

首发报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-03-16 星期一

同方泰德(1206.HK) 评级: 强烈推荐

首次报告: 2015-03-16

目标价: HK\$ 5.40

现价: HK\$ 3.49

预计升幅: 55%

股本数据

总股本(亿股) 6.44

市值(亿港元) 22.60

52周高/低(HK\$) 4.80 / 2.57

所属行业: 节能环保

主要股东

TSINGHUA TONGFANG 41.62%

ZANA CHINA FUND 10.21%

52周行情图(Vs 恒生中国指数)



资料来源: Bloomberg

罗颖

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9190

电邮: luoying@gyzq.com.hk

领先的一体化综合节能服务商

投资要点:

传承清华的一体化综合节能服务龙头企业:

公司是全球领先的一体化综合节能服务商,服务于全球 60 多个国家的绿色城市和智慧城市信息化建设。目前同方泰德的业务覆盖建筑节能、轨道交通节能、工业节能、供热节能四大领域的软、硬件产品、EPC、EMC 和运营。同方泰德于 2005 年在新加坡成立,于 2011 年 10 月在香港联交所主板上市。公司凭借 Techcon 系列 EMS、EEC E-Cloud 及楼控管理系统等产品,唯一连续 4 年荣获“智能建筑行业十大创新产品品牌”和“十大知名产品品牌”双项殊荣的企业。强大的技术优势和品牌优势让公司成为中国节能服务领域的龙头企业。

中国节能服务产业快速增长,已成为最具活力的朝阳行业之一:

节能服务是提高能源利用效率、减少排放的重要手段。在国家政策的扶持下,节能服务产业规模从 2006 年的 47.3 亿元人民币递增到了 2014 年的 2650 亿元人民币。2011-2014 年,我国节能服务产业规模的年复合增长率为 28.46%。按照《“十二五”节能环保产业发展规划》,合同能源管理被列为八大重点工程之一,到 2015 年节能服务业总产值要达到 3000 亿元,节能服务产业已经成为中国最具成长性和活力的朝阳行业之一。

产业链进一步深化,建筑节能和工业节能业务并驾齐驱:

公司 2011 年启动城市级节能改造,重庆作为第一站已成功收官。截至 2014 年底同方泰德已在重庆完成 200 万平方米的城市建筑节能改造,占据了重庆市场约 50% 的改造份额。继重庆之后,同方泰德已将“重庆模式”成功复制到湖南省、武汉市、克拉玛依等地,公司的建筑节能业务拥有巨大的发展潜力。2014 年公司通过收购同方节能进入工业节能市场。工业节能具有行业门槛高,订单规模大的特点,预计未来将成为同方泰德业绩的强劲增长点。

首次关注给予“强烈推荐”评级,目标价 5.4 港元:

彭博最新数据显示,目前 H 股节能环保行业 2014 年、2015 预测 PE 平均值为 20.81 倍、16.68 倍,而 A 股楼宇节能行业 2014 年、2015 预测 PE 平均值为 89.48 倍、51.38 倍,同方泰德的估值水平明显低估。结合行业估值水平,我们给予公司 2015 年 16 倍 PE 水平,对应目标价 5.40 港元,目标价较现价有 55% 的升幅,首次关注给予“强烈推荐”的投资评级。

至12月31日 (USD)	FY2012A	FY2013A	FY2014E	FY2015E	FY2016E
营业收入(百万美元)	124.2	148.7	182.5	233.9	312.6
增长 (%)	N/A	19.73%	22.74%	28.15%	33.66%
净利润(百万美元)	13.4	17.1	21.6	27.9	37.4
每股盈利(美元)	0.02	0.03	0.03	0.04	0.06
增长 (%)	N/A	27.73%	26.36%	28.91%	34.36%
基于3.49港元股价的市盈率(倍)	21.63	16.94	13.40	10.40	7.74
每股股息(美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源:公司资料、国元证券(香港)

目錄

一、公司介紹	3
二、中國節能行業迎來歷史性機遇	7
1、作為綠色的新興朝陽產業，節能服務產業維持快速增長	7
2、智慧城市建設進入快速增長期	7
3、我國 90% 以上建築屬於高能耗建築，推行建筑节能迫在眉睫	8
4、中國智能建築比例遠落後於發達國家	8
5、政府頒布一系列政策扶持節能行業發展	8
三、公司亮點	10
1、傳承清華的一體化綜合節能服務龍頭企業	10
2、突出的品牌優勢，產品可實現綜合節能 25%-35%	12
3、完善的“產、學、研”一體化平台帶來強勁的研發實力	12
4、城市化節能改造成功推進，已將“重慶模式”複製至多個地區	13
5、工業與交通節能成為業績新引擎，高准入門檻和訂單規模是亮點	13
6、擬退出海外業務，專注國內市場將獲取更加強勁的增長動力	13
四、財務分析	14
五、估值與投資建議	16
財務摘要	17

一、公司介紹

公司介紹

同方泰德是全球領先的一體化綜合節能服務商，服務於全球 60 多個國家的綠色城市和智慧城市信息化建設。目前同方泰德的業務覆蓋建筑节能、軌道交通節能、工業節能、供熱節能四大領域的軟、硬件產品、EPC、EMC 和運營。同方泰德於 2005 年在新加坡成立，於 2011 年 10 月在香港聯交所主板上市。公司憑借 Techcon 系列 EMS、EEC E-Cloud 及樓控管理系統等產品，唯一連續 4 年榮獲“智能建築行業十大創新產品品牌”和“十大知名產品品牌”雙項殊榮的企業。

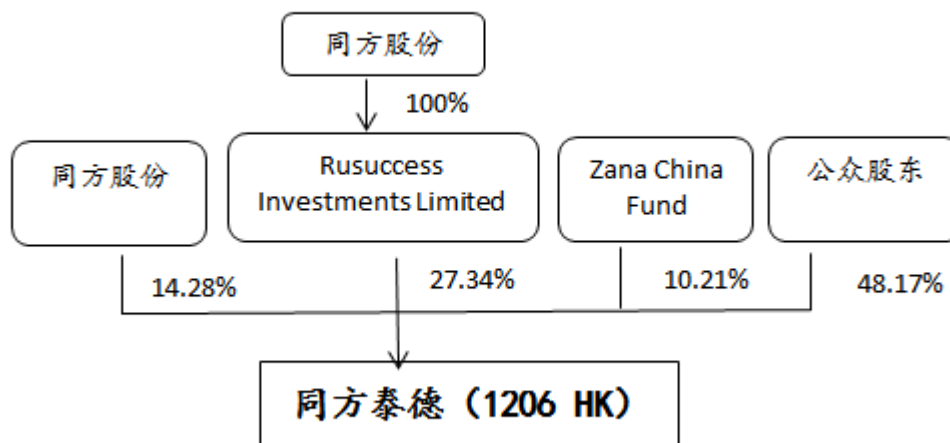
公司發展歷程

2005 年 於新加坡成立同方泰德科技有限公司
2006 年 於北京成立同方泰德國際科技（北京）有限公司
2008 年 收購加拿大 DISTECH CONTROLS
2009 年 與思科合作，致力於推動數字城市建設
2010 年 入選國家首批節能服務公司備案名單
2011 年 同方泰德榮登《福布斯》“中國潛力企業”榜單，成為智能建築行業唯一一家獲獎的樓控企業；
2011 年 與重慶建委、重慶銀行攜手，共同推進城市建築節能，探索出“政企銀”三位一體商務模式；
2011 年 自主研發的 EZEMS 能源管理系統、節能專家控制系統全面問世，實現了軟硬協調、強弱電一體化相結合等一系列節能新突破；
2011 年 同方泰德在香港主板上市
2013 年 同方泰德榮獲“智能建築行業優秀民族品牌”獎
2013 年 同方泰德躋身中國智能建築品牌監測樓宇自控類第四名。
2014 年 收購同方節能工程技術有限公司，業務範圍從建筑节能、熱網節能拓展至工業節能和軌道交通節能領域，豐富產業布局。
2014 年 成為上海市建筑节能工程核心單位，成功實施了上海萬人體育館、上海游泳館和東亞展覽館等標誌性項目的節能改造；Techcon 系列產品唯一連續 4 年榮獲“智能建築行業十大創新產品品牌”和“十大知名產品品牌”雙項殊榮的企業。

股權結構

截至 2015 年 3 月，公司第一大股東為同方股份，佔總股本的 41.62%，Zana China Fund L.P. 為第二大股東，持股 10.21%，其餘為公眾持股，佔總股本的 48.17%。

图表 1、股权结构



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

管理层

公司拥有经验丰富的管理团队，平均具备逾 19 年的楼宇自动化行业经验。公司行政总裁赵先生为中国建筑业协会智能建筑分会副会长，曾起草中国《智能建筑工程施工规范》，参与众多获奖智能建筑项目。公司运营总监谢先生也是建筑节能领域的专家。公司拥有的节能研究院，汇聚了众多节能领域的知名专家学者，已承接了多项国家级的建筑节能课题的研究。完善的产学研一体化平台为公司带来了强大的研发能力和技术优势。

核心管理层简介

陆致成先生：65 岁，公司主席、非执行董事，负责集团的战略规划、整体运营管理、投资及政府间关系。陆先生技术领域拥有超过 20 年的专业教学、管理和投资经验，曾担任 1989 年成立的北京清华人工环境工程有限公司的总经理。1997 年该公司与若干清华大学持有的其他公司重组组成同方，同方于 1997 年在上海证券交易所上市。陆先生现时为同方董事会主席，负责高层管理职能。

赵晓波先生：44 岁，公司行政总裁兼执行董事，负责集团整体战略规划一般管理。除担任同方泰德北京总经理外，赵先生亦为同方股份有限公司总裁助理及【Digital City】分部总经理。赵先生于 1993 年获得清华大学热量工程理学学士学位，并于 2005 年获得清华大学工商管理硕士学位。赵先生于 2010 年获委任为中国建筑业协会智能建筑分会副会长。赵先生参与众多智能建筑项目，例如中国北京饭店及伊朗德黑兰的地铁项目。所参与的项目获得中华人民共和国技术部颁发的建筑低碳技术创新奖等多个奖项。

谢汉良先生：50 岁，公司创办人、执行董事、营运总监，负责集团日常营运及一般管理。创办同方泰德之前，谢先生曾担任 Honeywell 大中华市场的销售经理，曾为 TAC Controls Asia Pte Ltd 亚太区管理团队的主管，曾获得 Honeywell 授予的“Winners Club

Award” 奖和 “President’ s Club Award” 奖。

梁乐伟先生：38 岁，公司财务总监兼公司联席公司秘书。梁先生为香港会计师公会会员及内部核数师公会会员，拥有逾 10 年会计、审计及尽职审查方面的经验。

Étienne Veilleux 先生：44 岁，为 Distech Controls 的创办人，自 1995 年起担任 Distech Controls 的总裁兼行政总裁，拥有逾 16 年建筑自动化、节能及新产品开发的经验，为蒙特利尔的 Young Presidents’ s Organization 及企业家协会会员。

资料来源：公司资料，国元证券（香港）

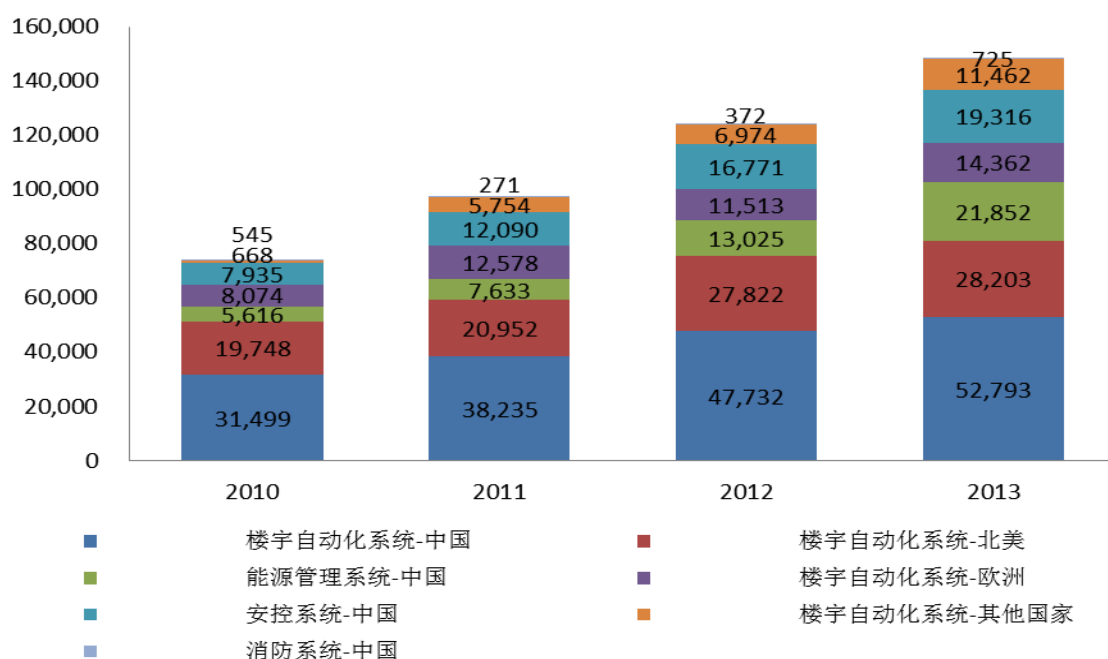
收入构成

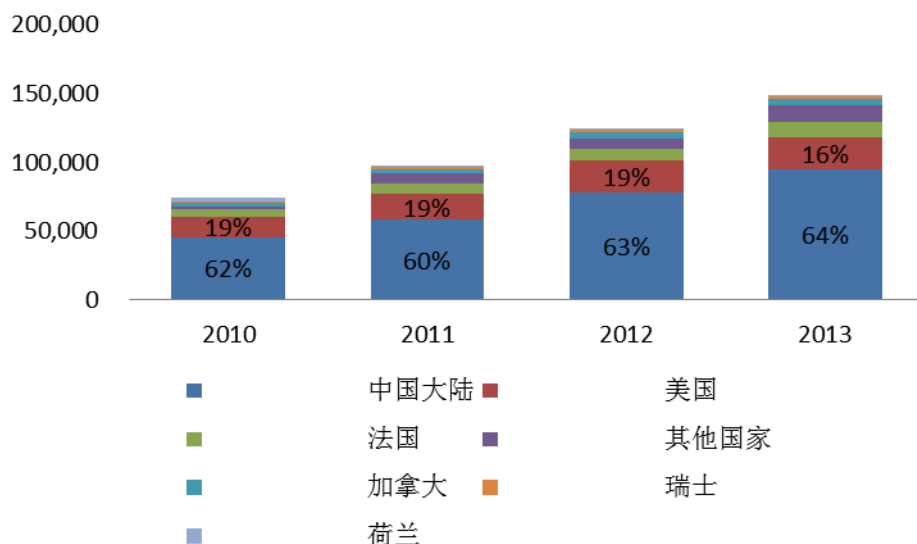
公司收入主要由三部分构成：(1)楼宇自动化系统；(2)能源管理系统；(3)安控系统和消防系统。

按地区来划分收益,中国、北美地区和其他地区的收入占比分别是 55.1%、23.3%和 21.6%。

2010-2013 年，公司楼宇自动化系统（中国）、楼宇自动化系统（北美）、楼宇自动化系统（欧洲）的年复合增长率分别为 18.78%、12.61%和 21.16%；能源管理系统（中国）的收入增长速度最为迅猛，年复合增长率为 57.29%。。

图表 2、公司收入构成（美元千元）



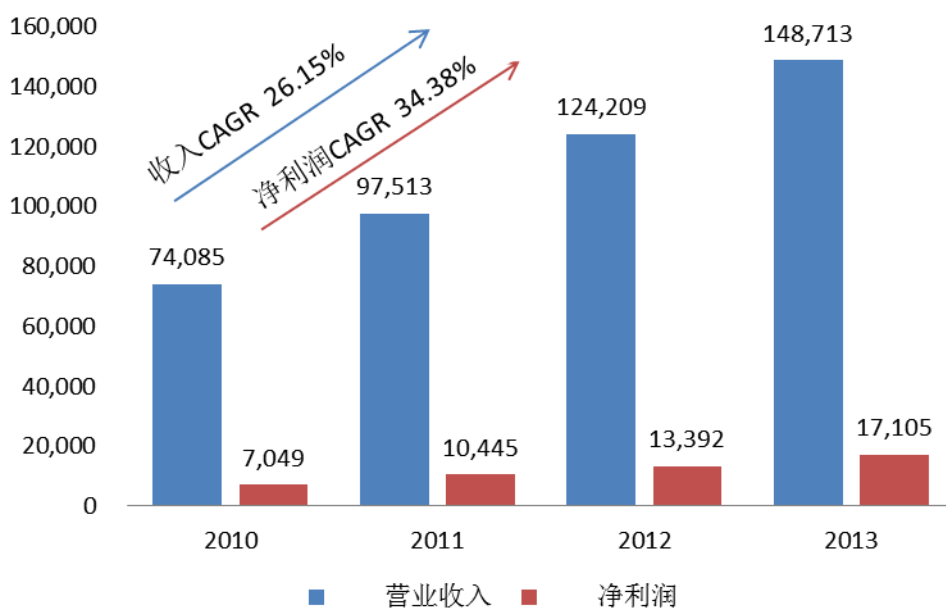


资料来源：公司资料，国元证券（香港）

收入&净利润

截至2013年12月31日，公司实现营业收入1.48亿美元，净利润1710万美元。2010-2013年收入与净利润的年均复合增长率分别为26.15%及34.38%。

图表 3、2010-2013 年收入&净利润（美元千元）



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

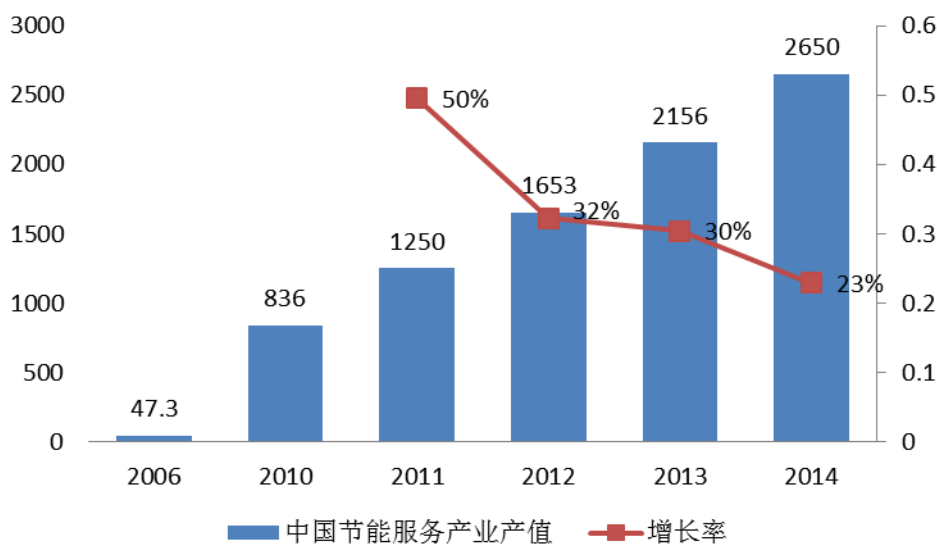
二、中国节能行业迎来历史性机遇

1、作为绿色的新兴朝阳产业，节能服务产业维持快速增长

节能服务是提高能源利用效率、减少排放的重要手段。在国家政策的扶持下，节能服务行业产值在“十一五”期间取得了迅猛的发展，并继续在“十二五”期间实现了稳步攀升。在“十一五”期间，节能服务产业规模从2006年的47.3亿元人民币递增到了2010年的836.29亿元人民币，合同能源管理项目投资从13.1亿元递增到287.51亿元，增长了22倍。

进入“十二五”期间，我国的节能服务产业继续稳步增长。2011节能服务产业首次突破1000亿元，达到1250亿元，同比增长50%。2014年，我国节能服务产业产值达到2650亿元，同比增长23%。2011-2014年，我国节能服务产业规模的年复合增长率为28.46%。按照《“十二五”节能环保产业发展规划》，合同能源管理被列为八大重点工程之一，到2015年节能服务业总产值要达到3000亿元，节能服务产业已经成为中国最具成长性和活力的朝阳行业之一。

图表4、中国节能服务产业产值逐步攀升（单位：亿元人民币）



资料来源：中国建筑节能网，国元证券（香港）

2、智慧城市建设进入快速增长期

根据市场研究公司marketsandmarkets的研究报告，2011-2016年我国智慧城市建设的复合增长率将达到14.2%，“十二五”期间用于智慧城市的投资总规模将达到5000亿元，目前“十二五”规划或政府工作报告提出建设智慧城市的地级市共有41个。智慧城市的增多将为建筑节能行业的发展带来巨大的机遇。

3、我国 90%以上建筑属于高能耗建筑，推行建筑节能迫在眉睫

目前，中国的节能产业分为四个主要领域：工业节能、建筑节能、交通节能、生活节能。其中，建筑领域是能源消耗的大户，约占总能耗的 45%。而节能建筑面积占全国建筑总面积的比例不到 10%。和发达国家相比，目前我国单位建筑面积能耗是发达国家的 2-3 倍以上，因此建筑节能刻不容缓。随着智慧城市的推广，节能建筑的改造空间巨大，前景广阔。

图表 5、我国节能建筑面积占比尚低

	高能耗面积	总面积
每年新建房屋建筑面积 (亿平方米)	16 以上	20
占比	80%以上	
2012 年我国既有建筑面积 总和 (亿平方米)	450	500
占比	90%以上	

资料来源：住房与城乡建设部，国元证券（香港）

4、中国智能建筑比例远落后于发达国家

根据《2013-2017 年中国智能建筑行业发展前景与投资战略规划分析报告》显示，我国智能建筑起步于 1990 年，比美国晚了 6 年，比日本晚 4 年：目前美国 70% 的新建建筑为智能建筑，日本的比例为 60%，而我国这一比例仅为 20% 左右。我国北京、上海、广州、深圳等地区智能建筑行业已经从幼稚期向成长期发展，国内其他城市将全面跟上。

图表 6、智能建筑占新建建筑的比例

	中国	美国	日本
智能建筑占新建建筑的比例	20%	70%	60%

资料来源：《2013-2017 年中国智能建筑行业发展前景与投资战略规划分析报告》，国元证券（香港）

5、政府颁布一系列政策扶持节能行业发展

- 2013 年 1 月 1 日，国家发展改革委、住房城乡建设部联合发布《绿色建筑行动方案》，“十二五”期间，我国将完成新建绿色建筑 10 亿平方米；到 2015 年末，20% 的城镇新建建筑达到绿色建筑标准要求。在既有建筑节能改造方面，将完成北方采暖地区既有居住建筑供热计量和节能改造 4 亿平方米以上，夏热冬冷地区既

有居住建筑节能改造 5000 万平方米，公共建筑和公共机构办公建筑节能改造 1.2 亿平方米，实施农村危房改造节能示范 40 万套。到 2020 年末，基本完成北方采暖地区有改造价值的城镇居住建筑节能改造。

- 2013 年 4 月，住房和城乡建设部制订的《“十二五”绿色建筑和绿色生态城区发展规划》公布。按照《规划》提出的具体目标，“十二五”时期，将选择 100 个城市新建区域（规划新区、经济技术开发区、高新技术产业开发区、生态工业示范园区等）按照绿色生态城区标准规划、建设和运行。2014 年起，政府投资的党政机关、学校、医院、博物馆、科技馆、体育馆等建筑，直辖市、计划单列市及省会城市建设的保障性住房，以及单体建筑面积超过两万平方米的机场、车站、宾馆、饭店、商场、写字楼等大型公共建筑，将率先执行绿色建筑标准。同时，将引导商业房地产开发项目执行绿色建筑标准，鼓励房地产开发企业建设绿色住宅小区，2015 年起直辖市及东部沿海省市城镇的新建房地产项目力争 50% 以上达到绿色建筑标准。
- 除国家层面的《绿色建筑行动方案》以及住建部全面启动绿色保障房建设工作外，我国各地方政府关于绿色建筑的行动实施方案陆续出台，截至 2013 年 11 月底，我国有 19 个省市自治区出台了绿色建筑行动方案。例如广东省还提出到“十二五”期末，全省累计建成绿色建筑 4000 万平方米以上，建设 10 个以上的绿色生态城（园）区；到 2020 年底，绿色建筑占全省新建建筑比重力争达到 30% 以上，建筑建造和使用过程的能源资源消耗水平接近或达到同期发达国家水平，公共建筑全面实行能耗定额管理。
- 国务院于 2014 年 11 月 19 日印发《能源发展战略行动计划 2014-2020》：表示要推进能源消费革命，坚持节能优先战略，以工业、建筑、交通领域为重点，创新发展方式，形成节能型生产和销售模式。工业节能：推进工业企业余热余压利用。绿色建筑：到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑的比例达到 50%；绿色交通：加快推进综合交通运输体系建设；推动城乡用电方式变革：提高城乡用能水平和效率，大力发展分布式能源，科学发展热电联产，鼓励有条件的地区发展热电冷联供。

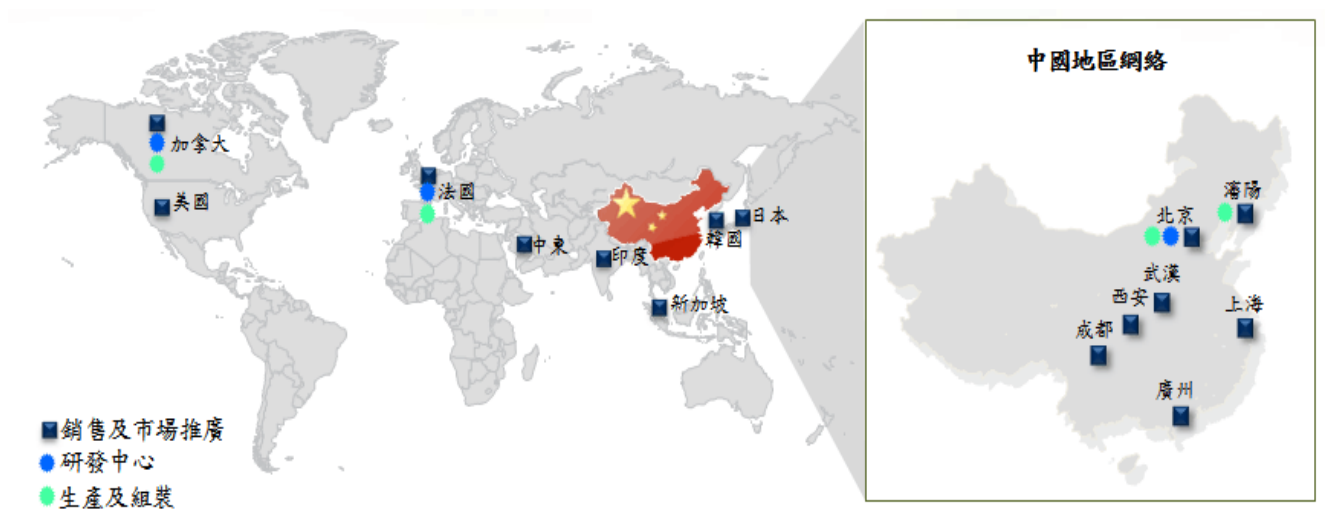
三、公司亮点

1、传承清华的一体化综合节能服务龙头企业

同方泰德是清华大学旗下第一家海外上市企业，承载清华和同方在节能领域的技术与经验，专注于提供一体化综合节能服务、解决方案和产品。同方泰德目前已为重庆、武汉、湖南、克拉玛依、赤峰等 20 多个省市和地区提供了完备的城市级节能服务，是公认的中国能源管理系统市场最大的国内企业。2014 年 12 月，公司获得“建筑智能化工程设计与施工一体化”一级资质，这意味着公司在建筑智能化工程的承接规模上将不受限制，公司的核心竞争力得到进一步的提升。

截止目前，同方泰德创新绿色智能建筑解决方案已在全球 60 多个国家的 1000 余所地标性建筑中得到广泛应用。其中自主研发的 Techcon E-Cloud 城市节能云平台、Techcon EEC 节能专家控制系统及 Techcon EMS 能源管理系统等产品，已成功应用于国内 20 多个省市和地区的数百栋地标性建筑其中包括北京央视大楼、重庆英利中心等标志性建筑，让公司在中国建筑节能市场保持龙头地位。

图表 7、全球化的业务网络



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

图表 8、成功案例



中央电视台



重庆英利国际金融中心



浙报传媒大厦



成都市人民政府

资料来源：公司资料，国元证券（香港）

2、突出的品牌优势，产品可实现综合节能 25%-35%

公司旗下中国市场的主打品牌“Techcon”凭借国际化领先的技术和超高性价比，蝉联“十大楼宇自控品牌”国内第一名。自主研发的旗舰产品 Techcon EEC 节能专家控制系统于 2011 年即获得省部级以上的科技成果鉴定，3 年间已在中国 30 多个城市的上百栋建筑中运行，实现了综合节能 25%-35% 的良好效果。Techcon EEC 节能专家控制系统于 2014 年 10 月荣获了中国建筑节能协会颁发的“建筑节能之星年度重点推广产品”荣誉称号，并在 2014 年节能服务产业年度峰会上被评为“2014 节能服务产业重点推广节能技术奖”。

公司旗下海外市场的主打品牌“Distech Controls”为国际知名品牌，荣获 Deloitte North America Fast 500 和 Canada Fast 50 两大奖项，已成为北美地区增长最快的科技公司，客户类型覆盖连锁超市、商业中心、医院、学校、数据中心等各类建筑。

图表 9、自主知名品牌



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

3、完善的“产、学、研”一体化平台带来强劲的研发实力

作为首批入选中国发改委备案名录的节能服务企业，同方泰德拥有国内科研实力领先的建筑节能研究院，可针对性地为市场量身设计和开发满足当地客户需求的产品及技术。同方泰德建筑节能研究院汇聚了众多节能领域的知名专家学者，参与编制多项国家/行业标准，并承接数个国家级建筑节能课题研究。不断跟踪、探索建筑节能行业产品和技术前沿，为承接建筑节能领域合同能源管理业务奠定了坚实的技术基础。完善的“产、学、研”一体化平台为公司带来了强劲的研发能力和技术优势。

公司目前在中国北京、加拿大、法国分别设有研发中心，让公司可以充分利用和发掘不同地区的技术专长，以满足不同地区的客户需求。

公司的核心技术：模块化串级控制算法，是十一五重点课题研究成果，并成功应用于公司核心产品 Techcon EEC 节能专家控制系统上。

4、城市化节能改造成功推进，已将“重庆模式”复制至多个地区

住建部副部长仇保兴曾表示，目前，我国既有建筑节能改造任重道远，有460亿平方米既有建筑，约三成需节能改造，预计今后10年产值达到1.5万亿元。绿色建筑市场已进入快速发展阶段。2011年6月，同方泰德与重庆城建委、重庆银行签约《合同能源管理战略协议》，正式启动城市级的节能改造。到现在，重庆市的建筑节能改造任务已完成。截至2014年底同方泰德，已在重庆完成200万平米的城市建筑节能改造，占据了重庆市场约50%的改造份额。继重庆之后，同方泰德已将“重庆模式”成功复制到湖南省、武汉市、克拉玛依等地。

我们相信随着公共建筑节能改造重点城市的增多，公司的建筑节能业务的业务还有巨大的发展潜力。

5、工业与交通节能成为业绩新引擎，高准入门槛和订单规模是亮点

2014年，同方泰德加大了业务纵深领域的开拓力度，收购了母公司旗下的另一家节能企业——同方节能工程技术有限公司，填补了自身在工业节能领域的空白。公司的工业节能领域包括热网节能和轨道交通节能，主要采取EPC和EMC的模式开展。工业节能具有行业门槛高，订单规模大的特点，预计未来将成为同方泰德业绩的强劲增长点。在热网节能领域，同方泰德已拥有多个成功项目，包括太原第一热电厂和第二热电厂等项目，均取得了非常可观的节能效益。轨道交通节能，主要是利用节能技术，使地铁站（主要是地下站点）空调、通风、照明等各设备系统不仅能安全、正常运行，还能实现较大幅度的节能降耗。目前，同方泰德的轨道交通节能技术已在北京奥林匹克森林公园南站得到应用，初步测算可节能30-50%。

6、拟退出海外业务，专注国内市场将获取更加强劲的增长动力

公司于3月10日发布公告称于3月8日（蒙特利尔时间）订立协议，同意连同其他主要股东共同出售Distech Controls Inc.的股份权益，予Acuity Brands, Inc.之附属公司1028665 B. C. Ltd.，经调整前总代价为3.18亿加元。同方泰德于2008年以1340万加元收购Distech Controls的63.8%的股权。7年间Distech Controls的价值得到快速提升，按照目前同方泰德持有43.98%的股权比例计算，预期公司将录得除税前溢利约1.22亿加元。本次出售是以Distech Controls 2013年、2014年的55倍、42倍PE卖出，投资回报相当可观。我们认为北美市场的楼宇自动化业务目前已经进入成熟阶段，增长速度缓慢。而中国的节能环保市场正在释放巨大的发展潜力。公司在中国的节能业务板块在2011年开始增长迅猛，2011、2012、2013年的收入增速分别为35.9%、70.6%和67.8%，而北美地区的楼宇自动化系统的收入贡献则逐年下降，2011、2012年、2013年的收入增速分别为6.1%、32.8%和1.4%。如海外业务成功出售，则公司具备充足的现金来发展增长迅猛的中国节能业务，并可增加国内市场战略收购的可能性。

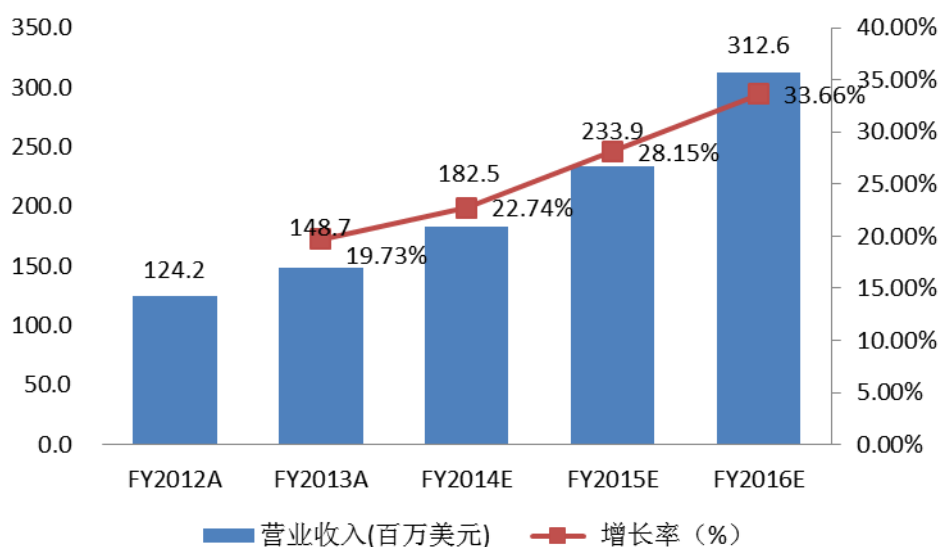
四、財務分析

盈利能力穩健

公司持續穩健的經營業績，過去 5 年的收益和利潤持續強勁增長，毛利率和淨利潤率水平平穩。

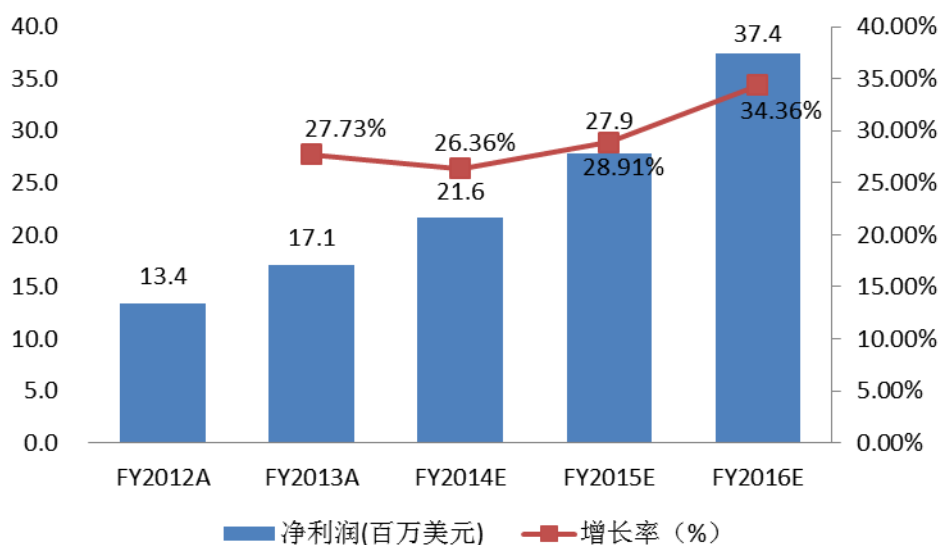
我們預計公司 2014 年收益約為 1.82 億美元，同比增長 22.74%，歸屬股東淨利潤約為 2160 萬美元，同比增長 26.36%，淨利潤率 12%。

圖表 10、收入預測



資料來源：公司資料，國元証券（香港）

圖表 11、盈利預測

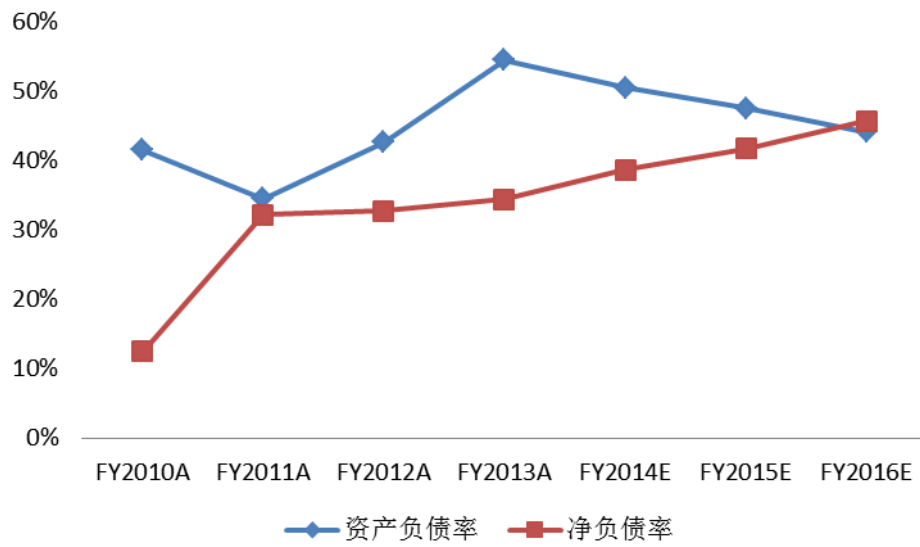


資料來源：公司資料，國元証券（香港）

財務健康狀況
 良好

公司保持穩定的經營現金流及在手現金。負債率維持在較低水平，資產負債結構穩健。

圖表 12、資產負債率和淨負債率



資料來源：公司資料，國元證券（香港）

五、估值与投资建议

行业估值

彭博最新数据显示,目前H股节能环保行业2014年、2015预测PE平均值为20.81倍、16.68倍,而A股楼宇节能行业2014年、2015预测PE平均值为89.48倍、51.38倍,同方泰德的估值水平明显低估。

图表 13、环保行业估值

				EPS				PE			
香港市场环保股				2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
代码	名称	最新价(港元)	总市值亿元								
3989 HK Equity	首创环境	0.49	22.81	-0.04	0.01	0.03	0.05	N/A	77.78	15.46	10.06
257 HK Equity	中国光大国际	12.12	543.46	0.33	0.40	0.52	0.61	36.73	30.30	23.31	19.74
1065 HK Equity	天津创业环保	5.49	138.51	0.24	0.25	0.26	0.28	22.88	21.79	21.28	19.64
855 HK Equity	中国水务	3.64	52.12	0.20	0.20	0.19	0.21	18.48	18.38	19.16	17.76
1206 HK Equity	同方泰德	3.46	22.48	0.21	0.26	0.34	0.45	16.94	13.40	10.40	7.74
371 HK Equity	北控水务	5.06	383.85	0.14	0.19	0.24	0.30	36.19	26.63	20.74	16.64
586 HK Equity	海螺创业	15.80	285.19	1.54	1.68	1.92	2.20	10.26	9.43	8.22	7.17
1330 HK Equity	绿色动力环保	4.46	46.61		0.19	0.30	0.40		23.08	14.90	11.11
6136 HK Equity	康达环保	3.36	69.48		0.18	0.24	0.31		18.74	13.86	10.86
1363 HK Equity	中滔环保	8.37	120.70	0.20	0.27	0.36	0.45	41.85	31.23	23.31	18.64
967 HK Equity	桑德国际	7.45	109.29	0.41	0.49	0.64	0.84	17.98	15.21	11.73	8.84
平均				0.36	0.37	0.46	0.56	25.16	20.82	16.69	13.81
A股市场环保股				2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
002421 CH Equity	达实智能	29.68	77.76	0.39	0.44	0.76	1.05	76.10	67.45	39.05	28.27
002178 CH Equity	延华智能	17.84	66.36	0.22	0.16	0.28	0.39	81.09	111.50	63.71	45.74
平均				0.31	0.30	0.52	0.72	78.60	89.48	51.38	37.01
1206 HK Equity	同方泰德	3.49	22.48	0.21	0.26	0.34	0.45	16.94	13.40	10.40	7.74

资料来源:彭博,国元证券(香港)

目标价

结合行业估值水平,我们给予公司2015年16倍PE水平,对应目标价5.40港元,目标价较现价有55%的升幅,首次关注给予“强烈推荐”的投资评级。

风险因素

项目拓展不达预期

竞争加剧

財務摘要

損益表						財務分析					
美元百萬元, 財務年度截至12月31日											
	12年 历史	13年 历史	14年 预测	15年 预测	16年 预测		12年 历史	13年 历史	14年 预测	15年 预测	16年 预测
收入	124	149	183	234	313	盈利能力					
营业成本	(80)	(94)	(115)	(147)	(197)	毛利率 (%)	36%	37%	37%	37%	37%
毛利	45	55	68	87	116	EBITDA 利率 (%)	12%	11%	12%	13%	13%
其他收入	1	3	2	2	2	净利率 (%)	11%	12%	12%	12%	12%
销售费用	(9)	(11)	(13)	(16)	(22)	营运表现					
行政费用	(13)	(15)	(18)	(23)	(31)	SG&A/收入 (%)	18%	18%	17%	17%	17%
财务开支	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	实际税率 (%)	21%	24%	24%	24%	24%
应占联营公司利润	2	3	4	5	6	股息支付率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
税前盈利	19	25	31	39	52	应付账款天数	159	191	181	155	128
所得税	(4)	(6)	(7)	(9)	(12)	应收账款天数	115	137	144	129	107
少数股东应占利润	2	2	2	2	2	ROE (%)	17%	18%	17%	18%	20%
净利润	13	17	22	28	37	ROA (%)	9%	8%	8%	9%	11%
折旧及摊销	2	3	4	5	6	财务状况					
EBITDA	15	17	23	29	41	净负债/净资产	33%	34%	39%	42%	46%
增长						收入/总资产	0.84	0.70	0.69	0.77	0.89
总收入 (%)	27%	20%	23%	28%	34%	资产负债率	43%	55%	51%	48%	44%
EBITDA (%)	23%	17%	32%	30%	39%	收入对利息倍数	214.5	97.9	100.0	100.0	100.0
资产负债表						现金流量表					
美元百萬元, 財務年度截至12月31日											
	12年 历史	13年 历史	14年 预测	15年 预测	16年 预测		12年 历史	13年 历史	14年 预测	15年 预测	16年 预测
现金	41	54	80	102	132	EBITDA	15	17	23	29	41
应收账款	48	66	80	88	97	融资成本	1	2	2	2	3
存货	12	16	19	21	23	营运资金变化	(3)	(13)	(12)	(4)	(4)
其他流动资产	1	2	3	3	3	所得税	(4)	(6)	(7)	(9)	(12)
流动资产	101	138	183	214	256	营运现金流	18	12	17	31	41
固定资产	7	10	10	11	12	资本开支	(10)	(12)	(2)	(3)	(4)
其他固定资产	39	64	73	79	85	其他投资活动	0	(19)	3	(9)	(10)
非流动资产	46	74	82	89	96	投资活动现金流	(10)	(32)	1	(13)	(14)
总资产	148	212	265	303	352	负债变化	8	7	11	6	7
流动负债	54	71	89	98	108	股本变化	3	29	0	0	0
应付帐款	44	55	61	67	73	股息	0	0	0	0	0
短期银行贷款	8	14	25	30	37	其他融资活动	(6)	(2)	(2)	(2)	(3)
其他短期负债	2	2	3	1	(2)	融资活动现金流	5	33	10	4	4
非流动负债	9	44	45	46	48	现金变化	12	14	27	22	31
长期银行贷款	7	7	7	7	9	期初持有现金	28	41	54	80	102
其他负债	2	38	39	39	39	汇率变动	0	(1)	(1)	(1)	(1)
总负债	63	115	134	144	156	期末持有现金	41	54	80	102	132
少数股东权益	7	2	6	6	6						
股东权益	78	95	125	153	190						
每股账面值(元)	0.12	0.15	0.19	0.24	0.30						
营运资金	48	67	94	116	148						

投資評級定義和免責條款

投資評級:

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%-20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%-20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

免責申明:

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認:

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見; 及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係; 及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話: (852) 3769 6888

傳真: (852) 3769 6999

服務熱線: 400-888-1313

公司網址: <http://www.gyzq.com.hk>