

# 公司研究 | 业绩报告总结 (买入, 目标价 4.98 元)

## 光大绿色环保(1257 HK)

### 2020 年上半年盈利微增 1%

**受疫情影响 2020 年上半年盈利微增 1%。**光大绿色环保于 8 月 11 日公布今年上半年业绩, 收益为 42.45 亿港元, 基本与去年同期持平; 纯利 8.22 亿元, 同比增长 1%, 维持派中期股息每股 0.08 港元。

**资产负债比率略提高至 61.6%。**截至今年 6 月底, 集团贷款总额为 131.53 亿元, 较 2019 年底增加 19%, 现金 25.37 亿元, 减少 12%, 今年 6 月底止资产负债比率为 61.6%, 较 2019 年底提升 1.9 个百分点。

**期内生物质业务仍录增长惟危废固废业务表现较差。**今年首季度因为疫情导致部分生物质及危废运营项目工程进度延后, 当中危废市场影响较大。期内生物质受惠于营运部份增长较快, 业务收入 36.4 亿元, 同比增长 9%, 分部净盈利 7.7 亿元, 同比增长 23%。不过, 危废及固废业务表现较为逊色, 期内收入 4.46 亿元, 同比下降 22%, 分部净盈利 1.01 亿元, 同比下降 40%。至于环境修复营运及光伏风力发电业务收入分别下降 93% 及 7% 至 300 万及 4400 万元。

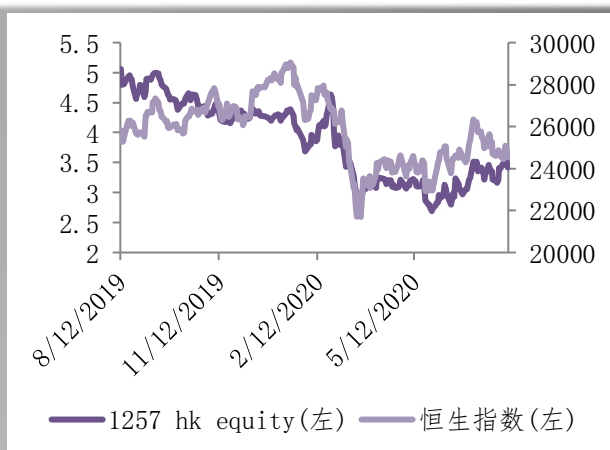
**業績發佈會重點。**集团于 8 月 11 日收市后举行业绩电话会, 以下为电话会重点: 1) 今年上半年资本开支 20 亿元人民币, 预计下半年与上半年相若。不过, 集团未来将逐步减少资本开支计划, 主要包括优选一些较佳项目, 以确保回报率。2) 今年上半年收到国补较少, 只有几百万元, 但预期下半年会增加。3) 危废业务上半年受单价下跌影响, 毛利率下跌, 但管理层表示最坏时间已过。

**维持买入评级。**根据我们现金流折现模型, 我们维持光大绿色环保目标价 4.98 元, 较现价有 46.0% 上升空间, 维持买入评级。

#### 财务简表:

|       | 营业收入<br>(百万港元) | 同比<br>(%) | 纯利<br>(百万港元) | 同比<br>(%) | 每股盈利<br>(港元) | 市盈率 | 市帐率  | 股息率<br>(%) | ROE<br>(%) |
|-------|----------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----|------|------------|------------|
| 2018  | 7,002          | 52.8%     | 1,324.9      | 38.9%     | 0.64         | 5.3 | 0.75 | 3.7        | 14.0%      |
| 2019  | 9,280          | 32.5%     | 1,621.5      | 22.4%     | 0.78         | 4.3 | 0.68 | 4.7        | 15.3%      |
| 2020E | 9,886          | 6.5%      | 1,718.2      | 6.0%      | 0.83         | 4.1 | 0.53 | 5.4        | 12.8%      |
| 2021E | 11,122         | 12.5%     | 1,905.3      | 10.9%     | 0.92         | 3.7 | 0.46 | 5.9        | 12.3%      |
| 2022E | 12,766         | 14.8%     | 2,217.1      | 16.4%     | 1.07         | 3.2 | 0.41 | 7.9        | 12.7%      |

资料来源: 公司资料、光银国际预测



#### 主要数据

|                   |      |
|-------------------|------|
| 2020E 平均市盈率 (x)   | 4.1  |
| 2020E 平均市净率 (x)   | 0.53 |
| 2020E 平均股息收益率 (%) | 5.4  |

资料来源: 彭博

#### 股价表现 (%)

|      |       |
|------|-------|
| 1 个月 | 0.9   |
| 3 个月 | 5.9   |
| 今年以来 | -19.9 |

资料来源: 彭博

光银国际研究部

陈惠杰

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

(852)-2916-9631

## 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 7.7%及 1.5%。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)  | 60.00%      |
| 股本占比 (E/V)  | 40.00%      |
| 债务成本        |             |
| 债务成本        | 5.00%       |
| 有效税率        | 22.00%      |
| 税后债务成本      | 3.90%       |
| 股本成本        |             |
| 无风险利率       | 3.00%       |
| 市场溢价        | 10.00%      |
| 無槓桿 Beta    | 0.5         |
| 槓桿 Beta     | 1.0         |
| 股本成本 (CAPM) | 13.30%      |
| <b>WACC</b> | <b>7.7%</b> |

资料来源: 彭博、光银国际预测

根据我们现金流折现模型, 我们維持光大绿色环保目标价 4.98 元, 较现价有 46.0% 上升空间, 维持买入评级。

图2: 财务报表

| 收益帐               |             |             |             |             |             |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至12月31日止年度 (千港元) | 2018A       | 2019A       | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
| 收益                | 7,001,820   | 9,279,555   | 9,886,278   | 11,121,972  | 12,765,890  |
| 直接成本及经营开支         | (4,932,366) | (6,478,539) | (6,885,331) | (7,781,843) | (8,911,814) |
| 毛利                | 2,069,454   | 2,801,016   | 3,000,947   | 3,340,129   | 3,854,077   |
| 其他收入              | 158,664     | 166,449     | 177,332     | 199,497     | 228,984     |
| 其他损失              | (601)       | (849)       | (905)       | (1,018)     | (1,168)     |
| 行政开支              | (356,556)   | (490,148)   | (494,314)   | (556,099)   | (638,295)   |
| 经营利润              | 1,870,961   | 2,476,468   | 2,683,060   | 2,982,510   | 3,443,598   |
| 财务开支              | (202,384)   | (376,891)   | (472,346)   | (529,908)   | (588,089)   |
| 分占联营公司溢利          | (158)       | 9,890       | 9,890       | 9,890       | 9,890       |
| 除税前溢利             | 1,668,419   | 2,109,467   | 2,220,604   | 2,462,492   | 2,865,400   |
| 所得税               | (337,068)   | (462,362)   | (488,533)   | (541,748)   | (630,388)   |
| 应占公司股东权益          | 1,324,871   | 1,621,477   | 1,718,181   | 1,905,341   | 2,217,089   |
| 每股盈利 (港元)         | 0.64        | 0.78        | 0.83        | 0.92        | 1.07        |
| 资产负债表             |             |             |             |             |             |
| 截至12月31日止年度 (千港元) | 2018A       | 2019A       | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
| 流动资产              |             |             |             |             |             |
| 其他流动资产            | 3,143,023   | 4,862,399   | 5,195,674   | 6,068,315   | 7,034,908   |
| 现金及现金等价物          | 2,044,826   | 2,685,459   | 3,987,696   | 3,359,031   | 2,622,058   |
| 总流动资产             | 5,187,849   | 7,547,858   | 9,183,370   | 9,427,346   | 9,656,966   |
| 非流动资产             |             |             |             |             |             |
| 物业、厂房及设备          | 2,334,791   | 2,643,243   | 2,678,326   | 2,841,376   | 2,995,798   |
| 无形资产              | 7,486,422   | 10,781,335  | 13,216,338  | 15,811,818  | 18,603,319  |
| 其他非流动资产           | 3,593,740   | 5,285,879   | 5,870,449   | 6,992,773   | 8,178,479   |
| 总非流动资产            | 13,414,953  | 18,710,457  | 21,765,113  | 25,645,966  | 29,777,596  |
| 总资产               | 18,602,802  | 26,258,315  | 30,948,484  | 35,073,312  | 39,434,563  |
| 流动负债              |             |             |             |             |             |
| 银行负债              | 915,375     | 2,022,339   | 2,945,105   | 2,763,095   | 2,599,285   |
| 其他流动负债            | 2,440,142   | 3,054,197   | 2,226,287   | 2,531,647   | 2,944,082   |
| 总流动负债             | 3,355,517   | 5,076,536   | 5,171,393   | 5,294,742   | 5,543,367   |
| 非流动负债             |             |             |             |             |             |
| 银行负债              | 5,091,184   | 9,072,437   | 10,947,437  | 12,822,437  | 14,697,437  |
| 其他非流动负债           | 725,027     | 1,521,990   | 1,381,178   | 1,520,668   | 1,700,044   |
| 总非流动负债            | 5,816,211   | 10,594,427  | 12,328,615  | 14,343,105  | 16,397,481  |
| 总负债               | 9,171,728   | 15,670,963  | 17,500,007  | 19,637,846  | 21,940,848  |
| 总权益               | 9,431,074   | 10,587,352  | 13,448,477  | 15,435,466  | 17,493,715  |
| 总负债及权益            | 18,602,802  | 26,258,315  | 30,948,484  | 35,073,312  | 39,434,563  |
| 现金流量表             |             |             |             |             |             |
| 截至12月31日止年度 (千港元) | 2018A       | 2019A       | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
| 营运净现金流            | (240,876)   | (335,348)   | 1,502,388   | 1,359,407   | 1,756,854   |
| 投资净现金流            | (2,369,647) | (4,136,778) | (2,712,430) | (3,531,979) | (3,862,656) |
| 融资净现金流            | 2,316,856   | 5,177,618   | 2,447,420   | 1,543,907   | 1,368,830   |

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。