能利用率也仅在 70%左右，随着中山市经济发展和人口增长，供水需求也将稳步扩增，这也将推动市供水公司生产规模及供水规模的不断扩大。按照目前中山市经济和人口增长的态势来测算，区域内供水量将保持 10%-20%左右的增长。此外，按照全市供水一盘棋的战略部署，公司将继续将特许经营权涵盖范围内的 7 家公司纳入进来，这样也有利于区内供水业务产能的提升。

区域外扩张成功迈出第一步，并购推动产能快速扩张。作为区域供水龙头，公司并没有将眼光局限于中山市内。在整体上市完成后，公司确立了做“全国行业领先的公共产品服务商”的战略目标，力图及时抓住行业市场化、规模化和一体化整合的机遇，通过跨区域的并购扩张，迅速实现规模化。2009 年 6 月 1 日，公司以 3.179 亿元中标济宁市供水集团总公司水务招商项目，获得项目公司 49%的股权，正式迈出了跨区扩张的第一步。该项目公司负责济宁市城区的城市供水和污水处理业务，拥有 30 年的水务特许经营权。其中，供水能力 30 万吨/日、污水处理能力 20 万吨/日（见表 1），分别相当于目前公司供水供应量和污水处理量的 50%和 100%，由此带来产能的迅速扩张。

我们预期，若该项目公司完全复制公司现有环保水务业务的盈利水平，则该项目公司将至少为公司带来 1000-1500 万元增量收入。

表 1 济宁项目给公司带来的增量收益测算

业务	业务范围	供水或处理能力	服务面积	服务人口	净利润(万元)	EPS(元)
供水	涵盖市中区、任城区、高新区和北湖度假区及其自然拓展区	30 万吨/日	75km ²	50 万	1,300-2,000	0.01-0.015
污水处理	济宁污水处理厂其汇水区域	20 万吨/日	47km ²	50 万	600-1,000	0.005-0.006
合计					2,000-3,000	0.015-0.02

数据来源：国泰君安证券

2.2. 污水和废液处理

污水处理业务由公司全资控股的中山市污水处理公司承担，其下辖的净水一厂是中山市城区的行政管辖区域内唯一提供污水处理服务的服务商，也是中山市最大也是实力最强的污水处理企业，计划分三期建成，一、二期工程已分别于 1998 年 6 月和 2006 年 12 月建成投产、投资规模 4.64 亿元，规划日处理能力 30 万吨；远期规划 60 万吨。目前实际污水日处理能力为 20 万吨，服务总面积近 50 平方公里。

由于污水处理成本较高，政府准许污水处理按照产能定价，目前基本在 0.9 元/吨。2008 年，污水处理业务实现营业收入 7853 万元，毛利率为 45.8%，但由于前期投入比较高，净利润在 1000 万元左右。由于按照产能定价，产能扩张将成为污水处理业务发展的重点。同供水类似，中山市明确了“供排水一体化”的战略部署，但污水处理市场要比供水市场分散的多。对此，公司将采取稳健并购的策略，逐步扩张乡镇污水处理市场，统一中山市的绝大部分污水处理市场，对污水处理资产的整合，提升污水处理规模；同时，随着规模效应的显现，污水处理业务的利润率也将快速提升。

3. 商业地产和市场租赁：改造升级带来巨大想象空间

公司已构建起以农贸市场经营为基础、以市场升级改造为手段、以大型专业批发市场为方向、以房地产开发为补充的成熟的商业地产经营模式。这块既是传统的业务领域，又将为公司带来新的利润来源。

3.1. 市场租赁：“四化”打造全新业态

市场租赁业将保持稳定增长。农贸市场租赁是公司的传统业务，目前公司拥有 40 家综合市场，2 家大型专业批发市场，总经营面积 50 万平方米，规划经营面积 110 万平方米。市场遍布中山市城区、村镇，地理位置优越，在中山市综合市场中占有十分重要的地位，其中，鲜活产品批发业务已占中山市场份额的 80%、果菜批发占 60%、农产品零售占 18%以上。对农贸市场，公司主要通过收取租金的方式获得收入，利润率水平较高。2008 年租金收入为 8800 万元、净利润达到 4400 万元，毛利率和净利率分别达到 59%和 50%。对于租金的确定，公司会每两年进行一次竞标，最近的一次在 2008 年，租金水平提升幅度为 5%-10%。租约 1 年一签，而业主会通过采取联合竞标的方式来应对变相提价，我们预期，依托于业态的优化、以及消费环境的变化，未来租金水平将保持平稳上升趋势。

产业升级、实现“四化”（品牌化和超市化、产业一体化、商业地产化），打造全新的市场租赁业态，租金水平可望随之稳步攀升。目前，在市场租赁业务领域，公司已经明确了“成为区域内农贸市场业务经营的领先者”的远期战略目标，在拓展经营区域的同时，通过打造“新鲜 100”品牌、拓展产业链向上下游延伸、将市场租赁与商业地产相结合等多种途径，力图改变传统农贸市场的业态，提升市场租赁业务的盈利能力和发展空间（表 2）。

表 2 中山公用通过多种途径打造全新的市场租赁业态

模式	近期目标	远期目标
超市化和连锁化	对传统零售为主的农贸市场，采用“农改超”、“农加超”、“精品农贸市场”等模式进行升级改造	升级为连锁性农贸中心：引入连锁化经营模式，将市场改造为城市居民社区内的农贸中心，改善和优化消费环境
产业一体化	对光明市场、沙朗市场等业批发市场，积极推动加工、储藏、配送等物流配套改造，走出摊位制的手交易模式，引入连锁、代理、配送、拍卖等现代商业营销方式，打造 2 家专业批发市场龙头	积极拓展商贸物流，力争将这部分有发展潜力的综合市场改造成具有较强辐射力的珠三角新型商贸物流中心
品牌化	继续深入推广、打造“新鲜 100”的市场品牌，并充分利用现有设施，对现有布局合理、已形成交易规模的市场进行改扩建，完善市场功能，提高市场的辐射能力，同时在个别市场发育滞后地区适当新建一批市场	利用市场的规模优势，做好网络化经营，整合市场商户资源，打通商户流动渠道，吸引名牌产品经营者入市，进一步提升市场经营品种档次，提升市场形象，应对超市和同行的竞争
商业地产	选择 2-3 个位置较好的市场积极介入商业地产开发，完善市场功能，丰富市场经营业态，形成 2-3 个区镇的商业中心	对重点地区的市场以商业地产形式进行开发，提升市场的外延价值，逐步将综合市场过渡到商业地产模式。

数据来源：公司公告

3.2. 商业地产：带来新的利润增长点

由于公司的农贸市场数量众多、多分布于市中心，地理位置优越，土地储备丰富。其中，**整体上市前公司的自有土地储备（约有 10 余万平方米）存在较大的重估价值。**因此，公司开始尝试结合市场租赁业务的产业升级，将农贸市场经营与商业地产开发结合起来，把一些经营比较差、但地理位置不错的农贸市场用于商业地产开发。目前，公司已经发起设立中山中裕房地产置业有限公司（51%权益）和中山中骏房地产开发有限公司（70%）两家公司进行商业地产开发。其主要的商业模式是：中山公用先把原有的农贸市场改为商业用地，然后用土地入股，后续开发交给一些有开发经验的房地产公司，最后对盈利进行分成，开发期间的资金由合作方出。

首个商业地产项目将在 2010 年贡献业绩。作为第一次商业地产的尝试，中裕房地产将原来西角市场的用地（位于中山市汽车总站附近）改建成首个商业地产项目“龙瑞中央商务公馆”，项目已于 2008 年年底开工，计划 2009 年 6 月竣工。目前已预售 50%。该项目占地面积 9 亩，建筑面积 2 万多平方米，共 17 层。预期实现销售收入 1.5 亿元，按照 20%左右的净利润率来测算，预期项目结算利润约 3000 万元，2010 年将增厚公司业绩 1500 万元、即 EPS 0.03 元。

首个商业地产项目的成功运作将为公司的商业地产业务带来良好的开端，公司将继续利用这一成功经验，积极扩大开发面积，最终实现市场租赁向商业地产的转型。

表 3 龙瑞中央商务公馆项目情况

楼层	用途	平均售价(元/㎡)	可售面积(㎡)	销售收入(万元)	结算利润(万元)
1	服装商铺出售产权 2-3	20,000-30,000	2,200	4,400-6,600	1,100
2	超市出租	-	-		
3-17	住宅,全部为小户型(47 平方米)	4,680	19,000	9,000	1,800
总计			21,200		2,900

4. 股权投资：天然气业务有望成为未来的业务方向之一

公司持有中海广东天然气有限责任公司 25%的股权，该公司负责从珠海到中山高压天然气干线管道的建设运营，2008 年贡献的净利润在 1000 万元左右。公司有意向环保和能源方向拓展，天然气也是其中之一。目前，大股东仍持有中海中山天然气有限责任公司 45%的股权，后者负责中山市域天然气支线管网的建设运营。未来，公司有望通过大股东注入相关资产的方式将天然气产业链条由干线向终端延伸，使之成为公司的重要业务之一。

5. 广发证券：业绩超预期和上市突破是两大催化剂

公司持有广发证券 2.85 亿股、持股比例为 14.25%，为第 3 大股东，每股含量为 0.48 股。由于公司在广发董事会中派驻一名董事、对广发的决策有重大影响，因而公司对广发采用权益法核算，来自广发证券的投资收益也成为公司的主要利润来源。

我们预期，证券市场持续向好、交易额持续突破将推动广发业绩提升；而借壳上市时机逐步成熟、上市预期明朗，将推动广发估值提升，因此，广发证券仍将面临着业绩增长和估值提升的双重推动。对广发证券业绩和上市的详细讨论可参见我们 6 月 5 日辽宁成大的调研报告《多元驱动，攻守兼备》，以及 7 月 5 日的吉林敦东深度报告《主业稳健，广发推动价值重估》。

表 4 中山公用持有的广发证券股权情况及可能的变化

假设条件	广发股本(亿股)	持股数(亿股)	持股比例	每股含量
(1) 广发借壳成功,股权激励获批	25	3.43	13.70%	0.57
(2) 广发借壳成功,股权激励未批准	25	3.61	14.42%	0.60
(3) 广发借壳不成功,股权激励未批	20	3.00	15.00%	0.50
(4) 广发未借壳,但确认股权激励(*)	20	2.85	14.25%	0.48

数据来源：公司公告。第(4)种为目前确认的投资比例，但我们认为第(2)种假设的可能性最大

市场走牛将推动广发业绩不断超预期。广发是在市场竞争中成长起来的优质券商的典型代表，综合实力居于行业前五。尽管与中信存在较大差距，但除净资本外、较海通明显占据优势(表 5)。强劲的竞争力将公司将能够最大程度的受益于市场规模扩张和结构升级。2009 年中期，广发净利润为 20.4 亿元、同比增长 12%，业绩并未超出预期。自营相对谨慎、来自基金公司的投资收益低于预期、费用率较高，这些都是业绩未能超出预期的主要原因。进入 7 月份以来，市场走牛使得交易额和市场指数点位都不断超出我们的乐观预期，日均交易额已突破 3000 亿元。下半年，随着证券市场的持续活跃以及 IPO 重启，基金管理、利息、承销等都弹性都将充分显现出来，而自营也将因资金优势而获得规模化收益，因此，下半年公司综合实力优势将最终显现出来，这将

推动业绩不断超出预期。

表 5 广发在综合实力上要强于海通（2008）

	中信证券	广发证券	海通证券	光大证券
盈利能力				
营业收入(亿元)	177	72	70	34
净利润(亿元)	73	32	33	14
净利润率	41.2%	47.1%	44.4%	41.2%
ROE	12.8%	25.2%	8.5%	13.1%
资本实力				
净资本(亿元)	388	78	341	82
净资本比例	78.7%	68.4%	89.3%	79.6%
业务实力				
经纪份额	7.66%	4.46%	4.36%	3.08%
营业部数量	180	169	122	79
股票承销份额	25.3%	2.8%	1.9%	1.3%
企业债承销份额	19.2%	1.9%	0.2%	2.2%
集合理财份额	16.63%	4.61%	1.01%	9.50%
基金管理份额	10.21%	2.80%	1.59%	1.73%
商品期货份额	0.26%	0.94%	0.36%	0.24%

数据来源：中国证券业协会，国泰君安证券

在证券市场(日均交易额/市场点位)为(2000/3000)的基本假设下，我们预期广发证券2009-2011年净利润分别为53亿元、56亿元和65亿元，对应3年的复合增速为27%。而若考虑到目前的市场环境、即在2009年(2300/3100)和(2500/3200)的假设下，广发证券2009年的业绩预期将分别59亿元和65亿元，分别较我们目前的基准预期高11%和23%。

表 6 广发证券的业绩预期对交易额以及市场指数的弹性

日均交易额 上证指数	1500	1800	2000	2300	2500	2800
2600	40	45	48	53	56	61
2800	42	47	50	55	58	63
3000	45	50	53	58	61	66
3100	46	51	54	59	62	67
3300	49	54	57	62	65	70

广发上市的技术障碍即将扫除，上市进程重启时机已悄然成熟。我们一直认为，梅雁股份诉讼广发证券股权案以及吉富公司的未来定位是阻碍广发证券上市的两大技术障碍。目前，梅雁股份诉讼广发证券股权案已经进入最后的上诉阶段；吉富公司持有的辽宁成大股权也已全部解禁，随时可以出售；因此，这两大技术障碍的完全解决已指日可待。而这两大技术问题一旦解决，则意味着广发证券上市已经没有技术障碍，重启上市进程的时机也随之成熟。广发既具大券商的优秀素质，又具备中小券商的小盘溢价和未融资溢价，因而，广发上市将意味着广发三宝有着20%甚至更多的估值重估空间。

6. 业绩预测与估值情况

6.1. 广发持续增长，主业 2010 年爆发式增长

预期中期同比增长 25%。2009 年中期来自于广发证券的投资收益为 2.9 亿元,同比增长 12%,对应 EPS 为 0.49 元,主营业绩为 0.12 元,再考虑到广发证券股权激励部分所带来的分红,中山公用的中期业绩为 0.66 元,同比增长约 25%。

广发仍将是决定公司业绩的主要因素，但主业 2010 年将爆发式增长。按照我们对广发证券的业绩预期,2009-2011 年,公司来自广发的投资收益将分别为 7.5 亿元、8.0 亿元和 9.3 亿元,对应 EPS 贡献分别为 1.25 元、1.34 元和 1.55 元;但如前所述,2010 年以后,水价提升、济宁项目开始逐步贡献利润以及商业地产开始结算利润都会成为主营业务的催化剂,届时,主营业务增速将达到近 40%。因而,我们预期,中山公用未来 3 年主营业务的 EPS 将分别为 0.18 元、0.25 元和 0.28 元。这样,中山公用 2009-2011 年 EPS 将达到 1.43 元、1.59 元和 1.84 元,同比增速分别为 57%、11%和 16%。

表 7 中山公用 2009-2011 年业绩预测 (单位: 元)

	2008	2009E	2010E	2011E
公司 EPS	0.91	1.43	1.59	1.84
同比增长	1718%	57%	11%	16%
主业	0.16	0.18	0.25	0.28
其中:供水	0.07	0.07	0.10	0.12
污水处理	0.01	0.01	0.01	0.01
市场租赁	0.07	0.08	0.09	0.10
商业地产	0.00	0.00	0.03	0.03
天然气	0.02	0.02	0.02	0.02
广发证券	0.75	1.25	1.34	1.55

表 8 中山公用对市场交易额和指数点位的敏感性

日均交易额 上证指数	1800	2000	2300	2500	2800
2600	1.24	1.32	1.43	1.51	1.62
2800	1.30	1.37	1.49	1.56	1.68
3000	1.36	1.43	1.55	1.62	1.74
3100	1.39	1.46	1.58	1.66	1.77
3300	1.46	1.53	1.65	1.72	1.84

6.2. 估值与投资评级

尚未反映 2000 亿元交易额预期，在广发三宝中仍具备估值优势。公用目前的估值对应于 (2000/2800) 的 PE 水平为 22 倍;按照目前的状况,即对应于 (2300/3100) 和 (2500/3300) 的市场假设则分别为 20 倍和 18 倍,估值尚未开始反映 2000 亿元交易额对应的市场预期。因此,我们认为,目前的估值水平来看,广发三宝的估值水平既未反映广发业绩的超预期、也未反映广发上市后的市场定位。而从广发三宝的相对估值来看,公用相对于成大和教东仍有明显的折价。

表 9 公司 2009 年业绩预期对应的 PE 估值水平

日均交易额 市场点位	1800	2000	2300	2500	2800
2800	24	23	21	20	18
3000	23	22	20	19	18
3100	22	21	20	19	17
3300	21	20	19	18	17

表 10 中山公用的估值在广发三宝中有比较优势

	每股含量	业绩(元)	PE	BVPS(元)	PB	对应广发市值(亿元)
成大	0.58	1.70	24.8	7.21	5.84	1,411
教东	0.90	2.48	23.0	10.93	5.23	1,255
公用	0.48	1.43	21.6	7.07	4.38	1,277

根据以上的业绩预期，我们仍然运用分部估值法给出公用的估值水平，其中对于广发证券的估值，我们分别采用 PE 和相对市值法来讨论。

PE 法。广发上市成功之后其估值水平应与尚未再融资的中小券商看齐。保守估计广发上市之后的市盈率在 30 倍左右，其余部分的估值参照表 11，得出中山公用的每股价值在 42.5 元。

表 11 中山公用分部估值情况

	2009 年业绩(元)	估值水平	每股价值(元)
环保水务	0.08	25	2.10
市场租赁及商业地产	0.08	30	2.37
天然气	0.02	25	0.44
广发	1.25	30	37.63
合计	1.43	29.6	42.53

相对市值法。我们仍然按照海通证券总市值扣除增发融资额后的 110%来计算广发证券上市后的市值，由此对应广发每股价值在 34 元，对应公用每股价格 40 元。这也就是说公用目前的股价较海通仍有 25%左右的折扣。

表 12 采用相对市值法得出的中山公用每股价值

广发相对价值			公用相对价值		
广发相比于海通的折扣	广发市值(亿元)	广发的每股价值(元)	每股含广发价值(元)	全部价值(元)	价值相对低估
90%	1,169	58.4	28.0	33.8	-8%
100%	1,298	64.9	31.2	36.9	-16%
110%	1,428	71.4	34.3	40.0	-23%
120%	1,558	77.9	37.4	43.1	-28%

数据来源：国泰君安证券

我们继续维持对中山公用的增持评级，基于主业超出预期，我们将对公司的目标价由 38 提升到 43 元，对应 2009 年动态 PE 30 倍。证券市场的变化超出预期、ST 梅雁的股权诉讼案了解以及广发借壳上市预期的明朗、中山公用自身主业的水价提价预期明朗以及商业地产开始结算收益，都将是公司的催化剂。

表 13 中山公用对广发盈利和估值倍数的敏感性分析

		证券业务估值 PE 倍数				
		15	20	25	30	35
广发盈利 (亿元)	35	18	22	26	30	35
	40	20	24	29	34	39
	47	22	28	33	39	45
	53	24	31	37	43	50
	59	26	34	41	48	55
	64	28	36	44	51	59

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融(证券信托)研究员, 6 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事非银行金融业研究, 2 年从业经验。

免责声明

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com