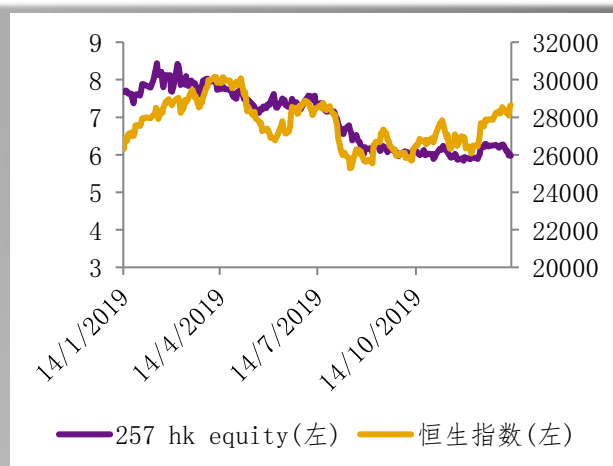


公司研究 | 更新报告

(买入, 目标价 7.05 元)

光大国际 (257 HK)

项目持续增多惟原材料成本压力未除



主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	6.25
2020E 平均市净率 (x)	0.98
2019E 平均股息收益率 (%)	3.96

资料来源: 彭博

股价表现 (%)

1 个月	-3.7
3 个月	-2.8
今年以来	-4.5

资料来源: 彭博

光銀國際研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

近日公布获得投资额共 22.7 亿元的项目。公司 1 月 2 日公布日前签署共 22.7 亿元投资额的项目。包括 1) 5 个新垃圾发电项目, 总投资额为 20.64 亿元人民币, 新增日垃圾处理产能 3,350 吨。当中包括天津北辰垃圾发电项目 (「北辰项目」) 二期、山东乐陵垃圾发电项目、河南沈丘垃圾发电项目、山东东平垃圾发电项目、以及江苏沛县垃圾发电项目二期。2) 餐厨、污泥及医疗废物处理项目, 新增投资额 2.08 亿元人民币。

人民币走弱带来压力。随中美贸易摩擦升级, 中国对外贸易表现疲弱及经济发展前景转淡, 人民币兑美元汇率在 2019 年 8 月跌穿 7 美元以上。美国经济强于预期表现及中国经济数据稍显疲弱, 加大人民币压力。展望 2020 年, 随着政府继续推出刺激措施, 放松主要经济的信贷要求, 中国经济基本面得到强化, 及加快人民币国际化步伐等因素, 预料人民币会企稳于 6.9 至 7.1 区间。人民币走弱短期内为公司估值造成压力, 但公司基本面仍然向好, 随汇率逐步企稳, 人民币下行风险压力将会消散。

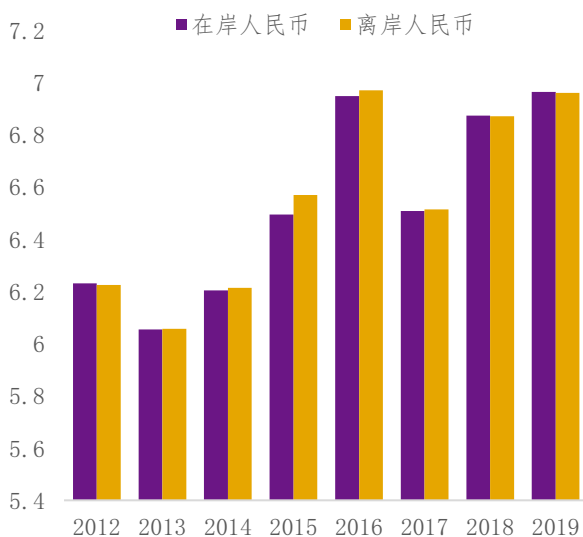
水泥价格走势强劲, 公司毛利率受压。水泥行业去产能, 错峰生产及低库存比率, 减低水泥供应。中国保护环境及控制污染的方针, 政府收紧环保政策, 旨在淘汰落后产能, 控制水泥行业产能增加, 及推出错峰生产控制行业产能, 以控制空气污染情况。随着中国大力发展基建项目, 增加基建项目投资及支出, 以刺激及稳定经济发展, 水泥需求增加。水泥供求紧张情况加深, 推高水泥价格。水泥为建筑主要原材料, 价格上升令公司建筑成本上升, 公司毛利率仍然受压。

目标价降至 7.05 元, 维持买入评级。虽然人民币走势及水泥价格为公司成本端造成压力, 但垃圾处理需求仍大。根据最新的盈利预测, 预测 2020 年每股盈利 0.98 港元, 我们将目标价由 7.13 元下调至 7.05 元, 相当于 2020 年 预测市盈率 6.25 倍, 维持买入评级。

	营业收入 (百万港元)	同比 (%)	纯利 (百万港元)	同比 (%)	每股盈利 (港元)	市盈率	市帐率	股息率 (%)	ROE (%)
2017	20,043	49.63%	3,510	26.04%	0.78	7.82	0.96	5.01%	15.56%
2018	27,229	35.85%	4,319	23.06%	0.86	7.13	0.76	4.82%	12.73%
2019E	32,848	20.64%	5,069	17.36%	0.83	7.42	0.77	3.96%	12.03%
2020E	39,045	18.86%	6,015	18.66%	0.98	6.25	0.66	3.34%	11.59%
2021E	44,425	13.78%	6,773	12.61%	1.10	5.55	0.60	2.96%	10.76%

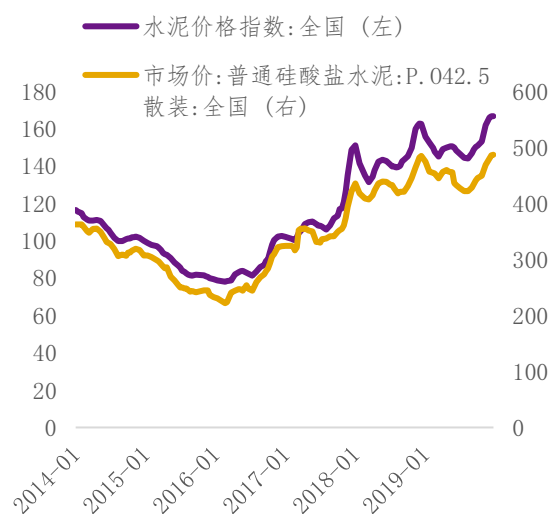
资料来源: 公司资料、光銀國際预测

图 1: 人民币走势



资料来源: 彭博、光银国际

图 2: 水泥价格走势



资料来源: Wind、光银国际

图 3: 光大国际盈利预测变动

	最新预测		旧有预测		变动 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收益 (百万港元)	32,847.9	39,044.6	32,356.4	38,461.8	1.5%	1.5%
纯利 (百万港元)	5,068.9	6,014.7	6,069.8	7,230.6	-16.5%	-16.8%
每股盈利 (港元)	0.83	0.98	0.99	1.18	-16.5%	-16.8%

资料来源: 公司资料, 光银国际预测

图4: 财务报表

损益表

截至12月31 日止年度 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	20,043	27,229	32,848	39,045	44,425
同比增长(%)	49.63%	35.85%	20.64%	18.86%	13.78%
销售成本	12,911	17,798	21,680	25,769	29,321
毛利	7,133	9,431	11,168	13,275	15,105
毛利率(%)	35.6%	34.6%	34.0%	34.0%	34.0%
运营开支	12,911	17,798	21,680	25,769	29,321
行政开支	(1,438)	(1,899)	(2,291)	(2,724)	(3,099)
其他	(12,299)	(17,116)	(20,857)	(24,792)	(28,208)
经营利润	6,306	8,213	9,699	11,529	13,118
经营利润率(%)	31%	30%	30%	30%	30%
财务开支	(938)	(1,376)	(1,642)	(1,952)	(2,221)
分占联营及合	60	162	165	170	175
除税前利润	5,428	6,998	8,222	9,747	11,071
所得税	(1,376)	(1,729)	(2,031)	(2,407)	(2,735)
非控股权益	(542)	(951)	(1,122)	(1,324)	(1,563)
纯利	3,510	4,319	5,069	6,015	6,773
同比	26.04%	23.06%	17.36%	18.66%	12.61%

现金流量表

截至12月31 日止年度 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	5,428	6,998	8,222	9,747	11,071
折旧及摊销	(223)	(279)	(328)	(390)	(444)
其他非现金 调整	(8,307)	(11,085)	(9,478)	(7,414)	(7,518)
经营现金流	(3,102)	(4,366)	(1,585)	1,942	3,109
资本开支	(839)	(905)	(1,314)	(1,562)	(1,777)
其他投资活 动	(3,994)	(6,593)	(7,252)	(7,977)	(8,775)
投资现金流	(4,833)	(7,498)	(8,566)	(9,539)	(10,552)
股息	1,076	1,275	1,229	1,229	1,229
负债变动	12,962	13,599	12,104	11,901	10,073
其他融资变 动	(4,094)	778	(2,457)	(2,457)	(2,457)
融资现金流	9,944	15,652	10,876	10,672	8,844
汇兑变动	308	(309)	(104)	(35)	(150)
现金变动	2,009	3,789	725	3,075	1,401
期初现金	6,341	8,657	12,136	12,757	15,797
期末现金	8,657	12,136	12,757	15,797	17,048

财务比率

截至12月31	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EBITDA 率 (%)	32.9%	31.8%	31.0%	31.0%	30.9%
EBIT 率 (%)	31.8%	30.8%	30.0%	30.0%	29.9%
纯利率 (%)	17.5%	15.9%	15.4%	15.4%	15.2%
资产回报率 (%)	6.2%	5.7%	5.1%	4.8%	4.9%
股本回报率 (%)	16.0%	15.6%	12.7%	12.0%	11.6%
负债比率 (%)	60.8%	57.2%	58.4%	55.8%	55.2%

财务状况表

截至12月31 日止年度 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产					
现金及现金 等价物	8,657	12,136	12,757	15,797	17,048
其他流动资产	10,980	17,528	25,603	25,572	30,040
流动资产总额	19,637	29,664	38,360	41,368	47,088
非流动资产					
物业、厂房 及设备	4,025	4,410	5,256	6,247	8,441
其他非流动 资产	49,461	61,047	74,047	80,547	84,447
非流动资产总额	53,486	65,457	79,303	86,794	92,888
资产总额	73,123	95,122	117,663	128,163	139,976
流动负债					
银行及其他 借贷流动负 债	8,505	10,168	12,331	15,482	16,163
其他流动负 债	5,528	5,067	8,067	5,560	6,103
流动负债总额	14,033	15,234	20,397	21,042	22,266
非流动负债					
银行及其他 借贷	94	299	164	1,171	533
其他非流动负 债	30,352	38,893	48,184	49,286	54,442
非流动负债总额	30,446	39,192	48,349	50,457	54,975
负债总额	44,480	54,426	68,746	71,499	77,241
总权益	28,644	40,695	48,917	56,664	62,735
总权益及负 债	73,123	95,122	117,663	128,163	139,976

资料来源：公司资料，光银国际预测

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区域内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% 及(iv)未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

光银国际属于光大银行(6818 HK)全资附属机构。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。