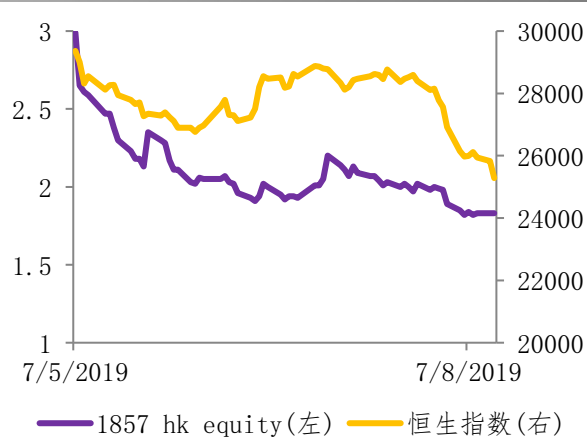


公司研究 | 业绩报告总结 (买入, 目标价 2.02 元)

光大水务(1857 HK)

2019 年股本回报率提高至 9.9%



主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	5.1
2020E 平均市净率 (x)	0.57
20E 平均股息收益率 (%)	5.9

资料来源: 彭博

股价表现 (%)

1 个月	2.4
3 个月	-5.6
今年以来	-6.6

资料来源: 彭博

光銀國際研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

2019 年盈利同比增长 23% 超预期。光大水务公布 2019 年全年业绩, 收入为 55.5 亿港元, 同比增长 16%, 纯利 8.33 亿元, 同比增长 23%, 符合我们预期。每股盈利 0.3 港元, 同比增长 18%, 全年派息 0.075 元, 派息比率 25%。

营运服务收入占比逐步提高。按业务模式划分, 建造服务收入占比 54%, 运营服务收入比由 2018 年的 26% 提高至 28%, 财务收入占 14%, 建造合约收入及技术服务占比 4%。

负债比率略提高至 57.9%。截至 2019 年底, 总负债 131.3 亿元, 较 2018 年底增加 20%, 总资产 226.83 亿元, 较 2018 年底增加 15.8%。总负债比率由 2018 年的 55.8% 提高至 2019 年的 57.9%。

新签投资项目总值 47.43 亿元人民币。2019 年集团共取得 18 个新项目并签署 1 个现有项目的补充协议。截至 2019 年底, 集团共持有 129 个水务项目, 包括 108 个污水处理、8 个中水回用、6 个流域治理项目等, 累计项目投资金额约 235 亿元人民币。

业绩发布会重点。公司于 2020 年 2 月 27 日收市后举行业绩电话会, 主要重点包括: 1) 2018 年资本开支 22 亿元, 2019 年资本开支 27 亿元, 预计 2020 年资本开支预计为 30 亿元。2) 2019 年平均水价约上升 5%。3) 关于近期新冠肺炎疫情, 公司亦受到负面影响, 但整体影响不大。营运方面, 工业废水量有所下降, 但管理层预估影响规模不到全年的 1%。至于工程项目亦有一些影响, 但目前复工进度理想。

维持买入评级; 目标价由 2.3 元降至 2.02 元。公司股本回报率持续改善。我们预测 2020 年收入 67.5 亿元, 同比增长 21.6%, 盈利 9.68 亿元, 同比增长 16.2%。根据我们现金流折现模型, 目标价由 2.3 元下调至 2.02 元, 维持买入评级。

财务简表:

	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	3,592	44%	513.4	47%	0.20	8.6	0.56	1.7%	7.4%
2018	4,768	33%	676.5	32%	0.25	6.6	0.56	3.4%	8.6%
2019	5,551	16%	833.5	23%	0.30	5.9	0.56	4.2%	9.9%
2020E	6,751	22%	968.6	16%	0.33	5.1	0.57	5.9%	11.0%
2021E	8,025	19%	1,104.3	14%	0.38	4.5	0.55	6.7%	12.5%

资料来源: 公司资料、光銀國際预测

1) 估值

我们估值假设基于目前金融市场表现及整体环保行业表现。我们假设公司 WACC 及永续增长率分为 7.6%及 1%。以下为我们的主要假设。

图表 1: 加权平均资金成本估算

加权平均资金成本	
资本结构	
负债占比 (D/V)	50.00%
股本占比 (E/V)	50.00%
债务成本	
债务成本	5.00%
有效税率	30.00%
税后债务成本	3.50%
股本成本	
无风险利率	3.00%
市场溢价	9.00%
無槓桿 Beta	0.57
槓桿 Beta	0.96
股本成本 (CAPM)	11.65%
WACC	7.6%

资料来源: 彭博、光银国际预测

我们预测光大水务 2020 年每股盈利为 0.33 港元。基于 DCF 模型，我们给予公司目标价为 2.02 港元，相当于 2020 年预测市盈率 6.1 倍。我们目标价较现价有 20.2%上升空间，给予买入评级。

图2：财务报表

收益帐					
截至12月31日止年度 (千港元)	2017	2018A	2019A	2020E	2021E
收益	3,591,633	4,768,318	5,550,773	6,750,514	8,025,300
直接成本及经营开支	(2,361,046)	(3,144,540)	(3,658,332)	(4,503,249)	(5,422,023)
毛利	1,230,587	1,623,778	1,892,441	2,247,265	2,603,277
其他收入及收益净额	129,809	140,583	113,465	199,024	236,608
行政开支及其他经营开支	(287,021)	(439,564)	(476,502)	(606,977)	(721,600)
经营利润	1,073,375	1,324,797	1,529,404	1,839,312	2,118,285
融资成本	(241,391)	(291,398)	(355,287)	(383,342)	(458,254)
分占联营公司溢利	158	422	614	614	614
除税前溢利	844,605	1,051,739	1,195,079	1,456,583	1,660,645
所得税	(263,812)	(314,984)	(310,350)	(436,975)	(498,193)
年内溢利	580,793	736,755	884,729	1,019,608	1,162,451
应占非控股股东权益	23,272	67,437	60,296	51,236	50,980
应占公司股东权益	513,356	676,459	833,493	968,628	1,104,329
每股盈利 (港元)	0.20	0.25	0.28	0.33	0.38
每股账面 (HKD)	2.99	2.98	2.99	2.97	3.04
资产负债表					
截至12月31日止年度 (千港元)	2017	2018A	2019A	2020E	2021E
流动资产					
其他流动资产	2,651,143	3,036,691	2,841,826	3,518,985	4,287,190
现金及现金等价物	2,169,414	1,728,573	2,074,803	397,562	1,620,626
	4,820,557	4,765,264	4,916,629	3,916,547	5,907,816
总流动资产					
其他流动资产					
物业、厂房及设备	146,064	144,779	144,882	162,012	192,607
无形资产	1,489,718	1,536,169	1,658,437	1,818,064	1,783,048
其他非流动资产	11,591,580	13,138,177	15,963,083	17,329,681	19,478,069
总非流动资产	13,227,362	14,819,125	17,766,402	19,309,758	21,453,724
总资产	18,047,919	19,584,389	22,683,031	23,226,305	27,361,540
流动负债					
银行负债	1,903,722	2,160,400	2,010,556	1,928,718	2,547,714
其他流动负债	1,603,516	1,940,178	2,546,948	2,567,696	3,052,587
	3,507,238	4,100,578	4,557,504	4,496,414	5,600,301
总流动负债					
非流动负债					
银行负债	4,728,030	5,440,376	7,069,140	7,714,873	10,190,858
其他非流动负债	1,270,846	1,379,738	1,507,635	1,496,492	1,776,945
总非流动负债	5,998,876	6,820,114	8,576,775	9,211,365	11,967,803
总负债	9,506,114	10,920,692	13,134,279	13,707,779	17,568,104
总权益	8,541,805	8,663,697	9,548,752	9,518,526	9,793,436
总负债及权益	18,047,919	19,584,389	22,683,031	23,226,305	27,361,540
现金流量表					
截至12月31日止年度 (千港元)	2017	2018A	2019A	2020E	2021E
营运净现金流	(264,260)	(1,015,647)	(1,058,162)	(1,367,855)	(1,086,786)
投资净现金流	(390,863)	(53,541)	(134,018)	(176,758)	4,422
融资净现金流	1,281,291	781,806	1,563,192	(110,035)	2,305,428

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。

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。