

粤丰环保 (1381 HK)

上半年产能稳健增长，全年运营有望优于预期

粤丰环保参加了我们的 2022 年中期策略会。公司全年运营表现有望优于我们原先预计。

预计 2022 年投运中的垃圾日处理能力同比增长 15.5%

2022 年上半年，山西临汾项目一期投运，垃圾日处理能力为 800 吨。6 月底投运中的垃圾日处理能力因此同比上涨 16.5%至 36,040 吨。由于疫情防控措施已渐放松，工程进度可恢复正常，我们相信上海宝山项目(3,800 吨)及江苏泰州项目(850 吨)将于下半年投运。2022 年垃圾日处理能力将同比上升 15.5%至 40,690 吨，合乎公司目标。

多个项目去年第四季投运，新增产能今年可望有效反映

广东中山项目二期(2,250 吨)、贵州黔东南州项目一期(700 吨)、云南祥云项目一期(500 吨)、江苏靖江项目一期(800 吨)，合共 4,250 吨于 2021 年第四季投运，相关产能今年可望有效反映。我们预测公司 2022 年垃圾处理及售电量分别同比增长 25.1%及 24.1%至 1,386 万吨及 471 万千瓦时，优于我们原先预计(见图表 1)。

加快发展轻资产环卫业务

公司加快发展环卫业务，上半年分别中标河北涞水县及曲阳县 19 个月及 36 个月环卫承包合同。公司 2021 年环卫业务收入达到 1.7 亿元港币，收入占比为 2.5%。虽然目前收入贡献不大，但是业务属于轻资产类型，增速较易提升。我们预计 2024 年环卫业务收入为 3.8 亿元港币，2021-24 年 CAGR 可达到 31.5%，均高于同期垃圾处理及发电收入的 16.4% 及 15.9% CAGR。环卫业务收入占比预计增长至 2024 年的 4.5%。

调升盈利预测目标价，重申“买入”评级，

我们分别上调 2022-23 年股东净利润预测 5.8%及 9.7%(见图表 2)，并引入 2024 年预测。我们相应将目标价由 5.12 港元上调至 5.60 港元，对应 8.0 倍 2023 年市盈率和 38.3%上升空间。重申“买入”评级。

风险提示：(一)项目开发延误；(二)应收账款风险；(三)并网电价大幅下跌。

主要财务数据 (港币百万元) (更新至 2022 年 7 月 18 日)

年结:12 月 31 日	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
收入	4,988	6,795	7,322	7,763	8,358
增长率 (%)	26.2	36.2	7.8	6.0	7.7
股东净利润	1,054	1,322	1,489	1,704	1,954
增长率 (%)	18.1	25.5	12.7	14.4	14.6
每股盈利 (港币)	0.43	0.54	0.61	0.70	0.80
市盈率 (倍)	9.3	7.4	6.6	5.8	5.1
每股股息 (港币)	0.09	0.11	0.12	0.15	0.18
股息率 (%)	2.1	2.7	3.0	3.6	4.4
每股净资产 (港币)	2.92	3.48	4.09	4.82	5.67
市净率 (倍)	1.38	1.16	0.99	0.84	0.71

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

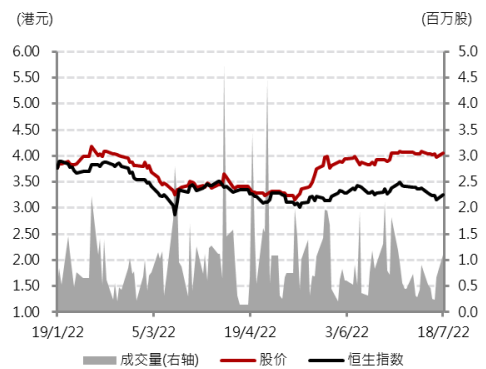
目标价：5.60 港元

股票资料 (更新至 2022 年 7 月 18 日)

现价	4.05 港元
总市值	9,880.14 百万 港元
流通股比例	19.63%
已发行总股本	2,439.54 百万
52 周价格区间	3.12-4.94 港元
3 个月日均成交额	3.60 百万 港元
主要股东	李咏怡及关连人士 (占 54.80%) 上实控股(363 HK) (占 19.48%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20220323 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告：2021 年业绩喜忧参半

20220121 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告：挑战及机遇并重的 2022 年

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：运营假设

年结: 12 月 31 日	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	复合年增长率(%) (2021-2024 年)
发电						
售电量(兆瓦时)	2,448,410	3,796,725	4,711,457	5,398,251	5,991,993	16.4
- 同比增长(%)	18.7	55.1	24.1	14.6	11.0	
垃圾处理						
城市生活垃圾处理量(千吨)	7,174	11,074	13,857	15,831	17,520	16.5
- 同比增长(%)	21.4	54.3	25.1	14.2	10.7	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 2：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	旧预测		新预测		变动(新/旧)(%)	
	2022 年 预测	2023 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测
营业额	7,028	7,461	7,322	7,763	4.2	4.0
销售成本	(4,617)	(4,813)	(4,827)	(4,965)	4.6	3.2
毛利润	2,411	2,648	2,495	2,798	3.5	5.7
一般及行政费用	(527)	(552)	(549)	(578)	4.2	4.8
其它收入	239	254	242	248	1.1	(2.2)
其它收益/(亏损)	15	19	22	23	46.4	22.6
经营利润	2,137	2,368	2,210	2,492	3.4	5.2
利息收入	18	26	11	26	(36.6)	(1.4)
利息支出	(610)	(619)	(584)	(629)	(4.2)	1.6
联营及合营公司业绩	106	58	110	113	3.6	94.1
税前利润	1,651	1,833	1,746	2,001	5.8	9.2
税项	(244)	(280)	(259)	(298)	6.0	6.6
税后利润	1,407	1,553	1,488	1,703	5.7	9.6
少数股东权益	1	1	1	2	37.8	59.0
股东净利润	1,408	1,554	1,489	1,704	5.8	9.7
息税折旧摊销前利润	2,836	3,050	2,968	3,308	4.6	8.5
息税前利润	2,261	2,452	2,331	2,630	3.1	7.2
每股盈利(港币)	0.58	0.64	0.61	0.70	5.4	9.8
每股股息(港币)	0.12	0.13	0.12	0.15	5.4	15.3
利润率(%)					变动(新/旧)(百分点)	
毛利率	34.3	35.5	34.1	36.0	(0.2)	0.6
经营利润率	30.4	31.7	30.2	32.1	(0.2)	0.4
股东净利润率	20.0	20.8	20.3	22.0	0.3	1.1

来源：中泰国际研究部预测

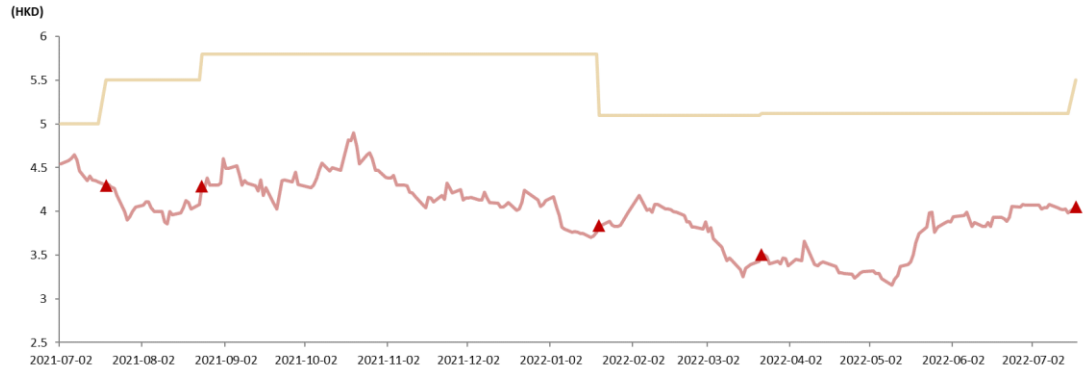
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	现金流量表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
营业额	4,988	6,795	7,322	7,763	8,358	经营活动现金流	(1,766)	(2,350)	2,248	2,222	2,298
销售成本	(3,443)	(4,684)	(4,827)	(4,965)	(5,242)	净利润	1,054	1,322	1,489	1,704	1,954
毛利润	1,545	2,110	2,495	2,798	3,116	折旧与摊销	445	636	637	678	727
一般及行政费用	(325)	(518)	(549)	(578)	(618)	营运资本变动	(740)	(1,082)	2,251	2,242	1,758
其他收入	212	238	242	248	251	建设收入(BOT 项目)	(2,705)	(3,515)	(3,284)	(3,127)	(3,183)
其它收益/(亏损)	48	32	22	23	25	其它	181	289	1,155	725	1,042
经营利润	1,479	1,863	2,210	2,492	2,773	投资活动现金流	(191)	(425)	(332)	(333)	(335)
利息净支出	(341)	(412)	(573)	(603)	(594)	资本性支出净额	(69)	(114)	(111)	(111)	(112)
应占联营和合营公司利润	118	96	110	113	117	其它	(122)	(311)	(221)	(222)	(223)
税前利润	1,257	1,547	1,746	2,001	2,296	融资活动现金流	2,644	2,665	20	(1,067)	619
所得税	(200)	(228)	(259)	(298)	(344)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,057	1,319	1,488	1,703	1,952	净债务变动	3,144	3,264	676	(344)	1,430
少数股东权益	(3)	3	1	2	2	已派股息	(190)	(242)	(279)	(325)	(391)
股东净利润	1,054	1,322	1,489	1,704	1,954	其它	(309)	(357)	(377)	(398)	(420)
息税折旧摊销前利润	1,944	2,519	2,968	3,308	3,649	净现金流	688	(110)	1,936	822	2,582
息税前利润	1,608	1,971	2,331	2,630	2,922						
每股盈利(港币)	0.43	0.54	0.61	0.70	0.80						
每股股息(港币)	0.09	0.11	0.12	0.15	0.18						
资产负债表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	主要财务指标	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
总资产	19,022	24,440	26,602	28,213	31,884	增长率(%)					
流动资产	3,369	4,012	6,143	7,126	9,408	营业额	26.2	36.2	7.8	6.0	7.7
现金及现金等价物	1,770	1,704	3,662	4,526	7,144	毛利润	22.1	36.6	18.2	12.1	11.4
短期银行存款	46	47	48	50	51	经营利润	26.3	25.9	18.6	12.8	11.3
应收账款	1,374	1,976	2,127	2,232	2,378	息税折旧摊销前利润	31.7	22.7	13.8	11.5	10.3
存货	15	22	24	25	27	息税前利润	30.4	22.5	18.3	12.8	11.1
其它流动资产	164	263	282	293	308	股东净利润	18.1	25.5	12.7	14.4	14.6
非流动资产	15,653	20,428	20,459	21,087	21,976	每股盈利	18.7	25.4	12.2	14.4	14.6
固定资产净额	1,313	1,332	1,329	1,318	1,293	利润率(%)					
无形资产	10,498	13,317	13,684	14,497	15,513	毛利率	31.0	31.1	34.1	36.0	37.3
其它非流动资产	3,841	5,779	5,447	5,272	5,171	经营利润率	29.7	27.4	30.2	32.1	33.2
总负债	11,602	15,554	16,228	16,040	17,143	息税折旧摊销前利润	41.2	37.1	40.5	42.6	43.7
流动负债	2,307	3,180	5,839	3,180	3,334	息税前利润率	32.2	29.0	31.8	33.9	35.0
短期借款	823	1,424	3,944	1,170	1,170	股东净利润率	21.1	19.5	20.3	22.0	23.4
应付账款	1,419	1,699	1,834	1,945	2,094	净负债率(%)	103.9	129.6	97.5	72.3	52.9
其它流动负债	65	57	61	65	70	其他(%)					
非流动负债	9,296	12,374	10,389	12,861	13,809	实际税率	15.9	14.8	14.8	14.9	15.0
长期借款及可换股贷款	8,358	11,279	9,436	11,865	13,295	派息比率	19.8	19.8	20.0	21.0	22.0
其它非流动负债	938	1,094	953	995	1,014	已动资本回报率	6.3	6.2	7.2	6.8	6.8
权益总额	7,419	8,886	10,374	12,173	14,241	平均净资产收益率	16.3	16.9	16.1	15.7	15.3
股东权益	7,135	8,486	9,970	11,764	13,829	平均资产收益率	6.5	6.1	5.8	6.2	6.5
少数股东权益	285	400	404	408	413	利息覆盖倍数(倍)	4.6	4.7	4.0	4.2	4.7
权益及负债总额	19,022	24,440	26,602	28,213	31,884						
净现金/(负债)	(7,411)	(11,000)	(9,717)	(8,510)	(7,321)						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

粤丰环保(1381 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 公司资料、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2021/7/19	HK\$4.30	买入 (维持)	HK\$5.50
2	2021/8/24	HK\$4.29	买入 (维持)	HK\$5.80
3	2022/1/20	HK\$3.84	买入 (维持)	HK\$5.10
4	2022/3/22	HK\$3.51	买入 (维持)	HK\$5.12
5	2022/7/18	HK\$4.05	买入 (维持)	HK\$5.60

来源: 公司资料、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805