

# 證券業務部每周證券評論

中國光大綠色環保有限公司 (股份代號:01257)

China Everbright Greentech Ltd.

14 MAY 2018

目標價 \$8.52

## 公司簡介

### 重點財務數據

(截至31/12/2017止)

每股基本盈利 人民幣0.517元

全年每股股息 港幣0.09元

市盈率(x) 13.93

市帳率(x) 1.70

派息比率 17.408 %

資料來源:  
彭博、中國光大綠色環保有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

中國光大綠色環保有限公司(以下稱“光大綠色環保”或“集團”)，集團2017年5月8日由控股股東中國光大國際(00257.HK)分拆於香港交易所主板上市。截至2017年12月31日止，中國光大國際持有集團69.7%的股份。光大綠色環保為中國專業環保服務提供者，專注於生物質綜合利用、危廢處置、光伏發電及風電業務。於2016年12月31日，光大綠色環保生物質總裝機容量位列中國第四；危廢處置總設計處理能力位列中國第三，於華東地區排名第一。光大綠色環保堅持以業務創新引領發展，率先在國內推出城鄉垃圾統籌處理項目。集團業務覆蓋中國9個境內省份及直轄市，並遠播德國。依托獨特、多元的業務模式、戰略性的佈局、充裕的供應網絡、強勁的項目儲備，以及高科技水平及管理能力，光大綠色環保已佔據環保服務行業的有利位置。

### 業績回顧 (截至31/12/2017止)

截至2017年12月31日止十二個月，集團的收益(圖表一)同比增長52.7%至45.81億元(港幣•下同)；整體毛利同比增長44.7%至14.35億元；毛利率較去年同期的33.0%下跌了1.7個百分點至31.3%；股東應佔溢利同比增長51.6%至9.54億元。期內每股基本盈利為港幣0.517元，較去年同期的港幣0.437元增長18.3%。

財務方面，截至2017年12月31日止，集團的總資產較2016年底增加93.4%至144.32億元；而總負債則較2016年底增加73.6%至56.66億元。於2017年12月31日，集團持有已抵押銀行存款、銀行存款、現金及現金等價物為33.43億元，較2016年底的9.92億元增長2.37倍；集團的流動比率為2.16x，較2016年12月31日的1.22x提升了0.94x；集團的資產負債比率(按總負債除以總資產)為39%，較2016年底的44%下跌了5個百分點。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2017	2016	變動%
港幣千元			
收益	4,581,352	3,000,131	52.7%
毛利	1,435,028	991,511	44.7%
毛利率	31.3%	33.0%	-1.7%
股東應佔利潤	953,823	629,222	51.6%
港幣千元	2017年12月31日	2016年12月31日	變動%
總資產	14,431,617	7,463,547	93.4%
總負債	5,665,571	3,262,965	73.6%
流動比率(x)	2.16	1.22	0.94
現金及現金等價物	3,343,411	992,140	237.0%
資產負債比率(%)	39.0%	44.0%	-5.00%

資料來源: 中國光大綠色環保有限公司

## 投資要點及利好因素

圖表二

	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
收入 (港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
生物質綜合利用項目建造及運營	87.2%	3,993,684	81.6%	2,449,253	63.1%
危廢處置項目建造及運營	8.3%	378,554	11.2%	335,763	12.7%
光伏發電及風電項目運營	4.6%	209,114	7.2%	215,115	-2.8%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>4,581,352</b>	<b>100.0%</b>	<b>3,000,131</b>	<b>52.7%</b>
分部溢利 (港幣千元)	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
分部溢利 (港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
生物質綜合利用項目建造及運營	72.5%	1,143,235	63.2%	666,684	71.5%
危廢處置項目建造及運營	15.1%	238,851	17.9%	188,799	26.5%
光伏發電及風電項目運營	12.4%	195,827	18.9%	198,805	-1.5%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,577,913</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,054,288</b>	<b>49.7%</b>

資料來源: 中國光大綠色環保有限公司

1. **分部表現及營運數據**。2017年集團的收益同比增長52.7%至45.81億元。收益增長主要因為總處理量持續上升帶動運營服務收益持續增長所致；整體毛利同比增長44.7%至14.35億元；毛利率較去年同期的33%下跌了1.7個百分點至31.3%；股東應佔溢利同比增長51.6%至9.54億元。集團的業務分為三大分部(圖表二)，於2017年的表現如下：

**生物質綜合利用項目建造及運營**：佔集團整體收益87.2%的生物質綜合利用項目建造及運營分部，其2017年的收入同比增長63.1%至39.94億元，分部溢利增長71.5%至11.43億元。2017年，集團運營中的生物質綜合利用項目共15個，提供上網電量約1393Gwh，增長125%；處理生物質原材料168萬噸，增長131%；處理生活垃圾24.9萬噸，增長239%；2017年度內供應蒸汽171,027噸；

**危廢處置項目建造及運營**：佔集團整體收益8.3%的危廢處置項目及運營分部，其2017年的收益同比增長12.7%至3.79億元。分部溢利增長26.5%至2.39億元。2017年，集團運營中的危廢處置項目共8個，安全處置危險廢棄物11.3萬噸，增長13%；

**光伏發電及風電項目運營**：佔集團整體收益4.6%的光伏發電及風電項目運營分部，其2017年的收益同比下跌2.8%至2.09億元。分部溢利同比跌1.5%至1.96億元。2017年集團的光伏發電及風電項目已售電力共約274.3Gwh。

2. **現有、新增及儲備項目的規模**。截至2017年12月31日，集團已落實環保項目82個，總投資額達約人民幣197.58億元；建成完工項目36個，涉及總投資額約人民幣72.91億元，其中已投運項目32個；在建項目11個，涉及總投資約人民幣35.13億元；籌建項目35個，涉及總投資額約人民幣89.54億元。而按業務分類的有：

**生物質綜合利用**：截至2017年12月31日，集團共擁有44個生物質綜合利用項目，涉及總投資額約人民幣130.22億元，總設計發電裝機容量達992兆瓦，生物質總設計處理能力達約每年845萬噸，生活垃圾總設計處理能力達約每日6,250噸。2017年集團在建生物質綜合利用項目共10個，總設計發電裝機容量217兆瓦，設計生物質處理能力約每年164萬噸，設計生活垃圾處理能力約每日2,200噸。

**危廢處置**：截至2017年12月31日，集團共擁有29個危廢處置項目，涉及總投資額約人民幣53.41億元，總設計處理能力達約每年67.4萬噸。2017年建成完工的危廢處置項目共3個，總設計處理能力達約每年4.3萬噸，在建危廢處置項目共1個，總設計處理能力達約每年2萬噸。

**光伏發電及風電**：截至2017年12月31日，集團共有7個運營中的光伏發電項目以及2個運營中的風電項目，涉及總投資額約人民幣13.95億元，總設計發電裝機容量為125.9兆瓦。

去年集團共取得19個新項目及簽署一份補充協議，涉及總投資額約人民幣54.73億元。新項目包括9個生物質及垃圾發電一體化項目、3個生物質熱電聯供項目和7個危廢處置項目；新增總設計發電裝機容量260.5兆瓦，新增生物質設計處理能力約每年210萬噸，新增生活垃圾設計處理能力約每日2,000噸，新增危廢設計處理能力約每年17萬噸。而簽署的一份補充協議是，江蘇淮陰生物質及垃圾發電一體化項目(垃圾發電)補充協議，生活垃圾處理規模從每日500噸增加至每日1,000噸。

現時集團籌建中項目有35個，涉及總投資額約人民幣89.54億元，以及11個在建項目，涉及總投資約人民幣35.13億元，再加上今年至今已簽的人民幣1.06億元浙江麗水工業固體廢物綜

## 投資要點及利好因素

合處置項目，以及人民幣 2.39 億元沙洋一體化項目（垃圾發電）項目和人民幣 5.79 億元河北唐山生物質熱電聯產項目，即集團現時在手儲備項目的總投資為人民幣 132.85 億元，若項目陸續建成投入營運，集團的收入將會因為豐富儲備項目的投入營運而倍增。而集團預計今年所取得新項目的目標數量將不會比 2017 年少，相信在國家環保政策的大力推動下集團未來將會取得更多新訂單新項目。

**3. 發展前景及政策扶持。**集團的主營業務包括生物質綜合利用、危廢處置、光伏發電及風電。集團業務抓緊國家近年積極推出規管環保國策的機遇。自 2015 年 1 月 1 日起，內地實施了新的《環境保護法》，此新修訂的《環境保護法》亦被稱為中國“史上最嚴”的新《環境保護法》已於今年 1 月 1 日起正式實施。而“十三五規劃”綱要中提出要加快改善生態環境，要以提高環境品質為核心，以解決生態環境領域突出問題為重點，加大生態環境保護力度。去年國家繼續加大對環境治理的力度，繼政府工作報告中首次提及「堅決打好藍天保衛戰」之後，「十九大」報告又提出，在新時代下，必須樹立和踐行「綠水青山就是金山銀山」的理念，實行最嚴格的生態環境保護制度。此外，《國家環境保護標準「十三五」發展規劃》、《「一帶一路」生態環境保護合作規劃》、《土壤污染防治法（草案）》、《環境保護稅法實施條例（徵求意見稿）》等重磅規劃及法規相繼落實，足見中國生態環境保護形勢之嚴峻，污染治理需求之迫切。國家對綠色發展與生態文明建設的重視達到了前所未有的程度，環保行業正迎來高速發展的黃金期。

在生物質綜合利用的業務上，於 2016 年底發佈的《可再生能源發展“十三五”規劃》中提到，要加快發展生物質能。當中提到要積極發展生物質能供熱。結合用熱需求對已投運生物質純發電項目進行供熱改造，提高生物質能利用效率，積極推進生物質熱電聯產為縣城及工業園區供熱，形成 20 個以上以生物質熱電聯產為主的縣城供熱區域。加快發展技術成熟的生物質成型燃料供熱，推動 20 蒸噸/小時（14MW）以上大型先進低排放生物質成型燃料鍋爐供熱的應用，污染物排放達到天然氣鍋爐排放水平，在長三角、珠三角、京津冀魯等地區工業供熱和民用採暖領域推廣應用，為工業生產和學校、醫院、賓館、寫字樓等公共設施和商業設施提供清潔可再生能源，形成一批生物質清潔供熱佔優勢比重的供熱區域。到 2020 年，生物質成型燃料利用量達到 3000 萬噸。另外，同時要穩步發展生物質發電。在做好選址和落實環保措施的前提下，結合新型城鎮化建設進程，重點在具備資源條件的地級市及部分縣城，穩步發展城鎮生活垃圾焚燒發電，到 2020 年，城鎮生活垃圾焚燒發電裝機達到 750 萬千瓦。根據生物質資源條件，有序發展農林生物質直燃發電和沼氣發電，到 2020 年，農林生物質直燃發電裝機達到 700 萬千瓦，沼氣發電達到 50 萬千瓦。到 2020 年，生物質發電總裝機達到 1500 萬千瓦，年發電量超過 900 億千瓦時。

在可再生能源的發展之中，生物質能綜合利用的地位提升，明確地將生物質作為縣域城市供熱的重要方式，有利集團將生物質綜合利用的業務向更多地區推進。近日集團在繼於浙江省取得項目之後，又實現了新區域河北省零項目的突破，而河北省為中央致力發展的“雄安新區”，相信隨著雄安區要打造一個綠色生態宜居新城區之下，該區將會在有更多的城鎮基礎建設，集團會在區內取得更多新訂單。加上集團已發展出一套生物質+農村生活垃圾一體化的獨特業務模式，開創了國內城鄉垃圾統籌處理的先河。城鄉一體化項目以創新的業務模式協同處理農林廢棄物和農村生活垃圾，不但大大提升環境服務產出，又比開發運營兩個單獨項目降低了整體開發和運營成本，從而增加項目的整體投資回報，顯示出集團於生物質綜合利用業務上優勢。

在危廢處理的業務上，為保護環境“十三五”期間，隨著危險廢物範圍擴大，市場規模提升，監管力度加強，將會有越來越多的危險廢物進入市場，將促使我國危廢處理行業向有序、高速發展。根據 E20 環境研究院預測，到 2020 年，我國危廢市場有望形成 2000 億元以上的規模。國

## 投資要點及利好因素

內現時危廢產量近9000萬噸，但持有經營許可證處理危險廢物利用處置率不足20%。當中有很大部份的危險廢物由不當的手法處理掉，嚴重影響生態環境。同時顯示出危廢處理市場仍有很大可發展的空間，而集團可安全處置《國家危險廢物名錄》所列46類危廢中的43類，於危廢行業中具領導地位，相信隨著集團危廢處理的產能陸續建成及投入營運，在處理能力的不斷提升下集團可取得更多的市場佔有率及收入。

## 股價走勢

集團於5月11日的收市價為\$7.6，股價按年升43.13%。集團的股價於今年3月初公佈2017年業務後急升至上市後新高8.79元的位置，股價隨後於高位受阻回落至7.1元，上周五收市時股價已由低位反彈7.04%。現時14天相對強弱指數已由低位回升至52.3855的水平，股價回升至10天及20天移動平均線以上，MACD線及訊號線於利淡的區間內，相信短期集團的股價會隨著大市的氣氛好轉而增加上升的動力。集團2017年的業績大好，收入顯著，盈利能力強，雖然毛利率稍為下降，但相信集團業務顯然食正環保國策，前景正面，不愁訂單，儲備項目甚多，加上背靠光大國際，未來收入不需擔心。投資者可考慮於7.3元附近的位置增持或吸納，未來集團有望繼續受惠國策扶持業務規模擴大下增加收入。資料來源: 彭博

## 估值預測

以5月11日的收市價\$7.60計算，其市盈率及市帳率分別為14.56及1.79倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中屬合理的水平。為打好環境保衛戰，國內現時不斷將會規格升級，推出更嚴格的規管，更嚴厲的懲治，快速了環保行業的發展。集團主要經營生物質綜合利用、危廢處置、光伏發電及風電三大業務。生物質綜合利用、光伏發電及風電迎合可再生能源國策，危廢處理迎合環境保護國策。去年集團的業務大好，合共取得19個新項目及簽署一份補充協議，涉及總投資額約人民幣54.73億元。而由年初至今集團已取得3個新項目共涉及總投資額約人民幣9.24億元。將現時集團在手的儲備項目增加至49個共涉及總投資額約為人民幣132.85億元，若項目陸續建成投入營運，集團的收入將因豐富的項目儲備投入營運而倍增。而集團預計今年所取得新項目的目標數量將不會少過2017年，相信在國家環保政策的大力推動下集團未來將會取得更多新訂單新項目。除現有的業務之外，集團亦積極佈局生物天然氣、土壤修復領域，目前集團的土壤修復技術儲備涵蓋生物化、物理化、化學化三類，可以綜合運營解決複雜的土壤污染問題，相信在“土十條”萬億市場的規模下土壤修復業務將會成為集團收入的新增長點。而生物天然氣方面，隨著《關於促進生物質能供熱發展的指導意見》的出臺，“煤改生物質”成為國家清潔供暖的重要戰略之一，在擴大城市高污染燃料禁燃區範圍，提高城市燃氣化率，地級及以上城市供熱供氣管網覆蓋的地區禁止使用散煤，京津冀、長三角、珠三角等重点區域、重點城市實施“煤改氣”工程下，佈局生物天然氣業務，以廢轉能將會成為集團的另一新增長點。集團目前現金充裕，負債比率維持於低水平，具備有利條件投資於多元的環保市場，加上背靠母公司光大國際，集團將抓緊國內環保市場發展的大好機遇，加上迎合「一帶一路」投資機遇進軍海外，相信在擴大發展區域、產能及處理能力下，集團未來的收入會大大的提升。所以會將光大綠色環保的目標價定在\$8.52即相當於12.92市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有12.17%的潛在升幅。資料來源: 彭博

## 風險因素

- 新項目獲取及建成投運進度未如預期，會對集團的收入及利潤有影響
- 環保政策的轉向或標準提高，會加大集團建造及營運成本
- 可再生能源上網電價政策變動

## 利益披露及免責聲明

**利益披露：**本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

**免責聲明：**本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告佈所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。