

危废市场竞争仍然激烈

华泰研究

2024年3月21日 | 中国香港

年报点评

废物管理

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

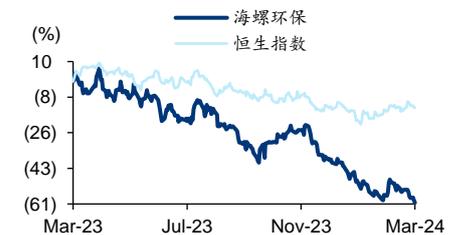
1.40

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099
研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079

基本数据

目标价(港币)	1.40
收盘价(港币截至3月20日)	1.03
市值(港币百万)	1,882
6个月平均日成交额(港币百万)	5.11
52周价格范围(港币)	1.02-2.88
BVPS(人民币)	1.64

股价走势图



资料来源: S&P

危废价格量价趋弱叠加应收款拨备, 2H23 业绩弱于预期

海螺环保 2023 年实现归属于母公司净利润 2.64 亿元, 同比-19.6%, 其中 2H23 实现归属于母公司净利润 6400 万元, 同比-19.4%, 弱于我们的预期(2.2 亿元), 主要由于: 1. 危废处置量和价格弱于我们的预期; 以及 2. 应收款拨备高于我们的预期。我们将公司 2024 年/2025 年的 EPS 分别下调 45.1%/42.7% 至 0.17/0.23 元, 预测 2026 年 EPS0.29 元。将基于 DCF(WACC:10.8%, 永续增长率 0.5%)的目标价下调 65%至 1.4 港元。尽管危废市场的竞争仍然激烈, 我们认为公司凭借丰富的处置资源、优秀的工艺管理水平以及和水泥生产协同的进一步深入, 竞争优势仍然稳固。维持“买入”评级。

一般危废利用率提升, 飞灰降本增效显著

2023 年公司危废处置量同比+16.8%至 126 万吨, 其中一般危废处置量同比+21.3%至 94 万吨, 处置资质的利用率同比提升 2.6 个百分点至 31.1%; 油泥处置量同比-35.3%至 6.4 万吨, 但被飞灰处置量的增长(同比+51.8%至 7.2 万吨)抵消。危废处置均价同比-15.9%至 1,113 元/吨, 其中一般危废的处置均价同比-18.3%至 1,114 元/吨, 是综合处置均价回落的主要原因, 油泥和飞灰处置价格较为平稳。飞灰业务降本增效成效显著, 吨处置成本同比-20%至 877 元/吨, 推动油泥业务的毛利率同比+18.5pct 至 31.0%。

危废处置行业竞争或仍激烈, 公司核心竞争优势依然稳固

考虑到危废处置产能规模仍然较大, 我们认为 2024 年危废处置行业的竞争可能仍然面临较为激烈的竞争。但公司通过进一步强化管理、加强和水泥生产的协作, 我们看到项目整体的运营质量仍在稳步提升。叠加公司丰富的处置资源, 我们认为公司在行业中的竞争优势仍然稳固, 有望在扩大份额的同时继续维持较高的毛利率。随着高成本处置企业在激烈竞争中逐步退出, 行业的竞争格局有望趋于优化。

控制资本开支, 积极拓展非窑项目

公司 2024 年计划资本开支 7.6 亿元, 在 2023 年完成 9.7 亿元的基础上有所收缩。2023 年新签约项目 132 万吨/年, 并计划在 2024 年签约 115 万吨/年的危废项目。2023-2024 公司新签约项目计划涵盖油泥、飞灰、替代燃料、资源回收和医废等特定固废市场, 我们认为这将有助于公司拓展业务边界、更好地锁定目标市场, 也有助于短期回避在当前竞争较为激烈的水泥窑协同处置领域过早加大投入, 有助于提升公司项目的综合效益。

风险提示: 对经济增长低于预期; 危废监管弱于预期; 战略合作伙伴的维护弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	1,730	1,882	2,108	2,453	2,783
+/-%	2.00	9.00	12.00	16.00	13.00
归属母公司净利润(人民币百万)	328.66	264.13	311.01	414.69	521.04
+/-%	(43.00)	(20.00)	18.00	33.00	26.00
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.18	0.14	0.17	0.23	0.29
ROE(%)	12.76	9.23	9.96	11.98	13.33
PE(倍)	5.04	6.41	5.44	4.08	3.25
PB(倍)	0.61	0.57	0.52	0.46	0.41
EV EBITDA(倍)	8.29	8.76	7.95	6.49	9.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要调整

	调整后	调整前	变化(%)				
目标价(港元)	1.4	4.0	(65.0)				
	2024E			2025E			2026E
	调整后	调整前	变化(%)	调整后	调整前	变化(%)	预测值
危险废物处置量(千吨)	1,263	1,411	(10.5)	1,418	1,734	(18.2)	1,549
处置均价(元/吨)	1,116	1,232	(9.4)	1,152	1,256	(8.3)	1,174
处置成本(元/吨)	(603)	(585)	3.1	(609)	(595)	2.4	(608)
一般工业固废处置量(千吨)	2,206	2,601	(15.2)	2,647	3,121	(15.2)	3,177
处置均价(元/吨)	275	291	(5.5)	275	291	(5.5)	275
处置成本(元/吨)	(138)	(145)	(4.8)	(138)	(145)	(4.8)	(138)
收入(百万元)	2,108	2,581	(18.3)	2,453	3,171	(22.7)	2,783
归属于母公司净利润(百万元)	311	567	(45.1)	415	724	(42.7)	521

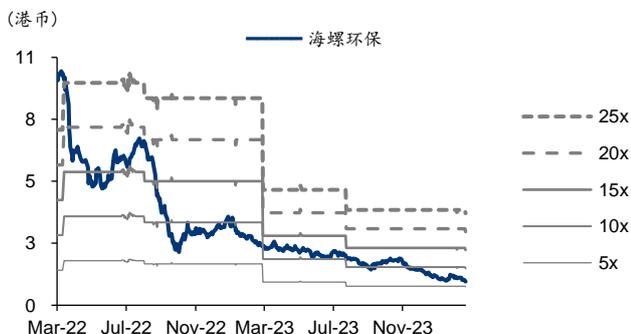
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 主要经营及财务数据

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
核心业务数据							
危废处理量(千吨)	442	785	922	1,077	1,263	1,418	1,549
处理均价(元/吨)	1,889	1,583	1,347	1,133	1,116	1,152	1,174
吨毛利(元/吨)	1,288	969	727	541	513	543	566
一般工业固废处理量(千吨)	979	1,445	1,594	2,072	2,206	2,647	3,177
处理均价(元/吨)	317	316	291	275	275	275	275
吨毛利(元/吨)	185	176	145	136	136	136	136
损益表(百万元)							
收入	1,144	1,698	1,730	1,882	2,108	2,453	2,783
成本	(394)	(683)	(819)	(988)	(1,131)	(1,294)	(1,445)
毛利润	750	1,015	910	894	977	1,159	1,338
毛利率(%)	65.5	59.8	52.6	47.5	46.4	47.3	48.1
销售和管理费用	(218)	(359)	(475)	(473)	(530)	(617)	(700)
财务费用	(0)	(43)	(83)	(91)	(75)	(42)	(6)
其他收益, 净额	43	85	59	24	26	30	34
税前利润	574	698	411	352	398	530	666
所得税	(16)	(51)	(50)	(48)	(40)	(53)	(67)
净利润	558	647	360	304	358	477	600
少数股东权益	(89)	(68)	(32)	(40)	(47)	(63)	(79)
归属于母公司净利润	469	579	329	264	311	415	521
归母净利润率	41.0	34.1	19.0	14.0	14.8	16.9	18.7

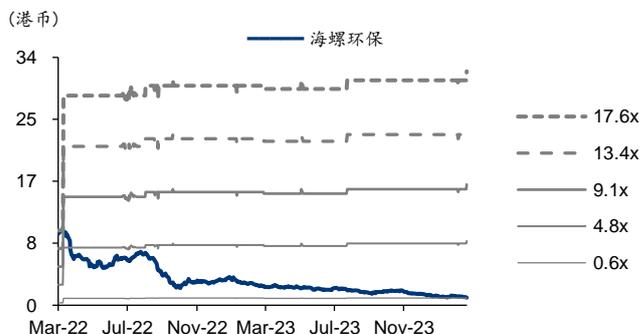
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表1: 海螺环保 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表2: 海螺环保 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: DCF 估值**WACC 计算:**

无风险利率	3.78%
股权风险溢价	10.1%
贝塔系数	1.22
股权成本	20.7%
债权成本	3.6%
有效税率	13.7%
有息债规模	5,158
权益规模	4,019
投入资本总规模	9,176
WACC	10.8%

自由现金流预测

(单位: 百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
净利润(包含少数股东收益)	311	415	521	615	650	713	748	736	801
经营性现金流	866	1,077	1,209	1,280	1,364	1,466	1,565	1,571	1,612
资本开支	(880)	(827)	(1,151)	(1,203)	(1,019)	(997)	(1,002)	(533)	(471)
自由现金流	(14)	251	59	78	345	469	563	1,038	1,141
折现系数	1.00	1.11	1.23	1.36	1.51	1.67	1.85	2.05	2.27
自由现金流现值	(14)	226	48	57	229	281	304	507	503
永续增长率	0.5%								
永续价值	4,910								
综合企业价值	7,049								
减: 净负债	3,972								
减: 少数股东权益	717								
股权价值	2361								
港元-人民币汇率	0.92								
目标价 (港元)	1.40								

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,730	1,882	2,108	2,453	2,783
销售成本	(819.46)	(987.99)	(1,131)	(1,294)	(1,445)
毛利润	910.14	893.57	977.18	1,159	1,338
销售及分销成本	(157.47)	(145.66)	(163.20)	(189.86)	(215.46)
管理费用	(317.96)	(327.80)	(367.27)	(427.28)	(484.88)
其他收入/支出	53.56	22.83	25.58	29.76	33.77
财务成本净额	(82.73)	(91.37)	(75.23)	(41.84)	(5.77)
应占联营公司利润及亏损	5.00	0.69	0.69	0.69	0.69
税前利润	410.53	352.27	397.75	530.34	666.36
税费开支	(50.07)	(48.25)	(39.78)	(53.03)	(66.64)
少数股东损益	(31.81)	(39.88)	(46.96)	(62.62)	(78.68)
归母净利润	328.66	264.13	311.01	414.69	521.04
折旧和摊销	(222.00)	(298.00)	(358.00)	(416.00)	(470.00)
EBITDA	715.26	741.64	830.98	988.18	672.13
EPS (人民币, 基本)	0.18	0.14	0.17	0.23	0.29

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	17.84	31.47	36.89	42.21	47.68
应收账款和票据	975.73	1,047	912.74	957.14	1,015
现金及现金等价物	273.06	246.25	1,082	2,233	3,150
其他流动资产	52.87	84.02	83.02	82.02	81.02
总流动资产	1,320	1,409	2,115	3,314	4,293
固定资产	6,366	7,057	7,430	7,730	8,343
无形资产	121.54	139.46	152.83	161.65	165.91
其他长期资产	729.34	806.67	868.83	929.09	987.45
总长期资产	7,217	8,003	8,451	8,821	9,496
总资产	8,537	9,412	10,566	12,135	13,789
应付账款	1,314	1,384	1,330	1,522	1,720
短期借款	637.57	1,277	1,477	1,677	1,877
其他负债	27.03	15.42	14.42	13.42	12.42
总流动负债	1,979	2,676	2,822	3,213	3,609
长期债务	3,143	2,988	3,688	4,388	5,088
其他长期债务	26.61	38.21	38.21	38.21	38.21
总长期负债	3,170	3,026	3,726	4,426	5,126
股本	14.84	14.84	14.84	14.84	14.84
储备/其他项目	2,714	2,978	3,240	3,654	4,134
股东权益	2,729	2,993	3,254	3,669	4,149
少数股东权益	658.73	717.15	764.12	826.73	905.41
总权益	3,388	3,710	4,019	4,496	5,054

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	5.04	6.41	5.44	4.08	3.25
PB	0.61	0.57	0.52	0.46	0.41
EV EBITDA	8.29	8.76	7.95	6.49	9.64
股息率 (%)	0.00	2.91	0.00	2.43	4.58
自由现金流收益率 (%)	(3.57)	21.82	49.19	67.48	63.03

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	715.26	741.64	830.98	988.18	672.13
融资成本	82.73	91.37	75.23	41.84	5.77
营运资本变动	724.00	693.00	790.00	935.00	1,075
税费	(50.07)	(48.25)	(39.78)	(53.03)	(66.64)
其他	(928.92)	(846.76)	(790.43)	(834.99)	(477.26)
经营活动现金流	543.00	631.00	866.00	1,077	1,209
CAPEX	(1,441)	(1,000)	(734.00)	(714.00)	(1,074)
其他投资活动	33.00	26.00	(146.00)	(113.00)	(77.00)
投资活动现金流	(1,407)	(974.00)	(880.00)	(827.00)	(1,151)
债务增加量	731.00	483.00	900.00	900.00	900.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	(50.00)	0.00	(41.00)
其他融资活动现金流	(190.00)	(167.00)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	541.00	316.00	850.00	900.00	859.00
现金变动	(323.00)	(27.00)	836.00	1,151	917.00
年初现金	596.00	273.00	246.00	1,082	2,233
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	273.00	246.00	1,082	2,233	3,150

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	2.00	9.00	12.00	16.00	13.00
毛利润	(10.00)	(2.00)	9.00	19.00	15.00
营业利润	(33.00)	(9.00)	7.00	21.00	17.00
净利润	(43.00)	(20.00)	18.00	33.00	26.00
EPS	(43.20)	(19.63)	17.75	33.34	25.65
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	53.00	47.00	46.00	47.00	48.00
EBITDA	41.35	39.42	39.42	40.29	24.15
净利润率	19.00	14.04	14.75	16.91	18.72
ROE	12.76	9.23	9.96	11.98	13.33
ROA	4.10	2.94	3.11	3.65	4.02
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	101.80	107.05	100.43	84.20	74.56
流动比率	0.67	0.53	0.75	1.03	1.19
速动比率	0.66	0.51	0.74	1.02	1.18
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.22	0.21	0.21	0.22	0.21
应收账款周转天数	208.16	193.52	167.34	137.23	127.54
应付账款周转天数	580.97	491.58	431.97	396.91	403.81
存货周转天数	5.69	8.98	10.88	11.01	11.20
现金转换周期	(367.12)	(289.08)	(253.75)	(248.67)	(265.08)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.18	0.14	0.17	0.23	0.29
每股净资产	1.49	1.64	1.78	2.01	2.27

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，龚劼、王帅、王玮嘉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅、王玮嘉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司