

# 粤丰环保 (1381 HK)

## 2022 年中期业绩理想，发展模式渐趋稳健

2022 年上半年股东净利润同比上涨 25.6%

公司公布理想的 2022 年中期业绩，股东净利润同比上涨 25.6%至 7.7 亿元港币(下同)，主因：(一)在产能增长下，垃圾处理量同比上升 47.7%，垃圾处理费及电力销售收入分别同比上涨 38.6%及 26.7%至 12.1 亿及 5.6 亿元；(二)项目发展持续，建筑收入同比上涨 78.2%至 21.6 亿元。然而，毛利率同比下跌 5.6 个百分点至 30.3%，主因：(一)较低毛利率的建筑收入比重由去年上半年的 44.9%上升至 52.5%；(二)电力销售及垃圾处理分部毛利率下跌 5.5 个百分点，因为(1)原材料成本增加导致环保开支上升；(2)一些去年底投产项目于 2022 年上半年仍在试运中(见图表 1)。

**发展模式渐趋稳健，有助降低负债率及运营风险，提供派息比率上升空间**

经过多年成功扩张，按垃圾处理能力计算，粤丰环保已经成为全国最大的民营垃圾焚烧发电商及广东省最大的垃圾焚烧发电商。公司发展模式也渐趋稳健。这将有助降低负债率及运营风险，提供派息比率上升空间。按照公司目标，2022 年底垃圾处理能力将同比上涨 15.5%至 40,690 吨，但是升幅均分别少于 2020 及 2021 年的 45.6%及 52.3%同比增长率。2022 年资本开支也预计同比下跌 11.9%至约 30 亿元。

**温和上调盈利预测**

因应公司中期业绩及发展计划，我们调升发电量及垃圾处理量预测，但下降毛利率预测，最终分别温和上调 2022-2024 年股东净利润预测 0.8%、2.6%、3.8%(见图表 2 及 3)。

**轻微调升目标价，维持“买入”评级**

我们相应将目标价由 5.60 港元轻微上调至 5.70 港元，对应 8.0 倍 2023 年市盈率和 21.3% 上升空间。维“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 8 月 23 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	7,747	8,126	8,721
增长率 (%)	26.2	36.2	14.0	4.9	7.3
股东净利润	1,054	1,322	1,502	1,748	2,028
增长率 (%)	18.1	25.5	13.6	16.4	16.0
每股盈利 (港币)	0.43	0.54	0.62	0.72	0.83
市盈率 (倍)	10.8	8.6	7.6	6.6	5.7
每股股息 (港币)	0.09	0.11	0.12	0.15	0.18
股息率 (%)	1.8	2.3	2.6	3.2	3.9
每股净资产 (港币)	2.92	3.48	4.09	4.85	5.73
市净率 (倍)	1.61	1.35	1.15	0.97	0.82

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

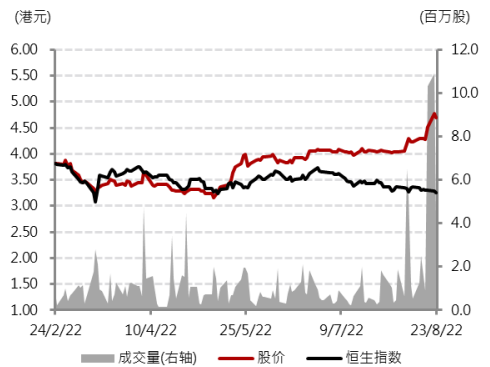
目标价：5.70 港元

股票资料 (更新至 2022 年 8 月 23 日)

现价	4.70 港元
总市值	11,465.84 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	5.75 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

20220719 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告：上半年产能稳健增长，全年运营有望优于预期半

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2022 年中期业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2021 年 上半年	2022 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
<b>营业额</b>	<b>2,695</b>	<b>4,112</b>	<b>52.5</b>	
- 电力销售	956	1,212	26.7	售电量同比上升 42.1%
- 垃圾处理费	402	557	38.6	垃圾处理量同比上升 47.7%
- BOT 建筑收入	1,211	2,158	78.2	
- BOT 财务收入	58	86	49.2	
- 环境卫生服务	69	99	44.5	
销售成本	(1,726)	(2,864)	65.9	
<b>毛利润</b>	<b>969</b>	<b>1,247</b>	<b>28.7</b>	毛利率由 36.0% 下跌至 30.3%
一般及行政费用	(218)	(264)	21.2	有效控制成本
其它收入	113	104	(7.6)	无害废弃物处理收入同比下跌 73.4% 至 657 万元港币
其它收益/(亏损)	17	(3)	不适用	2022 年上半年录得 337 万元港币汇兑损失
<b>经营利润</b>	<b>880</b>	<b>1,084</b>	<b>23.1</b>	
利息收入	7	8	17.8	
利息支出	(179)	(281)	57.3	
联营及合营公司业绩	33	106	221.0	广东麻涌项目于 2021 年第二季开始试运
<b>税前利润</b>	<b>742</b>	<b>917</b>	<b>23.7</b>	
税项	(122)	(134)	10.0	实质税率由 17.2% 下跌至 16.6%
<b>税后利润</b>	<b>620</b>	<b>783</b>	<b>26.4</b>	
少数股东权益	(4)	(9)	152.9	
<b>股东净利润</b>	<b>616</b>	<b>774</b>	<b>25.6</b>	
每股盈利 (港币)	0.25	0.32	25.6	
每股股息 (港币)	0.05	0.06	24.0	
<b>利润率 (%)</b>			<b>变动 (百分点)</b>	
毛利率	36.0	30.3	-5.6	低毛利率的建筑收入比重由 44.9% 上升至 52.5%
- 电力销售及垃圾处理	51.4	45.9	-5.5	(一) 原材料成本增加导致环保开支上升; (二) 一些去年底投产项目于 2022 年上半年仍在试运中
- BOT 建筑收入	16.5	14.9	-1.6	2022 年中山项目建设难度较低, 利润也因此下跌
- BOT 财务收入	100.0	100.0	0.0	
- 环境卫生服务	21.1	27.8	6.7	
经营利润率	32.7	26.4	-6.3	
股东净利润率	22.9	18.8	-4.0	
<b>经营表现</b>			<b>增长 (同比%)</b>	
售电量 (兆瓦时)	1,570,613	2,231,515	42.1	产销率同比下跌 1.0 个百分点至 86.5%
城市生活垃圾处理量 (千吨)	4,624	6,829	47.7	产能利用率由 113.5% 下跌至 108.4%
节约标准煤 (千吨)	466	658	41.2	
减排二氧化碳当量 (千吨)	2,608	5,043	93.4	

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 2：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)
<b>发电</b>						
售电量 (兆瓦时)	2,448,410	3,796,725	5,034,159	5,704,638	6,311,566	18.5
- 同比增长 (%)	18.7	55.1	32.6	13.3	10.6	
<b>垃圾处理</b>						
城市生活垃圾处理量 (千吨)	7,174	11,074	14,806	16,729	18,455	18.6
- 同比增长 (%)	21.4	54.3	33.7	13.0	10.3	

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 3：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	2024 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	2022 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
<b>营业额</b>	<b>7,322</b>	<b>7,763</b>	<b>8,358</b>	<b>7,747</b>	<b>8,126</b>	<b>8,721</b>	<b>5.8</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>
销售成本	(4,827)	(4,965)	(5,242)	(5,276)	(5,339)	(5,588)	9.3	7.5	6.6
<b>毛利润</b>	<b>2,495</b>	<b>2,798</b>	<b>3,116</b>	<b>2,471</b>	<b>2,787</b>	<b>3,133</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>0.6</b>
一般及行政费用	(549)	(578)	(618)	(550)	(553)	(584)	0.2	(4.5)	(5.5)
其它收入	242	248	251	256	260	262	5.8	4.7	4.3
其它收益/(亏损)	22	23	25	23	24	26	5.8	4.7	4.3
<b>经营利润</b>	<b>2,210</b>	<b>2,492</b>	<b>2,773</b>	<b>2,200</b>	<b>2,519</b>	<b>2,837</b>	<b>(0.4)</b>	<b>1.1</b>	<b>2.3</b>
利息收入	11	26	32	11	26	32	0.0	(0.5)	0.8
利息支出	(584)	(629)	(626)	(572)	(615)	(613)	(2.2)	(2.1)	(2.1)
联营及合营公司业绩	110	113	117	116	118	122	5.8	4.7	4.3
<b>税前利润</b>	<b>1,746</b>	<b>2,001</b>	<b>2,296</b>	<b>1,756</b>	<b>2,047</b>	<b>2,378</b>	<b>0.5</b>	<b>2.3</b>	<b>3.6</b>
税项	(259)	(298)	(344)	(254)	(299)	(350)	(1.7)	0.2	1.6
<b>税后利润</b>	<b>1,488</b>	<b>1,703</b>	<b>1,952</b>	<b>1,502</b>	<b>1,748</b>	<b>2,028</b>	<b>0.9</b>	<b>2.7</b>	<b>3.9</b>
少数股东权益	1	2	2	(0)	(0)	(0)	不适用	不适用	不适用
<b>股东净利润</b>	<b>1,489</b>	<b>1,704</b>	<b>1,954</b>	<b>1,502</b>	<b>1,748</b>	<b>2,028</b>	<b>0.8</b>	<b>2.6</b>	<b>3.8</b>
息税折旧摊销前利润	2,968	3,308	3,649	2,964	3,341	3,718	(0.1)	1.0	1.9
息税前利润	2,331	2,630	2,922	2,328	2,663	2,991	(0.1)	1.2	2.4
每股盈利 (港币)	0.61	0.70	0.80	0.62	0.72	0.83	0.8	2.6	3.8
每股股息 (港币)	0.12	0.15	0.18	0.12	0.15	0.18	0.8	2.6	3.8
<b>利润率 (%)</b>							<b>变动 (新/旧) (百分点)</b>		
毛利率	34.1	36.0	37.3	31.9	34.3	35.9	(2.2)	(1.7)	(1.4)
经营利润率	30.2	32.1	33.2	28.4	31.0	32.5	(1.8)	(1.1)	(0.7)
股东净利润率	20.3	22.0	23.4	19.4	21.5	23.3	(1.0)	(0.4)	(0.1)

来源：中泰国际研究部预测

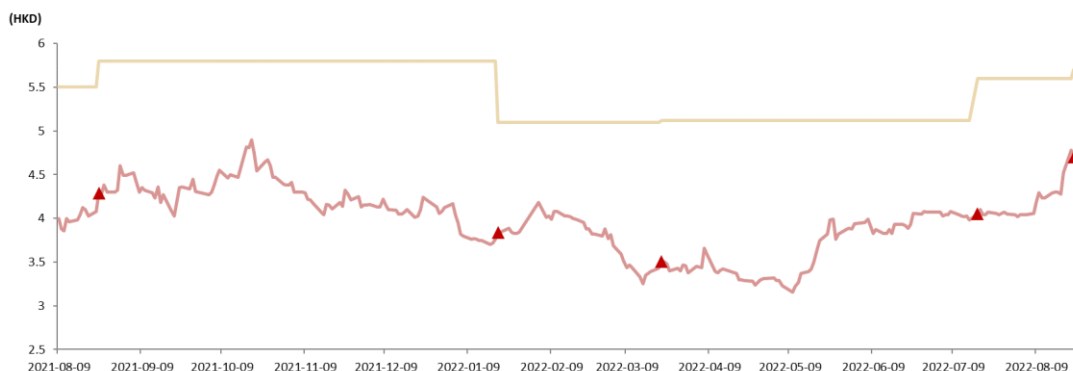
图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

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	7,747	8,126	8,721	经营活动现金流	(1,766)	(2,350)	2,240	2,271	2,390
销售成本	(3,443)	(4,684)	(5,276)	(5,339)	(5,588)	净利润	1,054	1,322	1,502	1,748	2,028
毛利润	1,545	2,110	2,471	2,787	3,133	折旧与摊销	445	636	637	678	727
一般及行政费用	(325)	(518)	(550)	(553)	(584)	营运资本变动	(740)	(1,082)	4,549	2,748	3,147
其他收入	212	238	256	260	262	建设收入(BOT 项目)	(2,705)	(3,515)	(3,465)	(3,262)	(3,311)
其它收益/(亏损)	48	32	23	24	26	其它	181	289	(982)	360	(201)
经营利润	1,479	1,863	2,200	2,519	2,837	投资活动现金流	(191)	(425)	(332)	(333)	(335)
利息净支出	(341)	(412)	(560)	(590)	(581)	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	116	118	122	其它	(122)	(311)	(221)	(222)	(223)
税前利润	1,257	1,547	1,756	2,047	2,378	融资活动现金流	2,644	2,665	11	(1,064)	607
所得税	(200)	(228)	(254)	(299)	(350)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,057	1,319	1,502	1,748	2,028	净债务变动	3,144	3,264	676	(344)	1,430
少数股东权益	(3)	3	(0)	(0)	(0)	已派股息	(190)	(242)	(288)	(323)	(403)
股东净利润	1,054	1,322	1,502	1,748	2,028	其它	(309)	(357)	(377)	(398)	(420)
息税折旧摊销前利润	1,944	2,519	2,964	3,341	3,718	净现金流	688	(110)	1,919	874	2,661
息税前利润	1,608	1,971	2,328	2,663	2,991						
每股盈利(港币)	0.43	0.54	0.62	0.72	0.83						
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	26,726	28,367	32,116	增长率(%)					
流动资产	3,369	4,012	6,267	7,281	10,140	营业额	26.2	36.2	14.0	4.9	7.3
现金及现金等价物	1,770	1,704	3,645	4,561	7,258	毛利润	22.1	36.6	17.1	12.8	12.4
短期银行存款	46	47	48	50	51	经营利润	26.3	25.9	18.1	14.5	12.6
应收账款	1,374	1,976	2,251	2,336	2,481	息税折旧摊销前利润	31.7	22.7	13.7	12.7	11.3
存货	15	22	25	26	28	息税前利润	30.4	22.5	18.1	14.4	12.3
其它流动资产	164	263	298	307	321	股东净利润	18.1	25.5	13.6	16.4	16.0
非流动资产	15,653	20,428	20,459	21,087	21,976	每股盈利	18.7	25.4	13.1	16.4	16.0
固定资产净额	1,313	1,332	1,329	1,318	1,293						
无形资产	10,498	13,317	13,684	14,497	15,513	利润率(%)					
其它非流动资产	3,841	5,779	5,447	5,272	5,171	毛利率	31.0	31.1	31.9	34.3	35.9
总负债	11,602	15,554	16,338	16,134	17,737	经营利润率	29.7	27.4	28.4	31.0	32.5
流动负债	2,307	3,180	5,949	3,274	3,428	息税折旧摊销前利润	41.2	37.1	38.3	41.1	42.6
短期借款	823	1,424	3,944	1,170	1,170	息税前利润率	32.2	29.0	30.0	32.8	34.3
应付账款	1,419	1,699	1,941	2,036	2,185	股东净利润率	21.1	19.5	19.4	21.5	23.3
其它流动负债	65	57	65	68	73						
非流动负债	9,296	12,374	10,389	12,861	14,309	净负债率(%)	103.9	129.6	97.5	71.7	51.6
长期借款及可换股贷款	8,358	11,279	9,436	11,865	13,295						
其它非流动负债	938	1,094	953	995	1,014	其他(%)					
权益总额	7,419	8,886	10,389	12,233	14,379	实际税率	15.9	14.8	14.5	14.6	14.7
股东权益	7,135	8,486	9,984	11,825	13,967	派息比率	19.8	19.8	20.0	21.0	22.0
少数股东权益	285	400	404	408	413	已动用资本回报率	6.3	6.2	7.2	7.0	7.1
权益及负债总额	19,022	24,440	26,726	28,367	32,116	平均净资产收益率	16.3	16.9	16.3	16.0	15.7
净现金/(负债)	(7,411)	(11,000)	(9,735)	(8,475)	(7,207)	平均资产收益率	6.5	6.1	5.9	6.3	6.7
						利息覆盖倍数(倍)	4.6	4.7	4.1	4.3	4.9

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	2021/8/24	HK\$4.29	买入 (维持)	HK\$5.80
2	2022/1/20	HK\$3.84	买入 (维持)	HK\$5.10
3	2022/3/22	HK\$3.51	买入 (维持)	HK\$5.12
4	2022/7/18	HK\$4.05	买入 (维持)	HK\$5.60
5	2022/8/23	HK\$4.70	买入 (维持)	HK\$5.70

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