

# 【广发海外】绿色动力环保 (1330.HK)

## 净利润低于预期，项目储备丰富、稳步推进

### 核心观点：

#### ● 收入同比增长 18%，净利润不及预期

因推进A股上市需要，公司2017年财务报表改按中国企业会计准则编制，不再确认建造收入。2017财年，公司实现营业收入约人民币7.85亿元，较2016年增加18.1%，主要由于公司运营项目增加；实现净利润人民币2.06亿元，较2017年减少了10.6%，不及预期，主要由于公司毛利率下降，财务费用增加及所得税税费占公司利润总额比例上升。

#### ● 项目推进顺利，运营能力稳步提升

截至2017年底，公司共签署29份生活垃圾处理特许经营协议，年内，公司新投产3个项目，共计建成运营项目达13个，垃圾焚烧处理能力达10460吨/日。2017年，公司共处理生活垃圾366万吨，与2016年同期增长了16%；实现上网电量为10.08亿度，同比增长了31%，运营能力稳步提升。

#### ● 项目储备丰富，进军危废处理领域

2017年，公司新签约通州二期，永嘉二期，山西宜君和江西丰城生活垃圾焚烧发电项目，新增处理能力4250吨/日，并且通过收购辽宁绿益项目，正式进军危废处理领域。2018年1月，公司中标广东惠阳环境园垃圾焚烧发电二期项目（一、二期规模达4600吨/日），为公司最大项目。

#### ● 盈利预测与投资评级

盈利预测基本假设：我们假设公司各项目稳步推进，18年有新项目中标且上网电价保持不变。根据以上假设，我们预计公司2018-2019年EPS分别为人民币0.246元和0.298元，2018年3月12日，绿色动力环保(1330.HK)收盘价为4.39港元，对应市盈率分别为14.4X和11.9X，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示：项目进度低于预期；垃圾供给不足；行业竞争加剧导致处理费降低；税收、补贴等优惠政策变化。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(人民币百万元)	518	664	785	963	1,173
增长率(%)	27.7	28.2	18.1	22.7	21.8
净利润(人民币百万元)	149	231	206	257	311
增长率(%)	201.0	54.8	(10.6)	24.7	20.8
EPS (人民币元/股)	0.143	0.221	0.198	0.246	0.298
市盈率 (P/E)	24.8	16.0	17.9	14.4	11.9
股息率(%)	0.68	1.31	3.64	2.73	3.42

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心，15、16年追溯调整

识别风险，发现价值

### 公司评级

当前价格

4.39 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-03-12

### 相对市场表现



分析师：韩玲, S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

### 相关研究：

【广发海外】绿色动力环保 2018-01-07

(1330.HK)：项目储备丰

富带动较快增长

联系人：陈佳妮 021-60750604-0604

chenjian@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

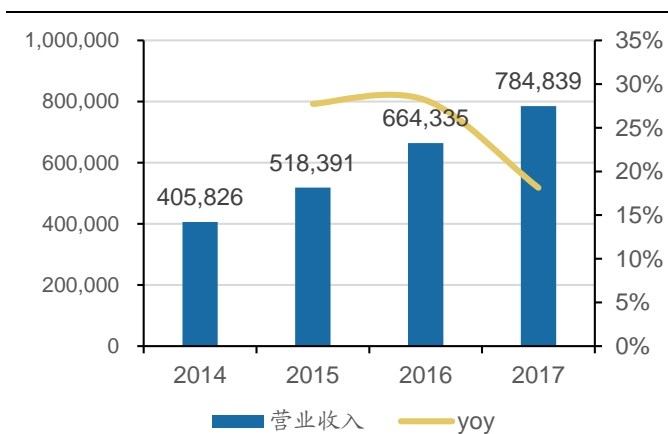
## 收入同比增长 18%，净利润不及预期

因推进A股上市需要，公司2017年财务报表改按中国企业会计准则编制，不再确认建造收入。2017财年，公司实现营业收入约人民币7.85亿元，较2016年增加18.1%（2016年营业收入根据中国企业会计准则追溯调整后为人民币6.64亿元），主要由于公司运营项目增加；实现归母净利润人民币2.06亿元，较2016年减少了10.6%（2016年归母净利润根据中国企业会计准则追溯调整后为人民币2.31亿元），主要由于公司毛利率下降，财务费用增加及所得税税费占公司利润总额比例上升。

2017年公司综合毛利率为58.4%，相比2016年的62.3%下降了3.9个百分点，主要因为：2016年常州、武汉公司被纳入可再生能源补贴目录，取得2016年以前年度的补贴收入约3,221万元，该部分收入计入2016年的利润表但无相应的营业成本；句容、宁河秸秆项目处于运营初期，尚未达产，毛利率较低甚至为负。2017年底，公司财务费用为人民币15,294万元，较2016年增加了3,283万元，主要是因为建造项目所需资金量大，银行借款增加。2017年公司所得税费用为4,921万元，占本集团利润总额从2016年的9%提升至19%，主要因为：乳山公司、安顺公司2016年实现盈利，管理层针对其以前年度税务亏损确认了递延所得税资产，减少了2016年的所得税费用；2016年部分项目收到的所得税退税款冲减了当年的所得税费用。

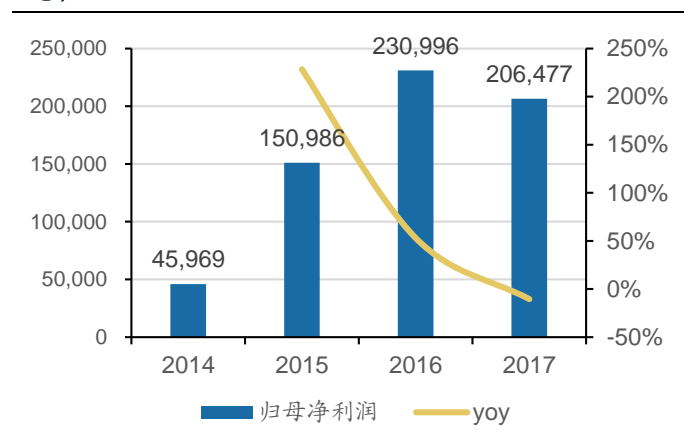
公司派发末期股息每股10港仙，全年股息每股16港仙，同比增长178%。

图1：公司营业收入及其增速（单位：人民币千元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

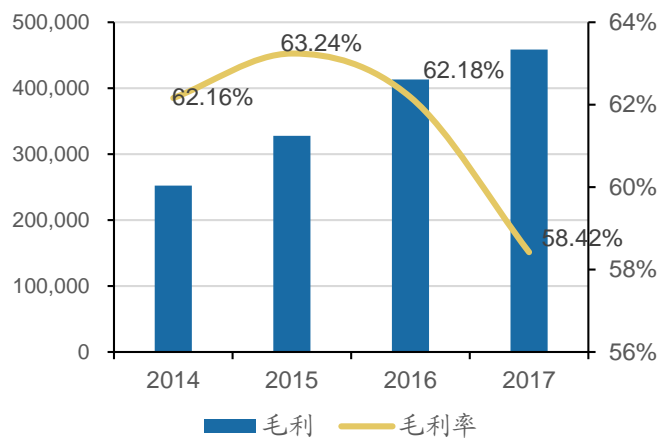
图2：公司归母净利润及其增速（单位：人民币千元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

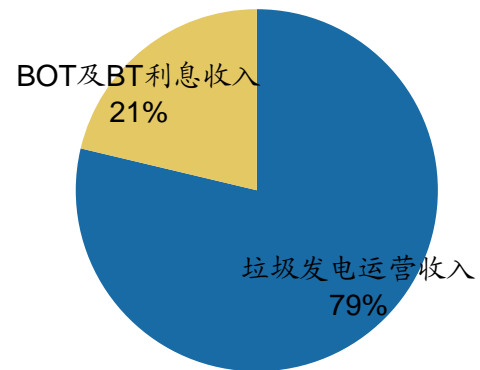
分板块来看，2017年，公司垃圾焚烧发电项目运营收入为人民币6.18亿元，相比2016年的5.21亿元增长了19%，主要因为运营项目的增加；利息收入为人民币1.67亿元，相比2016年的1.43亿元增加17%，主要因为随着通州等项目的建设，按完工百分比确认的长期应收款大幅增加，从而导致按照实际利率法确认的利息收入大幅增加。其他收益为人民币7953.27万元，主要由于公司于2017年1月1日起，对于公司关于日常活动相关的政府补助，在计入利润表时，由原计入营业外收入改为计入其他收益。

图3: 公司毛利及毛利率 (单位: 人民币千元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图4: 公司营业收入按板块分 (单位: 人民币千元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 资产负债表各项同比增速 (人民币百万元)

至 12 月 31 日	2016	2017	同比变化
现金及现金等价物	582	694	19%
应收帐款	199	193	-3%
交易性金融资产	0	0	-
库存	32	13	-58%
其他流动资产	92	133	45%
<b>流动资产总计</b>	<b>905</b>	<b>1,034</b>	<b>14%</b>
固定资产	10	11	10%
无形资产	1,870	2,251	20%
其他长期资产	2,827	3,514	24%
<b>长期资产总计</b>	<b>4,708</b>	<b>5,776</b>	<b>23%</b>
<b>总资产</b>	<b>5,613</b>	<b>6,810</b>	<b>21%</b>
应付帐款	740	879	19%
短期债务	310	310	0%
其他流动负债	105	104	-1%
<b>流动负债总计</b>	<b>1,156</b>	<b>1,294</b>	<b>12%</b>
长期借款	1,994	2,914	46%
其他长期负债	366	367	0%
<b>长期负债总计</b>	<b>2,360</b>	<b>3,281</b>	<b>39%</b>
股本	1,045	1,045	0%
储备	1,049	1,187	13%
少数股东权益	3	3	0%
<b>股东权益</b>	<b>2,097</b>	<b>2,235</b>	<b>7%</b>

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 利润表各项同比增速 (人民币百万元)

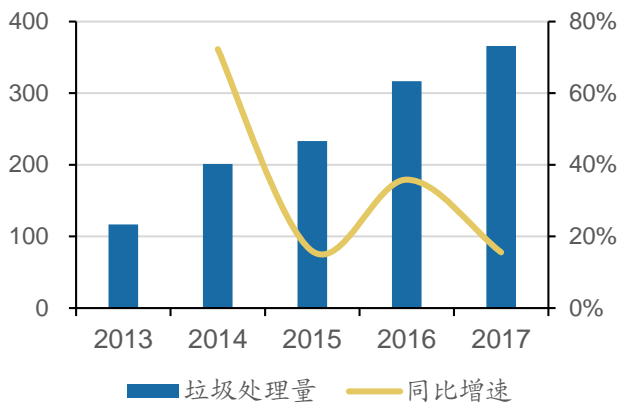
至 12 月 31 日	2016	2017	同比变化
<b>营业总收入</b>	<b>664</b>	<b>785</b>	<b>18%</b>
主营业务收入	664	785	18%
其他营业收入	0	0	-
<b>营业总支出</b>	<b>(347)</b>	<b>(434)</b>	<b>25%</b>
营业成本	(251)	(326)	30%
营业开支	(96)	(107)	12%
<b>营业利润</b>	<b>373</b>	<b>332</b>	<b>-11%</b>
减: 利息支出	120	153	29%
加: 权益性投资损益	0	0	-
其他非经营性损益	(1.1)	(5.2)	375%
非经常项目前利润	182	255	40%
加: 非经常项目损益	71	80	14%
<b>除税前利润</b>	<b>253</b>	<b>256</b>	<b>1%</b>
减: 所得税	(23)	(49)	119%
少数股东损益	0	0	-
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>231</b>	<b>206</b>	<b>-11%</b>
<b>综合收益</b>	<b>237</b>	<b>201</b>	<b>-15%</b>

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 项目推进顺利，运营能力稳步提升

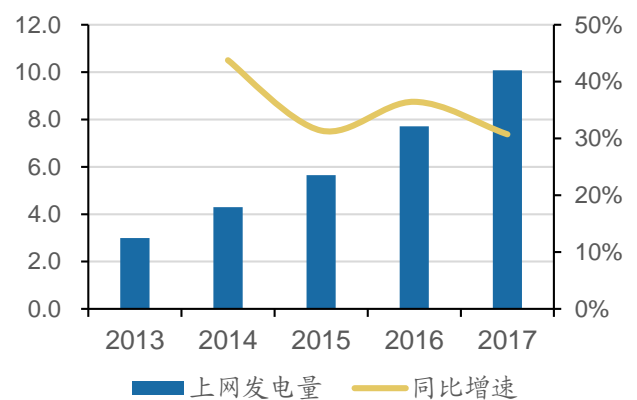
截至2017年底，公司共签署29份生活垃圾处理特许经营协议，项目分布在14个省。年内，公司新投产3个项目，句容、宁河秸秆、蚌埠项目并网发电，项目推进顺利，共计建成运营项目达13个，垃圾焚烧处理能力达到10460吨/日，位居行业前列。2017年，公司共处理生活垃圾366万吨，与2016年同期相比增长了16%；实现上网电量为10.08亿度，相比2016年同期相比增长了31%，运营能力稳步提升。

图5：公司垃圾处理量（单位：万吨）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：公司上网电量（单位：亿度）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 项目储备丰富，进军危废处理领域

**项目拓展建设有序进行，储备丰富。**2017年，公司新签约通州二期，永嘉二期，山西宜君和江西丰城生活垃圾焚烧发电项目，新增生活垃圾处理能力4250吨/日。2017年12月14日，公司与独立第三方签订股权转让协议，收购辽宁绿益（葫芦岛）危废处理项目80%的股权，正式进军危废处理领域。

在建项目进展顺利，密云、汕头、章丘、博白项目陆续开工。2017年，公司共有7个项目在建设工，项目建设进展顺利，句容、宁河秸秆、蚌埠项目分别于2017年4月、10月和11月转入试运行。在建项目中，宁河生物质已完成施工总量的56%；通州项目完成施工总量的74%；密云项目完成施工总量的52%；汕头项目完成施工总量的11%；章丘、博白项目开始施工；宜春、红安等项目筹建工作稳步推进。项目储备丰富，支持未来2-3年运营收入增长。

表3：公司项目列表

项目名称	取得方式	中标时间	投运时间	处理规模 (吨/日)		
				投资额 (亿元)	补贴单价 (元/吨)	
常州武进	公开竞投	2005年9月20日	2012年7月	1050	3.8	75
海宁	协议	2006年4月19日	2010年7月	500	1.9	75
平阳	协议	2006年9月30日	2013年4月	600	2.3	65

永嘉	协议	2009年12月23日	2013年5月	700	2.1	60
乳山	公开竞投	2010年9月29日	2013年7月	500	2.3	52
泰州	公开竞投	2009年9月16日	2013年8月	1000	4.2	80
武汉	协议	2005年5月9日	2013年10月	1000	3.8	68
安顺	协议	2011年12月21日	2015年7月	700	3.8	70
惠州惠阳	公开竞投	2012年11月23日	2016年5月	1200	5.5	91
蓟县	协议	2013年3月26日	2016年5月	700	2.7	60
句容	协议	2012年7月4日	2017年4月	700	2.5	62
蚌埠	公开竞投	2015年8月10日	2017年11月	1210	5.0	27
宁河生物质	协议	2013年9月13日	2017年10月	700		
宁河垃圾焚烧	协议	2013年9月13日	完工 56%	500	3.7	70
北京通州	公开竞投	2015年4月8日	完工 74%	2250	11.6	-
汕头潮阳	公开竞投	2014年9月4日	完工 11%	1000	5.2	-
北京密云	公开竞投	2014年12月30日	完工 52%	600	2.8	-
博白	协议	2014年11月18日	已开工	800	2.8	-
章丘	公开竞投	2012年2月1日	已开工	700	3.5	52
红安	协议	2013年12月17日	拟建	700	2.8	55
平遥	协议	2012年9月20日	拟建	600	2.7	65
隆回	协议	2014年7月8日	拟建	700	3.2	73
青岛	协议	2005年5月18日	拟建	600	2.7	75
射阳	协议	2007年11月11日	拟建	600	2.8	50
常州金坛	协议	2008年12月24日	拟建	600	2.9	75
宜春	公开竞投	2016年2月	拟建	700	5.2	-
宜君	公开竞投	2017年11月15日	拟建	600	3.0	-
丰城	公开竞投	2017年11月27日	拟建	800	4.5	-

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**中标广东惠阳二期项目，为公司最大项目。**2018年1月25日，公司确定为广东省惠阳环境园生活垃圾焚烧二期项目的中标人，项目采用BOT模式，特许经营期为29年（含建设期2年），日处理生活垃圾3400吨。项目计划分两阶段建设，其中第一阶段建设规模为1700吨/日，第二阶段建设规模为1700吨/日，暂定投资额为人民币17.9亿元。新中标二期项目连同已经运营的惠阳环境园生活垃圾焚烧发电项目一期，总处理规模达4600吨/日，为公司目前最大项目，跻身国内垃圾焚烧发电项目前列。

## 盈利预测

盈利预测基本假设：我们假设公司各项目稳步推进，18年有新项目中标且上网电价保持不变。根据以上假设，我们预计公司2018-2019年EPS分别为人民币

0.246元和0.298元，2018年3月12日，绿色动力环保（1330.HK）收盘价为4.39港元，对应市盈率分别为14.4X和11.9X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1.项目进度低于预期;
- 2.垃圾供给不足; 行业竞争加剧导致垃圾处理费降低;
- 3.税收、补贴等优惠政策变化。



资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>842</b>	<b>905</b>	<b>1,034</b>	<b>1,415</b>	<b>1,740</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>(65)</b>	<b>83</b>	<b>(224)</b>	<b>(267)</b>	<b>(365)</b>
货币资金	561	582	694	886	1,091	税前利润	256	428	256	322	384
应收及预付账款	154	199	193	289	352	折旧与摊销	61	78	74	68	72
存货	15	32	13	30	38	净利息费用	103	117	153	193	235
其他流动资产	111	92	133	210	259	税金	(29)	(71)	(49)	(64)	(73)
<b>非流动资产</b>	<b>3,651</b>	<b>4,708</b>	<b>5,776</b>	<b>7,185</b>	<b>8,681</b>	其他经营现金流	21	29	13	18	15
固定资产	10	10	11	16	19	<b>投资活动现金流</b>	<b>(365)</b>	<b>(669)</b>	<b>(375)</b>	<b>(437)</b>	<b>(614)</b>
无形资产	1,304	1,870	2,251	2,715	3,217	资本支出	(369)	(672)	(378)	(441)	(620)
其他长期资产	2,338	2,827	3,514	4,453	5,445	投资变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,493</b>	<b>5,613</b>	<b>6,810</b>	<b>8,600</b>	<b>10,421</b>	其他	4	3	3	4	6
<b>流动负债</b>	<b>714</b>	<b>1,155</b>	<b>1,294</b>	<b>1,750</b>	<b>2,067</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>196</b>	<b>583</b>	<b>737</b>	<b>1085</b>	<b>1116</b>
短期借款	258	310	310	434	497	净增权益	0	3	0	0	0
应付及预收	363	740	879	1,185	1,420	净增债务	307	723	948	1414	1410
其他流动负债	92	105	104	130	150	支付股息	(103)	(141)	(211)	(329)	(282)
<b>非流动负债</b>	<b>1,887</b>	<b>2,360</b>	<b>3,281</b>	<b>4,208</b>	<b>4,931</b>	其他	(7)	(2)	(8)	(10)	(13)
长期借款	1,546	1,994	2,914	3,414	4,014	<b>现金变动</b>	<b>(234)</b>	<b>(4)</b>	<b>130</b>	<b>381</b>	<b>137</b>
其他非流动负债	340	366	367	794	917						
股本	1,045	1,045	1,045	1,045	1,045						
储备	848	1,049	1,187	1,593	2,375						
母公司股东权益	1,893	2,094	2,232	2,638	3,420						
少数股东权益	0	3	3	3	3						
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,493</b>	<b>5,613</b>	<b>6,810</b>	<b>8,600</b>	<b>10,421</b>						

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>销售收入</b>	<b>518</b>	<b>664</b>	<b>785</b>	<b>963</b>	<b>1173</b>
销售成本	(189)	(251)	(326)	(395)	(452)
经营费用	(86)	(96)	(107)	(135)	(159)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>306</b>	<b>425</b>	<b>406</b>	<b>433</b>	<b>492</b>
折旧及摊销	(48)	(52)	(74)	(68)	(72)
<b>经营利润</b>	<b>258</b>	<b>373</b>	<b>332</b>	<b>365</b>	<b>420</b>
净利息收入	(104)	(120)	(153)	(193)	(235)
其他收益	(5)	(0)	77	149	199
<b>税前利润</b>	<b>149</b>	<b>253</b>	<b>256</b>	<b>322</b>	<b>384</b>
所得税	(0)	(23)	(49)	(64)	(73)
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>231</b>	<b>206</b>	<b>257</b>	<b>311</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>149</b>	<b>231</b>	<b>206</b>	<b>257.4</b>	<b>311.1</b>
EPS	0.143	0.221	0.198	0.246	0.298
DPS	0.024	0.047	0.129	0.097	0.121
收入增长(%)	27.7	28.2	18.1	22.7	21.8

## 广发海外研究小组

- 韩玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名，2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015年新财富海外研究团队入围，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使⽤，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，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。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。