长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

大众公用（600635）

由“无投资评级”调整为“谨慎推荐”

公司深度 研究报告

2011-6-22

环保运营和创投双引擎式增长

报告要点

■ **子公司大众交通、大众燃气收益贡献稳定**

2007 年以来，子公司大众交通（持股 20.76%）的净利润基本保持在 4-6 亿元之间，预计 2011-2013 年大众交通贡献的每股收益分别为 0.07、0.08、0.09 元。此外，公司持股 50%的大众燃气近两年对公司的分红分别为 0.4 和 0.5 亿元。这两项业务是公司业绩的稳定来源。

■ **污水处理项目加速扩张**

加大污水处理项目的承建和运营是公司主业扩张目标。自 2010 年收购徐州大众源泉环境产业有限公司后，公司的市政环境产业规模进一步扩大，而且目前运营的 BOT 项目经营情况良好，再加上国家政策的优惠，我们预计市政环境产业 2011-2013 年为公司贡献的每股收益为 0.05、0.07、0.08 元。

■ **创投产业上市项目丰富，收益超预期**

公司通过参股深创投（持股 13.93%）、兴烨创业（持股 20%）以及设立全资子公司大众资本较早的进入了创投业。深创投等公司的项目在 2011 年迎来了解禁待售的收获期，将成为未来公司业绩的重要增长源。

■ **公司盈利预测与风险分析**

综上所述，我们认为大众交通、大众燃气以及已经营运的市政项目是公司盈利的稳定来源，而随着污水处理项目的运营扩张和创投业盈利回报期的带来，预计公司未来三年的每股收益分别为 0.30、0.37、0.40 元，按照各业务 15-30 的 PE 倍数，对应近两年合理股价为 6.2-7.5 元，鉴于公司股价较高的安全边际和一定可预见的成长性，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

主要财务指标

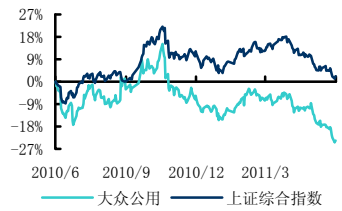
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3540	3873	4237	4637
增长率(%)	4%	9.40%	9.42%	9.44%
归属母公司所有者净利润（百万元）	314.9	491	603	662
增长率(%)	43%	55.95%	22.79%	9.83%
每股收益(元)	0.191	0.3	0.37	0.4
净资产收益率（%）	7.6%	12.92%	14.27%	14.45%
PE	33.22	21.3	17.35	15.8
PB	3.02	2.75	2.48	2.28

当前股价:	5.70
多元金融行业评级	看好

公司基本数据 2011.6.21

总股本(万股)	164487
流通 A 股/B 股(万股)	164487/0
资产负债率	56.34%
每股净资产（元）	2.51
市盈率（当前）	29.78
市净率（当前）	2.27
12 个月内最高/最低价	8.79/5.63

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

钱江水利	2010A	2011E	2012E
PE	34.94	23.51	18.77
PB	3.57	3.18	2.79
EPS	0.41	0.61	0.77

PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《创投概念股进入收获期》2011-04-28

《钱江水利深度报告》2011-05-18

《PE 产业和券商直投：掘金一级市场》2010-09-08

分析师:
刘俊
(8627) 65799532
liujun@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490510120002
联系人:
杨靖凤
(8621) 68751636
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

投资逻辑 5
公司主营业务分析 5
公司整体概况 5
燃气产业收入小幅增长，价格待调整 7
参股大众交通成果显著 10
市政环境产业稳步运营 12
携手东方传媒打造传媒产业基金 14
集团直接投资已有斩获 14
大众资本投资提速 15
参股创投公司盈利有望快速增长 17
深创投业绩喜人，发展态势迅猛 17
深创投股权结构概况 19
深创投股东背景雄厚 20
投资项目、退出渠道呈现多元化 20
多元化的基金管理和盈利模式 22
待解禁项目丰富，未来业绩增长可期 23
参股兴烨创投效益初显 27
投资建议与风险提示 28
估值分析与投资建议 28
风险提示 29

图表目录

图 1: 大众公用 2006-2010 年的收入及增长情况 6
图 2: 大众公用 2006-2010 年的盈利能力情况 6
图 3: 公司 2010 年收入结构 6
图 4: 公司实际控制人情况 7
图 5: 公司 2006-2010 年燃气销售业务收入情况 8
图 6: 公司 2007-2010 年天然气和管道煤气的毛利率情况 8
图 7: 上海地区 2006-2010 年天然气的消费情况 9
图 8: 上海地区 2006-2010 年管道煤气的消费情况 9
图 9: 公司 2007-2010 年购买管道煤气与天然气情况以及 2011-2013 年的预计情况. 9
图 10: 公司 2007-2010 年管道煤气与天然气的购买成本以及销售均价变化测算 10
图 11: 大众交通实际控制人情况 10
图 12: 公司参股大众交通的实现投资收益情况 11
图 13: 大众交通 2006-2010 年营业收入及其增长情况 11
图 14: 大众交通的收入构成 11
图 15: 大众交通 2006-2010 年的毛利率情况 12
图 16: 2006-2010 年公司市政环境业务的投资收益及其占公司净利润比重 13
图 17: 大众资本的股权结构 15
图 18: 2007-2010 年深创投的规模扩张情况 18
图 19: 2007-2010 年深创投的净利润情况 18
图 20: 2006-2010 年深创投的盈利能力 18
图 21: 深创投股权结构 19
图 22: 深创投所投资项目的地域分布 21
图 23: 深创投投资项目的行业分布 21
图 24: 深创投投资的上市项目占该行业投资总数的比重 21
图 25: 深创投投资的项目的退出渠道 22
图 26: 深创投参股基金管理公司以及集团管理基金收益实现模式 23
图 27: 兴烨创投股权结构 28

表 1: 大众公用旗下主营产业公司的情况 5
表 2: 上海大众燃气投资发展有限公司控股燃气供应及相关服务子公司 8
表 3: 上海大众燃气有限公司控股的燃气产业相关的子公司 8
表 4: 截止 2010 年底大众交通持有的上市公司情况 12
表 5: 2006-2010 年大众公用旗下市政环境公司运营的市政环境项目 13
表 6: 2006-2010 年大众公用旗下市政环境公司收益贡献情况 13
表 7: 徐州大众源泉环境产业有限公司的市政环境项目所得税优惠情况 14
表 8: 截止 2011 年 3 月底大众公用直投项目中 2010 年实现 IPO 情况 14
表 9: 2010 年底大众公用持股的其他未上市公司情况 14
表 10: 大众资本的投资的项目情况 16
表 11: 东方传媒旗下的文化产业情况 16
表 12: 公司参股的创投公司 2008-2010 年的净利润贡献情况 17

表 13: 公司参股的深创投公司 2006-2010 年的每股收益贡献情况 17
表 14: 深创投部分退出项目的收益情况 19
表 15: 深创投的股权结构情况 19
表 16: 参股深创投的具有产业背景公司 20
表 17: 参股深创投的具有投资背景公司 20
表 18: 深创投所管理的政府引导基金级别及规模 22
表 19: 深创投所管理的其他类型的基金 22
表 20: 深创投所管理基金的盈利模式 23
表 21: 深创投参股的持有上市公司股份的部分创投公司或者基金情况 24
表 22: 2010 年-2011 年 3 月深创投以及其参股的创投公司或者基金减持的项目 24
表 23: 目前深创投持有的今年可出售的已上市项目 24
表 24: 目前深创投参股的创投公司或者基金持有的已经解禁或者待解禁项目 25
表 25: 深创投以及其参股的创投公司或者基金持有将于 2012 年及以后解禁的项目 . 25
表 26: 深创投以及其参股的创投公司或者基金 2011 年为大众公用的预计利润贡献 .. 26
表 27: 深创投及其管理的基金投资部分的尚未上市的项目 27
表 28: 兴烨创投投资项目的盈利情况 28
表 29: 大众公用分部估值 29
财务报表及指标预测 30

投资逻辑

公司是兼具业绩安全边界和成长性的品种，业绩增长可期可待。公司以持股大众交通、燃气业务、市政环境项目营运管理为稳定的利润来源，以污水处理项目营运和参股的创投公司为业绩增长点，不仅主营业务迎来增长的拐点，涉足的创投业也进入投资回报期。

利润增长点 1：环保运营产业

公司自 2003 年开始以 BT 和 BOT 方式经营市政环境项目，据公开的资料初步估计，累计投资金额达 24.06 亿元，累计实现投资收益 6.27 亿元，市政环境项目包括污水处理项目和公共设施的运营项目。加大污水处理项目的承建和运营是公司主业扩张目标，自 2010 年收购徐州大众源泉环境产业有限公司后，公司的市政环境产业规模进一步扩大，收益明显上升，我们预计这将是公司主业未来的主要增长点。

利润增长点 2：创投产业

公司参股 13.93%的深圳市创新投资集团有限公司是本土大型创投公司，2008-2010 年深创投累计为公司贡献的投资收益达到 2.25 亿元，随着深创投所投资的项目（包括上市和待上市）日益丰富，尤其是今年以来 IPO 项目进入解禁高峰期，投资回报也有望快速增长；再加上公司利用自有资本所投资项目的上市和解禁，创投产业将成为公司的另一利润增长点。

公司主营业务分析

公司整体概况

上海大众公用事业（集团）股份有限公司成立于 1991 年，主营产业包括城市燃气产业、城市交通产业、市政环境产业等城市公用事业基础设施产业，目前以燃气销售、市政环境工程建设和运营作为公司的主业，以参股大众交通、创投公司为辅业。公司第一大股东为上海大众企业管理有限公司，其以出租汽车企业及相关企业的经营管理和企业管理投资为主业。

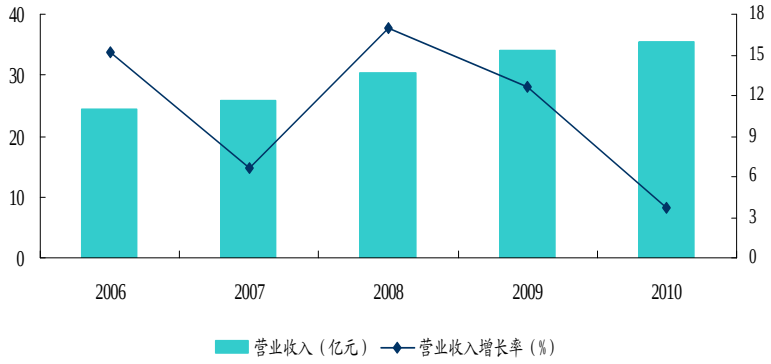
表 1：大众公用旗下主营产业公司的情况

控股参股公司名称	注册资本（亿元）	比例	经营范围
大众交通（集团）股份有限公司	15.76	20.76%	交通运输
上海大众燃气投资发展有限公司	1.00	100%	资产管理、城市燃气等投资
上海大众燃气有限公司	8.00	50%	煤气、天然气输配；燃气设备等
上海大众市政发展有限公司	1.20	100%	投资城市道路,高速公路，隧桥等
海南大众公用产业发展有限公司	0.15	100%	房地产开发经营，旅游项目开发等
上海翔殷路隧道建设发展有限公司	2.85	100%	隧道、隧道运营的相关产业开发
海南大众海洋产业有限公司	0.30	100%	海洋产品养（种）殖、加工等
上海缘起置业有限公司	0.10	100%	房地产经营，咨询，物业管理等
上海中医大药业股份有限公司	0.28	70.57%	中药制剂、中医药加工等
上海大众集团资本股权投资有限公司	2.00	100%	股权投资及管理，投资咨询等
深圳创新集团有限公司	25.01	13.93%	创业投资
上海杭信投资管理有限公司	2.85	16.13%	投资管理
上海兴烨创业投资有限公司	2.00	20%	创业投资
上海电科智能系统股份有限公司	1.00	28%	交通智能系统
新华基金管理有限公司	1.00	22%	基金管理
南昌市燃气有限公司	1.00	49%	燃气供应

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

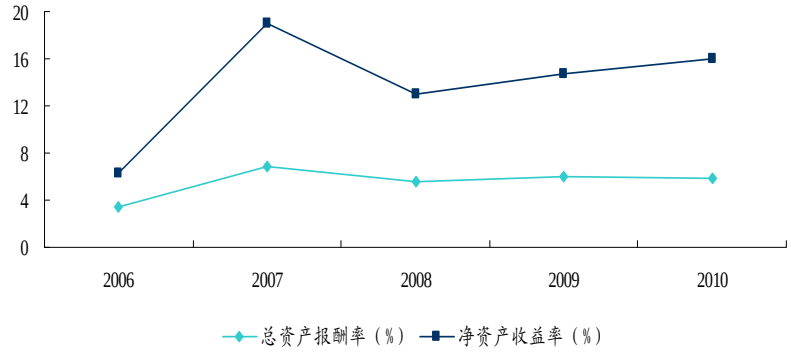
公司营业收入在 2006-2010 年稳步增长，ROE 和 ROA 在 2007 年达到高点后出现了小幅回落，但是保持稳定。2010 年，公司实现营业收入 35.40 亿元，同比增长 3.65%。其中燃气销售占公司营业总收入的 80%，其他的产业占 20%；公司实现归属于母公司的净利润 3.60 亿，同比增长 16.50%，由于燃气销售业务的利润率不高，公司的净利润主要来自参股其他公司以及 BOT 运营项目所实现的投资收益。

图 1：大众公用 2006-2010 年的收入及增长情况



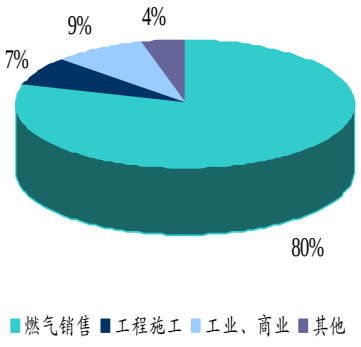
资料来源：wind，长江证券研究部

图 2：大众公用 2006-2010 年的盈利能力情况



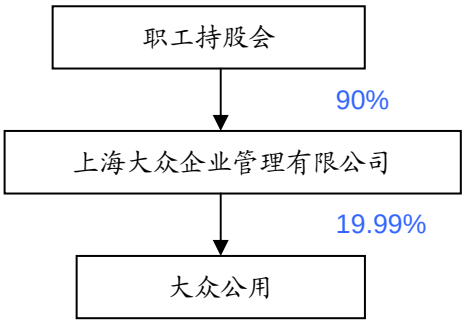
资料来源：wind，长江证券研究部

图 3：公司 2010 年收入结构



资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

图 4：公司实际控制人情况



资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

燃气产业收入小幅增长，价格待调整

大众公用燃气产业的主要平台是上海大众燃气投资发展有限公司和上海大众燃气有限公司，分别拥有上海大众燃气投资发展有限公司 100%的股权和上海大众燃气有限公司 50%的股权。

其中，上海大众燃气投资发展有限公司旗下拥有一家燃气销售一级子公司，五家燃气销售及相关服务的二级子公司，分别是南通大众燃气有限公司、如东大众燃气有限公司和南通开发区大众燃气有限公司；而上海大众燃气有限公司是一家集燃气输配、销售和服务于一体的大型城市燃气运营企业，占上海燃气销售市场 40%的市场份额，旗下拥有两家燃气销售服务相关的一级子公司。

2010 年，公司实现燃气销售业务收入 28.17 亿元，占总收入比重 80.39%。从供气的结构来看，管道煤气的采购量呈现下降趋势，而天然气的采购量则呈现上升趋势，公司的供气结构逐步优化；而从 2009-2010 年两者的毛利率来看，天然气销售的毛利率略高于管道煤气的毛利率，因此供气结构的调整将为公司未来盈利能力的增强提供保障。

公司燃气销售的范围主要位于上海地区，2006-2010 年，该地区的天然气消费量稳步上升，增速在 2010 年达到了最高点，预计随着国家“十二五”规划的进一步实施，上海地区的天然气消费量将为进一步增长，管道煤气则出现下降，但鉴于上海已有约 80%地区转换为天然气，未来对公司的毛利率影响非常小。

近几年，公司的燃气产业向上海周边地区扩张明显，燃气收入地区进一步多样化，不排除公司未来时期在上海周边地区进一步收购或者设立燃气销售公司的可能。因此，我们预计未来三年大众公用的燃气产业收入将会实现小幅增长，增长率为 8%-10%。

同时还考虑到天然气价格改革，我们分别假设管道煤气、天然气价格在 2011 年提价 15%，考虑到管道煤气和天然气的成本调整具有滞后性，我们假设管道煤气和天然气的购气成本在 2012 年增长 3%。预计 2011-2013 年为企业贡献的每股收益分别为 0.021 元、0.025 元以及 0.028 元。

表 2：上海大众燃气投资发展有限公司控股燃气供应及相关服务子公司

控股公司	注册资本（万元）	直接或间接持股比例	经营范围
南通大众燃气有限公司	14000	50%	管道燃气生产、输配和供应，液化石油气供应
如东大众燃气有限公司	2050	70%	管道燃气输配，供应等
南通开发区大众燃气有限公司	2000	100%	管道燃气输配，供应等
南通大众燃气设备有限公司	100	80%	燃气具及配件生产销售安装维修
南通大众燃气物业管理有限公司	50	100%	物业管理，劳务服务，运输装卸等
南通大众燃气安装工程有限公司	554	100%	燃气管道、设备安装及维修等

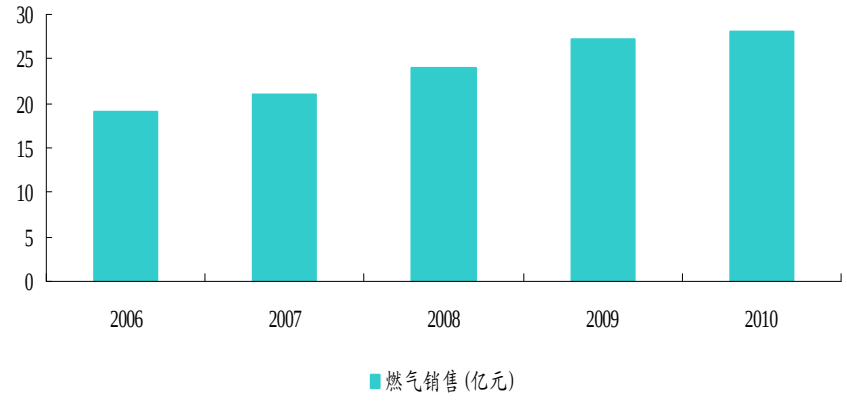
资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 3：上海大众燃气有限公司控股的燃气产业相关的子公司

名称	注册资本（万元）	持股比例	经营范围
上海市南燃气发展有限公司	1000	100%	煤气实施设计、咨询、安装等
上海煤气物资供销有限公司	200	100%	燃气设备、管道阀门、燃气物资等

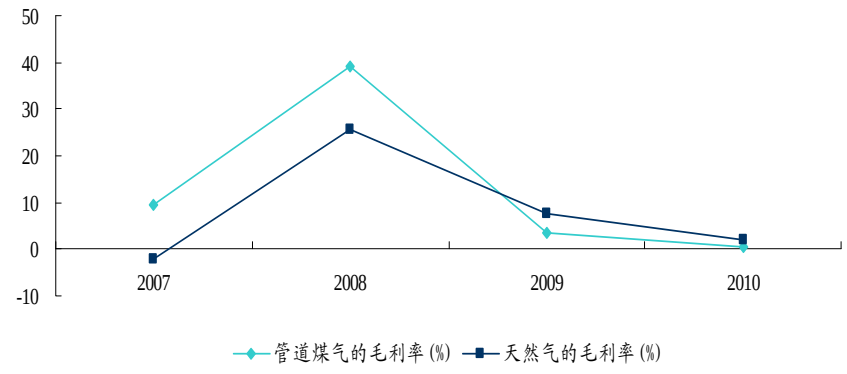
资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

图 5：公司 2006-2010 年燃气销售业务收入情况



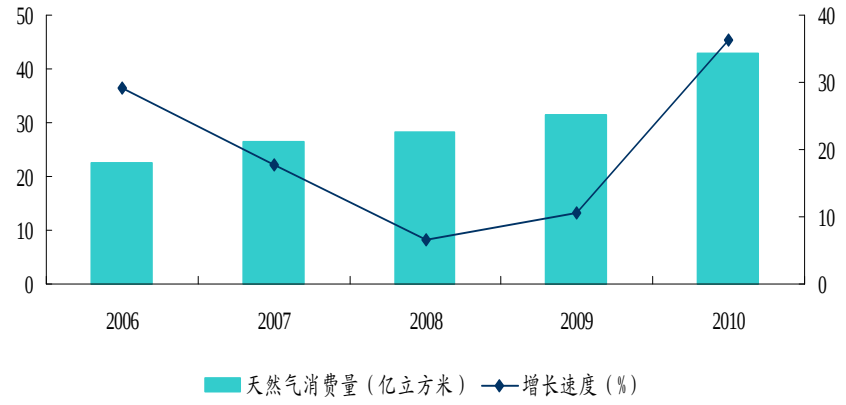
资料来源：wind，长江证券研究部

图 6：公司 2007-2010 年天然气和管道煤气的毛利率情况



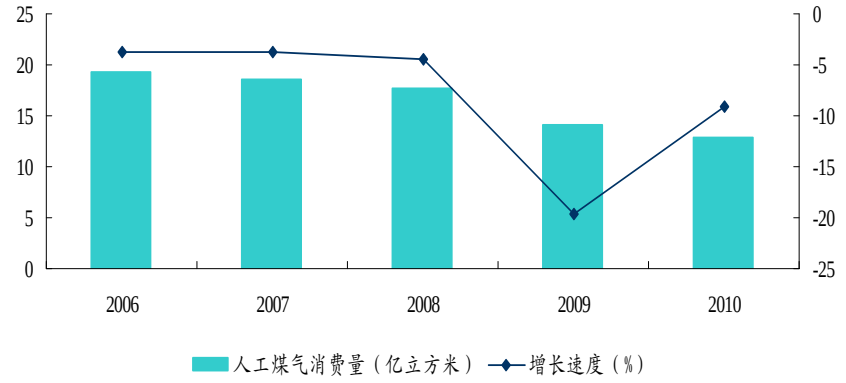
资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

图 7：上海地区 2006-2010 年天然气的消费情况



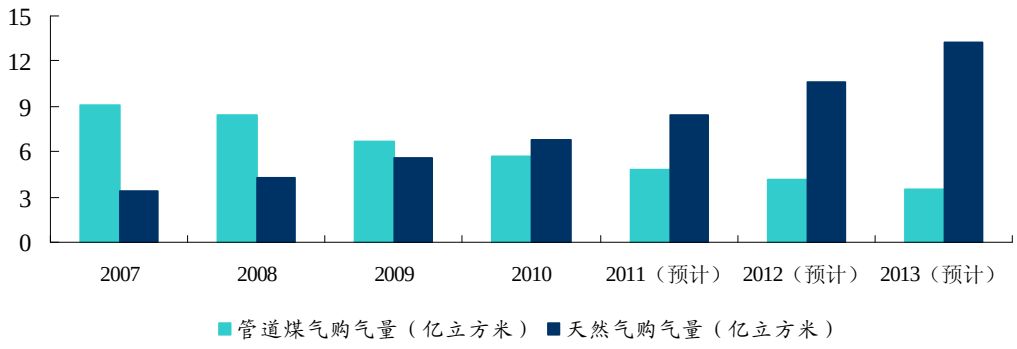
资料来源：上海统计局，长江证券研究部

图 8：上海地区 2006-2010 年管道煤气的消费情况



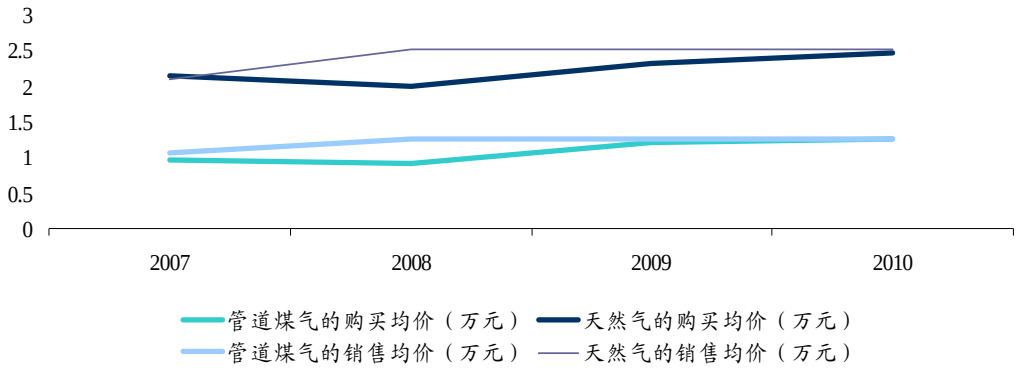
资料来源：上海统计局，长江证券研究部

图 9：公司 2007-2010 年购买管道煤气与天然气情况以及 2011-2013 年的预计情况



资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

图 10：公司 2007-2010 年管道煤气与天然气的购买成本以及销售均价变化测算



资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

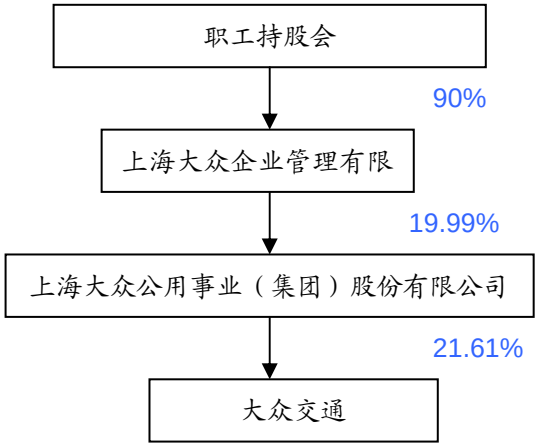
参股大众交通成果显著

公司持有大众交通 21.61%的股权，是大众交通的第一大股东。从大众公用近五年年报数据来看，公司参股大众交通实现投资收益占公司当年实现的净利润比例较大，最高达到 57.01%，最低为 27.51%。而大众交通 2010 年为公司贡献的净利润比例为 56.67%，随着其他产业的日益成熟，预计这一比例将出现下降，但是仍将是公司的主要利润贡献点。

大众交通成立于 1998 年，旗下拥有交通运输业、现代物流业、旅游服务业、房地产业以及金融及股权投资产业等五大产业，其中交通运输业创造的营业收入所占总营业收入 48.96%，是公司利润的主要来源。

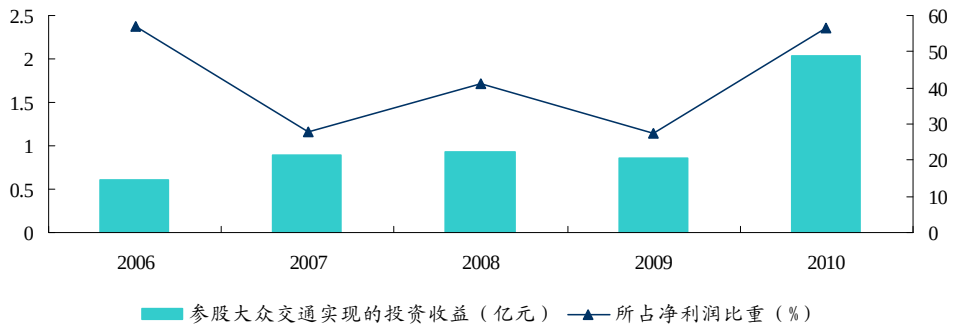
大众交通 2006-2010 年营业收入呈现下降趋势，这主要同国内整个经济形势有关。2010 年，大众交通实现营业收入 34.47 亿元，同比增长 0.39%；公司的毛利率也呈现自 2008 年达到低点后探底回升，盈利能力逐渐增强，并达到了近五年的高点。

图 11：大众交通实际控制人情况



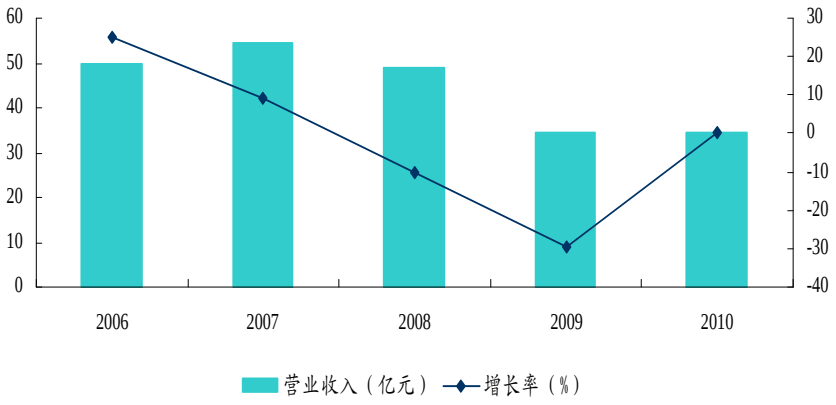
资料来源：大众交通年报，长江证券研究部

图 12：公司参股大众交通的实现投资收益情况



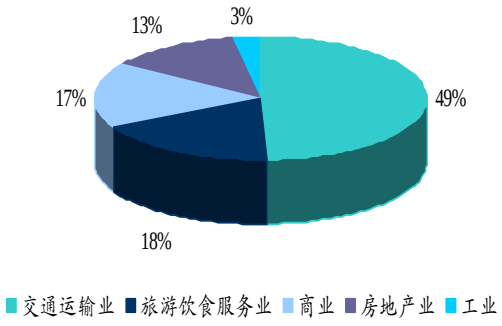
资料来源：wind，长江证券研究部

图 13：大众交通 2006-2010 年营业收入及其增长情况



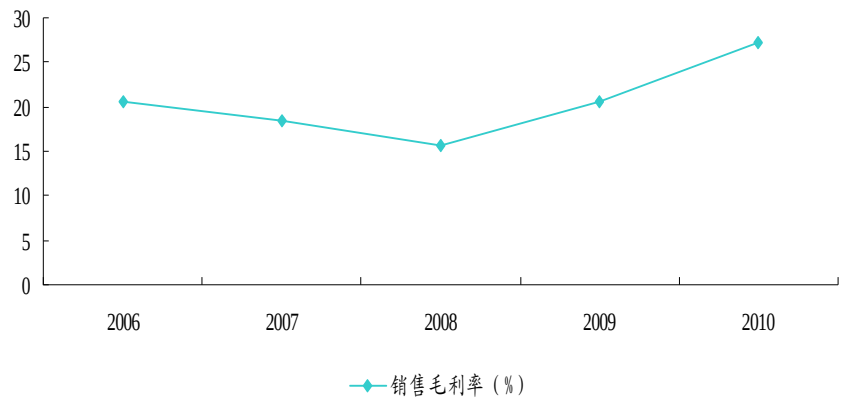
资料来源：wind，长江证券研究部

图 14：大众交通的收入构成



资料来源：wind，长江证券研究部

图 15：大众交通 2006-2010 年的毛利率情况



资料来源：wind，长江证券研究部

截止至 2010 年底，公司持有已上市公司的股权的隐含收益为 8.3 亿元，预计将为公司的盈利的稳定性提供一定的保障；另外，公司持有还持有国泰君安证券、大众保险、江苏银行以及上海银行等非上市公司，经营状况十分良好，分行稳定，如果这些公司在未来陆续上市，届时公司也将能从中受益。

表 4：截止 2010 年底大众交通持有的上市公司情况

项目	最初投资成本（万元）	期末账面价值（万元）	隐含收益（万元）
航天动力	4243	3486	-757
申万巴黎-新经济	1000	3190	2190
海南橡胶	3.59	3.59	0
天立环保	2.9	2.9	0
安居宝	2.24	2.24	0
振东制药	1.94	1.94	0
林州重机	1.25	1.25	0
山西证券	0.39	0.61	0.22
ST 瑞嘉	0.89	0.19	-0.7
华域汽车	2218	10210	7992
交大昂立	4965	62727	57761
交运股份	1100	14257	13157
南京中北	270	2967	2697
	汇总		83041

资料来源：大众交通年报，长江证券研究部

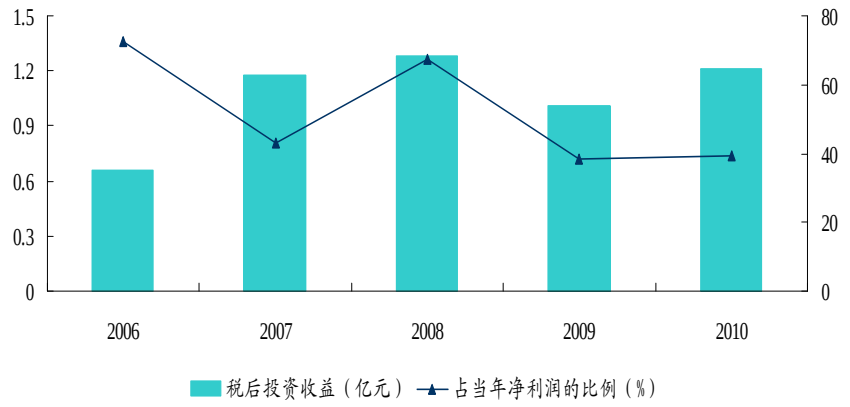
市政环境产业稳步运营

公司除了燃气产业和交通产业外，市政环境产业也是公司主业净利润的主要来源。公司旗下拥有上海市政发展有限公司和上海隽基环境产业有限公司。截止至 2010 年底，公司共承建了 8 个项目，累计贡献的投资收益达到 6.27 亿元，年均实现投资收益 1.24 亿元。每年实现的投资收益所占净利润的比例较高，最高的达到 72.64%，最低为 38.51%。目前这些项目都

已经进入回报期，而且上海嘉定污水处理项目二期增能改造工程顺利完成，三期扩建前期工作正有条不紊地进行，预计未来时期这些项目为公司贡献净利润具有可持续性。

公司子公司上海大众环境产业有限公司 2010 年 1 月 20 日收购徐州大众源泉环境产业有限公司 70%股权，继续扩大公司的市政环境产业，徐州大众源泉环境产业有限公司当年为公司贡献的收益为 778.13 万元，目前徐州大众源泉环境产业有限公司承建的徐州市 2010 年城市重点工程的大众源泉三八河二期工程已完成验收，**并与当地政府签署了 BOT 运营协议，今年将进入回报期，**再加上旗下拥有的徐州部分地区的污水处理特许经营权以及所得税收优势，预计未来三年为公司节省部分所得税支出。

图 16：2006-2010 年公司市政环境业务的投资收益及其占公司净利润比重



资料来源：wind，长江证券研究部

表 5：2006-2010 年大众公用旗下市政环境公司运营的市政环境项目

目前运营项目	总投资额（亿元）	专营权时间
上海翔殷路隧道项目	9.6	25 年
常州常焦路项目	2.4	5 年
杭州萧山钱塘污水处理项目	6.3	11 年、25 年
金山体育场项目	3.5	---
常州五一路南段、常州泡桐	2.1	---
常州北广场改造工程	0.16	---

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 6：2006-2010 年大众公用旗下市政环境公司收益贡献情况

项目	2006	2007	2008	2009	2010	累计贡献的投资收益（万元）	备注
上海翔殷路隧道项目的 BOT 专营权	0.55	0.47	0.49	0.48	0.47	2.46	2006 年完工
杭州萧山钱塘污水处理项目 BOT 专营权	--	0.46	0.53	0.41	0.4	1.8	2007 年完工
金山体育场项目	0.07	0.23	0.29	0.18	0.13	0.9	2007 年完工
常州五一路南段、常州泡桐	--				0.23	0.23	2010 年完工
常州北广场改造工程	---				0.12	0.12	2010 年完工

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 7：徐州大众源泉环境产业有限公司的市政环境项目所得税优惠情况

污水处理项目	所得税税收优惠政策
徐州市三八河污水处理	所得税约为营业收入的 2%
徐州市贾汪地区污水处理	减征 2011 年至 2013 年企业所得税
沛县地区污水处理	减征 2010 年至 2012 年企业所得税
邳州地区污水处理	---
连云港东海地区污水处理	减征 2011 年至 2013 年企业所得税

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

携手东方传媒打造传媒产业基金

有资料显示，公司旗下全资子公司大众资本 2010 年出资 2.5 亿元参股东方传媒所发起设立的华人文化产业股权投资基金，倚仗东方传媒强大的文化产业背景以及其他出资方国开行、浦发银行强大的金融背景，打造国内首支文化产业基金。

集团直接投资已有斩获

截止至 2010 年底公司利用自有资金进行投资的项目有 9 个，累计投资金额超过 2.5 亿元。其中有两个项目在 2010 年顺利实现了 IPO，公司的直投项目进入了收获期。上市的两个项目分别是兴业证券和松芝股份，公司的资金实现了大幅度的增值，兴业证券的隐含收益率 1371.33%，而松芝股份的隐含收益率为 409%，平均的年化收益率为 557.12%。

公司所投资的其它未上市的项目运营良好，其中中交通力建设股份有限公司在财务方面已经达到了上市的要求，而上海电科智能系统股份有限公司 2010 年为公司贡献的利润为 1391.65 万元，预计这两个项目在未来时期具有较大的上市可能性，这也将为公司未来的公司业绩提供一定的贡献。

表 8：截止 2011 年 3 月底大众公用直投项目中 2010 年实现 IPO 情况

投资项目	投资时间	持股数（万股）	所持股份价值（亿元）	浮盈（亿元）	隐含收益率	年化收益率	解禁时间	备注
松芝股份	2007	540.00	1.37	1.10	409%	136%	2011.7.20	发起设立
兴业证券	2005 2007	2600.00	4.42	4.12	1378%	345%	2011.10.13	发起设立、增资
	2009	780.00	1.33	1.24	1357%	1357%	2012.2.9	转增股本

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 9：2010 年底大众公用持股的其他未上市公司情况

投资时间	投资项目	持股比例	经营范围	投资金额（万元）	2010 年贡献的投资收益（万元）	核算方法
2002、2003	上海银行	<0.5%	银行	45.79	4.81	成本法
2005、2007	大众保险股份有限公司	6.28%	保险	7552	---	成本法
2007	福建华威汽车集团公司	8%	运输	1100	---	成本法
2007	**上海航天能源有限公司**	**7.43%**	**能源**	**777.25**	**19.65**	**成本法**
2008	上海飞田通信技术有限公司	4.01%	IT 通信技术研发、销售、服务	650	24.05	成本法

2008	上海电科智能系统股份有限公司	28%	智能交通系统	7560	1391.65	权益法
2009	中交通力建设股份有限公司	2.57%	公路桥梁隧道等	1030	---	成本法

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

大众资本投资提速

为更好地布局创投产业，公司于 2010 年 4 月设立了上海大众集团资本股权投资有限公司（简称大众资本），注册资本 2 亿元，其中大众公用出资 1.98 亿元，公司的子公司上海大众环境产业有限公司出资 0.02 亿元。公司的经营范围包括股权投资及管理、投资咨询等业务。

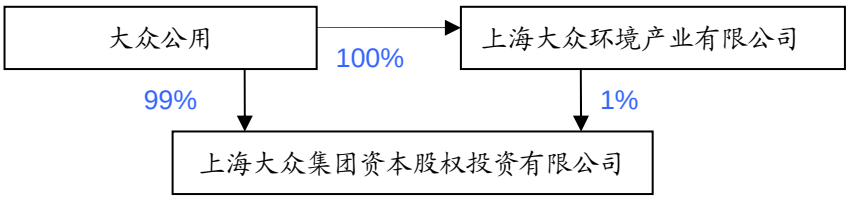
大众资本自成立以来累计投资总额达到 2.07 亿元，主要投资项目是第一财经和参股华人文化产业基金。

其中华人文化产业股权投资基金在 2010 年 8 月份实现了首个投资项目，与新闻集团（News Corporation）正式签署协议，投资控股原属新闻集团全资拥有的星空卫视普通话频道、星空国际频道、Channel[V]音乐频道，以及星空华语电影片库（Fortune Star）业务。

据公开资料显示，华人文化产业股权投资基金、上海第一财经传媒有限公司的第一大股东都是上海东方传媒集团，该集团 2009 年实现营业收入 56 亿元，实现净利润约 8 亿元，营业利润率达到 14.3%，而 2010 年实现收入 113 亿元，较 2009 年增长了一倍之多，显示出传媒行业领军的地位。东方传媒集团旗下媒体包括 15 个免费电视频道（其中 1 个国际卫星频道、2 个全国性卫星频道、12 个本地地面频道），35 个收费电视频道（其中 16 个全国性频道，19 个本地频道），11 个广播频率，8 份报纸杂志，IPTV、手机电视、互联网视频等。此外，东方传媒集团旗下还拥有众多的文化产业，这将为后续华人文化产业的投资项目提供较好的资源。

我们预计未来时期大众资本将作为大众公用创投产业的重要发展平台，依靠东方传媒的丰富企业资源，公司在未来几年将会加大对大众资本的投入，项目投资的效率也将更高。

图 17：大众资本的股权结构



资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 10：大众资本的投资的项目情况

投资的公司	投资金额（亿元）	所持股数（万股）	所占比例	经营范围
吉林康乃尔化学工业有限公司	0.1	239.31	0.56%	苯胺、硝基苯、氧气、氧（液化）生产、氮气（压缩）、氮（液化）压缩空气生产业务
华人文化产业股权投资基金	0.5	---	12.50%	股权投资，股权投资管理，实业投资及投资咨询
华人文化（天津）投资管理有限公司	0.12	1177	19.62%	文化产业投资咨询服务；受托管理私募投资基金，从事投融管理及相关咨询服务业务
中曼石油天然气集团有限公司	0.16	197.45	1.74%	石油、天然气应用、化工、钻井、天然气管道等上述专业技术及产品的研究开发等
上海第一财经传媒有限公司	1.2	228.09	5.29%	承接各类广告设计、制作、代理、发布，房地产咨询，《第一财经周刊》批发、零售等

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 11：东方传媒旗下的文化产业情况

公司名称	持股比例	注册资本（万元）	产业类别
星尚传媒有限公司	100%	5000	电视节目内容制作
上海东方之星文化发展有限公司	70%	300	电视、文化艺术经纪代理
上海东方盛典传媒有限公司	100%	1000	会议及展览服务
上海尚世影业有限公司	100%	15000	影视剧投资
上海五岸传播有限公司	100%	2000	电视节目内容制作、音像制作等
上海新娱乐传媒有限公司	100%	3000	电视节目内容制作
上海上腾娱乐有限公司	100%	1000	文化艺术经纪代理
上海炫动传播股份有限公司	86.50%	50000	电视节目内容制作
上海幻维数码创意科技有限公司	86.50%	1576	电视、电脑图文制作
上海东方广播有限公司	88.98%	10899	广播、电子商务、会议与展览服务
广州炫动卡通科技有限公司	86.50%	600	卡通产品的研究、开发、设计、销售
上海炫动漫文化传播有限公司	77.85%	300	电脑图文设计制作
上海炫动投资有限公司	86.50%	1000	实业投资，儿童用品、玩具、文具等
上海第一经传媒有限公司	73.20%	3158	电视节目内容制作
上海东方希杰贸易有限公司	100%	100	电视购物
上海东方电视购物有限公司	100%	300	电视购物
上海文广传媒有限公司	100%	10000	对外投资
上海东方卫视传媒有限公司	100%	6666	广告代理
上海今夜娱乐文化演出影视有限公司	100%	500	电视、广告、文化艺术经纪代理
上海广播电视广告传播有限公司	100%	1000	广告代理
上海文广互动电视有限公司	81%	8000	有线电视内容提供
上海广电演出有限公司	75%	284	文化艺术经纪代理
五星体育传媒有限公司	100%	5000	电视节目内容制作
真实传媒有限公司	100%	5000	电视节目内容制作
上海百视通电视传媒有限公司	100%	833	新媒体播控
上海文广数字移动传播有限公司	100%	435	广播数字信息提供业务
上海有线电视实业有限公司	100%	100	物业管理、小区有线网络施工和维护
上海每周广播电视报发行有限公司	90%	200	图书报刊批发、零售，设计等广告业务
上海每周广告有限公司	100%	100	承接各类广告的设计、制作
上海广播电视报业经营有限公司	100%	4000	广告设计制作代理
上海电视咨询信息服务公司	100%	200	已停业、未清算
上海卫视广告有限公司	55%	500	已停业、未清算
上海电视台电视制作公司	100%	435	已停业、未清算
上海东方网络电视有限公司	51%	3000	已停业，未清算

资料来源：广电信息公告，长江证券研究部

参股创投公司盈利有望快速增长

公司持有深圳创新投资集团有限公司 13.93%的股权比例，深创投已上市和待上市项目数量众多，此外公司还出资参股兴烨创投和杭信投资管理有限公司，预计随着中小板三年期限售股和创业板一年期限售股的解禁，创投公司将进入了业绩的丰收期，而公司也将相应获益，促进的业绩提升的第三驾马车正式启动。

2008-2010 年创投产业所贡献的投资收益分别占公司的净利润的 36.22%、26.22%、18.20%，其中深创投所贡献的投资收益较大，贡献的每股收益分别为 0.06 元、0.047 元以及 0.039 元，而其他两大创投公司上海兴烨创业投资有限公司和上海杭信投资管理有限公司的效益近年才逐渐显现，对公司的净利润贡献也呈现上升的趋势。

随着参股创投公司手中上市项目的逐步解禁，我们预计创投产业的也即将为未来三年实现爆发性增长，预计 2011-2013 年将为公司贡献的每股收益为 0.16 元、0.20 元和 0.20 元。

表 12：公司参股的创投公司 2008-2010 年的净利润贡献情况

参股创投公司名称	2008	2009	2010
	净利润贡献比例	净利润贡献比例	净利润贡献比例
深圳市创新投资集团有限公司	36.87%	25.44%	17.78%
上海兴烨创业投资有限公司	0.05%	-0.04%	0.56%
上海杭信投资管理有限公司	0.07%	0.04%	0.33%
新华基金管理有限公司	-0.77%	0.78%	-0.48%
汇总	36.22%	26.22%	18.20%

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 13：公司参股的深创投公司 2006-2010 年的每股收益贡献情况

年份	2006	2007	2008	2009	2010
贡献的投资收益（亿元）	0.25	0.64	0.83	0.79	0.65
股本（亿股）	9.23	12.46	14.95	14.95	16.45
贡献的每股收益（元/股）	0.027	0.052	0.056	0.047	0.040

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

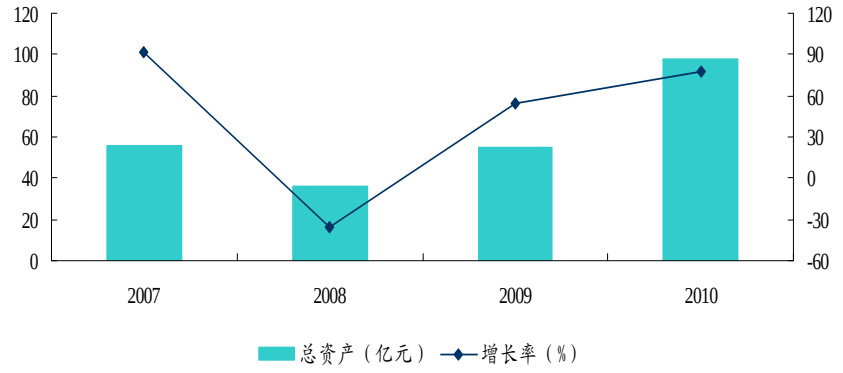
深创投业绩喜人，发展态势迅猛

近几年，深创投发展迅猛，总资产规模不断扩大，公司迎来了发展的高峰期，总资产规模从 2006 年的 29.3 亿元增长到 2010 年的 97.76 亿元，一举跃升到国内本土创投的头把交椅。从清科研究中心每年对创投的综合排名来看，公司自 2008 年以来连续三届蝉联中国创业投资机构 50 强的第一名；公司强大的综合实力靠的是雄厚的资金实力，公司的注册资本为 25 亿元人民币，**可投资的能力达到 100 亿元人民币，并同时管理着外部 100 亿元人民币资产，**投资能力在国内首屈一指。公司的盈利能力自 2008 年达到高峰后进入了稳定期，这也将为公司的后续发展提供一个稳定盈利的保障。2010 年，公司实现净利润 4.3 亿元，达到了历史的顶点。

此前，深创投利用自有资金进行投资而退出的项目超过 10 个，以解禁当天的股价进行计算的话，最高的收益达到 2.46 亿元，收益率为 32 倍，最低的收益率为 65.02%。从已退出的上

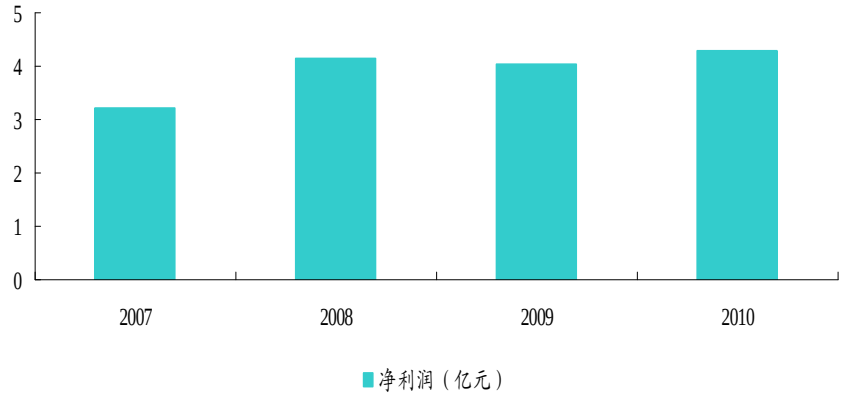
市项目整体年化收益率来看，平均年化收益率达到 5.15 倍。

图 18：2007-2010 年深创投的规模扩张情况



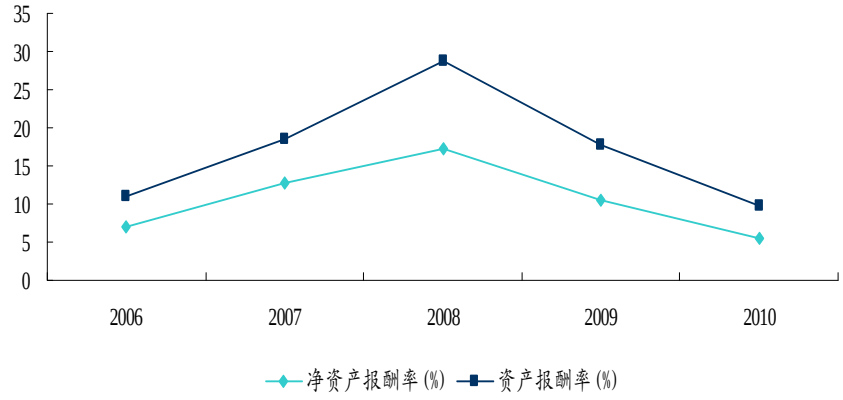
资料来源：wind，长江证券研究部

图 19：2007-2010 年深创投的净利润情况



资料来源：wind，长江证券研究部

图 20：2006-2010 年深创投的盈利能力



资料来源：wind，长江证券研究部

表 14：深创投部分退出项目的收益情况

投资项目	投资时间	投资金额(亿元)	已实现的收益（亿元）	实现收益率	年化收益率
中材科技	2003	0.035	0.87	2472%	823.85%
远望谷	2003	0.1	2.35	2348%	587.12%
西部材料	2002	0.091	0.55	608%	121.58%
科陆电子	2000	0.074	1.59	2145%	306.37%
福晶科技	2002	0.15	0.59	391%	65.20%
海陆重工	2007	0.067	0.8	1186%	1185.76%
同洲电子	2000	0.077	2.46	3200%	517.6%

资料来源：深创投公司，长江证券研究部

深创投股权结构概况

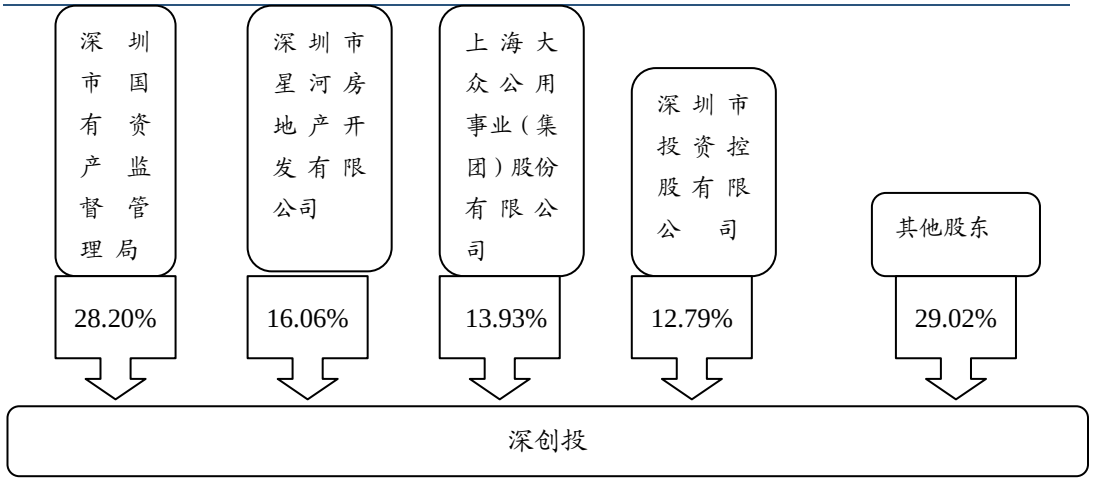
深创投成立于 1999 年，是一家以资本为主要联结纽带的母子公司为主体的大型投资企业集团，主要股东有深圳国有资产监督管理局、深圳市星河房地产开发有限公司、上海大众公用事业（集团）股份有限公司、深圳市投资控股有限公司等。截止 2010 年底，大众公用持有公司股权比例为 13.93%，是公司的第三大股东，而公司的第一大股东为深圳市国有资产监督管理局。

表 15：深创投的股权结构情况

股东名称	出资额(万元)	持股比例（%）	性质
深圳市国有资产监督管理局	70525.75	28.20	政府机构
深圳市星河房地产开发有限公司	40167.50	16.06	一般企业法人
上海大众公用事业（集团）股份有限公司	34847.50	13.93	一般企业法人
深圳市投资控股有限公司	32000.00	12.79	大型国有独资企业
其他股东	72593.15	29.02	----

资料来源：长江证券研究部

图 21：深创投股权结构



数据来源：长江证券研究部

深创投股东背景雄厚

深创投的股东有 15 个，除了深创投的最大股东深圳市国有资产监督管理局外，其余的股东大致可以分为两大类，一类为具有产业背景的公司，涉及的范围涵盖了投资，公用事业、服装、电力、通讯等等产业，其中大部分为上市公司；另一类为具有投资背景的公司，这将有助于深创投在不同行业上投资项目的选择。

表 16：参股深创投的具有产业背景公司

产业背景股东名称	持股比例（%）	经营范围
深圳市星河房地产开发有限公司	16.06	房地产开发、经营管理
上海大众公用事业（集团）股份有限公司	13.93	燃气销售、市政环境产业、交通运输
福建七匹狼集团有限公司	4.63	服装生产销售
广东电力发展股份有限公司	3.67	电力项目的投资、建设和经营管理，电力的生产和销售，电力行业技术咨询和服务
深圳市盐田港集团有限公司	2.33	港口运输为主、相关配套产业为辅
深圳能源集团股份有限公司	2.03	各种常规能源和新能源的开发、生产、购销等
瀚华担保股份有限公司	2	融资担保、小额信贷、投资业务和咨询业务
广深铁路股份有限公司	1.4	铁路客货运输业务及长途旅客列车运输业务
中兴通讯股份有限公司	0.23	无线、核心网、接入承载、业务、终端产品等五大产品领域的研发、生产、销售

资料来源：长江证券研究部

表 17：参股深创投的具有投资背景公司

投资背景股东名称	持股比例（%）	部分参控股公司
深圳市投资控股有限公司	12.79	国信证券股份有限公司、深圳市深超科技投资有限公司、五丰食品（深圳）有限公司、深圳现代计算机有限公司等
深圳市立业集团有限公司	4.63	广东发展银行、南京立业制药有限公司、华林证券有限责任公司、南京立业变压器有限公司、精进能源有限公司等
深圳市亿鑫投资有限公司	3.31	常林股份、盐田港等
深圳市福田投资发展公司	2.44	深圳市福田航电科技产业园、 深圳市华强北电子市场价格指数有限公司、 深圳市农产品股份有限公司
新通产实业开发有限公司	2.33	---

资料来源：长江证券研究部

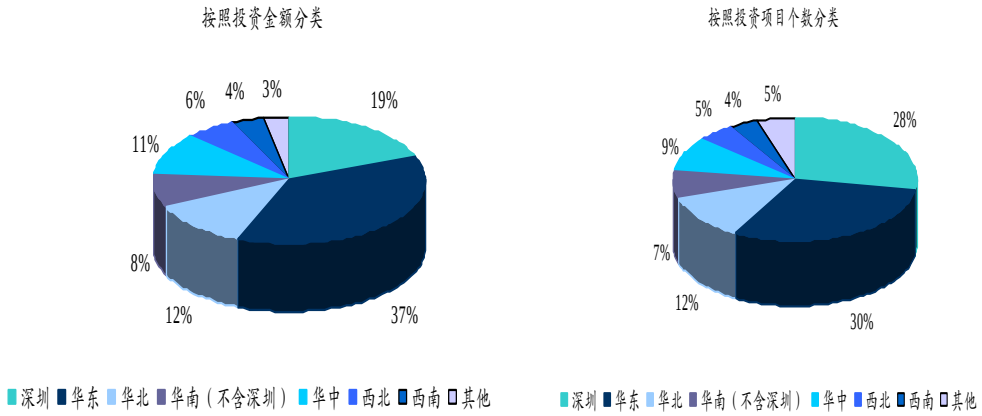
投资项目、退出渠道呈现多元化

据公开的各类资料，截止至 2011 年 4 月底，深创投已投资的项目达到 344 个，其中 75 家已上市，总项目的累计投资金额超过 80 亿元。从投资地域来看，深创投覆盖了深圳、华东、华北、华南、华中、华北以及西南，投资地域呈现出多元化格局，这与公司管理的政府引导基金密切相关。

从投资项目的覆盖行业来看，投资项目涵盖 IT、通讯、新材料、生物医药、能源环保、化工、消费品、连锁、高端服务等行业，排在第一位的是光机电/制造业行业，投资比例达到 23.77%，而排在第二、三位的分别是消费/物流/连锁以及 IT 技术/芯片，紧跟国家的新兴产业政策方向；而从各行业上市的项目占深创投投资该行业总数的比例来看各行业是基本持平的，深创投的投资具有均衡性。

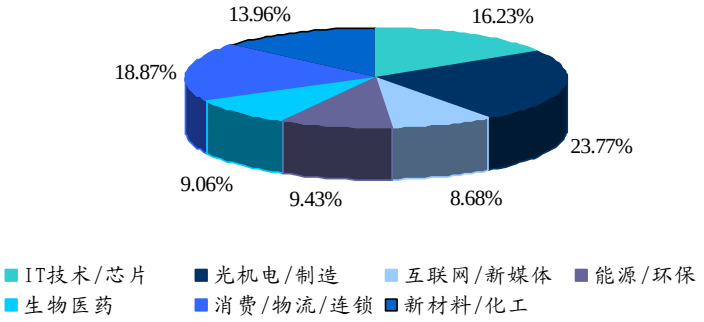
从公司的退出渠道来看，深创投投资项目的退出市场涵盖了深交所、上交所、香港主板、美国纽交所等资本市场，以深交所退出的项目居多，包括深圳主板、中小板以及创业板，这同公司的投资风格相关，公司倾向于投资中小型企业，而中小型企业大都是在深交所上市。

图 22：深创投所投资项目的地域分布



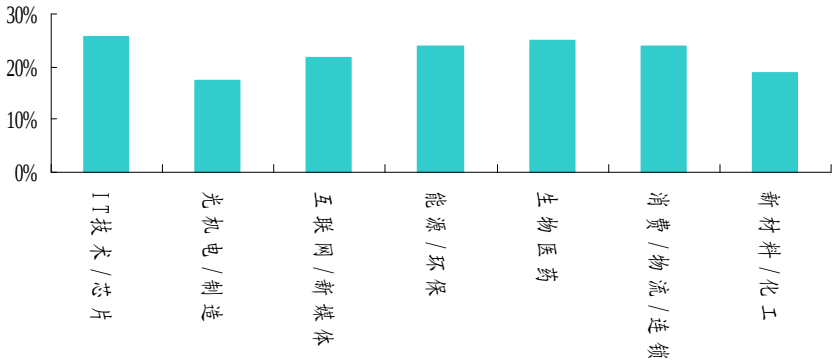
资料来源：深创投公司，长江证券研究部

图 23：深创投投资项目的行业分布



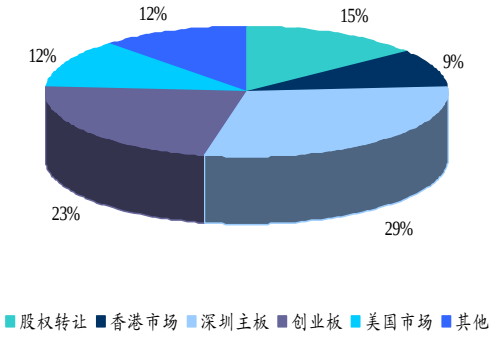
数据来源：深创投公司，长江证券研究部

图 24：深创投投资的上市项目占该行业投资总数的比重



数据来源：深创投公司，长江证券研究部

图 25：深创投投资的项目的退出渠道



数据来源：深创投公司，长江证券研究部

多元化的基金管理和盈利模式

据不完全统计，截止 2011 年 3 月底，**深创投直接或者间接管理的各类基金达 70 支，具体分为政府引导基金、中外合作基金、受托管理基金、战略合作基金以及信托投资基金等五种**。其中以政府引导基金的规模最为雄厚，资金规模超过 53.5 亿元。

集团所管理的政府引导基金分为中央、省级、地市、县市等四级，对于基金的运作方面，主要采取政府、以及其他民营企业共同发起设立基金，而委托深创投等所发起设立的基金管理公司进行管理，其他的基金采取委托集团管理和政府跟进投资的方式。

除了政府引导基金外，其余的四种基金深创投根据需要分别采取了不同的管理模式。针对不同的基金管理模式和基金类型，深创投设置了不同的盈利模式，其中包括参与基金的分红、通过参股基金管理公司实现投资收益等模式。

表 18：深创投所管理的政府引导基金级别及规模

级别	基金名称	规模
中央级	深圳信息产业、深圳生物产业	---
省级	内蒙古红土高新创业投资有限公司、湖北红土创投公司、吉林省红土创业投资有限公司、浙江红土创投、陕西航天红土创业投资有限公司、黑龙江红土科力创新资本投资有限公司、安徽红土创业投资有限公司等	22.6 亿元
市级	淄博创新资本投资有限公司、苏州国发创业资本投资有限公司、重庆西永创新投资有限公司、郑州创投引导基金、湘潭创新资本创业投资有限公司等	超过 53.5 亿元
县级	浙江长兴红土创业投资有限公司、常州武进红土创业投资基金	2.2 亿元

资料来源：深创投公司，长江证券研究部

表 19：深创投所管理的其他类型的基金

基金类别	基金名称	基金管理方	基金规模
中外合作基金	中新创新基金、中以基金、中日 CVI 基金等	深创投	超过 0.85 亿美元
受托管理基金	康沃基金、祥荣基金、华恒创新基金	深创投发起设立的基金管理公司	3 亿元
战略合作基金	新金山基金、荣丰行基金、永盛基金等	深创投	超过 10.7 亿元
信托投资基金	深国投•创新资本一号股权投资	---	0.84 亿元

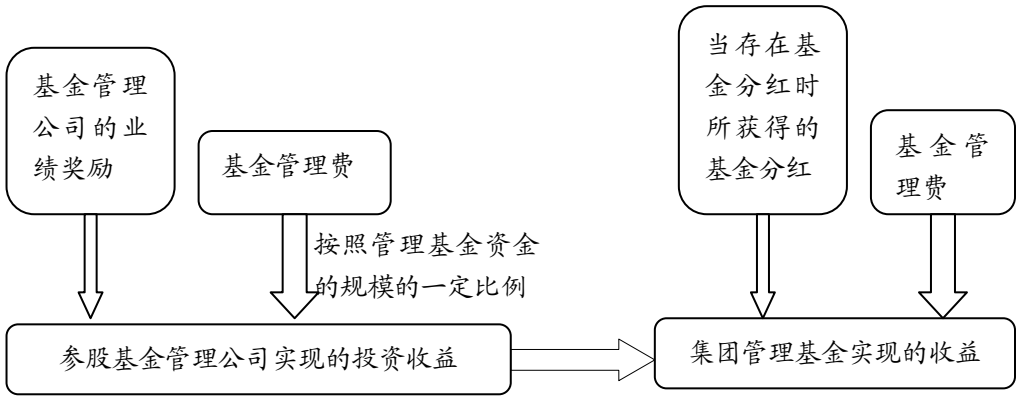
资料来源：深创投公司，长江证券研究部

表 20：深创投所管理基金的盈利模式

基金类型	管理模式	盈利模式	部分基金名称
政府引导基金	委托管理	参股基金管理公司实现投资收益，其中基金管理公司按照一定比例收取管理费和业绩提成	淄博创新投、国发创投、重庆西永创新投、郑州创投引导基金、南通创新投、萍乡创新投等
	全权委托管理	按照管理资产的规模的一定比例收取管理费，并收取一定的业绩提成。	湘潭创新投、洛阳红土创投、深圳福田创新资本、南昌红土创投等
	跟进投资	不需支付管理费和业绩奖励，而在发生投资收益后，跟进投资方将所获得的投资收益的 50%支付给基金管理方	成都科技局基金、常州红土创投、南京红土创投、成都红土银科创投等
中外合作基金	全权委托管理	按照管理资产的规模的一定比例收取管理费，并收取一定的业绩提成。	中新创新基金、中以基金、中日 CVI 基金等
受托管理基金	委托管理	参股基金管理公司实现投资收益，其中基金管理公司按照一定比例收取管理费和业绩提成	康沃基金、祥荣基金、华恒创新基金
战略合作基金	全权委托管理	而管理基金方按照管理资产的规模的一定比例收取管理费，并收取一定的业绩提成。	新金山基金、荣丰行基金、永盛基金等
信托投资基金	作为投资顾问	---	深国投•创新资本一号股权投资

资料来源：清科研究中心，长江证券研究部

图 26：深创投参股基金管理公司以及集团管理基金收益实现模式



数据来源：长江证券研究部

待解禁项目丰富，未来业绩增长可期

深创投除了利用自有资金进行投资外，还通过参股一些创投公司或者基金获取投资收益，其中包括深圳创新资本投资有限公司、苏州国发创新资本投资有限公司、郑州百瑞创新资本创业投资有限公司等公司。目前，深创投及其参股的创投公司或者基金手中的持有大量的项目，其中深创投以自有资金进行投资的上市且未退出的项目有 21 个，而参股的创投公司或者基金所投资的上市且未退出的项目有 17 个，为后续的持续盈利储备大量的资源；

以自有资金投资的已上市的未退出的 21 个项目中有 15 个可以在 2011 年退出，最高的隐含收益率 95.66 倍，最低的隐含收益率为 3.26 倍，平均年化收益率达到 3.81 倍；参股的创投公司或者基金的已上市的未退出的 17 个项目中有 13 个可以在 2011 年退出，最高的隐含收

益率 27.80 倍，最低的隐含收益率为 3.88 倍，平均年化收益率达到 3.09 倍，其中参股的郑州创投和西安经发创投同时持有郑煤机；

此外，公司以及其参股的创投公司或者基金手中还持有一些将于 2012 年或者以后年份解禁的项目，最高的隐含收益率为 9.7 倍，最低的有近 3 倍的隐含收益率，平均的年化收益率为 144.75%，这也将为公司后续的业绩的持续增长提供保障。

表 21：深创投参股的持有上市公司股份的部分创投公司或者基金情况

公司名称	参股比例（%）	管理方
苏州国发创新资本投资有限公司	16.67	苏州国发创新资本管理有限公司
深圳福田创新资本创业投资有限公司	52	深圳创新投资集团
合肥世纪创新投资有限公司	35	上海创新投资管理有限公司
深圳创新资本投资有限公司	99	---
深圳龙岗创新投资有限公司	35	深圳创新投资集团
郑州百瑞创新资本创业投资有限公司	40	郑州百瑞创新投资管理有限公司
西安经发创新投资有限公司	50	---

数据来源：长江证券研究部

表 22：2010 年-2011 年 3 月深创投以及其参股的创投公司或者基金减持的项目

投资方	投资时间	投资项目	减持股数（万股）	投资金额（万元）	所持股份价值（万元）	已实现收益（万元）	隐含收益率
深圳市创新投资集团有限公司	2006/9/1	怡亚通	132	207	1805	1597	770%
	2008/9/8	中科电气	106	338	2198	1860	550%
	2007/12/28	中青宝	131	20	2450	2430	12311%
	2008/4/28	鼎龙股份	21	68	1208	1140	1688%
创新资本	2007/6/1	网宿科技	239	141	4371	4231	3006%
	2007/4/18	世联地产	106	375	3371	2996	800%
	2007/6/25	齐心文具	143	485	2241	1756	362%
国发创投	2007/5/28	中利科技	107	500	2937	2437	487%
康沃资本	2007/6/1	网宿科技	69	69	1408	1339	1940%

数据来源：wind，长江证券研究部

表 23：目前深创投持有的今年可出售的已上市项目

投资项目	投资时间	投资金额（亿元）	所持股份价值（亿元）	浮盈（亿元）	隐含收益率	年化收益率	解禁时间
怡亚通	2006/9/1	0.06	0.42	0.36	600.18%	150.05%	已全部解禁
中科电气	2008/9/8	0.11	0.68	0.57	512.81%	170.94%	已全部解禁
东方日升	2008/8/10	0.45	3.97	3.52	781.91%	260.64%	2011.9.2
乐视网	2008/8/5	0.19	1.83	1.64	869.05%	289.68%	2011.8.12
天马精化	2007/10/23	0.10	0.82	0.72	721.21%	180.30%	2011.7.20
多氟多	2007/12/26	0.39	2.99	2.60	665.73%	166.43%	已全部解禁
当升科技	2007/11/30	0.06	1.32	1.26	2093.28%	523.32%	已全部解禁
三维丝	2008/6/1	0.27	1.42	1.15	430.22%	143.41%	已全部解禁
中青宝	2007/12/28	0.01	0.95	0.94	9566.54%	2391.63%	已全部解禁
鼎龙股份	2008/4/28	0.09	1.38	1.29	1375.20%	458.40%	已全部解禁
齐峰股份	2008/4/18	0.15	0.64	0.49	326.55%	108.85%	2011.12.11

信维通信	2009/7/18	0.29	2.51	2.23	772.92%	386.46%	2011.11.5
新国都	2008/6/1	0.11	0.52	0.41	388.46%	129.49%	2011.10.19
郑煤机	---	0.61	5.75	5.14	842.08%	280.69%	2011.8.3
达实智能	2000.09	0.05	0.44	0.39	881.68%	80.15%	2011.6.3

数据来源：wind，长江证券研究部

表 24：目前深创投参股的创投公司或者基金持有的已经解禁或者待解禁项目

投资方	投资时间	投资项目	投资金额（亿元）	股份现值（亿元）	浮盈（亿元）	隐含收益率	年化收益率	解禁时间
创新资本	2007/7/24	兆驰股份	0.62	7.60	6.98	1126.54%	281.64%	2011.6.10
	2007/11/30	当升科技	0.16	3.4	3.30	2092.58%	523.14%	已全部解禁
	2006/11/23	特尔佳	0.04	0.46	0.42	1039.64%	207.93%	已全部解禁
	2007/6/1	网宿科技	0.02	0.57	0.55	2405.81%	601.45%	已全部解禁
	2006/10/23 2007/5/28	欧菲光	0.30	5.85	5.55	1863.41%	372.68%	2011.8.3
	2007/4/18	世联地产	0.13	0.97	0.83	616.59%	154.15%	已全部解禁
国发创投	2007/5/28	中利科技	0.36	2.09	1.72	473.02%	157.67%	已全部解禁
	2007/10/23	天马精化	0.41	3.58	3.16	765.00%	191.25%	2011.7.20
	2007/8/27	东山精密	0.33	3.69	3.36	1011.02%	252.76%	已全部解禁
	2007/9/19	康力电梯	0.04	1.15	1.11	2780.00%	695.00%	已全部解禁
福田资本	2008/6/1	新国都	0.03	0.13	0.10	388.46%	129.49%	2011.10.19
郑州百瑞创投	2007/12/26	多氟多	0.15	1.28	1.14	783.53%	195.88%	已全部解禁
	2008/12/28	郑煤机	0.26	2.45	2.19	842.08%	280.69%	2011.8.3
西安经发创投	2008/12/28	郑煤机	0.13	1.22	1.09	842.08%	280.69%	2011.8.3

数据来源：wind，长江证券研究部

表 25：深创投以及其参股的创投公司或者基金持有将于 2012 年及以后解禁的项目

投资方	融资方	融资时间	融资金额(亿元)	所持股份价值（亿元）	浮盈（亿元）	隐含收益率	年化收益率	解禁时间
深圳市创新投资集团有限公司	数字政通	2009/4/20	0.10	0.50	0.40	399.24%	133.08%	2012.5.15
	翰宇药业	2008/2/18	0.15	1.03	0.88	587.46%	146.86%	2012.4.7
	尚荣医疗	2009/9/24	0.05	0.25	0.20	402.02%	134.01%	2012.2.25
	腾邦国际	2009/3/12	0.22	1.02	0.81	373.50%	124.50%	2012.2.15
	好想你	2008/10/28	0.20	1.61	1.41	703.26%	175.81%	2012.4.28
	铁汉生态	2009/12/29	0.21	1.62	1.41	675.17%	135.03%	2014.3.29
	晨光生物	2009/9/25	0.20	1.16	0.96	489.80%	122.45%	2013.11.5
合肥创新投	鑫龙电器	2007/3/21	0.22	2.40	2.18	970.83%	194.17%	2012.9.29

福田投资	腾邦国际	2009/3/13	0.20	0.95	0.75	373.50%	124.50%	2012.2.15
深圳龙岗创新	尚荣医疗	2009/9/25	0.14	0.70	0.56	402.02%	134.01%	2012.2.25
国发创投	天瑞仪器	2009/6/30	0.09	0.42	0.33	370.95%	123.65%	2012.1.25
南通创投	通达动力	2008/7/30	0.14	0.56	0.42	297.69%	99.23%	2012.4.28
百瑞创投	好想你	2008/10/28	0.20	1.61	1.41	703.26%	234.42%	2012.5.20

数据来源：wind，长江证券研究部

表 26：深创投以及其参股的创投公司或者基金 2011 年为大众公用的预计利润贡献

投资方	投资项目	已实现的收益（亿元）	浮盈（亿元）	为深创投贡献的投资收益（亿元）	为大众公用贡献的投资收益（亿元）
深圳市创新投资集团有限公司	怡亚通	0.16	0.36	0.27	0.03
	中科电气	0.19	0.57	0.47	0.07
	东方日升	---	3.52	1.76	0.25
	乐视网	---	1.64	0.82	0.11
	天马精化	---	0.72	0.36	0.05
	多氟多	---	2.6	1.3	0.18
	当升科技	---	1.26	0.63	0.09
	三维丝	---	1.15	0.58	0.08
	中青宝	0.24	0.94	0.71	0.1
	鼎龙股份	0.11	1.28	0.76	0.11
	齐峰股份	---	0.49	0.24	0.03
	信维通信	---	2.23	1.11	0.16
	新国都	---	0.41	0.21	0.03
	郑煤机	---	5.14	2.57	0.36
	达实智能	---	0.4	0.2	0.03
创新资本	兆驰股份	---	6.98	3.49	0.49
	当升科技	---	3.3	1.65	0.23
	特尔佳	---	0.42	0.21	0.03
	网宿科技	0.16	0.55	0.43	0.06
	欧菲光	---	5.55	2.78	0.39
	世联地产	0.1	0.83	0.52	0.07
	齐心文具	0.18	---	0.18	0.02
苏州国发创投	天马精化	---	3.16	0.74	0.1
	东山精密	---	3.36	0.78	0.11
	康力电梯	---	1.11	0.26	0.04
	中利科技	0.16	1.72	0.4	0.06
福田资本	新国都	---	0.1	0.05	0.01
郑州百瑞创投	多氟多	---	1.14	0.48	0.07
	郑煤机	---	2.19	0.92	0.13
西安经发创投	郑煤机	---	1.09	0.55	0.08
提取的管理费（亿元）				0.13	0.02
汇总（亿元）				25.36	3.53
贡献的每股收益（元/股）					0.14

数据来源：长江证券研究部

表 27：深创投及其管理的基金投资部分的尚未上市的项目

投资方	投资项目	投资时间	投资金额(亿元)	股权比例(%)
深圳市创新投资集团有限公司	常州星宇车灯股份有限公司	2007/9/6	0.09	5.00
	寿光市利丰化工有限公司	2007/11/28	0.30	20.00
	四川优机实业股份有限公司	2008/1/22	0.10	---
	新疆百富餐饮管理有限公司	2008/9/3	0.60	---
	深圳山源电器有限公司	2009/3/1	0.18	---
	北京瑞科滚石信息技术有限公司	2009/3/1	0.03	---
	苏州泰珠科技发展有限公司	2009/4/1	0.20	9.97
	深圳市壹柒伍网络科技有限公司	2009/4/1	0.20	25.00
	中交通力建设股份有限公司	2009/4/14	0.38	9.86
	淄博豪特集成房屋制造有限公司	2009/5/6	0.05	25.00
	江西应陶康顺实业有限公司	2009/5/18	0.10	20.00
	北京中科美伦科技有限公司	2009/9/1	0.25	---
	重庆大唐测控技术有限公司	2009/10/1	0.15	---
	珠海国佳高分子新材料有限公司	2009/12/1	0.08	---
	福州成启食品有限公司	2010/1/31	0.05	---
	西安昭泰文化传媒有限公司	2010/5/31	0.03	---
	宜昌欧赛科技有限公司	2010/6/30	0.30	---
	武汉盛华微系统技术股份有限公司	2010/6/30	0.15	---
	莱克电气股份有限公司	2010/6/30	0.22	----
重庆红土基金	重庆市秀山红星中药材开发有限公司	2010/12/13	0.80	20.00
西安红土创投	中交通力建设股份有限公司	2009/4/14	0.20	5.23
常州武进红土创投	常州铭赛机器人科技有限公司	2009/12/19	0.05	---

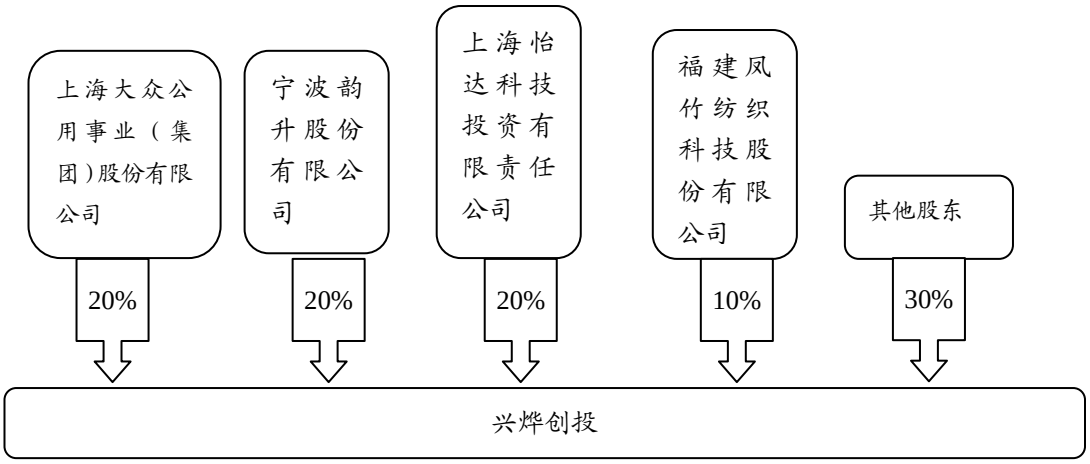
数据来源：wind，长江证券研究部

参股兴烨创投效益初显

上海兴烨创投成立于 2008 年，注册资本 2 亿元，由大众公用、宁波韵升等几家公司发起设立，大众公用出资 4000 万，持有兴烨创投 20%的股权。上海兴烨创投经历了 2008、2009 年的盈利低迷期后，在 2010 年实现盈利 1204.8 万，为大众公用贡献的净利润 200.84 万元。

兴烨创投的投资效率较高，从项目的投资到项目实现 IPO 的时间只有 1 年，目前持有的上市项目包括鼎汉技术、先河环保以及恒顺电气，最高的隐含收益率为 8.6 倍，最低为 2.2 倍，平均的年化收益率为 2.09 倍。这三个项目的解禁日期分别是 2012 年和 2013 年，因此这将为公司未来两年的业绩提供稳定的保障。

图 27：兴烨创投股权结构



数据来源：长江证券研究部

表 28：兴烨创投投资项目的盈利情况

投资项目	投资时间	目前持股数（万股）	投资金额（亿元）	股份价值（亿元）	浮盈（亿元）	隐含收益率	年化收益率	解禁时间
鼎汉技术	2009/3/5	172.80	0.06	0.55	0.49	860.78%	286.93%	2012/10/30
先河环保	2009/4/7	567.81	0.10	0.91	0.81	807.37%	269.12%	2012/4/27
恒顺电气	2010/6/21	150	0.098	0.31	0.21	220.15%	73.38%	2013/6/29

数据来源：长江证券研究部

投资建议与风险提示

估值分析与投资建议

综合考虑，我们进行了以下假设和预计：

1、从近五年公司燃气销售业务的整体情况，预计公司燃气销售业务未来三年按照 10%的增长率增长，燃气销售业务的盈利情况将会趋于稳定；

2、随着公司的市政环境产业的稳步发展，综合考虑公司的实际情况，预计未来三年公司市政环境业务所实现的投资收益将按照 12%-16%的速度增长，我们预计市政环境产业 2011-2013 年为大众公用贡献的每股收益分别为 0.07 元，0.08 元，0.09 元。

除了以上两块主业外，公司的直投项目以及参股的创投产业所持有的未上市和已上市的项目较为丰富，预计未来这一块将是未来利润的主要贡献点；

3、对于直投产业项目来看，考虑到直投产业项目的解禁分别在在 2011 和 2012 年，我们认为公司不会在当年将项目完全出售，预计 2011-2013 年减持的股数占可出售的股数分别为 30%、30%和 40%；我们预计直投项目 2011-2013 年将为大众公用贡献的每股收益为 0.04 元，0.12 元，0.12 元。

4、对于公司参股的创投产业，综合公司参股深创投以及其他创投公司或者基金近几年对于项目的每年的退出情况，预计深创投以及其参股创新资本对于持有的 IPO 项目将会采取稳步减持，而参股的基金参股的 IPO 项目则会实现完全退出。另外，我们假设深创投参股其发起设立的基金管理公司的比例均为 50%。

5、假设公司 2013 年深创投的管理资产将以 20%的速度增长，管理费率按照 1.2%提取，2013 年深创投管理的资产增值 2 倍，资产报酬率为 5%。

我们考虑到大众交通经营的稳定性，通过参考大众交通的市值，预计大众交通 2011-2013 年为大众公用贡献的每股收益为 0.07 元，0.08 元，0.09 元，对净利润的贡献还将继续保持较高比例。

深创投在近两年创投业的复苏中表现突出，虽然一季度大众公用的每股收益仅有 0.029 元，但是我们认为在接下来的三个季度公司的各大产业的利润将会逐步释放，尤其是创投产业的 IPO 项目的解禁将为公司带来业绩的大幅度增长。

综合上述分析，我们预计公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.30、0.37、0.40 元，按照各业务未来两年 15-30 倍 PE 估值，对应的合理股价分别为 6.2-7.5 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

表 29：大众公用分部估值

项目	EPS 分拆			对应估值股价		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
燃气产业	0.02	0.03	0.03	0.53	0.63	0.70
市政环境业务	0.05	0.07	0.08	1.47	1.95	2.46
交通运输产业	0.07	0.08	0.09	1.75	2.00	2.25
创投产业	0.16	0.19	0.20	2.4	2.85	3
总计	**0.30**	**0.37**	**0.40**	**6.15**	**7.43**	**8.41**

数据来源：长江证券研究部

风险提示

1、 鉴于公司的收益增量未来大部分来自创投产业的投资收益，因此公司最大的风险来自于政策和资本市场的系统性风险，可能会使得所持有的上市公司股权价值出现缩水，影响公司的投资收益，进而影响到投资者的投资信心。

2、 公司参股的大众交通，已经投资的污水处理运营项目，也可能因经济环境和政策的变化，使投资收益低于报告中的预测值。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	**3540**	**3873**	**4237**	**4637**
营业成本	3200	3506	3841	4208
营业税金及附加	18	20	21	23
销售费用	91	108	119	130
管理费用	205	228	250	274
财务费用	120	114	122	127
资产减值损失	3	7	4	5
公允价值变动收益	0	157	194	247
投资收益	434	550	658	681
营业利润	**337**	**595**	**732**	**799**
营业外收支	59	45	54	65
利润总额	**397**	**640**	**786**	**863**
所得税费用	37	77	94	104
净利润	360	563	692	760
归属于母公司所有者的净利润	315	491	603	662
少数股东损益	45	72	89	98
EPS（元/股）	0.19	0.30	0.37	0.40

现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	315	491	603	662
少数股东损益	45	72	89	98
投资收益	-434	-550	-658	-681
折旧与摊销	231	283	312	335
资产减值计提	3	7	4	5
财务费用	120	114	122	127
营运资金投入	-433	-12	74	114
经营活动现金流净额	**281**	**406**	**545**	**659**
取得投资收益收回现金	**238**	**20**	**33**	**39**
长期股权投资	**-77**	0	0	0
固定资产投资	-385	-339	-342	-346
其他	30	75	75	100
投资活动现金流净额	**-432**	**-243**	**-234**	**-207**
股权融资	26	0	0	0
银行贷款增加（减少）	406	173	156	73
筹资成本	178	-164	-182	-193
其他	-356	0	0	0
筹资活动现金流净额	**254**	**10**	**-26**	**-120**
现金净流量	**103**	**173**	**285**	**332**

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	602	775	1059	1391
应收账款	265	313	343	375
存货	288	315	345	378
预付账款	20	21	19	21
流动资产合计	**1215**	**1469**	**1798**	**2201**
可供出售金融资产	252	206	165	0
长期股权投资	3176	3573	4046	4513
投资性房地产	78	78	78	78
固定资产合计	3052	3121	3163	3186
无形资产	210	197	185	174
其他	1466	1534	1625	1723
资产总计	**9449**	**10177**	**11061**	**11875**
短期贷款	1414	1487	1543	1517
应付款项	323	325	314	344
预收账款	667	728	797	872
应付职工薪酬	39	52	57	63
应交税费	-58	-101	-122	-133
其他流动负债	989	1086	1189	1303
流动负债合计	**3374**	**3577**	**3779**	**3965**
长期借款	889	989	1,089	1,189
递延所得税负债	65	19	23	30
其他非流动负债	996	1,055	1,119	1,186
负债合计	**5324**	**5640**	**6010**	**6369**
股本	1645	1645	1645	1645
资本公积	967	997	1,031	967
盈余公积	275	324	385	451
未分配利润	575	968	1450	1980
归属于母公司所有者权益	**3462**	**3801**	**4226**	**4584**
少数股东权益	664	736	825	922
股东权益	**4125**	**4537**	**5051**	**5506**
负债及股东权益	**9449**	**10177**	**11061**	**11875**

基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.19	0.30	0.37	0.40
BVPS	2.10	2.31	2.57	2.79
PE	33.22	21.30	17.35	15.80
PEG	1.18	0.76	0.62	0.56
PB	3.02	2.75	2.48	2.28
EV/EBITDA	17.65	12.26	10.32	9.34
ROE	9.10%	12.92%	14.27%	14.45%

数据来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 7 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘　露	华东区总经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区总经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程　杨	华北区总经理	（8621）68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	（8621）68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	（0755）82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级　报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看　　好：　相对表现优于市场

中　　性：　相对表现与市场持平

看　　淡：　相对表现弱于市场

公司评级　报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推　　荐：　相对大盘涨幅大于 10%

谨慎推荐：　相对大盘涨幅在 5%～10%之间

中　　性：　相对大盘涨幅在-5%～5%之间

减　　持：　相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级：　由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。