

0257.HK 中国光大国际

未评级

业绩喜人，长期快速增长可期

2016年03月04日

市场数据

报告日期	2016-03-04
收盘价(港元)	8.67
股本(百万股)	4,483.71
总市值(亿港元)	388.74
净资产(亿港元)	194.19
总资产(亿港元)	343.03
每股净资产(港元)	3.85

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万港元)	3,409.94	5,319.87	6,355.12	8,534.53
同比增长(%)	-6.9%	56.0%	19.5%	34.3%
净利润(百万港元)	1,123.27	1,324.67	1,703.15	2,084.89
同比增长(%)	40.2%	17.9%	28.6%	22.4%
毛利率(%)	49.4%	44.7%	46.7%	45.8%
净利润率(%)	33.5%	25.6%	27.6%	27.3%
净资产收益率(%)	13.5%	9.9%	10.5%	12.1%
每股收益(港元)	0.30	0.33	0.38	0.47
每股经营现金流(港元)	-0.07	-0.08	-0.03	N/A

投资要点

- **2015年业绩喜人，收入及利润保持快速增长。**中国光大国际2015年全年营业收入港元85.35亿元，同比上升34.3%；应占净利润港元20.85亿元，同比上升22.4%；EPS0.47港元。
- **新项目是业绩增长主要驱动因素，环保能源板块仍是主要利润来源。**从收入结构看，建造收入和利息收入同比分别上升36%和35%，说明新项目开工是业绩的主要驱动因素。能源环保业务EBITA同比上升28%，占比67%，仍是最主要的利润来源，水务得益于收购大连东达，EBITA同比上升39%。
- **新增项目成绩亮眼，保持强大的项目获取能力。**报告期内公司新增环保项目34个，涉及总投资额超过人民币100亿元，新增项目数和投资金额均创下历史新高，说明公司项目获取能力十分强大。
- **在手现金充足，提高项目扩张及抗风险能力。**2015年末公司能够动用的资金达到港币130亿元以上，充足在手现金足以覆盖待建项目投资需求，同时增强公司抗风险能力。
- **高效的平台化战略可望支撑公司长期快速增长。**我们预计中国光大国际未来3年仍将有望实现20%-30%的年均增长。综合环保平台战略使其能够不断发现新的增长点，公司始终保持强大的项目获取能力，加上较高的抗风险能力，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**项目推进进度缓慢，人民币贬值。

海外环保研究

高级分析师：鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人：龙雷
longlei@xyzq.com.cn
SAC: S0190516020003

报告正文

- **2015 年全年业绩喜人，收入及利润均保持快速增长：**中国光大国际 2015 年全年实现营业收入港元 85.35 亿元，同比上升 34.3%；股东应占净利润港元 20.85 亿元，同比上升 22.4%。EPS0.47 港元。总资产港元 406.23 亿元，同比上升 30.20%，股东权益港元 194.21 亿元，同比上升 8.84%。负债比率 52.19%。
- **建造服务及财务收入增速较快，新增项目是收入增长主要驱动力。**从收入分类看，收入增加主要来自于新项目增多所带来建造服务和财务收入的增加，公司 2015 年建造服务收益为港币 49.16 亿元，财务收入港币 12.93 亿元，同比分别上升 36% 和 35%，运营服务收入港币 21.85 亿元，同比上升 24%，主要是绿色环保板块增收港币 1.75 亿元，环保水务板块增收港币 1.27 亿元。
- **环保能源板块仍是主要利润来源，环保水务板块得益于并购盈利增速最快。**报告期内公司环保能源板块 EBITA 为港币 26.08 亿元，同比上升 28%，占总 EBITA 的 67%，与去年相比微降 1%，仍是公司主要的利润来源；环保水务板块得益于对大连东达水务的收购，新增处理能力 112.5 万立方米/天，EBITA 达到 7.96 亿元，同比上升 39%，占总 EBITA 的 21%；绿色环保业务 EBITA 为 4.58 亿元，同比上升 21%。
- **新增项目成绩亮眼，保持强大的项目获取能力。**报告期内公司新增环保项目 34 个，并完成了对大连东达水务的收购，获得其名下 17 个污水处理项目。新增项目涉及的总投资额超过人民币 100 亿元，项目数量和总投资额均创下历史新高。截至 2015 年底公司在建和筹建的环保项目总投资额约人民币 194 亿元，而历年竣工项目总投资额为人民币 177 亿元，储备项目超过已竣工项目总合，项目获取能力十分强大。

表 1、中国光大国际 2015 新增项目及处理量一览

项目类别	新增项目数目	新增处理量	项目总数	总处理量
环保能源	14	6450 吨/天	46	37800 吨/天
环保水务	5	132.5 万/立方米	60	383 万立方米/天
生物质	14	农林废弃物 237 万吨/年 垃圾 2600 吨/天	23	农林废弃物 397 万吨/年 垃圾 3500 吨/天
危废	1	2 万吨/天	13	29 万吨/年

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **在手现金充足，提高项目扩张及抗风险能力。**2015 年末公司手持现金总额港币 66.73 亿元，同比上升 30%，说明已投运项目回款情况理想。现金及等价物占总资产比例达到 16%，继续保持在较高水平。加上尚未动用的银行融资

额度约港币 63 亿元，公司可使用资金总量达到港币 130 亿元。充足在手现金不仅能够为公司储备项目的开发提供支持，在经济不景气时期也能为公司的稳定经营提供良好保障，提高抗风险能力。

- **高效的平台化战略可望支撑公司长期快速增长。**基于其充足的项目储备，我们预计中国光大国际未来 3 年仍将有望实现 20%-30% 的年均增速，综合性环保平台战略将使其能够不断发现新的增长点，同时优秀的管理水平令公司在经济动荡期具备较强的抗风险能力，建议投资者积极关注。垃圾焚烧业务将继续成为支柱板块，公司总设计处理能力已达到 37800 吨/天，其中尚未投运 19250 吨/天，因此该业务仍将处于快速成长期。环保水务在收购大连东达后，实现较大的跃进，今年则有望通过优化内部管理实现稳定增长。项目拓展能力最快的绿色环保业务则可能成为新的增长亮点，成为公司增长最快的部门。
- **风险提示：**项目推进进度缓慢，人民币贬值。

表 2、中国光大国际 2015 年主要财务指标变动情况

项目	2015	2014	变动	点评
收益	8,534.53	6,355.12	34.29%	环保业务收入大幅增加
直接成本及经营费用	(4,625.70)	(3,386.56)	36.59%	
毛利	3,908.83	2,968.56	31.67%	
其他收入	91.43	32.32	182.89%	出售上市证券盈利增加
其他收益	344.61	219.16	57.24%	政府补助和退税增加
行政费用	(768.40)	(539.60)	42.40%	
经营盈利	3,576.47	2,680.44	33.43%	
财务费用	(451.76)	(380.77)	18.64%	银行贷款利息增加
应占联营公司盈利/亏损	0.14	(0.04)	-450.00%	
应占合营企业亏损	(6.05)	(0.59)	925.42%	
除税前盈利	3,118.80	2,299.03	35.66%	
所得税	(783.27)	(533.99)	46.68%	
本年度盈利	2,335.53	1,765.04	32.32%	
股东应占盈利	2,084.89	1,703.15	22.41%	
非控股权益	250.64	61.90	304.91%	
基本及摊薄	46.50 港仙	37.99 港仙		

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

业绩发布会主要 Q&A**Q1 绿色环保业务分拆上市进度？应收账款大幅增加的原因？**

公司对于绿色环保业务分拆上市的计划始终信心坚定，但是需要寻找合适的时间窗口，适时退出。当前经济结构转型还面临很多困难，实体经济不景气也造成股市较大波动，本着对新老投资者都要负责的态度，分拆上市的具体时间还需斟酌，不能简单决定。

我们 2014 年有 14 个新项目投运，2015 年是 15 个新项目，加上对东达水务的收购，因此应收账款增加较快，但是总体规模还是安全的。另外应收账款中有大概不到一个亿的电价补贴，按照过往的经验在新项目投运后大约两年就会收到。

Q2 能否介绍一下公司 2016 年的资本开支计划？目前手头的资金能否覆盖待建项目？

2014 年公司新增 27 个项目，2015 年新增 34 个项目，2015 年的总投资金额超过 100 亿，两年加总接近 200 亿元。2015 年初公司计划资本开支不低于 40 亿，实际达到了 55 亿，2016 年新项目还将不断的增加，预计资本开支方面也不会低于 2015 年的水平。

目前公司手头有港币 66 亿元现金，加上银行额度，总共有港币 130 亿元可供随时动用，目前无论是项目储备还是资金储备都非常充足，完全可以支持公司的发展。

Q3 公司对于 PPP 模式的看法，以前是偏谨慎的，现在是否变为积极？公司今后是否也会像很多中国公司一样积极参与海外收购？

公司对于 PPP 的态度一直以来是坚持规模与效益的同步增长，从内部收益率角度出发，保障股东利益，这是公司长期的经营目标。当前不论国内国外市场，收购的机会都很多，中国政府大力推动一带一路，也会为公司在海外带来很好的商业机会，但是当内部收益率低于我们预期时，我们不会去盲目竞争。因为公司长期以来把股东利益放在第一位，在市场动荡的情况下，更是要注重风险把控。

Q4 应收账款大量增加是否会有坏账的风险？

我们对于应收账款是非常关注的，因为公司的客户都是地方政府，我们在项目推进过程中会非常关心地方政府的财政实力。公司的回款一直比较平稳，每个项目都有回款。有些地方可能回款稍慢一些，但是也会分阶段的付款。总的应收账款规模在上升，这主要是因为项目数量不断增加，尤其是对大连东达的收购带来了一部分应收账款的积淀。今后我们也会加大管理和清收的力度，今年估计就会有很大改观。另外，我们和地方政府都是长期合作的关系，去年虽然宏观经济不景气，我们还是有多个项目在征得地方政府同意后涨价。

Q5 今年有没有大型项目开工建设？公司的资本开支能否分拆一下？

垃圾焚烧今年有好几个大型项目在推进，杭州项目（3000 吨/天）全面开工建设，南京二期（2000 吨/天）也已开工，吴江项目（1500 吨/天）今年计划全面竣工。

公司的资本开支统筹考虑了各个板块，对于具体哪个板块分配多少，没有固定。原则上是哪个板块发展的好，发展的快，我们就倾向于哪一块。而且现在公司手头有充足的现金，足以支持多个板块的同时发展。

Q6 垃圾处理费的趋势，会不会越来越低？

垃圾处理费从长期来看，确实会不断降低。我们早期的垃圾焚烧发电项目，处理费单价平均是 80-90 元，现在已经下降到 50-60 元的区间。但是随着技术的进步、管理水平的提升，垃圾焚烧价格的降低并不会影响我们的业绩。现在垃圾处理费在我们的收入中占比越来越低，因为吨垃圾的发电量越来越高，我们最新项目的发电量已经达到或超过 400 度。同时我们项目的建设标准也越来越高，在提高处理效果的同时还降低了运营成本，例如我们垃圾渗滤液的处理已经做到第三代技术，第一代的时候每吨处理成本是 40 块钱，现在的第三代处理效果远远好于第一代，而成本只要 8 块钱。

Q7 目前公司主要贷款是港币还是人民币，有没有外债转内债的计划？

首先公司今年的负债比例并不是很高，资产负债率 52%。在融资方面，公司以往都会考虑本外币的匹配，大致是各占一半，来对冲汇率的波动。2016 年我们也会继续这样做。

Q8 生物质项目的燃料需要外购，是不是会带来成本波动的风险？工程建设方面成本是否还有下降空间？

生物质项目的燃料一部分来自于农林秸秆，需要外购，但这部分成本是比较稳定的。现在很多地方政府把大气治理放在很严格的位置，禁烧秸秆。禁烧之后秸秆需要寻找出路，所以政府会出一部分补贴，鼓励农民把秸秆运到发电厂。因此，从这几年运行情况看，燃料的成本并未出现明显的波动，主要是政府补贴在起调节作用。

工程建造方面，通过不断积累经验，降低成本。特别是最近我们又收购了江苏省节能工程设计院，取得了工程总包资质，以后还进一步可以内部消化很多以前都是外包的环节，因此对今后工程成本的下降我们始终乐观的。

Q9 今年工程装备业务实现了外售，而且收入比预期的高，利润率的情况怎么样？去年合同额达到了 2.4 个亿，今年的销售收入是不是也有希望达到这个水平？对于负债率，公司觉得在什么水平比较合适？

环保设备制造业务以前是因为产能有限，去年 9 月底二期建成投运后，今年产能全面释放，肯定还会有所突破，以后会不断把光大商标在环保设备市场打响。利润率方面，内销和外销差不多，我们会坚定推进装备制造业务，除了设备的销售，未来还看好设备的大修维护和替换的市场。

目前负债率水平是 52%，应该说还是非常健康的，我们认为控制在 65% 以内都是比较正常的水平。我们目前建成投运的项目是 87 个，包括收购项目中已经在运行的，涉及总的投资规模 177 亿。我们手里已经拿到的储备项目，涉及总投资约 194 亿，已经超过了已投运项目，为未来几年的发展做好了充分的准备。

Q10 分红派息率今年从 29%上升到了 40%，今后还会不会继续上升？

公司一直以来推行的是与股东共享发展的成果。下半年提高了分红比例，比去年增长了 60%，一方面因为公司手持现金比较充裕，愿意与股民共同分享，一方面公司还处于快速发展中，会根据每一时期的具体情况作出适当的调整，近几年公司的分红比率一直保持在 20%-40%的水平。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。