

买入

上半年运营服务收益显著增长

中国光大绿色环保 (1257.HK)

2019-08-13 星期二

目标价: HK\$ 8.10

现价: HK\$ 5.06

预计升幅: 60%

## 股本数据

港股股本(亿股): 20.66

港股市值(亿港元): 104.5

52周高/低(HK\$): 8.59/4.47

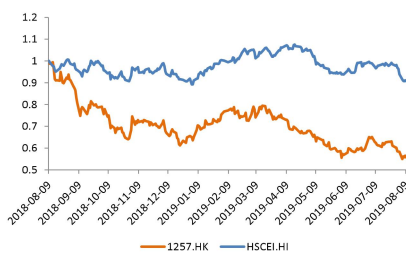
每股净资产(HK\$): 4.52

所属行业: 环保

## 主要股东

中国光大绿色控股有限公司 69.70%

## 52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



## 相关报告:

首发报告 20180717

更新报告 20180807

更新报告 20190312

## 国元国际研究部

姓名: 段静娴

SFC: BL0863

电话: 0755-21519166

Email: duanjx@gyzq.com.hk

## 投资要点

## 2019年中期盈利 8.13 亿港元, 同比增 26.1%, 符合预期:

公司2019年上半年实现收益42.41亿港元, 同比增长34.5%, 其中建造服务收益约22.35亿港元, 占总收益比重52.7%, 同比增长19.4%; 运营服务收益约19.17亿港元, 占比45.2%, 同比增长57%。公司期内EBITDA为13.69亿港元, 同比增长33%; 实现权益股东应占盈利8.13亿港元, 同比增长26.1%; 每股基本盈利39.36港仙, 公司拟派发2019年中期股息每股8港仙, 公司中期业绩符合我们预期。

## 上半年运营服务收益显著增长, 占比上升至45%:

2019年上半年, 公司新增建成完工及投运项目共计50个(2018年同期38个), 环境修复执行中及年内完工项目较去年同期增加18个, 使运营服务收益较去年同期大幅增长57%, 占总收益比重由2018年同期的39%上升至45%。截至2019年6月30日, 公司在建或执行中的项目共32个, 包括12个生物质综合利用项目、5个危废及固废处置项目及15个环境修复项目。随着大量筹建及在建项目陆续建成完工投入运营, 预计未来运营服务收益占比将进一步提升, 为公司带来稳定的现金流和盈利增长。

## 危废及固废处置板块发展强劲:

上半年危废及固废板块收益同比大幅增长45%至5.74亿港元, 贡献净利润1.68亿港元, 同比增长18%。市场拓展方面, 危废板块表现强劲, 公司期内共取得14个新项目及签署一份补充协议, 包括9个危废及固废处置项目, 4个环境修复项目及1个生物质热电联供项目, 新增危废及固废设计处理能力约67.5万吨/年, 期内危废总设计处理规模达184万吨/年, 较去年同期的89万吨/年增长107%, 处于全国领先地位。

## 维持买入评级, 目标价 8.10 港元:

我们维持公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况, 给予公司目标价8.10港元, 相当于2019年和2020年10倍和7.7倍PE, 目标价较现价有60%涨幅, 维持买入评级。

截止 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万港元)	4,581	7,002	9,032	11,633	12,936
变动(%)	53%	53%	29%	29%	11%
归属股东净利润(百万港元)	954	1,325	1,674	2,167	2,557
变动(%)	52%	39%	26%	29%	18%
基本每股盈利(港元)	0.52	0.64	0.81	1.05	1.24
市盈率@5.06港元(倍)	9.75	7.85	6.21	4.80	4.07
每股股息(港元)	0.09	0.13	0.16	0.21	0.25
股息现价比率(%)	2%	3%	3%	4%	5%

表 1、行业相关公司估值

水务												
名称	代码	股价	市值 (亿)	PE				PB				
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
北控水务	371 HK	4.15	415.7	8.3	7.8	6.8	5.9	1.5	1.4	1.2	1.1	
粤海投资	270 HK	16.68	1,090.5	19.7	20.5	18.7	17.1	2.5	2.5	2.4	2.3	
中国水务	855 HK	6.25	100.6	9.8	7.5	6.7	5.7	1.7	1.3	1.1	1.0	
云南水务	6839 HK	1.93	23.0	5.8	4.7	4.5	3.9	0.5	N/A	N/A	N/A	
平均				10.9	10.1	9.2	8.1	1.5	1.7	1.6	1.5	

垃圾处理												
名称	代码	股价	市值 (亿)	PE				PB				
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
光大国际	257 HK	6.71	412.2	8.2	7.8	6.6	3.8	1.3	1.1	1.0	0.9	
东江环保	895 HK	6.68	84.3	15.8	10.7	9.1	8.0	1.6	1.1	1.0	0.8	
粤丰环保	1381 HK	3.71	90.5	13.4	10.1	8.5	7.3	1.9	1.5	1.3	1.1	
绿色动力环保	1330 HK	3.61	107.4	11.2	9.8	7.3	5.9	1.1	1.2	1.1	1.0	
首创环境	3989 HK	0.20	28.4	11.9	11.9	7.5	5.4	0.6	0.6	0.5	0.5	
平均				12.1	10.1	7.8	6.1	1.3	1.1	1.0	0.9	
光大绿色环保	1257 HK	5.06	104.5	7.9	6.2	4.8	4.1	1.1	1.0	0.8	0.7	

资料来源：国元国际，Bloomberg

## 投资风险

生物质发电上网电价下调，国家补贴减少影响项目回报率

因项目选址可能引起居民反对或其他原因造成项目进度不及预期

生物质原材料供应不足或价格上涨影响项目运营

不可抗力等其它风险，影响公司的正常运营

财务报表摘要

损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	4,581	7,002	9,032	11,633	12,936
经营成本	(3,146)	(4,932)	(6,405)	(8,201)	(8,905)
其他收入	118	159	162	129	104
行政费用	(237)	(357)	(460)	(592)	(659)
财务开支	(126)	(202)	(220)	(240)	(256)
应占联营公司利润	(0.9)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
其他开支	(2)	(1)	0	0	0
税前盈利	1,188	1,668	2,108	2,729	3,220
所得税	(230)	(337)	(426)	(551)	(651)
少数股东应占利润	3	6	8	11	13
净利润	954	1,325	1,674	2,167	2,557
折旧及摊销	205	290	370	445	519
EBITDA	1,519	2,161	2,698	3,414	3,994
增长					
总收入 (%)	53%	53%	29%	29%	11%
EBITDA (%)	54%	42%	25%	27%	17%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金	2,404	2,045	2,259	3,733	3,782
应收账款	1,198	1,240	1,599	2,059	2,290
存货	111	230	340	440	440
其他流动资产	1,081	1,673	2,170	2,394	2,564
流动资产	4,793	5,188	6,368	8,627	9,076
固定资产	2,144	2,335	3,063	3,788	4,388
无形资产及其他固 定资产	7,494	11,080	11,557	13,119	16,001
非流动资产	9,638	13,415	14,620	16,907	20,389
总资产	14,432	18,603	20,988	25,534	29,465
应付账款	1,666	2,417	3,138	4,018	4,363
短期银行贷款	541	915	1,181	1,521	1,691
其他短期负债	10	24	30	39	44
流动负债	2,217	3,356	4,349	5,578	6,098
长期银行贷款	2,953	5,091	5,346	5,613	5,894
其他负债	495	725	936	1,925	3,152
非流动负债	3,449	5,816	6,282	7,538	9,045
总负债	5,666	9,172	10,631	13,116	15,143
少数股东权益	18	92	40	47	62
股东权益	8,748	9,339	10,317	12,371	14,260
负债及权益总额	14,432	18,603	20,988	25,534	29,465
每股账面值(港 元)	4.75	4.56	5.01	6.01	6.93
营运资金	2,577	1,832	2,018	3,049	2,978

财务分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	33%	31%	30%	29%	31%
净利率 (%)	21%	19%	19%	19%	20%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
实际税率 (%)	19%	20%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	19%	20%	20%	20%	20%
库存周转天数	13	9	9	9	9
应付账款天数	95	65	65	65	65
应收账款天数	193	179	179	179	179
ROE (%)	11%	14%	16%	18%	18%
ROA (%)	9%	8%	8%	9%	9%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3
收入/总资产	0.32	0.38	0.43	0.46	0.44
总资产/股本	1.65	1.99	2.03	2.06	2.07
收入对利息倍数	36.5	34.6	41.1	48.4	50.6

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EBITDA	1,519	2,161	2,698	3,414	3,994
融资成本	(3,842)	(1,581)	(825)	(1,029)	(1,509)
营运资金变化	2,287	(744)	186	1,030	(70)
所得税	(44)	(76)	(81)	(105)	(124)
营运现金流	(80)	(241)	1,978	3,310	2,291
资本开支	(2,106)	(2,940)	(2,047)	(2,202)	(2,242)
其他投资活动	(761)	571	(17)	0	0
投资活动现金流	(2,867)	(2,370)	(2,064)	(2,202)	(2,242)
负债变化	1,257	2,733	520	607	451
股本变化	3,381	0	0	0	0
股息	(186)	(265)	(335)	(433)	(511)
其他融资活动	(23)	(192)	115	193	60
融资活动现金流	4,429	2,276	300	367	0
现金变化	1,482	(335)	214	1,475	49
期初持有现金	886	2,404	2,045	2,259	3,733
汇率变动	36	(25)	0	0	0
期末持有现金	2,404	2,045	2,259	3,733	3,782

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-15%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元国际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。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司  
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>