

# 中国光大绿色环保 (01257.HK)

上半年营收同比+1.7%，ABN 发行助力降本

## 核心观点：

- **上半年营收同比+1.7%，建造业务放缓。**公司披露 2021 年中报，上半年实现营收 43.2 亿港元（同比+1.7%）、归母净利润 7.0 亿港元（同比-14.6%）。在国补退坡影响下，公司生物质项目拿单放缓致建造收入降低，公司营收增长放缓。而公司业绩下滑主要系疫情影响下生物质原材料价格上涨、危废市场经营环境困难及财务成本提高所致。此外，公司上半年发行规模为 5.69 亿元的 ABN，公司借贷成本由去年同期的 4.08%~4.90% 降至上半年的 3.89%~4.70%，融资环境改善。
- **生物质在手项目持续转运营，公司运营收入占比升至 70%。**上半年公司生物质业务收入 33.2 亿港元（同比-8.8%），危废业务收入 7.6 亿港元（同比+70.1%）。公司近两年生物质项目获取放缓，在手项目持续转运营，带动公司运营收入占比提升至 70%（去年同期为 56%），收入结构改善。与此同时，危废项目建设持续推进，在建项目增加，危废业务建造收入增至 4.1 亿港元（同比+210.4%），贡献危废业务收入增长。
- **生物质转型提供增长亮点，危废业务实现多维扩张。**公司生物质项目向高附加值方向转型，热电联供提供额外收入，上半年蒸汽供应量已达 106 万吨（同比+80.1%）。在危废业务方面，公司上半年取得废旧轮胎处置项目，实现向大宗固废的外延式发展。且公司持续挖掘一般工业固废热电联产业务发展潜力，有望进一步提升危废业务盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：运营效率提升，运营占比持续提升。**预计公司 2021-23 年 EPS 分别为 0.63、0.73、0.85 港元/股，按照最新收盘价对应 PE 分别为 4.05、3.49、3.02 倍。参考可比公司估值，给予 2021 年 6 倍 PE，对应 3.79 港币/股的合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**融资改善政策出台、执行力度不及预期；生物质运营补贴无法按时到位，产能利用率不足；上网电价、税收等优惠政策变化。

## 盈利预测：

单位：HKD	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9279.56	9835.38	8310.54	9455.34	10674.11
增长率（%）	32.53	5.99	-15.50	13.78	12.89
EBITDA（百万元）	2716.44	2872.70	2697.63	3040.49	3401.16
归母净利润（百万元）	1621.48	1502.53	1306.02	1517.57	1748.55
增长率（%）	22.39	-7.34	-13.08	16.20	15.22
EPS（元/股）	0.78	0.73	0.63	0.73	0.85
市盈率（P/E）	7.10	5.80	4.05	3.49	3.02
ROE（%）	15.32	11.68	9.20	9.65	9.99
EV/EBITDA	9.02	9.96	9.86	9.49	9.31

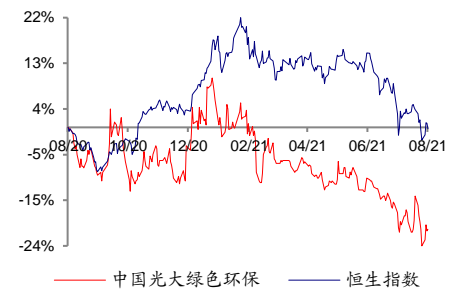
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

当前价格	2.56 港元
合理价值	3.79 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-30

## 相对市场表现



## 分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655

guopeng@gf.com.cn

## 分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625

xujie@gf.com.cn

## 分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究：

中国光大绿色环保 2021-07-15  
(01257.HK)：运营占比持续提升，生物质项目 CCER 贡献业绩弹性

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>7,548</b>	<b>9,897</b>	<b>9,518</b>	<b>10,126</b>	<b>9,980</b>
现金	2,685	2,506	3,288	3,006	1,960
应收账款	1,381	3,001	2,597	2,955	3,336
存货	228	218	192	214	244
其他	3,253	4,172	3,441	3,952	4,440
<b>非流动资产</b>	<b>18,710</b>	<b>25,367</b>	<b>28,021</b>	<b>30,928</b>	<b>34,597</b>
固定资产	2,643	3,848	4,959	6,048	7,115
无形资产	11,185	13,960	15,454	16,712	17,760
其他	4,882	7,559	7,608	8,168	9,722
<b>资产总计</b>	<b>26,258</b>	<b>35,265</b>	<b>37,539</b>	<b>41,054</b>	<b>44,577</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,077</b>	<b>6,336</b>	<b>5,284</b>	<b>5,258</b>	<b>5,507</b>
短期借款	2,022	2,315	2,380	1,857	1,722
应付账款	2,138	2,643	1,911	2,175	2,455
其他	916	1,378	992	1,227	1,330
<b>非流动负债</b>	<b>10,594</b>	<b>16,062</b>	<b>18,062</b>	<b>20,062</b>	<b>21,562</b>
长期借款	9,072	14,619	16,619	18,619	20,119
其他	1,522	1,444	1,444	1,444	1,444
<b>负债合计</b>	<b>15,671</b>	<b>22,398</b>	<b>23,346</b>	<b>25,321</b>	<b>27,069</b>
少数股东权益	241	343	362	386	412
股本	1,608	1,608	1,608	1,608	1,608
留存收益和资本公积	8,738	10,916	12,222	13,740	15,488
归属母公司股东权益	10,346	12,524	13,830	15,348	17,096
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,258</b>	<b>35,265</b>	<b>37,539</b>	<b>41,054</b>	<b>44,577</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>9,280</b>	<b>9,835</b>	<b>8,311</b>	<b>9,455</b>	<b>10,674</b>
营业成本	6,479	6,824	5,734	6,524	7,365
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	490	551	416	492	566
财务费用	377	544	706	780	841
营业利润	2,327	2,483	2,161	2,439	2,743
利润总额	2,109	1,926	1,657	1,926	2,219
所得税	462	413	331	385	444
<b>净利润</b>	<b>1,647</b>	<b>1,513</b>	<b>1,326</b>	<b>1,541</b>	<b>1,775</b>
少数股东损益	26	11	20	23	27
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,503</b>	<b>1,306</b>	<b>1,518</b>	<b>1,749</b>
EBITDA	2,716	2,873	2,698	3,040	3,401
EPS (元)	0.78	0.73	0.63	0.73	0.85

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-138</b>	<b>-888</b>	<b>245</b>	<b>-293</b>	<b>-489</b>
净利润	1,621	1,503	1,306	1,518	1,749
折旧摊销	390	390	537	601	658
少数股东权益	26	11	20	23	27
营运资金变动及其他	-2,175	-2,791	-1,617	-2,435	-2,922
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,279</b>	<b>-3,263</b>	<b>-3,022</b>	<b>-3,286</b>	<b>-4,081</b>
资本支出	-4,000	-4,000	-3,142	-2,948	-2,773
其他投资	-279	737	120	-338	-1,308
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,098</b>	<b>3,807</b>	<b>1,359</b>	<b>697</b>	<b>524</b>
借款增加	1,107	292	65	-523	-135
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-300	-300	-706	-780	-841
其他	4,291	3,814	2,000	2,000	1,500
<b>现金净增加额</b>	<b>641</b>	<b>-179</b>	<b>-1,418</b>	<b>-2,882</b>	<b>-4,046</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.5%	6.0%	-15.5%	13.8%	12.9%
营业利润	35.1%	6.7%	-13.0%	12.9%	12.5%
归属母公司净利润	22.4%	-7.3%	-13.1%	16.2%	15.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.2%	30.6%	31.0%	31.0%	31.0%
净利率	17.5%	15.3%	15.7%	16.0%	16.4%
ROE	15.32%	11.68%	9.20%	9.65%	9.99%
ROIC	13.0%	10.9%	13.0%	10.9%	8.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.7%	63.5%	62.2%	61.7%	60.7%
净负债比率	148.0%	174.1%	164.5%	160.9%	154.6%
流动比率	1.49	1.56	1.80	1.93	1.81
速动比率	0.80	0.87	1.11	1.13	0.96
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.35	0.28	0.22	0.23	0.24
应收账款周转率	6.72	3.28	3.20	3.20	3.20
应付账款周转率	3.03	2.58	3.00	3.00	3.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.78	0.73	0.63	0.73	0.85
每股经营现金	-0.07	-0.43	0.12	-0.14	-0.24
每股净资产	5.12	6.23	6.87	7.62	8.47
<b>估值比率</b>					
P/E	7.10	5.80	4.05	3.49	3.02
P/B	0.44	0.25	0.14	0.13	0.12
EV/EBITDA	9.02	9.96	9.86	9.49	9.31

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。