

买入

危固废业务高增长

中国光大绿色环保 (1257. HK)

2020-07-09 星期四

投资要点

目标价: **5.48 港元**
 现价: 3.43 港元
 预计升幅: 60%

重要数据

日期	2020-07-08
收盘价 (港元)	3.43
总股本 (百万股)	2,066
总市值 (百万港元)	7,086
净资产 (百万港元)	10,587
总资产 (百万港元)	26,258
52 周高低 (港元)	5.32/2.66
每股净资产 (港元)	5.01

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

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

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 可再生能源补贴欠款将陆续回款, 公司现金流有望改善:

国家财政部 2020 年可再生能源电价附加收入安排的支出预算中, 生物质能发电补助为人民币 53.41 亿元, 较 2019 年执行数人民币 34.86 亿元增长 53.21%, 预期 2020 补贴回款将明显好于 2019 年。近期国家电网正分批次陆续公布首批补贴目录, 截止 2019 年底, 公司应收补贴款总计为 25.6 亿港元, 其中纳入首批补贴清单的项目有 12 个, 应收可再生能源补贴资金约为人民币 18 亿元, 首批目录占比达到约 77%, 因此, 预期首批补贴欠款陆续回款后, 公司应收账款和现金流将显著改善。

➤ 危固废项目储备充裕, 未来 2-3 年高增长:

2019 年公司新增危固废设计处理能力约 96.5 万吨/年, 目前公司危固废年处置规模达到约 28 万吨, 在建、筹建项目储备达到 200 万吨, 将于未来 2-3 年陆续投产, 预计 2023 年公司危固废将达到约 240 万吨年处置规模。公司危固废业务毛利率显著高于生物质业务, 预期危固废的高增长将显著提升公司整体盈利水平。

➤ 持续性运营收入占比将于 2021 年显著提升:

公司 2019 年建造服务收入占比 53%, 运营服务收入占比 45%。公司过往建造服务收入主要来自生物质板块项目建造收入, 预期 2020 年生物质项目将全部建造完毕, 随着危固废处置收入占比提升, 预期 2021 年持续性运营收入占比将显著提升, 将有利于提升公司现金流、整体回报和估值水平。

➤ 维持买入评级, 目标价 5.48 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 5.48 港元, 相当于 2020 年和 2021 年 6 倍和 5 倍 PE, 目标价较现价有 60% 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	10,996	13,195	15,174
同比增长 (%)	52.8%	32.5%	18.5%	20.0%	15.0%
净利润	1,325	1,621	1,855	2,177	2,479
同比增长 (%)	38.9%	22.4%	14.4%	17.4%	13.9%
每股盈利 (港元)	0.64	0.78	0.91	1.07	1.22
PE@3.43HKD	5.3	4.4	3.8	3.2	2.8
每股股息 (港元)	0.13	0.16	0.18	0.21	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

报告正文

危固废项目储备充裕，未来 2-3 年高增长：

2019 年公司新增危固废设计处理能力约 96.5 万吨/年，2019 年公司 2019 年危固废板块收益同比大幅增长 94% 至 15.2 亿港元，贡献净盈利 3.6 亿港元，同比增长 48%。目前公司危固废年处置规模达到约 28 万吨，在建、筹建项目储备达到 200 万吨，将于未来 2-3 年陆续投产，预计 2023 年公司危固废将达到约 240 万吨处置规模。公司危固废业务毛利率显著高于生物质业务，预期危固废的高增长将显著提升公司整体盈利水平。

公司 2019 年建造服务收入占比 53%，运营服务收入占比 45%。公司过往建造服务收入占比较高，主要来自生物质板块项目建造收入，预期 2020 年生物质项目将全部建造完毕，因为危固废处置收入不依赖国家补贴，因此随着危固废处置收入占比提升，预期 2021 年持续性运营收入占比将显著提升，将有利于提升公司现金流、整体回报和估值水平。

图1：公司分业务收入构成(百万港元)

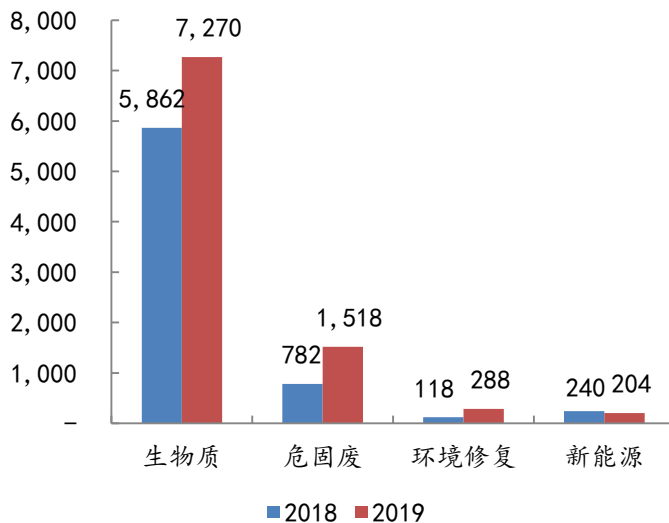
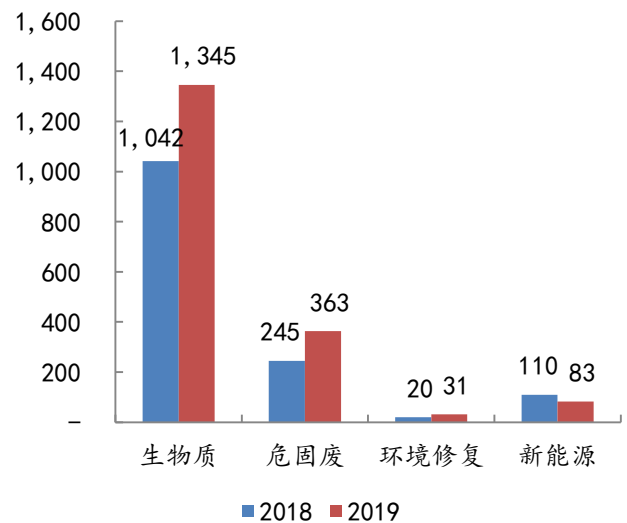


图2：公司分业务净利润构成(百万港元)



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

可再生能源补贴欠款将陆续回款，公司现金流有望改善：

国家财政部 2020 年可再生能源电价附加收入安排的支出预算数为 838.65 亿元，比 2019 年执行数增加 60.55 亿元，增长 7.8%，其中生物质能发电补助 53.41 亿元，较 2019 年执行数 34.86 亿元增长 53.21%，预期 2020 补贴回款将明显好于 2019 年。

近期国家电网正分批次陆续公布首批补贴目录，截止 2019 年底，公司应收补贴款总计为 25.6 亿港元，其中纳入首批补贴清单的项目有 12 个，应收可再生能源补贴

资金约为人民币 18 亿元，首批目录占比达到约 77%，因此，预期首批补贴欠款陆续回款后，公司应收账款和现金流将显著改善。

维持买入评级，目标价 5.48 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 5.48 港元，相当于 2020 年和 2021 年 6 倍和 5 倍 PE，目标价较现价有 60% 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，影响公司的正常运营

表1：行业估值

固废行业					PE				PB			
名称	代码	货币	股价	市值(亿)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
粤丰环保	1381 HK	HKD	3.51	85.6	9.8	7.77	6.84	6.20	1.51	1.26	1.10	1.10
光大国际	0257 HK	HKD	4.55	279.5	7.4	4.68	4.04	3.76	1.06	0.69	0.62	0.56
绿色动力	1330 HK	HKD	3.13	97.7	8.2	7.19	6.42	5.64	1.04	0.94	0.82	0.76
首创环境	3889 HK	HKD	0.12	17.0	6.0	-	-	-	0.50	-	-	-
北控城市资源	3718 HK	HKD	1.52	54.7	-	12.08	9.18	7.25	-	2.15	1.81	1.47
平均					7.85	7.93	6.62	5.71	1.03	1.26	1.09	0.97
光大绿色环保	1257 HK	HKD	3.43	70.9	4.37	3.76	3.20	2.81	0.84	0.59	0.52	0.45

资料来源：Bloomberg、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	10,996	13,195	15,174
经营成本	(4,932)	(6,479)	(7,730)	(9,318)	(10,729)
其他收入	159	166	133	107	85
行政费用	(357)	(490)	(581)	(710)	(832)
财务开支	(202)	(377)	(405)	(442)	(474)
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	2,413	2,832	3,224
所得税	(337)	(462)	(529)	(621)	(707)
少数股东应占利润	6	26	29	34	39
净利润	1,325	1,621	1,855	2,177	2,479
折旧及摊销	290	370	445	519	608
EBITDA	2,161	2,847	3,263	3,793	4,306
增长					
总收入 (%)	53%	33%	18%	20%	15%
EBITDA (%)	42%	32%	15%	16%	14%

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	2,392	2,712	3,145
应收账款	1,240	1,380	1,635	1,962	2,256
存货	230	340	440	440	441
其他流动资产	1,673	3,143	3,161	3,324	3,477
流动资产	5,188	7,548	7,627	8,438	9,319
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	16,899	18,274	19,844
非流动资产	13,415	18,710	20,688	22,662	24,582
总资产	18,603	26,258	28,315	31,100	33,901
应付账款	2,417	3,006	3,586	4,323	4,978
短期银行贷款	915	2,022	2,396	2,876	3,307
其他短期负债	24	48	52	62	71
流动负债	3,356	5,077	6,034	7,261	8,356
长期银行贷款	5,091	9,072	9,526	10,002	10,502
其他负债	725	1,522	1,281	1,538	1,768
非流动负债	5,816	10,594	10,807	11,540	12,271
总负债	9,172	15,671	16,841	18,801	20,627
少数股东权益	92	241	260	280	300
股东权益	9,339	10,346	11,214	12,019	12,974
负债及权益总额	18,603	26,258	28,315	31,100	33,901
每股账面值(港 元)	4.56	5.12	5.55	5.95	6.42
营运资金	1,832	2,471	1,593	1,177	962

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	31%	31%	30%	29%	28%
净利率 (%)	19%	17%	17%	16%	16%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
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%	17%	18%	19%
ROA (%)	8%	7%	7%	7%	8%
财务状况					
净负债/股本	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
收入/总资产	0.38	0.35	0.39	0.42	0.45
总资产/股本	1.99	2.54	2.53	2.59	2.61
收入对利息倍数	34.6	24.6	27.1	29.9	32.0

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA	2,161	2,847	3,263	3,793	4,306
融资成本	(1,581)	(2,394)	224	(210)	(664)
营运资金变化	(744)	639	(878)	(416)	(215)
所得税	(76)	(88)	(101)	(118)	0
营运现金流	(241)	1,004	2,508	3,049	3,428
资本开支	(2,940)	(4,400)	(3,202)	(3,242)	(3,452)
其他投资活动	571	5	(22)	0	0
投资活动现金流	(2,370)	(4,395)	(3,224)	(3,242)	(3,452)
负债变化	2,733	4,409	828	956	931
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(265)	(324)	(371)	(435)	(496)
其他融资活动	(192)	(53)	(34)	(6)	21
融资活动现金流	2,276	4,032	423	514	458
现金变化	(335)	641	(294)	320	433
期初持有现金	2,404	2,045	2,685	2,392	2,712
汇率变动	(25)	0	0	0	0
期末持有现金	2,045	2,685	2,392	2,712	3,145

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>