

## 买入

2022年8月11日

### 2022年上半年业绩承压，但营收质量改善，向综合能源转型

- 生物质板块的收入质量持续提升：** 期内，公司生物质综合利用板块收入减少 8.8% 至 2.9 亿港元，其中建设服务收入继续下降 53% 至 3.3 亿港元，运营服务收入则增长 4%，得益于上网电量增加、生活垃圾处理量上升及蒸汽产量增长。运营服务收入占生物质板块总体收入比例由去年的 78% 进一步上升至 88%，收入质量持续提升。但受原材料价格上涨及质量下降影响，该板块毛利率有所下滑。期内公司已经初步建立自主收储体系，并持续降本增效，生物质板块毛利率未来将得以改善。
- 危废板块修复可期：** 危固废处置板块收入增长 79% 至 9.9 亿港元，主要由于处理量增加 94%，但因市场激烈导致填埋及焚烧处理单价分别下跌 40% 及 10% 至 1656 元及 2189 元每吨，抵消部分涨幅。受疫情影响，危固废需求疲弱，且处理单价下降，该板块毛利率也有所下滑。随着异地处置危废的限制，以及疫情的好转，需求将恢复到正常水平，基于公司在手大量项目以及公司未来将从无害化向资源化转型，我们对公司危废板块依然乐观。
- 环境修复及新能源业务带领公司向综合能源转型：** 期内公司环境修复板块收入减少 47%，由于受疫情影响政府和企业需求减少，导致缺乏新项目支持增长。光伏发电及风电板块收入减少 9%，主要由于期内风资源较弱，以及疫情影响导致设备无法维修。期内，公司成功拓展香港大昌行光伏项目、徐州丰县整县光伏项目、灌云屋顶光伏项目，累计装机达 43.6MW。而公司的环境修复业务具有与现有业务高度协同、且具备技术及市场优势，累计已签约 15 个生活垃圾填埋场修复项目。相信随着下半年疫情逐步好转，这两项业务将引领公司向综合能源服务商转型。
- 融资渠道进一步拓宽：** 期内，公司成功发行 2022 年度第一期永续中期票据，为全国首单境外发行人发行的绿色及乡村振兴永续中期票据，规模 7 亿元，基础期限三年，票面利率首三年 3.35%。公司持续拓宽融资渠道，优化境内外融资比例，融资成本进一步降低至 3.45%，同比下降 0.29ppt。
- 调整目标价至 2.30 港元，维持买入评级：** 随着疫情缓解、公司的经营性收入占比持续提升，公司未来的毛利率将恢复正常水平并逐步提高。而公司作为环保行业龙头，拥有丰富的碳资产，将在未来碳市场交易中实现碳减排经济效益，为公司带来新的盈利增长点。我们调整公司未来三年的归母净利润分别为 6.8 亿、9.3 亿、12.5 亿港元。基于 2022 年 7 倍的 PE 估值，我们调整了未来 12 个月的目标价至 2.30 港元，维持买入评级。
- 风险因素：** 开工建设不及预期、补贴政策影响、原材料价格波动

罗凡环

+ 852-25321962

[simon.luo@firstshanghai.com.hk](mailto:simon.luo@firstshanghai.com.hk)

#### 主要资料

行业	环保
股价	1.73 港元
目标价	2.30 港元 (+33%)
股票代码	1257
已发行股本	20.66 亿股
总市值	35.74 亿港元
52 周高/低	3.46 港元/1.68 港元
每股净资产	6.8 港元
主要股东	中国光大绿色控股 69.7%

#### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (百万港元)	9,835.38	8,447.00	9,757.71	10,775.45	12,787.12
变动 (%)	6.0%	-14.1%	15.5%	10.4%	18.7%
净利润 (百万港元)	1,502.53	1,110.39	677.15	929.34	1,250.39
EPS (港仙)	72.72	53.74	32.77	44.98	60.52
变动 (%)	-7.3%	-26.1%	-39.0%	37.2%	34.5%
市盈率(倍, @1.73港元)	2.38	3.22	5.28	3.85	2.86
每股派息 (港元)	0.15	0.11	0.07	0.09	0.12
股息率 (%)	8.67%	6.36%	3.88%	5.32%	7.16%

资料来源：公司资料，第一上海预测

#### 股价表现



资料来源：彭博

## 主要财务报表

损益表						财务分析					
<港币千元>, 财务年度截至<十二月>											
	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	
收入	9,835,376	8,446,999	9,757,714	10,775,452	12,787,118	盈利能力					
毛利	3,011,540	2,345,971	2,094,332	2,403,250	3,047,766	毛利率 (%)	30.6%	27.8%	21.5%	22.3%	
其他收益	252,390	313,890	376,668	452,002	542,402	EBITDA 利率 (%)	28.9%	29.2%	22.7%	25.5%	
其他亏损	-7,155	1,082	1,082	1,082	1,082	净利率 (%)	15.3%	13.1%	6.9%	8.6%	
销售及管理费用	-550,837	-628,561	-726,094	-614,201	-728,866	营运表现					
营运收入	2,489,215	2,032,382	1,745,988	2,242,133	2,862,385	销售及管理费用/收入 (%)	5.6%	7.4%	7.4%	5.7%	
财务开支	-543,564	-741,858	-899,249	-1,089,103	-1,319,430	实际税率 (%)	21.4%	16.9%	16.9%	16.9%	
联营公司与共同控制实体	-19,464	-24,312	-24,312	-24,312	-24,312	股息支付率 (%)	20.4%	20.6%	20.5%	20.5%	
税前盈利	1,926,187	1,348,602	822,427	1,128,718	1,518,643	库存周转	12	16	17	19	
所得税	-412,879	-228,571	-139,391	-191,303	-257,391	应付账款天数	187	242	211	218	
少数股东应占利润	10,776	9,646	5,882	8,073	10,862	应收账款天数	191	285	284	309	
净利润	1,502,332	1,110,385	677,154	929,341	1,250,390	财务状况					
折旧及摊销	594,844	747,482	844,235	962,636	1,100,150	净负债/股本	1.74	1.87	2.14	2.41	
EBITDA	2,838,824	2,464,892	2,212,473	2,751,686	3,419,051	收入/总资产	0.28	0.21	0.21	0.20	
增长						总资产/股本	2.74	2.87	3.14	3.41	
总收入 (%)	6.0%	-14.1%	15.5%	10.4%	18.7%	盈利对利息倍数	3	2	1	1	
EBITDA (%)	5.1%	-13.2%	-10.2%	24.4%	24.3%						
资产负债表						现金流量表					
<港币千元>, 财务年度截至<十二月>						<港币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	
现金	2,505,975	2,483,568	3,408,597	3,426,726	4,389,436	EBITDA	2,838,824	2,464,892	2,212,473	2,751,686	
应收账款与应收工程合约	6,946,892	8,921,727	9,702,082	10,486,157	11,914,233	融资成本	543,564	741,858	899,249	1,089,103	
存货	218,493	327,694	393,233	471,879	566,255	折旧摊销	-3,986,718	-2,158,700	-1,643,329	-2,084,483	
其他流动资产	226,125	168,474	184,528	202,188	221,613	所得税	-193,810	-134,983	-147,636	-200,373	
总流动资产	9,897,485	11,901,463	13,688,440	14,586,950	17,091,538	营运资金变化	-89,708	-486,374	-579,081	-695,080	
固定资产	3,848,120	5,367,020	6,916,138	8,755,149	10,942,034	营运现金流	-887,848	426,693	741,676	860,853	
无形资产	13,311,103	14,365,263	15,052,211	17,026,385	18,559,699	资本开支	-2,948,638	-2,755,285	-3,162,126	-3,670,691	
应收客户合约工程款项	6,310,283	6,900,257	8,280,308	9,936,370	11,923,644	其他投资活动	-314,607	-46,094	0	0	
其他	1,897,677	2,005,578	2,142,816	2,298,865	2,476,625	投资活动现金流	-3,263,245	-2,801,379	-3,162,126	-3,670,691	
总资产	35,264,668	40,539,581	46,079,912	52,603,720	60,993,540	银行贷款变化	2,739,703	-1,120,120	4,334,891	5,258,037	
应付帐款	3,970,968	4,114,988	4,753,508	5,249,303	6,229,294	资本变化	0	0	0	0	
短期银行贷款	2,314,706	4,493,433	5,616,791	7,020,989	8,776,236	已付利息	-330,572	-289,250	-139,800	-191,865	
其他短期负债	49,863	46,538	46,538	46,538	46,538	其他融资活动	1,398,067	3,683,303	-849,613	-2,238,206	
总短期负债	6,335,537	8,654,959	10,416,837	12,316,830	15,052,068	融资活动现金流	3,807,198	2,273,933	3,345,478	2,827,966	
长期银行贷款	14,618,667	16,057,663	19,269,196	23,123,035	27,747,642	现金变化	-343,895	-100,753	925,029	18,129	
其他负债	1,443,623	1,681,592	1,705,276	1,729,703	1,756,573	期初持有现金	2,685,459	2,505,975	2,483,568	3,408,597	
总负债	22,397,827	26,394,214	31,391,309	37,169,568	44,556,282	汇兑变化	164,411	78,346	0	0	
少数股东权益	342,559	384,172	388,850	395,271	403,910	期末持有现金	2,505,975	2,483,568	3,408,597	3,426,726	
股东权益	12,866,841	14,145,367	14,688,603	15,434,152	16,437,258						
每股账面值	6.2	6.8	7.1	7.5	8.0						
营运资金	3,561,948	3,246,504	3,271,603	2,270,120	2,039,470						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。