

2017年8月9日
公司研究

中国环保行业

关键数据

评级	买入
最新收盘价	5.6 港元
目标价	6.68 港元
上涨空间	19.3%
52 周最高价/最低价	5.21-5.92 港元
总市值(百万港元)	11,570
3 个月平均日交易量(百万港元)	13.88
发行股数	2,066
流通股	28.49%
3 个月日均成交额(百万港元)	2.51

自上市以来表现



来源：彭博、光银国际

刘宇
分析员

frank.liu@cebi.com.hk

(852) 2916-9632

中国光大绿色环保有限公司

1257 HK

目标价：6.68 港元 - 买入

业绩表现符合预期

2017 年上半年，中国光大绿色环保有限公司（“光大绿色环保”，或“公司”）总收益 20.47 亿港元，同比增长 69%；EBITDA 7.13 亿港元，同比增长 60%；净利润 4.57 亿港元，同比增长 57%，占我们 2017 财年全年盈利预测的 53%。上半年业绩基本符合我们的预期，业绩增长的主要动力来自运营项目收入贡献的增加（7.10 亿港元，同比增长 81%）和建造服务收入的增加（13.04 亿港元，同比增长 63%）。2017 年上半年，光大绿色环保总项目数增加至 73 个（2016 年底：63 个），其中：建成投运项目 27 个；在建项目 12 个；筹建项目 34 个。基于公司项目落地情况仍符合我们的预期，我们维持目标价 6.68 港元。

业绩表现符合预期。2017 年上半年，光大绿色环保总收益 20.47 亿港元，同比增长 69%，其中建造服务收益贡献了总收益的 64%（13.04 亿港元），运营项目收益贡献了 35%（7.10 亿港元）。目前，光大绿色环保持有现金及银行结余为 38.88 亿港元，银行贷款总额 26.57 亿港元。未动用银行融资额度为 39.03 亿港元。我们认为，光大绿色环保的资本负债比率和资产负债比率较低，分别为 33% 和 35%，公司财务状况维持良好。手头现金及未动用额度共 77.91 亿港元，可满足公司未来两年的资本支出计划（2017 年和 2018 年资本支出预计分别为 37 亿港元和 39 亿港元）。

新增项目稳步增加。2017 年上半年，光大绿色环保共取得 10 个新项目（我们预测 2017 财年新增项目为 17 个），包括 4 个生物质及垃圾发电一体化项目、2 个生物质热电联产项目和 4 个危废处置项目。我们认为，“十三五”期间光大绿色环保可取得更多新项目。“十三五”规划下，生物质发电的累计发电装机容量目标在 2020 年达到 15GW，发电量达 90,000GWH。根据“十三五”规划，我国 2016 至 2020 年生物质发电装机容量将实现 17.5% 的复合年均增长率。除了生物质发电外，光大绿色环保也可抓住国家“清洁供暖”战略机遇，发展更多的生物质供暖项目。

毛利率略有下降。2017 年上半年，公司毛利率为 32.3%（2016 上半年：35.0%）。我们认为，毛利率略有下降，是由于生物质建造服务的毛利率有所减少，而生物质项目及危废处置项目运营的毛利率维持稳定。过往的生物质项目运营毛利率范围在 25%-30% 之间，而危废处置项目运营毛利率则在 60%-70% 区间内。

业绩符合预期，维持买入评级。2017 年上半年，光大绿色环保的整体业绩符合我们的预期。我们维持 2017 财年新增项目 17 个（包括 9 个生物质项目和 8 个危废处置项目）的预测不变；维持 2017 年和 2018 年净利润预测不变，分别为 8.57 亿港元（同比增长 36%）和 10.25 亿港元（同比增长 20%）；并维持“买入”评级，目标价 6.68 港元，对应 2017 年 16.1 倍及 2018 年 13.5 倍市盈率。

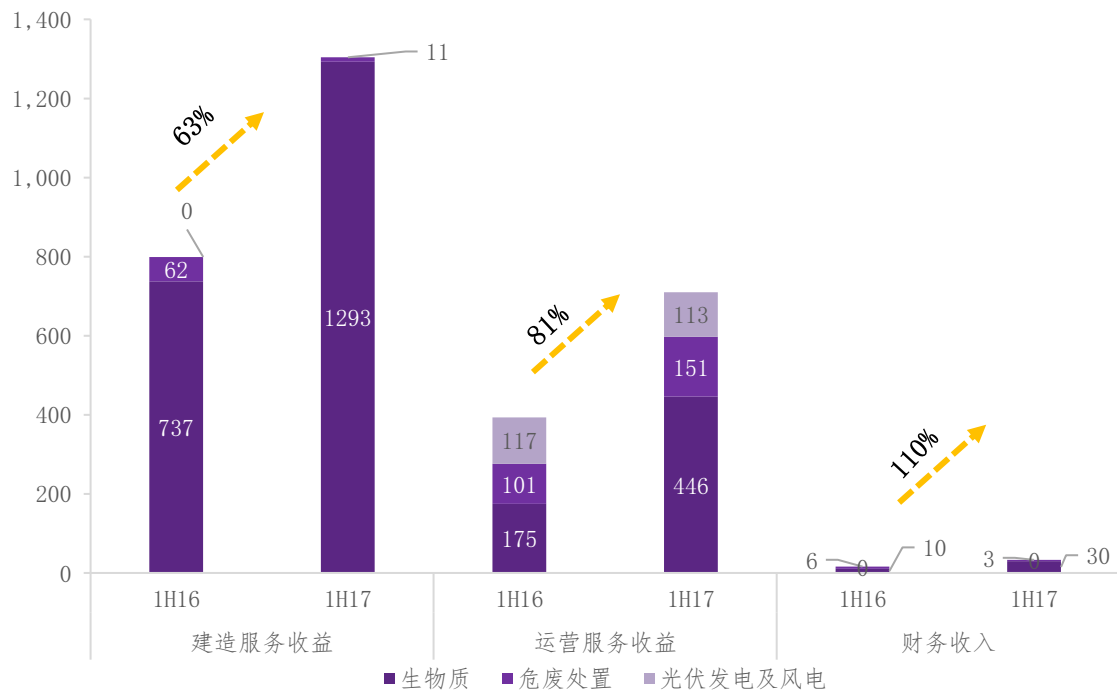
风险因素：1) 项目风险；2) 环境政策风险；3) 会计政策风险；4) 原材料供应风险。

财务摘要：

截至期末	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入 (百万港元)	1,058	1,203	3,000	5,096	6,359	6,997
变动 (YoY%)	72%	14%	149%	70%	25%	10%
EBITDA (百万港元)	306	442	983	1,417	1,864	2,283
变动 (YoY%)	33%	44%	122%	44%	32%	22%
净收益 (百万港元)	200	271	630	857	1,025	1,173
每股盈利 (港元)	0.10	0.13	0.30	0.41	0.50	0.57
变动 (YoY%)	41%	36%	132%	36%	20%	14%

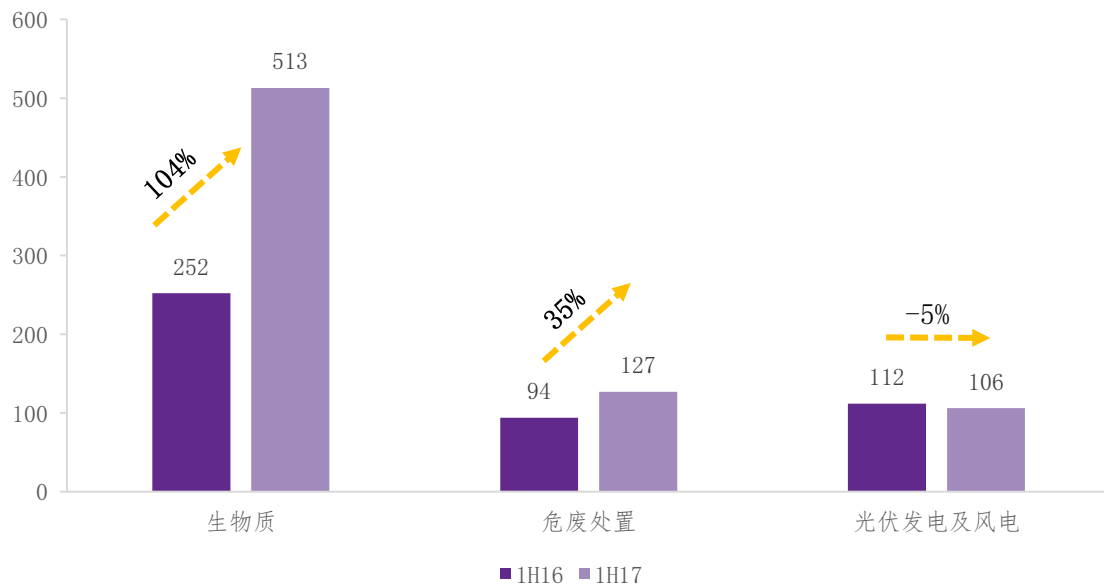
来源：公司资料、光银国际

图表 1：三大板块收益



来源：公司资料、光银国际

图表 2：三大板块的 EBITDA



来源：公司资料、光银国际

图表 3: 关键财务数据

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资产回报率	7.0%	5.9%	9.7%	8.0%	6.4%	5.9%
股权收益率	36.8%	15.3%	17.7%	13.7%	11.6%	11.8%
流动比率	1.3x	2.1x	1.2x	2.1x	1.4x	0.8x
速动比率	1.2x	2.0x	1.2x	2.1x	1.3x	0.8x
资产负债比率	82.4%	47.5%	43.7%	40.1%	48.0%	52.0%
资本负债比率	91.0%	39.6%	46.9%	50.8%	77.4%	95.1%
净资本负债比率	0.4%	3.8%	25.8%	25.2%	65.7%	93.6%
利息偿付比率	11.7x	10.7x	14.5x	9.6x	7.0x	5.8x
资本支出对销售比率	75.4%	95.4%	51.6%	72.7%	61.8%	57.1%
债务对 EBITDA 比率	186.6%	261.8%	200.3%	299.3%	389.2%	439.1%

资料来源: 光银国际

图表 4: 估值比较表 (根据 2017 年 8 月 9 日数据)

公司	代码	市值 百万美元	股价 (当地)	市盈率 (X)			股权回报率 (%)			股息率 (%)
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017E
光大绿色环保	1257 HK	1,480	5.60	18.26	13.50	11.29	17.68	13.67	11.78	0.00
生物质										
凯迪生态	000939 CH	3,050	5.18	60.72	28.00	29.10	3.47	NA	NA	NA
广东长青	002616 CH	1,219	10.95	49.63	30.08	18.56	9.12	10.17	15.40	0.55
平均值				55.18	29.04	23.83	6.29	10.17	15.40	0.55
危废处理										
东江环保	895 HK	1,898	10.64	23.61	15.93	13.01	17.67	14.14	14.74	1.33
新宇环保	436 HK	186	0.48	23.36	16.00	11.16	9.00	11.80	14.50	1.25
平均值				23.48	15.96	12.09	13.34	12.97	14.62	1.29
污水处理										
北控水务集团	371 HK	7,206	6.42	17.04	13.93	11.20	19.75	21.37	22.34	1.84
粤海投资	270 HK	9,184	10.98	16.93	14.86	14.35	13.23	13.83	13.13	3.82
桑德国际	967 HK	574	2.98	NA	5.11	4.41	NA	13.85	13.95	NA
中国水务	855 HK	879	4.41	11.21	7.11	5.99	13.24	13.85	14.45	2.24
中滔环保	1363 HK	1,131	1.40	14.47	10.85	8.86	17.00	19.07	19.24	1.32
创业环保	1065 HK	3,085	5.14	46.22	12.79	12.09	9.69	10.10	10.10	2.12
中国水业集团	1129 HK	353	1.73	87.74	NA	NA	2.43	NA	NA	NA
康达环保	6136 HK	410	1.55	8.14	6.05	5.03	9.92	11.37	12.63	NA
云南水务	6839 HK	514	3.37	8.80	6.31	5.39	9.35	11.05	11.85	3.42
首创环境	3989 HK	576	0.32	87.25	35.00	11.67	1.39	6.20	11.10	NA
平均值				33.09	12.45	8.78	10.67	13.41	14.31	2.46
垃圾发电										
中国光大国际	257 HK	5,976	10.42	16.66	13.55	11.50	16.10	18.11	18.55	1.97
绿色动力环保	1330 HK	549	4.11	10.24	8.00	6.80	13.84	15.09	15.39	1.67
粤丰环保	1381 HK	1,360	4.33	26.39	17.89	14.15	15.82	16.04	15.85	0.37
平均值				17.76	13.15	10.82	15.25	16.41	16.59	1.34
平均值				30.98	13.75	11.43	11.69	13.73	14.69	1.69

资料来源: 彭博、光银国际

图表 5: 损益表 (千港元)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收益	1,057,784	1,203,198	3,000,131	5,096,321	6,358,563	6,996,842
直接成本及经营费用	(764,720)	(768,662)	(2,008,620)	(3,592,347)	(4,483,376)	(4,753,911)
毛利	293,064	434,536	991,511	1,503,974	1,875,187	2,242,932
其他收益	21,693	37,858	67,897	93,966	114,475	121,196
其他亏损	(54)	(1,275)	(9,684)	0	0	0
行政费用	(63,425)	(101,710)	(197,747)	(383,360)	(448,710)	(510,038)
经营盈利	251,278	369,409	851,977	1,214,580	1,540,952	1,854,090
财务费用	(26,228)	(41,202)	(67,715)	(147,598)	(265,434)	(394,717)
分占合营企业亏损	0	(461)	(867)	0	0	0
除税前盈利	225,050	327,746	783,395	1,066,982	1,275,517	1,459,373
所得税	(25,373)	(56,302)	(153,873)	(209,575)	(250,535)	(286,647)
年内盈利	199,677	271,444	629,522	857,407	1,024,982	1,172,725
每股盈利 (港元)	0.10	0.13	0.30	0.41	0.50	0.57
EBIT	251,278	368,948	851,110	1,214,580	1,540,952	1,854,090
EBITDA	306,430	441,849	982,617	1,416,710	1,864,102	2,282,662
经营比率						
毛利率	28%	36%	33%	30%	29%	32%
经营利润率	24%	31%	28%	24%	24%	26%
利润率	19%	23%	21%	17%	16%	17%

来源: 公司资料、光银国际

图表 6: 资产负债表 (千港元)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产						
其他流动资产	294,099	560,160	698,353	1,203,427	1,513,310	1,686,064
现金及等价物	569,142	1,044,475	886,210	2,138,818	1,099,664	154,832
流动资产总计	863,241	1,604,635	1,584,563	3,342,245	2,612,974	1,840,896
非流动资产						
物业, 厂房及设备	773,298	1,599,605	1,713,858	3,118,891	4,293,670	5,874,321
无形资产	1,358,802	1,661,629	2,975,814	5,280,673	7,879,240	10,095,804
其他非流动资产	565,146	701,057	1,189,312	2,188,868	3,239,624	4,168,308
非流动资产总计	2,697,246	3,962,291	5,878,984	10,588,432	15,412,534	20,138,433
总资产	3,560,487	5,566,926	7,463,547	13,930,677	18,025,508	21,979,329
流动负债						
银行贷款	117,312	79,394	270,265	490,099	784,937	1,055,936
其他流动负债	558,658	696,245	1,024,515	1,075,340	1,128,706	1,139,913
流动负债总计	675,970	775,639	1,294,780	1,565,439	1,913,644	2,195,850
非流动负债						
银行贷款	454,393	1,077,535	1,698,062	3,749,996	6,469,635	8,968,104
其他非流动负债	1,802,023	792,617	270,123	272,032	274,036	274,457
非流动负债总计	2,256,416	1,870,152	1,968,185	4,022,028	6,743,671	9,242,561
总负债	2,932,386	2,645,791	3,262,965	5,587,466	8,657,315	11,438,411
股东权益	628,101	2,921,135	4,200,582	8,343,211	9,368,193	10,540,918
总负债及股东权益	3,560,487	5,566,926	7,463,547	13,930,677	18,025,508	21,979,329

来源: 公司资料、光银国际

图表 7: 现金流量表 (千港元)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动						
除税前利润	225,050	327,746	783,395	1,066,982	1,275,517	1,459,373
经调整:						
折旧	31,432	39,868	85,600	103,627	175,990	232,403
无形资产摊销	23,132	32,484	41,668	91,059	139,716	188,725
根据经营租赁持作自用 之租赁土地权益摊销	588	549	4,239	7,444	7,444	7,444
财务费用	26,228	41,202	67,715	147,598	265,434	394,717
利息收入	-3,229	-7,105	-5,615	-2,165	-4,898	-2,631
出售物业、厂房及设备之净亏损	54	1,275	9,684	0	0	0
分占一间合营企业亏损	0	461	867	0	0	0
外汇汇率变动之影响	10,000	2,869	-13,959	0	0	0
运营资金变动	-9,040	-456,083	-439,656	-1,460,971	-1,312,712	-1,097,255
经营活动产生/(动用)之现金	304,215	-16,734	533,938	-46,426	546,492	1,182,776
已收利息	3,229	7,105	5,615	2,165	4,898	2,631
退还/(已付)中国所得税	6,079	-20,241	-39,098	-209,575	-250,535	-286,647
经营活动产生/(动用)之现金净额	313,523	-29,870	500,455	-253,835	300,855	898,759
投资活动						
购买物业、厂房及设备以及 根据经验租赁持作自用之土地租赁权益 和预付款项非流动性部分之增加	-436,181	-614,865	-325,248	-1,508,660	-1,350,769	-1,813,053
添置无形资产付款	-483,417	-546,695	-1,263,335	-2,395,917	-2,738,284	-2,405,289
其他投资活动	-99,226	61,844	-29,049	0	0	0
投资活动动用之现金净额	-1,018,824	-1,099,716	-1,617,632	-3,904,578	-4,089,053	-4,218,342
融资活动						
银行贷款净增加	137,509	624,690	928,807	2,271,767	3,014,478	2,769,468
已付利息	-26,228	-50,508	-73,508	-147,598	-265,434	-394,717
向权益股东派付股息	0	(172,188)	0	0	0	0
其他融资活动	852,725	1,222,090	141,305	3,286,852	0	0
融资活动所产生之现金净额	964,006	1,624,084	996,604	5,411,021	2,749,044	2,374,750
现金及现金等价物						
增加/(减少)净额	258,705	494,498	(120,573)	1,252,608	(1,039,154)	(944,832)
于年初之现金及现金等价物	318,433	569,142	1,044,475	886,210	2,138,818	1,099,664
外汇汇率变动之影响	(7,996)	(19,165)	(37,692)	0	0	0
于年末之现金及现金等价物	569,142	1,044,475	886,210	2,138,818	1,099,664	154,832

来源: 公司资料、光银国际

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司撰写生产和分发，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，光银国际资本和其附属公司(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。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

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，刘宇(香港证监会中央编号:BFW672)，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。

报告作者为香港证监会持牌人士，分析师本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

于过去 12 个月内，光银国际资本已与中国光大绿色环保 (1257 HK) 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），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 2016 年光银国际资本有限公司。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，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。