

**买入**

2014年8月14日

**又一项目获取大年 建设贡献更多集中于下半年**

► **收入增长 19.3%，利润增长 23.3%**：公司 2014 上半年收入增长 19.3%至 29.4 亿港元，其中建设收入与运营收入分别增长 22.3%与 9.0%，建造收入占比增加至 60.2%。EBITDA 增长 20%至约 13.0 亿，归属母公司净利润同比增长 23.3%至 8.0 亿港元，每股摊薄 EPS 增长 11.5%至 17.88 港仙，每股末期派息 5 港仙，派息率由 2013 年同期的 21.8%上升至 28.0%。

► **截至目前 2014 年获得垃圾焚烧项目 8700 吨/日，超出预期**：截至 2014 年 6 月底，光大获得了 5900 吨/日的垃圾焚烧发电新项目；而截至目前，新获规模达到 8700 吨/日，超出此前我们每年新增约 7000 吨/日的预期；这也是继 2012 年后又一项目获取大年。2014 年已经接近“十二五”规划的末期，关于规划中剩余可获得的垃圾焚烧规模也是今年市场普遍的关注与担心点，但从光大的新增量看，项目的推出未出现放缓情况。同时，焚烧作为中国垃圾大幅减量的主流处理方式，即使 2015 年达到“十二五”目标，也仅占无害化处理的 35%，预计“十三五”期间该占比有需要进一步提升。并且，光大今年已经进入了安徽、湖南与河南地区，兑现了其去年表示的将从沿海向内地延伸的战略，这一方面是行业的发展趋势，另一方面也体现出光大作为行业领导者对市场的开拓与先行性。

► **已有项目有序推进，个别特殊情况不影响整体趋势**：期内各类型项目的推进有序进行，垃圾发电方面，宁波与南京一期已于上半年按计划投运，邳州项目在 7 月投运，目前三亚与寿光项目正在建设中，预计下半年也将陆续完成。水务方面，汉科的收购方案确定，双方正在程序期中，有望今年年底前完成；另外章丘污水、陵县提标改造工程亦在 7 月完工。当然，根据原预计投运时间以及目前开工情况，我们也看到吴江与宁海的焚烧项目有所延迟，共 2200 吨/日，计划投资共 12.5 亿元，该笔资金在截至上半年公司所有在建与筹建投资额约 110 亿元中仅占小部分，属于特殊情况，并不代表整体趋势；并且，涉及拆旧建新的吴江项目（1500 吨/日）预计下半年可以开工，因此我们预期延迟并不会给业绩带来显著的实质性影响。

► **稳健打开多领域市场，大环保格局已显现**：公司现涉及的环保新能源领域涵盖了生活垃圾、生活污水、中水、危废、农林生物质的处理，以及光伏与风电，并且拥有焚烧设备的生产线。尽管垃圾发电仍是业务重点，但实际可见其大环保格局和体系已经成型，未来长期增长空间进一步打开。

► **维持目标价 13.50 港元，维持买入评级**：我们预计下半年开工项目较多，更多建设收入届时将有体现，预期全年利润增速将达 42.9%。而且从公司的业务布局，加上行业黄金期的配合看，我们认为光大具备了从固废龙头向大环保龙头迈进的潜力，长期都将是中国环保行业的优秀标的，短期出现业绩增速放缓并不代表拐点出现，反而可理解为带来买入的机会。维持 12 个月目标价 13.50 港元，对应 2014/2015 年 31.4/26.6 倍 PE，维持买入评级。

**郑嘉梁**
**852-25321599**
[jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk](mailto:jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	环保
股价	10.54 港元
目标价	13.50 港元 (+28.08%)
股票代码	0257
已发行股本	44.84 亿股
市值	472.61 亿港元
52 周高/低	6.62/12.12 港元
每股净资产	3.05 港元
主要股东	光大集团 (41.35%)

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入 (百万港元)	3,409.94	5,319.87	10,254.09	10,907.63	5,421.23
变动 (%)	-2.20%	56.01%	92.75%	6.37%	-50.30%
净利润 (百万港元)	1,123.27	1,324.67	1,925.86	2,278.07	2,036.54
EPS (港仙)	29.49	32.57	42.95	50.81	45.42
变动 (%)	36.02%	10.44%	31.88%	18.29%	-10.60%
市盈率 (倍, @10.54港元)	35.74	32.36	24.54	20.74	23.21
每股派息 (港元)	0.06	0.09	0.12	0.14	0.13
息率 (%)	0.61%	0.86%	1.14%	1.35%	1.21%

**股价表现**


## 主要财务报表

## 损益表

&lt;港币百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	3,410	5,320	10,254	10,908	5,421
毛利	1,684	2,375	3,554	4,209	3,544
其他收益	107	144	147	150	153
其他业务收入	-10	-0	-0	-0	-0
销售及管理费用	-297	-392	-646	-709	-352
其他费用	0	0	0	0	0
营运收入	1,483	2,127	3,055	3,650	3,345
财务开支	-313	-316	-400	-509	-537
联营公司与共同控制实 体	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	1,171	1,812	2,655	3,141	2,808
所得税	-267	-447	-664	-785	-702
少数股东应占利润	31	40	66	78	69
净利润	1,123	1,325	1,926	2,278	2,037
折旧及摊销	52,521	70,080	77,088	80,942	84,990
EBITDA	53,907	72,063	79,996	84,443	88,181
增长					
总收入 (%)	-2.2%	56.0%	92.8%	6.4%	-50.3%
EBITDA (%)	89.7%	33.7%	11.0%	5.6%	4.4%

## 资产负债表

&lt;港币百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	1,853	4,469	3,166	5,710	5,415
应收账款与应收工程合 约	1,851	2,318	5,092	3,991	3,769
存货	65	76	218	112	94
其他流动资产	970	1,381	129	129	129
总流动资产	4,739	8,244	8,604	9,942	9,406
固定资产	1,423	1,374	1,512	1,587	1,666
无形资产	7,721	10,329	14,838	17,540	16,719
长期投资	0	1	2	3	4
其他	2,701	3,523	3,857	4,206	3,994
总资产	16,583	23,471	28,813	33,279	31,789
应付帐款	1,191	1,734	3,039	2,834	354
短期抵押银行贷款	604	939	986	1,035	932
短期无抵押银行贷款	1,031	841	883	927	834
其他短期负债	58	58	87	103	92
总短期负债	2,884	3,572	4,994	4,898	2,212
长期抵押银行贷款	3,104	3,382	4,734	6,628	5,965
长期无抵押银行贷款	1,265	1,760	2,463	2,710	2,439
其他负债	659	979	1,028	1,079	1,025
总负债	7,913	9,692	13,220	15,315	11,641
少数股东权益	321	405	780	898	1,007
股东权益	8,350	13,374	14,814	17,065	19,140
每股账面值	2.1	3.3	3.3	3.8	4.3
营运资金	1,855	4,672	3,610	5,044	7,193

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 财务分析

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	49.4%	44.7%	34.7%	38.6%	65.4%
EBITDA 利率 (%)	1580.9%	1354.6%	780.1%	774.2%	1626.6%
净利率 (%)	32.9%	24.9%	18.8%	20.9%	37.6%
营运表现					
销售及管理费用/收	8.7%	7.4%	6.3%	6.5%	6.5%
实际税率 (%)	22.8%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	21.5%	27.6%	28.0%	28.0%	28.0%
库存周转	12	9	8	9	20
应付账款天数	276	181	130	160	310
应收账款天数	183	143	132	152	261
财务状况					
净负债/股本	0.99	0.75	0.95	0.95	0.66
收入/总资产	0.21	0.23	0.36	0.33	0.17
总资产/股本	1.99	1.75	1.95	1.95	1.66
盈利对利息倍数	4	4	5	5	4

## 现金流量表

&lt;港币百万元&gt;, 财务

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	53,907	72,063	79,996	84,443	88,181
	-313	-316	-400	-509	-537
	-772	-63	-3,376	5,262	545
	-267	-447	-664	-785	-702
营运现金流	-52,846	-71,601	-79,370	-87,004	-85,508
	-290	-364	-3,813	1,406	1,980
	-2,500	-2,500	-3,000	-3,000	0
投资活动现金流	-1,063	-950	1,143	-40	-44
	958	807	2,145	2,234	-1,130
	36	45	0	0	0
	-213	-263	-366	-539	-638
融资活动现金流	677	3,306	-413	-515	-464
	1,458	3,894	1,366	1,179	-2,232
现金变化	105	2,579	-1,304	2,545	-296
期初持有现金	1,684	1,807	4,426	3,122	5,667
汇兑变化	17	40	0	0	0
期末持有现金	1,807	4,426	3,122	5,667	5,371

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。