

买入 (维持)

1257.HK 中国光大绿色环保

港股通(深)

目标价: 5.74 港元

现价: 3.51 港元

## 财政部下发 2020 年可再生能源补贴预算， 公司生物质项目有望逐步纳入补贴目录

2020 年 07 月 08 日

预期升幅: 63.5%

### 主要财务指标

日期	2020.07.07
收盘价(港元)	3.51
总股本(百万股)	2,066
流通股本(百万股)	2,066
总市值(百万港元)	7,252
流通市值(百万港元)	7,252
净资产(百万港元)	10,346
总资产(百万港元)	26,258
每股净资产(港元)	5.01

数据来源: Wind

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	9,280	10,395	13,037	13,169
同比增长	32.5%	12.0%	25.4%	1.0%
归母净利润(百万港元)	1,621	1,727	1,983	2,138
同比增长	22.4%	6.5%	14.8%	7.9%
毛利率	30.2%	31.1%	29.6%	31.9%
净利润率	17.7%	16.9%	15.4%	16.5%
净资产收益率	15.6%	14.6%	14.8%	14.1%
基本每股收益(港元)	0.78	0.84	0.96	1.04

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

### 相关报告

光大绿色环保更新报告  
-20180807\20190128\20190307\  
20190814\20200227\20200322

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](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车昀皓

[cheyunji@xyzq.com.cn](mailto:cheyunji@xyzq.com.cn)

SAC: S0190118090213

- 近期财政部公布了 2020 年可安排的可再生能源电价附加资金预算为 923.55 亿元, 同比增长 7%。其中, 2020 年财政部生物质发电补贴预算为 53.41 亿元, 较 2019 年预算数下降 14%。但 2019 年生物质发电补贴实际执行 34.86 亿元, 实际执行率仅为 56%, 远低于其他新能源补贴执行率, 财政部调整目标之后, 2020 年生物质发电补贴的执行情况有望好于 2019 年, 带动实际补贴金额高于 2019 年。
- 年内公司有望新纳入 12 个生物质项目于补贴目录中。根据 2020 年 3 月财政部“6 号文”, 公司符合首批补贴清单申报条件的项目达 12 个, 截止 2019 年末涉及应收的可再生能源补贴资金约为 18 亿元。7 月 1 日, 国家电网已经公布了第一批新纳入补贴目录的机组名单, 总装机容量 10.4GW, 其中风电 7.5GW, 光伏 2.9GW, 其他符合条件的项目仍在待审核或者公示阶段, 预计公司的生物质项目也将在后续批次中予以纳入。对于不同类型的项目, 采取了不同比例的发放原则, 公司新纳入的项目有望每年开始回收 30-40% 新产生的补贴。
- 公司积极转向危固废业务, 今年疫情对工程建设有一定影响。2020 年公司仍然有较多生物质新项目的建设, 但从过去两年新签项目的情况来看, 公司已经积极转向现金流相对较好的危固废业务。公司预计今年年内危固废不少于 10 个项目开工, 预计 5 个项目投运, 预计投运规模 15 万吨。但受到今年疫情的影响, 工程建设上有一定影响, 另外 2-3 月份危固废的处理量也有小幅受工业开工率低的影响。
- 我们的观点: 尽管公司受到存量生物质项目补贴拖欠的影响, 但随着新项目的纳入目录有望回收部分新产生的补贴额, 另外, 公司积极转型赛道较优的危固废业务有望在未来获得回报。根据公司最新情况, 我们将公司 2020 年收入和利润预测分别下调 11.6% 和 15.5% 至 103.9 亿港元和 17.3 亿港元, 反映了疫情对工程建设和危固废业务的影响, 将 2021-2022 年收入分别微调 2.8% 和 -1.0% 至 130.4 亿港元和 131.7 亿港元, 将 2021-2022 年利润分别小幅下调 4.0% 和 5.3% 至 19.8 亿港元和 21.4 亿港元。我们维持公司的“买入”评级, 目标价从 6.75 港元下调到 5.74 港元。

**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

近期财政部公布了 2020 年可再生能源电价附加收入预算 883.52 亿元（主要根据社会用电量预计增长情况测算），加上 2019 年结转收入 40.03 亿元，2020 年可安排的可再生能源电价附加资金预算为 923.55 亿元，同比增长 7%。其中，2020 年财政部生物质发电补贴预算为 53.41 亿元，较 2019 年预算数下降 14%。但 2019 年财政部预算当中，生物质发电补贴总额为 62.41 亿元，当年实际执行 34.86 亿元，实际执行率仅为 56%，远低于其他新能源补贴执行率，财政部调整目标之后，2020 年生物质发电补贴的执行情况有望好于 2019 年，带动实际补贴金额高于 2019 年。

表1、2020 年可再生能源补贴资金预算在不同项目类型、不同电网公司的分配情况（单位：亿元）

类型	风电	光伏	生物质	各电网资金合计
国家电网	313	409	49	771
南方电网	43	18	5	66
地方电网	40	46	1	87
不同类型项目合计	396	473	53	924

资料来源：财政部、智汇光伏、兴业证券经济与金融研究院整理

图1、中国可再生能源发展基金支出预算

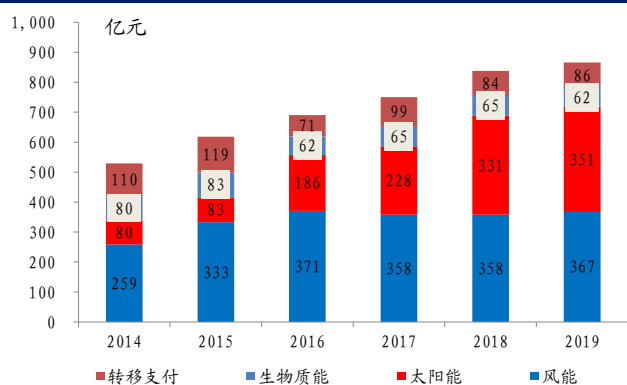
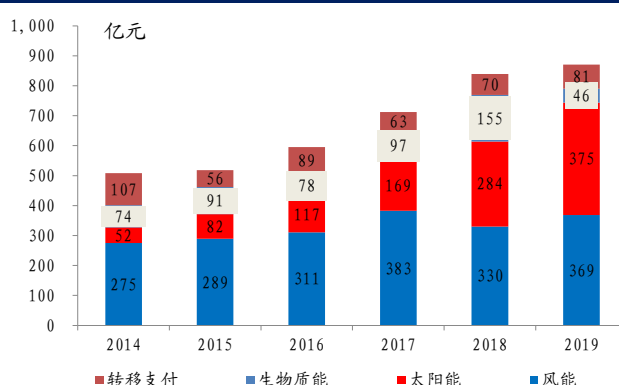


图2、中国可再生能源发展基金支出执行情况



资料来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

年内公司有望新纳入 12 个生物质项目于补贴目录中。根据 2020 年 3 月财政部“6 号文”，公司符合首批补贴清单申报条件的项目达 12 个，截止 2019 年末涉及应收的可再生能源补贴资金约为 18 亿元。7 月 1 日，国家电网已经公布了第一批新纳入补贴目录的机组名单，总装机容量 10.4GW，其中风电 7.5GW，光伏 2.9GW，其他符合条件的项目仍在待审核或者公示阶段，预计公司的生物质项目也将在后续批次中予以纳入。对于不同类型的项目，采取了不同比例的发放原则，公司新纳入的项目有望每年开始回收 30-40% 新产生的补贴。

表2、不同项目采取不同的发放原则

发放比例	项目类别
100%比例发放	1) 光伏扶贫项目；2) 自然人分布式项目（仅限于单体装机规模 50kW 及以下）；3) 2019 年、2020 年采取竞价方式确定的光伏项目。
50%比例发放	对于国家确定的光伏“领跑者”项目，优先保障拨付至项目应付补贴资金的 50%；2019 年底前并网的领跑者项目，进入补贴目录清单后，均可获得 50% 的补贴资金。
等比例发放，预估约 30-40%	1) 1~7 批可再生能源补贴目录内项目（含风电、光伏、生物质）；2) 2020 年底前进入可再生能源补贴目录清单的项目（含风电、光伏、生物质）

资料来源：智汇光伏，兴业证券经济与金融研究院整理

公司积极转向危固废业务，今年疫情对工程建设有一定影响。2020年公司仍然有较多生物质新项目的建设，但从过去两年新签项目的情况来看，公司已经积极转向现金流相对较好的危固废业务。公司预计今年年内危固废不少于10个项目开工，预计5个项目投运，预计投运规模15万吨。但受到今年疫情的影响，工程建设上有一定影响，另外2-3月份危固废的处理量也有小幅受工业开工率低的影响。

**我们的观点：**尽管公司受到存量生物质项目补贴拖欠的影响，但随着新项目的纳入目录有望回收部分新产生的补贴额，另外，公司积极转型赛道较优的危固废业务有望在未来获得回报。根据公司最新情况，我们将公司2020年收入和利润预测分别下调11.6%和15.5%至103.9亿港元和17.3亿港元，反映了疫情对工程建设和危固废业务的影响，将2021-2022年收入分别微调2.8%和-1.0%至130.4亿港元和131.7亿港元，将2021-2022年利润分别小幅下调4.0%和5.3%至19.8亿港元和21.4亿港元。我们维持公司的“买入”评级，目标价从6.75港元下调到5.74港元。

表3、公司盈利预测调整

	2020E			2021E			2022E		
	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动
营业收入(百万港元)	11,764	10,395	-11.6%	12,683	13,037	2.8%	13,302	13,169	-1.0%
归母净利润(百万港元)	2,044	1,727	-15.5%	2,065	1,983	-4.0%	2,258	2,138	-5.3%

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院（注：更新前数据为2020年3月22日报告预测数据）

## 资产负债表

单位:百万港元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>7,548</b>	<b>10,396</b>	<b>13,192</b>	<b>14,898</b>
存货	228	216	289	285
应收账款	1,380	1,592	1,849	2,122
应收客户合约工程款	3,041	5,541	7,941	9,641
现金及现金等价物	2,685	2,812	2,855	2,566
其他	213	234	258	283
<b>非流动资产</b>	<b>18,710</b>	<b>22,273</b>	<b>26,565</b>	<b>30,929</b>
固定资产	3,047	3,527	4,093	4,795
无形资产	10,781	13,209	15,812	18,333
其他应收款项	603	675	847	847
应收客户合约工程款	3,963	4,755	5,706	6,847
其他	106	106	106	106
<b>资产总计</b>	<b>26,258</b>	<b>32,669</b>	<b>39,756</b>	<b>45,827</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,077</b>	<b>7,226</b>	<b>9,022</b>	<b>10,624</b>
短期借款	2,022	2,996	3,899	4,606
应付账款	3,006	3,096	3,189	3,285
其他	44	1,134	1,934	2,734
<b>非流动负债</b>	<b>10,594</b>	<b>14,480</b>	<b>18,094</b>	<b>20,920</b>
长期借款	9,072	12,967	16,580	19,406
其他	1,514	1,514	1,514	1,514
<b>负债合计</b>	<b>15,671</b>	<b>21,706</b>	<b>27,116</b>	<b>31,544</b>
股本	1,608	1,608	1,608	1,608
归母权益	8,738	9,113	10,791	12,434
少数股东权益	241	241	241	241
<b>股东权益合计</b>	<b>10,587</b>	<b>10,962</b>	<b>12,641</b>	<b>14,283</b>

## 现金流量表

单位:百万港元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,109	2,248	2,579	2,782
折旧和摊销	390	498	599	697
财务费用	377	606	777	911
营运资金的变动	-2,844	-3,330	-3,416	-3,015
其他	-17	-22	0	0
所得税	-169	-181	-207	-223
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-138</b>	<b>-159</b>	<b>332</b>	<b>1,152</b>
购置固定资产	-708	-440	-440	-440
购置无形资产	-3,292	-3,173	-3,173	-3,173
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-4,279</b>	<b>-3,615</b>	<b>-3,615</b>	<b>-3,615</b>
新增银行贷款	6,309	6,215	6,267	5,808
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>5,098</b>	<b>3,901</b>	<b>3,326</b>	<b>2,175</b>
现金净变动	<b>681</b>	<b>127</b>	<b>43</b>	<b>-289</b>
现金的期初余额	2,045	2,685	2,812	2,855
现金的期末余额	2,685	2,812	2,855	2,566

## 利润表

单位:百万港元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>9,280</b>	<b>10,395</b>	<b>13,037</b>	<b>13,169</b>
营业成本	-6,479	-7,167	-9,179	-8,968
<b>毛利</b>	<b>2,801</b>	<b>3,229</b>	<b>3,857</b>	<b>4,200</b>
其他收益	166	166	166	166
其他亏损	-1	-1	-1	-1
行政费用	-490	-551	-678	-685
<b>经营盈利</b>	<b>2,476</b>	<b>2,843</b>	<b>3,344</b>	<b>3,681</b>
财务费用	-377	-606	-777	-911
其他	10	11	12	13
<b>税前利润</b>	<b>2,109</b>	<b>2,248</b>	<b>2,579</b>	<b>2,782</b>
所得税	-462	-493	-565	-610
<b>净利润</b>	<b>1,647</b>	<b>1,755</b>	<b>2,014</b>	<b>2,173</b>
少数股东损益	26	28	31	34
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,727</b>	<b>1,983</b>	<b>2,138</b>
<b>BPS(港元)</b>	<b>0.78</b>	<b>0.84</b>	<b>0.96</b>	<b>1.04</b>

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	32.5%	12.0%	25.4%	1.0%
营业利润增长率	32.4%	14.8%	17.7%	10.1%
净利润增长率	23.7%	6.5%	14.7%	7.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.2%	31.1%	29.6%	31.9%
净利率	17.7%	16.9%	15.4%	16.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.7%	66.4%	68.2%	68.8%
流动比率	1.49	1.44	1.46	1.40
速动比率	1.44	1.41	1.43	1.38
<b>回报率</b>				
总资产收益率	7.3%	6.0%	5.6%	5.1%
ROE	15.6%	14.6%	14.8%	14.1%
ROA	6.3%	5.4%	5.1%	4.7%
<b>每股资料(港元)</b>				
每股收益	0.78	0.84	0.96	1.04
每股经营现金	-0.07	-0.08	0.16	0.56
每股净资产	5.01	5.69	6.48	7.32
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	4.5	4.2	3.7	3.4
PB	0.7	0.6	0.5	0.5

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.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。

### 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、信源企业集团有限公司、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、云能国际股份有限公司、微盟集团、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、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份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。