

【广发环保&海外】中国光大绿色环保 (01257.HK)
生物质项目加速消化, 危废业务成新发力点
核心观点:

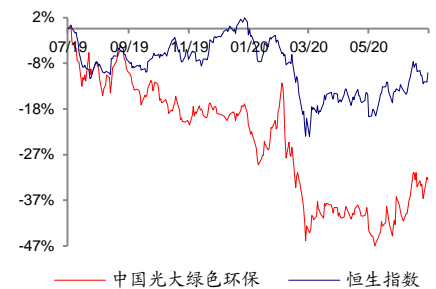
- **2020 生物质电价补助预算下达, 期待后续项目审批加速落地。**7月初财政部发布《关于下达可再生能源电价附加补助资金预算的通知》, 2020 年国家可再生能源电价补贴资金中生物质项目补贴约 54 亿元, 约可满足生物质项目 30~40% 补贴资金需求。公司 3 月公告披露可能符合首批清单申报条件项目达 12 个, 涉及补贴资金 18 亿人民币。未来公司也将提前做好下一批次申报准备, 期待后续项目审批加速落地。
- **生物质危废业务高增长, 运营资产占比提升优化现金流。**公司 2019 年实现营收 92.80 亿港元, 同比增长 33%, 权益股东应占盈利 16.21 亿港元, 同比增长 22%。两主业生物质和危废收入保持增长, 分别同比增长 24%、94%。结构上来看, 运营业务收入占比从 39% 提升至 45%, 进而带动公司经营现金流净流出大幅减少。
- **存量生物质项目加速消化, 危废业务成为增长核心发力点。**截至 2019 年底, 公司共拥有生物质项目 48 个 (在运 32 个, 在建及筹建 16 个), 公司近年来积极推进生物质项目由直燃发电向热电联供转型, 2019 年实现蒸汽供应量 81.9 万吨/年, 同比增长 125%。危废方面, 公司共有危废处置项目 51 个, 总设计产能达 222.9 万吨/年 (较 2018 年末增长 88.9%), 危废业务收入占比增加至 16% 成为增长核心发力点。
- **运营效率提升, 危废业务产能预期释放, 维持“买入”评级。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.82、0.98、1.16 港元/股, 按照最新收盘价对应估值 PE 分别为 4.10、3.43、2.89 倍。公司生物质发电效率提升、危废逐步进入运营期释放业绩, 此外环境修复业务仍将持续发力, 2021-2022 年公司归母净利润仍将维持 15% 以上成长, 站在目前时点具备估值修复空间, 参考可比公司估值, 给予 2020 年 6 倍 PE, 对应 4.92 港币/股的合理价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 融资改善政策出台、执行力度不及预期; 生物质运营补贴无法按时到位, 产能利用率不足; 上网电价、税收等优惠政策变化。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,002	9,280	9,878	11,032	12,050
增长率 (%)	52.83%	32.53%	6.45%	11.68%	9.22%
EBITDA (百万元)	2,013	2,716	2,861	3,451	4,100
归母净利润 (百万元)	1,325	1,621	1,694	2,025	2,402
增长率 (%)	38.90%	22.39%	4.48%	19.52%	18.64%
EPS (元/股)	0.64	0.78	0.82	0.98	1.16
市盈率 (P/E)	8.69	5.38	4.10	3.43	2.89
ROE (%)	14.05%	15.32%	13.77%	14.10%	14.30%
EV/EBITDA	9.26	7.99	7.87	7.34	6.79

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 备注: 币种为 HKD

公司评级	买入
当前价格	3.36 港元
合理价值	4.92 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-22

相对市场表现

分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

相关研究:

中国光大绿色环保 2020-03-31

(01257.HK):19 年业绩同比增长 22%, 危废业务成新发力点

【广发海外】中国光大绿色环保 2019-08-14

保 (01257.HK):业绩符合预期, 预计下半年持续增长

联系人: 姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,188	7,548	8,093	8,719	8,328
现金	2,045	2,685	2,808	2,950	2,132
应收账款	1,240	1,381	1,598	1,710	1,907
存货	125	228	205	244	248
其他	1,778	3,253	3,482	3,814	4,041
非流动资产	13,415	18,710	22,588	26,967	31,494
固定资产	2,335	2,643	2,986	3,372	3,800
无形资产	7,654	11,185	14,676	18,637	22,698
租金按金					
使用权资产					
其他	3,426	4,882	4,925	4,958	4,997
资产总计	18,603	26,258	30,680	35,686	39,822
流动负债	3,356	5,077	5,779	5,228	3,926
短期借款	915	2,022	2,422	1,582	0
应付账款	1,738	2,138	2,374	2,553	2,730
其他	702	916	983	1,093	1,196
非流动负债	5,816	10,594	12,594	16,094	19,094
长期借款	5,091	9,072	11,072	14,572	17,572
租赁负债					
其他	725	1,522	1,522	1,522	1,522
负债合计	9,172	15,671	18,373	21,323	23,020
少数股东权益	92	241	267	298	334
股本	1,608	1,608	1,608	1,608	1,608
留存收益和资本公积	7,731	8,738	10,432	12,457	14,860
归属母公司股东权益	9,339	10,346	12,040	14,065	16,468
负债和股东权益	18,603	26,258	30,680	35,686	39,822

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,002	9,280	9,878	11,032	12,050
营业成本	4,932	6,479	6,964	7,612	8,073
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	357	490	504	541	578
财务费用	202	377	478	582	676
营业利润	1,723	2,326	2,410	2,879	3,398
利润总额	1,668	2,109	2,150	2,570	3,049
所得税	337	462	430	514	610
净利润	1,325	1,621	1,720	2,056	2,439
少数股东损益	6	26	26	31	37
归属母公司净利润	1,325	1,621	1,694	2,025	2,402
EBITDA	2,013	2,716	2,861	3,451	4,100
EPS (港元)	0.64	0.78	0.82	0.98	1.16

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-241	-138	-634	-399	-369
净利润	1,325	1,621	1,694	2,025	2,402
折旧摊销	290	390	451	572	702
少数股东权益	6	26	26	31	37
营运资金变动及其他	-1,863	-2,175	-2,805	-3,027	-3,510
投资活动现金流	-2,370	-4,279	-4,165	-4,736	-4,991
资本支出	-2,993	-4,000	-4,285	-4,918	-5,191
其他投资	623	-279	120	181	199
筹资活动现金流	2,276	5,098	1,922	2,078	742
借款增加	374	1,107	400	-840	-1,582
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-310	-300	-478	-582	-676
其他	2,212	4,291	2,000	3,500	3,000
现金净增加额	-359	641	-2,877	-3,058	-4,618

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	52.8%	32.5%	6.5%	11.7%	9.2%
营业利润	43.1%	35.0%	3.6%	19.5%	18.0%
归属母公司净利润	38.9%	22.4%	4.5%	19.5%	18.6%
获利能力					
毛利率	29.6%	30.2%	29.5%	31.0%	33.0%
净利率	18.9%	17.5%	17.2%	18.4%	19.9%
ROIC	13.8%	13.0%	10.8%	10.4%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	49.3%	59.7%	59.9%	59.8%	57.8%
净负债比率	97.3%	148.0%	149.3%	148.5%	137.0%
流动比率	1.55	1.49	1.40	1.67	2.12
速动比率	0.98	0.80	0.76	0.89	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.35	0.32	0.31	0.30
应收账款周转率	5.65	6.72	6.18	6.45	6.32
应付账款周转率	2.84	3.03	2.93	2.98	2.96
每股指标 (港元)					
每股收益	0.64	0.78	0.82	0.98	1.16
每股经营现金	-0.12	-0.07	-0.31	-0.19	-0.18
每股净资产	4.56	5.12	5.96	6.95	8.13
估值比率					
P/E	8.69	5.38	4.10	3.43	2.89
P/B	0.62	0.33	0.23	0.19	0.17
EV/EBITDA	9.26	7.99	7.87	7.34	6.79

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获2019年新财富环保行业第一名。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。