

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

中国光大绿色环保 (1257 HK)

绿色环保快车道等票

■ 来自环保巨头母公司中国光大国际的强大支持使光大绿色环保能够抓住快速增长的机会

■ 丰富的项目储备支撑31%的2017-20年盈利复合年增长率

■ 首次覆盖给予买入评级，目标价8.3港元。主要风险包括激烈竞争、项目延期和高于预期的燃料成本

生物质发电—独特模式创造低成本

中国光大绿色环保(“光大绿色环保”)独特的一体化业务模式和强大的执行能力使公司能够保持较低的资本开支和运营成本，且经营利用率高于同业。因此，公司能够在生物质发电项目方面保持10%以上的项目内部收益率和在新项目竞标上的竞争力。在丰富的储备项目支持下，我们预计该板块将继续健康增长，2017-20年的收入复合年增长率预计为26%。

危废处理—收入增长为各板块中最强

得益于公司先进的研发能力，光大绿色环保能够处理43种危险废弃物，相比之下同业平均只能处理5种。这使得公司能够抓住服务配套不足的危废处理市场中不断增加的机遇，其充足的项目储备也反映了这一点。我们预计，危废处理收入在2017-20年复合年增长74%，为公司四大业务板块中最高的。

土壤修复—一个新的长期增长引擎

光大绿色环保在土壤修复这片蓝海中也取得了成绩，年初至今锁定了5个项目，总合同金额达1.2亿元人民币。凭借光大绿色环保的技术知识和业务开发往绩记录，我们相信土壤修复业务的扩张将跟随公司其他核心业务相同成功的路径。

2017-20年盈利复合年增长率为31%

在丰富的项目储备支撑下，我们预测光大绿色环保2017-20年的收入将按32%的复合年增长率增长至105亿港元。随着更多项目将在2018-20年投入运营，公司的预测毛利率将由2017年的31.3%逐步增加至2020年的33.6%。因此，我们预测公司的经常性净利润将由2017年的9.56亿元人民币增加至2020年的22亿元人民币，相当于31%的复合年增长率。

首次覆盖给予买入评级，目标价8.3港元

基于8.7%的加权平均资本成本和3.5%的永久增长率，我们的贴现现金流目标价为8.3港元，相当于0.4倍2019年预测PEG。公司当前估值为0.3倍2019年预测PEG，较行业平均的0.7倍折让62%。我们认为估值吸引。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	3,000	4,581	6,424	8,485	10,505
毛利	992	1,435	2,046	2,768	3,525
报告净利润	629	954	1,311	1,717	2,163
经常性净利润	639	956	1,311	1,717	2,163
经常性的每股收益 (港元)	0.44	0.52	0.63	0.83	1.05
核心市盈率(x)	14.4	12.3	10.1	7.7	6.1
市净率(x)	2.2	1.3	1.3	1.1	0.9
股息率(%)	0.0	1.4	1.9	2.5	3.2
ROE(%)	17.7	14.7	13.3	13.7	14.1
净负债率(%)	23.2	1.7	22.3	34.7	38.3

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

蔡雯

+852 3189 6268

scullytsoi@cmschina.com.hk

萧俊葵

+852 3189 6395

ericshiu@cmschina.com.hk

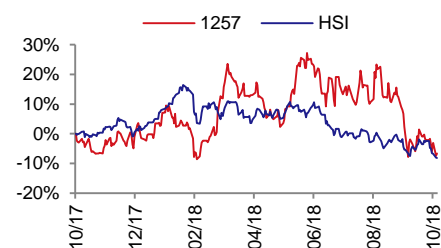
首次覆盖

买入

股价(2018年10月10日) HK\$6.15

12个月目标价
(上涨/下跌空间) HK\$8.3 (35.0%)

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
1257 HK	(2.2)	(23.1)	(9.9)
恒生指数	(1.6)	(14.8)	(8.1)

行业：环保

恒生指数	26,193
国企指数	10,443

重要数据

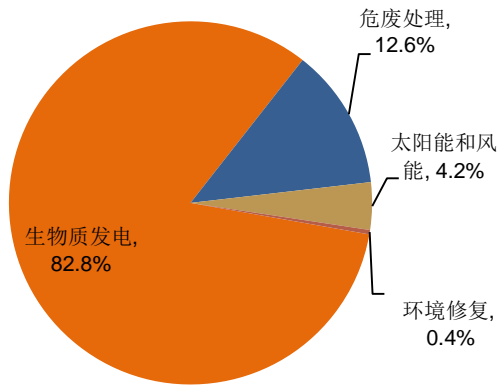
52周股价区间(港元)	6.13-8.95
市值(百万港元)	12,706
日均成交量(百万股)	1.76
每股净资产(港元)(2018E)	4.99

主要股东

China Everbright Green Holdings	69.70%
Allianz SE	4.99%
China International Capital Corp L	4.83%
Zhejiang Silicon Paradise Asset	2.75%
总股数(百万股)	2,066
自由流通量(百万股)	545

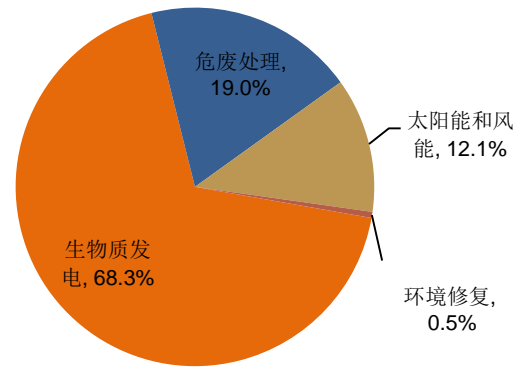
重点图表

图1: 中国光大绿色环保—各业务收入构成 (截至2018年6月30日)



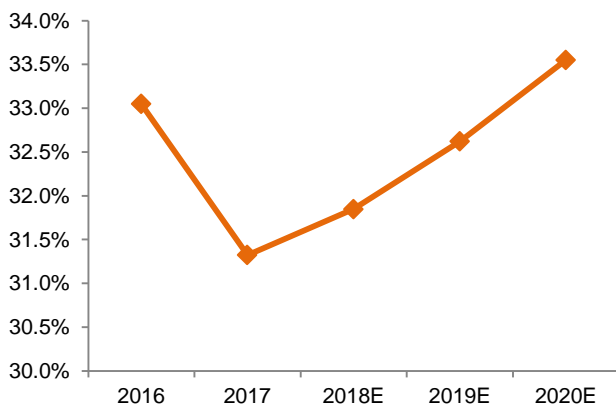
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图2: 中国光大绿色环保—各业务EBITDA构成 (截至2018年6月30日)



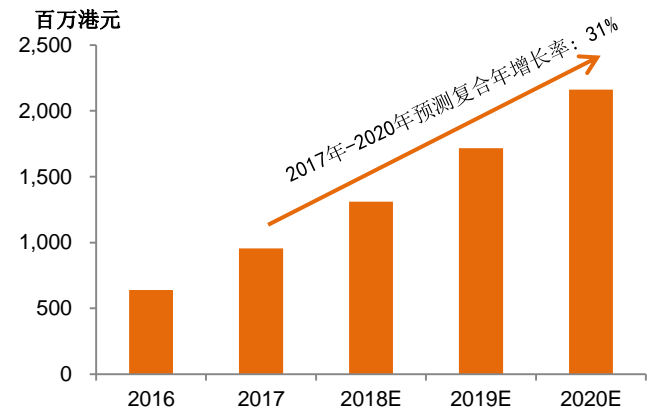
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图3: 中国光大绿色环保—毛利率预测



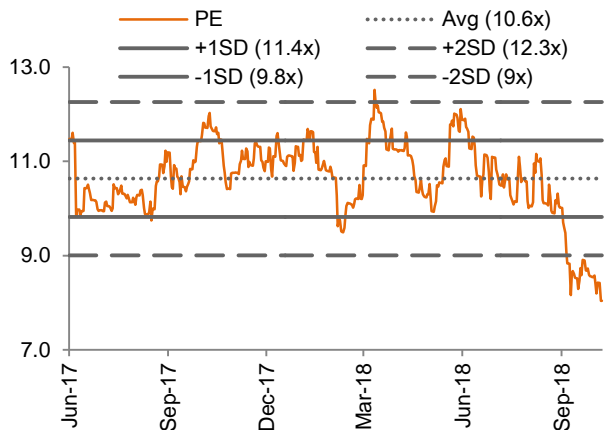
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图4: 中国光大绿色环保—核心利润预测



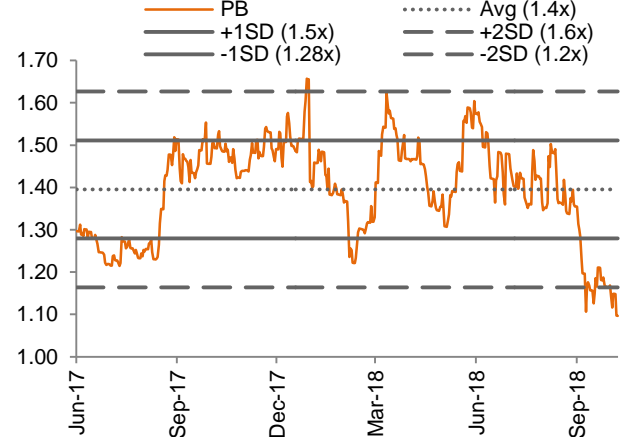
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图5: 中国光大绿色环保—12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

图6: 中国光大绿色环保—12个月综合远期市净率



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

强劲的储备项目支撑2017-20年预测盈利增长31%

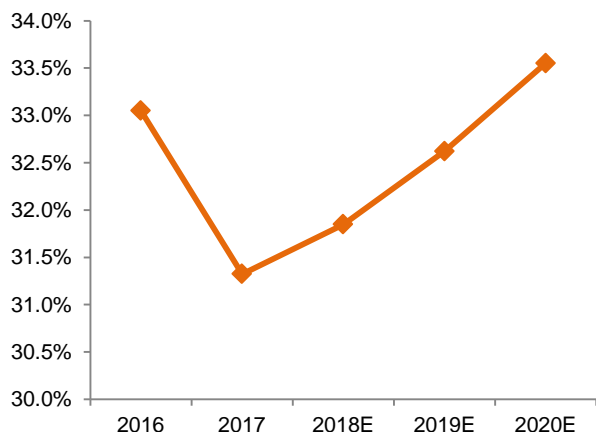
如前文所述，光大绿色环保拥有强劲的生物质发电和危废处置的项目储备。此外，长期而言，其在环境修复业务的扩张将有助丰富服务链和提升盈利增长。总括而言，我们预测中国光大绿色环保 2017-20 年的收入将按 32%的复合年增长率增长至 105 亿港元。由于运营收入的毛利率（生物质发电为 28-30%，危废处置为 60-70%）高于建设收入的毛利率（生物质发电为 20-25%，危废填埋为 15%），而更多项目将在 2018-20 年投入运营，光大绿色环保的预测毛利率将由 2017 年的 31.3%逐步增加至 2020 年的 33.6%。然而，由于我们假设公司将获得更多贷款来为其扩张提供资金，增加的融资成本将部分抵消利润率扩张带来的正面影响。因此，我们预测中国光大绿色环保的经常性净利润将由 2017 年的 9.56 亿元人民币增加至 2020 年的 22 亿元人民币，相当于 31%的复合年增长率。

图 7: 中国光大绿色环保 – 主要假设

Year End 31 Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Biomass					
Capacities in operation (MW)	151	328	532	730	903
Growth rate (%)	151.7%	117.2%	62.2%	37.2%	23.7%
Power sold ('000 MWh)	619	1,393	2,732	4,123	5,355
Growth rate (%)	40.4%	125.2%	96.1%	50.9%	29.9%
On-grid tariff (RMB/kWh)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Growth rate (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Construction revenue (HK\$ mn)	1,964	2,893	3,353	3,555	3,688
Growth rate (%)	232.3%	47.3%	15.9%	6.0%	3.7%
Operation revenue (HK\$ mn)	460	1,031	2,073	3,120	4,173
Growth rate (%)	31.8%	124.1%	101.1%	50.5%	33.8%
HWT					
Capacities in operation (ktpa)	133	161	194	281	671
Growth rate (%)	0.0%	21.0%	20.5%	44.8%	138.8%
Actual processed volume (kt)	98	113	145	199	353
Growth rate (%)	88.5%	15.3%	28.6%	36.8%	77.5%
Waste treatment fee (RMB/tonne)	2,414	2,450	2,867	2,895	2,924
Growth rate (%)	11.1%	1.5%	17.0%	1.0%	1.0%
Construction revenue (HK\$ mn)	85	60	93	599	788
Growth rate (%)	92.0%	-29.4%	54.6%	545.4%	31.5%
Operation revenue (HK\$ mn)	240	309	491	642	1,187
Growth rate (%)	123.1%	28.6%	58.9%	30.8%	84.8%
Environmental Remediation					
Secured contract value (HK\$ mn)	N/A	N/A	120	192	288
Growth rate (%)	N/A	N/A	N/A	60.0%	50.0%
Solar					
Actual on-grid electricity sales ('000 MWh)	28	27	27	27	27
Growth rate (%)	-2.7%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
On-grid tariff (RMB/kWh)	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27
Growth rate (%)	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Wind					
Actual on-grid electricity sales ('000 MWh)	245	247	247	247	247
Growth rate (%)	488.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
On-grid tariff (RMB/kWh)	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
Growth rate (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

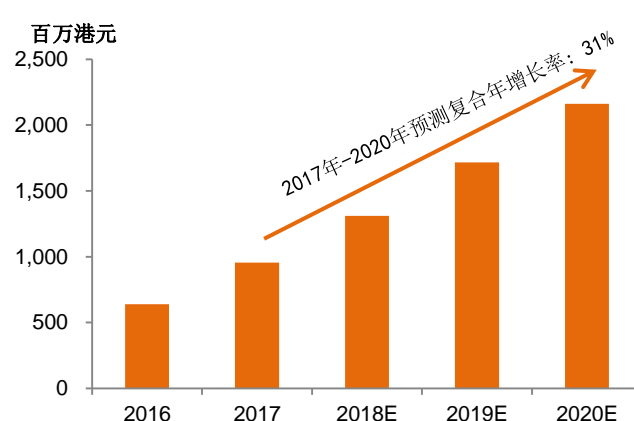
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图 8: 中国光大绿色环保 – 毛利润预测



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图 9: 中国光大绿色环保 – 核心利润预测



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

估值和风险

首次给予买入评级，目标价：8.3港元

我们首次给予光大绿色环保买入评级。由于我们预测生物质发电和危废处置将录得稳定的中长期现金流，我们采用贴现现金流估值方法。基于8.7%的加权平均资本成本和3.5%的永久增长率，我们的贴现现金流目标价为8.3港元。

图 10: 中国光大绿色环保-贴现现金流估值和预测

(HK\$mn)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Pre-tax profits	2,193	2,797	3,520	4,265	4,886	5,390	5,844	6,279	6,677
Net interest expenses	271	381	457	482	468	444	359	209	45
Tax paid	(469)	(626)	(823)	(1,040)	(1,222)	(1,348)	(1,461)	(1,570)	(1,669)
Depreciation and amortisation	378	491	614	743	875	1,005	1,129	1,244	1,348
Change in WC	(696)	(308)	93	631	627	538	553	551	605
Capex	(3,851)	(4,344)	(4,641)	(4,820)	(4,802)	(4,595)	(4,272)	(3,856)	(3,378)
Free cash flow (FCF)	(2,174)	(1,610)	(781)	261	832	1,435	2,151	2,857	3,628
Discount factor	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56	0.51	0.47
Discounted FCF (HK\$mn)	(2,000)	(1,362)	(608)	187	548	869	1,199	1,465	1,711
No. of shares	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066
Discounted FCF per share (HK\$)	(0.97)	(0.66)	(0.29)	0.09	0.27	0.42	0.58	0.71	0.83
Equity value per share									
Total DCF/share (2019-27E) (HK\$)	0.97								
Terminal value/share in 2027E (HK\$)	8.47								
DCF/share (firm value) (HK\$)	9.44								
Less: net debt (end-2018)/share (HK\$)	(1.12)								
% shared by minority shareholders	0.4%								
Less: value shared by minority shareholders (HK\$)	(0.03)								
DCF/share (equity value) (HK\$)	8.30								
DCF assumptions									
Cost of debt	4.8%								
Cost of equity	13.8%								
Tax rate	25.0%								
Targeted gearing	50.0%								
WACC	8.7%								
Terminal growth rate	3.5%								

资料来源：招商证券（香港）预测

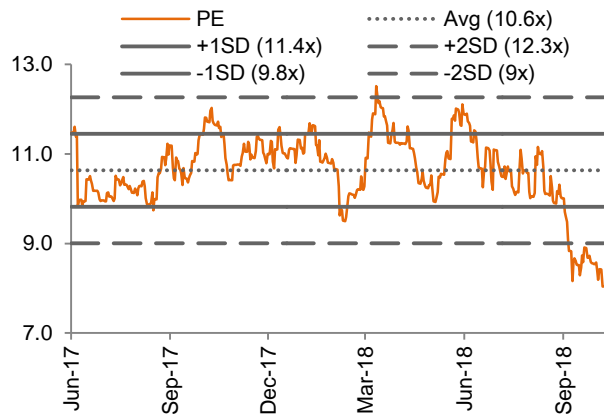
图 11: 中国光大绿色环保-目标价格对加权平均资本成本和永久增长率的敏感度

		WACC								
		6.7%	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%
Terminal growth rate	1.5%	11.6	9.7	8.2	6.9	5.8	4.9	4.2	3.5	3.0
	2.0%	12.8	10.7	8.9	7.5	6.3	5.3	4.5	3.8	3.2
	2.5%	14.4	11.8	9.8	8.2	6.9	5.8	4.9	4.1	3.4
	3.0%	16.4	13.3	10.9	9.0	7.5	6.3	5.3	4.4	3.7
	3.5%	19.1	15.2	12.3	10.0	8.3	6.9	5.8	4.8	4.0
	4.0%	22.7	17.6	14.0	11.3	9.2	7.6	6.3	5.3	4.4
	4.5%	27.9	21.0	16.3	12.9	10.4	8.5	7.0	5.8	4.8
	5.0%	36.3	25.8	19.4	15.0	11.9	9.6	7.8	6.4	5.3
	5.5%	51.8	33.6	23.9	17.9	13.9	11.0	8.8	7.2	5.9

资料来源：招商证券（香港）预测

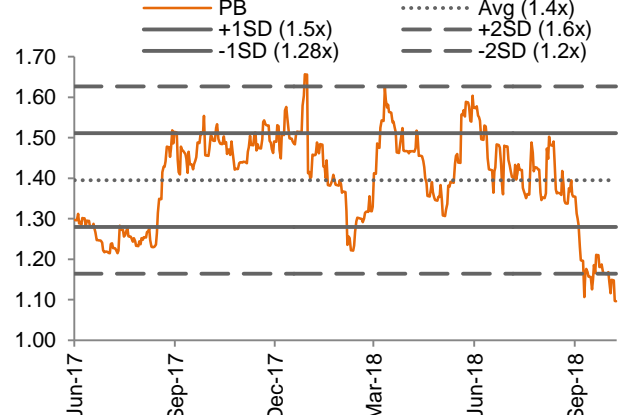
基于2018-20年28%预测经常性每股盈利年复合增长率，光大绿色环保的当前估值为0.3倍2019年PEG，相对于环保行业平均的0.7倍折让62%（豁免粤海投资（270 HK，未评级））。我们认为受强劲增长和盈利质量改善的支撑（现金基础营业利润对总利润的占比将由2017年的43%增加至2020年的62%），光大绿色环保的估值得被重估。

图12: 中国光大绿色环保 -12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图13: 中国光大绿色环保 -12个月综合远期市净率



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图 14: 环保同业估值的比较 (表 1)

Company	Ticker	Price	Rating	TP	Up/(Dn) side (%)	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)		P/E(x)		18-20E	2019E	Div Yld (%)		P/B(x)	
							2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E		
HSI		26,193					10.9	9.8	10.5			0.9	3.8	4.1	1.2	1.1
HSCEI		10,443					7.9	7.1	10.4			0.7	4.3	4.7	1.0	0.9
Sector Average							9.6	8.5	14.9			0.9	3.0	3.3	1.2	1.1
Sector Average (exclude GD Investment)							8.6	7.6	15.9			0.7	2.9	3.2	1.1	1.0
Sector Median							8.6	7.4	15.8			0.5	2.7	3.0	1.1	1.0
CEI	257 HK	6.71	BUY	9.50	41.6	5,259	18.5	7.5	8.1	3.2	2.5	4.1	3.8	0.9	1.1	
BEW	371 HK	3.94	BUY	6.10	54.8	4,732	9.8	8.6	7.4	16.2	0.5	4.6	5.3	1.6	1.4	
CEG	1257 HK	6.15	BUY	8.30	34.9	1,621	2.4	9.7	7.4	28.4	0.3	2.0	2.6	1.2	1.0	
Canvest	1381 HK	4.26	BUY	4.90	15.0	1,335	0.9	13.4	11.6	15.5	0.8	1.1	1.3	1.9	1.7	
CTEG	1363 HK	0.80	NEUTRAL	1.22	51.9	645	1.0	6.8	5.8	16.7	0.3	3.8	4.7	1.0	0.9	
GD investment	270 HK	14.26	Non-rated	N/A	N/A	11,896	11.2	18.7	17.5	6.1	2.9	3.9	4.4	2.2	2.1	
Dynagreen	1330 HK	2.97	Non-rated	N/A	N/A	1,843	0.7	10.0	8.4	20.7	0.4	2.7	3.4	1.1	1.0	
Dongjiang	895 HK	8.57	Non-rated	N/A	N/A	1,341	1.4	12.0	10.1	17.2	0.6	2.2	2.6	1.5	1.2	
Tianjin	1065 HK	3.00	Non-rated	N/A	N/A	1,415	0.3	7.2	6.8	N/A	N/A	2.6	3.0	0.7	0.6	
Siic Environment	807 HK	1.73	Non-rated	N/A	N/A	575	0.1	7.0	6.3	12.7	0.5	3.5	2.7	0.5	0.5	
Yunnan Water	6839 HK	2.11	Non-rated	N/A	N/A	321	0.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
Kangda	6136 HK	1.02	Non-rated	N/A	N/A	265	0.2	4.2	3.8	12.1	0.3	2.6	2.7	0.4	0.4	

股价日期: 2018年10月10日; 对未评级股票的预测是基于彭博的共识

资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

图 15: 环保同业估值的比较 (表 2)

Company	ROE (%)		ROIC	GPM (%)		OPM (%)		Net gearing (%)		Payout (%)		Eff. tax rate (%)	Share px chg (%)		
	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2017	1-mth	3-mth	12-mth
HSI	12.9	12.9								41.5	40.3		(1.6)	(8.7)	(8.1)
HSCEI	12.7	12.7								33.9	33.5		0.1	(3.5)	(8.5)
Sector Average	12.9	13.1	9.0	39.1	39.1	30.7	30.0	50.1	59.0	27.8	27.7	20.1	(2.5)	(15.3)	(22.9)
Sector Average (exclude GD Investment)	13.0	13.2	9.2	36.6	36.3	29.0	28.3	58.4	68.8	23.2	22.9	19.9	(3.0)	(17.7)	(28.2)
Sector Median	12.4	13.7	8.5	34.9	34.6	28.4	27.6	59.2	62.5	24.3	22.0	20.8	(0.7)	(16.6)	(32.8)
CEI	15.0	13.7	9.2	34.9	33.3	30.2	29.1	41.8	54.6	31.0	31.0	25.5	6.3	(30.0)	(32.8)
BEW	19.7	20.4	9.0	30.6	30.8	18.8	16.2	95.5	100.1	39.0	39.0	21.3	0.8	(6.7)	(35.8)
CEG	13.3	13.7	21.9	31.3	31.3	27.7	27.6	22.3	34.7	19.4	19.4	19.3	(3.1)	(21.0)	(11.6)
Canvest	14.9	15.1	12.4	31.2	30.2	28.4	27.1	59.2	76.9	15.0	15.0	12.1	4.9	(1.8)	0.0
CTEG	15.7	16.4	10.2	43.7	42.8	24.2	19.0	67.2	62.5	21.0	22.0	17.9	(16.7)	(25.2)	(26.0)
GD investment	12.0	12.3	7.5	59.1	61.8	47.6	47.6	0.0	0.0	73.2	76.4	21.2	3.6	11.8	29.9
Dynagreen	11.4	11.9	N/A	44.8	44.5	39.5	40.5	N/A	N/A	27.0	28.1	19.2	(1.7)	(17.0)	(34.0)
Dongjiang	12.4	13.8	8.5	34.6	34.6	19.1	19.3	64.6	84.0	26.2	26.6	11.1	(6.1)	(12.6)	(26.2)
Tianjin	9.9	9.7	7.2	N/A	N/A	45.3	45.2	N/A	N/A	18.9	20.5	27.8	0.3	(16.2)	(40.9)
Siic Environment	7.0	7.0	3.2	N/A	N/A	23.6	25.8	N/A	N/A	24.3	16.9	22.1	(12.2)	(29.4)	N/A
Yunnan Water	N/A	N/A	4.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	22.5	(7.0)	(19.5)	(34.7)
Kangda	10.3	10.5	5.8	41.9	42.8	32.9	32.9	N/A	N/A	10.7	10.0	20.3	1.0	(15.7)	(40.0)

股价日期: 2018年10月10日; 对未评级股票的预测是基于彭博的共识

资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

招商證券与市场共识比较

由于我们假设较少的生物质发电项目将在18年下半年动工，我们的2018年经常性每股盈利预测低于市场预期4%。然而，我们的2019 - 20年的经常性每股盈利预测基本上符合与市场一致的预期。

图 16: 招商證券与市场共识比较

	Forecasts			Rating		
	2018E	2019E	2020E	BUY	NEUTRAL	SELL
CMS - diluted core EPS (HK\$)	0.63	0.83	1.05	X		
% change	22.5%	30.9%	25.9%			
% difference to consensus	-4.0%	-2.1%	2.1%			
Consensus	0.66	0.85	1.03	16	0	0
% change	27.5%	28.4%	20.7%			

资料来源: 彭博、招商證券(香港)预测

催化剂和主要风险

我们预测的短期催化剂和上行风险为: 1) 获得更多生物质发电和危废处置项目; 2) 技术突破降低生物质发电厂的运营成本。

影响目标价的主要下行风险包括: 1) 市场竞争激烈, 导致产能扩张放缓和项目回报减少; 2) 项目延误; 3) 生物质原料的成本高于预期; 4) 生物质电价补贴的延迟。

财务预测表

资产负债表

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
物业, 厂房及设备	1,714	2,144	2,522	2,902	3,285
根据经营租赁持有自用的租赁土地权益	121	138	147	157	167
无形资产	2,976	5,132	7,455	10,548	14,038
合资公司的权益	34	52	51	50	50
其他应收款项和应收客户合约工程款项总额	1,014	2,137	3,090	3,941	4,530
递延税项资产	21	35	51	71	95
非流动资产	5,879	9,638	13,316	17,670	22,166
库存	46	111	154	202	246
其他应收款项和应收客户合约工程款项总额	542	1,339	1,936	2,469	2,838
可收回税项	4	0	0	0	0
抵押银行存款和银行存款	106	939	939	939	939
现金及现金等价物	886	2,404	1,951	2,755	3,502
流动资产	1,585	4,793	4,981	6,365	7,526
资产总额	7,464	14,432	18,297	24,034	29,692
银行贷款	270	541	805	1,238	1,579
应付账款, 其他应付款项及应计费用	1,017	1,666	2,328	3,041	3,712
本期税项	8	10	14	20	27
流动负债	1,295	2,217	3,147	4,299	5,318
银行贷款	1,698	2,953	4,390	6,756	8,616
其他应付款项	38	57	80	104	127
递延税项负债	232	439	337	469	626
非流动负债总额	1,968	3,449	4,807	7,330	9,369
负债总额	3,263	5,666	7,954	11,628	14,687
净资产总额	4,201	8,766	10,342	12,406	15,005
股本	0	1,608	1,608	1,608	1,608
其他储备	4,187	7,140	8,711	10,769	13,360
股东权益总额	4,187	8,748	10,319	12,377	14,968
非控股权益	13	18	23	29	37
总权益	4,201	8,766	10,342	12,406	15,005
总负债	1,968	3,495	5,195	7,995	10,195
净现金(负债)	(976)	(151)	(2,304)	(4,301)	(5,753)
每股净资产(港元)	2.91	4.74	4.99	5.99	7.24

现金流量表

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营运利润	856	1,291	1,769	2,297	2,938
折旧和摊销	132	205	287	383	496
营运资金变化	(440)	(1,598)	(907)	(696)	(308)
其他	(14)	41	239	573	740
利息收取	6	26	37	48	59
已付税款	(39)	(44)	(74)	(118)	(176)
经营活动所得净现金	500	(80)	1,351	2,486	3,750
资本开支	(324)	(441)	(494)	(519)	(545)
增至无形资产的付款	(1,263)	(1,665)	(2,490)	(3,332)	(3,819)
其他	(30)	(761)	0	0	0
投资活动所得净现金	(1,618)	(2,867)	(2,984)	(3,851)	(4,364)
首次公开募股所得款项	0	3,381	0	0	0
利息支付	(74)	(132)	(209)	(334)	(461)
股息支付	0	0	(310)	(298)	(377)
净债务变化	929	1,366	1,700	2,800	2,200
其他	141	(186)	0	0	0
融资活动所得净现金	997	4,429	1,181	2,168	1,362
现金变更净值	(121)	1,482	(453)	803	748
调整	(38)	36	0	0	0
期初余额	1,044	886	2,404	1,951	2,755
期末余额	886	2,404	1,951	2,755	3,502

损益表

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	3,000	4,581	6,376	8,317	10,265
销售成本	(2,009)	(3,146)	(4,378)	(5,717)	(6,980)
毛利	992	1,435	1,998	2,600	3,285
其他收益	62	92	150	201	269
行政费用	(198)	(237)	(379)	(504)	(615)
营运费用总额	(135)	(144)	(229)	(303)	(346)
营运利润	856	1,291	1,769	2,297	2,938
净财务费用	(62)	(100)	(163)	(271)	(381)
联营公司份额	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
税前利润	793	1,190	1,606	2,025	2,557
所得税	(154)	(230)	(337)	(469)	(626)
税后利润	639	960	1,268	1,556	1,930
少数股东权益	(0)	(3)	(5)	(6)	(8)
净利润	639	956	1,263	1,549	1,923
非核心项目调整	(10)	(2)	0	0	0
核心净利润	629	954	1,263	1,549	1,923
利息折旧及摊销前利润	988	1,495	2,056	2,680	3,434
基本每股收益	0.44	0.52	0.63	0.83	1.05
摊薄每股核心收益(港元)	0.44	0.52	0.63	0.83	1.05
每股股利(港元)	0.00	0.09	0.12	0.16	0.20

财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
同比增长率 (%)					
收入	149.3	52.7	39.2	30.4	23.4
利息折旧及摊销前利润	126.3	51.4	37.5	30.3	28.2
营运利润	135.4	50.8	37.1	29.8	27.9
核心净利润	133.8	49.7	32.1	22.6	24.1
摊薄每股核心收益	N/A	18.3	22.8	30.9	25.9
每股股利	N/A	N/A	37.1	30.9	25.9
利润率 (%)					
毛利率	33.0	31.3	31.3	31.3	32.0
利息折旧及摊销前利率	32.9	32.6	32.2	32.2	33.5
息税前利率	28.5	28.2	27.7	27.6	28.6
净利率(核心净利润)	21.0	20.8	19.8	18.6	18.7
实际税率 (%)	19.4	19.3	21.0	23.2	24.5
营运费用占收入比率 (%)	4.5	3.2	3.6	3.6	3.4
利息覆盖率 (x)	13.8	12.9	10.9	8.5	7.7
股息支付率 (%)	0.0	19.4	19.4	19.4	19.4
资本净负债比率 (%)	23.2	1.7	22.3	34.7	38.3
总资本净负债比率 (%)	18.9	1.7	18.2	25.7	27.7
流动比率 (x)	1.2	2.2	1.6	1.5	1.4
回报率 (%)					
资产周转率 (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
财务杠杆比率 (x)	1.8	1.7	1.7	1.9	2.0
息税前利率 (%)	28.2	28.1	27.7	27.6	28.6
利息负担 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
税率负担 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
股本收益率 (%)	17.7	14.7	13.3	13.7	14.1
资本回报率 (%)	25.0	21.9	19.9	19.3	19.5

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

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所评论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关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828