

买入

即将步入产能高速增长期

绿色动力环保 (1330.HK)

2019-07-11 星期四

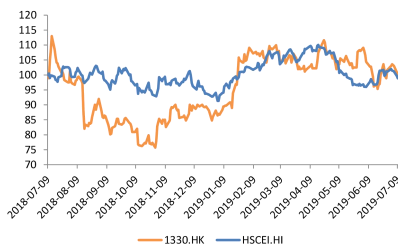
目标价: 4.85
 现价: 3.61
 预计升幅: 34%

股本数据

总股本(亿股): 11.61
 总市值(亿港元): 129.75
 H股流通市值(亿港元): 14.60
 52周高/低(HK\$): 4.16/2.72
 每股净资产(人民币元): 2.46
 所属行业: 环保

主要股东

北京市国有资产经营有限责任公司
 (45.3%)

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)

国元国际研究部

姓名: 段静娴
 SFC: BL0863
 电话: 0755-21519166
 Email: duanjx@gzyzq.com.hk

投资要点

领先的A+H垃圾焚烧发电企业:

公司成立于2000年3月, 主要以BOT等特许经营的方式从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设、运营、维护以及技术顾问业务。公司于2014年6月在香港联交所主板上市, 2018年6月在A股上市, 为A+H两地上市企业。目前公司已投运、在建、筹建项目共计42个, 总产能约4.7万吨/日, 项目数量和垃圾处理能力均位于行业前列。

预计垃圾焚烧行业2019-2020年将进入产能集中释放期:

根据国家十三五规划, 2020年我国生活垃圾焚烧处理能力将达59.1万吨/日, 而截至2018年上半年, 全国已投运垃圾焚烧项目合计处理量仅37.8万吨/日, 即到2020年还有21.3万吨的规划空间, 预计2019至2020年为行业产能集中释放期。我们假设2018-2020年平均每年增加8万吨/日的焚烧处理能力、产能利用率约70%、吨垃圾发电量为280千瓦时、上网电价为0.65元/千瓦时, 则垃圾焚烧运营市场规模到2020年将达到374亿元, 约为2015年的2.4倍, 十三五期间的年均复合增速约20%。

公司即将步入产能高速增长期:

根据公司项目建设规划, 我们预期随着佳木斯一期、密云、汕头、章丘等项目的陆续建成投运, 公司2019年底运营项目产能或将达到2.1万吨/日; 2020年公司有望新增7000吨投运产能, 至2020年底运营项目产能或达2.8万吨/日。预计公司2019、2020年投运产能同比增速将分别达56%和34%, 进入项目投运高峰期。

首次覆盖给予买入评级, 目标价4.85港元:

参照H股垃圾焚烧行业平均估值, 同时考虑到公司盈利的高成长、高质量, 我们认为公司相对行业可比公司可享受一定溢价, 给予2019年12倍目标PE, 对应股价4.85港币, 较现价有34%涨幅, 首次覆盖给予买入评级。

截至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(人民币百万元)	785	1,055	1,590	2,137	2,499
变动(%)	18%	34%	51%	34%	17%
归属股东净利润(人民币百万元)	206	273	414	610	755
变动(%)	-11%	32%	52%	47%	24%
基本每股盈利(人民币元)	0.20	0.25	0.36	0.53	0.65
市盈率@3.61港元(倍)	15.90	12.72	8.92	6.05	4.89
每股股息(人民币元)	-	0.10	0.07	0.11	0.13
股息现价比率(%)	-	3%	2%	3%	4%

目录

领先的 A+H 垃圾焚烧发电企业.....	3
公司简介.....	3
公司收入和净利润呈增长趋势.....	5
2018 年收入及成本构成.....	5
垃圾焚烧发电行业将持续扩张.....	6
城镇化率提升带动垃圾处理需求增长.....	6
垃圾焚烧优势显著，将成为未来发展主流.....	7
国家出台多项政策鼓励垃圾焚烧.....	8
预计 2020 年我国垃圾焚烧运营市场规模将达 374 亿元.....	10
公司亮点.....	11
2019-2020 年将进入项目投运高峰期.....	11
股东背景优势.....	13
技术领先，发电效率逐年提升.....	14
财务分析.....	15
盈利预测与分析.....	17
行业估值及目标价.....	18
投资风险.....	18

领先的 A+H 垃圾焚烧发电企业

公司简介

公司是中国领先的垃圾焚烧发电企业，最早成立于 2000 年 3 月，主要以 BOT 等特许经营的方式从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设、运营、维护以及技术顾问业务。公司于 2014 年 6 月在香港联交所主板上市，2018 年 6 月在 A 股上市，为 A+H 两地上市企业。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司在生活垃圾焚烧发电领域运营项目 15 个，在建项目 11 个，筹建项目 12 个，运营项目垃圾处理能力达 13,510 吨/日，在建项目垃圾处理能力 11,800 吨/日，公司项目数量和垃圾处理能力均位于行业前列。

目前公司业务布局延伸至安徽、湖北、贵州、山西、广西、江西、湖南、陕西等中西部地区，初步形成立足于长三角、环渤海、珠三角，辐射全国的市场布局。

图表 1：公司于垃圾焚烧发电领域的市场拓展历程

2005年	江苏常州	山东青岛		
2006年	浙江海宁	湖北武汉		
2007年	江苏射阳			
2008年	江苏金坛			
2009年	浙江平阳	江苏泰州		
2010年	山东乳山	浙江永嘉		
2011年	贵州安顺			
2012年	山东章丘	山西平遥	江苏句容	
2013年	广东惠州	天津宁河	天津蓟县	湖北红安
2014年	广西博白	广东汕头	湖南隆回	
2015年	北京通州	北京密云	安徽蚌埠	
2016年	江西宜春			
2017年	北京通州二期	浙江永嘉二期	陕西宜君	江西丰城
2018年	广东惠州二期	河南登封	海宁二期	收购广东博海昕能 湖北石首

资料来源：公司公告，国元国际

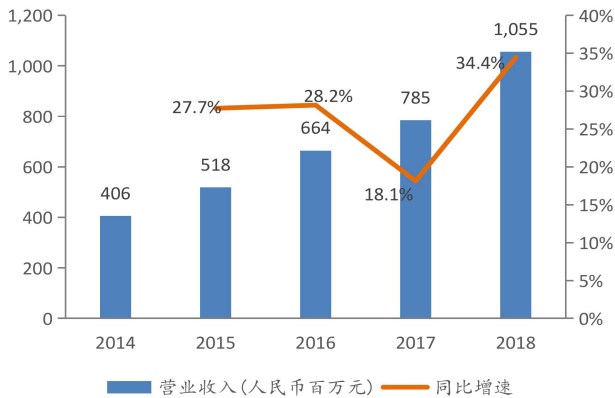
公司发展历程

- 2000年3月 道斯环保科技正式注册成立
- 2001年3月 道斯环保科技正式更名为深圳绿动力环境工程有限公司
- 2002年12月 深圳绿动力环境工程有限公司获深圳市企业评价协会评为科技企业50强
- 2004年3月 深圳绿动力环境工程有限公司正式更名为深圳绿色动力环境工程
- 2004年11月 绿色动力环境工程的垃圾焚烧预干燥方法及其装置被授予一项国家发明专利，专利号：ZL 1 60760.5
- 2005年9月 蓝洋环保（曾用名绿色动力控股集团有限公司）与常州市武进区城市管理局签署《常州市武进区城市生活垃圾处理特许经营协议》，其为公司的第一份BOT协议
- 2006年1月 绿色动力环境工程的多驱动逆推式炉排炉垃圾焚烧的方法和设备被授予一项国家发明专利，专利号：ZL 03 1 26962.1
- 2007年7月 多驱动逆推式炉排炉垃圾焚烧技术入编建设部“十一五”期间推荐使用的行业核心技术
- 2008年12月 绿色动力环境工程获中国垃圾处理行业十大标志性品牌称号
- 2010年12月 绿色动力环境工程签署安徽桐城垃圾焚烧发电项目工程总管理服务合同，此为公司第一份外部管理服务合同
- 2011年5月 绿色动力环境工程与泰国南邦市政府签署了《城市生活垃圾焚烧发电项目框架协议》，此为公司第一份海外框架协议
- 2012年4月 绿色动力环境工程正式改组为股份有限公司并更名为现名绿色动力环保集团股份有限公司
- 2012年11月 绿色动力与惠州市惠阳区政府正式签署了《惠州市惠阳区榄子壆环境园生活垃圾综合处理场BOT项目及周边配套工程BT项目特许经营协议》，此为公司第一项涉及垃圾焚烧及垃圾填埋的BOT项目
- 2013年7月 常州项目荣获国家重点环境保护实用技术示范工程
- 2013年12月 绿色动力获中国固废网评为固废行业的年度十大影响力企业
- 2014年6月 绿色动力环保集团股份有限公司在香港联交所主板正式挂牌上市
- 2015年3月 绿色动力通过污染治理设施运行能力一级认定
- 2015年5月 绿色动力被评为广东企业500强
- 2015年11月 绿色动力自主研发的焚烧炉设备荣获争优创新产品奖
- 2016年4月 绿色动力被评为广东省环保骨干企业
- 2016年8月 绿色动力自主研发的焚烧炉设备成功出口泰国
- 2016年8月 绿色动力被列入广东省垃圾处理项目企业推荐名录
- 2017年1月 绿色动力被评为中国城市静脉产业园建设领军企业
- 2017年12月 荣获“2017中国最具影响力绿色企业品牌”奖
- 2018年4月 荣获“绿英奖-固废处理标杆企业”称号
- 2018年6月 上海证券交易所主板正式挂牌上市

公司收入和净利润呈增长趋势

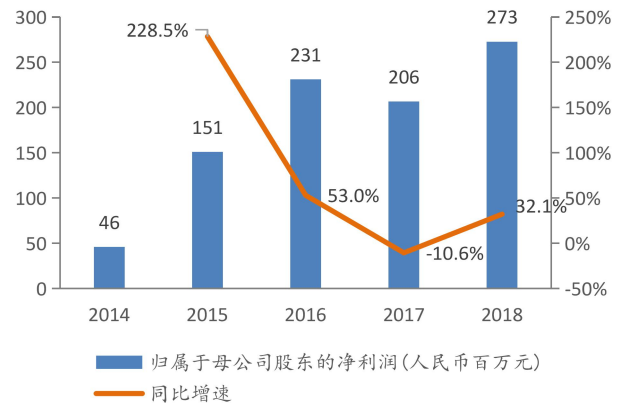
2014-2018年，公司营业收入由4.06亿元增至10.55亿元，年均复合增速约27%；公司净利润由0.46亿元增至2.73亿元，年均复合增速约56.1%。

图表 2：公司最近 5 年营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，国元国际

图表 3：公司最近 5 年净利润及同比增速



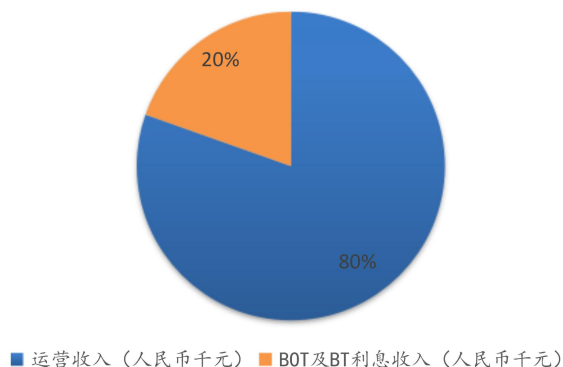
资料来源：公司资料，国元国际

2018 年收入及成本构成

2014年6月，公司于香港联交所主板上市，公司2014-2016年按照国际会计准则确认BOT和BT项目建造收入；从2017年年报开始，公司考虑到即将于A股上市，从而改用中国企业会计准则编制财务报表，即不确认BOT和BT项目的建造收入，公司的营业收入主要由运营收入和BOT及BT利息收入两部分构成。公司2018年实现收入10.55亿元，其中运营收入8.48亿元，占比80.4%；BOT及BT利息收入2.07亿元，占比19.6%。

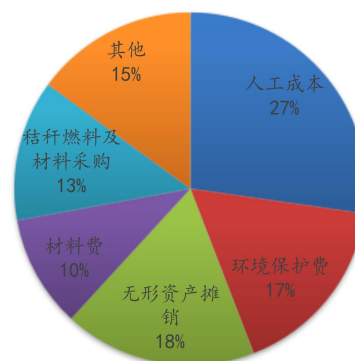
由于垃圾焚烧项目初期投资大、资产较重，大量BOT业务确认的特许经营权确认为无形资产，无形资产摊销在成本中占比较大。公司2018年主要成本构成为：人工成本（27%）、无形资产摊销（18%）、环境保护费（17%）、秸秆燃料及材料采购（13%）等。

图表 4：公司收入构成



资料来源：公司资料，国元国际

图表 5：公司成本构成



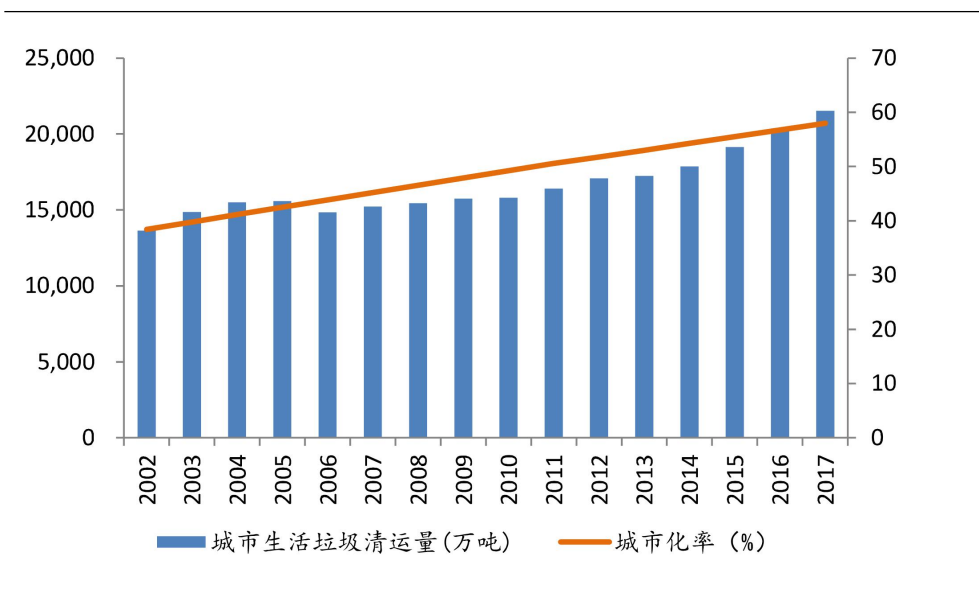
资料来源：公司资料，国元国际

垃圾焚烧发电行业将持续扩张

城镇化率提升带动垃圾处理需求增长

生活垃圾收运处理量同城市化率具备明显的正向关系。2002-2017年随着城市化率水平的提升，我国城市生活垃圾量从2002年的1.37亿吨增至2017年的2.15亿吨，年均复合增速3.1%。

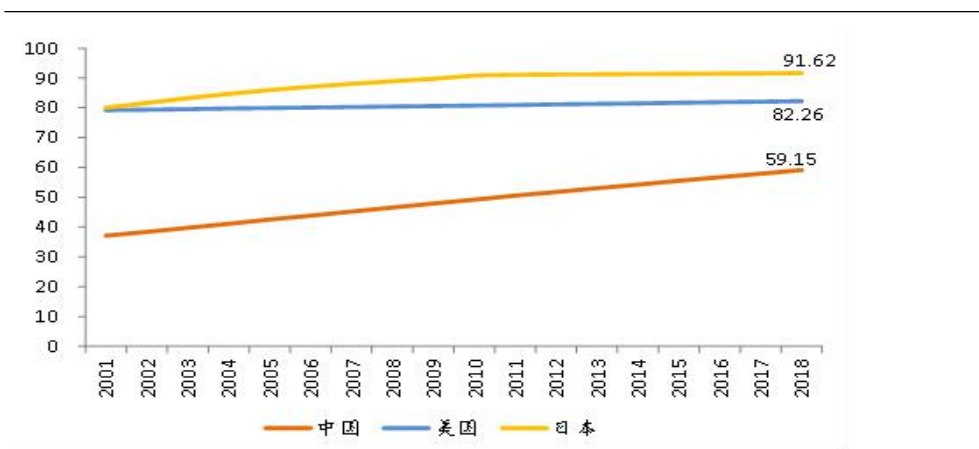
图表6：城市生活垃圾清运量与城市化率呈正相关



资料来源：wind、国元国际

2018年，我国城市化率为59.15%，与发达国家普遍80%以上的城市化率相比，有较大提升空间。根据“十三五”规划，预计2020年我国常住人口城镇化率将提升至60%；国家卫计委预计2030年常住人口城镇化率将达70%，未来城市化率提升将带动垃圾处理需求持续增长。

图表7：中国城市化率远低于美、日等发达国家(%)



资料来源：wind、国元国际

垃圾焚烧优势显著，将成为未来发展主流

我国垃圾处理方式主要有卫生填埋、高温堆肥和焚烧发电三种方式。卫生填埋是目前我国城市垃圾处理的主导方式，但存在二次污染隐患；高温堆肥方式因具有项目建设成本高、效益低、存在重金属污染等问题已较少使用；相比之下，垃圾焚烧方式不仅污染控制标准已与国际标准接轨，经济效益也远优于卫生填埋，具有市场化程度高、可持续等优势，因此具有较大发展空间。根据国家统计局数据，“十二五”期间我国垃圾焚烧处理能力增长149.7%。

“十二五”末垃圾焚烧处理量占垃圾无害化处理量34%，复合增速为22%，卫生填埋处理量占垃圾无害化处理64%，复合增速为4%，可见“十二五”期间垃圾焚烧处理量增速显著高于卫生填埋处理量增速。

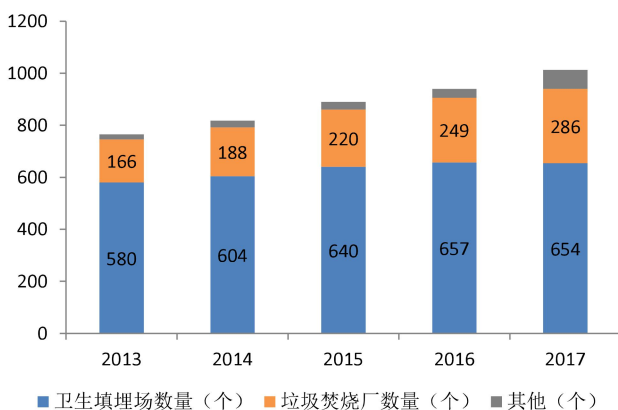
图表 8： 三种垃圾处理方式对比

方式	卫生填埋	高温堆肥	焚烧发电
优点	1、工艺相对较简单； 2、处理量大、运行费用较低； 3、大型填埋场产生的沼气有一定利用价值； 4、是使用其他处理方法产生残渣的最终消纳场。	1、无害化程度较高； 2、投资适中，使用年限较长； 3、产品有农用价值	1、减量化、无害化程度很高； 2、可综合利用热能； 3、使用期限长。
缺点	1、选址受地质条件限制较多； 2、场地使用年限受垃圾量影响较大； 3、对管理水平要求较高	1、只能处理垃圾中的可堆腐有机物，且这部分含量有一定要求； 2、运行费用较高	1、投资高、运行费用较高； 2、工艺、设备复杂，对垃圾热值有要求； 3、对管理水平要求较高

资料来源：网络资料，国元国际

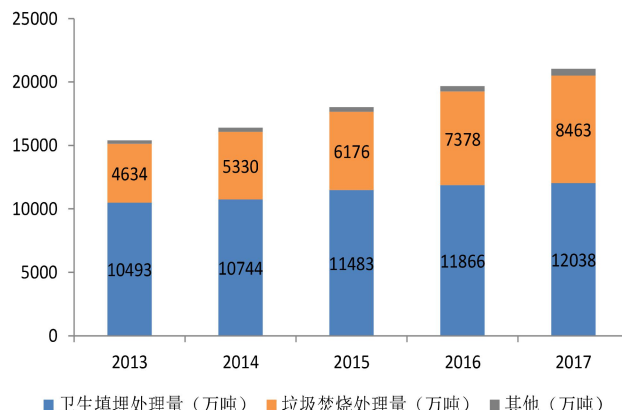
近年来，土地资源日益稀缺，而垃圾产生量却在不断增加，导致无地可埋的情况开始出现，并且在一线城市更为严重。这种背景下，在土地占用和环境保护方面均具有显著优势的垃圾焚烧发电对卫生填埋的替代趋势越来越强。

图表 9：2013-2017 年卫生填埋场及垃圾焚烧处理厂数量



资料来源：国家统计局，国元国际

图表 10：2013-2017 年卫生填埋&垃圾焚烧垃圾处理量



资料来源：国家统计局，国元国际

国家出台多项政策鼓励垃圾焚烧

《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，到2020年，我国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到59.14万吨/日，垃圾焚烧占比由2015年的31%提高至50%以上，其中东部地区达到60%以上；填埋处理能力则从2015年的50.15万吨/日降至2020年的47.71万吨/日，首次规划为负增长，且一线城市规划填埋处理能力快速下降。

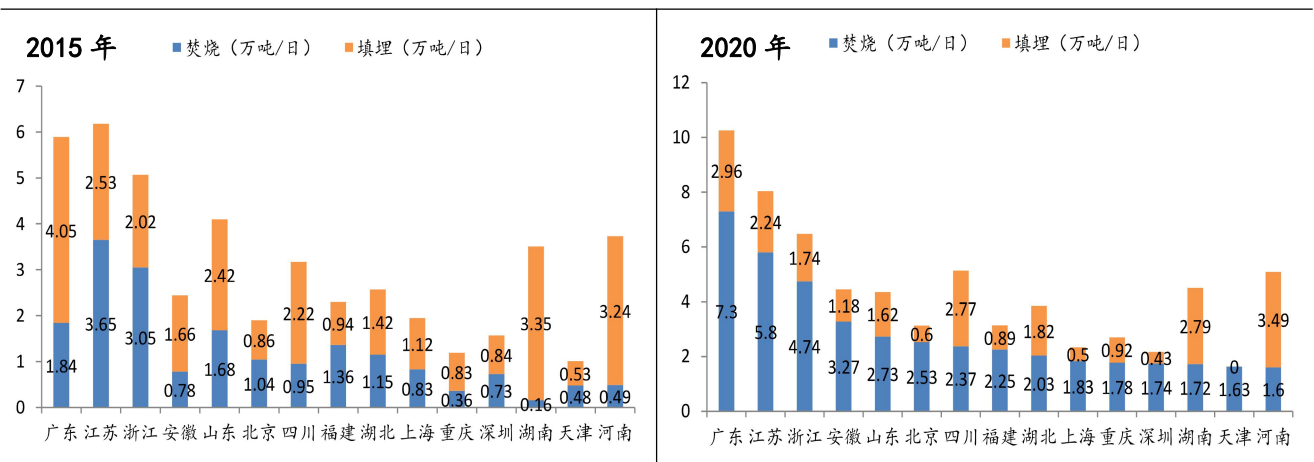
图表 11：国家出台多项政策鼓励垃圾焚烧

时间	政策文件	主要内容
2010.7	《中国资源综合利用技术政策大纲》	明确提出“推广城市生活垃圾发电技术”。
2011.4	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》	提高城市生活垃圾处理减量化、资源化和无害化水平，改善城市人居环境。土地资源紧缺、人口密度高的城市要优先采用焚烧处理技术。
2011.11	《中国应对气候变化的政策与行动（2011）》白皮书	完善城市废弃物标准，实施生活垃圾处理收费制度，推广利用先进的垃圾焚烧技术，制定促进填埋气体回收利用的激励政策。
2012.3	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为280千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元，其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。
2012.4	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划的通知》	到2015年，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理。设市城市、县城生活垃圾无害化处理率分别达到90%和70%以上，建议有条件的地区优先采用焚烧处理技术。全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的35%以上，其中东部地区达到48%以上。
2013.2	《产业结构调整指导目录（2011年本）（修正）》	“城镇垃圾及其他固体废弃物减量化、资源化、无害化处理和综合利用工程”属于鼓励类产业。
2013.8	《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》（国发[2013]30号）	推动垃圾处理技术装备成套化，重点发展大型垃圾焚烧设施炉排及其传动系统、循环流化床预处理工艺技术、焚烧烟气净化技术和垃圾渗滤液处理技术等，重点推广300吨/日以上生活垃圾焚烧炉及烟气净化成套装备。
2013.9	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》（国发[2013]36号）	以大中城市为重点，建设生活垃圾分类示范城市（区）和生活垃圾存量治理示范项目。加大处理设施建设力度，提升生活垃圾处理能力。提高生活垃圾处理减量化、资源化和无害化水平。到2017年，设市城市生活垃圾得到有效处理，确保垃圾处理设施规范运行，防止二次污染，摆脱“垃圾围城”困境。
2014.3	《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》	提高城镇生活垃圾无害化处理能力。完善废旧商品回收体系和垃圾分类处理系统，加强城市固体废弃物循环利用和无害化处置。实现县城具备垃圾无害化处理能力，按照以城带乡模式推进重点镇垃圾无害化处理，重点建设垃圾收集、转运设施，实现重点镇垃圾收集、转运全覆盖。
2015.6	《关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》（财税[2015]78号）	从事垃圾处理、污泥处理处置劳务，享受即征即退70%的税收优惠。已享受本通知规定的增值税即征即退政策的纳税人，因违反税收、环境保护的法律法规受到处罚（警告或单次1万元以下罚款除外）的，自处罚决定下达的次月起36个月内，不得享受本通知规定的增值税即征即退政策。

时间	政策文件	主要内容
2015. 11	《全面推进农村垃圾治理的指导意见》	将农村的生活垃圾、工业垃圾等一并处理，提出了农村垃圾能年治理的目标任务。
2016. 3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	健全再生资源回收利用网络，加强生活垃圾分类回收与再生资源回收的衔接；加快城镇垃圾处理设施建设，完善收运系统，提高垃圾焚烧处理率，做好垃圾渗滤液处理处置；建立全国统一、全面覆盖的实时在线环境监测监控系统，推进环境保护大数据建设；完善煤矸石、余热余压、垃圾和沼气等发电上网政策。
2016. 9	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》	到2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）要实现原生垃圾“零填埋”，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50%以上，其中东部地区达到60%以上。“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约1924亿元，其中，无害化处理设施建设投资1360亿元。
2016. 10	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》	先安排垃圾焚烧处理设施用地计划指标，地方国土资源管理部门可根据当地实际单列，并合理安排必要的配套项目用地，保障项目落地。
2016. 10	《垃圾焚烧行业清洁生产评价指标体系（征求意见稿）》	编制了生活垃圾焚烧行业清洁生产评价指标体系。
2016. 12	《生物质能发展“十三五”规划》	鼓励建设垃圾焚烧热电联产项目，加速应用现代垃圾焚烧处理及污染防治技术，提高垃圾焚烧发电环保水平。
2016. 12	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	到2020年底，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的50%以上，其中东部地区达到60%以上。
2017. 3	《生活垃圾分类制度实施方案》	基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，实施生活垃圾强制分类的城市，生活垃圾回收利用率达到35%以上。
2017. 12	《关于进一步做好生活垃圾焚烧发电厂规划选址工作的通知》	从规范垃圾焚烧发电项目规划选址工作入手，对科学编制专项规划、超前谋划项目选址、做好选址信息公开、强化规划的约束性和严肃性等方面提出了具体的任务和要求。

资料来源：政府网站，国元国际

图表 12&13：各省规划 2020 年焚烧发电处理能力较 2015 年快速上升



资料来源：国家统计局，国元国际

预计 2020 年我国垃圾焚烧运营市场规模将达 374 亿元

垃圾焚烧运营收入主要由当地政府支付的垃圾处理服务费收入和垃圾焚烧发电上网带来的上网电费收入两部分构成。根据国家十三五规划，2020 年我国生活垃圾焚烧处理能力将达 59.1 万吨/日，而截至 2018 年上半年，全国已投运垃圾焚烧项目合计处理量仅 37.8 万吨/日，即到 2020 年还有 21.3 万吨的规划空间，预计 2019 至 2020 年将进入行业产能集中释放期。

我们假设 2018-2020 年平均每年增加 8 万吨/日的焚烧处理能力、产能利用率约 70%、吨垃圾发电量为 280 千瓦时、上网电价为 0.65 元/千瓦时，则垃圾焚烧运营市场规模到 2020 年将达到 374 亿元，约为 2015 年的 2.4 倍，十三五期间的年均复合增速约 20%。

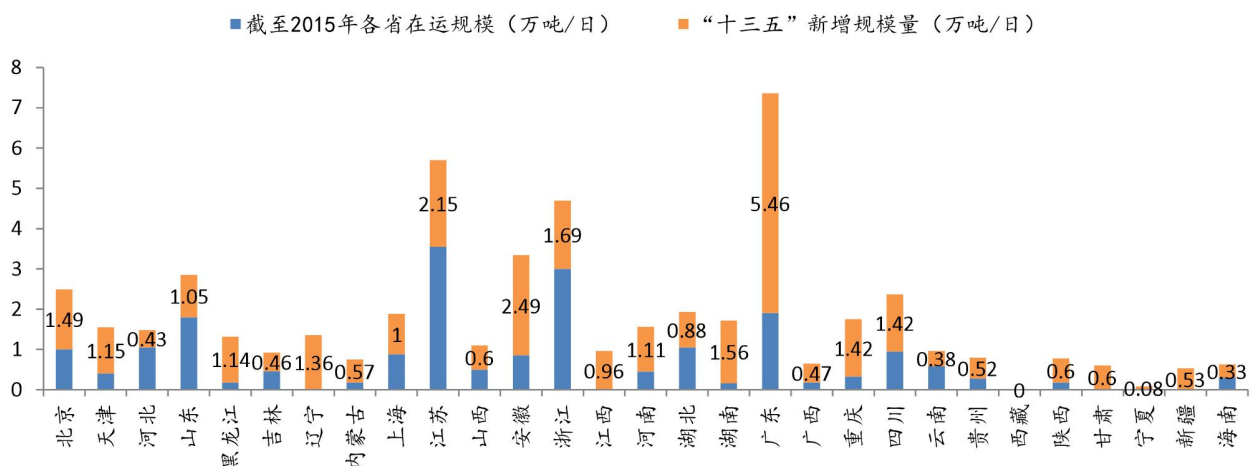
图表 14：我国垃圾焚烧运营市场规模测算

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
生活垃圾焚烧处理能力（万吨/日）	23.3	27.8	35.2	43.2	51.2	59.2
生活垃圾焚烧处理能力（万吨/年）	8504.5	10147	12848	15768	18688	21608
生活垃圾焚烧处理量（万吨/年）	6176	7378	8463	11038	13082	15126
产能利用率	73%	73%	66%	70%	70%	70%
处理单价（元/吨）	65	65	65	65	65	65
生活垃圾焚烧处理收入（亿元）	40	48	55	72	85	98
吨垃圾焚烧发电量（千瓦时/吨）	280	280	280	280	280	280
垃圾焚烧发电上网电价（元/千瓦时）	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
生活垃圾焚烧售电收入（亿元）	112	134	154	201	238	275
生活垃圾焚烧运营市场规模（亿元）	153	182	209	273	323	374

资料来源：国家统计局、生态环境部、国元国际

“十三五”期间垃圾焚烧新增规模按地区拆分，将主要集中在经济较为发达，人口较为稠密的地区。

图表 15：截至 2015 年底各省垃圾焚烧在运规模和“十三五”期间规划增量规模



资料来源：“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划、国元国际

公司亮点

2019-2020 年将进入项目投运高峰期

根据公司年报，截至 2018 年底，公司共有 15 个运营项目，11 个在建项目，12 个筹建项目，运营项目垃圾处理能力达 1.35 万吨/日。根据公司项目建设规划，我们预期随着佳木斯一期、密云、汕头、章丘等项目的陆续建成投运，公司 2019 年底运营项目产能或将达到 2.1 万吨/日；2020 年，公司有望新增 7000 吨投运产能，至 2020 年底运营项目产能或将达到 2.8 万吨/日。

图表 16：公司垃圾焚烧项目建设情况（截至 2019 年 5 月底）

所在区域	项目名称	项目状态	项目规模（吨/日）	
			一期	二期
江苏	常州	一二期均运营	700	350
浙江	海宁	运营	600	
浙江	永嘉	运营	700	
浙江	平阳	一期运营，二期筹建	700	300
江苏	泰州	运营	1000	
华北	武汉	运营	1000	
山东	乳山	运营	500	
贵州	安顺	一期运营，二期在建	700	350
广东	惠州	运营	1200	
天津	蓟县	一期运营，二期拟开工	700	350
江苏	句容	一期运营，二期筹建	700	350
安徽	蚌埠	一期运营，二期筹建	1210	750
天津	宁河秸秆	运营	700	
天津	宁河生物质	运营	500	
北京	通州	运营	2250	
四川	广元	一期运营，二期筹建	700	350
黑龙江	佳木斯	一期运营，二期筹建	1000	500
北京	密云	运营	600	
广东	汕头	一期运营，二期在建	1500	750
山东	章丘	运营	1200	
广西	博白	一期运营，二期筹建	800	700
广东	四会	一期运营，二期筹建	1000	500
湖北	红安	在建	700	
江西	宜春	一期在建，二期筹建	1000	500
江西	丰城	一期在建，二期筹建	800	400
广东	惠州二期	一期在建，二期筹建	1700	1700
浙江	海宁二期	一期在建，二期筹建	1500	750
浙江	平阳二期	在建	750	
浙江	永嘉二期	拟开工	750	
北京	通州二期	拟开工	1700	
河南	登封	一期拟开工	700	350
湖北	石首	拟开工	700	
贵州	金沙	筹建	700	
广西	靖西	筹建	800	400

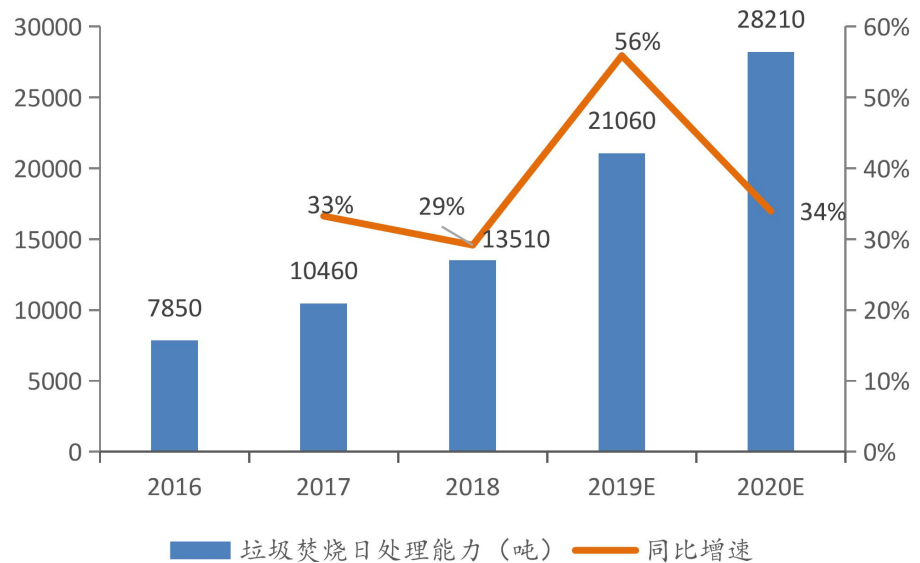
（转下页）

所在区域	项目名称	项目状态	项目规模 (吨/日)	
			一期	二期
山东	青岛	筹建	600	400
江苏	金坛	筹建	600	
江苏	射阳	筹建	600	
山西	平遥	筹建	600	
湖南	隆回	筹建	700	
陕西	宜君	筹建	600	
吉林	舒兰	筹建	450	450
湖南	永兴	筹建	600	
总产能			46710	

资料来源：公司公告、国元国际

2019 年至今，公司新获取了贵州金沙、平阳二期、靖西三个项目，目前已投运、在建、筹建项目共计 42 个，总产能达 4.67 万吨/日，预计公司 2019 年、2020 年投运产能同比增速将分别达 56% 和 34%，进入项目投运高峰期。

图表 17：公司 2016-2021 年垃圾焚烧日处理能力及其同比增速



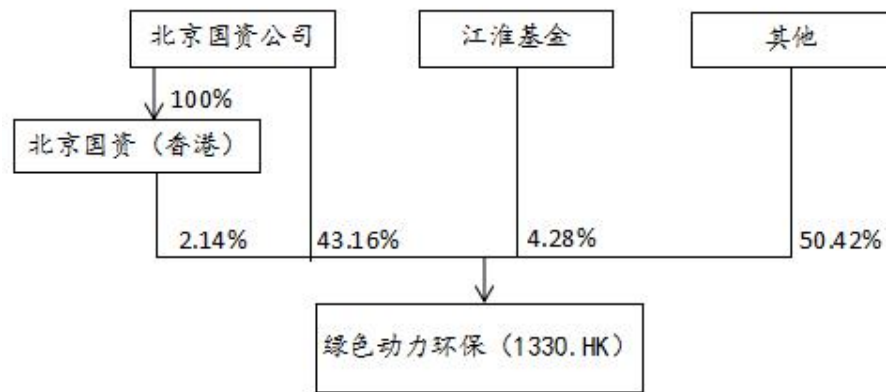
资料来源：公司资料，国元国际

股东背景优势

目前公司总股本约 11.61 亿股，其中香港流通股 4.04 亿股，内地流通股 7.57 亿股。公司的控股股东是北京国资公司，其直接持有绿色动力环保 43.16% 的股份，间接持股 2.14%，合计持股比例为 45.3%。

北京国资公司是经北京市人民政府授权的、专门从事资本运营的大型国有投资公司，于 2001 年 4 月由北京市政府按照现代企业制度正式改制重组设立，对北京市重要的国有资产进行经营和管理。北京国资公司作为北京市重大项目建设的承担者和经营者，主要产业集中在金融与现代服务业领域，科技、现代制造业与新能源领域，城市功能开发、环保与社会事业领域，文化创意、旅游休闲与体育领域等四大领域。截至 2018 年年底，北京国资公司总资产 1289.31 亿元，净资产（归属于母公司）287.1 亿元，实现利润总额 38.15 亿元。

图表 18：公司股权结构



资料来源：公司资料，国元国际

控股股东对公司的支持主要体现在：

首先，增强项目获取能力。帮助公司获取北京通州大型优质项目，其一期处理规模 2250 吨/日，已于 2018 年投运；二期 1700 吨/日，计划于 2019 年开工。通州项目处理费高达 152 元/吨，居各项目之首。值得一提的是，得益于控股股东的大力支持，绿色动力环保为 H 股垃圾焚烧发电公司中少有的在一线城市拥有项目的公司。

其次，为公司提供资金支持。垃圾焚烧行业属于重资产型行业，主要依靠前期大规模的资金投入项目建设，带动后期运营规模的增长。公司 2019-2020 年将进入产能集中释放期，资本开支需求较大，公司于 2018 年 7 月及 2019 年 3 月分别公告拟向控股股东北京国资公司申请不超过 15 亿元及 20 亿元的借款额度，利率不高于中国人民银行同期贷款基准利率。在大股东的帮助下，公司能以较低的资金成本获取足以支撑其今明两年项目建设的资金。

技术领先，发电效率逐年提升

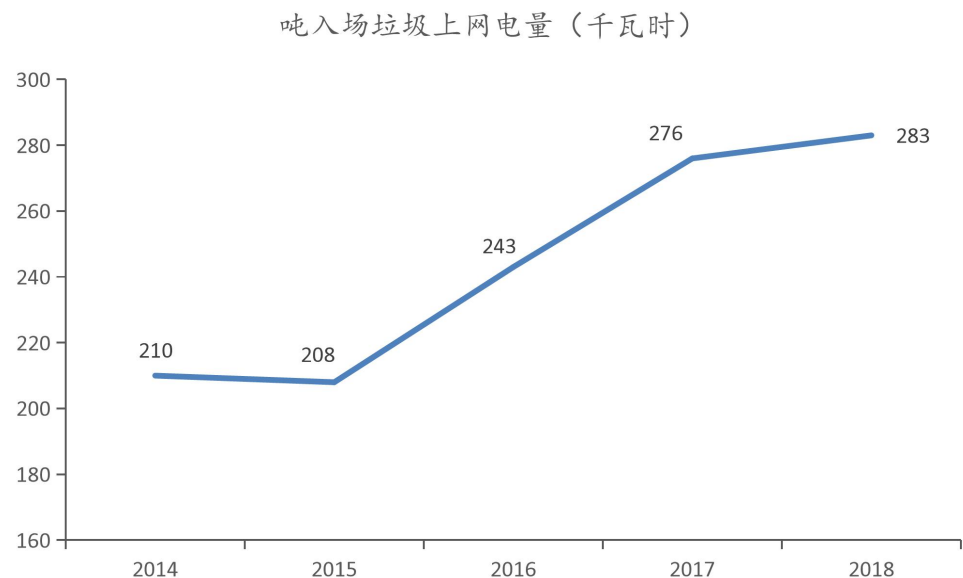
公司为国内垃圾焚烧发电业内首家获得联合国清洁发展机制认证的企业，已运营的常州项目 2013 年被中国环境保护产业协会评为“使用环保技术的国家模范项目”。公司自主研发的“多驱动逆推式机械炉排炉”技术为行业领先的焚烧技术并被国家授予发明专利。该技术契合中国生活垃圾特点，具备性能上的优势，并被住建部选为“十一五”期间重点推广的核心技术。

目前，公司打算在现有的 400 吨炉排炉技术的基础上，集中开发系列化的炉排炉，并开发 600 吨及以上炉排炉，以更有效达到不同类型和大小的城市的焚烧要求；公司寻求改良 400 吨炉排炉，且正在设计可增强此项技术的性能及效率的设备。

同时，公司正在不断开发新工序及技术，包括减少气体、废水（渗滤液）、飞灰、气味及污泥处置的技术，以提高垃圾焚烧发电厂的效能，更有效地控制垃圾焚烧发电项目排放的环境污染物，并且有效处理其他种类的固体废物。另外，公司正在开发垃圾焚烧烟气净化技术及富氧垃圾焚烧技术。

发电效率方面，已投运的常州、泰州、惠州、武汉等垃圾焚烧发电项目处理规模超过 1000 吨/日，在 2018 年均实现满负荷运营，公司 2018 年吨入场垃圾上网电量 283 千瓦时，自 2014 年以来基本呈逐年提升态势。

图表 19：2014-2018 年公司吨入场垃圾上网电量

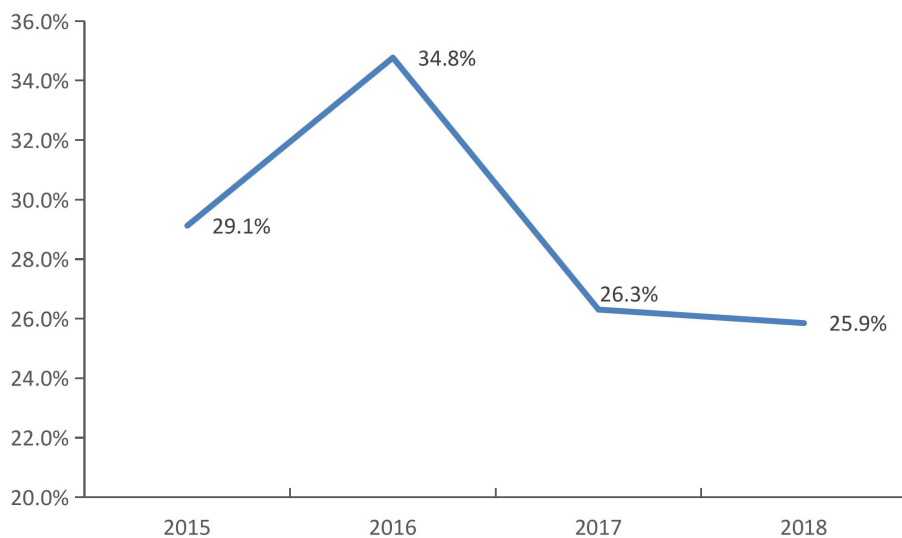


资料来源：公司资料，国元国际

财务分析

近年来，公司净利率水平虽有所下降，但仍保持在 25% 以上的水平。

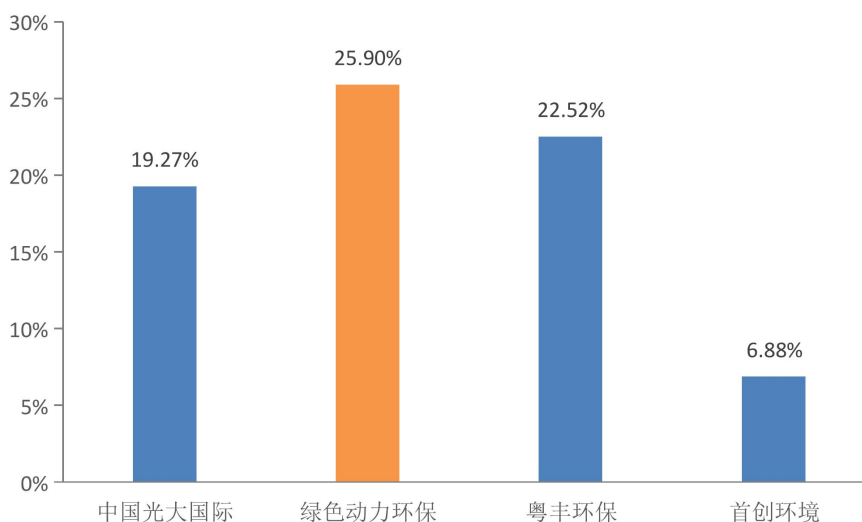
图表 20：公司净利率（2015-2018）



资料来源：公司资料，国元国际

与 H 股其它垃圾焚烧上市公司相比，公司 2018 年净利率达 25.9%，明显高于其它同业公司净利率水平。

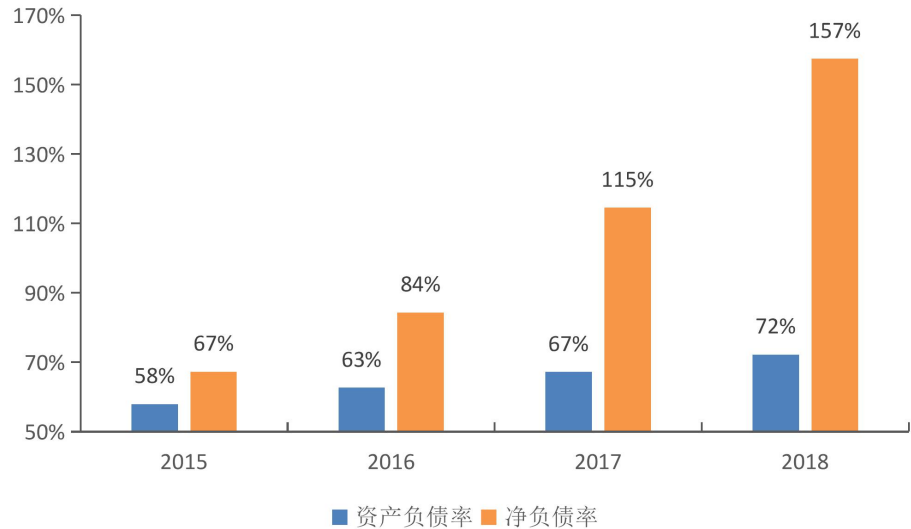
图表 21：2018 年 H 股垃圾焚烧上市公司净利率比较



资料来源：wind，国元国际

近年来，公司资产负债率呈逐年上升趋势。2018 年底升至 72%，处于较高水平，主要原因是 2018 年起，公司进入产能集中释放期，每年有大量项目开工建设，对资金需求较高，预计 2019-2021 年随着项目的陆续建成投产，公司的资产负债率将呈下降趋势。

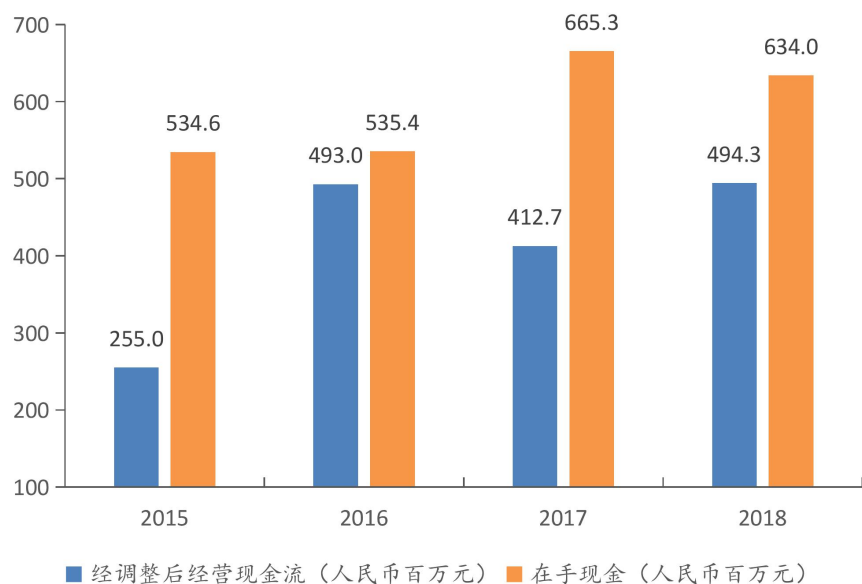
图表 22：公司资产负债率（2015-2018）



资料来源：公司资料，国元国际

根据公司现金流量表，2015、2017 及 2018 年经营活动现金流为负，主要原因是公司大规模建设 BOT/BT 项目，并将项目建造支出形成的长期应收款本金部分列示于经营活动现金流出。若剔除 BOT/BT 项目长期应收款本金增加额的影响，公司经营现金流为正且较为稳定。

图表 23：公司经营现金流及在手现金（2015-2018）



资料来源：公司资料，国元国际

盈利预测与分析

我们初步预测 2019 年公司收入 15.9 亿元，同比增长 51%。

图表 24：公司收入预测

单位：人民币千元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	784,839	1,055,061	1,590,454	2,136,654	2,499,454
同比增长	18%	34%	51%	34%	17%
其中：					
运营收入	617,771	848,322	1,304,172	1,773,423	2,099,541
同比增长	19%	37%	54%	36%	18%
BOT及BT利息收入	167,067	206,739	286,282	363,231	399,913

资料来源：公司资料，国元国际

基于收入预测，我们预测公司 2019 年归属股东净利润 4.14 亿元，同比增长 52%。

图表 25：公司盈利预测

单位：人民币千元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利	458,525	586,449	882,854	1,202,966	1,429,174
同比增长	11%	28%	51%	36%	19%
利润总额	255,685	308,451	467,746	689,498	853,636
同比增长	1%	21%	52%	47%	24%
归属股东净利润	206,477	272,773	413,955	610,205	755,468
同比增长	-11%	32%	52%	47%	24%
每股盈利（人民币元）	0.20	0.25	0.36	0.53	0.65
同比增长	-9%	25%	43%	47%	24%

资料来源：公司资料，国元国际

行业估值及目标价

参照 H 股垃圾焚烧行业平均估值，同时考虑到公司盈利的高成长、高质量，我们认为公司相对行业可比公司可享受一定溢价，给予 2019 年 12 倍目标 PE，对应股价 4.85 港币，较现价有 34% 涨幅，给予买入评级。

图表 26: H 股垃圾焚烧行业估值水平

代码	公司名称	股价	市值(亿)	PE				PB			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
257 HK	中国光大国际	7.46	458.27	9.08	8.47	7.18	6.23	1.22	1.20	1.07	0.96
1381 HK	粤丰环保	3.72	91.32	12.20	10.22	8.69	7.59	1.64	1.49	1.31	1.15
3989 HK	首创环境	0.21	29.30	12.90	12.04	7.52	5.47	0.82	0.56	0.53	0.49
	行业平均			11.39	10.24	7.80	6.43	1.23	1.09	0.97	0.87
1330 HK	绿色动力环保	3.61	129.75	12.72	8.92	6.05	4.89	1.29	1.08	0.95	0.77

资料来源：彭博，国元国际

投资风险

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					
百万人民币, 财务年度截至12月31日					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	785	1,055	1,590	2,137	2,499
经营成本	(326)	(469)	(708)	(934)	(1,070)
税金及附加	(19)	(28)	(42)	(56)	(66)
行政费用	(97)	(113)	(170)	(222)	(237)
财务开支	(153)	(209)	(264)	(293)	(329)
应占联营公司利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他收益	80	89	80	84	88
营业利润	255	306	468	689	854
所得税	(49)	(36)	(54)	(79)	(98)
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
净利润	206	273	414	610	755
折旧及摊销	216	287	385	533	710
EBITDA	624	801	1,116	1,515	1,892
增长					
总收入 (%)	18%	34%	51%	34%	17%
EBITDA (%)	12%	28%	39%	36%	25%

资产负债表					
百万人民币, 财务年度截至12月31日					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金	665	634	649	776	870
应收账款	139	248	374	502	588
存货	13	20	68	92	107
其他流动资产	216	391	484	580	646
流动资产	1,034	1,293	1,576	1,950	2,210
固定资产	11	50	52	56	62
无形资产	2,251	4,411	5,352	6,371	7,477
其他固定资产	3,514	4,789	5,863	6,891	7,941
非流动资产	5,776	9,250	11,267	13,319	15,481
总资产	6,810	10,542	12,843	15,269	17,691
应付账款	480	901	1,042	1,375	1,576
短期银行贷款	310	854	954	1,004	1,054
其他短期负债	504	1033	1028	1228	1366
流动负债	1,294	2,788	3,024	3,607	3,995
长期银行贷款	2,914	4,391	5,891	7,241	8,341
其他负债	367	435	448	463	481
非流动负债	3,281	4,826	6,338	7,703	8,822
总负债	4,575	7,613	9,362	11,310	12,817
少数股东权益	3	77	77	77	77
股东权益	2,235	2,929	3,481	3,959	4,873
负债及权益总额	6,813	10,619	12,920	15,346	17,767
每股账面值(人民币元)	2.14	2.46	2.93	3.34	4.13
营运资金	(260)	(1,495)	(1,448)	(1,656)	(1,785)

财务分析					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	80%	76%	70%	71%	76%
净利率 (%)	26%	26%	26%	29%	30%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	12%	11%	11%	10%	10%
实际税率 (%)	19%	12%	12%	12%	12%
股息支付率 (%)	0%	43%	20%	20%	20%
存货周转天数	15	16	16	16	16
应付账款周转天数	537	702	537	537	537
应收账款周转天数	65	86	86	86	86
ROE (%)	9%	9%	12%	15%	16%
ROA (%)	3%	3%	4%	4%	5%
财务状况					
净负债/股本	1.1	1.6	1.8	1.9	1.7
收入/总资产	0.12	0.10	0.12	0.14	0.14
总资产/股本	3.05	3.60	3.69	3.86	3.63
收入对利息倍数	5.1	5.1	6.0	7.3	7.6

现金流量表					
百万人民币, 财务年度截至12月31日					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EBITDA	624	801	1,116	1,515	1,892
融资成本	(789)	246	(1,286)	(841)	(1,211)
营运资金变化	(9)	(1,235)	47	(209)	(129)
所得税	(49)	(36)	(54)	(79)	(98)
营运现金流	(224)	(223)	(176)	386	454
资本开支					
	(378)	(880)	(1,294)	(1,505)	(1,326)
其他投资活动					
	3	(532)	0	0	0
投资活动现金流	(375)	(1,412)	(1,294)	(1,505)	(1,326)
负债变化					
	921	2,020	1,600	1,400	1,150
股本变化	0	116	0	0	0
股息	0	116	83	122	151
其他融资活动	(184)	(652)	(197)	(277)	(335)
融资活动现金流	737	1,600	1,485	1,246	966
现金变化					
	139	(35)	15	127	93
期初持有现金	535	665	634	649	776
汇率变动					
	(9)	3	0	0	0
期末持有现金	665	634	649	776	870

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-15%
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

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元国际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，国元国际及/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，国元国际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国际的客户、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的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际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，国元国际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国际及/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国际所有，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。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22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>