



中国最大民营垃圾焚烧发电企业

粵丰环保 2003 年成立，2014 年上市，是中国最大民营垃圾焚烧发电企业及广东省最大垃圾焚烧发电企业。公司垃圾发电项目 37 个，处理量 55,540 吨/天，覆盖广东、上海等 13 个省份。上实控股 363.HK 持股 19.5%，是公司战略合作伙伴。公司项目优质，运营参数业内领先；盈利质量高，在行业增速放缓期，业绩受建设服务波动影响小。垃圾焚烧发电行业电价补贴政策已明确，促进行业健康发展。根据彭博一致预期，公司 2022 年净利润 14.8 亿港元，目前股价对应 8.1 倍 2022 年 PE，股息率 2.5%。公司作为公用事业股份，具备防守性，股价有上行空间。

报告摘要

粵丰环保是中国最大民营垃圾焚烧发电企业。粵丰环保 2003 年成立，2014 年港交所主板上市，2016 年成为港股通标的。公司近 20 年高速发展，是中国最大民营垃圾焚烧发电企业及广东省最大垃圾焚烧发电企业，广东省内市占率约 20%。至 2022 年 8 月底，粵丰环保垃圾发电项目已签约 37 个，生活垃圾处理总签约量达 55,540 吨/天；其中已投运项目 28 个，运营中的生活垃圾设计处理量达 36,040 吨/天。公司业务覆盖广东、四川、上海等 13 个省份，其中广东省项目占公司设计处理能力 48%。上海实业控股 363.HK 在 2017 年投资粵丰环保，目前持股量 19.5%，是公司的战略合作伙伴，在合力拓展垃圾焚烧发电市场。公司还凭借主营业务优势开拓环境卫生相关业务及综合智慧城市管理服务，包括智慧停车业务等。

布局优质垃圾焚烧发电项目，营运能力领先。公司运营参数优质：1) 项目单体规模大，规模效益显著，平均设计处理能力 1500 吨/天，部分项目规模超 2000 吨/天；2) 项目主要布局于经济发达地区，垃圾处理费高，平均垃圾处理费 85 元/吨，高于垃圾焚烧发电行业平均垃圾处理费 77 元/吨；3) 平均入炉垃圾吨发电量达 380 度，厂用电率 13.5%，领先行业。公司运营服务毛利率维持在 45~50% 以上，业内领先。

毛利以营运服务贡献为主，公司业绩受建设服务波动影响小。粵丰环保盈利质量高，2022H1 运营服务及轻资产业务贡献公司毛利 70%，建设服务毛利占 25%。建设服务毛利占比低于同业平均（40% 以上）。建设服务毛利是根据 BOT 会计准则确认，是非现金收入，由公司资本支出及建设服务毛利率（粵丰环保约 15%）决定。中国垃圾焚烧发电行业“十三五”CAGR 超 20%，预期“十四五”行业 CAGR 降到 10% 以下。行业增速放缓，业内公司在建项目量减少，资本支出下降，从而建设服务收入及毛利降低。粵丰环保建设服务毛利贡献小，整体业绩受建设服务波动影响小，建设高峰期后，公司业绩能维持稳健增长。公司将更专注项目运营，减少资本支出，现金流状况逐步改善。

电价补贴政策明晰，指引行业健康发展。《2021 年生物质发电项目建设工作方案》下发后，市场关心的电价补贴政策明确。垃圾焚烧发电项目分为非竞争配置及竞争配置两类。非竞争配置项目仍按照 0.65 元/度的标杆电价结算（部分项目按并网日期补贴“央地分摊”）；竞争性配置项目的电价可能下调。粵丰环保 37 个项目中，27 个已在 2021 年底并网，是非竞争配置项目。其余 10 个总设计处理量 1.4 万吨/天的项目是竞争配置项目。2022H1 山西临汾项目投运，是公司第一个竞争配置项目。通过竞争配置，临汾项目上网电价为 0.63 元/度，较原标杆电价低 3%，项目整体回报率变化不大。政策明晰，增进公司拓展项目信心，利好行业健康发展。

投资建议：公司过去多年维持较快速增长。2018-22 年，收入 CAGR 达 27%，净利润 CAGR 超 20%。2022H1 在疫情干扰下，公司收入增长 52.5% 至 41 亿港元，净利润增长 25.6% 至 7.7 亿港元，港股上市同业公司中增速最快。公司派息比率 20%。根据彭博一致预期，公司 2022 年净利润 14.8 亿港元，目前股价对应 2022 年 8.1 倍预测 PE，股息率 2.5%。公司作为公用事业股份，具备防守性，股价有上行空间。

风险提示：项目拓展能力低于预期；补贴应收账款回收较慢；环保及原材料成本上升

公司动态分析

证券研究报告

环保行业

投资评级： 未有

目标价格： 未有

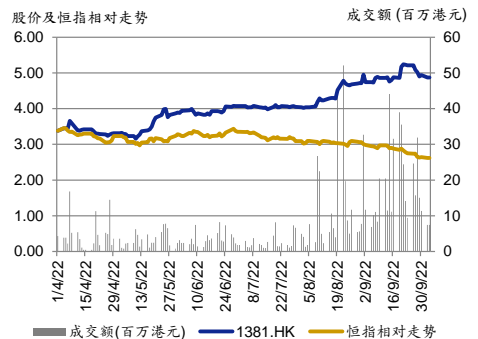
现价 (2022-10-5): 4.90 港元

总市值(百万港元)	11,953.75
流通市值(百万港元)	11,953.75
总股本(百万股)	2,439.54
流通股本(百万股)	2,439.54
12 个月低/高(港元)	3.12/5.3
平均成交(百万港元)	11.55

股东结构

李咏仪女士及家族	55%
上海实业控股	19.5%
Olympus	5.7%
其他	19.8%
总共	100.0%

股价表现



	%	一个月	三个月	十二个月
相对收益		-4.05	6.66	15.81
绝对收益		3.38	21.59	13.95

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 环保行业分析师

+852-22131410

lilianluo@eif.com.hk

1. 粤丰环保：中国最大民营垃圾焚烧发电企业

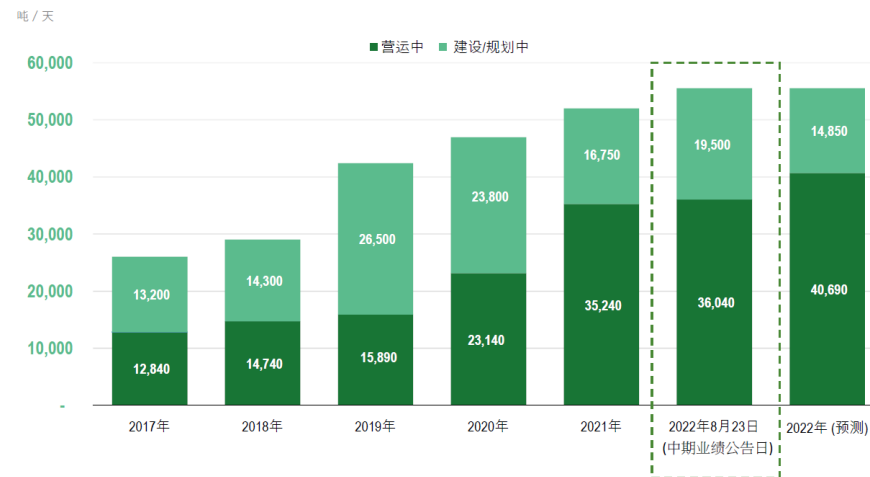
粤丰环保是中国最大民营垃圾焚烧发电企业。粤丰环保 2003 年成立，2014 年港交所主板上市，2016 年成为港股通标的。公司历经近 20 年高速发展，已成为中国最大民营垃圾焚烧发电企业及广东省最大垃圾焚烧发电企业。至 2022 年 8 月底，粤丰环保垃圾发电项目已签约 37 个，生活垃圾处理总签约量达 55,540t/d。

图 1：粤丰环保发展历程



资料来源：公司资料、安信国际

图 2：粤丰环保垃圾处理规模 2017-22 年快速增长



资料来源：公司资料、安信国际

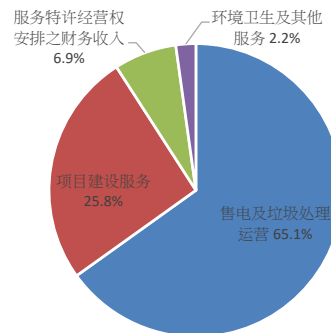
图 3：粤丰环保垃圾焚烧处理项目主要分布在广东省

省份	项目数量	每日城市生活垃圾总处理能力 (吨)	百分比
广东	17	26,790	48.3%
广西	2	2,550	4.6%
贵州	2	2,250	4.1%
江西	1	800	1.4%
四川	2	5,000	9.0%
山东	2	3,000	5.4%
山西	1	1,200	2.2%
河北	3	2,850	5.1%
云南	2	2,000	3.6%
上海	1	3,800	6.8%
江苏	2	2,050	3.7%
辽宁	1	2,250	4.0%
湖南	1	1,000	1.8%
合计	37	55,540	100%

资料来源：公司资料、安信国际

粤丰环保毛利以营运服务贡献为主，公司业绩受建设服务波动影响小。粤丰环保盈利质量高，2022H1 运营服务及轻资产业务贡献公司毛利 70%，建设服务毛利占 25%。建设服务毛利占比低于同业平均（40%以上）。建设服务毛利是根据 BOT 会计准则确认，是非现金收入，由公司资本支出及建设服务毛利率决定。中国垃圾焚烧发电行业“十三五”CAGR 超 20%，预期“十四五”行业 CAGR 降到 10% 以下。行业增速放缓，业内公司在建项目量减少，资本支出下降，从而建设服务收入及毛利降低。粤丰环保建设服务毛利贡献小，整体业绩受建设服务波动影响小，建设高峰期后，公司业绩能维持稳健增长。公司将更专注项目运营，减少资本支出，现金流状况逐步改善。

图 4：2022H1 各业务毛利贡献占比



资料来源：公司资料、安信国际

垃圾焚烧发电行业政策明晰，指引行业健康发展。随着《2021 年生物质发电项目建设工作方案》正式下发，市场关心的垃圾焚烧发电电价补贴政策已明确。垃圾焚烧发电项目分为非竞争配置及竞争配置两类。非竞争配置项目仍按照 0.65 元/度的标杆电价结算（部分项目按并网日期补贴采取“央地分摊”）。竞争性配置项目的电价可能有一定下调。政策明晰，增进业内企业拓展项目信心，利好行业健康发展。

图 5：垃圾焚烧发电项目补贴政策

垃圾焚烧发电项目并网时间点	补贴政策
2020年1月20日前	如常获得国家补贴
2020年1月20日至2020年9月10日	2020 年 1 月 20 日（含）以后当年全部机组建成并网但未纳入 2020 年补贴范围的项目及 2020 年底前开工且 2021 年底前全部机组建成并网的项目 2020 年 9 月 11 日前全部机组并网项目的补贴资金全部由中央承担
2020年9月11日至2021年12月31日	2020 年 9 月 11 日（含）以后全部机组 并网项目的补贴资金实行央地分担 中央补贴资金安排 2021 年生物质发电中央补贴资金总额为人民币 25 亿元
2022年1月1日起	未纳入 2021 年中央补贴范围的竞争配置项目，参加次年竞争配置

资料来源：公司资料、安信国际

估值在行业内属较高，但上半年是行业内增速最快企业。2018-22 年，公司营业收入 CAGR 达 27%，净利润 CAGR 超过 20%。在行业内增速领先。2022H1 即使在疫情影响下，公司营业收入同比增长 52.5% 至 41 亿港元，净利润同比增长 25.6% 至 7.7 亿港元。2022H1 公司业绩在港股上市同业公司中增速最快，体现了公司抗风险的能力。同时，公司盈利质量高，建造服务贡献公司毛利约 25%，低于同业水平。我们认为公司优秀的增长潜力，高盈利质量，及稳定派息政策，公司当有高于港股同业的估值水平。

图表6：同业估值比较 - 港股上市固废处理企业

股份名称	代码	市值		最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
		百万元	元		Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
垃圾焚烧发电																					
粤丰环保	3989 HK Equity	11,954	4.9	12/2021	9.0	7.7	6.9	6.4	25.3	16.5	11.4	7.9	2.45	2.61	2.92	1.41	1.18	1.02	129.7	17.5	6.08
光大环境	257 HK Equity	20,149	3.28	12/2021	3.0	3.2	3.1	3.0	13.1	-6.3	3.6	2.0	9.15	9.82	10.12	0.39	0.36	0.33	161.9	11.5	2.98
绿色动力	1330 HK Equity	8,221	2.44	12/2021	4.4	3.6	3.3	3.0	16.3	24.0	9.7	7.4	4.80	n/a	n/a	0.47	0.42	0.38	150.3	11.7	3.62
首创环境	1381 HK Equity	2,273	0.159	12/2021	4.0	n/a	n/a	n/a	9.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.33	n/a	n/a	199.1	8.1	2.09
北京控股环境集团	154 HK Equity	615	0.41	12/2021	2.3	n/a	n/a	n/a	104.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.17	n/a	n/a	2.6	7.6	2.49
危废及其他固废																					
东江环保	895 HK Equity	4,669	2.44	12/2021	12.3	20.1	11.1	7.9	-47.1	-38.9	81.8	40.0	2.62	1.72	2.98	0.42	0.42	0.41	85.6	1.5	0.61
中国光大绿色环保	1257 HK Equity	3,099	1.5	12/2021	2.8	4.2	3.5	3.0	-26.1	-33.9	20.6	16.4	5.07	4.87	5.87	0.23	0.22	0.21	131.4	5.7	1.95
中国海螺创业控股有限	586 HK Equity	23,750	13.1	12/2021	2.9	4.0	3.6	3.1	-3.7	-28.3	12.9	15.9	5.34	2.95	3.12	0.48	0.46	0.41	22.2	43.7	27.78
中国海螺环保控股有限	587 HK Equity	7,910	4.33	12/2021	12.3	10.2	7.0	6.9	n/a	20.3	45.5	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a	2.38	1.87	99.0	33.3	9.33
新宇环保	436 HK Equity	546	0.18	12/2021	13.5	n/a	n/a	n/a	-45.9	n/a	n/a	n/a	2.17	n/a	n/a	0.52	n/a	n/a	-8.9	2.6	1.49

注：*净负债比率为负数代表净现金
数据来源：彭博

2. 风险提示

- 1) 优质项目拓展能力低于预期；
- 2) 可再生能源补贴相关应收账款回收速度慢于预期；
- 3) 环保成本上升；
- 4) 原材料成本上。

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010