

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

粤丰环保 (1381 HK)

收入结构改变，毛利率大幅提升

FY23 毛利率同比上升 11.1 个百分点至 41.8%

FY23 总收入同比下跌 39.6%至 49.8 亿元(港元, 下同), 低于我们预测 59.7 亿元 16.6%, 主因(一)人民币贬值; (二)项目开发减少, 建设收入同比下跌 76.7%至 10.2 亿元。建设收入占比由 FY22 的 52.9%下跌至 FY23 的 20.4%, 由于建设业务的毛利率较低, 占比下降后整体公司总毛利率由 30.7%上升至 41.8%, 高于我们预期的 40.1%。FY23 建设业务毛利率为 15.3%, 远低于垃圾处理及发电业务的 46.6%。由于一般及行政费用同比上升 13.5%至 6.6 亿元, 相关开支占总收入比例由 FY22 的 7.0%上涨至 FY23 的 13.2%, 导致股东净利润同比下跌 24.8%至 10.0 亿元, 低于我们预测 11.0 亿元仅 8.6%。

FY24 产能不变, 有利未来分红比率提升

经过多年发展, 公司的垃圾发电业务已具规模, 近年产能增长趋势放缓。FY23 垃圾日处理能力同比增长 4.3%至 43,690 吨, 增长率低于 FY22 的 18.9%。建设/规划中的产能同比下跌 26.9%至 10,850 吨。公司目标 2024 年产能不变, 包括建设/规划中部份。我们认为(一)未来资本开支放缓有助于增加提升分红比率; (二)降低建设收入占比, 支持毛利率进一步上升。我们预计 FY24-25 建设收入占比分别下跌至 16.3%及 11.5%, 同期公司总毛利率上升至 46.0%及 48.4%。

环卫业务发展可扩大公司收入来源

FY23 环卫业务加快发展, 例如去年 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。环卫及其他服务收入同比上涨 50.7%至 3.4 亿元, 所占总收入比例同比增加 4.1 个百分点至 6.9%。我们预计收入占比将于 2025 年达到 9.0%。虽然环卫业务的短期收入贡献不大, 但长远可扩大公司收入来源。

维持“增持”评级

因应 FY23 业绩, 我们分别下调 FY24-25 股东净利润预测 2.8%、10.3%, 并相应将目标价由 4.50 港元调整至 4.40 港元, 对应 8.5 倍 2024 年目标市盈率及 10.3%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 3 月 27 日)

年结:12月31日	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测
收入	6,795	8,247	4,980	4,668	4,708
增长率 (%)	36.2	21.4	(39.6)	(6.3)	0.9
股东净利润	1,322	1,333	1,001	1,267	1,380
增长率 (%)	25.5	0.8	(24.9)	26.6	8.9
每股盈利 (港币)	0.54	0.55	0.41	0.52	0.57
市盈率 (倍)	7.3	7.3	9.7	7.7	7.1
每股股息 (港币)	0.11	0.11	0.08	0.11	0.13
股息率 (%)	2.7	2.7	2.0	2.7	3.2
每股净资产 (港币)	3.48	3.57	3.81	4.05	4.30
市净率 (倍)	1.15	1.12	1.05	0.99	0.93

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 增持

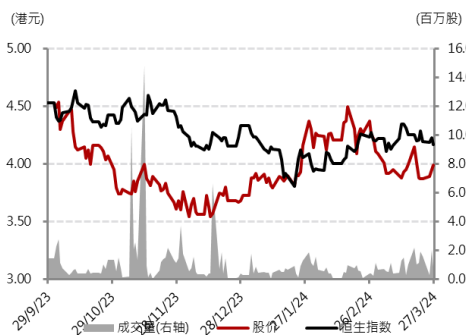
目标价: 4.40 港元

股票资料 (更新至 2024 年 3 月 27 日)

现价	3.99 港元
总市值	9,733.77 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	3.03 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

20240115 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告: 运营增长持续, 环卫业务扩大

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

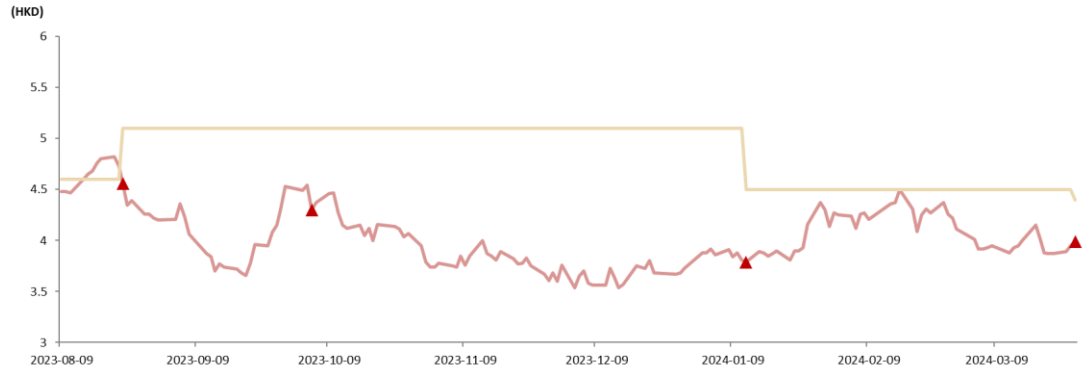
图表 1: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 估计	2024 年 预测	2025 年 预测
营业额	6,795	8,247	4,980	4,668	4,708	经营活动现金流	(2,350)	(248)	1,079	1,555	2,003
销售成本	(4,684)	(5,718)	(2,901)	(2,519)	(2,430)	净利润	1,322	1,333	1,001	1,267	1,380
毛利润	2,110	2,529	2,079	2,149	2,278	折旧与摊销	636	813	738	828	812
一般及行政费用	(518)	(580)	(658)	(364)	(358)	营运资本变动	(1,082)	1,372	(843)	(565)	(161)
其他收入	238	216	221	224	217	建设收入(BOT 项目)	(3,515)	(4,361)	(1,018)	(760)	(543)
其它收益/(亏损)	32	(108)	3	14	14	其它	289	595	1,200	784	515
经营利润	1,863	2,057	1,645	2,023	2,151	投资活动现金流	(425)	(298)	(237)	(173)	(148)
利息净支出	(412)	(600)	(658)	(670)	(664)	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	153	140	141	其它	(311)	(184)	(142)	(104)	(89)
税前利润	1,547	1,647	1,140	1,493	1,628	融资活动现金流	2,665	809	(582)	(1,436)	(1,854)
所得税	(228)	(287)	(120)	(203)	(223)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,319	1,359	1,021	1,290	1,405	净债务变动	3,264	1,776	363	(448)	(770)
少数股东权益	3	(27)	(19)	(23)	(25)	已派股息	(242)	(293)	(234)	(238)	(293)
股东净利润	1,322	1,333	1,001	1,267	1,380	其它	(357)	(674)	(711)	(750)	(791)
息税折旧摊销前利润	2,519	3,074	2,554	3,012	3,105	净现金流	(110)	263	259	(53)	1
息税前利润	1,971	2,261	1,816	2,184	2,293						
每股盈利(港币)	0.54	0.55	0.41	0.52	0.57						
每股股息(港币)	0.11	0.11	0.08	0.11	0.13						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	24,440	25,820	27,075	26,540	26,416	增长率(%)					
流动资产	4,012	4,479	4,960	4,397	4,349	营业额	36.2	21.4	(39.6)	(6.3)	0.9
现金及现金等价物	1,704	1,810	1,898	1,956	1,884	毛利润	36.6	19.8	(17.8)	3.4	6.0
短期银行存款	47	125	101	104	107	经营利润	25.9	10.4	(20.0)	23.0	6.3
应收账款	1,976	2,193	2,652	2,101	2,119	息税折旧摊销前利润	22.7	17.9	(16.9)	17.9	3.1
存货	22	31	32	24	24	息税前利润	22.5	14.7	(19.7)	20.2	5.0
其它流动资产	263	320	277	212	214	股东净利润	25.5	0.8	(24.9)	26.6	8.9
非流动资产	20,428	21,341	22,115	22,144	22,067	每股盈利	25.4	0.8	(24.9)	26.0	8.9
固定资产净额	1,332	1,159	1,575	1,080	1,041	利润率(%)					
无形资产	13,317	14,570	15,016	17,283	16,863	毛利率	31.1	30.7	41.8	46.0	48.4
其它非流动资产	5,779	5,613	5,524	3,781	4,164	经营利润率	27.4	24.9	33.0	43.3	45.7
总负债	15,554	16,816	17,406	16,298	15,548	息税折旧摊销前利润	37.1	37.3	51.3	64.5	66.0
流动负债	3,180	3,836	4,815	3,761	3,576	息税前利润率	29.0	27.4	36.5	46.8	48.7
短期借款	1,424	1,744	2,448	2,070	1,870	股东净利润率	19.5	16.2	20.1	27.1	29.3
应付账款	1,699	2,015	2,306	1,634	1,648	净负债率(%)	129.6	135.3	129.6	117.0	103.4
其它流动负债	57	78	60	57	58	其他(%)					
非流动负债	12,374	12,980	12,592	12,537	11,972	实际税率	14.8	19.7	12.1	15.0	15.0
长期借款及可换股贷款	11,279	11,839	11,497	11,427	10,856	派息比率	19.8	19.9	19.7	21.0	22.5
其它非流动负债	1,094	1,142	1,095	1,110	1,115	已动用资本回报率	6.2	6.1	4.5	5.6	6.0
权益总额	8,886	9,004	9,669	10,242	10,868	平均净资产收益率	16.9	15.5	11.1	13.2	13.6
股东权益	8,486	8,703	9,299	9,868	10,491	平均资产收益率	6.1	5.3	3.8	4.7	5.2
少数股东权益	400	301	370	374	378	利息覆盖倍数(倍)	4.7	3.7	2.7	3.2	3.4
权益及负债总额	24,440	25,820	27,075	26,540	26,416						
净现金/(负债)	(11,000)	(11,772)	(12,047)	(11,541)	(10,842)						

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	2023/8/23	HK\$4.56	增持 (维持)	HK\$5.10
2	2023/10/5	HK\$4.30	增持 (维持)	HK\$5.10
3	2024/1/12	HK\$3.79	增持 (维持)	HK\$4.50
4	2024/3/27	HK\$3.99	增持 (维持)	HK\$4.40

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