

股票

香港/内地

公司动态

公司报告

# 中滔环保 (1363 HK)

2016年3月14日

## 新签订深圳的污泥处置合同

中滔环保集团(“中滔环保”)刚与深圳水务订立数份污泥处置服务合同,预期2016年收益贡献约达150百万元人民币。我们将按贴现现金流计算得出的目标价从2.92港元上调至3.18港元。重申“买入”。

- 深圳的污泥处置服务合同。**中滔环保刚与深圳水务订立数份污泥处置服务合同,由2016年3月11日至2016年12月31日期间将按每吨397元人民币的费率每日提供1,700吨污泥处置量。中滔环保预期合同于2016年的收益贡献约达150百万元人民币。根据我们的诠释,该等合同乃可予重续。
- 污泥处置的业务潜力。**我们认为此举将有助中滔环保未来获得更多相类合同,预期中滔环保将迎来更多污泥处理的商机。
- 2016财年盈利预测上调7.3%。**我们将2016财年盈利预测由898百万港元相应上调7.3%至964百万港元。
- 重申买入:目标价上调至3.18港元。**考虑到污泥处置的业务潜力,我们将中滔环保按贴现现金流计算得出的目标价从2.92港元上调至3.18港元,潜在升幅达40.1%,对应2016财年预测市盈率20.8倍。重申“买入”。

### 投资总结

年结于12月	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万港元)	485	1,033	1,689	2,484	2,816
变化(%)	26.3	113.0	63.6	47.1	13.4
净利润(百万港元)	224	425	642	964	1,121
变化(%)	26.6	89.2	51.1	50.2	16.3
每股收益(港元)	0.05	0.08	0.11	0.15	0.18
变化(%)	N/A	50.1	39.5	44.9	16.3
市盈率(倍)	45.1	30.1	21.6	14.9	12.8
每股经营现金流(港元)	0.02	0.10	0.05	0.23	0.35
市净率(倍)	11.15	7.02	4.76	3.01	2.03
EV/EBITDA(倍)	44.5	25.6	15.3	10.3	8.2
每股股息(港元)	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
息率(%)	0.33	0.61	0.88	1.32	1.54

资料来源:公司数据,光大研究部预测

香港及内地 / 环保

## 买入

股价	目标价	升
2.27 港元	3.18 港元	40.1%

(截至2016年3月11日)

周健锋

(852) 2530 8306  
patrick.chow@ebscn.hk

52周股价范围(港元)	1.86-3
股息率(%)	0.22

### 最新重要资料

流通股数(百万股)	2,142
占总股本比例(%)	33.9
流通市值(百万港元)	4,926
12个月内日成交额(百万港元)	33.95
12个月内波动(%)	43.6
2015-17年PEG预测(倍)	0.7
2015年平均净资产收益率预测	26.3
2015年市净率预测(倍)	4.76
2015年净负债/股东权益预测	43.6

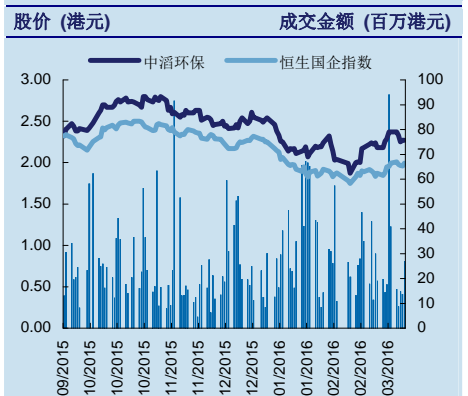
### 股价表现(%)

	1个月	本年	12个月
绝对值	14.1	(10.6)	12.0
相对恒生国企指数	2.3	0.8	37.0

### 主要股东持股(%)

徐湛滔	55.8
GIC	6.0

### 股价走势图



资料来源:彭博,光大研究部预测

## 估值

### 2014 年至 2017 年净利润复合年增长率达 38.2%

中滔环保将于 3 月 29 日公布 2015 财年的年度业绩。根据最新经调整的财务模型，我们将 2014 年至 2017 年的预测净利润复合年增长率由 34.8% 上调至 38.2%。

考虑到污泥处置的业务潜力，我们将中滔环保按贴现现金流计算得出的目标价从 2.92 港元上调至 3.18 港元。重申“买入”评级。

图 1：贴现现金流估值

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
息税前利润	1,162	1,334	1,494	1,643	1,808	1,956	2,113	2,240	2,379	2,474
加：折旧与摊销		333	419	520	572	630	680	734	778	825
减：税项	(109)	(128)	(143)	(157)	(173)	(187)	(202)	(214)	(227)	(236)
营运资本变动	(70)	(56)	(57)	(56)	(56)	(54)	(53)	(50)	(48)	(45)
资本开支	(384)	(462)	(466)	(461)	(457)	(444)	(432)	(412)	(393)	(368)
自由现金流	932	1,106	1,349	1,541	1,752	1,951	2,161	2,342	2,536	2,683
永续增长率	2.0%									
“啤打”系数	1.18									
无风险利率	2.5%									
风险溢价	10.0%									
股权成本	14.3%									
债务成本	3.5%									
债务 / 资本	30.0%									
税率	25.0%									
加权平均资金成本	10.8%									
股权价值 (百万港元)	20,101									
每股价值 (港元)	3.18									
目标价 (港元)	3.18 (四舍五入至最接近 0.01)									

资料来源：光大研究部预测

图 2：每股股权价值的敏感性分析

港元		永续增长率 (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
加权平均资金成本 (%)	9.7%	3.45	3.58	3.73	3.89	4.08
	10.3%	3.20	3.31	3.44	3.57	3.73
	10.8%	2.99	3.08	3.18	3.30	3.43
	11.3%	2.79	2.87	2.96	3.06	3.17
	11.9%	2.62	2.69	2.76	2.84	2.94

资料来源：光大研究部预测

## 公司简介

中滔环保集团有限公司（“中滔环保”）于 2013 年在港交所上市，是国内一家以广东市场为主的顶尖工业废物处理服务供货商。

## 损益表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售额	485	1,033	1,689	2,484	2,816
销售成本	(179)	(450)	(786)	(1,164)	(1,307)
毛利	306	582	903	1,320	1,509
其它收益 (不包括财务收入)	20	24	25	32	34
行政开支	(42)	(83)	(133)	(186)	(206)
其它经营开支	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
经营利润	283	521	792	1,162	1,332
银行利息收入	0	0	0	0	1
融资成本	(32)	(54)	(73)	(81)	(75)
分占联营公司及合营企业业绩	23	4	0	0	0
税前利润	274	472	720	1,081	1,259
税项	(49)	(44)	(73)	(109)	(128)
税后利润	225	428	647	972	1,130
少数股东权益	(0)	(4)	(5)	(8)	(9)
净利润	224	425	642	964	1,121
息税折旧摊销前利润	328	610	1,033	1,495	1,753
息税前利润	306	526	793	1,162	1,334
每股盈利(港元)	0.050	0.075	0.105	0.153	0.177
每股股息(港元)	0.008	0.014	0.020	0.030	0.035

资料来源：公司、光大研究部预测

## 现金流量表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	122	596	326	1,439	2,188
净利润	224	425	642	964	1,121
折旧与摊销	22	85	240	333	419
营运资本变动	(130)	41	50	70	56
其它	5	46	(606)	73	592
投资活动现金流	(207)	(978)	(1,127)	(615)	(694)
资本性支出净额	(131)	(530)	(322)	(384)	(462)
出售	0	0	0	0	0
长期投资变动	0	0	0	0	0
其它	(76)	(447)	(805)	(231)	(231)
自由现金流	278	(4)	587	932	1,106
融资活动现金流	464	136	815	(543)	18
股本变动	478	353	1,044	0	0
净债务变动	(56)	383	154	(104)	483
已派股息	0	(41)	(111)	(158)	(190)
其它	43	(559)	(273)	(281)	(275)
净现金流	379	(246)	13	282	1,513

资料来源：公司、光大研究部预测

## 资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	1,892	3,615	5,029	6,795	9,506
流动资产	750	808	1,247	2,023	3,832
现金及短期投资	395	148	160	441	1,953
短期银行存款	51	0	25	13	19
应收客户合约工程款项	22	22	16	7	4
预付款、按金及其它应收款项	281	629	1,030	1,540	1,830
存货	1	9	15	22	27
其它流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,142	2,807	3,782	4,772	5,674
固定资产净额	559	1,726	2,298	2,943	3,671
应收客户合约工程款项	246	239	162	71	35
预付款、按金及其它应收款项	84	442	726	1,118	1,351
无形资产	50	296	437	462	417
商誉	12	97	141	153	166
其它非流动资产	191	6	18	27	32
总负债	763	1,721	1,983	1,986	2,381
流动负债	208	684	940	1,057	1,617
短期借款	52	378	542	547	1,178
应付账款	138	281	388	497	422
其它流动负债	18	25	10	14	17
非流动负债	556	1,036	1,044	928	764
长期借款	501	941	933	824	675
其它非流动负债	55	95	111	104	89
权益总额	1,128	1,895	3,046	4,809	7,124
股东权益	1,126	1,865	3,011	4,766	7,072
少数股东权益	3	30	35	43	53
权益及负债总额	1,892	3,615	5,029	6,795	9,506
净现金/(负债)	(157)	(1,172)	(1,314)	(929)	99
营运资本	542	123	308	966	2,215
运用资本总额	1,684	2,931	4,089	5,738	7,888
股东及少数股东权益	1,128	1,895	3,046	4,809	7,124
净负债率 (%)	14.0	62.8	43.6	19.5	NC

资料来源：公司、光大研究部预测

## 主要财务指标

年结于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>增长率 (%)</b>					
收益	26.3	113.0	63.6	47.1	13.4
息税折旧摊销前利润	22.7	85.9	69.2	44.7	17.3
息税前利润	22.2	71.8	50.8	46.6	14.8
净利润	26.6	89.2	51.1	50.2	16.3
每股盈利	N/A	50.1	39.5	44.9	16.3
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	63.1	56.4	53.4	53.1	53.6
息税折旧摊销前利润率	67.7	59.1	61.2	60.2	62.3
息税前利润率	63.1	50.9	47.0	46.8	47.4
净利润率	46.3	41.1	38.0	38.8	39.8
<b>其它 (%)</b>					
实际税率	17.9	9.2	10.2	10.1	10.2
派息比率	14.9	18.2	19.0	19.7	19.7
已动用资本回报率	13.3	14.5	15.7	16.8	14.2
平均净资产收益率	N/A	28.4	26.3	24.8	18.9
平均资产收益率	N/A	15.4	14.8	16.3	13.8
利息覆盖倍数(倍)	9.5	9.7	10.9	14.3	17.7

资料来源：公司、光大研究部预测

## 中国光大资料研究有限公司证券评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

### 披露事项

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益（包括持股），与有关上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 分析员保证

负责制备本报告的分析员谨此保证：-

本报告谨反映分析员对调研标的公司及/或相关证券的个人观点及意见；分析员的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析员并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析员没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析员并非本报告的调研标的公司的主管及董事。

### 免责声明

本报告由中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告期内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告期内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人仕。中国光大资料研究有限公司并不会对任何人仕因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产，未经本公司事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货事务监察委员会所监管，并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址：香港夏慤道 16 号远东金融中心 17 楼

联络电话：(852) 2860-1101