

买入 (维持)

1257.HK 中国光大绿色环保

港股通 (深)

目标价: 6.94 港元

现价: 4.8 港元

业绩符合预期, 新获取项目以轻资产为主

2019年08月14日

预期升幅: 44.6%

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万港元)	7,002	9,297	11,636	14,795
同比增长	52.8%	32.8%	25.2%	27.2%
归母净利润 (百万港元)	1,325	1,699	2,114	2,742
同比增长	38.9%	28.2%	24.4%	29.7%
毛利率	29.6%	31.1%	31.8%	32.4%
净利润率	19.0%	18.6%	18.5%	18.8%
净资产收益率	13.5%	15.4%	16.6%	18.3%
基本每股收益 (港元)	0.64	0.82	1.02	1.33
每股经营现金流 (港元)	-0.12	0.14	-0.07	0.60

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

日期	2019.08.13
收盘价 (港元)	4.8
总股本 (百万股)	2,066
流通股本 (百万股)	2,066
总市值 (百万港元)	9,917
流通市值 (百万港元)	9,917
净资产 (百万港元)	11,230
总资产 (百万港元)	25,335
每股净资产 (港元)	5.43

数据来源: Wind

相关报告

光大绿色环保更新报告
-20180807\20190128\20190307
光大绿色环保首发报告
-20180805

海外能源、公用事业、工业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

投资要点

- **2019年上半年业绩符合预期:** 2019年上半年公司收入同比增长35%至42.2亿港元, 其中生物质综合利用、危废及固废处置建造收入分别从17.1亿、1.7亿提高至19.8亿、2.54亿港元, 运营服务中生物质综合利用、危废及固废处置、环境修复、光伏发电及风电运营收入分别从8.53亿、2.22亿、0、1.33亿到12.78亿、3.16亿、2.16亿和1.07亿港元。建造收入和运营收入占比分别从上年同期的59%、39%变化至53%、45%, 运营收入占比进一步提高。
- **静待国家补贴政策的进一步落地, 并开展更多热电联产项目:** 目前公司生物质综合利用项目中应收补贴金额约为23亿港元, 其中在补贴目录部分的应收账款已经发放到2019年初, 后续静待国家补贴政策的进一步落地。与此同时, 公司将原有的部分一体化项目和全部新项目都改造成热电联产, 以缓解补贴的应收账款问题。
- **危废及固废处置项目储备丰富, 新获取项目以轻资产项目为主:** 截止到2019年6月30日, 公司生物质综合利用数量为51个, 总设计装机容量为1080mw, 其中投运、在建和筹建项目分别为532MW(24个, 占比49%)、294MW(12个, 27%)和254MW(16个, 占比30%); 危废及固废处置项目数量为45个, 总处置能力为184万吨, 其中投运、在建和筹建项目分别为41万吨(17个, 占比22%, 含收购)、11万吨(5个, 占比6%), 132万吨(23个, 占比72%)。上半年新获取项目总投资额为32.76亿元, 其中危废和固废处置占比91%, 以轻资产项目为主。
- **我们的观点:** 我们预计公司2019-2021年收入分别为92.97、116.36和147.95亿港元, 分别调低了5.87%、4.9%和提高5.6%, 同比增长32.8%、25.2%和27.2%、归母净利润为16.99、21.14和27.42亿港元, 分别调低了0.12%、4.34%和提高6.97%, 以反映运营收入的更快增长。EPS分别为0.82、1.02和1.33港元, 维持“买入”评级, 将目标价从8.2港元下调至6.94港元, 以反应补贴拖欠对估值的影响。

风险提示: 政府补贴政策变化; 生物质电价变化; 原材料价格大幅上涨。



报告正文

- **2019 年上半年业绩符合预期:** 2019 年上半年公司收入同比增长 35% 至 42.2 亿港元, 其中生物质综合利用、危废及固废处置建造收入分别从 17.1 亿、1.7 亿提高至 19.8 亿、2.54 亿港元, 运营服务中生物质综合利用、危废及固废处置、环境修复、光伏发电及风电运营收入分别从 8.53 亿、2.22 亿、0、1.33 亿到 12.78 亿、3.16 亿、2.16 亿和 1.07 亿港元。建造收入和运营收入分别从上年同期的 59%、39% 变化至 53%、45%, 运营收入占比进一步提高。
- **静待国家补贴政策的进一步落地, 并开展更多热电联产项目:** 目前公司生物质综合利用项目中应收补贴金额约为 23 亿港元, 其中在补贴目录部分的应收账款已经发放到 2019 年初, 后续静待国家补贴政策的进一步落地。与此同时, 公司将原有的部分一体化项目和全部新项目都改造成热电联产, 以缓解补贴的应收账款问题。
- **危废及固废处置项目储备丰富, 新获取项目以轻资产项目为主:** 截止到 2019 年 6 月 30 日, 公司生物质综合利用数量为 51 个, 总设计装机容量为 1080mw, 其中投运、在建和筹建项目分别为 532MW (24 个, 占比 49%)、294MW (12 个, 27%) 和 254MW (16 个, 占比 30%); 危废及固废处置项目数量为 45 个, 总处置能力为 184 万吨, 其中投运、在建和筹建项目分别为 41 万吨 (17 个, 占比 22%, 含收购)、11 万吨 (5 个, 占比 6%), 132 万吨 (23 个, 占比 72%)。上半年新获取项目总投资额为 32.76 亿元, 其中危废和固废处置占比 91%, 以轻资产项目为主。

表 1: 公司截止到 2019 年 6 月 21 日的项目信息

生物质综合利用项目	项目数量 (个数)	年农作物处理量 (吨)	年生活垃圾处理量 (吨)	装机容量 (MW)	年蒸汽产量 (吨)	总投资额 (元)
运营项目	23	4,569,800	1,022,000	502	1,314,000	6,845,819,300
在建项目	13	2,500,000	784,750	325.5	438,000	3,966,660,000
筹建项目	16	1,750,000	1,593,300	252	960,000	4,797,058,800
危废及固废综合处理项目		年焚烧产能 (吨)	年填埋产能 (吨)	设计填埋库容 (m3)	其他处理方式产能 (吨)	总投资额 (元)
运营项目	12	83,980	130,000	2,014,000		1,752,309,200
在建项目	5	60,000	23,000	148,000		949,188,100
筹建项目	24	555,000	299,000	3,530,000	357,050	5,716,323,600
并购项目	3	0	0	0	183,000	180,000,000
新签约项目	2018H1 投资额 (百万元)	2019H1 投资额 (百万元)	2018H1 项目数量 (个)	2019H1 项目数量 (个)		
生物质综合利用项目	1,476	274	5	1		
危废及固废综合处理项目	1,638	2,964	5	9		
环境修复项目	482	38	2	4		

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点:** 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 92.97、116.36 和 147.95 亿港元, 分别调低了 5.87%、4.9% 和提高 5.6%, 同比增长 32.8%、25.2% 和 27.2%、归母净利润为 16.99、21.14 和 27.42 亿港元, 分别调低了 0.12%、4.34% 和提高 6.97%, 以反映运营收入的更快增长。EPS 分别为 0.82、1.02 和 1.33 港元, 维持“买入”评级, 将目标价从 8.2 港元下调至 6.94 港元, 以反应补贴拖欠对估值的影响。

表 2: 行业公司估值对比

代码	证券简称	总市值	市盈率PE			市净率PB(MRQ)	企业价值	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
			TTM	19E	20E				
0257.HK	中国光大国际	36,727,546	9.49	7.61	6.28	1.21	71,261,247	2.91	9.68
0895.HK	东江环保	5,138,729	12.47	10.19	8.59	1.19	11,278,518	3.29	10.18
1857.HK	中国光大水务	4,613,555	7.30	--	--	0.61	16,449,117	3.74	14.24
1272.HK	大唐环境	4,575,227	5.83	--	--	0.63	9,618,608	1.09	6.42
1330.HK	绿色动力环保	3,778,339	12.57	9.13	6.49	1.17	16,508,925	13.74	30.25
0807.HK	上海实业环境	3,084,138	5.18	5.63	5.10	0.38	17,882,789	3.20	11.64
3989.HK	首创环境	2,511,421	13.43	--	--	0.73	10,585,089	2.22	11.60
1253.HK	中国绿地博大绿泽	1,453,133	23.98	--	--	1.68	2,479,121	2.72	17.50
2377.HK	博奇环保	1,274,497	3.16	--	--	0.57	1,341,487	0.75	5.55
沪深(10)									
000967.SZ	盈峰环境	20,148,706	18.75	13.93	11.59	1.37	22,472,770	1.64	13.01
300070.SZ	碧水源	19,209,101	16.37	13.14	11.29	1.01	39,052,917	3.41	16.53
603568.SH	伟明环保	17,807,632	22.42	19.17	15.85	5.66	18,671,029	10.64	17.59
300072.SZ	三聚环保	15,320,176	-197.30	--	--	1.66	21,262,020	1.58	12.82
002310.SZ	东方园林	14,394,076	10.93	8.91	6.96	1.15	22,680,081	1.85	8.77
000826.SZ	启迪环境	13,719,251	26.09	15.73	13.01	1.05	27,019,438	2.35	12.20
601330.SH	绿色动力	12,912,544	41.52	31.08	20.08	4.18	16,508,925	13.74	30.25
600323.SH	瀚蓝环境	12,704,657	16.76	13.73	11.47	2.11	19,380,692	3.76	10.62
000035.SZ	中国天楹	12,535,105	45.86	--	--	1.58	28,070,005	5.66	43.26
601200.SH	上海环境	10,274,704	18.03	17.67	14.50	1.70	15,392,765	5.67	15.05

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理(数据取自 2019 年 08 月 13 日 Wind 一致预期)

资产负债表

单位:百万港元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,750	7,392	10,470	13,891
存货	125	205	242	328
应收账款	1,240	2,395	4,334	6,446
应收客户合约工程款	1,562	2,462	3,462	3,762
现金及现金等价物	2,045	2,091	2,170	3,067
其他	217	238	262	288
非流动资产	13,415	17,943	22,261	26,883
固定资产	2,502	2,809	3,132	3,442
无形资产	7,486	10,484	13,138	15,700
其他应收款项	0	566	708	900
应收客户合约工程款	2,852	3,993	5,191	6,748
其他	92	92	92	92
资产总计	20,165	25,335	32,732	40,773
流动负债	3,356	5,405	7,089	9,238
短期借款	915	1,705	2,641	3,525
应付账款	2,417	3,033	3,313	3,779
非流动负债	5,816	8,973	12,720	16,255
长期借款	5,091	8,248	11,995	15,530
其他	725	725	725	725
负债合计	9,172	14,378	19,809	25,493
股本	1,608	1,608	1,608	1,608
归母权益	9,820	11,212	12,940	15,176
少数股东权益	18	18	18	18
股东权益合计	9,838	11,230	12,958	15,194
负债及权益合计	19,010	25,608	32,767	40,687
现金流量表	单位:百万港元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,668	2,167	2,691	3,472
折旧和摊销	290	373	483	590
财务费用	202	378	556	723
营运资金的变动	-2,299	-2,521	-3,751	-3,397
其他	-53	-22	-22	0
所得税	-76	-99	-123	-158
经营活动产生现金流量	-241	298	-145	1,231
购置固定资产	-448	-440	-440	-440
购置无形资产	-2,493	-3,022	-3,022	-3,022
投资活动产生现金流量	-2,370	-3,463	-3,463	-3,464
新增银行贷款	3,244	4,402	5,093	4,787
融资活动产生现金流量	2,276	3,212	3,687	3,129
现金净变动	-335	46	79	896
现金的期初余额	2,404	2,045	2,091	2,170
现金的期末余额	2,045	2,091	2,170	3,067

利润表

单位:百万港元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,002	9,297	11,636	14,795
营业成本	-4,932	-6,407	-7,937	-9,995
毛利	2,069	2,889	3,698	4,800
其他收益	159	149	166	166
其他亏损	-1	-1	-1	-1
行政费用	-357	-493	-617	-769
经营盈利	1,871	2,545	3,247	4,196
财务费用	-202	-378	-556	-723
其他	0	0	0	0
税前利润	1,668	2,167	2,691	3,472
所得税	-337	-438	-544	-694
净利润	1,331	1,729	2,147	2,778
少数股东损益	6	30	33	36
归属母公司净利润	1,325	1,699	2,114	2,742
BPS(港元)	0.64	0.82	1.02	1.33
主要财务比率				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	52.8%	32.8%	25.2%	27.2%
营业利润增长率	42.4%	36.0%	27.6%	29.2%
净利润增长率	39.1%	29.9%	24.2%	29.4%
盈利能力				
毛利率	29.6%	31.1%	31.8%	32.4%
净利率	19.0%	18.6%	18.5%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	45.5%	56.8%	60.5%	62.5%
流动比率	2.01	1.37	1.48	1.50
速动比率	1.97	1.33	1.44	1.47
回报率				
总资产收益率	7.5%	7.6%	7.4%	7.6%
ROE	13.5%	15.4%	16.6%	18.3%
ROA	6.6%	6.8%	6.6%	6.8%
每股资料(港元)				
每股收益	0.64	0.82	1.02	1.33
每股经营现金	-0.12	0.14	-0.07	0.60
每股净资产	4.75	5.43	6.26	7.35
估值比率(倍)				
PE	9.5	7.4	6.0	4.6
PB	1.3	1.1	1.0	0.8

信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团(控股)有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyqz.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸

并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。