

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

粤丰环保 (1381 HK)

FY24 中期业绩逊预期，但运营收入保持增长

1H24 股东净利润同比下跌 27.1%

公司 FY24 中期业绩逊预期。上半年股东净利润同比下跌 27.1%至 4.5 亿元(港币, 下同), 主因(一)公司没有录得建设服务收入, 因没有工程在建; (二)智能停车业务录得一次性 5,190 万元减值亏损; (三)利息支出同比增长 8.9%至 3.5 亿元, 因借款利率上升, 及上半年没有工程在建而不符合利息资本化条件; (四)税项同比上升 29.1%至 8,800 万元, 因实质税率由 10.8%上升至 19.2%, 部份项目税项优惠期完结。另一方面, 与去年不同, 公司今年不派发中期股息(见图表 1)。

毛利率大幅上升, 但股东净利润率仅微升

由于没有工程在建, 上半年公司收入同比下跌 28.5%至 21.3 亿元。但是公司运营业务维持增长。售电量及垃圾处理量分别同比上升 4.6%及 7.6%至 278 万兆瓦及时及 870 万吨。电力销售及垃圾处理费收入分别同比上升 4.7%及 4.9%至 12.8 亿及 5.4 亿元。由于建设服务的毛利率一向远低于运营业务, 在没有录得建设服务收入下, 公司毛利率由 1H23 的 38.0%上升 10.5 个百分点至 48.5%。我们预计全年毛利率将由 FY23 的 41.8%增长至 FY24 的 53.1%。

可是 1H24 股东净利润率仅同比微升 0.4 个百分点至 20.9%, 主因上文提及利息支出及税项增长, 叠加一次性减值亏损。虽然如此, 在预计毛利率上涨下, 股东净利润率仍将会温和上升。我们预期全年股东净利润率将由 FY23 的 20.1%上升至 FY24 的 22.2%。

下调目标价, 维持“中性”评级

根据 FY24 中期业绩, 我们分别调低 FY24-25 股东净利润预测 22.4%及 8.9%。滚动至 8.0 倍 FY25 目标市盈率, 我们相应将目标价由 4.20 港元下调至 4.00 港元, 对应 9.7%下行空间。维持“中性”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 8 月 21 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	4,199	4,642
增长率 (%)	36.2	21.4	(39.6)	(15.7)	10.6
股东净利润	1,322	1,333	1,001	932	1,207
增长率 (%)	25.5	0.8	(24.9)	(6.9)	29.4
每股盈利 (港币)	0.54	0.55	0.41	0.38	0.49
市盈率 (倍)	8.1	8.1	10.7	11.6	9.0
每股股息 (港币)	0.11	0.11	0.08	0.07	0.10
股息率 (%)	2.4	2.5	1.8	1.7	2.2
每股净资产 (港币)	3.48	3.57	3.81	4.20	4.70
市净率 (倍)	1.27	1.24	1.16	1.06	0.94

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

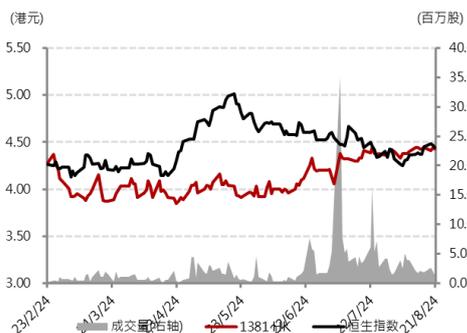
评级: 中性

目标价: 4.00 港元

股票资料 (更新至 2024 年 8 月 21 日)

现价	4.43 港元
总市值	10,807.17 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	15.28 百万港元
主要股东	李咏怡及关联人士 (占 54.75%) 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

20240725 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告: 私有化要约价吸引

20240328 - 粤丰环保 (1381 HK) 更新报告: 收入结构改变, 毛利率大幅提升

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：FY24 中期业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2023 年 上半年	2024 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
营业额	2,981	2,130	(28.5)	1H24 没有录得建设服务收入
- 电力销售	1,219	1,277	4.7	售电量同比上升 4.6%
- 垃圾处理费	517	542	4.9	垃圾处理量同比上升 7.6%
- 建设服务收入	997	0	不适用	1H24 没有工程在建
- 特许经营权的财务收入	96	93	(3.2)	
- 环境卫生及其他服务	151	218	44.4	
销售成本	(1,848)	(1,097)	(40.7)	
毛利	1,133	1,034	(8.8)	毛利率由 38.0% 上升至 48.5%，因 1H24 没有录得建设服务收入
一般及行政费用	(279)	(351)	25.7	1H24 智能停车业务录得 5,190 万元减值亏损
其它收入	103	136	31.5	主要归因于增值税退税
其它收益/(亏损)	(12)	(24)	98.6	汇兑亏损
经营利润	946	796	(15.9)	
利息收入	8	12	50.3	
利息支出	(319)	(347)	8.9	境外借款利率上升；1H24 没有工程在建，不符合利息资本化条件
联营及合营公司业绩	74	80	8.0	
税前利润	709	541	(23.8)	
税项	(69)	(88)	29.1	实质税率由 10.8% 上升至 19.2%，部份项目税项优惠期完结
税后利润	641	452	(29.4)	
少数股东权益	(30)	(7)	(76.5)	
股东净利润	610	445	(27.1)	
每股盈利 (港币)	0.25	0.18	(27.1)	
每股股息 (港币)	0.05	0.00	不适用	分红比率由 19.5% 下跌至零
利润率 (%)			变动 (百分点)	
毛利率	38.0	48.5	10.5	
- 电力销售及垃圾处理	46.7	47.3	0.6	
- 建设服务收入	16.7	-	不适用	
- 特许经营权的财务收入	100.0	100.0	0.0	
- 环境卫生及其他服务	39.5	36.7	-2.8	
经营利润率	31.7	37.3	5.6	
股东净利润率	20.5	20.9	0.4	
收入占比 (%)			变动 (百分点)	
电力销售及垃圾处理	58.3	85.4	27.1	
建设服务收入	33.5	0.0	-33.5	
特许经营权的财务收入	3.2	4.4	1.1	
环境卫生及其他服务	5.1	10.2	5.2	
毛利占比 (%)			变动 (百分点)	
电力销售及垃圾处理	71.6	83.3	11.7	
建设服务收入	14.6	0.0	-14.6	
特许经营权的财务收入	8.5	9.0	0.5	
环境卫生及其他服务	5.3	7.7	2.4	
经营表现			增长 (同比%)	
售电量 (兆瓦时)	2,660,721	2,781,947	4.6	
城市生活垃圾处理量 (千吨)	8,083	8,700	7.6	

来源：公司资料、中泰国际研究部

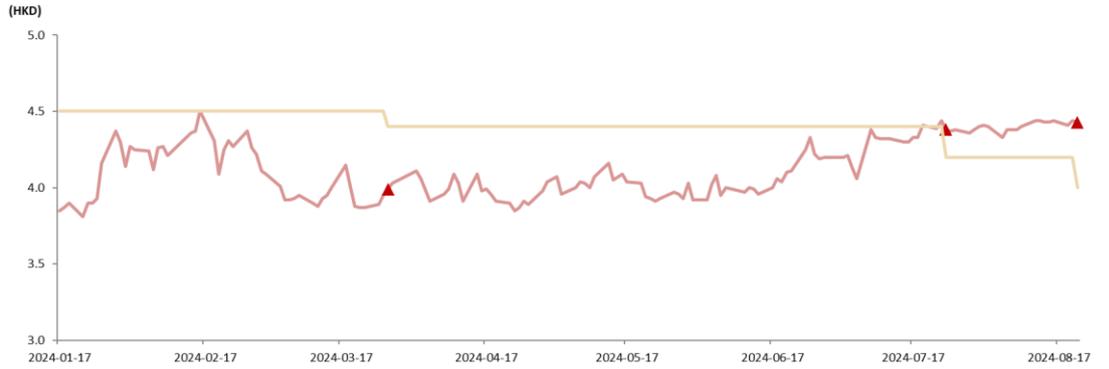
图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港币百万元)

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 实际	2024 年 预测	2025 年 预测
营业额	6,795	8,247	4,980	4,199	4,642	经营活动现金流	(2,350)	(248)	1,078	473	1,580
销售成本	(4,684)	(5,718)	(2,901)	(1,970)	(2,190)	净利润	1,322	1,333	1,001	932	1,207
毛利润	2,110	2,529	2,079	2,228	2,452	折旧与摊销	636	813	829	1,128	1,140
一般及行政费用	(518)	(580)	(658)	(777)	(655)	营运资本变动	(1,082)	1,372	(42)	300	(284)
其他收入	238	216	221	239	232	建设收入(BOT 项目)	(3,515)	(4,361)	(1,018)	(109)	(217)
其它收益/(亏损)	32	(108)	3	(2)	2	其它	289	595	309	(1,778)	(266)
经营利润	1,863	2,057	1,645	1,689	2,032	投资活动现金流	(425)	(298)	(589)	(555)	(841)
利息净支出	(412)	(600)	(658)	(678)	(694)	资本性支出净额	(114)	(115)	(559)	(278)	(280)
应占联营和合营公司利	96	190	153	126	139	其它	(311)	(184)	(30)	(278)	(561)
税前利润	1,547	1,647	1,140	1,137	1,477	融资活动现金流	2,665	809	(375)	(183)	(1,125)
所得税	(228)	(287)	(120)	(192)	(254)	股本变动	0	0	0	0	0
税后利润	1,319	1,359	1,021	945	1,223	净债务变动	3,264	1,776	482	552	(250)
少数股东权益	3	(27)	(19)	(12)	(16)	已派股息	(242)	(293)	(234)	(78)	(182)
股东净利润	1,322	1,333	1,001	932	1,207	其它	(357)	(674)	(623)	(657)	(693)
息税折旧摊销前利润	2,519	3,074	2,645	2,962	3,327	净现金流	(110)	263	114	(265)	(386)
息税前利润	1,971	2,261	1,816	1,834	2,187						
每股盈利(港币)	0.54	0.55	0.41	0.38	0.49						
每股股息(港币)	0.11	0.11	0.08	0.07	0.10						
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	28,831	30,088	增长率(%)					
流动资产	4,012	4,479	4,960	3,559	4,329	营业额	36.2	21.4	(39.6)	(15.7)	10.6
现金及现金等价物	1,704	1,810	1,898	1,586	1,123	毛利润	36.6	19.8	(17.8)	7.2	10.1
短期银行存款	47	125	101	104	107	经营利润	25.9	10.4	(20.0)	2.7	20.3
应收账款	1,976	2,193	2,652	1,680	2,785	息税折旧摊销前利	22.7	17.9	(14.0)	12.0	12.3
存货	22	31	32	19	31	息税前利润	22.5	14.7	(19.7)	1.0	19.3
其它流动资产	263	320	277	170	282	股东净利润	25.5	0.8	(24.9)	(6.9)	29.4
非流动资产	20,428	21,341	22,115	25,273	25,759	每股盈利	25.4	0.8	(24.9)	(7.3)	29.4
固定资产净额	1,332	1,159	1,575	1,685	1,801	利润率(%)					
无形资产	13,317	14,570	15,016	21,061	21,256	毛利率	31.1	30.7	41.8	53.1	52.8
其它非流动资产	5,779	5,613	5,524	2,527	2,702	经营利润率	27.4	24.9	33.0	40.2	43.8
总负债	15,554	16,816	17,406	18,215	18,245	息税折旧摊销前利	37.1	37.3	53.1	70.5	71.7
流动负债	3,180	3,836	4,815	5,658	5,933	息税前利润率	29.0	27.4	36.5	43.7	47.1
短期借款	1,424	1,744	2,448	3,050	3,050	股东净利润率	19.5	16.2	20.1	22.2	26.0
应付账款	1,699	2,015	2,306	2,519	2,785	净负债率(%)	129.6	135.3	129.6	126.0	114.5
其它流动负债	57	78	60	88	97	其他(%)					
非流动负债	12,374	12,980	12,592	12,557	12,312	实际税率	14.8	19.7	12.1	19.0	19.0
长期借款及可换股贷款	11,279	11,839	11,497	11,447	11,196	派息比率	19.8	19.9	19.7	19.5	19.5
其它非流动负债	1,094	1,142	1,095	1,110	1,115	已动资本回报率	6.2	6.1	4.5	4.0	5.0
权益总额	8,886	9,004	9,669	10,617	11,844	平均净资产收益率	16.9	15.5	11.1	9.5	11.1
股东权益	8,486	8,703	9,299	10,243	11,466	平均资产收益率	6.1	5.3	3.8	3.3	4.1
少数股东权益	400	301	370	374	378	利息覆盖倍数(倍)	4.7	3.7	2.7	2.6	3.1
权益及负债总额	24,440	25,820	27,075	28,831	30,088						
净现金/(负债)	(11,000)	(11,772)	(12,047)	(12,911)	(13,123)						

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	2024/3/27	HK\$3.99	增持 (维持)	HK\$4.40
2	2024/7/24	HK\$4.38	中性 (下调)	HK\$4.20
3	2024/8/21	HK\$4.43	中性 (维持)	HK\$4.00

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