

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

粤丰环保 (1381 HK)

轻资产业务重大突破，中标大型环卫长期项目

中标 32.6 亿元长期环卫合同

粤丰环保的轻资产业务实现重大突破。今年 6 月底公司宣布中标以 TOT(转让-运营-移交)模式运营的河北省曲阳县环卫项目，年期 25 年，合同总额为 32.6 亿元人民币。

推进环卫收入增长目标

公司于 2022 年运营 18 个环卫一体化项目，覆盖广东、广西、四川、河北等地。环卫及其他轻资产业务收入占总收入比例为 2.8%(注：公司没有单独披露环卫收入)。此次项目中标助力公司推进其环卫收入占比在未来 3-5 年内达到 10%的目标。

刚中标的项目涉及曲阳县城区 268 万平方米的道路清扫保洁、建成区(含 163 个小区)生活垃圾的收集和清运、17 个城中村的道路清扫保洁、18 个乡镇的城乡环卫一体化实施，以及全县的生活垃圾压缩转运及处置。

此项目年期远长于市场的一般 3 至 6 年期安排，保证了长期稳定收入。基于 25 年期，预计项目每年平均收入达到 1.3 亿元人民币，约等于公司 2022 年轻资产业务(含环卫)收入 2.3 亿港元(约 2.1 亿元人民币)的 62.8%。假设项目今年内开始运营，今明两年轻资产业务收入将会大幅增长

核心业务稳健发展，却可助力毛利率上升

由于发展已具规模，公司的核心业务垃圾焚烧发电将会稳健发展，建设/规划中项目也会减少。我们因此预期建设收入占比由 2022 年的 52.9%分别下跌至 2023-2025 年的 37.0%、31.9%、24.0%，相反同期垃圾发电运营收入占比由 42.3%增加至 57.5%、61.8%、68.7%。由于建设收入的毛利率一向较低，相等于运营毛利率的约三分之一，因此预计同期公司整体毛利率由 30.7%上涨至 37.8%、40.0%、43.2%。

近月汇率及利率波动对盈利料有不利影响

公司近月受到以下外部因素影响：(一)公司财务报表以港币结算，盈利难免会暂时受到近月人民币汇率波动影响。港元兑人民币汇率由年初的 1:0.86 水平上升至一度最高的 1:0.92 水平；(二)港元利率上升也会增加公司财务支出。港元最优惠利率由去年的 5.00%上升至近期的 5.75%。截至 2022 年底，28.1%的借贷是港元债，预计港元利率波动将增加公司财务支出。

因应近期股价上升，调整评级至“增持”

综合考虑汇率和利率波动影响及更新运营假设后，我们分别调低 2023-2024 年股东净利润预测 15.7%和 19.1%，并新增 2025 年预测。按 7.5 倍 2024 年目标市盈率，我们相应将目标价由 5.10 港元降低至 4.60 港元，对应 13.6%上升空间。由于近期股价上升，上升空间收窄，我们因此将评级由“买入”下调至“增持”。

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：增持

目标价：4.60 港元

股票资料 (更新至 2023 年 7 月 14 日)

现价	4.05 港元
总市值	9,880.15 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	3.44-5.30 港元
3 个月日均成交额	2.26 百万 港元
主要股东	李咏怡及关联人士 (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

20230427 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告：新增轻资产业务有望加快发展

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

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 7 月 14 日)

年结:12 月 31 日	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	6,795	8,247	6,839	6,811	6,655
增长率 (%)	36.2	21.4	(17.1)	(0.4)	(2.3)
股东净利润	1,322	1,333	1,393	1,494	1,653
增长率 (%)	25.5	0.8	4.5	7.3	10.6
每股盈利 (港币)	0.54	0.55	0.57	0.61	0.68
市盈率 (倍)	7.4	7.4	7.1	6.6	6.0
每股股息 (港币)	0.11	0.11	0.12	0.13	0.15
股息率 (%)	2.7	2.7	3.0	3.3	3.8
每股净资产 (港币)	3.48	3.57	3.64	3.97	4.34
市净率 (倍)	1.16	1.14	1.11	1.02	0.93

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1：垃圾焚烧运营假设

年结: 12 月 31 日	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	复合年增长率(%) (2022-2025 年)
发电						
售电量(兆瓦时)	3,796,725	4,532,048	5,075,965	5,400,125	5,817,198	8.7
- 同比增长(%)	55.1	19.4	12.0	6.4	7.7	
垃圾处理						
城市生活垃圾处理量(千吨)	11,074	13,994	15,618	16,464	17,365	7.5
- 同比增长(%)	54.3	26.4	11.6	5.4	5.5	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 2：垃圾焚烧发停车业务模式

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	旧预测		新预测		变动 (新/旧) (%)	
	2023 年 预测	2024 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测
营业额	7,503	7,668	6,839	6,811	(8.9)	(11.2)
毛利润	2,740	3,056	2,584	2,728	(5.7)	(10.7)
经营利润	2,473	2,768	2,296	2,449	(7.1)	(11.5)
税前利润	2,037	2,280	1,714	1,842	(15.9)	(19.2)
股东净利润	1,652	1,846	1,393	1,494	(15.7)	(19.1)
息税折旧摊销前利润	3,496	3,861	3,306	3,465	(5.4)	(10.2)
息税前利润	2,661	2,952	2,472	2,618	(7.1)	(11.3)
每股盈利 (港币)	0.68	0.76	0.57	0.61	(16.0)	(19.4)
每股股息 (港币)	0.14	0.17	0.12	0.13	(14.4)	(20.7)
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
毛利率	36.5	39.2	37.8	40.0	1.3	0.8
经营利润率	33.0	36.0	33.6	35.9	0.6	(0.1)
股东净利润率	22.0	24.1	20.4	21.9	(1.6)	(2.2)

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	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
营业额	6,795	8,247	6,839	6,811	6,655	经营活动现金流	(2,350)	(248)	(24)	2,200	3,787
销售成本	(4,684)	(5,718)	(4,255)	(4,083)	(3,783)	净利润	1,322	1,333	1,393	1,494	1,653
毛利润	2,110	2,529	2,584	2,728	2,872	折旧与摊销	636	813	834	848	142
一般及行政费用	(518)	(580)	(513)	(504)	(486)	营运资本变动	(1,082)	1,372	(71)	1,138	2,585
其他收入	238	216	205	204	200	建设收入(BOT 项目)	(3,515)	(4,361)	(2,530)	(2,170)	(1,600)
其它收益/(亏损)	32	(108)	21	20	20	其它	289	595	350	890	1,007
经营利润	1,863	2,057	2,296	2,449	2,606	投资活动现金流	(425)	(298)	(237)	(173)	(148)
利息净支出	(412)	(600)	(740)	(763)	(716)	资本性支出净额	(114)	(115)	(95)	(69)	(59)
应占联营和合营公司利润	96	190	157	157	153	其它	(311)	(184)	(142)	(104)	(89)
税前利润	1,547	1,647	1,714	1,842	2,043	融资活动现金流	2,665	809	(236)	(1,933)	(1,915)
所得税	(228)	(287)	(296)	(320)	(359)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,319	1,359	1,418	1,522	1,684	净债务变动	3,264	1,776	756	(870)	(770)
少数股东权益	3	(27)	(25)	(27)	(31)	已派股息	(242)	(293)	(281)	(313)	(353)
股东净利润	1,322	1,333	1,393	1,494	1,653	其它	(357)	(674)	(711)	(750)	(791)
息税折旧摊销前利润	2,519	3,074	3,306	3,465	2,914	净现金流	(110)	263	(497)	93	1,724
息税前利润	1,971	2,261	2,472	2,618	2,772						
每股盈利(港币)	0.54	0.55	0.57	0.61	0.68						
每股股息(港币)	0.11	0.11	0.12	0.13	0.15						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	24,440	25,820	26,352	26,392	26,476	增长率(%)					
流动资产	4,012	4,479	3,593	3,445	4,980	营业额	36.2	21.4	(17.1)	(0.4)	(2.3)
现金及现金等价物	1,704	1,810	1,295	1,345	2,997	毛利润	36.6	19.8	2.2	5.6	5.3
短期银行存款	47	125	128	132	136	经营利润	25.9	10.4	11.7	6.6	6.4
应收账款	1,976	2,193	1,915	1,737	1,630	息税折旧摊销前利润	22.7	17.9	7.6	4.8	(15.9)
存货	22	31	22	20	18	息税前利润	22.5	14.7	9.3	5.9	5.9
其它流动资产	263	320	232	211	198	股东净利润	25.5	0.8	4.5	7.3	10.6
非流动资产	20,428	21,341	22,759	22,947	21,496	每股盈利	25.4	0.8	4.1	7.3	10.6
固定资产净额	1,332	1,159	1,099	1,067	1,024						
无形资产	13,317	14,570	17,262	17,611	16,378	利润率(%)					
其它非流动资产	5,779	5,613	4,398	4,269	4,094	毛利率	31.1	30.7	37.8	40.0	43.2
总负债	15,554	16,816	17,170	16,388	15,577	经营利润率	27.4	24.9	33.6	35.9	39.2
流动负债	3,180	3,836	3,343	3,093	2,851	息税折旧摊销前利润	37.1	37.3	48.3	50.9	43.8
短期借款	1,424	1,744	1,570	1,270	1,070	息税前利润率	29.0	27.4	36.1	38.4	41.7
应付账款	1,699	2,015	1,713	1,761	1,720	股东净利润率	19.5	16.2	20.4	21.9	24.8
其它流动负债	57	78	60	62	60						
非流动负债	12,374	12,980	13,826	13,296	12,727	净负债率(%)	129.6	135.3	146.9	125.0	91.6
长期借款及可换股贷款	11,279	11,839	12,768	12,198	11,627						
其它非流动负债	1,094	1,142	1,058	1,098	1,099	其他(%)					
权益总额	8,886	9,004	9,182	10,004	10,898	实际税率	14.8	19.7	19.0	19.0	19.0
股东权益	8,486	8,703	8,878	9,697	10,588	派息比率	19.8	19.9	21.0	22.0	22.5
少数股东权益	400	301	304	307	310	已动用资本回报率	6.2	6.1	6.1	6.4	7.0
权益及负债总额	24,440	25,820	26,352	26,392	26,476	平均净资产收益率	16.9	15.5	15.8	16.1	16.3
净现金/(负债)	(11,000)	(11,772)	(13,043)	(12,123)	(9,701)	平均资产收益率	6.1	5.3	5.3	5.7	6.3
						利息覆盖倍数(倍)	4.7	3.7	3.3	3.4	3.8

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	2022/8/23	HK\$4.70	买入 (维持)	HK\$5.70
2	2023/1/16	HK\$4.04	买入 (维持)	HK\$5.50
3	2023/3/23	HK\$3.91	买入 (维持)	HK\$5.10
4	2023/4/26	HK\$4.08	买入 (维持)	HK\$5.10
5	2023/7/14	HK\$4.05	增持 (下调)	HK\$4.60

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（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