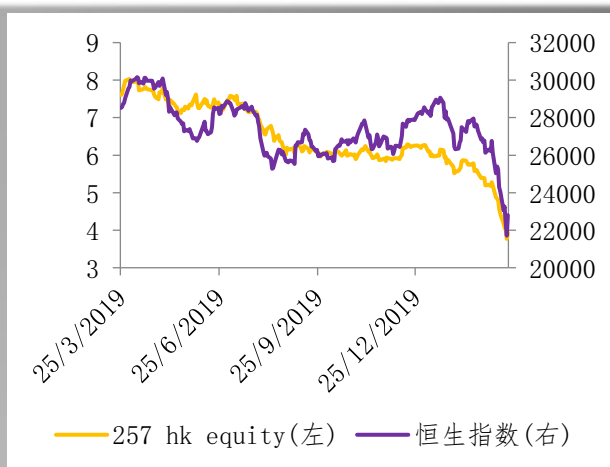


# 公司研究 | 业绩报告总结 (买入, 目标价 5.18 元)

## 光大国际(257 HK)

### 2019年盈利增26%; 负债比率提高至63%



#### 主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	3.9
2020E 平均市净率 (x)	0.47
2020E 平均股息收益率 (%)	7.7

资料来源: 彭博

#### 股价表现 (%)

1个月	-28.9
3个月	-37.1
今年以来	-37.1

资料来源: 彭博

#### 光銀國際研究部

陈惠杰

[Dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:Dominic.chan@cebi.com.hk)

(852)-2916-9631

**2019年盈利同比增长26%。**光大国际公布2019年业绩, 收益为375.6亿港元, 同比增长38%, 纯利52亿元, 同比增长20%, 每股盈利0.847港元, 全年派息0.26元, 派息比率30.7%。

**负债比率提高至63%。**截至2019年12月底, 集团总资产为1193.5亿元, 总负债746.25亿元, 资产负债率为63%, 相对于2018年为57%, 负债比率上升至5年新高。

**建造服务收益增速仍然较大。**按收益类别划分, 建造服务收益同比增长44%, 运营服务收益同比增长37%, 财务收入同比增长19%。

**2019年新签89个新项目。**2019年集团共签署共89个新项目及现有项目的补充协议及收购项目, 总投资金额316.6亿元人民币。其中, 新签垃圾发电项目占全国的三分之一, 成为全球最大垃圾发电投资运营商。截至2019年底, 集团共落实环保项目399个, 拓展至全国23个省市、自治区, 遍及187个地区, 并包括德国、波兰及越南等海外地区, 总投资金额为1238.01亿元人民币。

**业绩发布会重点。**公司于2020年3月18日收市后举行业绩电话会, 主要重点包括: 1) 2019年资本开支190亿元, 预期2020年资本开支增加至约200亿元。2) 管理层预期60%至70%之间的负债比率仍为健康水平。管理层重申自去年股权融资起, 五年内不再进行股权融资, 未来将研究各金融工具, 包括美元债支持业务发展。3) 由于内地政策大趋向为国扑退坡, 2019年收到的国补金额为几亿元。4) 2019年公司融资成本4.05%, 在目前低息环境下, 预期2020年融资成本将与去年相若。5) 公司暂时没有股票回购计划。

**目标价下调至5.18元。**我们调整公司资本开支及负债比率预测, 我们预测2020年光大国际盈利61.6亿元, 同比增长18.4%, 现价相当于2020年市盈率3.9倍。根据现金贴现模型, 目标价由7.05元下调至5.18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	20,043	49.63%	3,510	26.04%	0.78	5.0	0.62	6.1%	17.6%
2018	27,228	35.84%	4,319	23.06%	0.86	4.6	0.49	6.1%	15.3%
2019	37,558	37.94%	5,203	20.47%	0.85	4.6	0.54	6.6%	14.8%
2020E	47,410	26.23%	6,160	18.38%	1.00	3.9	0.47	7.7%	15.6%
2021E	57,615	21.52%	7,386	19.92%	1.20	3.3	0.46	9.2%	16.9%

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 6.7%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	
<b>资本结构</b>	
负债占比 (D/V)	50.00%
股本占比 (E/V)	50.00%
债务成本	
债务成本	4.00%
有效税率	24.00%
税后债务成本	3.04%
股本成本	
无风险利率	3.00%
市场溢价	9.00%
無槓桿 Beta	0.8
股本成本 (CAPM)	10.29%
<b>WACC</b>	<b>6.7%</b>

资料来源: 彭博、光银国际预测

我们调整公司资本开支及负债比率预测, 我们预测 2020 年光大国际盈利 61.6 亿元, 同比增长 18.4%, 现价相当于 2020 年市盈率 3.9 倍。根据现金贴现模型, 目标价由 7.05 元下调至 5.18 元, 维持买入评级。

损益表

截至12月31 日止年度 (百万港元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业额	20,043	27,228	37,558	47,410	57,615
同比增长 (%)	49.63%	35.84%	37.94%	26.23%	21.52%
销售成本	12,911	17,797	26,100	33,187	40,330
毛利	7,133	9,431	11,458	14,223	17,284
毛利率 (%)	35.6%	34.6%	30.5%	30.0%	30.0%
运营开支	12,911	17,797	(26,100)	33,187	40,330
行政开支	(1,438)	(1,899)	(2,366)	(3,082)	(3,745)
其他	(12,299)	(17,116)	26,835	(32,316)	(39,408)
经营利润	6,306	8,213	9,827	12,013	14,461
经营利润率 (%)	31%	30%	26%	25%	25%
财务开支	(938)	(1,376)	(1,831)	(2,371)	(2,881)
分占联营及合	60	162	268	275	283
除税前利润	5,428	6,998	8,264	9,918	11,864
所得税	(1,376)	(1,729)	(1,896)	(2,380)	(2,847)
非控股权益	(542)	(951)	(1,165)	(1,378)	(1,630)
纯利	3,510	4,319	5,203	6,160	7,386
同比	26.04%	23.06%	20.47%	18.38%	19.92%

现金流量表

截至12月31 日止年度 (百万港元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
税前利润	5,428	6,998	8,264	9,918	11,864
折旧及摊销	(223)	(279)	(376)	(474)	(576)
其他非现金 调整	(8,307)	(11,085)	(12,645)	(10,053)	(11,766)
经营现金流	(3,102)	(4,366)	(4,757)	(610)	(479)
资本开支	(839)	(905)	(1,502)	(6,790)	(6,790)
其他投资活 动	(3,994)	(6,593)	(7,252)	(3,084)	(4,289)
投资现金流	(4,833)	(7,498)	(8,754)	(9,874)	(11,079)
股息	1,076	1,275	1,597	1,848	2,216
负债变动	12,962	13,599	14,885	12,435	13,507
其他融资变 动	(4,094)	778	(3,194)	(3,696)	(4,432)
融资现金流	9,944	15,652	13,288	10,587	11,291
汇兑变动	308	(309)	(104)	(309)	(241)
现金变动	2,009	3,789	(224)	104	(267)
期初现金	6,341	8,657	12,136	11,809	11,603
期末现金	8,657	12,136	11,809	11,603	11,095

财务状况表

截至12月31 日止年度 (百万港元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
流动资产					
现金及现金 等价物	8,657	12,136	11,743	11,537	11,029
其他流动资产	10,980	17,528	18,467	18,245	26,127
<b>流动资产总额</b>	<b>19,637</b>	<b>29,664</b>	<b>30,210</b>	<b>29,782</b>	<b>37,156</b>
非流动资产					
物业、厂房 及设备	4,025	4,410	4,638	5,215	6,338
其他非流动 资产	49,461	61,047	84,504	102,004	114,504
<b>非流动资产 总额</b>	<b>53,486</b>	<b>65,457</b>	<b>89,142</b>	<b>107,219</b>	<b>120,842</b>
<b>资产总额</b>	<b>73,123</b>	<b>95,122</b>	<b>119,352</b>	<b>137,002</b>	<b>157,998</b>
流动负债					
银行及其他 借贷	8,505	10,168	14,012	17,162	20,722
其他流动负 债	5,528	5,067	10,660	11,706	12,858
<b>流动负债总 额</b>	<b>14,033</b>	<b>15,234</b>	<b>24,672</b>	<b>28,869</b>	<b>33,579</b>
非流动负债					
银行及其他 借贷	94	299	704	853	1,037
其他	30,352	38,893	49,250	56,117	70,331
<b>非流动负债 总额</b>	<b>30,446</b>	<b>39,192</b>	<b>49,953</b>	<b>56,971</b>	<b>71,368</b>
<b>负债总额</b>	<b>44,480</b>	<b>54,426</b>	<b>74,625</b>	<b>85,839</b>	<b>104,948</b>
<b>总权益</b>	<b>28,644</b>	<b>40,695</b>	<b>44,727</b>	<b>51,162</b>	<b>53,050</b>
<b>总权益及负 债</b>	<b>73,123</b>	<b>95,122</b>	<b>119,352</b>	<b>137,002</b>	<b>157,998</b>

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。