

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国光大绿色环保(1257 HK)

危废处理业务快速发展

- 中国光大绿色环保加速扩张其危废处理业务
- 管理层预计生物质发电业务的利润率将于中长期逐渐改善
- 更新最新的项目储备后, 我们将其2019-21年盈利预测小幅上调0.3-0.4%。维持买入评级, 目标价8.5港元

危废处理 - 快速扩张

2019年1月至5月, 中国光大绿色环保获取了12个危废处理项目, 令其总的年处理能力(包括正在运行/建设/筹备阶段的项目)由年初至今增加82%至165万吨。同时, 公司在中国北方取得突破 - 在黑龙江及内蒙古签订了两份新合约。展望未来, 公司将在华东和华南(特别是大湾区)进一步发掘市场机遇, 因为这些地区对危废处理的需求强劲。2018年处理费同比大幅上升18%, 这是因为政府2018年的“打击固体废物环境违法行为专项行动”推动。管理层预计不会再有如此大幅的处理费增加, 但随着危废处理的需求上升, 管理层估计处理费用将在未来数年同比上升5-10%。

预期生物质发电项目利润率中期将改善

如公司指引所述, 中国光大绿色环保正将公司重心从生物质发电业务向危废处理和土壤修复业务转移; 今年1-5月, 公司只锁定3个生物质发电项目。另一方面, 公司也在致力于开发更多生物质热电联供项目, 这些项目有着更好的现金流能够减少潜在电价下调的负面影响。处于在建和筹备阶段的30个项目中有16个为热电联供项目。随着更多的热电联供项目在未来几年投入运营, 管理层预计经营利润率将逐步提高。

土壤修复 - 重点关注大型项目

同期, 中国光大绿色环保获得了1个土壤修复项目, 使得公司合同总金额达到2.17亿元人民币。继2019年1月收购上田环境修复股份有限公司后, 公司正重点关注大型项目, 因为这些项目有更高的利润率。目前, 公司在洽谈中的项目达数十个, 预计该板块2019年收入将至少翻一番。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	4,581	7,002	9,219	10,810	12,652
毛利	1,435	2,069	2,768	3,508	4,178
报告净利润	954	1,325	1,758	2,219	2,630
经常性净利润	956	1,325	1,758	2,219	2,630
经常性的每股收益(港元)	0.52	0.64	0.85	1.07	1.27
核心市盈率(x)	9.8	7.9	6.0	4.7	4.0
市净率(x)	1.1	1.1	0.9	0.7	0.6
股息率(%)	1.8	2.5	3.3	4.1	5.0
ROE(%)	14.7	14.7	16.9	17.4	16.8
净负债率(%)	1.7	39.7	54.6	55.7	48.4

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

蔡雯, CFA
+852 3189 6268
scullytsoi@cmschina.com.hk

萧俊葵
+852 3189 6395
ericciu@cmschina.com.hk

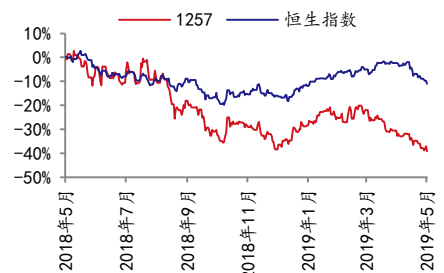
最新变动

预测变动

买入

前次评级	买入
股价	HK\$5.08
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$8.5 (+67.3%)
前次目标价	HK\$8.5

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
1257 HK	(9.5)	(14.1)	(39.1)
恒生指数	(9.0)	5.2	(11.1)

行业: 环保

恒生指数	27,267
国企指数	10,401

重要数据

52周股价区间(港元)	5.07-8.95
市值(百万港元)	10,496
日均成交量(百万股)	2.24
每股净资产(港元)(2018)	4.52

主要股东

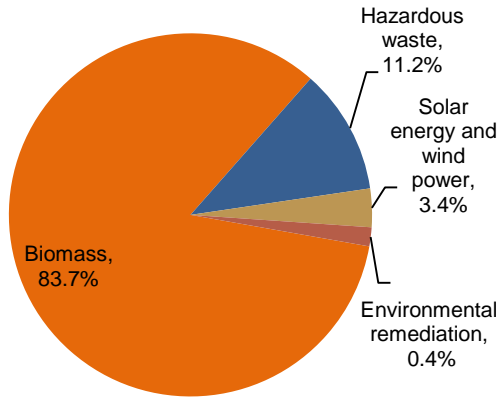
China Everbright Green Holdings	69.70%
Allianz SE	4.99%
China International Capital Corp L	4.83%
Zhejiang Silicon Paradise Asset	2.75%
总股数(百万股)	2,066
自由流通量(百万股)	545

相关报告

1. China Everbright Greentech (1257 HK) - A solid 2018 2019/03/06 (BUY)
2. 环保行业 - 坚守资本雄厚的行业龙头 2019/01/15 (推荐)
3. 中国光大绿色环保 (1257 HK) - 继续快速扩张 2019/01/08 (买入)
4. 中国光大绿色环保 (1257 HK) - 绿色环保快车道等票 2018/10/10 (买入)

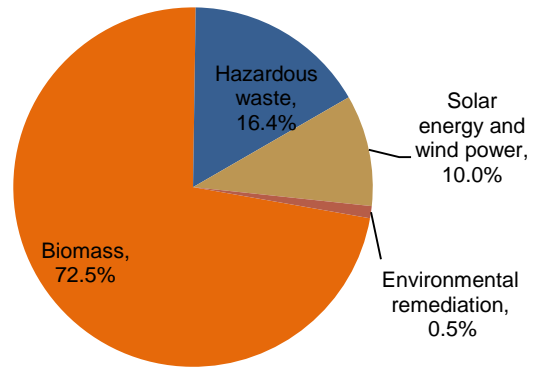
重点图表

图 1: 中国光大绿色环保—各业务收入构成 (截至 2018 年 12 月 31 日)



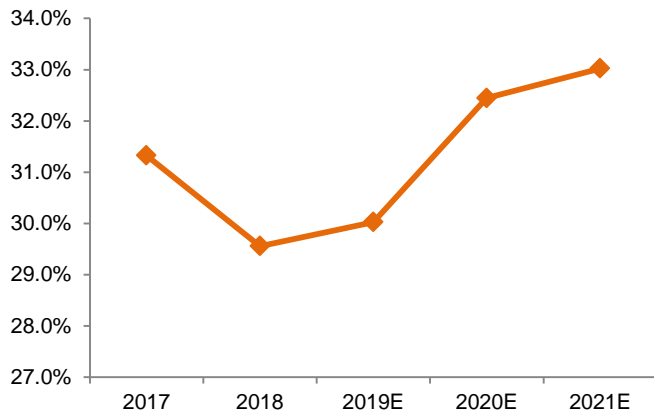
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 2: 中国光大绿色环保—各业务 EBITDA 构成 (截至 2018 年 12 月 31 日)



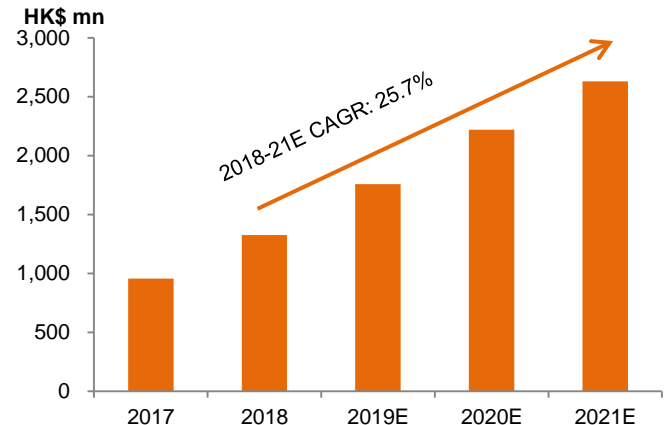
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 3: 中国光大绿色环保—毛利率预测



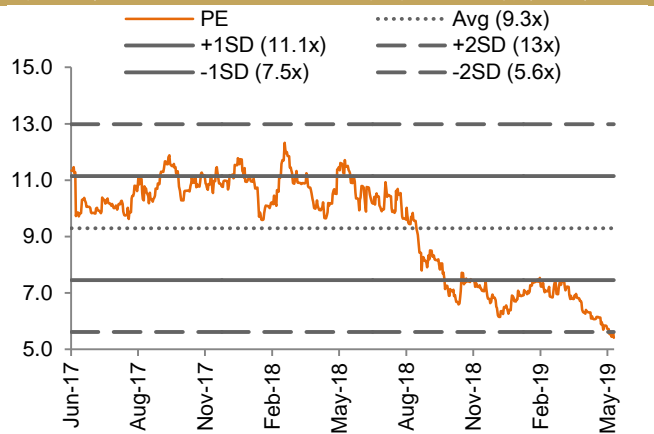
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 4: 中国光大绿色环保—核心利润预测



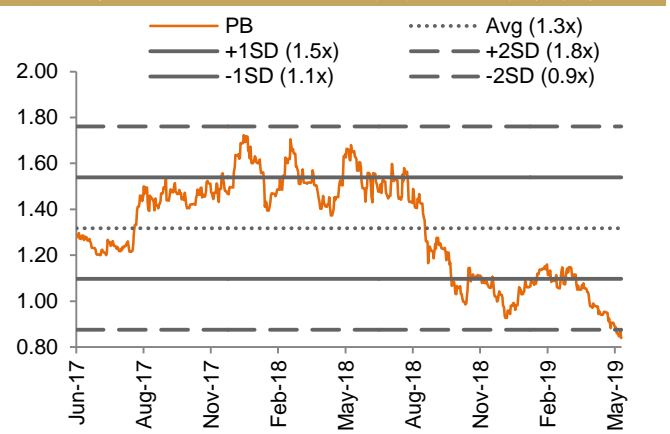
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

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)

财务预测表

资产负债表

12月31日年结 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
物业, 厂房及设备	2,144	2,335	2,637	2,941	3,246
根据经营租赁持有自用的租赁土地权益	138	167	207	249	293
无形资产	5,132	7,486	10,788	14,262	17,873
合资公司及联营公司的权益	52	114	114	114	114
其他应收款项和应收客户合约工程款项总额	2,137	3,278	4,128	4,683	4,921
递延税项资产	35	35	49	66	82
非流动资产	9,638	13,415	17,923	22,315	26,529
库存	111	125	163	185	214
其他应收款项和应收客户合约工程款项总额	1,339	2,802	3,528	4,002	4,206
可收回税项	0	1	1	1	1
抵押银行存款和银行存款	939	216	216	216	216
现金及现金等价物	2,404	2,045	2,282	2,867	3,864
流动资产	4,793	5,188	6,189	7,271	8,501
资产总额	14,432	18,603	24,112	29,586	35,031
银行贷款	541	915	1,342	1,677	1,906
应付账款, 其他应付款项及应计费用	1,666	2,417	3,161	3,578	4,152
本期税项	10	24	33	45	56
流动负债	2,217	3,356	4,536	5,300	6,114
银行贷款	2,953	5,091	7,464	9,329	10,601
其他应付款项	57	67	88	99	115
递延税项负债	439	658	475	636	799
非流动负债总额	3,449	5,816	8,027	10,065	11,514
负债总额	5,666	9,172	12,563	15,364	17,628
净资产总额	8,766	9,431	11,549	14,221	17,403
股本	1,608	1,608	1,608	1,608	1,608
其他储备	7,140	7,731	9,840	12,502	15,670
股东权益总额	8,748	9,339	11,448	14,110	17,278
非控股权益	18	92	101	112	125
总权益	8,766	9,431	11,549	14,221	17,403
总负债	3,495	6,007	8,807	11,007	12,507
净现金/(负债)	(151)	(3,746)	(6,309)	(7,923)	(8,426)
每股净资产 (港元)	4.74	4.52	5.54	6.83	8.36

现金流量表

12月31日年结 (百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营运利润	1,291	1,846	2,535	3,262	3,909
折旧和摊销	205	290	385	500	623
营运资金变化	(1,598)	(2,299)	(850)	(623)	119
其他	41	(28)	88	505	603
利息收取	26	26	22	26	33
已付税款	(44)	(76)	(122)	(183)	(253)
经营活动所得净现金	(80)	(241)	2,058	3,489	5,034
资本开支	(441)	(448)	(436)	(458)	(481)
增至无形资产的付款	(1,665)	(2,493)	(3,548)	(3,813)	(4,050)
其他	(761)	571	0	0	0
投资活动所得净现金	(2,867)	(2,370)	(3,984)	(4,271)	(4,531)
首次公开募股所得款项	3,381	0	0	0	0
利息支付	(132)	(213)	(332)	(444)	(527)
股息支付	0	(310)	(306)	(387)	(479)
净债务变化	1,366	2,738	2,800	2,200	1,500
其他	(186)	61	0	0	0
融资活动所得净现金	4,429	2,276	2,162	1,368	494
现金变更净值	1,482	(335)	237	586	997
调整	36	(25)	0	0	0
期初余额	886	2,404	2,045	2,282	2,867
期末余额	2,404	2,045	2,282	2,867	3,864

损益表

12月31日年结 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	4,581	7,002	9,219	10,810	12,652
销售成本	(3,146)	(4,932)	(6,451)	(7,302)	(8,474)
毛利	1,435	2,069	2,768	3,508	4,178
其他收益	92	133	238	296	370
行政费用	(237)	(357)	(471)	(541)	(639)
营运费用总额	(144)	(224)	(232)	(245)	(269)
营运利润	1,291	1,846	2,535	3,262	3,909
净财务费用	(100)	(176)	(294)	(396)	(468)
联营公司份额	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	2	1	0	0	0
税前利润	1,192	1,670	2,242	2,866	3,441
所得税	(230)	(337)	(475)	(636)	(799)
税后利润	962	1,333	1,766	2,230	2,643
少数股东权益	(3)	(6)	(9)	(11)	(13)
净利润	959	1,326	1,758	2,219	2,630
非核心项目调整	(2)	(1)	0	0	0
核心净利润	956	1,325	1,758	2,219	2,630
利息折旧及摊销前利润	1,495	2,136	2,920	3,762	4,532
基本每股收益 (港元)	0.52	0.64	0.85	1.07	1.27
摊薄每股核心收益 (港元)	0.52	0.64	0.85	1.07	1.27
每股股利 (港元)	0.09	0.13	0.17	0.21	0.25

财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
同比增长率 (%)					
收入	52.7	52.8	31.7	17.3	17.0
利息折旧及摊销前利润	51.4	42.9	36.7	28.8	20.5
营运利润	50.8	43.0	37.4	28.7	19.8
核心净利润	49.7	38.6	32.6	26.2	18.5
摊薄每股核心收益	18.3	24.0	32.7	26.2	18.5
每股股利	n.a.	38.9	32.6	26.2	21.6
利润率 (%)					
毛利率	31.3	29.6	30.0	32.4	33.0
利息折旧及摊销前利率	32.6	30.5	31.7	34.8	35.8
息税前利率	28.2	26.4	27.5	30.2	30.9
净利率(核心净利润)	20.9	18.9	19.1	20.5	20.8
实际税率 (%)	19.3	20.2	21.2	22.2	23.2
营运费用占收入比率 (%)	3.2	3.2	2.5	2.3	2.1
利息覆盖率 (x)	12.9	10.5	8.6	8.2	8.4
股息支付率 (%)	19.4	19.5	19.5	19.5	20.0
资本净负债比率 (%)	1.7	39.7	54.6	55.7	48.4
总资产净负债比率 (%)	1.7	28.4	35.3	35.8	32.6
流动比率 (x)	2.2	1.5	1.4	1.4	1.4
回报率 (%)					
资产周转率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
财务杠杆比率 (x)	1.7	1.8	2.1	2.1	2.1
息税前利率 (%)	28.1	26.3	27.5	30.2	30.9
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 (%)	14.7	14.7	16.9	17.4	16.8
资本回报率 (%)	21.8	20.1	19.8	19.9	20.1

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系。

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/cms/hk/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)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。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)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