

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

粤丰环保 (1381 HK)

运营增长持续，环卫业务扩大

垃圾处理量持续增长

经过近日调研，我们认为公司运营表现持续增长，但是汇率及利率因素仍会拖累盈利。

我们预期 2023 年公司垃圾处理量及售电量分别同比增长 14.7% 及 16.1% 至 1,605 万吨及 526 万兆瓦时，并且预计 2024 年仍分别同比上升 5.4% 及 6.0% 至 1,691 万吨及 558 万兆瓦时。

2023 年新增两个项目投产，每日垃圾处理能力合共为 1,800 吨 (河北易县 800 吨、广东惠州 1,000 吨)，符合公司目标。截至 2023 年 12 月 31 日，33 个项目正在运营，每日处理能力合共为 43,690 吨，同比增长 4.3%。尚待公司公布 2024 年目标，我们预计今年公司产能仍将保持增长，但由于垃圾焚烧发电业务已具规模，增长率将下跌。

环卫业务开门红

近年公司向产业链上游推进，积极开发内地环卫业务。继 2023 年 6 月公司中标 32.6 亿元人民币 25 年期河北省曲阳县环卫长期合同后，2024 年 1 月中标 17.9 亿元人民币 25 年期安徽省砀山县环卫合同。虽然根据市场资料，环卫行业毛利率一般为 20%-30%，低于公司主要收入垃圾处理及电力销售的毛利率 (1H23: 46.7%)，但却可扩大收入来源。我们预计环境卫生及其他服务收入占比将由 2022 年的 2.8% 渐渐上升至 2025 年的 7.0%。

汇率波动及利率上升影响盈利

2023 年上半年公司受到人民币汇率波动及港元借贷利率上升影响，1H23 税后利润及股东净利润分别同比下跌 18.2% 及 21.2% 至 6.4 亿及 6.1 亿港元。如扣除汇率和利率影响，税后利润仅同比下跌 1.6%。我们认为这两项不利因素仍会影响 2H23 公司盈利。

维持“增持”评级

衡量上述利好(运营)及利淡(汇率和利率)因素后，我们分别下调 2023-25 年全年股东净利润预测 14.2%、10.6%、7.1%，并相应将目标价由 5.10 港元调整至 4.50 港元，对应 8.5 倍 2024 年目标市盈率及 18.7% 上升空间，维持“增持”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 2024 年 1 月 12 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	5,971	6,099	6,107
增长率 (%)	36.2	21.4	(27.6)	2.2	0.1
股东净利润	1,322	1,333	1,096	1,303	1,538
增长率 (%)	25.5	0.8	(17.8)	18.9	18.0
每股盈利 (港币)	0.54	0.55	0.45	0.53	0.63
市盈率 (倍)	7.0	6.9	8.4	7.1	6.0
每股股息 (港币)	0.11	0.11	0.09	0.12	0.14
股息率 (%)	2.85	2.88	2.43	3.10	3.74
每股净资产 (港币)	3.48	3.57	3.76	3.88	3.54
市净率 (倍)	1.09	1.06	1.01	0.98	1.07

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：增持

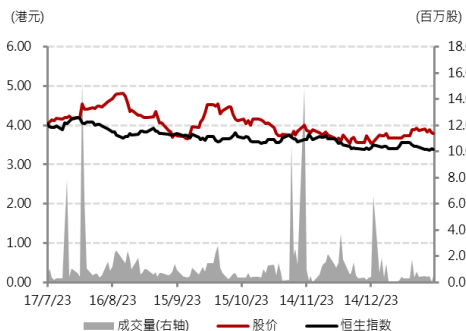
目标价：4.50 港元

股票资料 (更新至 2024 年 1 月 12 日)

现价	3.79 港元
总市值	9,245.86 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	3.40-4.90 港元
3 个月日均成交额	5.02 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

20231006 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告：国企第二大股东或增持

20230824 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告：业务组成转变，毛利率结构性上涨

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

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	5,263,171	5,580,690	5,974,420	9.6
- 同比增长(%)	55.1	19.4	16.1	6.0	7.1	
垃圾处理						
城市生活垃圾处理量(千吨)	11,074	13,994	16,046	16,911	17,834	8.4
- 同比增长(%)	54.3	26.4	14.7	5.4	5.5	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 2：公司业务布局

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	2025 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
营业额	6,128	6,268	6,273	5,971	6,099	6,107	(2.6)	(2.7)	(2.6)
销售成本	(3,669)	(3,568)	(3,383)	(3,577)	(3,502)	(3,259)	(2.5)	(1.8)	(3.7)
毛利润	2,458	2,701	2,890	2,393	2,597	2,848	(2.6)	(3.8)	(1.5)
一般及行政费用	(490)	(489)	(477)	(478)	(476)	(464)	(2.6)	(2.7)	(2.6)
其它收入	184	188	188	179	183	183	(2.6)	(2.7)	(2.6)
其它收益/(亏损)	18	19	19	18	18	18	(2.6)	(2.7)	(2.6)
经营利润	2,170	2,418	2,620	2,113	2,323	2,586	(2.6)	(3.9)	(1.3)
利息净支出	(740)	(764)	(717)	(905)	(858)	(825)	22.4	12.3	15.1
联营及合营公司业绩	141	144	144	137	140	140	(2.6)	(2.7)	(2.6)
税前利润	1,572	1,799	2,048	1,345	1,605	1,901	(14.4)	(10.7)	(7.2)
税项	(272)	(314)	(362)	(229)	(278)	(335)	(15.6)	(11.5)	(7.5)
税后利润	1,300	1,484	1,686	1,115	1,327	1,567	(14.2)	(10.6)	(7.1)
少数股东权益	(23)	(27)	(31)	(20)	(24)	(29)	(15.6)	(11.5)	(7.5)
股东净利润	1,277	1,457	1,655	1,096	1,303	1,538	(14.2)	(10.6)	(7.1)
每股盈利(港币)	0.52	0.60	0.68	0.45	0.53	0.63	(14.2)	(10.6)	(7.1)
每股股息(港币)	0.11	0.13	0.15	0.09	0.12	0.14	(14.2)	(10.6)	(7.1)
利润率(%)							变动(新/旧)(百分点)		
毛利率	36.5	39.2	46.1	40.1	42.6	46.6	3.6	3.4	0.6
经营利润率	33.0	36.0	41.8	35.4	38.1	42.3	2.4	2.1	0.6
股东净利润率	22.0	24.1	26.4	18.4	21.4	25.2	(3.6)	(2.7)	(1.2)

来源：中泰国际研究部预测

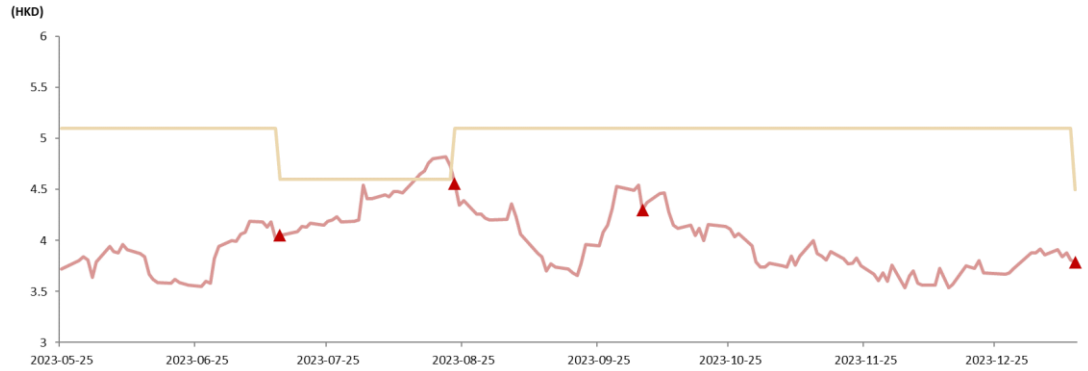
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

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	5,971	6,099	6,107	经营活动现金流	(2,350)	(248)	556	1,181	1,849
销售成本	(4,684)	(5,718)	(3,577)	(3,502)	(3,259)	净利润	1,322	1,333	1,096	1,303	1,538
毛利润	2,110	2,529	2,393	2,597	2,848	折旧与摊销	636	813	832	850	138
一般及行政费用	(518)	(580)	(478)	(476)	(464)	营运资本变动	(1,082)	1,372	1,882	(46)	8
其他收入	238	216	179	183	183	建设收入(BOT 项目)	(3,515)	(4,361)	(1,935)	(1,628)	(1,160)
其它收益/(亏损)	32	(108)	18	18	18	其它	289	595	(1,318)	702	1,326
经营利润	1,863	2,057	2,113	2,323	2,586	投资活动现金流	(425)	(298)	(237)	(173)	(148)
利息净支出	(412)	(600)	(905)	(858)	(825)	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	137	140	140	其它	(311)	(184)	(142)	(104)	(89)
税前利润	1,547	1,647	1,345	1,605	1,901	融资活动现金流	2,665	809	(689)	(1,354)	(1,875)
所得税	(228)	(287)	(229)	(278)	(335)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,319	1,359	1,115	1,327	1,567	净债务变动	3,264	1,776	256	(370)	(770)
少数股东权益	3	(27)	(20)	(24)	(29)	已派股息	(242)	(293)	(234)	(234)	(313)
股东净利润	1,322	1,333	1,096	1,303	1,538	其它	(357)	(674)	(711)	(750)	(791)
息税折旧摊销前利润	2,519	3,074	3,100	3,327	3,540	净现金流	(110)	263	(370)	(346)	(173)
息税前利润	1,971	2,261	2,268	2,477	2,736						
每股盈利(港币)	0.54	0.55	0.45	0.53	0.63						
每股股息(港币)	0.11	0.11	0.09	0.12	0.14						
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	25,916	25,979	24,388	增长率(%)					
流动资产	4,012	4,479	3,026	2,755	2,529	营业额	36.2	21.4	(27.6)	2.2	0.1
现金及现金等价物	1,704	1,810	1,423	1,034	788	毛利润	36.6	19.8	(5.4)	8.5	9.6
短期银行存款	47	125	128	132	136	经营利润	25.9	10.4	2.7	9.9	11.3
应收账款	1,976	2,193	1,314	1,403	1,405	息税折旧摊销前利润	22.7	17.9	0.9	7.3	6.4
存货	22	31	15	16	16	息税前利润	22.5	14.7	0.3	9.2	10.5
其它流动资产	263	320	146	170	185	股东净利润	25.5	0.8	(17.8)	18.9	18.0
非流动资产	20,428	21,341	22,891	23,224	21,859	每股盈利	25.4	0.8	(18.1)	18.9	18.0
固定资产净额	1,332	1,159	1,106	1,080	1,041	利润率(%)					
无形资产	13,317	14,570	17,362	17,823	16,655	毛利率	31.1	30.7	40.1	42.6	46.6
其它非流动资产	5,779	5,613	4,423	4,321	4,164	经营利润率	27.4	24.9	35.4	38.1	42.3
总负债	15,554	16,816	16,444	16,198	15,431	息税折旧摊销前利润	37.1	37.3	51.9	54.5	58.0
流动负债	3,180	3,836	3,118	2,902	2,704	息税前利润率	29.0	27.4	38.0	40.6	44.8
短期借款	1,424	1,744	1,570	1,270	1,070	股东净利润率	19.5	16.2	18.4	21.4	25.2
应付账款	1,699	2,015	1,496	1,577	1,579	净负债率(%)	129.6	135.3	135.4	131.3	137.7
其它流动负债	57	78	52	55	55	其他(%)					
非流动负债	12,374	12,980	13,326	13,296	12,727	实际税率	14.8	19.7	19.0	19.0	19.0
长期借款及可换股贷款	11,279	11,839	12,268	12,198	11,627	派息比率	19.8	19.9	20.5	22.0	22.5
其它非流动负债	1,094	1,142	1,058	1,098	1,099	已动用资本回报率	6.2	6.1	4.8	5.6	7.1
权益总额	8,886	9,004	9,472	9,781	8,957	平均净资产收益率	16.9	15.5	12.3	14.0	17.0
股东权益	8,486	8,703	9,168	9,474	8,647	平均资产收益率	6.1	5.3	4.2	5.0	6.1
少数股东权益	400	301	304	307	310	利息覆盖倍数(倍)	4.7	3.7	2.5	2.8	3.3
权益及负债总额	24,440	25,820	25,916	25,979	24,388						
净现金/(负债)	(11,000)	(11,772)	(12,416)	(12,435)	(11,910)						

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	2023/7/14	HK\$4.05	增持 (下调)	HK\$4.60
2	2023/8/23	HK\$4.56	增持 (维持)	HK\$5.10
3	2023/10/5	HK\$4.30	增持 (维持)	HK\$5.10
4	2024/1/12	HK\$3.79	增持 (维持)	HK\$4.50

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