

## 买入

## 首期 ABN 发行在即，有利改善公司现金流

中国光大绿色环保(1257.HK)

2021-02-01 星期一

## 投资要点

目标价: **4.60 港元**  
 现价: 3.33 港元  
 预计升幅: 38%

## 重要数据

日期	2021-01-29
收盘价(港元)	3.33
总股本(百万股)	2,066
总市值(百万港元)	6,880
净资产(百万港元)	10,823
总资产(百万港元)	28,867
52周高低(港元)	4.46/2.60
每股净资产(港元)	5.24

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  
 更新报告-20200709  
 更新报告-20200812

## 研究部

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

Email: yangyq@gyzq.com.hk

► **受生物质发电补贴退坡影响，公司相关资产计提减值：**

国家政策明确生物质发电项目运行满 15 年或全生命周期合理利用小时数满 82500 小时，将不再享受国家补贴。公司以前存量项目确认了建造收入，而且是按 20-25 年来确认收益的。根据审计师要求，公司决定在 2020 年计提减值，将对 2020 年业绩造成一定影响，但公司项目相对是比较新的项目，这些存量平均还有 7-8 年到限时间，预期整体计提减值的金额有限。

► **供热业务将成为公司业绩新的增长点：**

未来公司将大力拓展供热业务。目前公司 12 个存量项目具备供气产能，生物质发电项目 90% 有供热基础。经测算，单个项目投资人民币 2000-3000 万元，IRR 超过 15%。供气业务需要客户先充值，是具有良好现金流的商业模式。2018 年公司供气规模 30 万吨，2019 年 80 万吨，预期 2020 年将达到 140 万吨。公司规划 5-10 年内，供热规模达到 600-700 万吨，预期供热业务将呈现高速增长态势，成为公司新的增长点。

► **首期 ABN 发行在即，将有利改善公司现金流：**

公司近日公告，其全资附属公司光大绿色环保管理深圳已就潜在资产支持票据发行收到交易商协会发出的接受注册通知书，该 ABN 发行的注册本金上限为人民币 20 亿元。公司会分阶段在 2 年内将 20 亿的 ABN 陆续发完，预期首期发行规模约为人民币 6 亿元。ABN 发行后，公司应收账款将出表，有利降低公司总资产负债率，并较大改善现金流。

► **维持买入评级，目标价 4.60 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 4.60 港元，相当于 2021 年和 2022 年 5 倍和 4 倍 PE，目标价较现价有 38% 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	9,278	11,011	13,366
同比增长(%)	52.8%	32.5%	0.0%	18.7%	21.4%
净利润	1,325	1,621	1,449	1,861	2,337
同比增长(%)	38.9%	22.4%	-10.6%	28.4%	25.5%
每股盈利(港元)	0.64	0.78	0.71	0.92	1.15
PE@3.33HKD	5.2	4.2	4.7	3.6	2.9
每股股息(港元)	0.13	0.16	0.14	0.18	0.23
股息率	4%	5%	4%	5%	7%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 受生物质发电补贴退坡影响，公司相关资产计提减值：

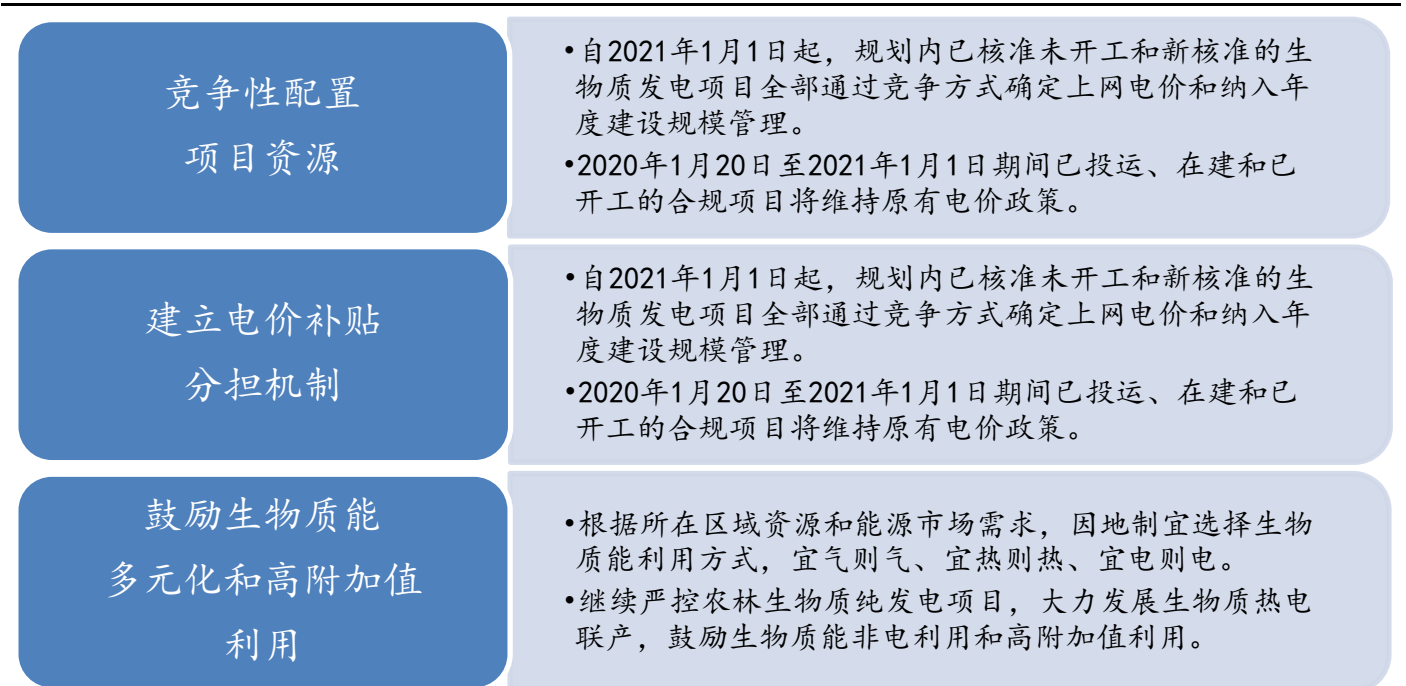
财政部、国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于<关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见>有关事项的补充通知》，明确生物质发电项目（包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目）运行满 15 年或全生命周期合理利用小时数满 82,500 小时，将不再享受国家补贴。

因为以前存量项目确认了建造收入，而且是按 20-25 年来确认收益的。根据新政策，这些存量的项目收益率将出现下降，根据审计师要求，公司决定在 2020 年计提减值，对 2020 年业绩造成一定影响，因为公司项目相对是比较新的项目，这些存量平均还有 7-8 年到限时间，所以整体计提减值的金额有限。

### 预期“十四五”生物质发电增速将放缓，行业呈多元化发展趋势：

由于当前正处于新老政策过渡期，预计今后两年，生物质能发电行业发展增速将有所放缓。但从长远看，实施方案的出台将有利于促进产业技术进步，倒逼行业创新发展。通过市场竞争，能够配置优质项目资源，提升企业经营管理水平和行业竞争力；随着生物质发电竞价上网及电价补贴分担比例逐年向地方倾斜，提升生物质能非电利用盈利水平将是产业未来发展趋势。未来项目多元化盈利模式将支撑生物质发电行业健康、稳步和高质量发展。

图1：“十四五”生物质发电政策走向



资料来源：发改委、能源局、财政部、国元证券经纪（香港）整理

### 供热业务将成为公司业绩新的增长点：

未来公司不再拿新的生物质发电项目，包括热电联供电项目，只在存量项目上开发新的供热产能。目前公司有 12 个项目具备供气产能，生物质发电项目 90% 有供热基础。一个项目供气规模大约 40-60 万吨，蒸汽价格是市场化的价格约人民币 180-200 元/吨，供热管网投资理想半径约 10 公里，单个项目投资人民币 2000-3000 万元，IRR 超过 15%。供气业务需要客户先充值，是具有良好现金流的商业模式。2018 年公司供气规模 30 万吨，2019 年达到 80 万吨，预期 2020 年将达到 140 万吨。公司规划 5-10 年，供热规模达到 600-700 万吨，预期供热业务将呈现高增长态势，成为公司新的增长点。

### 首期 ABN 发行在即，将有利改善公司现金流：

2021 年 1 月 28 日，公司的全资附属公司光大绿色环保管理深圳已就潜在资产支持票据发行收到交易商协会发出的接受注册通知书，潜在资产支持票据发行的注册本金上限为人民币 20 亿元。公司会分阶段在 2 年内将 20 亿的 ABN 陆续发完，预期首期发行规模约为人民币 6 亿元。ABN 发行后，公司应收账款将出表，将有利降低公司总资产负债率，较大改善现金流。

### 维持买入评级，目标价 4.60 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 4.60 港元，相当于 2021 年和 2022 年 5 倍和 4 倍 PE，目标价较现价有 38% 上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

生物质发电补贴退坡影响

疫情影响危废项目收益率

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
0257.HK	光大环境	HKD	4.37	268	5.2	4.5	3.9	3.6	0.7	0.7	0.6	0.5
1381.HK	粤丰环保	HKD	3.18	78	8.7	6.9	6.0	5.6	1.3	1.2	1.0	1.0
1330.HK	绿色动力环保	HKD	3.19	107	9.6	6.8	5.1	4.1	1.1	0.9	0.8	0.6
0895.HK	东江环保	HKD	4.95	70	9.2	9.0	6.7	6.3	0.9	0.8	0.7	0.7
3718.HK	北控城市资源	HKD	2.07	75	26.5	15.4	12.5	9.8	2.9	2.7	2.2	1.9
<b>平均</b>					<b>11.8</b>	<b>8.5</b>	<b>6.8</b>	<b>5.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>
1257.HK	中国光大绿色环保	HKD	3.33	69	4.2	4.7	3.6	2.9	0.6	0.6	0.6	0.6

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
<b>收入</b>	7,002	9,280	9,278	11,011	13,366
经营成本	(4,932)	(6,479)	(6,522)	(7,776)	(9,451)
其他收入	159	166	133	107	85
行政费用	(357)	(490)	(490)	(495)	(500)
财务开支	(202)	(377)	(392)	(425)	(460)
应占联营公司利润	(0.2)	9.9	0.0	0.0	0.0
其他开支	(1)	(1)	(195)	0	0
<b>税前盈利</b>	1,668	2,109	1,886	2,422	3,040
所得税	(337)	(462)	(413)	(531)	(666)
少数股东应占利润	6	26	23	29	37
<b>净利润</b>	1,325	1,621	1,449	1,861	2,337
折旧及摊销	290	404	445	519	608
<b>EBITDA</b>	2,161	2,881	2,723	3,366	4,108
<b>增长</b>					
总收入 (%)	53%	33%	0%	19%	21%
EBITDA (%)	42%	33%	-5%	24%	22%

**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	1,245	992	1,376
应收账款	1,240	1,380	1,380	1,637	1,987
存货	230	340	440	440	441
其他流动资产	1,673	3,143	3,083	3,225	3,395
<b>流动资产</b>	5,188	7,548	6,148	6,294	7,199
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	16,788	18,132	19,726
<b>非流动资产</b>	13,415	18,710	20,576	22,520	24,465
<b>总资产</b>	18,603	26,258	26,724	28,814	31,663
应付账款	2,417	3,006	3,026	3,608	4,385
短期银行贷款	915	2,022	2,022	2,400	2,913
其他短期负债	24	48	44	52	63
<b>流动负债</b>	3,356	5,077	5,092	6,059	7,361
长期银行贷款	5,091	9,072	9,526	10,002	10,502
其他负债	725	1,522	1,081	1,283	1,558
<b>非流动负债</b>	5,816	10,594	10,607	11,285	12,060
<b>总负债</b>	9,172	15,671	15,698	17,344	19,421
少数股东权益	92	241	260	280	300
<b>股东权益</b>	9,339	10,346	10,765	11,190	11,942
<b>负债及权益总额</b>	18,603	26,258	26,724	28,814	31,663
每股账面值(港 元)	4.56	5.12	5.34	5.55	5.93
营运资金	1,832	2,471	1,056	235	(162)

**财务分析**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	31%	31%	29%	31%	31%
净利率 (%)	19%	17%	16%	17%	17%
<b>营运表现</b>					
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%	13%	17%	20%
ROA (%)	8%	7%	5%	7%	8%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0
收入/总资产	0.38	0.35	0.35	0.38	0.42
总资产/股本	1.99	2.54	2.48	2.58	2.65
收入对利息倍数	34.6	24.6	23.7	25.9	29.0

**现金流量表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>EBITDA</b>	2,161	2,881	2,723	3,366	4,108
融资成本	(1,581)	(3,488)	495	117	(428)
营运资金变化	(744)	639	(1,415)	(821)	(397)
所得税	(76)	(169)	(79)	(101)	0
<b>营运现金流</b>	(241)	(138)	1,723	2,561	3,282
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
<b>投资活动现金流</b>	(2,370)	(4,279)	(3,224)	(3,242)	(3,452)
负债变化	2,733	5,277	453	854	1,013
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(265)	(324)	(290)	(372)	(467)
其他融资活动	(192)	146	(102)	(53)	6
<b>融资活动现金流</b>	2,276	5,098	61	429	553
<b>现金变化</b>	(335)	681	(1,440)	(253)	383
期初持有现金	2,404	2,045	2,685	1,245	992
汇率变动	(25)	(41)	0	0	0
期末持有现金	2,045	2,685	1,245	992	1,376

# 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>