



中国废弃物发电和污水处理价值链的领先者

评级：买入

投资要点：

中国废弃物发电和污水处理价值链的领先者：中国光大国际有限公司（简称“光大国际”）以绿色环保和新能源为主营业务，业务范围包括垃圾焚烧发电、固体废弃物安全处置、污水处理、中水回用、环保工程建设、环保产业园的规划建设等。公司长期致力于环保产业，凭借多样化的业务模式，在废弃物发电和污水处理价值链占据领导地位。

面临“美丽中国”生态文明建设发展机遇：国务院《“十二五”节能环保产业发展规划》目标实现节能环保产业产值年均增长 15% 以上，到 2015 年节能环保产业总产值达到 4.5 万亿元，增加值占 GDP 的比重达 2%。目前我国环保产业所呈现的最大特点即固体废物处理技术和装备有较大增长势头。我们预计“十二五”期间，固废处理行业将随着城镇化建设的提高而快速发展，固体废弃物行业产值年复合增速达 20% 以上。鉴于对我国水资源和水环境的治理与保护，国务院《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》对废水处理行业作了明确规定，投资总规模达 4,300 亿元，引导行业继续快速发展，我们预计中国废水处理产业投资增速加快。光大国际作为国内环保废物和废水处理领域的领先者，将直接受惠于行业增长。

业务规模快速拓展：借助垃圾焚烧发电良好的市场机遇，公司 2012 年在浙江宁波、江苏吴州、海南三亚等地分别获取 9 个较大规模的垃圾发电项目，项目总投资约人民币 45 亿元，新增日处理垃圾规模达 9,000 吨，显示出强劲的市场扩张能力。2012-2014 年伴随垃圾发电项目加速释放，我们预测环保能源服务将回归强劲增长趋势，总设计规模年均垃圾处理量和年上网电量复合增速分别为 22% 和 25%。3 个污水处理和 2 个中水项目已于 2013 年初完成工程建设，新增日污水处理量达 264,800 立方米。

营运效率及盈利能力不断攀升：2013 年初公司与德国马丁签订合作协议，未来在炉排炉的制造上将兼备自主研发及技术引进。预计引进马丁技术和自主研发成功后，设备制造成本和运营成本均有望下降。伴随公司运营项目的完善，污水处理率（平均达 80%-83% 左右）及发电利用率的稳步提高，项目盈利能力有望获得不断攀升。

投资建议：我们给予光大国际未来 12 个月内 7.30 港元的目标价。目标价约相当于 2013-2015 年 22、20、19 倍的预期市盈率。目标价较现价 6.28 港元约有 16.24% 的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

盈利摘要

至12月31日（港元）	FY2011A	FY2012A	FY2013E	FY2014E	FY2015E
营业额（百万）	3,487	3,410	5,157	6,227	6,853
增长（%）	19.0%	-2.2%	51.2%	20.8%	10.0%
母公司权益持有人利润（百万）	801	1,123	1,276	1,550	1,699
每股盈利（港元）	0.22	0.30	0.33	0.37	0.38
增长（%）	-29.2%	-35.7%	11.4%	12.5%	3.4%
基于 6.28 港元股价的市盈率（倍）	28.73	21.18	19.02	16.91	16.35
每股股息（港元）	0.05	0.06	0.07	0.08	0.08
股息率	0.72%	0.96%	1.10%	1.24%	1.35%

资料来源：公司资料，越秀证券预测

首次报告：2013-05-21

目标价：HKD 7.30

现价：HKD 6.28

预期升幅：16.24%

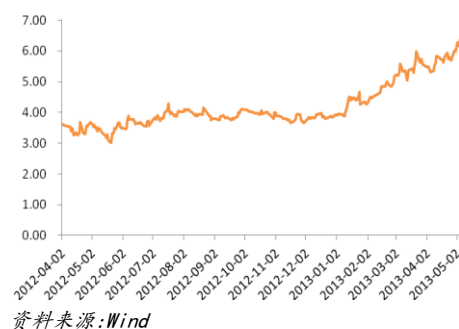
股本数据

总股本（亿股）	40.53
总市值（亿港元）	254.57
52 周高/低（HKD）	6.55/3.00
每股净值（港元）	2.07
所属行业：	环保业

主要股东

中国光大集团有限公司	43.37%
------------	--------

52 周行情图



相关报告

首次报告

越秀证券研究部

电话：(86) 755-88319668

电邮：research@yxsh.hk

目 录

公司概况	4
中国废弃物发电和污水处理价值链的领先者	4
公司的主要投资领域	4
公司的发展历程	5
公司的股权结构	5
过往业务发展概况	5
“美丽中国”生态文明建设发展机遇	7
中国废弃物发电产业步入快速发展阶段	7
废弃物焚化处理能力呈上升趋势	7
政策补贴推动废弃物发电产业	8
废弃物发电产业价值链	8
水资源价值发展趋势	9
中国水资源短缺问题无可避免	9
生活和工业废水排放量持续增长	10
中国废水处理产业投资增速加快	11
水价上调可望带动产业成长	12
专注固废与水务处理的龙头企业	13
垃圾发电盈利能力增强	13
设备制造技术领先	14
环保水务污水处理能力增强	15
新能源利润稳步上升	16
环保产业园推动环境可持续发展	17
财务分析	18
盈利能力不断改善	18
稳健的财务状况	18
盈利预测与估值	19
营业收入预测	19
盈利预测	20
估值与目标价	21
同类公司估值比较	21
风险因素	22
公司主要财务报表	23

图表目录

图表 1 公司建造及运营项目区域分布图.....	4
图表 2 光大国际的发展历程.....	5
图表 3 光大国际的主要股权结构.....	5
图表 4 公司 FY2007-FY2012 营业额、净利润稳步增长	6
图表 5 公司 FY2007-FY2012 的盈利能力变化趋势.....	6
图表 6 公司 2011-2012 年各分部业务的收入占比.....	6
图表 7 公司 FY2008-FY2012 废弃物处理量 (吨)	6
图表 8 FY2008-FY2012 环保能源上网电量 (千瓦时)	6
图表 9 公司 FY2008-FY2012 污水处理量 (立方米)	7
图表 10 公司 FY2008-FY2012 二氧化碳减排量 (吨)	7
图表 11 目前三种主要废弃物处理方法比较.....	8
图表 12 废弃物发电产业价值链.....	8
图表 13 中国废弃物发电产业价值链和主要上市企业.....	9
图表 14 华北地区缺水问题频发.....	10
图表 15 2000 年中国人均水资源拥有量 (立方米)	10
图表 16 世界各国人均水资源拥有量 (立方米)	10
图表 17 中国水需求量预估 (十亿立方米)	10
图表 18 中国年均废水排放量 (十亿吨)	11
图表 19 “十二五”期间城镇污水处理及再生利用主要指标.....	11
图表 20 污水处理流程示意图.....	12
图表 21 三级污水处理方法使水质更洁净.....	12
图表 22 全国 36 个大中城市居民污水处理费总体上升	12
图表 23 公司环保能源 (垃圾发电项目) 汇总.....	13
图表 24 2011-2014E 公司环保能源项目设计年处理生活垃圾 (万吨)	14
图表 25 2011-2014E 公司环保能源项目设计年均发电量 (亿千瓦时)	14
图表 26 公司生活垃圾焚烧发电流程示意图.....	14
图表 27 公司苏州垃圾发电项目.....	15
图表 28 公司江阴垃圾发电二期项目.....	15
图表 29 公司环保水务 (污水处理项目) 汇总.....	15
图表 30 2011-2014E 公司环保污水处理项目设计日均污水处理量 (立方米)	16
图表 31 公司淄博污水处理项目.....	16
图表 32 公司济南污水处理项目.....	16
图表 33 公司新能源项目汇总.....	17
图表 34 公司宿迁屋顶光伏发电项目.....	17
图表 35 公司砀山生物质能发电项目.....	17
图表 36 公司环保产业园	17
图表 37 2008-2012 公司的盈利能力	18
图表 38 2008-2012 公司的财务状况	18
图表 39 公司主营业务收入预测明细表.....	20
图表 40 公司的利润预测表.....	21
图表 41 同类公司估值比较 (HKD)	21

公司概况

中国废弃物发电和污水处理价值链的领先者

中国废弃物发电和污水处理价值链的领先者

中国光大国际有限公司（简称“光大国际”）以绿色环保和新能源为主营业务，业务范围包括垃圾焚烧发电、固体废弃物安全处置、污水处理、中水回用、环保工程建设、环保产业园的规划建设等。

公司长期致力于环保产业，凭借多样化的业务模式，在废弃物发电和污水处理价值链占据领导地位。公司历经十年稳健发展，整合科技开发与建设运营管理，侧重环保能源、环保水务和新能源投资，业务遍布江苏、山东、福建、浙江、广东、北京、海南、安徽各省市乡镇。

公司的主要投资领域

主要投资领域

环保能源项目：主要是指固体废弃物的安全处置，同时实现资源综合利用，发展可再生能源。光大国际在国内以 BOT 模式投资、建设、运营了多个环保能源项目，包括垃圾焚烧发电、垃圾填埋气体发电、危险废弃物安全填埋等，总投资约 100 亿元。公司已经建成投产的垃圾发电项目共 9 个，在建项目 12 个，年设计处理生活垃圾和工业固体废物规模分别为 680 万吨和 11.5 万立方米，年上网电量达到约 19.89 亿千瓦时。垃圾发电项目的烟气排放指标全部达到欧盟 2000 标准。

环保水务项目：主要分布在环渤海湾地区及环太湖流域，总投资达 35.87 亿元，目前已建成投运项目 18 个，在建项目 7 个，日处理污水量达 180 万立方米，年供中水 2,233 万立方米。投资项目 90%以上达到国家 1A 级标准。

新能源项目：主要集中在生物质能发电、沼气发电、和太阳能光伏发电等项目，总投资约 28.55 亿元。目前已建成投运项目 12 个，在建项目 6 个，总设计年处理农业废弃物 164 万吨，上网电量达 11.67 亿千瓦时。公司在全国共运营 6 个太阳能光伏发电项目，是中国最大的屋顶光伏投资运营商。

其它：除绿色环保及水务项目外，公司亦在全国范围内管理并投资物业。光大国际主要建造及运营项目区域分布如下图 1 所示。

图表1 公司建造及运营项目区域分布图



资料来源：公司资料，越秀证券

公司的发展历程

图表2 光大国际的发展历程

1988	公司成立后，主要投资木材、基建、物业等 1988 年在香港联交所上市，主要控股股东是光大集团
2003	注册成立光大环保工程技术（深圳）有限公司
2006	光大国际正式开始从事环保与新能源业务
2008	注册成立光大环保科技发展（北京）有限公司
2011	注册成立光大环保设备制造（常州）有限公司 投资步伐迈向欧洲光伏能源市场
2012	剥离高速公路基建业务，未来专注于环保垃圾发电及新能源业务
2013	公司入选 MSCI 中国指数； 连续 2 年入选恒生可持续发展企业基准指数成份股

资料来源：公司资料，越秀证券

公司的股权结构

股权结构

控股股东—中国光大集团。中国光大集团是中国中央政府管理的国有企业，持有光大国际 (0257. HK) 约 43.37% 股份。集团旗下有光大银行、光大证券、光大控股等多个运营实体，业务涵盖金融保险、环保、酒店等多个领域，母公司为光大国际的项目扩张提供了充足资金和政府资源的有效支持。

光大国际的最新股权结构如图 3 所示：

图表3 光大国际的主要股权结构



资料来源：公司资料，越秀证券

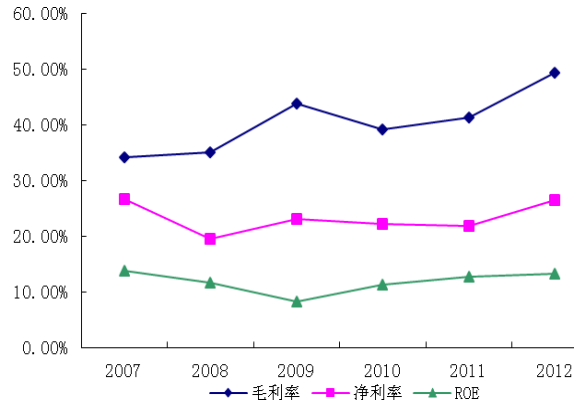
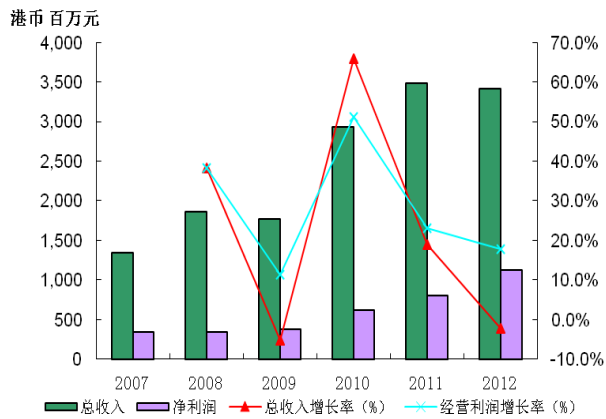
过往业务发展概况

营收和净利润

公司 2006 年进入环保与新能源投资领域后，主营业务收入取得稳步增长。2012 年实现营业收入 34.1 亿港元，净利润 11.23 亿港元，营业额和净利润历史 3 年复合增速分别达 25% 和 45%。由于 2011 年新增项目订单较少，2012 年环保能源和新能源建设服务收入出现小幅下滑，但受益于已有项目运营收入的增加、剥离高速公路确认 2.5 亿港元利润及政府补贴增长，公司全年净利润同比增长 40% 至 11.23 亿港元。2012 每股基本盈利 29.65 港仙，同比上涨 36%，公司全年派息每股 6 港仙，全年累计派息率 20.24%。

图表4公司 FY2007-FY2012 营业额、净利润稳步增长

图表5 公司 FY2007-FY2012 的盈利能力变化趋势

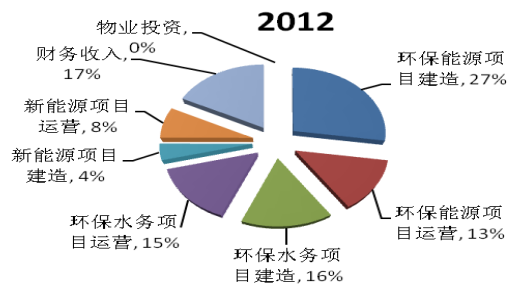
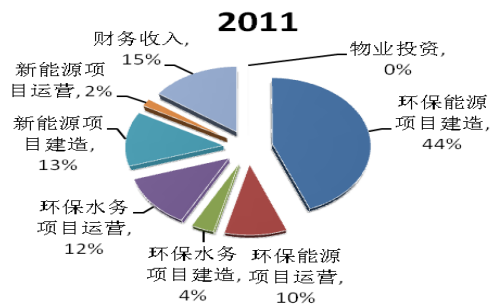


资料来源：公司资料，越秀证券

资料来源：公司资料，越秀证券

作为一家环保综合企业，光大国际业务范围较广，包括环保废弃物发电、水务处理和替代能源业务（生物质、甲烷发电及水资源再利用）。从近两年公司各分部销售收入占比看(图 6)，主要营业额来自环保能源项目的建造及运营，合计占比超过四成，其次为水务项目的建造及运营，合计占比达三成。

图表6 公司 2011-2012 年各分部业务的收入占比



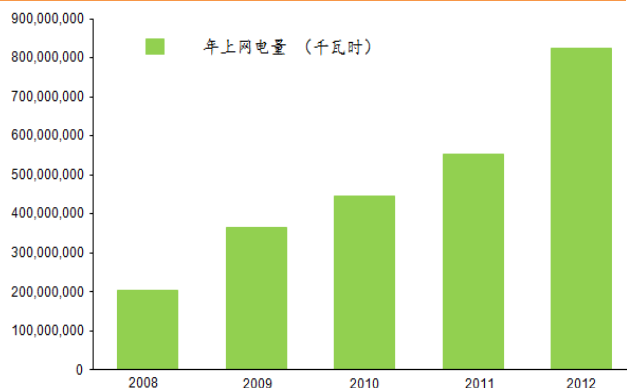
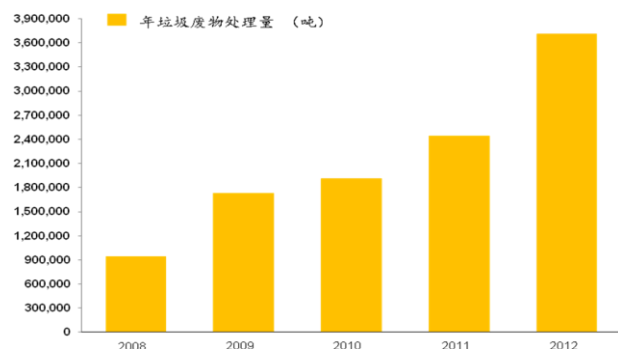
资料来源：公司资料，越秀证券

资料来源：公司资料，越秀证券

2012 年光大国际环保能源各项目合计处理生活废物垃圾达 371 万吨，上网发电量达到 825,490,000 千瓦时，分别同比增加 52%和 49%。环保水务业务稳固发展，2 年内水务各项目合计共处理污水 508,822,000 立方米，同比增长 2%。在节能减排方面，公司已累计减碳 323.2 万吨，减少树木砍伐 4.7 亿株，累计 COD 减排达 103 万吨。

图表7 公司 FY2008-FY2012 废弃物处理量 (吨)

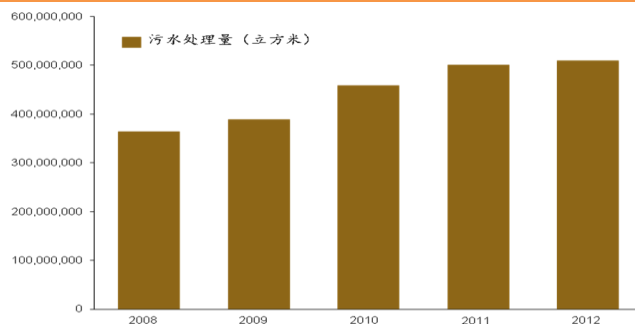
图表8 FY2008-FY2012 环保能源上网电量 (千瓦时)



资料来源：公司资料，越秀证券

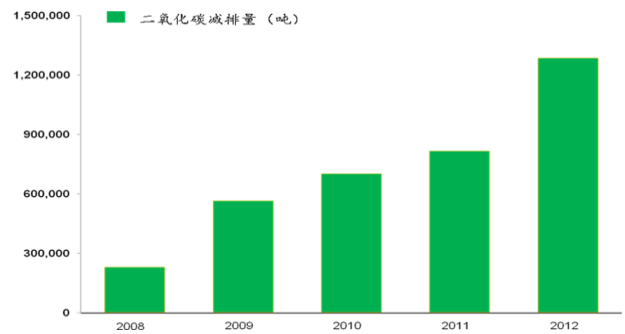
资料来源：公司资料，越秀证券

图表9 公司 FY2008-FY2012 污水处理量 (立方米)



资料来源: 公司资料, 越秀证券

图表10 公司 FY2008-FY2012 二氧化碳减排量 (吨)



资料来源: 公司资料, 越秀证券

“美丽中国”生态文明建设发展机遇

中国废弃物发电产业步入快速发展阶段

党的十八大报告首次强调“把生态文明建设放在突出地位, 融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程”, 提出“努力建设美丽中国”, 实现中华民族永续发展, 把生态文明建设纳入社会主义现代化建设总体布局, 提升到治国理念的高度。“美丽中国”是自然生态、经济生态、政治生态、文化生态和社会生态的统一, 中国政府强烈关注环境保护、资源循环利用、节能减排等生态领域。

中国废弃物发电产业步入快速发展阶段

国务院《“十二五”节能环保产业发展规划》为我国节能环保产业提出了清晰的发展目标: 产业规模快速增长、技术装备水平大幅提升、节能环保产品市场份额逐步扩大、节能环保服务得到快速发展。实现节能环保产业产值年均增长15%以上, 到2015年节能环保产业总产值达到4.5万亿元, 增加值占GDP的比重达2%。目前我国环保产业所呈现的最大特点即固体废物处理技术和装备有较大增长势头。我们预计“十二五”期间, 固废处理行业将随着城镇化建设的提高而快速发展, 固体废弃物行业产值年复合增速达20%以上。

废弃物焚化处理能力呈上升趋势

随着中国废弃物处理投资快速成长, 我们认为废弃物发电将超过其他废弃物处理方法, 因其环保标准和能源效率更高, 但目前该方式还不到中国生活废弃物处理比例的20%, 其余80%都透过掩埋场处理。《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》明确提出了提高城镇生活垃圾焚烧处理能力的新要求: 城市生活垃圾焚烧规模要从2010年的8.96万吨/日提高到2015年的30.71万吨/日, 年复合增长率达到28%。

废弃物焚化处理能力呈上升趋势

按照“十二五”《规划》要求, 到2015年, 全国城镇生活垃圾焚烧处理能力应达到无害化处理能力的35%以上, 其中东部地区选用焚烧技术达48%以上。从目前三种主要废弃物处理方式优劣比较, 我们发现垃圾焚烧具有占地小、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点, 对温室气体的减排也非常显著。我们认为未来掩埋和堆肥处理能力的年增率将放缓因为这些方法造成严重水质和土地污染, 而废弃物焚化能力将呈上升趋势。从目前垃圾焚烧发电市场化项目分布来看, 东部地区占有明显优势, 未来中西部地区项目将增多。我们预期, 在政府政策全力支持下, “十二五”期间中国废弃物发电产业将步入快速发展阶段, 需要建设更多焚化设施和多功能处理厂, 以提高整体废弃物处理能力。

图表11 目前三种主要废弃物处理方法比较

	焚化	填埋	堆肥
优势	-运输成本低 -距废弃物处理地近 -占用空间少、处理时间段 -生产电力和热力 -最有效地利用能源	-运营成本略低 -低技术门槛	-通过产肥达到利用率最高
劣势	-初期投资庞大 -营运成本高 -增加一些温室气体排放 -热力浪费较多	-有恶臭 -设施更换 -渗出物处理 -对水质和土地造成污染 -回收周期长	-需要大量有机物成分
应用领域	-土地有限 -人口密集	-土地广大 -人口密度低	-需求有保障的地区

资料来源：世界银行，越秀证券整理

政策补贴推动废弃物发电产业

政策补贴推动废弃物发电产业

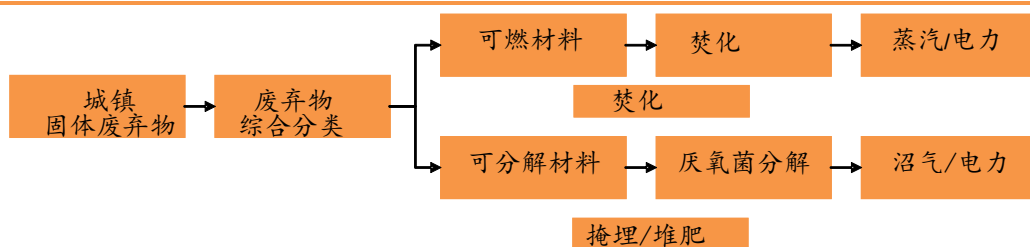
2012年4月，发改委发布《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为280千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。除广东、浙江、上海外，各地区电价总体提高，政策补贴充分体现了国家对垃圾焚烧产业的支持。环保各领域，税收政策优惠主要针对所得税和增值税，所得税多为三免三减半政策，处理劳务免收增值税，垃圾上网电费收入增值税即征即退。

废弃物发电产业价值链

废弃物发电产业价值链

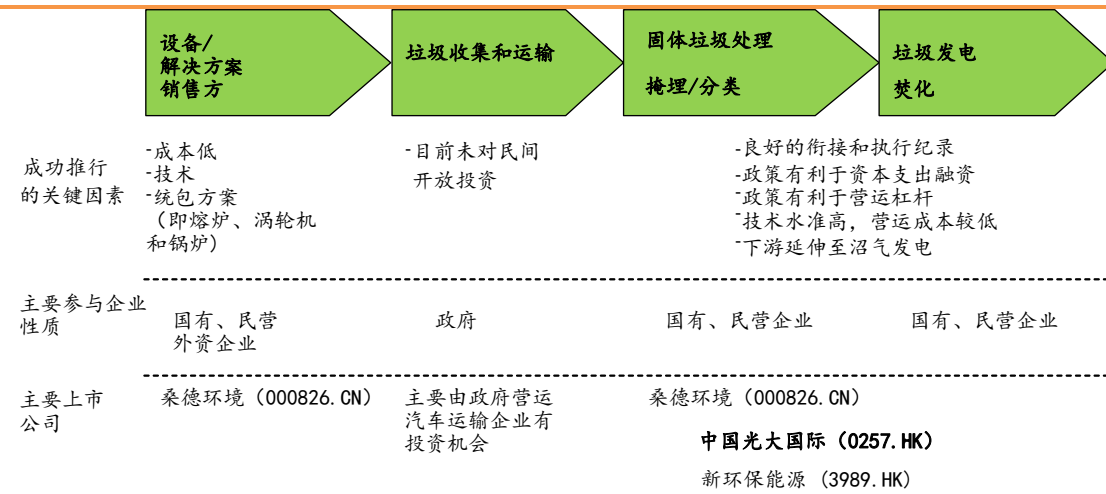
我国垃圾发电行业是环保产业、新能源产业和市政基础设施的结合体，属于国家鼓励发展的新兴产业。随着中国加强对生态文明建设，政府在基础设施中增大对环保和垃圾处理项目的开支，以达到刺激经济的目的，中国废弃物发电产业面临良好的发展机遇。目前整条产业链发展已较完善，政府环卫部门负责垃圾收集并运输到垃圾焚烧发电厂，然后垃圾进入焚烧厂进行分解焚烧，实现垃圾的无害化、减量化和资源化处理。

图表12 废弃物发电产业价值链



资料来源：越秀证券整理

图表13 中国废弃物发电产业价值链和主要上市企业



资料来源: 越秀证券整理

水资源价值发展趋势

中国水资源短缺问题无可避免

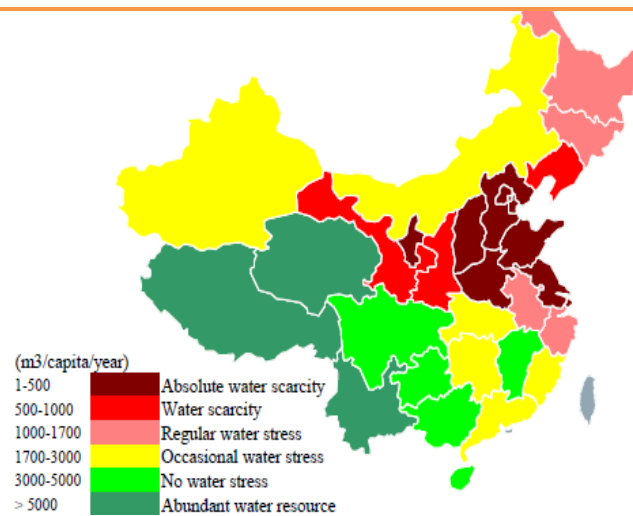
由于气候、地形等自然条件与人口众多等社会经济条件的影响, 中国水资源呈现如下特点: 水资源总量较丰富, 但人均、耕地亩均占有量少。北方水资源贫乏, 南方水资源丰富, 且相差悬殊。北方水资源总量却只占全国总量的19.1%。南方水资源总量却占全国总量的80.9%。水资源年内、年际分配不均, 造成北方水资源区干旱灾害和南方水资源区洪涝灾害频繁发生, 也使南方水资源区常出现季节性干旱缺水。

中国水资源短缺问题严峻。中国拥有20%的世界人口, 但是仅拥有世界水资源的6%。根据Wind & World Development Indicators 2010年发布的数据, 中国人均水资源占有量仅是全球平均水平的1/8。正常情况下, 中国每年水资源短缺400亿吨, 5个水资源一级区处于过度开发状态。环境保护部最新数据显示, 57%的地下水监测点位水质较差甚至极差, 中国七大水系中海河污染问题特别严重, 其余河流均有中度或轻度污染; 此外, 90%的城市河段也遭受不同程度污染。2012年5月环保部、水利部等4部委联合发布《重点流域水污染防治规划》, “十二五”期间中国将投入5,000亿元治理水污染, 除了要对污染较严重水域进行水质改变之外, 对已有较好的水质要加强保护, 同时加强对重金属、有机污染物的监控, 到2030年实现水功能区水质基本达标。

水资源价值是长期发展趋势。尽管水资源分布不均, 中国用水需求将继续增加。根据 Water Resources Group 预测, 2015-2030 中国用水需求将进一步成长 (年复合成长率达 1.5%)。我们认为主要需求压力来自于三方面: 1) 人口稳定成长; 2) GDP 日益成长, 导致工业发展用水需求增加; 3) 城镇化程度日益扩大。

中国水资源短缺问题无可避免

图表14 华北地区缺水问题频发



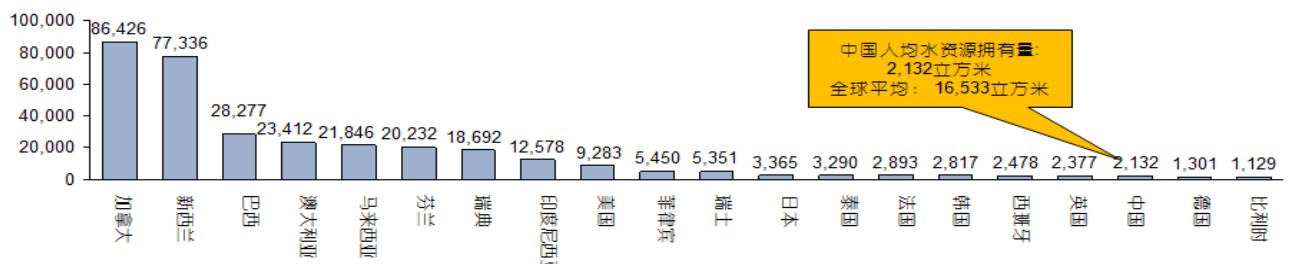
资源来源: Water Resources Group, 越秀证券整理

图表15 2000 年中国人均水资源拥有量 (立方米)



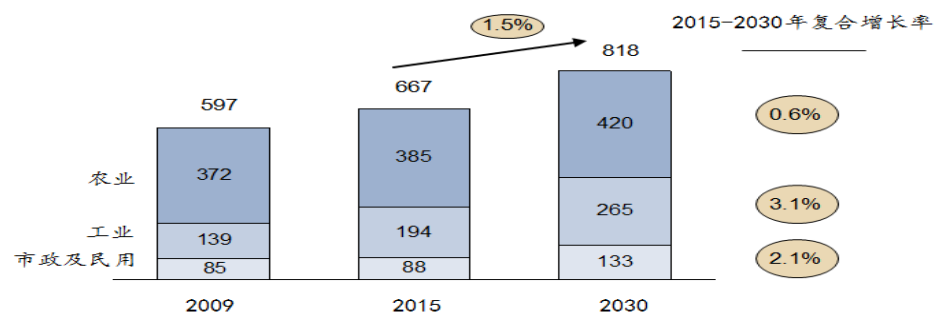
资源来源: Water Resources Group, 越秀证券整理

图表16 世界各国人均水资源拥有量 (立方米)



资源来源: Wind, World Development Indicators, 越秀证券整理

图表17 中国水需求量预估 (十亿立方米)



资源来源: Water Resources Group 预估, 越秀证券

生活和工业废水排放量持续增长

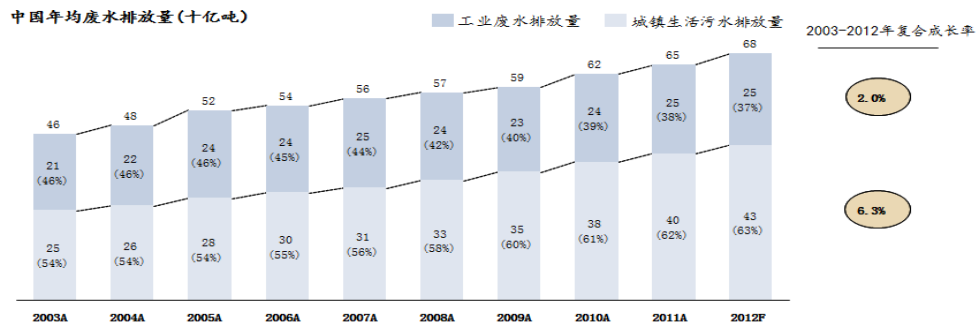
随着经济发展,人民生活水平的提高,环境保护已成为日益重要的课题。中国环境保护部于2002年12月24日发布《城镇污水处理厂污染物排放标准》,成为目前主要污染物控制的标准。其中一级标准分为1A和1B,废水再利用必须达到1A标准。地方环境保护机构也纷纷推出污水处理标准,中国直辖市和大型城市均要求污水处理厂达到国家1A级工业废水处理标准,低层级城市则要求达到1B级标准。

废水处理主要指通过用物理、化学或生物的方法将工业及生活废水中的污染物除去,从而达到适合排放到环境而不会造成过度污染或达到循环再利用的标准

生活和工业废水排放量持续增长

的过程。从处理的对象角度分，可以分为工业废水处理和废水生活处理。我们预期生活废水将成为废水排放量成长的主要来源。在政府的经济支持下，工业废水管理已取得了长足进步，过去十年间工业废水排放量降低，年均复合增速2%。而同期生活废水排放量则呈上升趋势，复合增速达6.3%，我们认为这主要反映了中国城市化步伐加快，人民生活水平的提高。截止2011年，全国废水排放总量为652.1亿吨，生活污水排放约占全国废水总排放量的62%。

图表18 中国年均废水排放量（十亿吨）



资料来源：中国环境统计年报，越秀证券

中国废水处理产业投资增速加快

中国废水处理产业投资增速加快

针对我国水资源和水环境的治理与保护，国务院《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》对废水处理行业作了明确规定，投资总规模达4,300亿元，引导行业继续快速发展。“十二五”期间，水处理行业的发展重点：新建污水管网15.9万公里，完善和新建管网投资2,443亿元；提升污水处理能力，新增污水处理规模为4,569万立方米/日，城市污水处理率从2010年的77.5%提升至85%，总投资金额为1,040亿元；提高水处理技术，加快污水处理厂升级改造，升级改造污水处理规模为2,611万立方米/日，总投资金额为137亿元；新建污泥处理处置规模518万吨（干泥）/年，新建污水再生利用设施规模2,675万立方米/日，合计建设投资达651亿元。

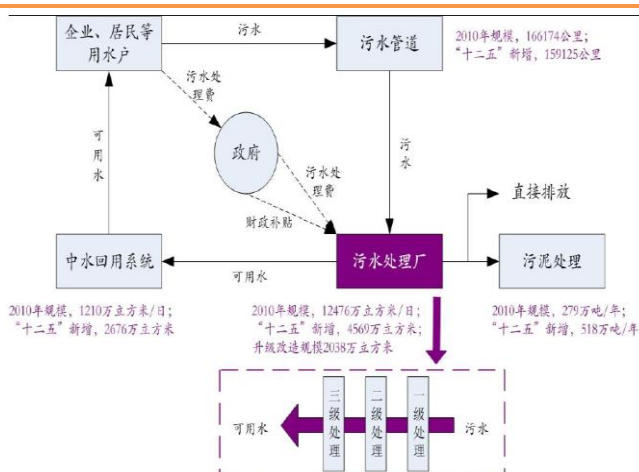
《国家环境保护“十二五”规划》指出，“十二五”期间作为中国战略新兴产业之首的节能环保产业投资将达人民币3.4万亿元。我们根据过去五年的经验，该产业投资总额可能会更高，其中废水处理产业投资增速也将逐步加快。我们注意到污水处理能力仍有缺口，预计“十二五”期间将再新建300-400个污水处理厂，项目数量可望持续增长。同时，伴随“新型城镇化”的发展，我们预测中小城镇污水处理市场将获得更大增长空间。

图表19 “十二五”期间城镇污水处理及再生利用主要指标

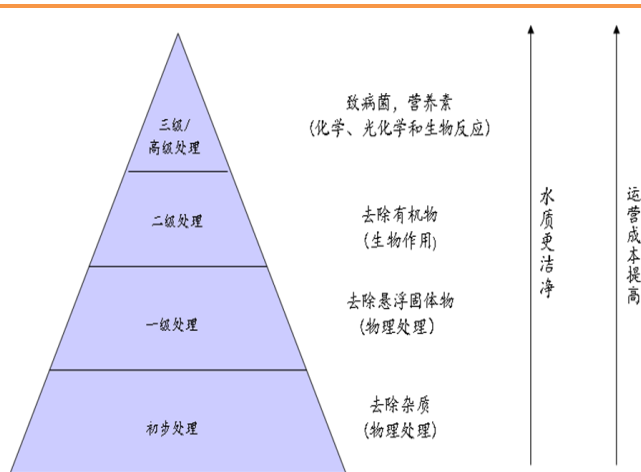
“十二五”时期城镇污水处理及再生利用主要指标					
指标			2010年	2015年	新增
污水处理率（%）	设市城市		77.5	85	7.5
	其中：	36个重点城市		100	
		地级市		85	
		县级市		70	
	县城		60.1	70	9.9
	建制镇		<20	30	>10
污泥无害化 处置率（%）	设市城市		<25	70	
	其中：36个重点城市			80	
	县城	30			
	建制镇	30			
再生水利用率（%）			<10	15	>5
管网规模（万公里）			16.6	32.5	15.9
污水处理规模（万立方米/日）			12476	20805	4569
升级改造规模（万立方米/日）					2611
污泥处理处置规模（万吨/年）					518
再生水规模（万立方米/日）			1210	3885	2675

资料来源：“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划，越秀证券

图表20 污水处理流程示意图



图表21 三级污水处理方法使水质更洁净



资源来源: “十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划, 越秀证券整理

资源来源: Lit Search, 越秀证券整理

水价上调可望带动产业成长

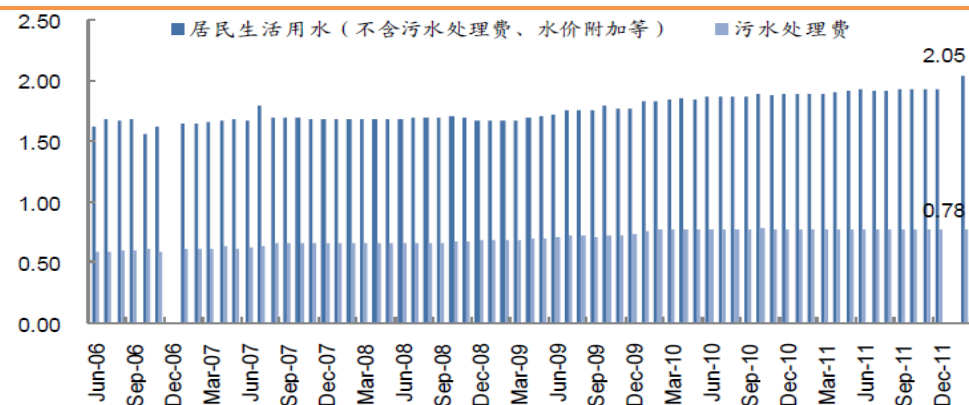
过去十年, 中国工业、居民用水价格和废水处理费经过多次调整。中国 36 座大城市中, 平均污水处理费用已从 2001 年的人民币 0.3 元/吨上升至平均值 0.78 元/吨, 期间年复合成长率达 11%。我们认为水价和废水处理费上调是提高水资源保护产业营收和项目内部报酬率的主要推动力。

水价上调可望带动产业成长

我们预估“十二五”期间污水处理费将持续快速上涨, 因为 2007 年国务院发布《节能减排综合性工作方案的通知》, 旨在控制污水处理费不得低于人民币 0.8 元/吨; 根据国家 1B 排放标准, 废水处理的平均成本约为人民币 1.1 元/吨 (扣除管道建设和污泥处置成本) 或人民币 1.7 元/吨 (包括管道建设和污泥处置成本), 我们认为政府补贴和税费仍有进一步提升空间。

我们注意到, 近期局部地区的污水处理费已上调。2012 年多个城市, 如北京、大连、兰州、浙江等地水费持续调涨, 为水务市场带来政策支持。目前, 此趋势主要见于大城市, 我们预期未来几年中小城市水费也将获得上涨。

图表22 全国 36 个大中城市居民污水处理费总体上升



资源来源: Wind, 越秀证券

专注固废与水务处理的龙头企业

垃圾发电盈利能力增强

公司第一个垃圾焚烧发电项目于 2006 年在苏州投入运营，标志着光大国际正式转型到环保科技领域。凭借技术和项目优势，垃圾发电业务不断为公司贡献营业收入。截止 2012 年底，公司已建成投产垃圾发电项目 9 个，在建项目 12 个，筹建项目 6 个，总投资金额达人民币 100 亿元。随着在建项目的竣工投运，2012 全年垃圾处理总量达 371.1 万吨，上网电量 8.25 亿千瓦时，分别同比增加 52%和 49%，EBITDA 达到 9.96 亿港元，较去年上涨 21%，占总 EBITDA 的 52.4%。

垃圾发电盈利能力增强

借助垃圾焚烧发电良好的市场机遇，公司 2012 年在浙江宁波、江苏吴州、海南三亚等地分别获取 9 个较大规模的垃圾发电项目，项目总投资约人民币 45 亿元，新增日处理垃圾规模达约 9,000 吨，显示出强劲的市场扩张能力。这些垃圾发电项目已经开工在建，建设周期约 18 个月。2012-2014 年伴随垃圾发电项目加速释放，我们预测环保能源服务将回归强劲增长趋势，总设计规模年均垃圾处理量和年上网电量复合增速分别为 22%和 25%。

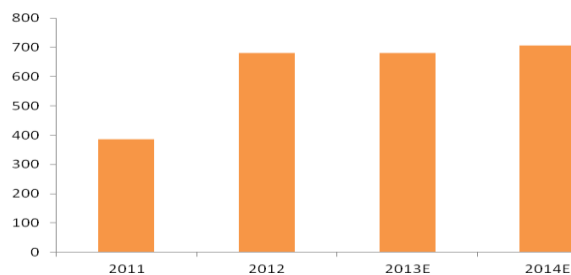
公司的垃圾发电项目都属于 BOT（建造-经营-转让）模式，享受国家政策补贴。垃圾发电的运营收入主要由垃圾处理费和售电收入构成。地方政府对垃圾发电补贴垃圾处理费，约 70-110 元/吨。2012 年受惠于全国统一标杆电价 0.65 元/千瓦时，公司各地运营项目上网电价上升约 0.02-0.15 元，增加了垃圾发电项目收益。公司投建的垃圾发电厂与废物填埋厂在特许经营期（25-30 年）满之后将转让给政府，此类项目的 IRR 平均在 10%-15%，部分项目的投资回报率可以超过 15%，投资回收期一般在 7-10 年左右。

图表 23 公司环保能源（垃圾发电项目）汇总

环保能源（垃圾发电）项目	投资类别	总投资（人民币百万）	日处理规模（吨）	年平均发电量（千瓦时）	营运状态
营运项目					
苏州垃圾发电项目一期	BOT 28年	489	1,050	>100,000,000	2006年7月
苏州垃圾发电项目二期	BOT 28年	450	1,000	>100,000,000	2009年6月
宜兴垃圾发电项目一期	BOT 28年	238	500	>44,000,000	2007年6月
江阴垃圾发电项目一期	BOT 28年	389	800	>77,000,000	2008年5月
江阴垃圾发电项目二期	BOT 27年	205	400	>38,000,000	2010年10月
常州垃圾发电项目	BOT 25.5年	413	800	>77,000,000	2008年11月
镇江垃圾发电项目	BOT 30年	413	1,000	>100,000,000	2011年8月
济南垃圾发电项目	BOT 25年	901	2,000	>190,000,000	2011年10月
宿迁垃圾发电项目	BOT 30年	324	600	>60,000,000	2011年12月
在建或筹建中					
苏州垃圾发电项目三期	BOT 28年	750	1,500	>158,000,000	2013年1月
南京垃圾发电项目	BOT 30年	1,030	2,000	>220,000,000	预期2014年中
宁波北仑垃圾发电项目一期	BOT 30年	560	1,000	>112,323,000	预期2014年中
邳州垃圾发电项目一期	BOT 30年	330	600	>71,000,000	预期2014年中
惠东垃圾发电项目	BOT 29年	334	600	>104,000,000	预期2014年
宜兴垃圾发电项目二期	BOT 28年	151	300	>31,000,000	预期2014年
吴江垃圾发电项目	BOT 30年	890	1,500	>146,000,000	预期2014年
三亚垃圾发电项目	BOT 27年	425	700	>75,000,000	预期2014年
博罗垃圾发电项目一期	BOT 30年	417	700	>91,360,000	预期2014年
寿光垃圾发电项目一期	BOT 26年	338	600	>80,000,000	预期2014年
潍坊垃圾发电项目一期	BOT 30年	586	1,000	>122,000,000	预期2014年
宁波宁海垃圾发电项目一期	BOT 28年	360	700	>90,000,000	预期2015年上旬

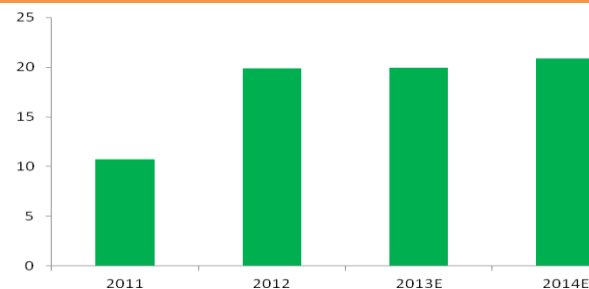
资料来源：公司资料，越秀证券

图表24 2011-2014E 公司环保能源项目设计年处理生活垃圾（万吨）



资料来源：公司资料，越秀证券

图表25 2011-2014E 公司环保能源项目设计年均发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司资料，越秀证券

设备制造技术领先

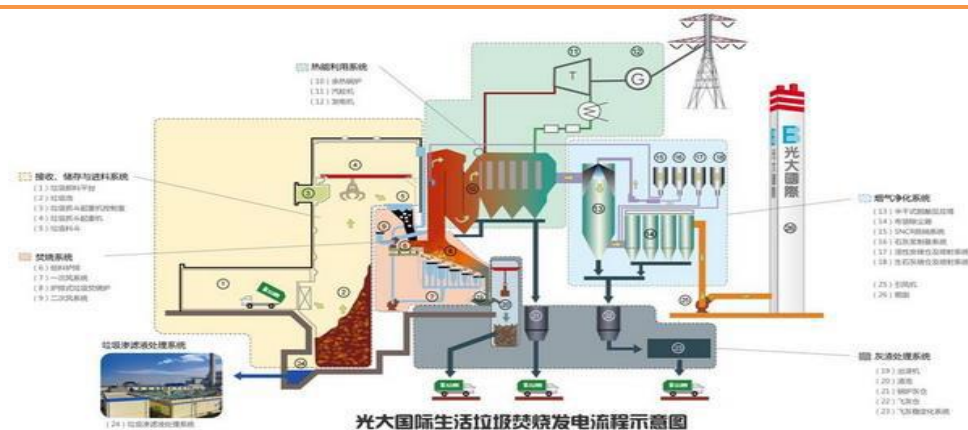
光大国际早期在苏州、常州、江阴投入建设运营的焚烧项目，采用进口的顺推往复台阶式倾斜炉床，自 2009 年，公司开始进行焚烧炉技术自主研发。2011 年在常州设立了设备制造中心，结合中国生活垃圾的特点，与院校科研单位联合研发，实现产业链从下游向上游设备制造领域迈进。经过几年的努力，公司成功研发并生产出达到国际先进标准的往复式机械排炉及自控系统系列产品，解决了垃圾水分含量高、灰分高、热值低的问题，且垃圾不经过分选即可直接燃烧。自主研发的炉排炉设备已成功应用于江阴二期项目，在即将投产运营的苏州三期、南京、宁波等新签项目都将全部应用自主研发的设备。

设备制造技术领先

2013 年初公司与德国马丁签订了合作协议，未来在炉排炉的制造上将兼备自主研发及技术引进。马丁炉属于倾斜逆推往复炉排炉，炉排炉造价占垃圾焚烧项目总投资的 60%，维修成本占垃圾焚烧运营成本的 25%左右。我们预计引进马丁技术和自主研发成功后，设备的制造成本和运营成本均有望下降，提升项目盈利能力。

垃圾焚烧过程中所释放的气体具有一定的毒性，会对环境造成污染危害。公司在引进国外焚烧和烟气净化技术的基础上，结合中国垃圾特征，采用“干法+半干法”组合脱酸工艺和除尘烟气处理技术。生活垃圾焚烧烟气经过脱硝、脱酸、活性炭、除尘器四个净化系统后排出，烟气排放系统的各项指标完全达到欧盟 2000 标准（目前全球最高标准）。2012 年 5 月公司试点苏州生活垃圾渗滤液处理系统改造工程，提标改造后，渗滤液处理系统出水全部回用于焚烧厂的循环冷却水系统，实现了生活垃圾渗滤液的“全回用、零排放”。

图表26 公司生活垃圾焚烧发电流程示意图



资料来源：公司资料，越秀证券整理

图表27 公司苏州垃圾发电项目



资料来源：公司资料，越秀证券

图表28 公司江阴垃圾发电二期项目



资料来源：公司资料，越秀证券

环保水务污水处理能力增强

环保水务污水处理能力增强

历经十年的发展，公司环保水务项目发展取得长足效益，污水处理达到国家 1A 级排放标准。现阶段，公司共有 18 个污水处理项目及 4 个中水回用，其中在建及筹建项目 7 个，设计规模年污水处理量约 65,700 万立方米，年供中水 2,233 万立方米，总投资金额达人民币 41.4 亿元。随着运营项目的完善，污水处理率不断提高（平均达 80%-83%左右）。2012 环保水务各项目合计处理污水 5,088 万立方米，同比增加 2%，EBITDA 达到 4.42 亿港元，同比上涨 1%，占总 EBITDA 的 23.3%。3 个污水处理和 2 个中水项目已于 2013 年初完成工程建设，新增日污水处理量达 264,800 立方米。2012-2014 设计污水处理规模复合增速为 8%。

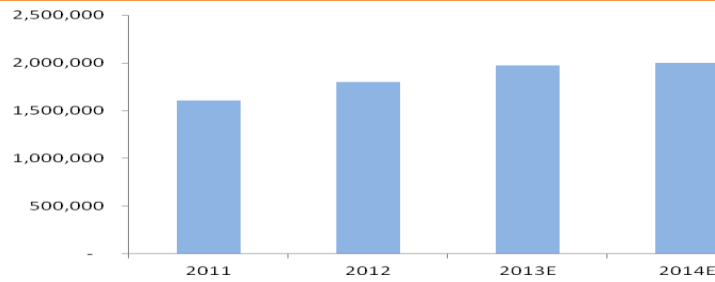
公司的污水处理项目根据项目招标与地方政府签约，融资与运营模式主要由 BOT（建造-经营-转让）、TOT（转让-经营-转让）、BOO（建造-拥有-经营）构成，特许经营期 20-30 年不等。污水处理的运营收入主要来源污水处理费，处理费用约 0.8-1.2 元/立方米。水费上涨和管理效率的提升增加了公司水务项目的营收，此类项目 IRR 平均在 10%-12%，投资回收期一般在 10-12 年左右。

图表29 公司环保水务（污水处理项目）汇总

环保水务（污水处理）项目	投资类别	总投资（人民币百万）	日均污水处理量（立方米）	营运状态
营运项目				
青岛污水处理项目（海泊河及麦岛厂）	BOT/TOT 25年	356	220,000	2005年1月
淄博污水处理项目（南部厂和北厂）	TOT 25年	354	250,000	2005年11月
淄博高新区污水处理项目	BOT 25年	150	100,000	2007年9月
淄博周村污水处理项目	BOT 25年	70	40,000	2009年11月
济南污水处理项目（一厂及二厂）	TOT 30年	707	500,000	2006年11月
济南历城污水处理项目（三厂）一期	BOT 28年	138	100,000	2009年10月
滨州博兴污水处理项目	BOT/TOT 25年	85	60,000	2009年6月
江阴污水处理项目（收购及升级改造）	TOT 30年	530	190,000	2008年1月
济南西客污水处理项目（四厂）	BOT 26年	73	30,000	2010年6月
陵县污水处理项目二厂	BOT 30年	58	30,000	2010年6月
陵县污水处理项目一厂	TOT 30年	34	30,000	2010年6月
济南历城中水项目	BOO 24年	31	42,000	2011年9月
淄博中水项目一期	BOO 20年	44	4,800	2011年9月
新沂BT污水处理项目一期	BT 4年	62	10,000	2010年10月
在建或正在筹建中				
济南历城污水处理项目三厂二期	BOT 28年	195	100,000	预期2013年
淄博中水项目二期	BOO 20年	11	4,800	预期2013年
德州南运河污水处理项目一期	BOT 25年	150	75,000	2013年1月
德州南运河污水处理项目二期	BOT 25年	80	75,000	预期2013年
江阴中水项目	BOO 25年	73	10,000	2013年1月
新沂地表水BT项目	BT 8年	385	100,000	2013年1月
山东省章丘市污水处理厂	BOT 30年	61	30,000	预期2014年

资料来源：公司资料，越秀证券

图表30 2011-2014E 公司环保污水处理项目设计日均污水处理量（立方米）



图表31 公司淄博污水处理项目



资料来源：公司资料，越秀证券

图表32 公司济南污水处理项目



资料来源：公司资料，越秀证券

新能源利润稳步上升

光大国际实施可持续发展战略，积极拓展绿色环保及新能源市场。2006 年转型初期，公司已投入苏州沼气发电项目，利用垃圾生成的沼气来发电。2010-2011 年期间，公司加大对光伏太阳能发电，包括地面及屋顶光伏的投资与项目合作，并将投资步伐迈向政策相对稳定、收益较高的欧洲光伏能源市场。公司第一个海外新能源项目—德国舍讷瓦尔德地面光伏发电项目于 2011 年 9 月成功并网发电，积累了国际化的经验，公司有望进一步加快海外项目的投资。

现阶段公司共有 18 个新能源项目，包括 8 个光伏发电项目、6 个生物质能发电项目、2 个沼气发电项目及 2 个污水源热泵项目，总设计规模年处理农业废弃物 164.3 万吨及年上网电量达 11.67 亿千瓦时。其中 12 个项目已投入运营，6 个项目处于在建或筹建阶段，总投资金额达人民币 28.5 亿元。2011 年底 3 个光伏项目建成投运，2012 全年新能源项目合计上网电量达 2.69 亿千瓦时，EBITDA 为 2.05 亿港币，同比增长 108%，占总 EBITDA 的 10.8%。

新能源利润稳步上升

公司现有 4 个投入运营的屋顶发电项目，国内屋顶发电上网电价是 2.4-3 元/千瓦时，高于地面光伏发电上网电价（1.0 元/千瓦时）。由于行业中上游产能过剩，我们预计度电成本呈下降趋势，该业务未来利润上升空间较大。2013 年初，公司含山生物质能发电项目通过国家能源局核准并正式开工建设，享受统一标杆上网电价 0.75 元/千瓦时。生物质能发电运营模式与垃圾发电相似，收入包括农废品处理费和生物质能上网发电收益，该项目亦享受免所得税和增值税的优惠政策。国家能源局公布的《生物质能发展“十二五”规划》中指出，生物质能是重要的可再生能源，开发利用生物质能是发展循环经济的重要内容，是促进农村发展和农民增收的重要措施，是培育和发展战略性新兴产业的重要任务。公司已签约五个生物质发电项目，四个项目正在等待发改委的审批中，公司在争取项目的同时，坚持投资回报率不低于 10% 的原则。

图表33 公司新能源项目汇总

新能源项目	投资类别	总投资 (人民币百万)	年均发电量 (千瓦时)	营运状态
营运项目				
苏州沼气发电项目一期	B00 25年	28	>18,000,000	2006年8月
苏州沼气发电项目二期	B00 25年	13	>9,000,000	2008年9月
镇江地面光伏发电项目	B00 25年	73	>4,059,000	2010年12月
宿迁屋顶光伏发电项目一期	B00 25年	53	>2,205,000	2010年12月
深圳屋顶光伏发电项目	B00 25年	28	>1,480,000	2010年11月
德国地面光伏发电项目	B00 20年	68	>3,611,000	2011年9月
常州屋顶光伏发电项目	B00 25年	79	>4,112,500	2011年12月
镇江屋顶光伏发电项目	B00 25年	236	>11,680,000	2011年12月
宿迁屋顶光伏发电项目二期	B00 25年	142	>6,198,000	2011年12月
淄博热泵项目一期	B00 30年	58	N/A	2011年12月
怀宁地面光伏发电项目一期	B00 26年	50	>2,170,000	2011年5月
碭山生物质能发电项目	B00 30年	312	>184,000,000	2011年9月
在建或正在筹建中				
淄博陶范园热泵项目	B00 30年	93	N/A	2013年1月
含山生物质能发电项目	B00 25年	320	>184,000,000	预期2014年底
新沂生物质能热点连供项目	B00 25年	321	>184,000,000	尚未得到发改委审批
莱阳生物质能发电项目	B00 25年	320	>184,000,000	尚未得到发改委审批
述阳生物质能热电联供项目	B00 25年	339	>172,250,000	尚未得到发改委审批
临邑生物质能发电项目	B00 25年	320	>184,000,000	尚未得到发改委审批

资料来源：公司资料，越秀证券

图表34 公司宿迁屋顶光伏发电项目



资料来源：公司资料，越秀证券

图表35 公司碭山生物质能发电项目



资料来源：公司资料，越秀证券

环保产业园推动环境可持续发展

近年来，随着城市垃圾围城现象日趋严重，垃圾回收在公共事业中的地位不断提升，我国在不断探索垃圾的集约化处理过程中，静脉产业园式发展对解决这一问题产生了杰出成效。园区内一般包括生活垃圾焚烧厂、固体废物焚烧厂、医疗垃圾焚烧厂、污泥处理厂、电子废弃物处理厂等负责处理所有周边工业垃圾和生活垃圾。许多地方政府开始以静脉产业园模式进行项目招标，全国已有数十个产业园区投入运作。

环保产业园推动环境可持续发展

公司目前项目储备丰富，未来 2-5 年计划拓展环保产业园建设以推动环境可持续发展。园区将侧重废水治理、废弃物发电，通过整合区内资源，达到固体废物综合循环利用和污染物“零排放”。受惠于与地方政府的良好合作关系，光大国际已与苏州、镇江、宿迁、常州、南京、宜兴和潍坊市政府达成协议，将在这 7 个环保产业园区内营运及陆续开发 50-60 多个项目，预计总投资达人民币 180 亿元。

图表36 公司环保产业园

环保产业园	总投资 (人民币亿)	预计项目数量
苏州市光大国家静脉产业示范园	33	>10
镇江市光大环保产业园	15	6-8
宿迁市光大环保产业园	16	6-8
常州市光大环保产业园	10	9
潍坊市光大环保产业园	37	>10
宜兴市光大环保静脉产业园	20-30	>10
南京市光大环保静脉产业园	47	>10

资料来源：公司资料，越秀证券

财务分析

盈利能力不断改善

盈利能力不断改善

2010 公司增大对新能源和垃圾发电项目的在建投资,受到劳动力成本和建造成本上升导致毛利率普遍受到挤压,并录得净利率同比下降 8 个百分点到 22.3%。2011-2012 期间,受惠于光伏发电项目投运以及盈利能力较强的垃圾发电运营项目占比的提升,2012 年公司收入合计达到 34.1 亿港元,净利润为 11.23 亿港元,营业额和净利润历史 3 年复合增速分别达 25%和 45%。净利率也攀升至 26.5%,显示出较强的盈利能力。公司的净资产收益率 ROE 和资产收益率 ROA 过去三年都保持平稳增长。

图表37 2008-2012 公司的盈利能力

	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012
毛利率	35.10%	43.88%	39.11%	41.25%	49.38%
经营利润率	32.63%	38.35%	34.92%	36.15%	43.50%
净利率	19.62%	23.13%	22.30%	21.93%	26.51%
ROE	11.67%	8.29%	11.36%	12.69%	13.31%
ROA	5.38%	4.29%	5.67%	5.77%	6.77%

资料来源: 公司资料, 越秀证券

稳健的财务状况

稳健的财务状况

过去三年中,公司一直采用较为稳健的财务政策,有效的改善了资产负债结构。公司的流动比率和负债比率都在较为安全的范围内,充足的项目保障为其提供了稳定的收益,显示了公司的财务稳健风格。

公司融资渠道多样,拥有充足的银行贷款以保证在建项目的顺利完工。BOT 项目的运作模式需要公司前期垫付大量资金,后期项目维护也需要资金支持,一般项目资金来源 2/3 从银行取得贷款,1/3 凭借自有资本运作。2009 年 9 月 3 日,亚洲开发银行向光大国际新的垃圾发电项目提供总额达两亿美元的贷款,用于支持垃圾发电项目建设。2012 年 11 月 26 日,亚行与光大国际签署贷款协议,再次为光大国际提供两亿美元的贷款,主要用于农业和城市垃圾焚烧发电项目,以减少农业和城市废弃物处理对环境造成的影响。

图表38 2008-2012 公司的财务状况

	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012
现金金额	562	1,944	1,341	1,684	1,807
银行借款	2,330	2,949	3,769	5,093	6,004
流动比率	1.36	2.48	1.54	1.38	1.64
负债比率	0.50	0.43	0.47	0.52	0.48
利息保证倍数	3.13	2.98	4.76	4.13	3.72

资料来源: 公司资料, 越秀证券

盈利预测与估值

营业收入预测

我们对光大国际的各项业务营收预测主要基于以下假设：

1. 环保能源项目建造。2012 年新增项目开工减少，导致收益放缓。2013 年伴随垃圾发电项目加速释放，我们预测此分部业务将回归强劲增长趋势。公司有 12 个在建或筹建垃圾发电项目将在 2013-2014 迎来建造高峰，我们预计 2013 此分部建造服务项目将年增 115%至 20 亿港元左右，2014 年增长可达 55%左右。
2. 环保能源项目运营。此分部营收持续录得高增长主要源于垃圾发电项目的增量以及上网发电量与价格的攀升。随着国家对生态环境治理与发展投资的加大，公司运营项目的收益稳步增强，我们乐观预计公司此分部业务在 2013-2014 年增长能够维持在 90%和 28%左右的增速。
3. 环保水务项目建造。2012 年污水处理项目建造服务录得高增长，并不断参与招标获得新项目，公司现有 6 个在建项目，因此我们预期 2013 此分部业务将年增 23%。由于水务行业竞争在国内日益激烈，公司在环保水务获得项目中标可能放缓。据现有资料，公司有 1 个山东省章丘市污水处理厂项目在 2014 年完工，我们预计公司此分部业务 2014 将录得负增长。
4. 环保水务项目运营。此分部营收持续录得高增长主要源于污水处理项目的增量以及污水处理量与费用的提升。随着水务运营项目管理效率的增强，我们预计公司此分部业务在 2013-2014 年增长能够维持在 9%和 13%左右。
5. 新能源项目建造。此分部建造收益主要来源含山生物质能发电项目，此项目已获得发改委核准，一期投资规模 3.2 亿元人民币，将于 2013 年开工建设。随着政府对生物质能项目核准力度的加快，我们乐观预计公司此分部业务在 2013-2014 年增长能够维持在 42%和 33%左右。
6. 新能源项目运营。此分部营收持续录得高增长主要源于新能源项目的增量以及上网发电量与价格的提升。随着新能源运营项目利用率的增加，我们预计公司此分部业务在 2013-2014 年增长能够维持在 7%和 5%左右。
7. 财务收入。此分部营收持续录得增长主要因为公司环保能源、环保水务及新能源项目的建造与运营增量。随着项目的增加，我们预计公司此分部业务在 2013-2014 年增长能够维持在 4%和 8%左右。
8. 物业投资。主要营收来自物业租赁产生的租金收入。中国宏观经济的复苏将推动物业投资的收益增长，我们预计公司此分部业务在 2013-2014 将录得小幅增长收益。

营业收入预测假设

图表39 公司主营业务收入预测明细表

单位: 百万港元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
汇总					
营业总收入	3,487	3,410	5,157	6,227	6,853
增长率	19.02%	-2.20%	51.23%	20.76%	10.05%
毛利	1,438	1,684	2,314	2,813	3,130
毛利率	41.25%	49.38%	44.88%	45.18%	45.68%
分部业务: 环保能源项目建设					
营业收入	1,536	933	2,007	3,108	3,375
增长率	12.91%	-39.26%	115.14%	54.86%	8.58%
占销售收入比	44%	27%	39%	60%	65%
分部业务: 环保能源项目运营					
营业收入	347	454	861	1,102	1,539
增长率	28.55%	30.68%	89.73%	28.00%	39.66%
占销售收入比	10%	13%	17%	21%	30%
分部业务: 环保水务项目建设					
营业收入	129	530	651	175	188
增长率	-44.75%	311.43%	22.69%	-73.10%	7.14%
占销售收入比	4%	16%	13%	3%	4%
分部业务: 环保水务项目运营					
营业收入	431	503	547	621	641
增长率	13.03%	16.58%	8.80%	13.45%	3.25%
占销售收入比	12%	15%	11%	12%	12%
分部业务: 新能源项目建设					
营业收入	454	139	197	263	125
增长率	397.29%	-69.42%	42.09%	33.33%	-52.45%
占销售收入比	13%	4%	4%	5%	2%
分部业务: 新能源项目运营					
营业收入	62	256	275	288	300
增长率	407.75%	314.78%	7.19%	4.82%	4.30%
占销售收入比	2%	8%	5%	6%	6%
分部业务: 财务收入					
营业收入	527	595	619	670	685
增长率	22.18%	12.98%	3.96%	8.29%	2.24%
占销售收入比	15%	17%	12%	13%	13%
分部业务: 物业投资					
营业收入	1	0	1	1	1
增长率	-26.58%	-65.18%	120.26%	0.00%	0.00%
占销售收入比	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 公司资料, 越秀证券预测

预测 2013-2015 营业收入复合增长率达 26.2%

综合以上的假设, 我们预测光大国际 2013-2015 的营业总收入分别为 51.5 亿港元、62.2 亿港元和 68.5 亿港元, 同比分别增长约 51%、20%和 10%, 年均复合增长率达 26.2%。

盈利预测

我们对光大国际利润表的预测主要基于以下假设:

1. 毛利率。公司在环保领域的经营投资主要集中在垃圾发电、污水处理和新能源业务。根据公开资料显示, 环保能源即垃圾发电项目建造毛利率在 15%-20%, 运营毛利率在 50%-70%; 污水处理项目建造毛利率在 10%-15%, 运营毛利率 30%-50%; 财务收入毛利率在 100%; 新能源各项目毛利率不同。我们预测 2013 年综合毛利率因业务结构变化呈现小幅下降到 44%左右, 2014 毛利率可维持在 45%左右。
2. 行政开支。行政开支占销售收入比约 6%-8%, 我们预测伴随企业规模的增大, 2013-2014 年行政开支维持原有增速即年增 26%左右。
3. 财务费用。主要是融资开支, 公司须于五年内偿还银行贷款以及其他银行贷款

盈利预测假设

款的利息。我们预测公司在建项目融资开支会加大，2013-2014 年财务费用年增长可达 15%和 20%左右。

4. 税收制度。根据 2008 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国企业所得税法》，公司适用于企业所得税的统一税率标准为 25%。由于公司涉及环保发展及新能源业务，项目享受免所得税和增值税的优惠政策，因此我们预测 2013-2014 综合税率分别为 23.50%和 23%。

图表40 公司的利润预测表

利润预测表

百万港元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
销售收入	3,487	3,410	5,157	6,227	6,853
增长	19.0%	-2.2%	51.2%	20.8%	10.0%
毛利	1,438	1,684	2,314	2,813	3,130
毛利率	41.3%	49.4%	44.9%	45.2%	45.7%
其它收入	59	107	133	153	182
行政开支	(236)	(297)	(375)	(472)	(576)
占销售收入比	6.8%	8.7%	7.3%	7.6%	8.4%
经营利润	1,260	1,483	2,072	2,493	2,735
增长	23.2%	17.7%	39.7%	20.3%	9.7%
营业利润率	36.1%	43.5%	40.2%	40.0%	39.9%
财务费用	(241)	(313)	(360)	(431)	(475)
税前利润	1,020	1,171	1,712	2,061	2,260
增长	20.7%	14.8%	46.3%	20.4%	9.7%
所得税	(255)	(267)	(402)	(474)	(520)
实际税率	25.0%	22.8%	23.5%	23.0%	23.0%
股东应占溢利	801	1,123	1,276	1,550	1,699
增长	30.0%	40.2%	13.6%	21.5%	9.7%
基本每股收益(港元)	0.22	0.30	0.33	0.37	0.38

资料来源：公司资料，越秀证券预测

预测2013-2015净利率年均复合增长率达14.8%

综合以上分析，我们预测光大国际未来几年盈利有望保持较快增长，预测 2013-2015 年净利润约为 12.7 亿港元、15.5 亿港元和 16.9 亿港元，对应 EPS(每股基本收益)分别为 0.33 港元、0.37 港元和 0.38 港元。我们预计净利率年均复合增长率达 14.8%。

估值与目标价

目标价 7.30 港元

我们首次将光大国际纳入研究范围，给予买入评级。我们给予光大国际未来 12 个月内 7.30 港元的目标价。目标价约相当于 2013-2015 年 22、20、19 倍的预期市盈率。目标价较现价 6.28 港元约有 16.24%的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

同类公司估值比较

图表41 同类公司估值比较(HKD)

港股上市水务及垃圾处理企业

股票代码	公司名称	HKD		ROE (2012)	EPS (HKD)			PE		
		股价	市值(百万)		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
0855.HK	中国水务	2.54	351	7.6%	0.18	0.20	0.19	14.00	12.25	12.89
0371.HK	北控水务集团	2.74	20,280	9.4%	0.14	0.17	0.21	19.08	15.76	13.16
0270.HK	粤海投资	7.35	44,790	13.0%	0.51	0.55	0.59	14.43	13.48	12.43
0967.HK	桑德国际	3.90	4,670	17.4%	0.35	0.37	0.42	8.12	7.75	6.83
1065.HK	天津创业环保股份	3.31	4,510	N.A.	0.17	0.18	N.A.	15.05	14.21	N.A.
1129.HK	中国水业	1.39	1,550	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
3989.HK	新环保能源	0.30	540	N.A.	0.17	0.05	N.A.	1.68	5.70	N.A.
	平均			11.84%				12.06	11.53	11.33
0257.HK	光大国际	6.28	25,457	12.55%	0.33	0.37	0.38	19.02	16.91	16.35

资料来源：Bloomberg，越秀证券预测

风险因素

市场风险

营运项目效率及产能提升速度不及预期。

垃圾处理费和污水处理费可能存在下调风险。

在建项目施工延期，建厂周期拉长影响现金流。

系统风险

中国宏观经济放缓，环保产业投资增速不及预期。

国家环保领域招标放缓，可能影响未来项目储备。

公司主要财务报表

财务报表摘要

损益表

百万港元，财务年度截至12月底

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入	3,487	3,410	5,157	6,227	6,853
毛利	1,438	1,684	2,314	2,813	3,130
其它收入损益	59	107	133	153	182
行政开支	(236)	(297)	(375)	(472)	(576)
其他开支	1	10	1	1	1
经营利润	1,260	1,483	2,072	2,493	2,735
财务费用	(241)	(313)	(360)	(431)	(475)
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	1,020	1,171	1,712	2,061	2,260
所得税	(255)	(267)	(402)	(474)	(520)
少数股东应占利润	44	31	34	37	41
权益持有人应占利润	801	1,123	1,276	1,550	1,699
EBITDA	1,020	1,171	1,712	2,061	2,260
增长					
总收入 (%)	19.0%	-2.2%	51.2%	20.8%	10.0%
EBITDA (%)	-20.6%	-14.8%	46.3%	20.4%	9.7%
每股收益 (%)	29.2%	35.7%	11.4%	12.5%	3.4%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月底

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	1,684	1,807	2,986	3,766	4,657
应收账款	1,569	1,851	2,135	2,704	3,048
存货	43	65	67	81	88
其他流动资产	216	1,016	46	46	46
总流动资产	3,513	4,739	5,235	6,597	7,840
固定资产	856	1,433	2,150	2,257	2,303
应收客户合约工程款	5,963	6,890	7,137	8,767	9,271
其它	3,547	3,521	3,841	3,850	3,874
总资产	13,880	16,583	18,362	21,471	23,288
应付帐款	1,423	1,191	1,635	1,871	1,938
短期银行贷款	507	604	725	812	934
应付即期税项	52	58	58	64	70
其它	557	1,031	1,444	1,617	1,860
流动负债	2,539	2,884	3,862	4,364	4,802
递延税项负债	472	659	725	943	1,132
其他银行贷款	4,206	4,369	4,697	5,410	6,049
总负债	7,218	7,913	9,284	10,717	11,982
少数股东权益	472	321	353	388	427
母公司股东权益	6,190	8,350	8,725	10,366	10,879
每股账面值(元)	1.69	2.20	2.26	2.48	2.46
营运资金	974	1,855	1,372	2,234	3,038

财务分析

百万港元，财务年度截至12月底

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
毛利率 (%)	41.3%	49.4%	44.9%	45.2%	45.7%
营业利润率 (%)	36.1%	43.5%	40.2%	40.0%	39.9%
EBITDA 利率 (%)	29.2%	34.3%	33.2%	33.1%	33.0%
净利率 (%)	24.2%	33.8%	25.4%	25.5%	25.4%
营运表现					
行政开支/收入 (%)	6.8%	8.7%	7.3%	7.6%	8.4%
实际税率 (%)	25.0%	22.8%	23.5%	23.0%	23.0%
股息支付率 (%)	20.6%	20.2%	21.0%	21.0%	22.0%
库存周转天数	5.8	11.5	8.6	8.6	8.6
应付账款天数	202.8	276.4	210.0	200.0	190.0
应收账款天数	88.4	119.0	95.0	95.0	95.0
流动比率	1.38	1.64	1.36	1.51	1.63
财务状况					
负债/总资产	0.52	0.48	0.51	0.50	0.51
收入/总资产	0.25	0.21	0.28	0.29	0.29
总资产/股本	2.24	1.99	2.10	2.07	2.14
盈利对利息倍数	4.13	3.72	4.76	4.78	4.76

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月底

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
EBITDA	1,020	1,171	1,712	2,061	2,260
融资成本(收入)	241	313	360	431	475
营运资金变化	(832)	(1,766)	158	(347)	(284)
所得税	(86)	(135)	(241)	(284)	(312)
其它	186	128	85	90	91
营运性现金流	528	(290)	2,074	1,950	2,231
资本开支	(518)	(621)	(932)	(1,165)	(1,282)
其他投资活动	(356)	(442)	(103)	(145)	(217)
投资性现金流	(874)	(1,063)	(1,035)	(1,310)	(1,499)
负债变化	(1,423)	(1,944)	(2,780)	(3,058)	(3,364)
股本变化	8	1,245	0	0	0
股息	(128)	(213)	(171)	(191)	(201)
其他融资活动	2,186	2,370	3,059	3,364	3,699
融资性现金流	642	1,458	108	115	135
现金变化	296	105	1,147	755	867
汇率影响	47	17	32	25	25
期初持有现金	1,341	1,684	1,807	2,986	3,766
期末持有现金	1,684	1,807	2,986	3,766	4,657

资料来源：公司资料、越秀证券预测

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

免责声明

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由越秀证券有限公司(下称“越秀证券”)编写，所载资料的来源皆被越秀证券认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，越秀证券或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映越秀证券于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。越秀证券、其母公司、其附属公司及/或其连公司投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连，参与编写/审批研究报告人员亦未持有该股份任何利益，唯越秀证券有限公司于该股份当中持有部分权益。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。此刊物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越秀证券本身网站以外的资料，越秀证券未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到越秀证券网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

越秀证券、其母公司、其附属公司及/或其连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。越秀证券、其母公司、其附属公司及/或其连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

此刊物的版权仅为越秀证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

越秀证券有限公司

香港湾仔骆克道 188 号兆安中心 24 楼

电话：(852) 39259888

传真：(852) 39259980

服务热线：4008300852

公司网址：<http://www.yxsh.hk>