



中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002

核心观点

公司全年业绩符合预期。建造服务收入占比下滑 5 个百分点至 59%，收入质量上升；危废龙头地位初步树立、土壤修复正在向行业第一梯队迈进，预计公司未来盈利将更多依赖技术&管理驱动，减少对财政补贴政策依赖度。预计 2018~2020 年 EPS 分别为 0.82/1.09/1.27 港元，给予目标价 8.20 港元，维持“买入”评级。

■ **全年业绩 0.64 港元，符合预期。** 公司全年实现营业收入 70.02 亿港元，同比增长 53%；实现 EBITDA 21.61 亿港元，同比增长 53%；归母净利润 13.25 亿港元，同比增长 39%，折算基本每股收益 0.64 港元，业绩符合预期。

■ **各领域齐头并进，业务日趋均衡。** 生物质运营项目达到 22 个，全年上网电量 25.57 亿千瓦时，同比增长 84%；运营危废项目 12 个，全年共处理危废 12.7 万吨，同比增长 12%；新设立的环境修复业务拓展顺利，项目承接能力突出，全年共承接 9 个项目。建造、服务、财务收入均录得不俗表现，全年分别增长 40%/77%/75%，其中建造工程收入在营收占比下降 5 个百分点至 59%，收入质量延续前期的上升趋势。期间费用方面，管理及财务费用率分别下滑 0.1/0.2 个百分点，彰显管理效率。

■ **服务更加多元，降低补贴政策依赖。** 区域多元：公司新进入浙江、陕西、福建等省市，业务拓展至全国 14 个省市；业务多元：危废及环境修复快速放量，其中危废公司 EBITDA 中占比已提升至 16.4%，公司在工业环保领域布局已经见到成效，危废龙头地位已经初步树立，土壤修复在收购上田环境后也在向行业第一梯队迈进。考虑到公司强大的市场拓展能力、丰富的项目储备、高效的执行效率、我们预计公司的危废&土壤修复领域将延续高增态势，公司盈利增长将更多依赖技术&管理驱动，减小盈利对政府补贴政策（生物质）的依赖程度。

■ **风险提示。** 在建&筹建项目执行进度低于预期；生物质原料供给不足或价格上升；宏观经济波动致使公司工业废物量及毛利率变动幅度超预期。

■ **盈利预测及估值。** 考虑新业务领域拓展积极，小幅上调 2019~2020 年 EPS 预测至 0.82/1.09 港元（原为 0.81/1.00 港元），新增 2021 年 EPS 1.27 港元预测，当前股价对应 P/E 分别为 8/6/5 倍。公司凭借资源、模式、管理三大壁垒铸就竞争优势，生物质及危废密集投产助业绩高增，业务日趋多元且结构持续优化明确。参考可比公司给予 2019 年 10 倍目标 P/E，对应目标价为 8.20 港元，维持“买入”评级。

中国光大绿色环保	01257.HK
评级	买入（首次）
当前价	6.71 港元
目标价	8.20 港元
总股本	2,066 百万股
港股流通股本	2,066 百万股
52 周最高/最低价	8.76/5.2 港元
近 1 月绝对涨幅	2.91%
近 6 月绝对涨幅	-3.91%
近 12 月绝对涨幅	-12.23%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,581	7,002	8,832	11,708	13,053
营业收入增长率	52.7	52.8	26.1	32.6	11.5
净利润(百万元)	954	1,325	1,699	2,256	2,627
净利润增长率	52.1	39.1	27.6	32.7	16.4
每股收益 EPS(基本)(元)	0.46	0.64	0.82	1.09	1.27
净资产收益率 ROE%	10.9	14.2	15.9	18.0	18.0
PE	14	10	8	6	5
PB	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 6 日收盘价，货币单位为港元

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,581	7,002	8,832	11,708	13,053
营业成本	-3,146	-4,932	-6,110	-8,135	-9,023
毛利率	31.32%	29.56%	30.82%	30.52%	30.88%
管理费用	-237	-357	-574	-820	-914
管理费用率	5.2%	5.1%	6.5%	7.0%	7.0%
其他收益-非经营	118	159	260	350	450
其他经营净收益	-2	-1	-10	-10	-10
营业利润	1,314	1,871	2,398	3,093	3,557
财务费用	-126	-202	-273	-273	-273
财务费用率	3.59%	3.37%	3.70%	3.70%	3.70%
利润总额	1,188	1,668	2,124	2,820	3,283
所得税	-230	-337	-425	-564	-657
所得税率	19.39%	20.20%	20.00%	20.00%	20.00%
少数股东损益	3	6	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	954	1,325	1,699	2,256	2,627
净利率	20.82%	18.92%	19.24%	19.27%	20.12%
每股收益(元)(摊薄)	0.46	0.64	0.82	1.09	1.27

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,404	2,045	3,112	4,258	5,595
存货	111	125	170	226	251
应收账款	1,198	1,240	1,963	2,602	2,901
其他流动资产	1,081	1,779	1,779	1,779	1,779
流动资产	4,793	5,188	7,023	8,864	10,525
固定资产	2,283	2,502	3,175	3,295	3,401
无形资产	5,132	7,486	8,307	9,109	9,892
合同工程应收账款	1,634	2,852	2,852	2,852	2,852
其他长期资产	590	574	518	518	518
非流动资产	9,638	13,415	14,852	15,774	16,663
资产总计	14,432	18,603	21,875	24,638	27,188
短期借款	541	915	300	300	300
应付账款	1,666	2,417	2,944	3,903	4,351
其他流动负债	10	24	24	24	24
流动负债	2,217	3,356	3,268	4,226	4,675
长期负债	2,953	5,091	7,091	7,091	7,091
其他长期负债	495	725	725	725	725
非流动性负债	3,449	5,816	7,816	7,816	7,816
负债合计	5,666	9,172	11,084	12,043	12,491
股本	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066
储备	7,140	7,731	9,090	10,895	12,996
股东权益合计	8,748	9,339	10,698	12,503	14,604
少数股东权益	18	92	92	92	92
负债股东权益总计	14,432	18,603	21,875	24,638	27,188

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,188	1,668	2,124	2,820	3,283
所得税支出	-230	-337	-425	-564	-657
折旧和摊销	201	288	345	378	411
营运资金的变化	-1,598	-1,943	-241	263	125
其他经营现金流	360	202	273	273	273
经营现金流合计	-80	-121	2,077	3,170	3,436
资本支出	-2,106	-2,600	-2,100	-1,300	-1,300
投资收益	-20	0	0	0	0
其他投资现金流	-662	121	-2,077	-3,170	-3,436
投资现金流合计	-2,867	-2,600	-2,100	-1,300	-1,300
发行股票	3,381	0	0	0	0
负债变化	1,366	0	1,385	0	0
股息支出	0	-258	-340	-451	-525
其他融资现金流	-318	-202	-273	-273	-273
融资现金流合计	4,429	-461	771	-725	-799
现金及现金等价物净增加额	1,482	-3,182	748	1,146	1,337

主要财务指标(%)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	52.7	52.8	26.1	32.6	11.5
营业利润增长率	54.2	42.4	28.2	29.0	15.0
净利润增长率	52.1	39.1	27.6	32.7	16.4
毛利率	31.3	29.6	30.8	30.5	30.9
EBITDA Margin	19.1	19.2	19.2	19.3	19.3
净利率	20.8	18.9	19.2	19.3	20.1
净资产收益率	10.9	14.2	15.9	18.0	18.0
总资产收益率	6.6	7.1	7.8	9.2	9.7
资产负债率	39.3	49.3	50.7	48.9	45.9
所得税率	19.4	20.2	20.0	20.0	20.0
股利支付率	19.5	19.5	20.0	20.0	20.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6 规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。