

买入

国补新政好于预期，公司业绩稳步增长

粤丰环保 (1381.HK)

2020-06-23 星期二

投资要点

目标价: **4.36港元**
 现价: 3.41港元
 预计升幅: 28%

➤ 国补新政好于预期，影响正面：

首先，在存量项目方面，根据国家发改委文件，预期2020年3月31日前列入专项规划的垃圾焚烧项目，或将继续享受一定的可再生能源电价补助；其次，在增量项目方面，明确2020年1月20日后并网发电的生活垃圾焚烧发电项目为新增项目，按照以收定支的原则，通过可再生能源发展基金继续予以支持。根据《2020年中央本级政府性基金支出预算表》，2020年可再生能源电价附加收入安排的支出预算数为838.65亿元，比2019年执行数增加60.55亿元，增长7.8%，其中生物质能发电补助53.41亿元，较2019年执行数34.86亿元增长53.21%，预期未来补贴回款将明显加快。

重要数据

日期	2020-06-22
收盘价 (港元)	3.41
总股本 (百万股)	2,439
总市值 (百万港元)	8,317
净资产 (百万港元)	6,023
总资产 (百万港元)	13,467
每股净资产 (港元)	2.39

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 公司项目稳步推进：

公司2019年新增项目的每日城市生活垃圾处理能力达13,350吨，目前公司有13个项目在运营中，17个项目正在建设或规划，公司运营中、已确认及已公布的每日城市生活垃圾总处理能力达到45,640吨，其中广东省每日城市生活垃圾总处理能力21,990吨，占比48.2%。目前公司已投产项目日处理量达到16,840吨，预期2020年底将达到24,640~25,940吨。

➤ 公司未来持续性运营收入和利润占比不断提升：

在公司2019年收入构成中，售电及垃圾处理收入占比44.5%，BOT建设收入占比51%，BOT财务以及环卫收入占比4.5%；在公司2019年毛利构成中，售电及垃圾处理运营占比66.1%，BOT建设服务占比26.5%，BOT财务以及环卫服务占比7.4%。预期随着公司在建及规划中的项目陆续投产，公司运营项目基数的快速增长将带来持续性售电和垃圾处理收入和利润占比不断提升。

主要股东

臻达发展有限公司(54.7%)
 宏扬控股有限公司(17.6%)
 AEP Green Power, Limited(5.7%)

相关报告

粤丰环保首发报告-20190906

➤ 维持“买入”评级，目标价 4.36 港元：

基于公司项目的稳步推进和陆续投产，预期公司未来业绩将稳步增长。我们更新公司盈利预测，预计2020-2022年EPS分别为 0.43/0.53/0.63港元，调整目标价至4.36港元，对应 2020/2021年10/8倍PE，维持买入评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,326	3,952	4,739	5,699	6,836
同比增长	39%	19%	20%	20%	20%
归母净利润	754	893	1,061	1,285	1,545
同比增长	34%	18%	19%	21%	20%
EPS(港元)	0.31	0.37	0.43	0.53	0.63
PE@3.41HKD	11.1	9.3	7.8	6.5	5.4
DPS(港元)	0.05	0.05	0.07	0.08	0.09
股息率(%)	1%	2%	2%	2%	3%

数据来源: Wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

公司业绩稳步增长:

2019年,公司实现收入39.52亿港元,同比增长18.8%,股东应占盈利约8.93亿港元,同比增长18.3%。在公司2019年收入构成中,售电及垃圾处理收入占比44.5%,BOT建设收入占比51%,BOT财务以及环卫收入占比4.5%;在公司2019年毛利构成中,售电及垃圾处理运营占比66.1%,BOT建设服务占比26.5%,BOT财务以及环卫服务占比7.4%。我们初步预测公司2020-2022年业绩稳步增长20%左右。

图1: 公司收入及增长率



图2: 公司净利润及增速



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图3: 公司分业务收入构成

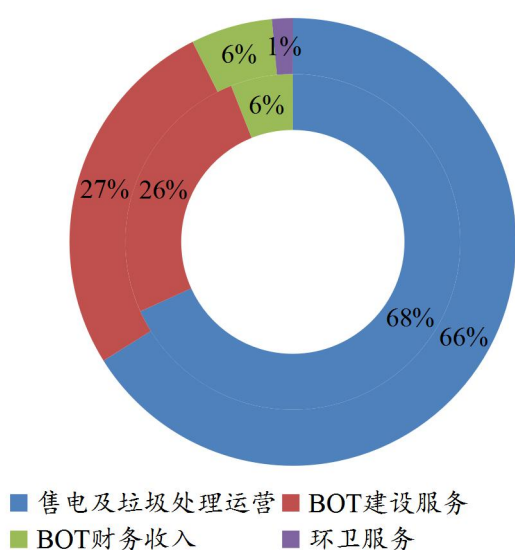
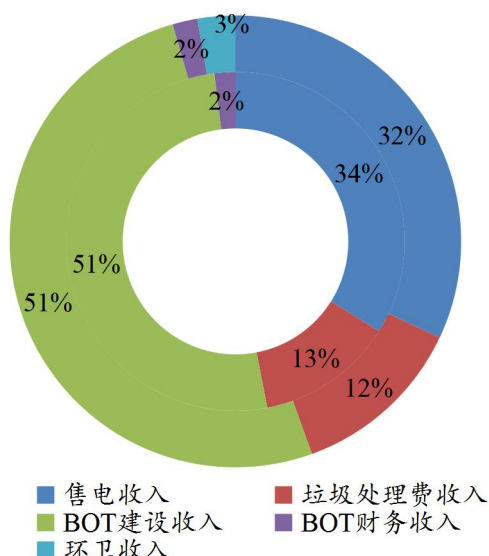


图4: 公司分业务毛利构成



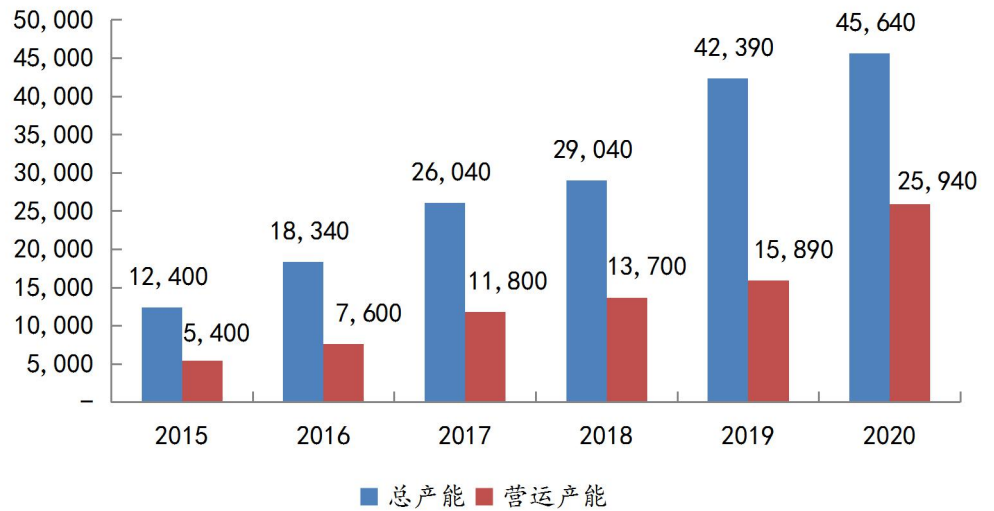
资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

公司项目稳步推进:

公司2019年新增项目的每日城市生活垃圾处理能力达13,350吨，目前公司有13个项目在运营中，17个项目正在建设或规划，公司营运中、已确认及已公布的每日城市生活垃圾总处理能力达到45,640吨，其中广东省每日城市生活垃圾总处理能力21,990吨，占比48.2%。目前公司已投产项目日处理量达到16,840吨，预期2020年底将达到24,640~25,940吨。

图5：公司每日城市生活垃圾处理能力（吨）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2019年公司总资产负债率约55%，净负债率约72%，权益回报率16.1%，派息率20%，公司整体财务稳健，权益回报保持良好水平。

图6：公司资产负债率

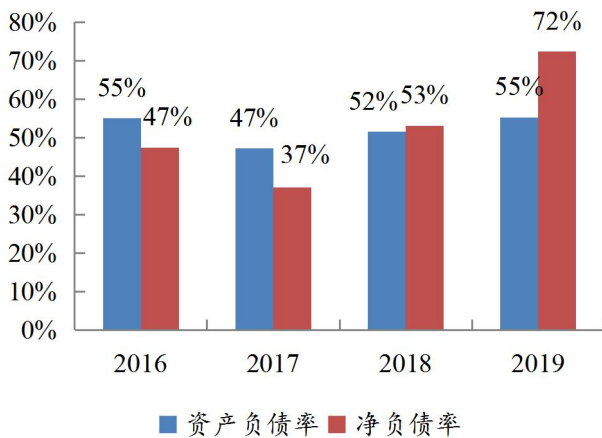


图7：公司权益回报率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

国补新政好于预期，影响正面：

首先，在存量项目方面，根据国家发改委文件，预期2020年3月31日前列入专项规划的垃圾焚烧项目，或将继续享受一定的可再生能源电价补助；其次，在增量项目方面，明确2020年1月20日后并网发电的生活垃圾焚烧发电项目为新增项目，按照以收定支的原则，通过可再生能源发展基金继续予以支持。根据《2020年中央本级政府性基金支出预算表》，2020年可再生能源电价附加收入安排的支出预算数为838.65亿元，比2019年执行数增加60.55亿元，增长7.8%，其中生物质能发电补助53.41亿元，较2019年执行数34.86亿元增长53.21%，预期未来补贴回款将明显加快。

维持“买入”评级，目标价 4.36 港元：

基于公司项目的稳步推进和陆续投产，预期公司未来业绩将稳步增长。我们更新公司盈利预测，预计2020-2022年 EPS分别为0.43/0.53/0.63港元，调整目标价至4.36港元，对应2020/2021年10/8倍PE，维持买入评级。

表1：行业估值

固废行业					PE				PB			
名称	代码	货币	股价	市值(亿)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
光大国际	0257 HK	HKD	4.13	253.7	7.4	4.17	3.61	3.35	1.06	0.62	0.55	0.50
光大绿色环保	1257 HK	HKD	3.14	64.9	5.4	3.34	3.01	2.56	0.84	0.53	0.46	0.40
绿色动力	1330 HK	HKD	2.82	90.0	8.2	6.24	5.56	4.89	1.04	0.81	0.71	0.66
首创环境	3889 HK	HKD	0.11	15.7	6.0	-	-	-	0.50	-	-	-
平均					6.74	4.58	4.06	3.60	0.86	0.65	0.58	0.52
粤丰环保	1381 HK	HKD	3.41	83.2	9.32	7.85	6.48	5.39	1.51	1.19	1.03	1.03

资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

风险提示：

项目开拓、投产进度不达预期

垃圾焚烧补贴电价下调或取消

市场竞争加剧及邻避效应影响

财务报表摘要

损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
收入	3,326	3,952	4,739	5,699	6,836
经营成本	(2,229)	(2,687)	(3,099)	(3,766)	(4,496)
毛利	1,097	1,266	1,640	1,933	2,341
行政费用	(228)	(242)	(310)	(336)	(437)
财务开支	(176)	(211)	(301)	(366)	(445)
应占联营公司利润	32.0	54.8	54.8	54.8	54.8
其他收益	130	155	179	232	302
营业利润	852	1,022	1,215	1,471	1,769
所得税	(98)	(130)	(154)	(187)	(224)
少数股东应占利润	(0)	(1)	0	0	0
净利润	754	893	1,061	1,285	1,545
折旧及摊销	284	310	372	406	421
EBITDA	1,280	1,488	1,832	2,188	2,581
增长					
总收入 (%)	39%	19%	20%	20%	20%
EBITDA (%)	36%	16%	23%	19%	18%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
现金	1,317	1,020	1,038	1,034	1,254
应收账款	260	466	482	580	535
存货	6	7	8	10	12
其他流动资产	437	674	532	632	751
流动资产	2,021	2,167	2,060	2,255	2,552
固定资产	1,392	1,305	1,871	2,027	2,168
无形资产	4,962	7,112	7,785	9,108	10,657
其他固定资产	2,544	2,882	3,989	4,732	5,424
非流动资产	8,898	11,300	13,644	15,867	18,249
总资产	10,918	13,467	15,704	18,123	20,800
应付账款	796	1,179	1,550	1,614	1,445
短期银行贷款	512	815	979	1,174	1,409
其他短期负债	30	61	55	56	57
流动负债	1,338	2,055	2,583	2,844	2,911
长期银行贷款	3,617	4,562	5,702	6,956	8,487
其他负债	668	827	991	1,163	1,361
非流动负债	4,285	5,389	6,693	8,120	9,848
总负债	5,624	7,444	9,276	10,964	12,759
少数股东权益	1	199	0	0	0
股东权益	5,293	5,823	6,428	7,159	8,041
负债及权益总额	10,918	13,467	15,704	18,123	20,800
每股账面值(港元)	2.16	2.39	2.63	2.93	3.29
营运资金	682	112	(523)	(589)	(359)

财务分析

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	38%	38%	39%	38%	38%
净利率 (%)	23%	23%	22%	23%	23%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	7%	6%	7%	6%	6%
实际税率 (%)	11%	13%	13%	13%	13%
股息支付率 (%)	15%	15%	15%	15%	15%
存货周转天数	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应付账款周转天数	130	130	130	130	130
应收账款周转天数	36	36	36	36	36
ROE (%)	14%	15%	17%	18%	19%
ROA (%)	7%	7%	7%	7%	7%
财务状况					
净负债/股本	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产/股本	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6
收入对利息倍数	18.9	18.7	15.8	15.6	15.4

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1,280	1,488	1,832	2,188	2,581
融资成本	(1,082)	(1,202)	(1,518)	(2,446)	(2,513)
营运资金变化	(254)	(570)	(635)	(66)	230
所得税	(98)	(130)	(154)	(187)	(224)
营运现金流	(154)	(413)	(475)	(510)	72
资本开支	(67)	(92)	(310)	(320)	(320)
其他投资活动	(633)	(492)	(112)	(135)	(164)
投资活动现金流	(700)	(584)	(422)	(455)	(484)
负债变化	969	1,248	1,303	1,450	1,765
股本变化	(0)	(14)	0	0	0
其他融资活动	(108)	(494)	(390)	(488)	(1,133)
融资活动现金流	860	740	913	962	632
现金变化	6	(257)	17	(4)	220
期初持有现金	1,348	1,317	1,020	1,038	1,034
汇率变动	(37)	(40)	0	0	0
期末持有现金	1,317	1,020	1,038	1,034	1,254

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>