

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

粤丰环保 (1381 HK)

新增轻资产业务有望加快发展

东莞调研：垃圾焚烧发电 + 智慧停车业务

我们近日前往东莞拜访公司高管，并参观公司当地垃圾焚烧发电厂及实地了解智慧停车业务运作。此次调研后，我们作出以下判断：(一)核心业务垃圾焚烧发电将会稳健发展。由于建设/规划中项目减少，利润率较低的建设收入因此下跌，然而公司利润率反弹。此外，未来资本开支可望减少，有利公司提升分红比率。(二)今年一季度工商行业活动恢复，可支持垃圾处理量增长。(三)公司加快多元化发展，扩大收入来源，力拓垃圾焚烧发电以外的轻资产业务，例如智慧城市管理服务(包括智慧停车)、环境卫生服务、工业固废/危废处理、填埋场整治。(四)智能停车业务收入占比目标在未来 3 至 5 年内达到 10.0%(注：2022 年智能停车及其他轻资产收入占比合共为 2.8%，金额为 2.3 亿港元)。

智慧停车业务的蓝海市场

智能停车业务是其中一项综合智能城市管理服务。凭借垃圾焚烧发电业务所建立的关系，公司以(一)BOT 模式(年期约为 8-15 年)、(二)委托运营模式、或(三)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。公司建立智慧停车数据管理系统，并通过智能巡检车及埋地式无线地磁传感器，实时监控停车位的使用情况。整项运作具备不少优点：(1)确保车主顺利到位；(2)停车收费准确；(3)缓解高峰排队，杜绝舞弊贪款；(4)提升车位利用率，解决资源浪费问题；(5)通过大数据分析，为静态交通规划提供决策支持。

根据行业数据，2016-20 年全国道路停车智能化地区及运营泊位数目的年均增长率分别为 31.7%及 34.2%。截至 2020 年 11 月，智能化停车运营项目覆盖全国 283 个市县，涉及 92 万个收费泊位。公司预计全国可市场化的泊位数目可达到 920 万个，换言之已经市场化的泊位仅达到 10.0%，增长潜力庞大。

智能停车业务利润增长可期

2022 年公司已经在广东、河北及安徽省三地参与智能停车业务，覆盖 45,000 个以上停车位。基于公司的 10%收入占比目标，我们不排除智能停车业务利润可在未来 5 年内达到 1 亿元人民币的可能性。

重申“买入”评级

我们维持垃圾焚烧发电运营预测，预计 2023-24 年垃圾处理量分别同比增长 13.1%及 7.2%至 15,832 及 16,967 千吨。同期售电量将分别同比上升 15.3%及 10.4%至 522 万及 577 兆瓦时(见图表 7)。

更新了去年现金流数字后，我们皆轻微上调 2023-24 年股东净利润预测 0.2%。我们重申 5.10 港元目标价，对应 7.5 倍 2023 年目标市盈率及 25.0%上升空间。“买入”评级不变。

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。

更新报告

评级：买入

目标价：5.10 港元

股票资料 (更新至 2023 年 4 月 26 日)

现价	4.08 港元
总市值	9,953.33 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	2.99 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

20230324 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告：运营优于期望，盈利符合预测

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

主要财务数据 (港币百万元) (更新至 2023 年 4 月 26 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	7,668
增长率 (%)	26.2	36.2	21.4	(9.0)	2.2
股东净利润	1,054	1,322	1,333	1,652	1,846
增长率 (%)	18.1	25.5	0.8	24.0	11.7
每股盈利 (港币)	0.43	0.54	0.55	0.68	0.76
市盈率 (倍)	9.4	7.5	7.4	6.0	5.4
每股股息 (港币)	0.09	0.11	0.11	0.14	0.17
股息率 (%)	2.1	2.6	2.7	3.5	4.1
每股净资产 (港币)	2.92	3.48	3.57	3.73	3.93
市净率 (倍)	1.40	1.17	1.14	1.09	1.04

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1：垃圾焚烧发电厂



来源：中泰国际研究部

图表 2：智能停车业务模式



来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：智能停车业务手机 App



来源：中泰国际研究部

图表 4：智能巡检车



来源：中泰国际研究部

图表 5：垃圾焚烧运营假设

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 6: 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 实际	2023 年 预测	2024 年 预测
营业额	4,988	6,795	8,247	7,503	7,668	经营活动现金流	(1,766)	(2,350)	(248)	(290)	(141)
销售成本	(3,443)	(4,684)	(5,718)	(4,763)	(4,661)	净利润	1,054	1,322	1,333	1,652	1,846
毛利润	1,545	2,110	2,529	2,740	3,008	折旧与摊销	445	636	813	834	909
一般及行政费用	(325)	(518)	(580)	(514)	(498)	营运资本变动	(740)	(1,082)	1,372	(487)	178
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	595	797	(394)
经营利润	1,479	1,863	2,057	2,473	2,762	投资活动现金流	(191)	(425)	(298)	(237)	(200)
利息净支出	(341)	(412)	(600)	(609)	(659)	资本性支出净额	(69)	(114)	(115)	(95)	(80)
应占联营和合营公司利润	118	96	190	173	176	其它	(122)	(311)	(184)	(142)	(120)
税前利润	1,257	1,547	1,647	2,037	2,280	融资活动现金流	2,644	2,665	809	333	299
所得税	(200)	(228)	(287)	(354)	(400)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,057	1,319	1,359	1,682	1,880	净债务变动	3,144	3,264	1,776	1,356	1,430
少数股东权益	(3)	3	(27)	(30)	(34)	已派股息	(190)	(242)	(293)	(312)	(381)
股东净利润	1,054	1,322	1,333	1,652	1,846	其它	(309)	(357)	(674)	(711)	(750)
息税折旧摊销前利润	1,944	2,519	3,074	3,496	3,861	净现金流	688	(110)	263	(194)	(42)
息税前利润	1,608	1,971	2,261	2,661	2,952						
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	27,341	29,415	增长率(%)					
流动资产	3,369	4,012	4,479	4,252	4,222	营业额	26.2	36.2	21.4	(9.0)	2.2
现金及现金等价物	1,770	1,704	1,810	1,599	1,513	毛利润	22.1	36.6	19.8	8.3	9.8
短期银行存款	46	47	125	128	132	经营利润	26.3	25.9	10.4	20.3	11.7
应收账款	1,374	1,976	2,193	2,210	2,258	息税折旧摊销前利润	31.7	22.7	17.9	13.7	10.4
存货	15	22	31	25	26	息税前利润	30.4	22.5	14.7	17.7	10.9
其它流动资产	164	263	320	290	292	股东净利润	18.1	25.5	0.8	24.0	11.7
非流动资产	15,653	20,428	21,341	23,089	25,193	每股盈利	18.7	25.4	0.8	23.5	11.7
固定资产净额	1,313	1,332	1,159	1,099	1,063						
无形资产	10,498	13,317	14,570	17,262	19,027	利润率(%)					
其它非流动资产	3,841	5,779	5,613	4,728	5,102	毛利率	31.0	31.1	30.7	36.5	39.2
总负债	11,602	15,554	16,816	17,939	19,514	经营利润率	29.7	27.4	24.9	33.0	36.0
流动负债	2,307	3,180	3,836	3,112	3,219	息税折旧摊销前利润	41.2	37.1	37.3	46.6	50.3
短期借款	823	1,424	1,744	1,170	1,170	息税前利润率	32.2	29.0	27.4	35.5	38.5
应付账款	1,419	1,699	2,015	1,879	1,982	股东净利润率	21.1	19.5	16.2	22.0	24.1
其它流动负债	65	57	78	63	66						
非流动负债	9,296	12,374	12,980	14,826	16,296	净负债率(%)	103.9	129.6	135.3	146.6	154.8
长期借款及可换股贷款	8,358	11,279	11,839	13,768	15,198						
其它非流动负债	938	1,094	1,142	1,058	1,098	其他(%)					
权益总额	7,419	8,886	9,004	9,403	9,900	实际税率	15.9	14.8	19.7	19.0	19.0
股东权益	7,135	8,486	8,703	9,099	9,593	派息比率	19.8	19.8	19.9	21.0	22.0
少数股东权益	285	400	301	304	307	已动资本回报率	6.3	6.2	6.1	6.8	7.0
权益及负债总额	19,022	24,440	25,820	27,341	29,415	平均净资产收益率	16.3	16.9	15.5	18.6	19.8
净现金/(负债)	(7,411)	(11,000)	(11,772)	(13,340)	(14,855)	平均资产收益率	6.5	6.1	5.3	6.2	6.5
						利息覆盖倍数(倍)	4.6	4.7	3.7	4.3	4.4

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	2022/7/18	HK\$4.05	买入 (维持)	HK\$5.60
2	2022/8/23	HK\$4.70	买入 (维持)	HK\$5.70
3	2023/1/16	HK\$4.04	买入 (维持)	HK\$5.50
4	2023/3/23	HK\$3.91	买入 (维持)	HK\$5.10
5	2023/4/26	HK\$4.08	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