设立同方苏州环境，深化业务布局

华控赛格(000068)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	6.31
合理价格区间(元):	9.3-10.5

王玮嘉 执业证书编号：S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

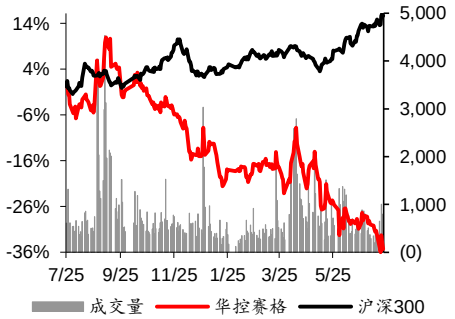
徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

张雪蓉 15902181114
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

1《华控赛格(000068,买入): 年报业绩预告由亏损修正为盈利》2017.01
2《华控赛格(000068):业绩低迷，但海绵城市业务获持续推进》2016.11
3《华控赛格(000068):海绵城市再下一城，中标遂宁 PPP 项目》2016.09

股价走势图



资料来源：Wind

设立同方苏州环境，深化环保业务布局

7 月 22 日，公司发布公告：以自有资金出资 5000 万元使用同方商号成立全资子公司同方苏州环境（暂定名）。设立全资子公司使用的商号来自同方股份，主营信息技术与技能环保，控股股东为清华控股，涉及关联交易，新设子公司将从"同方"的品牌形象中受益。新设子公司营业范围涉及环境咨询、水环境治理、固体废物处理与处置、土壤修复、环境监测与检测等，将进一步深化公司环保业务布局，满足公司发展环保业务的战略需求。

持续转型，化身清华系环保产业平台

公司初始主营业务为电子元器件和液晶电视产品生产，之后出现经营困难，寻找资产重组机会。于 2013 年实现实际控制人的变更，华融泰成为实际控制人，自此开始清理公司传统业务，寻找转型突破，并于 2015 年获得清控人居环境研究院 70%股权，正式化身清华系环保产业平台。之后于 2015 年 9 月收购北京中环世纪，借收购持续转型，积极布局海绵城市建设及其他相关环境产业，形成"融资+规划+设计+建设+运营"的完整产业链。公司有望依托清控系成为海绵城市建设领域龙头。

沐海绵城市东风，业绩有望迎收获期

我国在高速城市化进程中，面临着较为严重水资源不足问题。同时，近年来我国城市内涝与缺水频发，传统城市水系统基础设施落后，亟需系统解决方案，海绵城市是城市开发建设新模式。受益于国家海绵城市建设试点政策，公司依托清控系，凭借其技术专利与丰富经验，率先抢占海绵城市规划咨询、工程建设市场。随着海绵城市建设试点城市陆续公布，公司重点参与迁安、萍乡、遂宁等试点城市项目建设。随着海绵城市咨询规划需求的放量，以及在"十三五"第一年环保规划类项目数量较多的背景下，业绩有望迎来收获期。

海绵城市先发优势明显，维持"买入"评级

公司依托清控人居，凭借项目经验和领先技术，在海绵城市领域先发优势明显，随着政策加码，海绵城市迎落地良机。考虑到迁安 11.2 亿、遂宁 10 亿、玉溪 14.1 亿的 PPP 项目在 17 年即将大面积开工，未来项目落地助力业绩向上，我们调高对公司的 17-19 年归母净利润预测，2017~2019 年 EPS 为 0.16/0.31/0.47（前次预测 17-18 年 EPS 为 0.12/0.26），目前股价对应 2017~2019 年 PE 为 40/20/14 倍，参考水处理行业内可比公司 18 年 PE 年平均估值为 32 倍，我们调低公司 18 年的 PE 为 30-34 倍（前次为 40-41 倍），目标价调低为 9.3-10.5 元（前次为 10.40-10.66 元），维持"买入"评级。

风险提示：项目进度不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,007
流通 A 股 (百万股)	896.67
52 周内股价区间 (元)	6.24-10.83
总市值 (百万元)	6,352
总资产 (百万元)	1,550
每股净资产 (元)	0.61

资料来源：公司公告

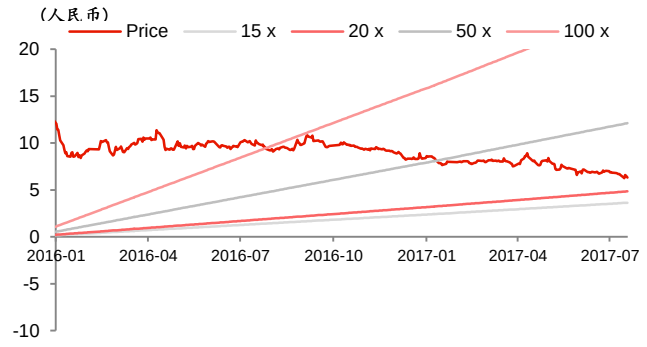
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	170.62	297.56	841.97	1,589	2,315
+/-%	153.92	74.40	182.95	88.71	45.70
归属母公司净利润 (百万元)	7.01	9.98	158.11	313.89	470.86
+/-%	(106.47)	42.39	1,485	98.53	50.01
EPS (元，最新摊薄)	0.01	0.01	0.16	0.31	0.47
PE (倍)	906.73	636.79	40.18	20.24	13.49

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

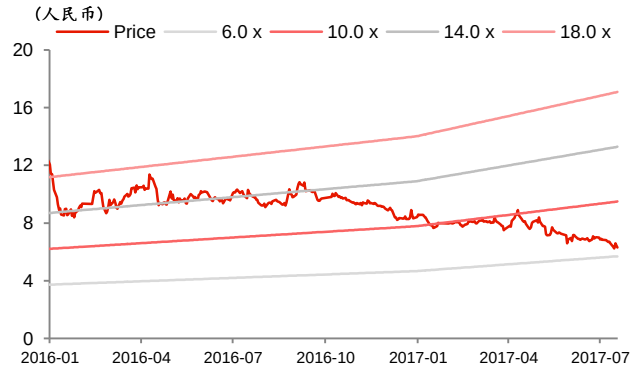
PE/PB - Bands（华控赛格）

图表1： 华控赛格历史 PE-Bands（采用未来 12 个月 EPS 计算）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 华控赛格历史 PB-Bands（采用未来 12 个月 BPS 计算）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

可比公司估值表（华控赛格）

图表3： 可比公司估值表

	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
公司名称	2017/7/23	2017/7/23	17E	18E	17E	18E	17E	18E
万邦达	16.8	14,552	37	25	2.7	2.5	7%	10%
中电环保	9.0	4,563	38	33	4.1	3.8	11%	11%
博世科	16.1	5,733	37	19	5.7	5.1	15%	27%
国祯环保	19.4	5,942	34	28	3.9	3.5	12%	12%
津膜科技	19.5	5,369	53	38	4.0	2.3	8%	6%
海峡环保	14.2	6,408	58	49	6.9	3.3	12%	7%
平均值		**7,095**	**43**	**32**	4.6	3.4	**11%**	**12%**
中间值		5,837	37	31	4.1	3.4	11%	11%
华控赛格	6.3	6,352	40	20	8.1	5.8	26%	40%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

项目进度不达预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	395.62	766.90	1,456	2,662	3,981
现金	214.88	542.74	902.82	1,393	2,193
应收账款	112.26	124.17	351.33	663.00	965.97
其他应收账款	27.97	40.71	115.19	217.38	316.72
预付账款	3.46	4.98	14.02	25.91	37.34
存货	5.09	9.72	27.37	317.59	422.46
其他流动资产	31.97	44.59	44.77	45.03	45.27
非流动资产	362.25	546.82	562.11	599.33	657.97
长期投资	13.19	43.88	43.88	43.88	43.88
固定投资	205.21	195.54	189.12	259.87	282.46
无形资产	42.85	40.77	38.80	36.92	35.14
其他非流动资产	101.01	266.63	290.31	258.65	296.49
资产总计	757.88	1,314	2,018	3,261	4,639
流动负债	94.11	509.18	1,050	1,970	2,863
短期借款	0.50	280.00	420.98	794.43	1,157
应付账款	42.84	155.58	438.15	809.61	1,167
其他流动负债	50.77	73.60	190.94	365.95	538.33
非流动负债	1.37	3.64	3.64	3.64	3.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.37	3.64	3.64	3.64	3.64
负债合计	95.48	512.82	1,054	1,974	2,866
少数股东权益	48.14	176.68	181.57	191.28	205.84
股本	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
资本公积	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194
留存公积	(1,587)	(1,577)	(1,419)	(1,105)	(633.85)
归属母公司股	614.25	624.23	782.34	1,096	1,567
负债和股东权益	757.88	1,314	2,018	3,261	4,639

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	28.40	48.11	244.69	158.12	491.86
净利润	7.01	9.98	158.11	313.89	470.86
折旧摊销	12.55	15.59	15.90	16.38	16.74
财务费用	(8.18)	(8.80)	(10.95)	(18.01)	(27.41)
投资损失	(0.16)	4.88	5.35	5.88	6.47
营运资金变动	14.77	15.18	71.39	(169.74)	10.62
其他经营现金	2.41	11.28	4.89	9.71	14.56
投资活动现金	(127.59)	(129.37)	(36.54)	(59.48)	(81.85)
资本支出	3.71	131.86	25.26	47.67	69.45
长期投资	109.77	37.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	14.11	(39.49)	11.28	11.82	12.40
筹资活动现金	266.73	405.07	151.93	391.46	390.44
短期借款	0.50	279.50	140.98	373.45	363.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	110.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	409.79	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(253.57)	125.57	10.95	18.01	27.41
现金净增加额	167.54	323.81	360.08	490.09	800.44

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	170.62	297.56	841.97	1,589	2,315
营业成本	105.96	171.35	482.57	891.69	1,285
营业税金及附加	1.89	6.35	17.96	33.89	49.37
营业费用	7.97	12.67	35.85	67.65	98.57
管理费用	63.11	87.09	109.46	206.55	300.94
财务费用	(8.18)	(8.80)	(10.95)	(18.01)	(27.41)
资产减值损失	0.62	2.10	6.74	12.71	18.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.16	(4.86)	(5.35)	(5.88)	(6.47)
营业利润	(0.60)	21.93	195.00	388.50	583.48
营业外收入	10.20	1.58	1.58	1.58	1.58
营业外支出	0.07	0.18	0.19	0.20	0.21
利润总额	9.53	23.33	196.38	389.88	584.85
所得税	1.40	14.61	33.39	66.28	99.42
净利润	8.13	8.72	163.00	323.60	485.43
少数股东损益	1.13	(1.25)	4.89	9.71	14.56
归属母公司净利润	7.01	9.98	158.11	313.89	470.86
EBITDA	4.12	33.84	210.18	403.61	595.96
EPS (元)	0.01	0.01	0.16	0.31	0.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	153.92	74.40	182.95	88.71	45.70
营业利润	(99.43)	(3,756)	789.11	99.23	50.19
归属母公司净利润	(106.47)	42.39	1,485	98.53	50.01
获利能力 (%)					
毛利率	37.89	42.41	42.69	43.88	44.49
净利率	4.11	3.35	18.78	19.76	20.34
ROE	2.00	1.61	22.48	33.42	35.36
ROIC	(3.76)	1.11	31.90	55.13	67.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.60	39.04	52.23	60.52	61.78
净负债比率 (%)	0.52	54.60	39.95	40.25	40.38
流动比率	4.20	1.51	1.39	1.35	1.39
速动比率	4.15	1.49	1.36	1.19	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.29	0.51	0.60	0.59
应收账款周转率	1.91	2.52	3.54	3.13	2.84
应付账款周转率	4.32	1.73	1.63	1.43	1.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.01	0.16	0.31	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.05	0.24	0.16	0.49
每股净资产(最新摊薄)	0.61	0.62	0.78	1.09	1.56
估值比率					
PE (倍)	906.73	636.79	40.18	20.24	13.49
PB (倍)	10.34	10.18	8.12	5.79	4.05
EV_EBITDA (倍)	1,543	187.71	30.22	15.74	10.66

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com