香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

更新报告

绿色动力环保（1330 HK）

首三季度业绩优于预期，政策不利因素却增加

2020 年首三季度股东净利润同比上升 32.4%，第三季度增长更为显著

公司 2020 年首三季度业绩优于预期，主因是有效控制成本。首三季度股东净利润同比上升 32.4%至 4.3 亿人民币，占我们全年预测的 85.9%，高于去年同期的 78.1%实际比率。收入则同比增长 31.6%。营业利润率由去年同期的 29.4%上升至 31.5%。公司今年第三季度增长更为显著。第三季度股东净利润同比上升 69.0%至 1.8 亿人民币，同期营业利润率则同比增长 6.9 个百分点至 33.8%。

政策不利因素却增加，发电补贴年限变相缩短

虽然业绩优于预期，政策不利因素近日却增加。财政部、发改委、能源局上月发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》政策文件，对非水电新能源(风电、光伏发电、生物质发电(含垃圾发电))，包括现有运营项目，明确电费补贴计算标准。其中，文件对生物质发电，定下中央财政补贴年限为 15 年。公司目前垃圾发电项目特许经营期限约为 25-30 年。发电补贴年限变相缩短。我们认为政策目前不会影响公司未来几年盈利，但是长远未来的影响则会渐渐加大，并导致项目总回报最终或差于当初预期。另一方面，我们乐观地认为，因应行业人士的反馈意见，政策未必会完全落实。政府未来也可能会推出一些优惠措施，例如提升垃圾处理费。

提升 2020-2022 年盈利预测，重申预计公司今明两年大幅增加产能

基于首三季度业绩，我们分别上调 2020-2022 年股东净利润预测 15.8%、13.7%、9.0%(见图表 1 和 2)。我们重申，预计公司今明两年大幅增加产能，估计年底运营垃圾处理能力分别同比增长 34.9%和 19.7%。

因应政策不利因素而下调目标价，估值依然吸引，重申“买入”评级

因应上述提及补贴年限缩短的政策不利因素，我们提高贴现现金流分析(DCF)模型的风险溢价假设，并因此将 H 股目标价由 5.50 港元降低至 5.00 港元(见图表 3 和 4)，这对应 8.7 倍 2021 年市盈率和 44.1%上升空间。公司估值依然吸引，重申“买入”评级。

风险提示：(一)项目延误、(二)应收账款风险、(三)并网电价下跌、(四)运营成本上升。

主要财务数据（人民币百万元）（更新至 2020 年 10 月 30 日）

年结:12 月 31 日	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
收入	1,140	1,752	2,368	3,058	3,574
增长率（%）	*45.3*	*53.7*	*35.1*	*29.1*	*16.9*
股东净利润	366	416	577	717	823
增长率（%）	*77.1*	*13.8*	*38.7*	*24.2*	*14.8*
每股盈利（人民币）	0.33	0.36	0.45	0.51	0.59
市盈率（倍）	9.5	8.7	6.9	6.1	5.3
每股股息（人民币）	0.10	0.10	0.14	0.15	0.18
股息率（%）	3.2	3.2	4.3	4.9	5.7
每股净资产（人民币）	2.58	2.84	3.05	3.70	4.46
市净率（倍）	1.21	1.10	1.02	0.84	0.70

注：按照中国会计准则编制

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

评级：买入

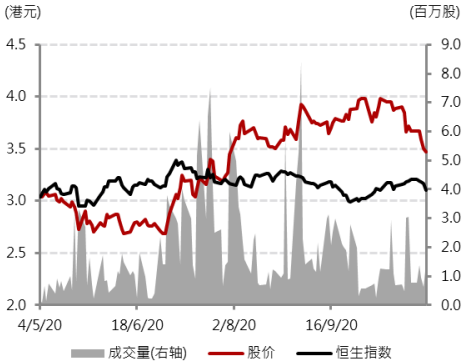
目标价：5.00 港元

股票资料（更新至 2020 年 10 月 30 日）

现价	3.47 港元
总市值	9,554.94 百万 港元
流通股比例(H 股)	93.85%
已发行总股本(H 股)	404.36 百万
52 周价格区间	2.61-4.10 港元
3 个月日均成交额	7.19 百万 港元
主要股东	北京国资公司 （占 45.30%）

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

20201019 - 绿色动力环保（1330 HK）更新报告：2020 年第三季运营表现优于预期

20201014 - 绿色动力环保（1330 HK）更新报告：A 股增发获批准，产能扩张得支持

分析师

周健锋（Patrick Chow）

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	旧预测			新预测			变动 (新/旧) (%)		
	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
营业收入	**2,333**	**3,015**	**3,525**	**2,368**	**3,058**	**3,574**	**1.5**	**1.4**	**1.4**
营业成本	(1,062)	(1,326)	(1,481)	(1,009)	(1,275)	(1,458)	(5.0)	(3.9)	(1.5)
税金及附加	(47)	(57)	(63)	(47)	(58)	(64)	1.5	1.4	1.4
管理费用(含研发费用)	(203)	(256)	(296)	(197)	(248)	(286)	(3.2)	(3.3)	(3.3)
财务费用	(471)	(668)	(831)	(471)	(668)	(830)	0.0	(0.0)	(0.1)
资产减值	(19)	(24)	(28)	(19)	(24)	(29)	1.5	1.4	1.4
其他收益	59	66	71	60	67	71	1.5	1.4	1.4
营业利润	**592**	**749**	**897**	**686**	**852**	**978**	**15.9**	**13.8**	**9.1**
营业外收入净额	2	3	3	2	3	3	1.5	1.4	1.4
税前利润	**594**	**752**	**900**	**688**	**855**	**981**	**15.8**	**13.7**	**9.0**
所得税	(95)	(120)	(144)	(110)	(137)	(157)	15.8	13.7	9.0
税后利润	**499**	**632**	**756**	**578**	**718**	**824**	**15.8**	**13.7**	**9.0**
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	15.8	13.7	9.0
股东净利润	**498**	**630**	**755**	**577**	**717**	**823**	**15.8**	**13.7**	**9.0**
息税折旧摊销前利润	1,308	1,734	2,121	1,402	1,837	2,202	7.2	5.9	3.8
息税前利润	1,065	1,420	1,730	1,159	1,523	1,811	8.8	7.3	4.7
每股盈利(人民币)	0.39	0.45	0.54	0.45	0.51	0.59	15.8	13.7	9.0
每股股息(人民币)	0.12	0.14	0.16	0.14	0.15	0.18	15.8	13.7	9.0
利润率(%)							**变动 (新/旧) (百分点)**		
营业利润率	25.4	24.9	25.4	29.0	27.9	27.4	3.6	3.0	1.9
股东净利润率	21.4	20.9	21.4	24.4	23.4	23.0	3.0	2.5	1.6

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：主要运营假设

年结: 12 月 31 日	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
垃圾处理量 (万吨)	469	719	856	1,055	1,174
- 同比增长(%)	*28.2*	*53.3*	*19.0*	*23.2*	*11.3*
上网电量 (亿度)	13.98	21.13	25.55	32.52	37.34
- 同比增长(%)	*38.7*	*51.1*	*20.9*	*27.3*	*14.8*

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 3：贴现现金流估值(H 股)

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2021 预测	2022 预测	2023 预测	2024 预测	2025 预测	2026 预测	2027 预测	2028 预测	2029 预测	2030 预测
息税前利润	**1,523**	**1,811**	**1,870**	**2,001**	**2,121**	**2,227**	**2,327**	**2,432**	**2,529**	**2,580**
加：折旧及摊销	314	390	340	291	247	208	173	145	121	98
减：税费	(137)	(157)	(159)	(170)	(180)	(189)	(198)	(207)	(215)	(219)
营运资金变动	1,922	1,437	2,727	2,918	2,960	3,016	2,909	3,040	3,161	3,225
资本开支	(2,290)	(2,292)	(2,373)	(2,412)	(2,429)	(2,423)	(2,405)	(2,388)	(2,359)	(2,286)
自由现金流	**1,332**	**1,190**	**2,405**	**2,628**	**2,719**	**2,838**	**2,806**	**3,022**	**3,237**	**3,397**
永续增长率	**1.5%**									
贝塔系数	1.20									
无风险收益率	5.0%									
风险溢价	13.8%									
权益成本	21.6%									
债务成本	3.5%									
债务/权益	30.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	**15.9%**									
股权价值 (港币百万元)	**6,972**									
每股价值 (港元)	**5.00**									
目标价 (港元)	**5.00** (四舍五入，精确至 0.01)									

来源：中泰国际研究部预测

图表 4：每股股权价值的敏感性分析(H 股)

港币		**永续增长率 (%)**				
		0.5%	**1.0%**	**1.5%**	**2.0%**	**2.5%**
加权平均资金成本 (%)	**14.3%**	6.47	6.69	6.93	7.19	7.47
	15.1%	5.52	5.71	5.91	6.12	6.36
	15.9%	4.68	4.84	**5.00**	5.18	5.38
	16.7%	3.92	4.06	4.20	4.35	4.51
	17.5%	3.24	3.35	3.48	3.60	3.74

来源：中泰国际研究部预测

图表 5：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

损益表	2018 年实际	2019 年实际	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测
营业收入	**1,140**	**1,752**	**2,368**	**3,058**	**3,574**
营业成本	(469)	(806)	(1,009)	(1,275)	(1,458)
税金及附加	(28)	(36)	(47)	(58)	(64)
管理费用	(126)	(153)	(197)	(248)	(286)
财务费用	(209)	(328)	(471)	(668)	(830)
资产减值	0	(13)	(19)	(24)	(29)
其他收益	76	57	60	67	71
营业利润	**386**	**473**	**686**	**852**	**978**
营业外收入净额	13	1	2	3	3
税前利润	**398**	**474**	**688**	**855**	**981**
所得税	(33)	(57)	(110)	(137)	(157)
税后利润	**366**	**417**	**578**	**718**	**824**
少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
股东净利润	**366**	**416**	**577**	**717**	**823**
息税折旧摊销前利润	695	975	1,402	1,837	2,202
息税前利润	607	802	1,159	1,523	1,811
每股盈利(人民币)	0.33	0.36	0.45	0.51	0.59
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.14	0.15	0.18

现金流量表	2018 年实际	2019 年实际	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测
经营活动现金流	**(223)**	**(48)**	**(2,205)**	**576**	**1,413**
净利润	366	416	577	717	823
折旧与摊销	88	173	243	314	390
营运资本变动	(772)	(997)	(1,539)	(1,922)	(1,437)
其它	96	361	(1,486)	1,467	1,636
投资活动现金流	**(1,412)**	**(2,265)**	**(2,431)**	**(2,634)**	**(2,635)**
资本性支出净额	(880)	(2,002)	(2,114)	(2,290)	(2,292)
其它	(532)	(263)	(317)	(344)	(344)
自由现金流	**554**	**(87)**	**718**	**1,332**	**1,190**
融资活动现金流	**1,600**	**2,031**	**4,754**	**1,762**	**1,270**
股本变动	382	0	2,199	0	0
净债务变动	1,383	2,363	3,067	2,522	2,229
已派股息	(196)	(451)	(587)	(857)	(1,045)
其它	31	119	75	97	86
净现金流	**(35)**	**(282)**	**118**	**(296)**	**47**

资产负债表	2018 年实际	2019 年实际	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测
总资产	**10,689**	**13,671**	**17,484**	**21,642**	**25,485**
流动资产	**1,446**	**1,627**	**1,767**	**1,849**	**2,179**
现金及银行存款	711	432	471	176	223
应收账款	248	453	497	642	751
预付、按金及其他应收账	103	48	59	76	89
一年内到期的长期应收账	72	88	118	153	179
存货	20	29	32	42	49
其它流动资产	292	577	589	760	889
非流动资产	**9,243**	**12,044**	**15,718**	**19,793**	**23,306**
固定资产净额	50	50	51	51	52
无形资产	4,411	6,453	8,323	10,302	12,205
长期应收款	3,836	4,467	5,920	7,645	8,935
其它非流动资产	946	1,074	1,424	1,795	2,114
总负债	**7,616**	**10,174**	**13,025**	**16,266**	**19,032**
流动负债	**2,790**	**4,645**	**5,130**	**5,663**	**6,066**
短期借款	854	2,433	3,278	3,271	3,271
应付账款	901	1,213	663	856	1,001
一年内到期的长期借款	540	705	947	1,223	1,430
其它流动负债	495	294	242	312	365
非流动负债	**4,827**	**5,529**	**7,895**	**10,603**	**12,966**
长期借款	4,391	5,057	7,279	9,807	12,036
长期应付款	305	297	474	612	715
其它非流动负债	131	175	142	184	215
权益总额	**3,073**	**3,497**	**4,460**	**5,376**	**6,453**
股东权益	2,996	3,296	4,249	5,156	6,221
少数股东权益	77	200	210	221	232
权益及负债总额	**10,689**	**13,671**	**17,484**	**21,642**	**25,485**
净现金/(负债)	(4,534)	(7,058)	(10,086)	(12,903)	(15,084)

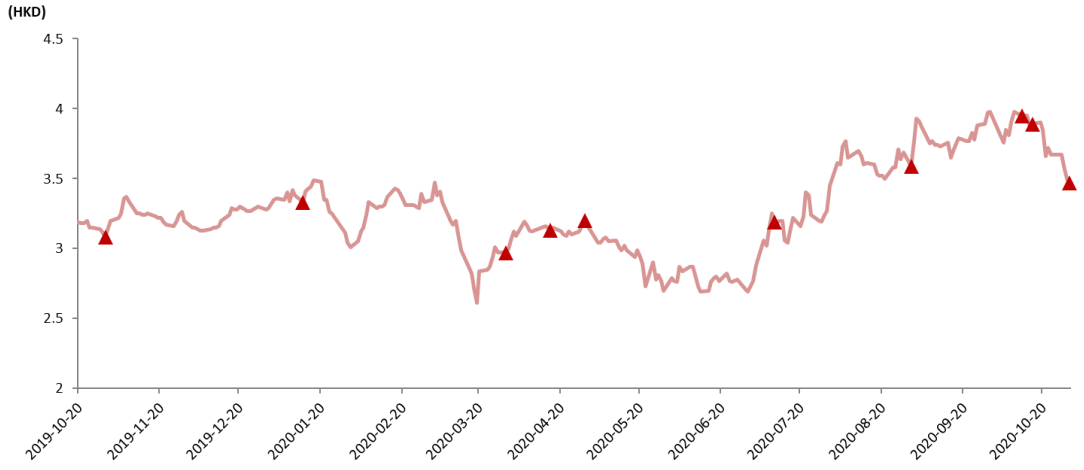
主要财务指标	2018 年实际	2019 年实际	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测
增长率(%)					
营业收入	45.3	53.7	35.1	29.1	16.9
营业利润	51.2	22.6	45.2	24.2	14.8
息税折旧摊销前利润	44.0	40.4	43.9	31.0	19.9
息税前利润	48.5	32.2	44.4	31.4	19.0
股东净利润	77.1	13.8	38.7	24.2	14.8
每股盈利	66.7	8.8	26.1	13.9	14.8
利润率 (%)					
营业利润率	33.8	27.0	29.0	27.9	27.4
息税折旧摊销前利润	60.9	55.6	59.2	60.1	61.6
息税前利润率	53.2	45.8	48.9	49.8	50.7
股东净利润率	32.1	23.7	24.4	23.4	23.0
净负债率(%)	151.3	214.1	237.4	250.3	242.5
其他(%)					
实际税率	8.2	12.0	16.0	16.0	16.0
派息比率	30.4	27.9	30.0	30.0	30.0
已动用资本回报率	4.6	4.6	4.7	4.5	4.2
平均净资产收益率	13.9	13.2	15.3	15.2	14.5
平均资产收益率	4.2	3.4	3.7	3.7	3.5

注：按照中国会计准则编制

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源：彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2019/10/30	HK$3.08	买入 (维持)	HK$4.30
2	2020/1/13	HK$3.33	买入 (维持)	HK$4.50
3	2020/3/30	HK$2.97	买入 (维持)	HK$4.80
4	2020/4/16	HK$3.13	买入 (维持)	HK$4.80
5	2020/4/29	HK$3.20	买入 (维持)	HK$4.80
6	2020/7/10	HK$3.19	买入 (维持)	HK$4.90
7	2020/8/31	HK$3.59	买入 (维持)	HK$5.50
8	2020/10/12	HK$3.95	买入 (维持)	HK$5.50
9	2020/10/16	HK$3.89	买入 (维持)	HK$5.50
10	2020/10/30	HK$3.47	买入 (维持)	HK$5.00

来源：彭博、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 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 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（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。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。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。本公司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、状况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投资银行业务关系。

（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）中泰国际证券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