

# 龙头地位稳固，生态资源板块实现突破

## ——中国光大国际 (0257.HK) 2019 年中期业绩公告点评

海外公司简报

◆**事件**：公司发布 2019 年中期业绩公告，实现营业收入 162.26 亿港元，同比增长 38%；实现归母净利润 26.30 亿港元，同比增长 20%；受供股影响，EPS 同比减少 10%至 0.43 港元；中期股息每股 13.0 港仙。

◆**三大板块齐头并进，汇率波动影响公司汇兑差额**。公司环保能源、绿色环保和环保水务三大板块延续了 2018 年的高速发展态势，投运项目稳健运营，在建项目加速推进，共同助力公司营业收入维持高增长态势（营业收入方面，环保能源同比+53.13%至 90.54 亿港元，绿色环保同比+34.61%至 42.41 亿港元，环保水务同比+7.61%至 24.85 亿港元）。受到汇率波动影响，报告期内公司汇兑差额达-3.84 亿港元。

◆**市场拓展加速，在手垃圾焚烧处理产能突破 10 万吨/日**。公司维持了强劲的市场开拓力度，报告期内共签署 15 个垃圾焚烧项目和 1 个补充协议，新增处理规模 12000 吨/日，叠加公司于 2019 年 7 月签署的黑龙江玉泉、河南南阳等 5 个垃圾焚烧项目（处理规模 5250 吨/日），**公司总设计日处理生活垃圾规模已达 104450 吨/日**；此外，公司平均吨垃圾发电量已超过 400 千瓦时，综合厂用电率维持在 15%，在行业领先优势明显，龙头地位愈发稳固。公司始终坚持在科技创新方面的大力投入，2019 年已批准科研投入人民币 2 亿元，报告期内共获得专利 75 项，旗下生态环境设计院（签署 2 个 EPC 项目）和分析检测中心（内外检测服务总金额超过 240 万元）均实现 0 的突破。

◆**生态资源板块实现突破，全产业链协同发展可期**。公司于 2018 年新成立的生态资源板块加速推进，报告期内通过注资 4500 万元获得山东趣享（专注于垃圾分类业务的科技型企业）90%股权，并先后签署钟祥（日清运量 200 吨）和玉溪（日清运量 800 吨）环卫一体化项目，成功实现突破。未来生态资源板块与环保能源和绿色环保板块的有机融合将助力公司打通固废全产业链，**实现固废资源最大化利用和利润最大化获取**。

◆**维持“买入”评级**。我们维持原盈利预测，预计公司 2019-21 年净利润为 52.07/62.14/74.21 亿港元，对应 2019-21 年 EPS 为 0.85/1.01/1.21 港元，当前股价对应 19 年 PE 为 8 倍。公司作为固废行业龙头，项目储备丰富、现金充裕、增长动力强劲。在相对较弱的经济形势下，运营类资产确定性高，有望获得市场青睐，**维持“买入”评级**。

◆**风险提示**：项目进度不及预期，原材料价格波动，电价政策调整。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万港币）	20,043	27,228	32,817	39,759	46,830
营业收入增长率	43%	36%	21%	21%	18%
净利润（百万港币）	3,510	4,319	5,207	6,214	7,421
净利润增长率	26%	23%	21%	19%	19%
EPS（摊薄，港元）	0.57	0.70	0.85	1.01	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	18%	15%	14%	12%	11%
P/E	12	9	8	7	5
P/B	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 14 日

## 买入（维持）

当前价：6.58 港元

### 分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）  
010-58452063  
[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

王威（执业证书编号：S0930517030001）  
021-52523818  
[wangwei2016@ebsec.com](mailto:wangwei2016@ebsec.com)

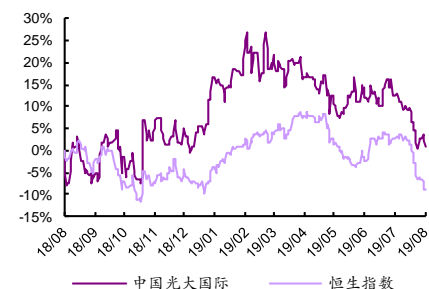
### 联系人

郝嵩  
021-52523827  
[haogqian@ebsec.com](mailto:haogqian@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：6.143  
总市值(亿元)：404.21  
一年最低/最高(元)：6.02/8.30  
近 3 月换手率：7.61%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.53	2.01	-11.12
绝对	-10.60	-8.48	-20.55

资料来源：Wind

利润表 百万港币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>20,043</b>	<b>27,228</b>	<b>32,817</b>	<b>39,759</b>	<b>46,830</b>
营业成本	12,911	17,797	21,611	26,319	30,777
毛利	7,133	9,431	11,206	13,440	16,053
其他收益	555	739	891	1,079	1,271
其他收入及收益 / (亏损)	57	-57	-57	-57	-57
行政开支	1,438	1,899	2,289	2,774	3,267
<b>经营利润</b>	<b>6,306</b>	<b>8,213</b>	<b>9,750</b>	<b>11,688</b>	<b>14,000</b>
财务成本	938	1,376	1,376	1,683	2,038
分占合营企业亏损	60	162	64	64	64
除税前盈利	5,428	6,998	8,438	10,069	12,025
所得税	1,376	1,729	2,084	2,487	2,970
少数股东权益	542	951	1,146	1,368	1,633
<b>归属母公司净利</b>	<b>3,510</b>	<b>4,319</b>	<b>5,207</b>	<b>6,214</b>	<b>7,421</b>
每股基本及摊薄收益 (港元)	0.57	0.70	0.85	1.01	1.21

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>19,637</b>	<b>29,664</b>	<b>35,057</b>	<b>42,826</b>	<b>51,125</b>
存货	510	659	800	974	1,139
应收账款、其他应收款项	3,751	5,492	6,619	8,020	9,446
合约资产	4,536	7,537	9,170	12,270	15,826
现金及现金等价物	8,657	12,136	14,628	17,722	20,874
其他流动资产	2,183	3,840	3,840	3,840	3,840
<b>非流动资产</b>	<b>53,486</b>	<b>65,457</b>	<b>80,841</b>	<b>105,361</b>	<b>133,012</b>
物业、厂房及设备	4,361	4,782	5,650	6,232	6,769
无形资产	8,593	12,643	17,404	23,032	29,196
合约资产	36,781	43,540	52,972	70,881	91,423
其他非流动资产	3,751	4,492	4,814	5,215	5,623
<b>资产总计</b>	<b>73,123</b>	<b>95,122</b>	<b>115,898</b>	<b>148,186</b>	<b>184,136</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,033</b>	<b>15,234</b>	<b>18,542</b>	<b>22,555</b>	<b>26,620</b>
短期借款	5,414	4,935	6,063	7,387	8,905
其他	8,620	10,299	12,478	15,168	17,715
<b>非流动负债</b>	<b>30,446</b>	<b>39,192</b>	<b>46,871</b>	<b>55,882</b>	<b>66,218</b>
长期借款	26,040	33,591	41,271	50,281	60,618
其他	4,406	5,601	5,601	5,601	5,601
<b>总负债</b>	<b>44,480</b>	<b>54,426</b>	<b>65,413</b>	<b>78,437</b>	<b>92,839</b>
股本	7,405	17,330	17,330	17,330	17,330
储备	15,149	16,597	25,240	43,137	63,052
非控股权益	6,089	6,769	7,915	9,283	10,916
<b>权益总额</b>	<b>28,644</b>	<b>40,695</b>	<b>50,485</b>	<b>69,749</b>	<b>91,297</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-3,102</b>	<b>-4,366</b>	<b>-3,859</b>	<b>-2,103</b>	<b>-26</b>
除税前净利	5,428	6,998	8,438	10,069	12,025
折旧摊销	497	620	798	1,019	1,267
净营运资金增加	7,030	8,406	-10,155	-19,893	-23,143
其他	-16,056	-20,390	-2,939	6,703	9,825
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,833</b>	<b>-7,498</b>	<b>-6,188</b>	<b>-7,229</b>	<b>-7,967</b>
资本性支出	-3,555	-5,179	-6,188	-7,229	-7,967
收购附属公司获现金净额	-36	-342	0	0	0
其他	-1,242	-1,977	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>9,944</b>	<b>15,652</b>	<b>5,847</b>	<b>5,196</b>	<b>4,428</b>
债务净变化	7,665	7,046	9,000	9,000	9,000
股本净变化	-12	9,929	0	0	0
其他	2,290	-1,323	-3,153	-3,804	-4,572
<b>净现金流</b>	<b>2,009</b>	<b>3,789</b>	<b>-4,200</b>	<b>-4,136</b>	<b>-3,565</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY%)</b>					
营业收入增长率	43%	36%	21%	21%	18%
经营利润增长率	35%	30%	19%	20%	20%
净利润增长率	26%	23%	21%	19%	19%
<b>估值指标</b>					
P/E	12	9	8	7	5
P/B	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5
EV/EBITDA	-101.2	-78.0	-65.2	-54.1	-45.1
<b>盈利能力</b>					
毛利率	36%	35%	34%	34%	34%
净利率 (归属母公司)	18%	16%	16%	16%	16%
ROE	18%	15%	14%	12%	11%
ROIC	8%	8%	8%	8%	7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61%	57%	56%	53%	50%
净负债比率	80%	65%	65%	57%	53%
流动比率	1.4	1.9	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.4	1.9	1.8	1.9	1.9
<b>每股指标</b>					
每股基本及摊薄收益 (港元)	0.57	0.70	0.85	1.01	1.21
每股经营现金 (港元)	-0.69	-0.71	-0.63	-0.34	0.00
每股净资产 (港元)	5.03	5.52	6.93	9.84	13.09
每股股利 (港元)	0.24	0.24	0.29	0.35	0.41
股息率	3.65	3.65	4.40		

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼