

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

粤丰环保 (1381 HK)

运营优于期望，盈利符合预测

2022 年股东净利润同比上升 0.8%

公司 2022 年业绩符合预期。股东净利润同比增长 0.8% 至 13.33 亿元(港币, 下同), 与我们预测的 13.28 亿元相若。如扣除 1.1 亿元汇兑亏损, 盈利略胜预计。去年运营优于期望, 垃圾处理量及售电量分别同比上涨 26.4% 及 19.4% 至 13,994 千吨及 453 万兆瓦时, 高出我们预测 15.2% 及 9.7%。总收入同比增长 21.4% 至 82.47 亿元, 高于我们预测的 70.85 亿元 16.4%。毛利率同比下跌 0.4 个百分点至 30.7%, 仅因为(一)毛利率较低的建造业务(2022 年毛利率 15.2%)的收入占比由 51.7% 上升至 52.9%; (二)去年试运营的垃圾焚烧发电项目的毛利率较低, 售电及垃圾处理毛利率同比下跌 3.6 个百分点至 46.3%。

新增产能放缓, 助力提升毛利率

业务经过多年扩大后, 公司转向产能增长放缓。2022 年 4 个垃圾焚烧发电项目新增投产, 每日垃圾处理能力合共为 6,650 吨, 包括山西临汾(800 吨)、四川达州(1,200 吨)、上海宝山(3,800 吨)、江苏泰州(850 吨)。累计每日垃圾处理能力同比上涨 18.9% 至 41,890 吨。公司目标 2023 年新增 1,800 吨产能投产, 累计每日垃圾处理能力同比仅上升 4.3% 至 43,690 吨。产能增长减慢导致建造收入下降。我们预计 2023-24 年建造收入分别同比下跌 29.2% 及 13.2% 至 30.9 亿及 26.8 亿元, 收入占比由 2022 年的 52.9% 收缩至 41.1% 及 35.0%。由于建造收入利润率低, 预计总毛利率由 2022 年的 30.7% 上升至 2023 年的 36.5% 及 2024 年的 39.1%。

扩大轻资产业务

另一方面, 公司正在扩大轻资产业务, 包括环境卫生、综合智慧城市管理服务。智能停车管理是其中一项综合智慧城市管理服务。公司以特许经营或合资模式与地方政府/企业合作, 负责向车主收取停车费, 并获取其中分成。轻资产业务收入 2022 年仅为 2.3 亿元, 总收入占比为 2.8%。我们预期未来可较快增长, 长远有望成为公司新的收入来源。我们预计 2023-24 年相关收入将分别同比增长 30.0% 及 25.0% 至 3.0 亿及 3.7 亿元, 收入占比上升至 3.9% 及 4.8%。

派息比率上升, 重申“买入”评级

由于新增产能增长放缓及扩大轻资产业务, 公司资本开支需求下跌, 有利于公司提高派息率。我们预计派息比率将由 2022 年的 19.9% 上升至 2023 年的 21.0% 及 2024 年的 22.0%。考虑到建造收入下跌, 我们分别下调 2023-24 年股东净利润 0.9% 及 10.7%。根据 7.5 倍 2023 年目标市盈率, 我们相应将目标价由 5.50 港元轻微下调至 5.10 港元, 对应 30.4% 上升空间。维持“买入”评级。

更新报告

评级: 买入

目标价: 5.10 港元

股票资料 (更新至 2023 年 3 月 23 日)

现价	3.91 港元
总市值	9,538.61 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	3.12-5.30 港元
3 个月日均成交额	3.61 百万 港元
主要股东	李咏怡及关连人士 (占 54.82%) 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

20230117 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告: 去年运营平稳发展, 未来可望加快增长

20220824 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告: 2022 年中期业绩理想, 发展模式渐趋稳健

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

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 2023 年 3 月 23 日）

年结:12 月 31 日	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测
收入	4,988	6,795	8,247	7,503	7,660
增长率 (%)	26.2	36.2	21.4	(9.0)	2.1
股东净利润	1,054	1,322	1,333	1,649	1,843
增长率 (%)	18.1	25.5	0.8	23.7	11.7
每股盈利 (港币)	0.43	0.54	0.55	0.68	0.76
市盈率 (倍)	9.0	7.2	7.1	5.8	5.2
每股股息 (港币)	0.09	0.11	0.11	0.14	0.17
股息率 (%)	2.2	2.8	2.8	3.6	4.2
每股净资产 (港币)	2.92	3.48	3.57	3.73	3.93
市净率 (倍)	1.34	1.12	1.10	1.05	0.99

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1：2022 年业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2021 年 实际	2022 年 实际	增长 (同比%)	2022 年 中泰国际预测	实际与估计之差 (%)	中泰国际评论
营业额	6,795	8,247	21.4	7,085	16.4	垃圾处理量及售电量高于预期
销售成本	(4,684)	(5,718)	22.1	(4,844)	18.0	
毛利润	2,110	2,529	19.8	2,242	12.8	毛利率由 31.1% 下跌至 30.7%
一般及行政费用	(518)	(580)	12.0	(490)	18.4	支出占比由 7.6% 下跌至 7.0%
其它收入	238	216	(9.2)	234	(7.7)	
其它收益/(亏损)	32	(108)	不适用	21	不适用	2022 年录得 1.1 亿元港币汇兑亏损
经营利润	1,863	2,057	10.4	2,007	2.5	
利息收入	12	15	22.3	11	27.0	
利息支出	(423)	(614)	45.1	(572)	7.5	
联营及合营公司业绩	96	190	96.8	106	78.7	
税前利润	1,547	1,647	6.4	1,553	6.1	
税项	(228)	(287)	25.9	(224)	28.2	实质税率由 15.7% 上升至 19.7%
税后利润	1,319	1,359	3.1	1,328	2.3	
少数股东权益	3	(27)	不适用	(0)	21,711.5	
股东净利润	1,322	1,333	0.8	1,328	0.3	
每股盈利 (港币)	0.54	0.55	0.9	0.54	0.8	
每股股息 (港币)	0.11	0.11	0.9	0.11	0.1	分红比率持平
利润率 (%)			变动 (百分点)		实际与估计之差 (百分点)	
毛利润率	31.1	30.7	-0.4	31.6	-1.0	(一)较低毛利率的建造收入占比由 51.7% 上升至 52.9%; (二)去年试运营的垃圾焚烧发电项目的毛利率较低
经营利润率	27.4	24.9	-2.5	28.3	-3.4	
股东净利润率	19.5	16.2	-3.3	18.7	-2.6	
经营表现			增长 (同比%)		实际与估计之差 (%)	
城市生活垃圾处理量 (千吨)	11,074	13,994	26.4	12,148	15.2	
售电量 (兆瓦时)	3,796,725	4,532,048	19.4	4,130,312	9.7	

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 实际	2023 年 预测	2024 年 预测
发电					
售电量(兆瓦时)	2,448,410	3,796,725	4,532,048	5,224,660	5,768,934
- 同比增长(%)	18.7	55.1	19.4	15.3	10.4
垃圾处理					
城市生活垃圾处理量(千吨)	7,174	11,074	13,994	15,832	16,967
- 同比增长(%)	21.4	54.3	26.4	13.1	7.2

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

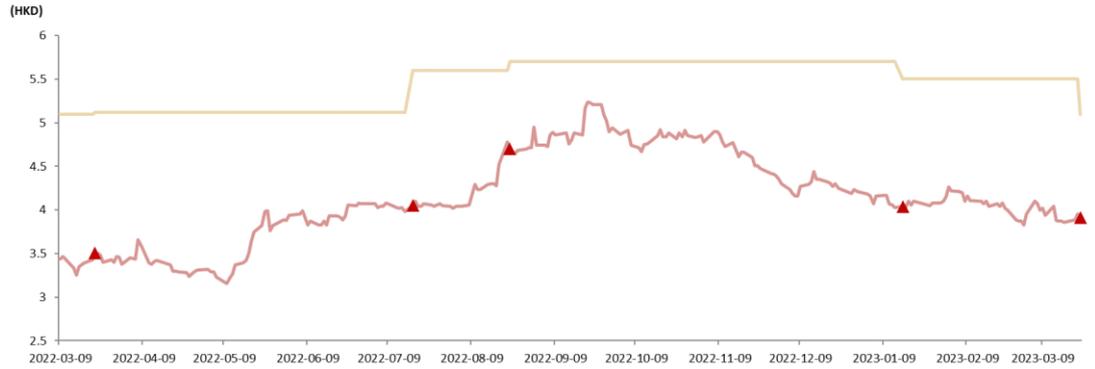
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	现金流量表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 估计	2023 年 预测	2024 年 预测
营业额	4,988	6,795	8,247	7,503	7,660	经营活动现金流	(1,766)	(2,350)	(248)	(144)	1,951
销售成本	(3,443)	(4,684)	(5,718)	(4,763)	(4,665)	净利润	1,054	1,322	1,333	1,649	1,843
毛利润	1,545	2,110	2,529	2,740	2,994	折旧与摊销	445	636	668	724	727
一般及行政费用	(325)	(518)	(580)	(514)	(498)	营运资本变动	(740)	(1,082)	299	(487)	(25)
其他收入	212	238	216	225	230	建设收入(BOT 项目)	(2,705)	(3,515)	(4,361)	(3,087)	(2,681)
其它收益/(亏损)	48	32	(108)	23	23	其它	181	289	1,813	1,057	2,087
经营利润	1,479	1,863	2,057	2,473	2,749	投资活动现金流	(191)	(425)	(332)	(278)	(223)
利息净支出	(341)	(412)	(600)	(613)	(650)	资本性支出净额	(69)	(114)	(111)	(93)	(74)
应占联营和合营公司利润	118	96	190	173	176	其它	(122)	(311)	(221)	(185)	(149)
税前利润	1,257	1,547	1,647	2,033	2,275	融资活动现金流	2,644	2,665	209	(354)	(1,870)
所得税	(200)	(228)	(287)	(353)	(399)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,057	1,319	1,359	1,679	1,877	净债务变动	3,144	3,264	878	356	(1,070)
少数股东权益	(3)	3	(27)	(30)	(34)	已派股息	(190)	(242)	(293)	(312)	(380)
股东净利润	1,054	1,322	1,333	1,649	1,843	其它	(309)	(357)	(377)	(398)	(420)
息税折旧摊销前利润	1,944	2,519	2,929	3,382	3,657	净现金流	688	(110)	(371)	(775)	(142)
息税前利润	1,608	1,971	2,261	2,658	2,930						
每股盈利(港币)	0.43	0.54	0.55	0.68	0.76						
每股股息(港币)	0.09	0.11	0.11	0.14	0.17						
资产负债表	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	主要财务指标	2020 年 实际	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测
总资产	19,022	24,440	25,820	26,339	25,844	增长率(%)					
流动资产	3,369	4,012	4,479	3,275	3,221	营业额	26.2	36.2	21.4	(9.0)	2.1
现金及现金等价物	1,770	1,704	1,810	622	515	毛利润	22.1	36.6	19.8	8.3	9.3
短期银行存款	46	47	125	128	132	经营利润	26.3	25.9	10.4	20.3	11.1
应收账款	1,374	1,976	2,193	2,210	2,256	息税折旧摊销前利润	31.7	22.7	12.3	15.5	8.1
存货	15	22	31	25	25	息税前利润	30.4	22.5	14.7	17.5	10.3
其它流动资产	164	263	320	290	292	股东净利润	18.1	25.5	0.8	23.7	11.7
非流动资产	15,653	20,428	21,341	23,064	22,623	每股盈利	18.7	25.4	0.8	23.2	11.7
固定资产净额	1,313	1,332	1,159	1,318	1,293	利润率(%)					
无形资产	10,498	13,317	14,570	15,815	15,513	毛利率	31.0	31.1	30.7	36.5	39.1
其它非流动资产	3,841	5,779	5,613	5,931	5,817	经营利润率	29.7	27.4	24.9	33.0	35.9
总负债	11,602	15,554	16,816	16,939	15,949	息税折旧摊销前利润	41.2	37.1	35.5	45.1	47.7
流动负债	2,307	3,180	3,836	3,112	3,153	息税前利润率	32.2	29.0	27.4	35.4	38.3
短期借款	823	1,424	1,744	1,170	1,170	股东净利润率	21.1	19.5	16.2	22.0	24.1
应付账款	1,419	1,699	2,015	1,879	1,919	净负债率(%)	103.9	129.6	135.3	146.4	128.8
其它流动负债	65	57	78	63	64	其他(%)					
非流动负债	9,296	12,374	12,980	13,826	12,796	实际税率	15.9	14.8	17.5	15.7	19.7
长期借款及可换股贷款	8,358	11,279	11,839	12,768	11,698	派息比率	19.8	19.8	19.8	19.8	19.9
其它非流动负债	938	1,094	1,142	1,058	1,098	已动资本回报率	6.3	6.2	6.3	6.2	6.1
权益总额	7,419	8,886	9,004	9,400	9,895	平均净资产收益率	16.3	16.9	16.3	16.9	15.5
股东权益	7,135	8,486	8,703	9,096	9,588	平均资产收益率	6.5	6.1	6.5	6.1	5.3
少数股东权益	285	400	301	304	307	利息覆盖倍数(倍)	4.6	4.7	4.6	4.7	3.7
权益及负债总额	19,022	24,440	25,820	26,339	25,844						
净现金/(负债)	(7,411)	(11,000)	(11,772)	(13,317)	(12,353)						

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	2022/3/22	HK\$3.51	买入 (维持)	HK\$5.12
2	2022/7/18	HK\$4.05	买入 (维持)	HK\$5.60
3	2022/8/23	HK\$4.70	买入 (维持)	HK\$5.70
4	2023/1/16	HK\$4.04	买入 (维持)	HK\$5.50
5	2023/3/23	HK\$3.91	买入 (维持)	HK\$5.10

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（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，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直接或间接责任，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。中泰国际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、财务状况、风险偏好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