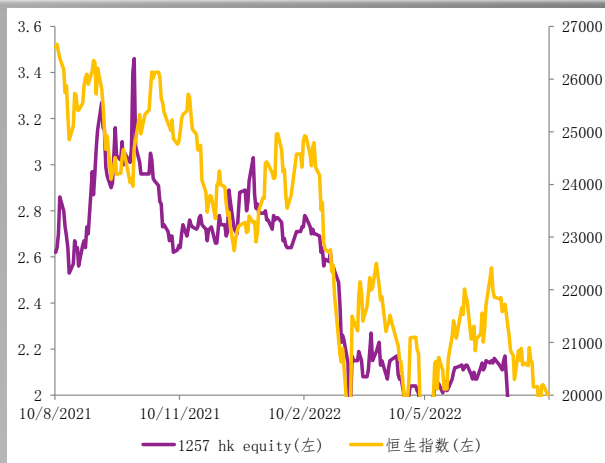


公司研究 | 业绩报告总结 (持有, 目标价 1.92 元)

光大绿色环保(1257 HK)

2022年上半年盈利减少 47%



主要数据

2022E 平均市盈率 (x)	4.9
2022E 平均市净率 (x)	0.24
2022E 平均股息收益率 (%)	4.3

资料来源: 彭博

股价表现 (%)

1 个月	-21.7
3 个月	-13.3
今年以来	-41.9

资料来源: 彭博

光银国际研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

2022年上半年盈利减少 47%。光大绿色环保于2022年上半年收益42.2亿港元, 同比减少2%, 期内盈利3.72亿港元, 同比减少47%。主要原因为受1) 期内可确认在建收益收益下降36%, 2) 期内受疫情影响, 生物质原材料成本大幅上升, 原材料质量下跌, 3) 危固废需求疲弱及处理单价下跌, 集团建议派中期股息每股3.6港仙, 派息率维持约20%。

期内营运服务收益提升 10%。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10%至33.2亿元, 占整体收益79%。不过, 期内可确认在建收益的在建项目由去年同期的15个减少至5个, 建造服务收益7.1亿元, 同比下降36%, 占整体收益降至17%, 财务收入1.9亿元, 占整体收益4%。

危废及固废处置业务表现较佳。按业务划分, 生物质综合利用收益同比下降8%, 为30.52亿元, 危废及固废处置业务收益9.98亿元, 同比上升31%, 环境修复业务收入下降47%至7025万元, 光伏发电及风电业务9960万元, 同比下跌9%。

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, 未来建造业务收入将会逐年下降。2) 截至今年6月30日, 集团未收取的总国补金额约为63亿人民币, 而去年年底为54亿人民币, 增加16%, 主要原因是一般国补在7/8月接收。3) 固废及危废单价下跌, 主要因为宏观经济和疫情影响, 部份地方工厂没有开业, 加上行业产能释放, 带来竞争压力。不过, 管理层预期疫情防控放松, 受惠于危固废的刚性需求, 所以只要经济和工业生产环境逐渐改善, 预期未来单价将有所上升。

目标价 1.92 港元, 持有评级。根据我们现金流折现模型, 目标价1.92元, 相当于2022年预测市盈率5倍, 预测股息率5.0%, 下调至持有评级。

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 (%)
2020	9,835	6.0%	1,502.5	-7.3%	0.73	2.4	0.29	8.8	11.7%
2021	8,447	-14.1%	1,110.4	-26.1%	0.54	3.2	0.26	6.5	7.8%
2022E	8,124	-3.8%	738.1	-33.5%	0.36	4.9	0.24	4.3	4.7%
2023E	8,543	5.2%	883.8	19.7%	0.43	4.1	0.23	5.2	5.5%
2024E	9,127	6.8%	1,020.9	15.5%	0.49	3.5	0.22	6.0	6.2%

资料来源: 公司资料、光银国际预测

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 1.92 元, 下調至持有评级。

图2：财务报表

收益帐					
截至12月31日止年度 (千港元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收益	9,835,376	8,446,999	8,123,653	8,542,957	9,126,902
直接成本及经营开支	(6,823,836)	(6,101,028)	(6,029,957)	(6,255,765)	(6,550,874)
毛利	3,011,540	2,345,971	2,093,696	2,287,192	2,576,028
其他收入	252,390	313,890	186,915	191,727	204,832
其他损失	(223,878)	1,082	1,041	1,094	1,169
行政开支	(550,837)	(628,561)	(604,500)	(526,858)	(582,491)
经营利润	2,489,215	2,032,382	1,677,151	1,953,154	2,199,538
财务开支	(543,564)	(741,858)	(804,585)	(896,872)	(970,439)
分占联营公司溢利	(19,464)	58,078	58,078	58,078	58,078
除税前溢利	1,926,187	1,348,602	930,644	1,114,360	1,287,176
所得税	(412,879)	(228,571)	(186,129)	(222,872)	(257,435)
应占公司股东权益	1,502,532	1,110,385	738,103	883,810	1,020,873
每股盈利 (港元)	0.73	0.54	0.36	0.43	0.49
资产负债表					
截至12月31日止年度 (千港元)	2020E	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产					
其他流动资产	7,391,510	9,417,895	10,342,475	11,492,343	12,389,293
现金及现金等价物	2,505,975	2,483,568	6,361,462	7,610,484	8,268,381
总流动资产	9,897,485	11,901,463	16,703,938	19,102,827	20,657,674
非流动资产					
物业、厂房及设备	3,848,120	5,367,020	6,107,344	7,421,387	9,411,866
无形资产	13,311,103	14,365,263	11,799,961	11,215,046	10,536,605
其他非流动资产	8,207,960	8,905,835	9,334,285	9,628,010	9,774,345
总非流动资产	25,367,183	28,638,118	27,241,590	28,264,443	29,722,816
总资产	35,264,668	40,539,581	43,945,527	47,367,270	50,380,490
流动负债					
银行负债	2,314,706	4,493,433	4,606,590	4,820,931	4,901,338
其他流动负债	4,020,831	4,161,526	2,807,861	2,951,218	3,159,214
总流动负债	6,335,537	8,654,959	7,414,451	7,772,149	8,060,551
非流动负债					
银行负债	14,618,667	16,057,663	19,057,663	21,557,663	23,640,996
其他非流动负债	1,443,623	1,681,592	1,876,728	1,972,809	2,098,267
总非流动负债	16,062,290	17,739,255	20,934,391	23,530,472	25,739,264
总负债	22,397,827	26,394,214	28,348,842	31,302,621	33,799,815
总权益	12,866,841	14,145,367	15,596,685	16,064,649	16,580,675
总负债及权益	35,264,668	40,539,581	43,945,527	47,367,270	50,380,489
现金流量表					
截至12月31日止年度 (千港元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营运净现金流	(2,053,507)	277,308	745,777	527,664	1,067,558
投资净现金流	(3,082,061)	(3,676,885)	1,146,043	(887,381)	(1,369,851)
融资净现金流	5,057,528	3,244,678	2,153,570	1,631,869	978,918

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。