

中国光大国际 (00257.HK) 2018 年中报点评

供股意料之中情理之外 下调评级至“增持”

2018 年 8 月 15 日

投资要点

- ❖ **公司 H1 业绩符合预期。**公司 H1 实现营收 117.8 亿港元，同比增长 29%；实现归母净利润 22.0 亿港元，同比增长 23%；折算基本每股收益 0.49 港元。此外，公司计划派发每股中期股息 0.12 港元。公司上半年业绩符合预期。
- ❖ **收入结构优化明显，综合毛利率小幅提升。**公司上半年垃圾发电、生物质 & 危废、水务等核心业务板块齐头并进，项目获取、建设、投运均进展顺利，延续一贯良好发展势头。其中需要注意的是，大量项目投运带动运营放量，H1 共处理生活垃圾 910 万吨、农林废弃物 131 万吨、危废 6.9 万吨、处理污水 6.12 亿吨、提供电力 43.0 亿千瓦时，推动公司运营收入同比增长 74% 至 32.0 亿元，明显快于同期公司总体收入增速。受收入结构优化影响，H1 综合毛利率小幅提升近 2 个百分点至 38.1%。期间费用方面，销售及财务费用率虽略有上升但仍处于合理水平。公司资产负债率为 61%，财务状况健康。
- ❖ **市场拓展延续快速发展势头，在建项目庞大保证成长无忧。**公司 H1 共获取 30 个新项目，总投资规模为 95.4 亿元人民币，新增生活垃圾、水务、生物质处理能力分别为 1.16 万吨/日、3.0 万吨/日、58.0 万吨/年。公司上半年在业务领域及区域均呈现明显突破，业务扩张至环境修复等新领域，成功进入河北、甘肃等省份，目前业务版图已经延伸至全国 21 省市。H1 公司在建项目为 43 个，金额为 186.3 亿元人民币，为公司后续业绩成长提供良好保障。展望未来，预计公司会通过不断延伸产业链，通过介入环卫、环境科技等领域，拓展产业链的广度和深度以提升竞争力和市占率。
- ❖ **短期业绩摊薄压力大，中期新领域拓展成效需观察。**公司宣布计划实施总规模为 99.6 亿港元的供股计划，供股价格为 6.00 港元，较宣布前一日收盘价折让 31.4%，供股规模相当于宣布前股本规模的 37.0%。所获取资金中的 60% 计划用于垃圾发电、25% 用于布局环卫、监测、装备制造等新业务、15% 用于补流及偿还贷款。考虑到紧信用的社会大环境、资金密集型行业属性、环保可能迎来新一轮收并购浪潮，本次实施权益融资有一定必要性。但是，考虑到垃圾发电市场释放高峰期已过，公司计划发力的环卫和监测属于偏向轻资产模式或技术导向新领域，大规模融资后的公司后续资金使用效率以及新领域拓展成效还需要观察。
- ❖ **风险提示。**宏观经济致需求受限或支付困难；在建 & 拟建项目执行进度低于预期；生物质原料供给不足或价格大幅上升；政府补贴政策调整。
- ❖ **盈利预测及估值。**考虑到中期业绩符合预期，暂维持公司 2018~2020 年净利润预测，在考虑供股股本摊薄影响后，我们将 2018~2020 年 EPS 预测调整为 0.72/0.89/1.04 港元（前值为 0.98/1.23/1.44 港元），公司当前股价对应 P/E 分别为 12/10/8 倍，给予公司 2018 年 12 倍目标 P/E，对应股价 8.60 港元。虽然现有主业成长迅速且公司的行业龙头地位巩固，股价调整已经较多且估值处于历史底部，但考虑到短期内摊薄压力、中期内的大规模募资后使用效率以及新领域拓展成效仍需要观察，我们将公司评级下调至“增持”。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,971	20,043	22,503	27,256	32,130
营业收入增长率	63.7	43.5	12.3	21.1	17.9
净利润(百万元)	2,785	3,510	4,415	5,484	6,411
净利润增长率	30.0	26.0	25.8	24.2	16.9
每股收益 EPS(基本)(元)	0.62	0.78	0.72	0.89	1.04
净资产收益率 ROE%	16.0	15.6	12.5	14.0	14.8
PE	11	9	10	8	7
PB	1.8	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 8 月 14 日收盘价



增持 (下调)

当前价：6.90 港元

目标价：8.60 港元

中信证券研究部

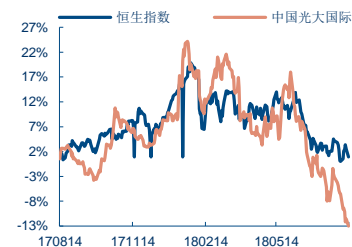
李想

电话：0755-23835298

邮件：lixiang7@citics.com

执业证书编号：S1010515080002

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	27936.57 点
总股本/港股流通股本	4,482.71/4,482.71 百万股
近 12 月最高/最低价	12.62 港元/8.75 港元
近 1 月绝对涨幅	-11.26%
近 6 月绝对涨幅	-22.64%
今年以来绝对涨幅	-20.7%
12 个月日均成交额	100.98 百万港元

相关研究

1. 中国光大国际 (00257.HK) 2017 年年报点评—业绩符合预期，高增叠加高效 (2018-03-06)
2. 中国光大国际 (0257.HK) 2017 年中报点评—建造助力高增，核心业务并进 (2017-08-16)

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,971	20,043	22,503	27,256	32,130
营业成本	-8,662	-12,911	-13,863	-16,665	-19,862
毛利率	38.00%	35.59%	38.39%	38.86%	38.18%
其他收益	465	555	860	960	1,060
其他收入(亏损)	-40	57	0	0	0
管理费用	-1,059	-1,438	-1,755	-2,099	-2,410
管理费用率	7.58%	7.18%	7.80%	7.70%	7.50%
财务费用	-640	-938	-1,017	-1,143	-1,203
财务费用率	4.58%	4.68%	4.52%	4.20%	3.75%
占联营公司盈利	0	-1	0	0	0
利润总额	4,099	5,428	6,727	8,309	9,714
所得税	-1,062	-1,376	-1,682	-2,077	-2,429
所得税率	25.91%	25.36%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	252	542	631	748	874
归属于母公司股东的净利润	2,785	3,510	4,415	5,484	6,411
净利润率	19.93%	17.51%	19.62%	20.12%	19.95%
每股收益(元)(摊薄)	0.62	0.78	0.72	0.89	1.04

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,785	3,510	4,415	5,484	6,411
少数股东损益	252	542	631	748	874
折旧和摊销	313	497	384	410	411
营运资金变动	-4,329	-9,846	-10,479	-11,116	-12,058
其他	1,200	2,196	1,017	1,143	1,203
经营现金流	221	-3,102	-4,032	-3,331	-3,158
资本支出	-3,157	-3,555	-1,400	-850	-50
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	2	0	0	0
其他	-1,079	-1,281	0	0	0
投资现金流	-4,236	-4,833	-1,400	-850	-50
发行股票	0	0	9,962	0	0
负债变化	6,220	7,665	6,400	4,200	2,000
股息支出	-874	-1,121	-1,514	-1,870	-2,186
其他	-633	3,399	-1,017	-1,143	-1,203
融资现金流	4,713	9,944	13,831	1,187	-1,389
现金净增加额	698	2,009	8,398	-2,994	-4,597

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,341	8,657	15,461	12,467	7,870
存货	362	510	770	926	1,103
应收账款	3,337	5,589	5,626	6,814	8,032
其他流动资产	2,268	4,881	5,255	6,108	7,029
流动资产	12,307	19,637	27,113	26,315	24,035
固定资产	3,339	4,361	3,918	3,837	3,754
长期股权投资	573	792	792	792	792
无形资产	5,686	8,593	7,708	8,230	7,951
其他长期资产	27,626	39,740	48,857	59,427	70,860
非流动资产	37,225	53,486	61,274	72,285	83,357
资产总计	49,532	73,123	88,387	98,600	107,392
短期借款	4,412	5,414	5,212	5,412	4,912
应付账款	4,804	8,505	7,814	9,464	11,156
其他流动负债	97	114	114	114	114
流动负债	9,314	14,033	13,140	14,990	16,183
长期负债	17,203	26,040	28,703	32,703	35,203
其他长期负债	3,169	4,406	4,406	4,406	4,406
非流动性负债	20,373	30,446	33,110	37,110	39,610
负债合计	29,687	44,480	46,250	52,100	55,792
股本	7,405	7,405	7,405	7,405	7,405
资本公积	9,984	15,149	28,012	31,626	35,852
股东权益合计	17,389	22,554	35,417	39,032	43,258
少数股东权益	2,456	6,089	6,720	7,468	8,342
负债股东权益总计	49,532	73,123	88,387	98,600	107,392

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	63.7	43.5	12.3	21.1	17.9
营业利润	30.7	34.9	22.8	22.0	15.5
净利润	30.0	26.0	25.8	24.2	16.9
利润率 (%)					
毛利率	38.0	35.6	38.4	38.9	38.2
EBIT Margin	33.5	31.5	34.4	34.7	34.0
EBITDA Margin	35.7	33.9	36.1	36.2	35.3
净利率	19.9	17.5	19.6	20.1	20.0
回报率 (%)					
净资产收益率	16.0	15.6	12.5	14.0	14.8
总资产收益率	5.9	5.2	5.4	6.0	6.5
其他 (%)					
资产负债率	59.9	60.8	52.3	52.8	52.0
所得税率	25.9	25.4	25.0	25.0	25.0
股息率	3.0	3.5	3.6	4.4	5.2

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia SdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。