

买入

中期业绩同比持平，持续看好危固废业务高增长

中国光大绿色环保(1257.HK)

2020-08-12 星期三

投资要点

目标价: **5.28 港元**
 现价: 3.41 港元
 预计升幅: 55%

➤ **2020 年上半年盈利 8.22 亿港元，同比增长 1.1%:**

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现收入 42.46 亿港元，同比微增 0.1%。纯利 8.22 亿港元，同比增长 1.1%；每股盈利 39.8 港仙。派中期息 8 港仙，派息率约 20.1%，与去年同期持平。公司上半年业绩增速放缓主要受疫情影响，二季度后公司在建项目及相关业务已经逐步复苏，预计下半年业绩要好于上半年。

重要数据

日期	2020-08-11
收盘价 (港元)	3.41
总股本 (百万股)	2,066
总市值 (百万港元)	7,045
净资产 (百万港元)	10,823
总资产 (百万港元)	28,867
52 周高低 (港元)	4.91/2.66
每股净资产 (港元)	5.24

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **未来持续性运营收入占比将进一步扩大:**

在公司总收入构成中，建造服务收益、运营服务收益及财务收入分别占总收益 41%、56% 及 3%。期内受疫情影响，工程建设进度减缓，使建造服务收益同比下滑 22%；期内运营服务收益较去年同期增加 25%，总收益的占比亦从去年同期的 45% 上升至 56%；随着大量筹建/在建项目陆续建成完工并投入运营，预计未来运营服务收益占比将进一步扩大。

➤ **公司危固废业务增长潜力可期:**

公司危固废业务一季度受疫情影响较大，二季度后因上游企业没有完全复工，业务仍受到影响，但情况已持续改善。截至 2020 年 6 月 30 日，危固废处置项目有 58 个，其中 20 个项目完工及投运；13 个项目在建；25 个项目筹建中。公司总处理规模达到 262 万吨，其中投运、在建及筹建项目规模分别为 40 万吨、76 万吨和 146 万吨，未来 2-3 年公司危固废业务增长潜力可期。

主要股东

中国光大绿色控股有限公司
(69.70%)

相关报告

更新报告-20190813
 更新报告-20190312
 更新报告-20180807
 更新报告-20200227
 更新报告-20200709

➤ **维持买入评级，目标价 5.28 港元:**

近期国家正积极解决可再生能源补贴欠款问题，预期补贴回款后公司现金流有望得到大幅改善。我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 5.28 港元，相当于 2020 年和 2021 年 6 倍和 5 倍 PE，目标价较现价有 55% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	7,002	9,280	10,195	12,234	14,069
同比增长(%)	52.8%	32.5%	9.9%	20.0%	15.0%
净利润	1,325	1,621	1,772	2,093	2,453
同比增长(%)	38.9%	22.4%	9.3%	18.1%	17.2%
每股盈利 (港元)	0.64	0.78	0.87	1.03	1.21
PE@3.41HKD	5.3	4.3	3.9	3.3	2.8
每股股息 (港元)	0.13	0.16	0.17	0.20	0.24
股息率	4%	5%	5%	6%	7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琮
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

2020 年上半年盈利 8.22 亿港元，同比增长 1.1%：

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现收入 42.46 亿港元，同比微增 0.1%。纯利 8.22 亿港元，同比增长 1.1%；每股盈利 39.8 港仙。派中期息 8 港仙，派息率约 20.1%，与去年同期持平。

在公司总收入构成中，建造服务收益、运营服务收益及财务收入分别占总收益 41%、56% 及 3%。期内受疫情影响，工程建设进度减缓，使建造服务收益同比下滑 22%；期内运营服务收益较去年同期增加 25%，总收益的占比亦从去年同期的 45% 上升至 56%；随着大量筹建/在建项目陆续建成完工并投入运营，预计未来运营服务收益占比将进一步扩大。

期内公司生物质上网电量、生活垃圾处理量及蒸汽供应分别同比上升 53%、70% 及 67%；期内安全处置 8 万吨危固废，危废及固废处理量下跌 2%。

图1：公司分业务收入构成(百万港元)

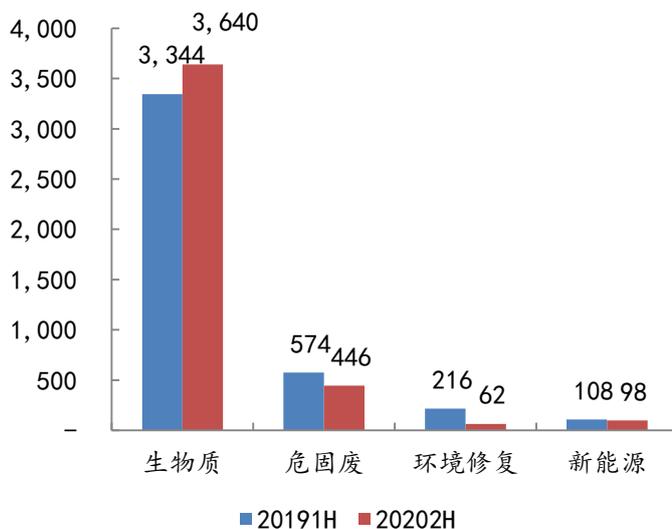
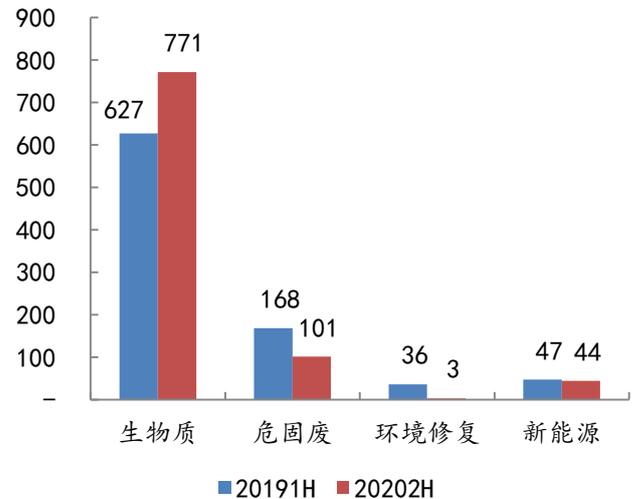


图2：公司分业务净利润构成(百万港元)



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

未来持续性运营收入占比将进一步扩大：

在公司总收入构成中，建造服务收益、运营服务收益及财务收入分别占总收益 41%、56% 及 3%。期内受疫情影响，工程建设进度减缓，使建造服务收益同比下滑 22%；期内运营服务收益较去年同期增加 25%，总收益的占比亦从去年同期的 45% 上升至 56%；随着大量筹建/在建项目陆续建成完工并投入运营，预计未来运营服务收益占比将进一步扩大。

公司危固废业务增长潜力可期：

期内危废及固废处置项目贡献净盈利约 1.01 亿港元，同比减少 40%。盈利减少主要由于处理量受疫情影响，因而导致运营服务收益相对减少。另外，在建及筹建项目数目增加以致运营前支出亦相对增加，加上期内大部分在建项目并不符合贡献建造服务收益的条件，令建造服务利润减少 64%。

期内，公司运营及完工的危废及固废处置项目 20 个，无害化处置方面，共处置危废及固废约 8 万吨，同比减少 2%；资源综合利用方面，共处置危废及固废 5,700 吨，同比增加 32%，并销售资源化利用产品约 2,400 吨，较去年同期增加 20%。

截至 2020 年 6 月 30 日，公司共拥有 58 个危废及固废处置项目，分布在中国境内 10 个省份及自治区，主要位于江苏省、山东省、安徽省、湖北省、浙江省等地。项目涉及总投资额约人民币 134.15 亿元，总设计处理能力达约每年 262 万吨。投运、在建及筹建项目规模分别为 40 万吨、76 万吨和 146 万吨，未来 2-3 年公司危固废业务增长潜力可期。

维持买入评级，目标价 5.28 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 5.28 港元，相当于 2020 年和 2021 年 6 倍和 5 倍 PE，目标价较现价有 55% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

生物质发电上网电价下调，国家补贴减少影响项目回报率

因项目选址可能引起居民反对或其他原因造成项目进度不及预期

生物质原材料供应不足或价格上涨影响项目运营

不可抗力等其它风险，影响公司的正常营运

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	MRQ
0257.HK	中国光大国际	HKD	4.67	287	273.4	376.9	37.9%	43.2	52.0	20.5%	5.5	4.7	4.0	0.8
1381.HK	粤丰环保	HKD	3.52	86	33.5	39.9	19.0%	7.5	8.9	18.3%	9.6	8.1	6.9	1.5
1330.HK	绿色动力环保	HKD	3.70	105	11.7	19.2	63.3%	3.1	4.6	49.2%	9.2	8.4	7.7	1.2
0895.HK	东江环保	HKD	4.80	86	37.0	38.1	3.1%	4.7	4.7	1.7%	8.9	7.7	6.5	0.9
3989.HK	首创环境	HKD	0.14	19	53.1	66.3	24.9%	2.1	3.4	62.1%	5.8	0.0	0.0	0.5
3718.HK	北控城市资源	HKD	1.28	46	22.3	27.3	22.3%	4.3	2.8	-34.6%	16.4	9.6	7.4	2.5
行业平均											7.8	5.8	5.0	1.0
1257.HK	中国光大绿色环保	HKD	3.41	70	70.1	93.0	32.6%	13.2	16.2	22.4%	4.3	3.9	3.4	0.7

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	7,002	9,280	10,195	12,234	14,069
经营成本	(4,932)	(6,479)	(7,167)	(8,639)	(9,948)
其他收入	159	166	133	107	85
行政费用	(357)	(490)	(539)	(544)	(549)
财务开支	(202)	(377)	(399)	(435)	(465)
应占联营公司利润	(0.2)	9.9	0.0	0.0	0.0
其他开支	(1)	(1)	0	0	0
税前盈利	1,668	2,109	2,305	2,723	3,191
所得税	(337)	(462)	(505)	(597)	(700)
少数股东应占利润	6	26	28	33	39
净利润	1,325	1,621	1,772	2,093	2,453
折旧及摊销	290	404	445	519	608
EBITDA	2,161	2,881	3,149	3,676	4,265
增长					
总收入 (%)	53%	33%	10%	20%	15%
EBITDA (%)	42%	33%	9%	17%	16%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	2,045	2,685	1,987	2,138	2,480
应收账款	1,240	1,380	1,516	1,819	2,092
存货	230	340	440	440	441
其他流动资产	1,673	3,143	3,124	3,280	3,427
流动资产	5,188	7,548	7,068	7,678	8,439
固定资产	2,335	2,643	3,788	4,388	4,739
无形资产及其他固 定资产	11,080	16,067	16,847	18,212	19,772
非流动资产	13,415	18,710	20,636	22,599	24,510
总资产	18,603	26,258	27,703	30,277	32,950
应付账款	2,417	3,006	3,325	4,008	4,616
短期银行贷款	915	2,022	2,222	2,666	3,066
其他短期负债	24	48	48	58	66
流动负债	3,356	5,077	5,595	6,732	7,748
长期银行贷款	5,091	9,072	9,526	10,002	10,502
其他负债	725	1,522	1,187	1,426	1,640
非流动负债	5,816	10,594	10,713	11,428	12,142
总负债	9,172	15,671	16,309	18,160	19,890
少数股东权益	92	241	260	280	300
股东权益	9,339	10,346	11,135	11,837	12,759
负债及权益总额	18,603	26,258	27,703	30,277	32,950
每股账面值(港 元)	4.56	5.12	5.52	5.86	6.32
营运资金	1,832	2,471	1,473	945	691

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	31%	31%	31%	30%	30%
净利率 (%)	19%	17%	17%	17%	17%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	4%	4%
实际税率 (%)	20%	22%	22%	22%	22%
股息支付率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
库存周转天数	9	13	13	13	13
应付账款天数	65	54	54	54	54
应收账款天数	179	169	169	169	169
ROE (%)	14%	16%	16%	18%	19%
ROA (%)	8%	7%	7%	7%	8%
财务状况					
净负债/股本	0.4	0.8	0.9	0.9	0.9
收入/总资产	0.38	0.35	0.37	0.40	0.43
总资产/股本	1.99	2.54	2.49	2.56	2.58
收入对利息倍数	34.6	24.6	25.5	28.2	30.2

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	2,161	2,881	3,149	3,676	4,265
融资成本	(1,581)	(3,488)	218	(128)	(651)
营运资金变化	(744)	639	(999)	(527)	(254)
所得税	(76)	(169)	(96)	(114)	0
营运现金流	(241)	(138)	2,272	2,907	3,359
资本开支	(2,940)	(4,000)	(3,202)	(3,242)	(3,452)
其他投资活动	571	(279)	(22)	0	0
投资活动现金流	(2,370)	(4,279)	(3,224)	(3,242)	(3,452)
负债变化	2,733	5,277	653	921	900
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(265)	(324)	(354)	(419)	(491)
其他融资活动	(192)	146	(45)	(16)	24
融资活动现金流	2,276	5,098	254	486	435
现金变化	(335)	681	(698)	151	341
期初持有现金	2,404	2,045	2,685	1,987	2,138
汇率变动	(25)	(41)	0	0	0
期末持有现金	2,045	2,685	1,987	2,138	2,480

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>