

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

## 绿色动力环保 (1330 HK)

### 2020 年第三季运营表现优于预期

第三季垃圾进厂量和上网电量分别同比上升 30.6% 及 51.5%

公司上周五(10 月 16 日)公布优于预期的 2020 年第三季运营数据。垃圾进厂量和上网电量分别同比上升 30.6% 及 51.5% 至 245 万吨和 7.77 亿度, 占我们全年预测的 28.6% 及 31.4%, 高于 2019 年同期的 26.1% 和 24.3% 实际比率 (见图表 1)。

首三季垃圾进厂量和上网电量则分别同比增长 22.9% 及 39.0%

换言之, 首三季垃圾进厂量和上网电量分别同比上升 22.9% 及 39.0% 至 643 万吨和 19.16 亿度, 占我们全年预测的 75.1% 及 77.4%, 也高于去年同期的 72.7% 和 65.2% 实际比率。

维持目标价, 重申“买入”评级, 等待 10 月底公布首三季业绩

优于预期的运营表现有利短期股价。我们重申, 公司今明两年大幅增加产能是中长期投资亮点, 预计年底运营垃圾处理能力分别同比增长 34.9% 和 19.7%。待公司在 10 月底公布首三季业绩后, 我们将检视我们的财务模型。我们目前不调整盈利预测, 并维持贴现现金流分析(DCF) 推算的 5.50 港元目标价 (见图表 2 和 3), 这对应 10.9 倍 2021 年市盈率和 41.4% 上升空间。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 16 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	2,333	3,015	3,525
增长率 (%)	45.3	53.7	33.1	29.2	16.9
股东净利润	366	416	498	630	755
增长率 (%)	77.1	13.8	19.7	26.5	19.7
每股盈利 (人民币)	0.33	0.36	0.39	0.45	0.54
市盈率 (倍)	10.6	9.8	9.0	7.7	6.5
每股股息 (人民币)	0.10	0.10	0.12	0.14	0.16
股息率 (%)	2.9	2.9	3.3	3.9	4.6
每股净资产 (人民币)	2.58	2.84	2.99	3.57	4.28
市净率 (倍)	1.36	1.23	1.17	0.98	0.82

注: (一)按照中国会计准则编制; (二)假设公司于 2020 年内增发股本

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

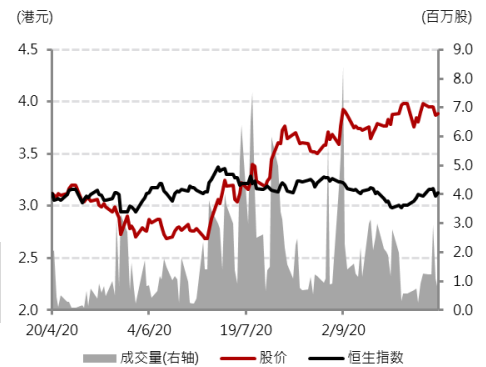
目标价: 5.50 港元

股票资料 (更新至 2020 年 10 月 16 日)

现价	3.89 港元
总市值	10,284.40 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	8.41 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

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

20200901 - 绿色动力环保 (1330 HK) 更新报告:

中期业绩令人惊喜, 产能扩张如火如荼

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：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	复合年增长率(%) (2019-2022 年预测)
垃圾处理量 (万吨)	469	719	856	1,055	1,174	17.7
- 同比增长(%)	28.2	53.3	19.0	23.2	11.3	
上网电量 (亿度)	13.98	21.13	24.77	31.55	36.25	19.7
- 同比增长(%)	38.7	51.1	17.2	27.4	14.9	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 2：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	1,420	1,730	1,844	1,973	2,102	2,217	2,328	2,445	2,542	2,593
加：折旧及摊销	314	390	340	291	248	209	176	148	123	100
减：税费	(120)	(144)	(157)	(168)	(179)	(188)	(198)	(208)	(216)	(220)
营运资金变动	1,898	1,422	2,690	2,878	2,934	3,003	2,910	3,056	3,178	3,242
资本开支	(2,290)	(2,292)	(2,373)	(2,412)	(2,441)	(2,446)	(2,440)	(2,434)	(2,405)	(2,330)
自由现金流	1,221	1,107	2,345	2,563	2,664	2,795	2,777	3,007	3,223	3,385
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	13.0%									
权益成本	20.6%									
债务成本	3.5%									
债务/权益	30.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	15.2%									
股权价值 (港币百万元)	7,662									
每股价值 (港元)	5.50									
目标价 (港元)	5.50 (四舍五入, 精确至 0.01)									

来源：中泰国际研究部预测

图表 3：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 (%)	13.7%	6.99	7.25	7.52	7.82	8.15
	14.4%	6.01	6.22	6.45	6.70	6.97
	15.2%	5.12	5.30	5.50	5.71	5.93
	16.0%	4.33	4.49	4.65	4.83	5.02
	16.7%	3.62	3.75	3.89	4.04	4.20

来源：中泰国际研究部预测

图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

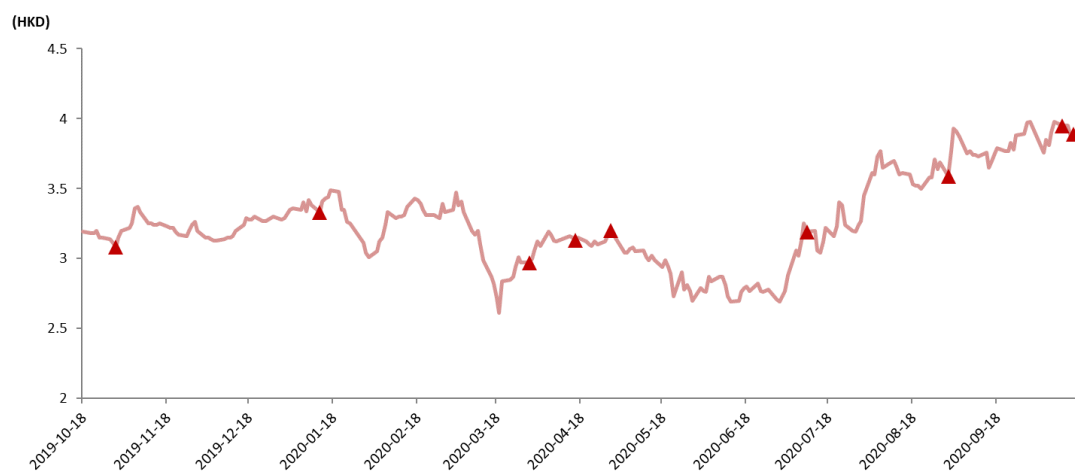
损益表	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测	现金流量表	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
营业收入	1,140	1,752	2,333	3,015	3,525	经营活动现金流	(223)	(48)	(2,209)	474	1,318
营业成本	(469)	(806)	(1,062)	(1,326)	(1,481)	净利润	366	416	498	630	755
税金及附加	(28)	(36)	(47)	(57)	(63)	折旧与摊销	88	173	243	314	390
管理费用	(126)	(153)	(203)	(256)	(296)	营运资本变动	(772)	(997)	(1,442)	(1,898)	(1,422)
财务费用	(209)	(328)	(471)	(668)	(831)	其它	96	361	(1,509)	1,428	1,595
资产减值	0	(13)	(19)	(24)	(28)	投资活动现金流	(1,412)	(2,265)	(2,431)	(2,634)	(2,635)
其他收益	76	57	59	66	71	资本性支出净额	(880)	(2,002)	(2,114)	(2,290)	(2,292)
营业利润	386	473	592	749	897	其它	(532)	(263)	(317)	(344)	(344)
营业外收入净额	13	1	2	3	3	自由现金流	554	(87)	541	1,221	1,107
税前利润	398	474	594	752	900	融资活动现金流	1,600	2,031	4,754	1,788	1,295
所得税	(33)	(57)	(95)	(120)	(144)	股本变动	382	0	2,199	0	0
税后利润	366	417	499	632	756	净债务变动	1,383	2,363	3,067	2,522	2,229
少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	已派股息	(196)	(451)	(587)	(831)	(1,020)
股东净利润	366	416	498	630	755	其它	31	119	75	97	86
息税折旧摊销前利润	695	975	1,308	1,734	2,121	净现金流	(35)	(282)	113	(372)	(22)
息税前利润	607	802	1,065	1,420	1,730						
每股盈利(人民币)	0.33	0.36	0.39	0.45	0.54						
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.12	0.14	0.16						
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	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
总资产	10,689	13,671	17,365	21,418	25,174	增长率(%)					
流动资产	1,446	1,627	1,743	1,745	2,003	营业收入	45.3	53.7	33.1	29.2	16.9
现金及银行存款	711	432	466	95	74	营业利润	51.2	22.6	25.3	26.5	19.7
应收账款	248	453	490	633	740	息税折旧摊销前利润	44.0	40.4	34.2	32.5	22.3
预付、按金及其他应收账	103	48	58	75	88	息税前利润	48.5	32.2	32.7	33.3	21.9
一年内到期的长期应收账	72	88	117	151	176	股东净利润	77.1	13.8	19.7	26.5	19.7
存货	20	29	32	41	48	每股盈利	66.7	8.8	8.8	16.0	19.7
其它流动资产	292	577	580	750	876	利润率(%)					
非流动资产	9,243	12,044	15,622	19,673	23,172	营业利润率	33.8	27.0	25.4	24.9	25.4
固定资产净额	50	50	51	51	52	息税折旧摊销前利润	60.9	55.6	56.1	57.5	60.2
无形资产	4,411	6,453	8,323	10,302	12,205	息税前利润率	53.2	45.8	45.6	47.1	49.1
长期应收款	3,836	4,467	5,832	7,536	8,813	股东净利润率	32.1	23.7	21.4	20.9	21.4
其它非流动资产	946	1,074	1,416	1,784	2,102	净负债率(%)	151.3	214.1	242.2	260.9	255.5
总负债	7,616	10,174	12,988	16,220	18,981	其他(%)					
流动负债	2,790	4,645	5,103	5,628	6,028	实际税率	8.2	12.0	16.0	16.0	16.0
短期借款	854	2,433	3,278	3,271	3,271	派息比率	30.4	27.9	30.0	30.0	30.0
应付账款	901	1,213	653	844	987	已动用资本回报率	4.6	4.6	4.1	4.0	3.9
一年内到期的长期借款	540	705	933	1,206	1,410	平均净资产收益率	13.9	13.2	13.4	13.8	13.8
其它流动负债	495	294	238	307	360	平均资产收益率	4.2	3.4	3.2	3.3	3.2
非流动负债	4,827	5,529	7,886	10,592	12,954						
长期借款	4,391	5,057	7,279	9,807	12,036						
长期应付款	305	297	467	603	705						
其它非流动负债	131	175	140	181	212						
权益总额	3,073	3,497	4,377	5,198	6,193						
股东权益	2,996	3,296	4,166	4,977	5,961						
少数股东权益	77	200	210	221	232						
权益及负债总额	10,689	13,671	17,365	21,418	25,174						
净现金/(负债)	(4,534)	(7,058)	(10,091)	(12,984)	(15,234)						

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

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