强烈推荐

2018 年项目拓展势头强劲

中国光大绿色环保（1257.HK）

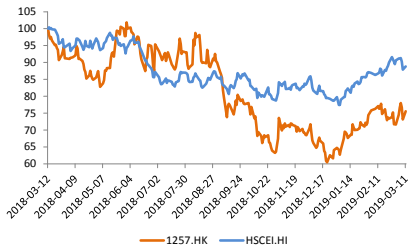
2019-03-12 星期二

目标价：HK$ 8.05
现　价：HK$ 6.50
预计升幅： 24%

股本数据
港股股本（亿股）：20.66
港股市值(亿港元)：134.3
52 周高/低（HK$）：8.95/5.09
每股净资产(HK$)：4.56
所属行业：环保

主要股东
中国光大绿色控股有限公司 69.70%

52 周行情图(Vs 恒生中国指数)



相关报告：
首发报告 20180717
更新报告 20180807

国元国际研究部
姓名：段静娴
电话：0755-21519166
Email:duanjx@gyzq.com.hk

投资要点

2018 年实现净利润 13.25 亿港元，同比增长 39%，符合预期：

公司 2018 年实现收益 70.02 亿港元，同比增长 53%，其中建造服务收益约 41.27 亿港元，占总收益比重 59%，同比增长 40%；运营服务收益约 27.34 亿港元，占比 39%，同比增长 77%。公司 2018 年 EBITDA 为 21.61 亿港元，同比增长 42%；实现权益股东应占盈利 13.25 亿港元，同比增长 39%；每股基本盈利 64.12 港仙，公司拟派发 2018 年末期股息每股 6.5 港仙，全年股息每股 12.5 港仙。公司 2018 年度业绩符合我们预期。

2018 年项目拓展势头强劲：

公司 2018 年取得 24 个新项目及签署 2 份股权转让协议以收购 2 家环保公司，新增项目总投资额约人民币 51.3 亿元，新增环境修复服务合同金额约人民币 1.87 亿元。项目规模方面，新增总设计发电装机容量 122 兆瓦，新增生物质设计处理能力约每年 60 万吨，新增生活垃圾设计处理能力约每日 3,100 吨，新增危废及固废设计处理能力约每年 54.7 万吨。新项目包括 6 个生物质及垃圾发电一体化项目、2 个生物质热电联供项目、7 个危废及固废处置项目和 9 个环境修复项目。收购方面，公司签署 2 份股权转让协议，将以代价人民币 1.8 亿元收购江苏佳愿 90%股权，危废处置设计规模将增加 18.3 万吨/年；以及以代价人民币 2.22 亿元收购上田环境修复 88.88%股权，进一步提升环境修复板块的资质能力和平台。

预期 2019 年生物质、危废项目有序推进，业绩稳定增长可期：

公司 2018 年有 18 个在建项目，其中 14 个生物质综合利用项目，4 个危废及固废处置项目，预期这些项目将陆续于 2019 年、2020 年建成投产，推动公司未来两年业绩稳定增长。公司 2019 年资本开支计划约 50 亿港元，其中约 70%-80%将用于生物质类项目。

维持强烈推荐评级，目标价 8.05 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 8.05 港元，相当于 2019 年和 2020 年 10 倍和 8 倍 PE，目标价较现价有 24%涨幅，维持强烈推荐评级。

截止 12 月 31 日	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业额(百万港元)	3,000	4,581	7,002	8,944	11,180
变动(%)	149%	53%	53%	28%	25%
归属股东净利润(百万港元)	629	954	1,325	1,678	2,084
变动(%)	131%	52%	39%	27%	24%
基本每股盈利(港元)	0.44	0.52	0.64	0.82	1.01
市盈率@6.5港元(倍)	14.87	12.53	10.09	7.97	6.42
每股股息(港元)	0	0.09	0.13	0.16	0.2
股息现价比率(%)	0%	1%	2%	2%	3%

表 1、行业相关公司估值

水务

				PE				PB			
名称	代码	股价	市值（亿）	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
北控水务	371 HK	4.83	454.7	14.3	9.6	8.8	7.7	2.6	1.7	1.5	1.4
中滔环保	1363 HK	0.37	23.1	13.2	3.3	4.1	3.3	2.1	0.4	0.4	0.4
粤海投资	270 HK	15.04	983.3	11.9	19.6	18.0	17.1	1.7	2.4	2.3	2.2
桑德国际	967 HK	2.98	44.9	14.6	N/A	N/A	N/A	1.0	N/A	N/A	N/A
康达环保	6136 HK	1.18	24.0	6.9	4.7	4.2	N/A	0.7	0.5	0.4	N/A
创业环保	1065 HK	3.41	134.97	10.30	7.89	7.49	N/A	1.03	0.75	0.70	N/A
中国水务	855 HK	8.22	132.25	9.74	13.03	9.79	8.47	1.59	2.07	1.65	1.39
中国水业	1129 HK	1.38	22.03	86.22	N/A	N/A	N/A	2.07	N/A	N/A	N/A
平均				20.9	9.7	8.7	9.1	1.6	1.3	1.2	1.3

垃圾处理

				PE				PB			
名称	代码	股价	市值（亿）	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
光大国际	257 HK	7.96	488.98	14.25	9.80	8.86	7.45	2.22	1.30	1.23	1.10
国电科环	1296 HK	0.33	19.71	6.74	N/A	N/A	N/A	0.55	N/A	N/A	N/A
东江环保	895 HK	8.86	118.06	19.12	13.60	11.53	9.88	2.43	1.64	1.47	1.31
粤丰环保	1381 HK	3.87	95.01	19.21	12.56	10.54	9.19	2.31	1.71	1.51	1.32
绿色动力	1330 HK	3.81	138.66	18.74	13.05	9.89	7.42	1.76	1.31	1.18	1.05
首创环境	3989 HK	0.19	27.30	28.43	11.69	8.18	5.84	1.32	0.74	0.71	0.65
平均				17.7	12.1	9.8	8.0	1.8	1.3	1.2	1.1
光大绿色环保	1257 HK	6.50	134.30	12.53	10.09	7.97	6.42	1.37	1.42	1.18	0.98

资料来源：国元国际，Bloomberg

财务报表摘要

损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018	2019E	2020E
收入	3,000	4,581	7,002	8,944	11,180
经营成本	(2,009)	(3,146)	(4,932)	(6,261)	(7,826)
其他收入	68	118	159	207	234
行政费用	(198)	(237)	(357)	(463)	(578)
财务开支	(68)	(126)	(202)	(428)	(527)
应占联营公司利润	(0.9)	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(2.2)
其他开支	(10)	(2)	(1)	(5)	(6)
税前盈利	783	1,188	1,668	2,111	2,623
所得税	(154)	(230)	(337)	(427)	(530)
少数股东应占利润	0	3	6	7	9
净利润	629	954	1,325	1,678	2,084
折旧及摊销	132	205	(290)	444	550
EBITDA	983	1,519	1,581	2,985	3,702
增长					
总收入 (%)		53%	53%	28%	25%
净利润 (%)		52%	39%	27%	24%

财务分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	33%	33%	23%	33%	33%
净利率(%)	21%	21%	19%	19%	19%
营运表现					
SG&A/收入(%)	7%	5%	5%	5%	5%
实际税率 (%)	20%	19%	20%	20%	20%
股息支付率 (%)	0%	19%	20%	20%	20%
库存周转天数	8	13	9	20	21
应付账款天数	61	95	65	65	65
应收账款天数	185	193	179	179	179
ROE (%)	15%	11%	14%	15%	15%
ROA (%)	8%	9%	8%	9%	9%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.1	0.4	0.3	0.1
收入/总资产	0.40	0.32	0.38	0.45	0.47
总资产/股本	1.78	1.65	1.99	1.76	1.76
收入对利息倍数	44.3	36.5	34.6	20.9	21.2

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金	886	2,404	2,045	1,079	2,867
应收账款	498	1,198	1,240	1,583	1,979
存货	46	111	230	340	440
其他流动资产	154	1,081	1,673	805	1,116
流动资产	1,585	4,793	5,188	3,807	6,402
固定资产	1,714	2,144	2,335	3,240	3,963
无形资产及其他固定资产	4,165	7,494	11,080	12,970	13,638
非流动资产	5,879	9,638	13,415	16,210	17,601
总资产	7,464	14,432	18,603	20,017	24,003
应付账款	1,017	1,666	2,417	3,087	3,859
短期银行贷款	270	541	915	1,169	1,462
其他短期负债	8	10	24	(62)	(287)
流动负债	1,295	2,217	3,356	4,194	5,033
长期银行贷款	1,698	2,953	5,091	3,500	3,200
其他负债	270	495	725	926	2,111
非流动负债	1,968	3,449	5,816	4,426	5,311
总负债	3,263	5,666	9,172	8,621	10,345
少数股东权益	13	18	92	40	47
股东权益	4,187	8,748	9,339	11,356	13,611
负债及权益总额	7,464	14,432	18,603	20,017	24,003
每股账面值(港元)	5.18	7.82	9.00	9.69	11.62
营运资金	290	2,577	1,832	(388)	1,369

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA	983	1,519	1,581	2,985	3,702
融资成本	(734)	(3,842)	(140)	1,041	(2,028)
营运资金变化	290	2,287	(744)	(2,220)	1,757
所得税	(39)	(44)	(64)	(81)	(101)
营运现金流	500	(80)	632	1,725	3,329
资本开支	(1,587)	(2,106)	(2,498)	(1,758)	(1,306)
其他投资活动	(30)	(761)	(719)	62	201
投资活动现金流	(1,618)	(2,867)	(3,217)	(1,696)	(1,104)
负债变化	853	1,257	2,512	(637)	(8)
股本变化	0	3,381	0	0	0
股息		(186)	(265)	(336)	(417)
其他融资活动	144	(23)	(21)	(22)	(12)
融资活动现金流	997	4,429	2,226	(995)	(437)
现金变化	(121)	1,482	(359)	(966)	1,788
期初持有现金	1,044	886	2,404	2,045	1,079
汇率变动	(38)	36	0	0	0
期末持有现金	886	2,404	2,045	1,079	2,867

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 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