

2023年8月25日

粤丰环保 (1381.HK)

公司动态报告

证券研究报告

公用事业

项目择优布局，运营现金流转正

粤丰环保发布 2023 年上半年业绩。2023H1 公司收入同比下跌 27.5%至 29.8 亿港元；毛利同比减少 9.1%至 11.3 亿港元，毛利率同比提高 7.7 个百分点至 38%；净利润同比下降 21.2%至 6.1 亿港元。EPS 同比下降 21.3%至 25.1 港仙。派息比例维持 20%。公司业绩下降主要由于垃圾焚烧发电行业进入成熟期，公司在建项目量大幅减少而建造服务收入同比大幅下降。期内公司经营现金流首次转正达 3.85 亿港元，资产负债率下降至 64.9%。

报告摘要

业绩下降由项目建设服务引起，公司盈利质量提升。粤丰环保 H1 业绩下降的主要原因是非现金的项目建设服务收缩。22H1 公司多个项目同时在建，期内资本开支 19 亿港元；23H1 公司在建项目仅惠州项目，资本开支 11 亿港元。公司建造服务收入同比下降 54%至 9.97 亿港元。23H1 公司盈利质量提升，高毛利率的现金收入提升：售电及垃圾处理费收入(以 RMB 计)同比增加 6%至 15.4 亿元；环卫及其他服务收入(以 RMB 计)同比增加 65%至 1.4 亿元。公司毛利率随盈利质量提升而增加 7.7 个百分点至 38%。剔除项目建设服务影响，公司毛利同比增长 4.4%。期内公司贷款利率受美国加息影响，提升较快，财务费用增加 13.4%，净利率仅提升 2.5 个百分点至 21.5%。如剔除财务费用上升及汇兑影响，公司净利润同比下降 1.6%。23H1 公司经营现金流首次转正，是一大财务亮点。公司经营项目所得现金为 8.84 亿港元，垃圾焚烧发电厂投入资金约 5 亿港元，经营现金流为 3.85 亿港元。公司公用事业属性得到更好的体现。

优选垃圾焚烧发电精品项目。公司是中国最大民营垃圾焚烧发电企业，持有 36 个垃圾焚烧发电项目，垃圾处理产能 54540 吨/日。公司项目覆盖广东、上海、四川、山东、江苏等 12 个省份，其中广东省项目 17 个，产能 26790 吨/日，占公司产能 49%。至 6 月底，公司已投运项目 32 个，产能 42690 吨/日；在建项目 1 个，产能 1000 吨/日，规划中项目 3 个，产能 10850 吨/日。公司持有的垃圾焚烧发电项目均为精品项目，运营参数领先同业：项目平均规模超过 1500 吨/日，产能利用率超 100%，吨垃圾发电量超过 380 度/吨，厂用电率少于 14%。公司项目平均垃圾处理费 85 元/吨，比行业平均值高 10%，粤丰广东省项目平均垃圾处理费更达约 100 元/吨。

环境卫生及其他业务，打造第二增长曲线。公司借传统主业优势，拓展环境卫生及其他业务：布局一体化环卫业务、后端废物处理、综合智慧城市管理服务等。23H1 环境卫生及其他业务收入快速增长 53%至 1.5 亿港元。23H1 公司一体化环卫项目接连中标多个大型项目，包括河北曲阳项目，项目合约期 25 年，合约价值 32 亿元人民币；香港北大屿山废物转运站及离岛废物转运设施，项目合约期 10 年，合约价值 285 亿港元。我们预期轻资产的环境卫生及其他业务将是未来公司增长第二曲线。

投资建议：公司 2023H1 净利润为 6.1 亿港元。下半年有新的项目投入运营。根据彭博一致预期，2023 年公司净利润为 13.9 亿港元。我们初步测算，即使有汇率波动及财务成本提升等因素，公司全年净利润仍将约 13 亿港元。目前股价对应 2023 年 PE8 倍。公司精选垃圾焚烧发电精品项目，且积极打造环境卫生及其他业务的第二增长曲线，投资者可逢低布局。

风险提示：部分项目垃圾处理费回收慢于预期；电费补贴回收慢于预期；财务成本上升快于预期。

投资评级： 未有
目标价格： 未有
现价(2023-8-24)： 4.35 港元

总市值(百万港元)	10,612.00
流通市值(百万港元)	10,612.00
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)	3.44/5.3
平均成交(百万港元)	5.40

股东结构

李咏怡女士及家族	55%
上实环境	19.5%
Olympus	5.7%
其他股东	19.8%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.12	20.84	3.33
绝对收益	3.82	16.94	-6.45

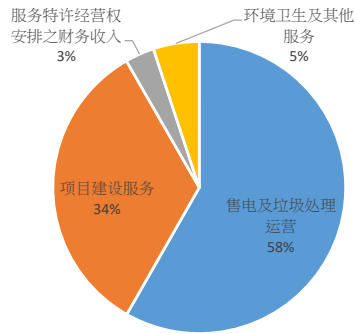
数据来源：Bloomberg、港交所、公司

罗璐 公用事业行业分析师

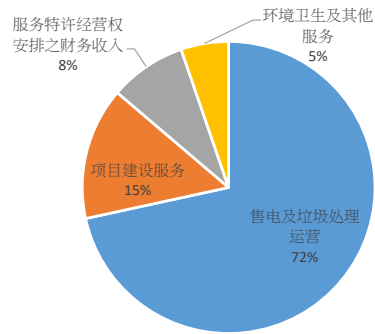
+852-2213 1410

lilianluo@eif.com.hk

图表 1：2023H1 粤丰环保各业务收入占比



图表 2：2023H1 粤丰环保各业务毛利占比



资料来源：上市公司资料，安信国际

资料来源：上市公司资料，安信国际

图表 3：同业估值比较 - 港股上市固废处理企业

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	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 %
					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	10,612	4.35	12/2022	7.9	7.8	7.0	6.4	0.9	1.3	11.5	9.0	2.21	2.64	2.87	1.22	1.12	1.02	135.3	15.5	4.39
光大环境	257 HK Equity	17,077	2.74	12/2022	3.7	3.3	3.2	2.9	-32.4	9.9	4.9	8.6	8.63	9.38	9.82	0.33	0.33	0.31	165.0	9.0	2.39
绿色动力	1330 HK Equity	8,781	2.46	12/2022	4.3	3.8	3.4	3.1	6.0	14.2	11.6	9.6	5.21	n/a	n/a	0.43	0.39	0.35	143.3	10.2	3.25
首创环境	1381 HK Equity	1,830	0.12	12/2022	1.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.25	n/a	n/a	117.0	23.9	6.08
北京控股环境集团	154 HK Equity	593	0.38	12/2022	1.6	n/a	n/a	n/a	33.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.15	n/a	n/a	97.8	9.6	3.06
固废及其他固废																					
中国光大绿色环保	1257 HK Equity	2,169	1.05	12/2022	6.4	4.1	3.1	2.6	-69.4	56.6	31.0	21.3	2.38	4.67	5.62	0.18	0.16	0.23	152.0	1.8	0.61
中国海螺创业控股有限	586 HK Equity	14,486	7.91	12/2022	0.8	2.8	2.5	2.3	76.2	-70.5	14.4	8.6	5.01	5.21	6.03	0.30	0.25	0.24	37.1	35.4	22.12
中国海螺环保控股有限	587 HK Equity	3,727	2.02	12/2022	10.4	8.2	6.3	5.1	-43.8	27.8	30.4	22.7	n/a	n/a	n/a	1.26	1.08	0.92	127.0	12.8	4.10
新宇环保	436 HK Equity	234	0.077	12/2022	32.1	n/a	n/a	n/a	-82.0	n/a	n/a	n/a	4.94	n/a	n/a	0.24	n/a	n/a	-17.3	-4.3	-2.64

注：*净负债比率为负数代表净现金
数据来源：彭博

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，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、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，而应按照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到日本、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。