

买入

国补退坡影响有限，公司产能进入快速释放期

粤丰环保 (1381.HK)

2021-05-11 星期二

投资要点

目标价：**5.18港元**
 现价：4.04港元
 预计升幅：28%

➤ 国补退坡对公司项目回报率影响有限：

公司采取多元化政策应对国补退坡对项目收益率的影响。一方面，努力通过技术优化调整提升吨发电值，增加80-100度，使得项目吨垃圾发电量可以达到400-500度电，就可以弥补国补减少的部分；另一方面，积极拓展整体项目收入来源，以前主要以新鲜生活垃圾为主，现在增加填埋厂处理，以及工业固废协同处理，同时在发电层面增加蒸汽销售；此外，公司还不断优化工作流程来降低环保成本。而且公司新的没有国补的项目，和政府都有签有调价机制，未来垃圾处理费会有一定调价空间。总体来看，国补退坡对公司项目的回报率影响有限。

重要数据

日期	2021-05-10
收盘价(港元)	4.04
总股本(百万股)	2,440
总市值(百万港元)	9,856
净资产(百万港元)	7,135
总资产(百万港元)	19,022
每股净资产(港元)	2.92

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 公司产能进入快速投放期：

2020年，公司新增项目每日城市生活垃圾处理能力为5,100吨，目前公司有18个项目在运营中，16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51,140吨，其中广东省每日城市生活垃圾总处理能力25,240吨，占比49.4%。目前公司已投产项目日处理量达到23,090吨，2021年投产7个项目10000吨，预期2021年底将达到约33,990吨。

➤ 碳中和背景下，垃圾处理行业迎来新的发展机遇：

垃圾焚烧发电、厨余产沼发电和可回收物资源利用，得益于回收能源和再生资源，可实现碳净减排，其碳净减排能力分别约为0.70吨、0.40吨和0.30吨CO₂当量/吨垃圾。预计到2030年，我国生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输和分类处理产业的碳净减排总量可达3.0亿吨CO₂当量左右，其对实现碳中和愿景的贡献率可达2%以上。全国碳交易市场将在今年6月底前启动上线交易，由于垃圾发电对标煤节约的CO₂量，减去垃圾焚烧本身产生的CO₂之后，仍然有显著的碳减排量，预期CCER交易将会为垃圾发电公司带来额外的收益。

主要股东

臻达发展有限公司(54.7%)
 宏扬控股有限公司(19.5%)
 AEP Green Power, Limited(5.7%)

相关报告

首发报告-20190906
 更新报告-20200623

➤ 维持“买入”评级，目标价 5.18 港元：

我们更新公司盈利预测，预计2021-2023年EPS分别为 0.52/0.64/0.77港元，提高目标价至5.18港元，对应 2021/2022年10/8倍 PE，维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,952	4,988	6,233	7,782	9,296
同比增长	19%	26%	25%	25%	19%
归母净利润	893	1,054	1,274	1,555	1,871
同比增长	18%	18%	21%	22%	20%
EPS(港元)	0.37	0.43	0.52	0.64	0.77
PE@4.04HKD	11.0	9.3	7.7	6.3	5.3
DPS(港元)	0.05	0.07	0.08	0.10	0.11
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

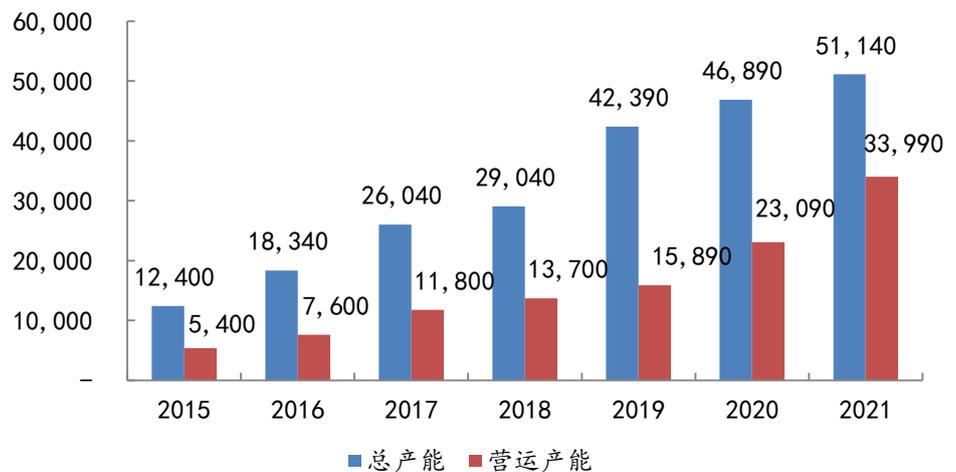
姓名：杨义琼
 SFC：AXU943
 电话：0755-21516065
 Email：yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

公司产能进入快速投放期：

2020年，公司新增项目每日城市生活垃圾处理能力为5,100吨，目前公司有18个项目在运营中，16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51,140吨，其中广东省每日城市生活垃圾总处理能力25,240吨，占比49.4%。目前公司已投产项目日处理量达到23,090吨，2021年投产7个项目10000吨，预期2021年底将达到约33,990吨。

图1：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

基于公司项目近两年的快速建设，2020年公司总资产负债率上升至61%，净负债率达到约100%。公司权益回报率小幅上升至16.3%，派息率20%，公司整体财务稳健，股东回报保持良好水平。

图2：公司资产负债率

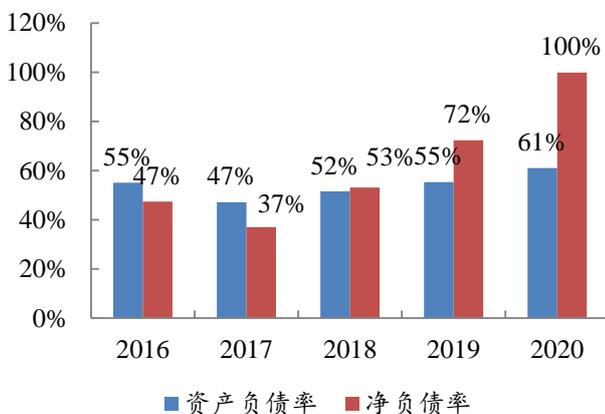


图3：公司权益回报率



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

国补退坡对公司项目回报率影响有限：

公司采取多元化政策应对国补退坡对项目收益率的影响。一方面，努力通过技术优化调整提升吨发电值，增加80-100度，使得项目吨垃圾发电量可以达到400-500度电，就可以弥补国补减少的部分；另一方面，积极拓展整体项目收入来源，以前主要以新鲜生活垃圾为主，现在增加填埋厂处理，以及工业固废协同处理，同时在发电层面增加蒸汽销售；此外，公司还不断优化工作流程来降低环保成本。总体来看，国补退出对项目收益率的影响可以通过降本增效来有效弥补，而且公司新的没有国补的项目，和政府都有签有调价机制，未来垃圾处理费会有一定调价空间。因此，国补退坡对公司整体项目的收益回报率影响有限。

维持“买入”评级，目标价 5.18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2021-2023年EPS分别为0.52/0.64/0.77港元，提高目标价至5.18港元，对应2021/2022年10/8倍PE，目标价较现价有28%上升空间，维持买入评级。

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	净利润 (亿港元)			2020	PE		PB MRQ
					2020	2021E	2021年增速		2020	2021E	
0257. HK	光大环境	HKD	4.82	296	60.2	70.1	16.5%	4.9	4.2	3.9	0.7
1257. HK	中国光大绿色环保	HKD	3.09	64	15.0	17.7	17.8%	4.2	3.6	3.2	0.5
1330. HK	绿色动力环保	HKD	3.66	118	4.6	6.6	42.1%	7.7	5.7	4.7	0.8
3989. HK	首创环境	HKD	0.15	21	5.5	6.4	15.0%	3.8	3.7	3.6	0.3
平均								5.2	4.3	3.8	0.6
1381. HK	粤丰环保	HKD	4.04	98.56	10.5	12.8	21.8%	9.3	7.7	6.3	1.4

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

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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	3,952	4,988	6,233	7,782	9,296
经营成本	(2,687)	(3,443)	(4,223)	(5,322)	(6,357)
毛利	1,266	1,545	2,011	2,460	2,938
行政费用	(242)	(325)	(336)	(437)	(568)
财务开支	(211)	(351)	(503)	(613)	(708)
应占联营公司利润	54.8	118.2	118.2	118.2	118.2
其他收益	155	212	275	358	465
营业利润	1,022	1,257	1,459	1,781	2,143
所得税	(130)	(200)	(185)	(226)	(272)
少数股东应占利润	(1)	3	4	4	5
净利润	893	1,054	1,274	1,555	1,871
折旧及摊销	310	372	406	425	471
EBITDA	1,488	1,862	2,250	2,701	3,203
增长					
总收入 (%)	19%	26%	25%	25%	19%
EBITDA (%)	16%	25%	21%	20%	19%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	1,020	1,770	2,421	2,938	3,264
应收账款	466	699	955	917	1,096
存货	7	15	10	13	16
其他流动资产	674	885	978	1,200	1,426
流动资产	2,167	3,369	4,365	5,069	5,801
固定资产	1,305	1,313	1,779	2,229	2,345
无形资产	7,112	10,498	12,283	14,371	16,814
其他固定资产	2,882	3,841	5,183	5,910	6,216
非流动资产	11,300	15,653	19,246	22,510	25,375
总资产	13,467	19,022	23,611	27,579	31,177
应付账款	1,179	1,419	2,039	2,570	3,069
短期银行贷款	815	823	987	1,185	1,422
其他短期负债	61	65	693	354	67
流动负债	2,055	2,307	3,719	4,108	4,558
长期银行贷款	4,562	8,358	10,196	12,440	14,305
其他负债	827	938	1,359	1,598	1,862
非流动负债	5,389	9,296	11,555	14,038	16,167
总负债	7,444	11,602	15,274	18,146	20,725
少数股东权益	199	285	308	332	359
股东权益	5,823	7,135	8,029	9,101	10,093
负债及权益总额	13,467	19,022	23,611	27,579	31,177
每股账面值(港元)	2.39	2.92	3.29	3.73	4.14
营运资金	112	1,062	646	961	1,243

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	38%	37%	36%	35%	34%
净利率 (%)	23%	21%	20%	20%	20%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	6%	7%	5%	6%	6%
实际税率 (%)	13%	16%	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	160	160	160	160	160
应收账款周转天数	49	49	49	49	49
ROE (%)	15%	15%	16%	17%	19%
ROA (%)	7%	6%	5%	6%	6%
财务状况					
净负债/股本	0.7	1.0	1.1	1.2	1.2
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产/股本	2.3	2.7	2.9	3.0	3.1
收入对利息倍数	18.7	14.2	12.4	12.7	13.1

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1,488	1,862	2,250	2,701	3,203
融资成本	(1,202)	(4,378)	(1,801)	(2,820)	(3,197)
营运资金变化	(570)	951	(417)	315	282
所得税	(130)	(200)	(185)	(226)	(272)
营运现金流	(413)	(1,766)	(153)	(31)	17
资本开支	(92)	(70)	(350)	(350)	(350)
其他投资活动	(492)	(121)	11	11	11
投资活动现金流	(584)	(191)	(339)	(339)	(339)
负债变化	1,248	3,803	2,003	2,441	2,103
股本变化	(14)	0	0	0	0
其他融资活动	(494)	(1,159)	(860)	(1,554)	(1,455)
融资活动现金流	740	2,644	1,143	886	648
现金变化	(257)	688	652	517	326
期初持有现金	1,317	1,020	1,770	2,421	2,938
汇率变动	(40)	61	0	0	0
期末持有现金	1,020	1,770	2,421	2,938	3,264

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。本报告清晰准确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>