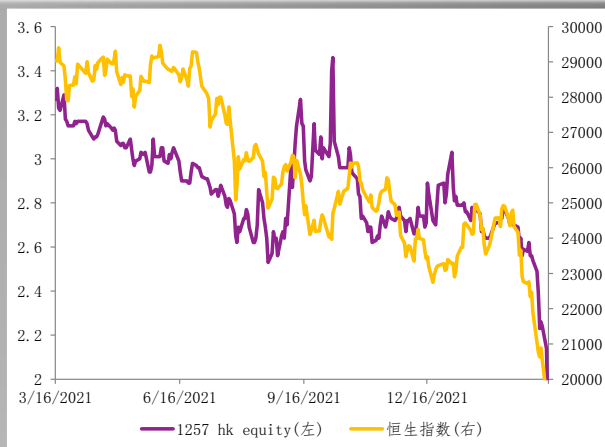


公司研究 | 业绩报告总结 (买入, 目标价 3.25 元)

光大绿色环保(1257 HK)

2021年盈利减少26%



主要数据

| | |
|-------------------|------|
| 2022E 平均市盈率 (x) | 3.2 |
| 2022E 平均市净率 (x) | 0.26 |
| 2022E 平均股息收益率 (%) | 6.6 |

资料来源: 彭博

股价表现 (%)

| | |
|------|-------|
| 1个月 | -30.9 |
| 3个月 | -34.9 |
| 今年以来 | -35.8 |

资料来源: 彭博

光銀國際研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

2021年盈利减少26%。光大绿色环保于2021年收益84.47亿港元,同比减少14%。主要由于1) 期内可确认在建收益的项目为15个,较去年减少3个,与及在建项目规模较去年小,2) 财务费用增加36%,3) 生物质原材料成本上升及固废处置单价下降令毛利率下降,期内盈利11.1亿港元,同比减少26%。集团建议派全年股息每股11港仙,派息率维持约20.5%。

期内营运服务收益提升25%。按业务划分,受惠于运营项目增长带动,生物质综合利用上电量、生活垃圾处理量、蒸汽供应量以及危固废处理量上升,运营服务收益同比上升25%至63.5亿元,占整体收益75%。不过,建造服务收益受可确认在建收益的项目为减少3个至15个,与及在建项目规模较2020年少影响,在建服务收益17.36亿元,同比下降61%,占整体收益降至21%,财务收入3.59亿元,同比上升31%,占整体收益4%。

期内取得17个新项目及2份生物质供热补充协议。期内集团所取得新钜包括3个生物质综合利用项目、1个危废及固废处置项目、13个光伏发电项目涉及总投资额12亿元人民币;并有6个环境修复项目,合同金额1.5亿元人民币。截至2021年12月底,签约环保项目136个,总投资金额326.69亿元,环保修复项目42个,合同总额1.65亿元人民币。

业绩发布会重点。光大绿色环保电话会重点包括,1) 由于大部份生物质项目已建成投产,加上管理层目标逐步强化现金流,2021年资本开支25亿元,营运现金流5亿元,今年资本开支也会处于低水平。2) 生物质原材料价格于报告期内上升,过往是每度电0.38元,现在是0.4元以上。3) 营运业务毛利率有所下降,生物质板块下跌5-6个百分点,固废处理单价下跌亦影响固废板块营运毛利率。

目标价3.25港元,买入评级。根据我们现金流折现模型,目标价3.25元,相当于2022年预测市盈率5.5倍,预测股息率3.8%,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 (%) |
|-------|----------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----|------|------------|------------|
| 2019 | 9,280 | 32.5% | 1,621.5 | 22.4% | 0.78 | 2.4 | 0.38 | 8.5 | 15.3% |
| 2020 | 9,835 | 6.0% | 1,502.5 | -7.3% | 0.73 | 2.6 | 0.31 | 8.1 | 11.7% |
| 2021 | 8,447 | -14.1% | 1,110.4 | -26.1% | 0.54 | 3.5 | 0.28 | 6.0 | 7.8% |
| 2022E | 9,271 | 9.8% | 1,226.8 | 10.5% | 0.59 | 3.2 | 0.26 | 6.6 | 7.9% |
| 2023E | 9,576 | 3.3% | 1,324.5 | 8.0% | 0.64 | 2.9 | 0.24 | 7.2 | 8.1% |

资料来源: 公司资料、光銀國際预测

1) 估值

我们假设公司 WACC 及永续增长率分为 7.9%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) | 60.00% |
| 股本占比 (E/V) | 40.00% |
| 债务成本 | |
| 债务成本 | 4.00% |
| 有效税率 | 20.00% |
| 税后债务成本 | 3.20% |
| 股本成本 | |
| 无风险利率 | 3.50% |
| 市场溢价 | 10.00% |
| 無槓桿 Beta | 0.5 |
| 槓桿 Beta | 1.2 |
| 股本成本 (CAPM) | 15.00% |
| WACC | 7.9% |

资料来源: 彭博、光银国际预测

根据我们现金流折现模型, 我们给予光大绿色环保目标价 3.25 元, 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) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
| 收益 | 9,279,555 | 9,835,376 | 8,446,999 | 9,271,098 | 9,575,859 |
| 直接成本及经营开支 | (6,478,539) | (6,823,836) | (6,101,028) | (6,718,462) | (6,786,099) |
| 毛利 | 2,801,016 | 3,011,540 | 2,345,971 | 2,552,636 | 2,789,760 |
| 其他收入 | 166,449 | 252,390 | 313,890 | 213,316 | 214,908 |
| 其他损失 | (2,849) | (223,878) | 1,082 | 1,188 | 1,227 |
| 行政开支 | (488,148) | (550,837) | (628,561) | (529,678) | (557,465) |
| 经营利润 | 2,476,468 | 2,489,215 | 2,032,382 | 2,237,462 | 2,448,430 |
| 财务开支 | (376,891) | (543,564) | (741,858) | (804,585) | (896,872) |
| 分占联营公司溢利 | 9,890 | (19,464) | 58,078 | 58,078 | 58,078 |
| 除税前溢利 | 2,109,467 | 1,926,187 | 1,348,602 | 1,490,955 | 1,609,636 |
| 所得税 | (462,362) | (412,879) | (228,571) | (253,462) | (273,638) |
| 应占公司股东权益 | 1,621,477 | 1,502,532 | 1,110,385 | 1,226,835 | 1,324,492 |
| 每股盈利 (港元) | 0.78 | 0.73 | 0.54 | 0.59 | 0.64 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 截至12月31日止年度 (千港元) | 2019A | 2020E | 2021A | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | | | | | |
| 其他流动资产 | 4,862,399 | 7,391,510 | 9,417,895 | 11,456,685 | 12,596,725 |
| 现金及现金等价物 | 2,685,459 | 2,505,975 | 2,483,568 | 3,301,176 | 4,607,424 |
| 总流动资产 | 7,547,858 | 9,897,485 | 11,901,463 | 14,757,861 | 17,204,148 |
| 非流动资产 | | | | | |
| 物业、厂房及设备 | 2,630,584 | 3,848,120 | 5,367,020 | 6,107,344 | 7,421,387 |
| 无形资产 | 10,781,335 | 13,311,103 | 14,365,263 | 14,203,932 | 13,894,644 |
| 其他非流动资产 | 5,298,538 | 8,207,960 | 8,905,835 | 9,462,843 | 9,765,787 |
| 总非流动资产 | 18,710,457 | 25,367,183 | 28,638,118 | 29,774,119 | 31,081,818 |
| 总资产 | 26,258,315 | 35,264,668 | 40,539,581 | 44,531,980 | 48,285,966 |
| 流动负债 | | | | | |
| 银行负债 | 2,038,974 | 2,314,706 | 4,493,433 | 4,606,590 | 4,820,931 |
| 其他流动负债 | 3,037,562 | 4,020,831 | 4,161,526 | 3,266,839 | 3,364,379 |
| 总流动负债 | 5,076,536 | 6,335,537 | 8,654,959 | 7,873,429 | 8,185,310 |
| 非流动负债 | | | | | |
| 银行负债 | 9,516,037 | 14,618,667 | 16,057,663 | 19,057,663 | 21,557,663 |
| 其他非流动负债 | 1,078,390 | 1,443,623 | 1,681,592 | 2,072,984 | 2,149,473 |
| 总非流动负债 | 10,594,427 | 16,062,290 | 17,739,255 | 21,130,647 | 23,707,136 |
| 总负债 | 15,670,963 | 22,397,827 | 26,394,214 | 29,004,075 | 31,892,446 |
| 总权益 | 10,587,352 | 12,866,841 | 14,145,367 | 15,527,905 | 16,393,521 |
| 总负债及权益 | 26,258,315 | 35,264,668 | 40,539,581 | 44,531,980 | 48,285,965 |
| 现金流量表 | | | | | |
| 截至12月31日止年度 (千港元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营运净现金流 | (137,720) | (2,053,507) | 318,919 | 297,481 | 1,090,946 |
| 投资净现金流 | (4,279,330) | (3,082,061) | (3,718,496) | (1,363,314) | (1,300,893) |
| 融资净现金流 | 5,098,387 | 5,057,528 | 3,244,678 | 2,050,937 | 1,539,326 |

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。