

# 【广发海外】中国光大国际 (0257.HK)

## 三大板块稳步扩张，供股意料之外

### 核心观点:

#### ● 收入同比增长 29%，运营收入提升较快

截止 2018 年中，公司实现收入港币 117.8 亿元，同比增长 28.9%。归母净利润为港币 22.0 亿元，同比增长 23%。毛利率提升 1.9pp 至 38.0%，主要因为公司运营收入占比较去年同期提升。2018 年中期股息为每股 12.0 港仙，与 2017 年持平。运营服务收入为港币 3,200 百万元，同比大幅增长 74%，占比较去年同期扩大至 28%，收入结构有所改善。分板块看，环保能源、环保水务板块稳健增长，绿色环保板块增长较快。

#### ● 项目储备丰富，新项目加速推进

截止 2018 年中，公司最新公布落实新项目 30 个，新增生活垃圾处理规模 11650 吨/日，新增生物质处理规模 580000 吨/年，新增危废处理规模 217000 吨/年。公司合计共有环保项目 299 个，其中已投运项目 184 个，在建项目 43 个，筹建项目 72 个。公司三大板块运营良好，环保能源板块中，2018 上半年实际垃圾处理量达到 862 万吨，较去年同期增长 65%，上网电量达到 2,519,605 兆瓦时，同比增长 66%；环保水务板块中，污水处理量较去年同期较为稳定，为 612,498,000 立方米，同比增长 8%；绿色环保板块中，生物质处理量和危废处理量分别同比增长 73% 和 25%。

#### ● 供股意料之外，公司期望实现超常规发展

公司于 2018 年 8 月 14 日宣布供股计划，认购价为港币 6.0 元，较 TERP 折让 25.09%，发行规模约为港币 96.62 亿元。通过供股，公司有望实现：1) 目前公司负债率为 61%，此次供股将进一步降低负债率至 55%；2) 供股筹集所得资金用途分为三方面，60% 用于发展垃圾发电项目，25% 用于研发及其他，其余 15% 用于偿还贷款以及一般运营资金；3) 在新业务发展方面，公司积极寻求高科技、轻资产和高回报的投资项目，期望依靠资源、品牌优势形成大气监测、土壤监测、水质监测一站式以及全方位的产业链。公司在财务状况较为稳健的情形下，大规模供股超出市场预期，冲击了市场情绪。我们认为公司进一步巩固垃圾发电龙头地位以及开拓轻资产型新业务的诉求，符合情理，但是后期仍需密切关注资金使用的方向和效率、垃圾发电项目开拓进度、新业务开展节奏。

#### ● 盈利预测与投资评级

2018 年 8 月 15 日，中国光大国际 (0257.HK) 收盘价为 6.36 港元。基于公司中期业绩显示三大板块发展势头良好，且在新募集资金尚未落实到明确项目以及业务的前提下，我们预测公司 2018-2020 年收入分别为港币 261.46/324.89/352.96 亿元，同比增长 31%/24%/9%，净利润分别为港币 44.0/54.5/61.5 亿元，同比增长 25%/24%/13%。考虑公司股本规模扩大的影响，我们调整公司 2018-2020 年 EPS 为港币 0.827/0.887/1.001 元，对应市盈率分别为 7.7/7.2/6.4，低于行业平均。基于公司在垃圾发电的龙头地位，三大业务板块稳步扩张且项目储备丰富，供股有助于公司提升长期快速发展潜力，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新项目获取不及预期，各板块项目进度低于预期，电价政策调整，行业竞争加剧。

### 盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万 HKD)	13,971	20,043	26,146	32,489	35,296
增长率(%)	63.8	43.5	30.4	24.3	8.6
净利润(百万 HKD)	2,785	3,510	4,396	5,452	6,153
增长率(%)	33.6	26.0	25.2	24.0	12.8
EPS (港元/股)	0.621	0.783	0.827	0.887	1.001
市盈率 (P/E)	10.2	8.1	7.7	7.2	6.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

6.36 港元

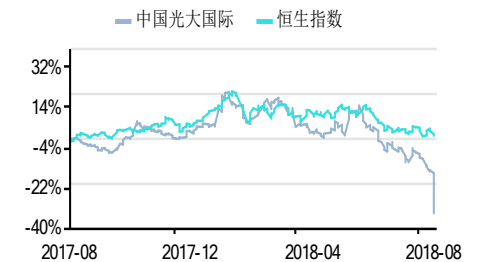
前次评级

买入

报告日期

2018-08-17

### 相对市场表现



分析师: 韩玲, S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

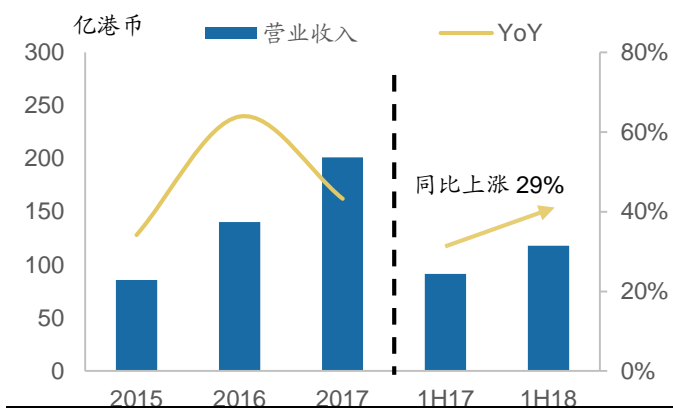
### 相关研究:

- 【广发海外】中国光大国际 (0257.HK): 净利润增长 26%，建造服务驱动成长 2018-03-06
- 【广发海外】中国光大国际 (0257.HK): 各板块业务稳步推进，将维持较高增速 2018-01-29
- 【广发海外】中国光大国际 (0257.HK): 上半年净利润增长 49%，新项目加速推进 2017-08-21

## 收入同比增长 29%，运营收入提升较快

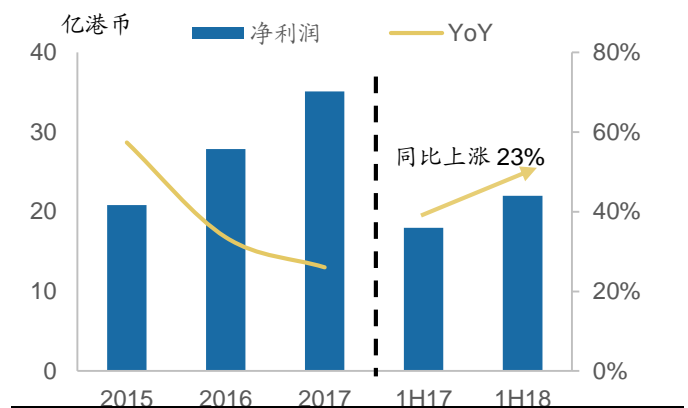
截止2018年中，公司实现收入港币117.8亿元，同比增长28.9%。归母净利润为港币22.0亿元，同比增长23%。毛利率提升1.9pp至38.0%，主要因为公司运营收入占比较去年同期提升。2018年中期股息为每股12.0港仙，与2017年同期持平。

图1：公司营业收入及其增速（亿港币）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

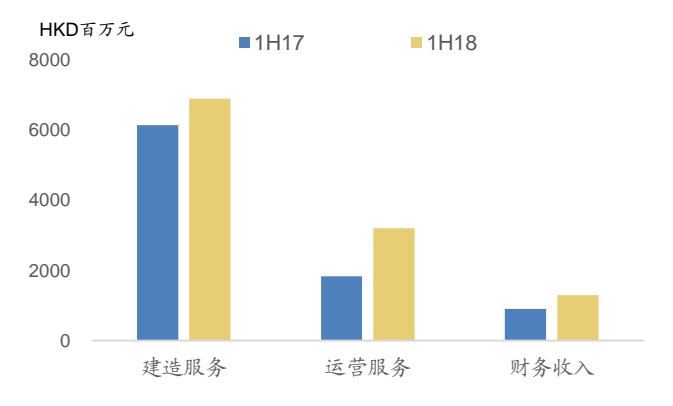
图2：公司归母净利润及其增速（亿港币）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

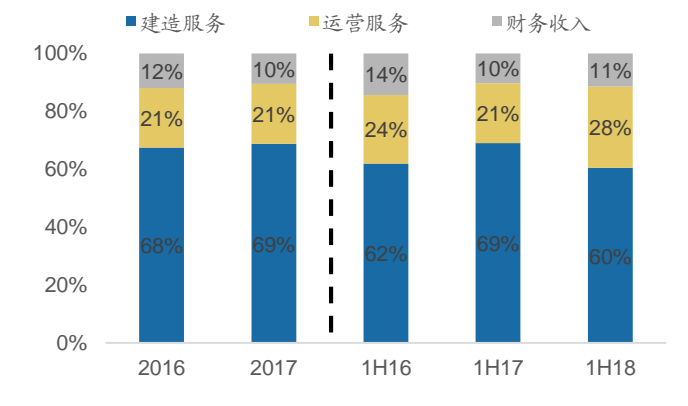
建造收入略低于我们预期，运营服务增速较快。2018年上半年，公司建造服务收入为港币6,880百万元，同比增长12%，略低于我们的预期；运营服务收入为港币3,200百万元，同比大幅增长74%；财务收入为港币1,292百万元，同比增长42%。得益于运营项目数量持续增加，公司运营服务收入占比较去年同期扩大至28%，收入结构有所改善。

图3：1H17-1H18公司分业务收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

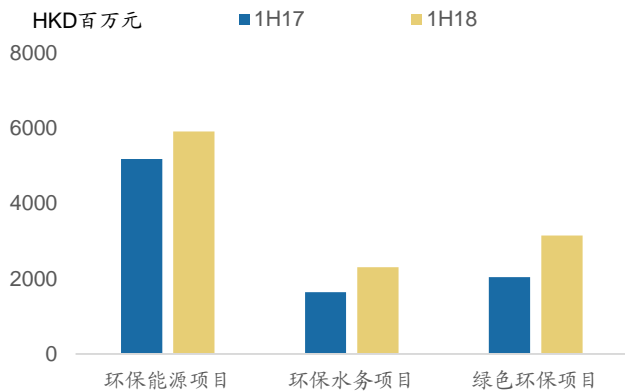
图4：2016-1H18公司收入构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

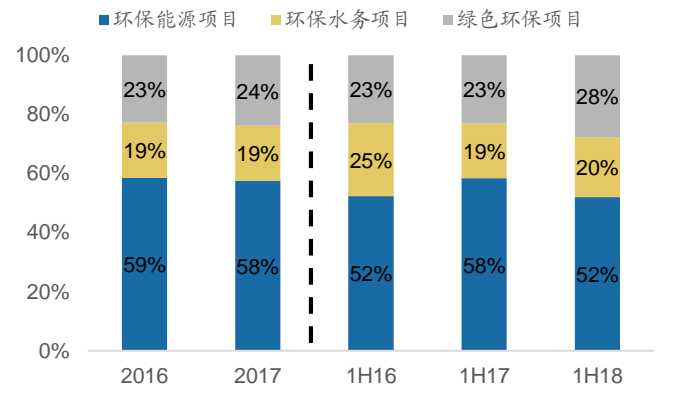
环保能源、环保水务板块稳健增长，绿色环保板块增长较快。环保能源收入同比增长14%，EBITDA同比增长33%，主要由于2018年上半年运营项目的处理量持续上升推动运营收入增长。环保水务稳健发展，收入同比增长41%，EBITDA同比增长41%。绿色环保板块收入同比增长较快，为54%，板块EBITDA同比增长41%。绿色环保板块占总收入比重较去年同期扩大5pp至28%。

图5: 1H17-1H18公司分板块收入



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 2016-1H18公司分板块收入占比

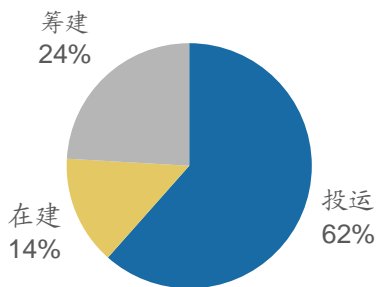


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 项目储备丰富, 新项目稳步推进

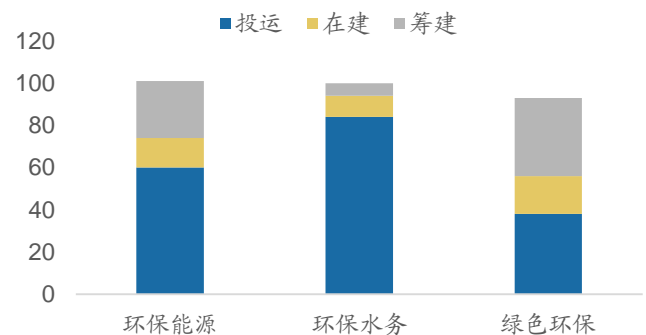
公司市场拓展能力强, 持续较快取得新项目。截止2018年中, 公司落实新项目30个, 新增生活垃圾处理规模11650吨/日, 新增生物质处理规模580000吨/年, 新增危废处理规模217000吨/年。截至2018年上半年, 公司在建/筹建项目占比为38%, 预计为公司后期发展提供动能。分板块来看, 截至2018年上半年, 绿色环保板块在建/筹建项目数量最多, 将有效支撑板块快速发展。

图7: 1H18公司项目状态分布 (按个数)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

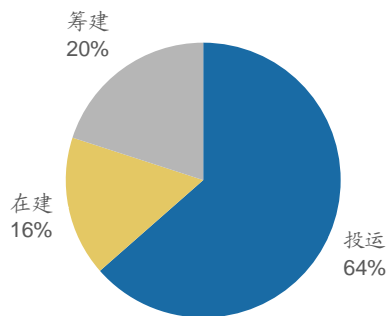
图8: 1H18三大板块项目状态分布 (按个数)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

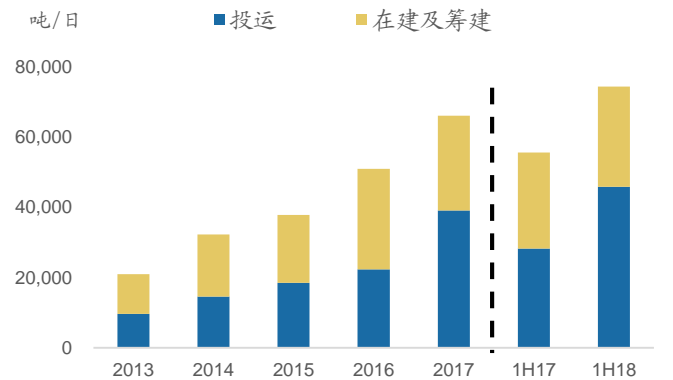
**环保能源板块: 垃圾处理设计规模行业领先, 未来保持稳健发展。**2018上半年, 公司共取得10个垃圾发电项目, 2个填埋场渗滤液处理项目, 以及2个餐厨垃圾处理项目, 较去年同期新项目数量翻一番。截至2018年中, 公司环保能源板块共有85个垃圾发电项目、2个沼气发电项目、3个污泥处理处置项目、8个餐厨垃圾处理项目、2个填埋场渗滤液处理项目。总设计生活垃圾处理规模27,138千吨/日, 年上网电量约8,725,120兆瓦时。2018年上半年, 公司实际垃圾处理量达到862万吨, 较去年同期增长65%; 上网电量2,519,605兆瓦时, 同比增长66%。

图9: 1H18公司垃圾处理发电项目状态 (按个数)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

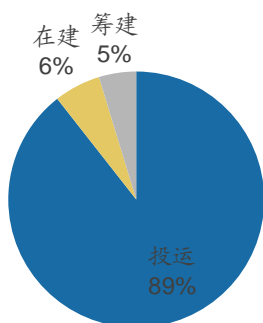
图10: 截至1H18公司垃圾处理发电项目设计处理能力



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

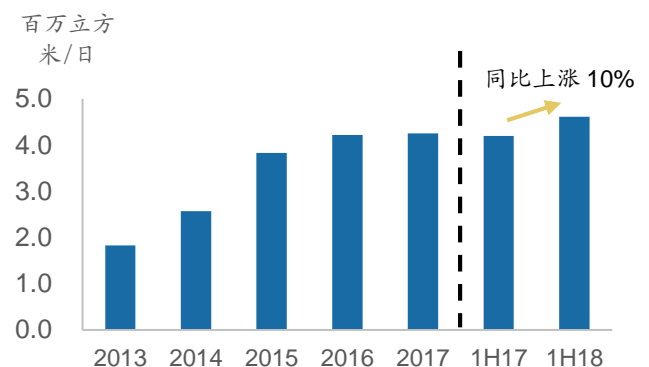
**环保水务板块稳步发展。**公司新签约4个污水污水处理项目, 并且进一步落实多个章丘城乡供水一体化项目(「章丘供水项目」)的子工程项目, 签署章丘区白云水厂供水工程项目及城东工业供水工程项目。截至2018年中, 公司水务板块共拥有80个城市污水处理项目、5个工业污水处理项目、4个中水回用项目、2个污水热源泵项目、6个水环境综合治理项目, 以及3个城乡供水一体化项目, 设计污水处理规模16.84亿立方米。2018年上半年污水处理量较去年同期较为稳定, 为612,498,000立方米, 同比增长8%。

图11: 1H18公司污水处理项目状态 (按数量)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

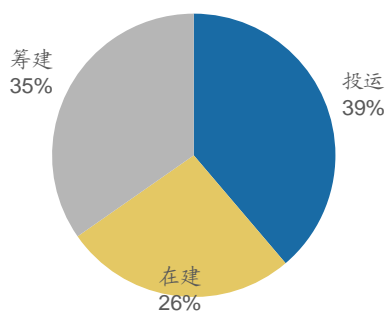
图12: 2013-1H18公司污水处理能力



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

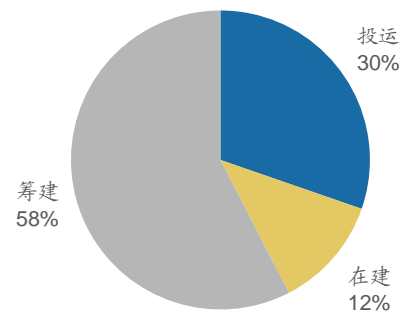
绿色环保板块在建/筹建项目较多。2018上半年，公司共取得12个新项目，包括5个生物质综合利用项目、5个危废处置项目以及2个环境修复项目。截至2018年中，公司合计共有93个绿色环保项目，包括49个生物质综合利用项目、33个危废处置项目、2个环境修复项目、7个光伏发电项目及2个风电发电项目，投运/在建/筹建项目分别为38/18/37，项目储备丰富。2018上半年，公司实际生物质处理量快速增长，由75.3万吨提高至131.0万吨，同比增长73%；危废处理量达到6.9万吨，同比增长25%；上网电量保持快速增长65%。

图13: 1H18公司生物质项目状态 (按数量)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图14: 1H18公司危废项目状态 (按数量)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 供股意料之外, 公司期望实现超常规发展

供股满足公司未来五年发展计划, 有助公司实现超常规发展。公司于2018年8月14日宣布供股计划, 认购价为港币6.0元, 较TERP折让25.09%, 较宣布前一日收盘价折让31.4%, 发行规模约为港币96.62亿元。供股规模相当于宣布前股本规模的37.0%。公司认为供股的作用主要为:

- 1) 目前公司负债率为61%, 财务状况健康, 此次供股将进一步降低负债率至55%。
- 2) 供股筹集所得资金用途分为三方面, 60%用于发展垃圾发电项目, 25%用于研发及其他业务发展(包括但不限于技术研发、装备制造、垃圾分类与管理、大气治理与检测服务), 其余15%用于偿还贷款以及一般运营资金。
- 3) 在新业务发展方面, 公司积极寻求高科技、轻资产和高回报的投资项目, 比如装备制造、垃圾分类业务、大气监测等。公司期望依靠资源、品牌优势形成大气监测、土壤监测、水质监测一站式以及全方位的产业链。

我们认为后期需要密切关注垃圾发电项目开拓进度以及新业务发展情况。公司在财务状况较为稳健的情形下，大规模供股超出市场预期，冲击了市场情绪。我们认为公司进一步巩固垃圾发电龙头地位以及开拓轻资产型新业务的诉求，符合情理，但是后期仍需密切关注资金使用的方向和效率、垃圾发电项目开拓进度、新业务开展节奏。

## 盈利预测

2018年8月15日，中国光大国际（0257.HK）收盘价为6.36港元。基于公司中期业绩显示三大板块发展势头良好，且在新募集资金尚未落实到明确项目以及业务的前提下，我们预测公司2018-2020年收入分别为港币261.46/324.89/352.96亿元，同比增长31%/24%/9%，净利润分别为港币44.0/54.5/61.5亿元，同比增长25%/24%/13%。考虑公司股本规模扩大的影响，我们调整公司2018-2020年EPS为港币0.827/0.887/1.001元，对应市盈率分别为7.7/7.2/6.4，低于行业平均。基于公司在垃圾发电的龙头地位，三大业务板块稳步扩张且项目储备丰富，供股有助于公司提升长期快速发展潜力，维持“买入”评级。

## 风险提示

新项目获取不及预期，各板块项目进度低于预期，电价政策调整，行业竞争加剧。

资产负债表		单位: 港币百万元				
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>流动资产</b>	<b>12,307</b>	<b>19,637</b>	<b>23,968</b>	<b>28,656</b>	<b>32,510</b>	
货币资金	6,341	8,657	10,197	12,346	13,059	
应收及预付账款	4,908	8,289	10,458	12,346	13,412	
存货	362	510	654	812	918	
其他流动资产	698	2,182	2,659	3,152	5,120	
<b>非流动资产</b>	<b>37,225</b>	<b>53,486</b>	<b>69,570</b>	<b>84,367</b>	<b>91,089</b>	
固定资产	3,187	4,190	4,887	5,538	6,125	
无形资产	7,250	10,340	13,960	16,053	16,856	
其他长期资产	26,788	38,955	50,724	62,775	68,109	
<b>资产总计</b>	<b>49,532</b>	<b>73,123</b>	<b>93,538</b>	<b>113,023</b>	<b>123,59</b>	
<b>流动负债</b>	<b>9,314</b>	<b>14,033</b>	<b>19,334</b>	<b>22,203</b>	<b>26,082</b>	
短期借款	4,412	5,414	10,425	11,144	13,858	
应付及预收	3,545	6,490	6,141	7,598	8,244	
其他流动负债	1,357	2,130	2,769	3,461	3,980	
<b>非流动负债</b>	<b>20,373</b>	<b>30,446</b>	<b>45,250</b>	<b>58,481</b>	<b>62,747</b>	
长期借款	17,203	26,040	39,296	53,876	58,251	
其他非流动负债	3,169	4,406	5,954	4,605	4,497	
<b>负债合计</b>	<b>29,687</b>	<b>44,480</b>	<b>64,584</b>	<b>80,684</b>	<b>88,829</b>	
股本	7,405	7,405	7,405	7,405	7,405	
储备	9,984	15,149	17,599	20,050	22,481	
母公司股东权益	17,389	22,554	25,004	27,455	29,886	
少数股东权益	2,456	6,089	3,950	4,884	4,884	
<b>负债和股东权益</b>	<b>49,532</b>	<b>73,123</b>	<b>93,538</b>	<b>113,023</b>	<b>123,59</b>	

现金流量表		单位: 港币百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>221</b>	<b>(3102)</b>	<b>(1309)</b>	<b>712</b>	<b>2218</b>	
净利润	4099	5428	6613	8108	8922	
折旧摊销	730	1097	1200	1500	1600	
营运资金变动	593	854	1325	1806	2042	
其它	(4330)	(9846)	(9946)	(10026)	(10086)	
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1062)</b>	<b>(1376)</b>	<b>(1752)</b>	<b>(2108)</b>	<b>(2320)</b>	
资本支出	191	742	1251	1432	2059	
投资变动	(4236)	(4833)	(5364)	(5546)	(5450)	
其他	(3157)	(3552)	(4123)	(4470)	(4669)	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4)</b>	<b>(924)</b>	<b>(934)</b>	<b>(919)</b>	<b>(874)</b>	
净增权益	(1075)	(357)	(307)	(157)	93	
净增债务	4713	9944	8213	6982	3945	
支付股息	425	8798	311	3385	2431	
其他	8484	14793	20104	16100	8145	
<b>现金变动</b>	<b>(874)</b>	<b>(1121)</b>	<b>(1758)</b>	<b>(2453)</b>	<b>(2769)</b>	

利润表		单位: 港币百万元				
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>销售收入</b>	<b>13971</b>	<b>20043</b>	<b>26146</b>	<b>32489</b>	<b>35296</b>	
销售成本	(8662)	(12911)	(16263)	(20111)	(21601)	
经营费用	(9721)	(14349)	(18608)	(23024)	(24981)	
<b>息税折旧前利润</b>	<b>5051</b>	<b>6863</b>	<b>8738</b>	<b>10964</b>	<b>11915</b>	
折旧及摊销	(730)	(1097)	(1200)	(1500)	(1600)	
<b>经营利润</b>	<b>4322</b>	<b>5766</b>	<b>7538</b>	<b>9464</b>	<b>10315</b>	
净利息收入	(593)	(854)	(1325)	(1806)	(2042)	
其他收益	370	516	400	450	650	
<b>税前利润</b>	<b>4099</b>	<b>5428</b>	<b>6613</b>	<b>8108</b>	<b>8922</b>	
所得税	(1062)	(1376)	(1752)	(2108)	(2320)	
<b>净利润</b>	<b>3037</b>	<b>4052</b>	<b>4861</b>	<b>6000</b>	<b>6603</b>	
少数股东损益	(252)	(542)	(464)	(548)	(450)	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2785</b>	<b>3510</b>	<b>4396</b>	<b>5452</b>	<b>6153</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>5051</b>	<b>6863</b>	<b>8738</b>	<b>10964</b>	<b>11915</b>	
EPS (港元)	0.621	0.783	0.827	0.887	1.001	
DPS (港元)	0.205	0.396	0.392	0.547	0.617	
收入增长(%)	63.7	43.5	30.4	24.3	8.6	

## 广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014 年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015 年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 惠毓伦：海外电子行业首席分析师，34 年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，15 年证券研究所从业经历。2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖 凌：海外策略首席分析师，2016 年新财富策略研究领域第 4 名，2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
- 韩 玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩休闲行业首席分析师，2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名（团队）、第 4 名（团队）、第 2 名（团队）。
- 邓崇静：高级分析师，2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王 雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘 峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			



## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。