

买入

2020年第三季度经营数据表现良好

绿色动力环保 (1330.HK)

2020-10-21 星期三

投资要点

目标价: **5.10 港元**
 现价: 3.85 港元
 预计升幅: 32%

➤ **2020年第三季度经营数据表现良好:**

据公司初步统计, 公司2020年第三季度垃圾进厂量245.17万吨, 上网电量77,653.37万度。2020年前三季度累计垃圾进厂量643.10万吨, 同比增长22.88%; 上网电量191,570.34万度, 同比增长39.04%。公司前三季度经营数据整体表现良好, 特别是第三季度经营数据超出预期, 第三季度垃圾进厂量及上网电量分别同比增长30.56%和51.50%。

重要数据

日期	2020-10-20
收盘价(港元)	3.90
流通股本(百万股)	404
流通市值(百万港元)	1,555
总股本(百万股)	1,161
总市值(百万港元)	10,277
净资产(百万元)	3,428
总资产(百万元)	15,177
52周高低(港元)	4.10/2.51
每股净资产(元)	2.95

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ **非公开发行A股获得中国证监会的正式核准:**

10月13日, 中国证监会正式核准公司非公开发行不超过23,224万股A股新股, 融资金额不超过23.9亿元人民币, 用于广东惠阳、贵州金沙、浙江平阳、湖北石首、浙江永嘉项目投资, 资金到位后, 这些项目将于2021年陆续投产, 预计垃圾处理总规模约4,700吨/日。截至2020年6月30日, 公司总资产负债率约75.82%, 预期A股定增发行完成后, 将有效降低公司资产负债率和财务费用。

➤ **预期2020年底垃圾处理能力将达到2.8万吨/日:**

截至目前公司垃圾发电运营项目27个, 垃圾日处理能力达到2.75万吨, 在建项目6,000吨, 四季度开工项目2,000吨, 未开工项目2万吨。预期2020年底和2021年底公司运营项目垃圾日处理能力将分别达到2.8万吨和3.4万吨。公司项目储备充裕, 近两年产能投放快速增长, 可以保障公司未来业绩持续增长。

➤ **维持买入评级, 目标价5.10港元:**

预期10月底公司将公布前三季度业绩。我们更新公司盈利预测并结合行业可比公司估值情况, 给予公司目标价5.10港元, 相当于2021年和2022年7和6倍PE, 目标价较现价有32%上升空间, 维持买入评级。

主要股东

北京市国有资产经营有限责任公司
 (43.16%)

相关报告

更新报告-20190926
 深度报告-20190711

研究部

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

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	1,055	1,752	2,373	2,885	3,395
同比增长(%)	34%	66%	35%	22%	18%
净利润	273	416	529	725	854
同比增长(%)	32%	53%	27%	37%	18%
每股盈利(港元)	0.25	0.36	0.46	0.62	0.74
PE@3.85HKD	13.30	9.24	7.30	5.32	4.52
每股股息(元)	0.10	0.10	0.09	0.12	0.15
股息率	3%	3%	3%	4%	4%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

非公开发行 A 股获得中国证监会的正式核准：

10 月 13 日，中国证监会正式核准公司非公开发行不超过 23,224 万股 A 股新股，融资金额不超过 23.9 亿元人民币，用于广东惠阳、贵州金沙、浙江平阳、湖北石首、浙江永嘉项目投资，资金到位后，这些项目将于 2021 年陆续投产，预计垃圾处理总规模约 4,700 吨/日。截至 2020 年 6 月 30 日，公司总资产负债率约 75.82%，预期 A 股定增发行完成后，将有效降低公司资产负债率和财务费用。

图1：公司总资产负债率

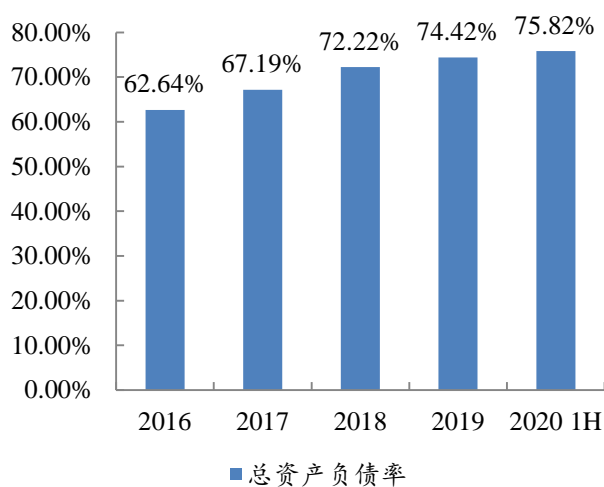
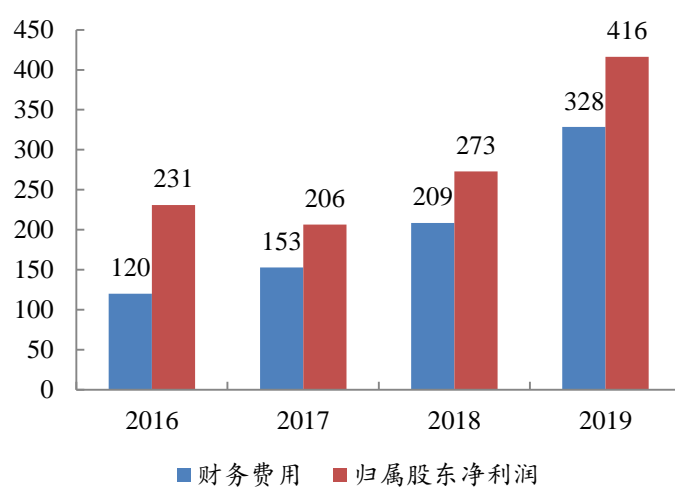


图2：公司财务费用和归属股东净利润（人民币百万元）



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

公司盈利水平和股东回报稳定：

2018 年，公司将财务报表改为中国会计准则编制，不再确认工程建设收入，而只确认运营收入。对比同行业公司，公司毛利率、净利率和 ROE 水平更加稳定。

图3：公司毛利率和净利率

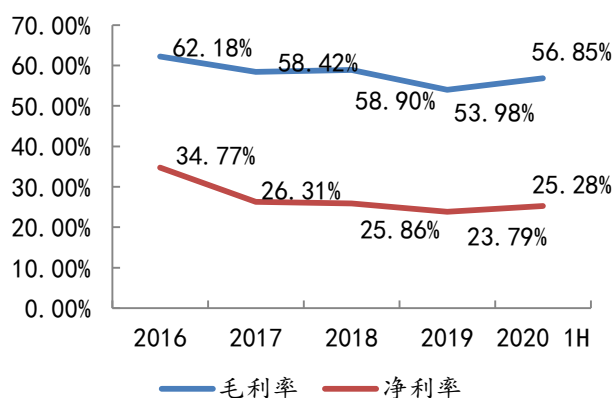
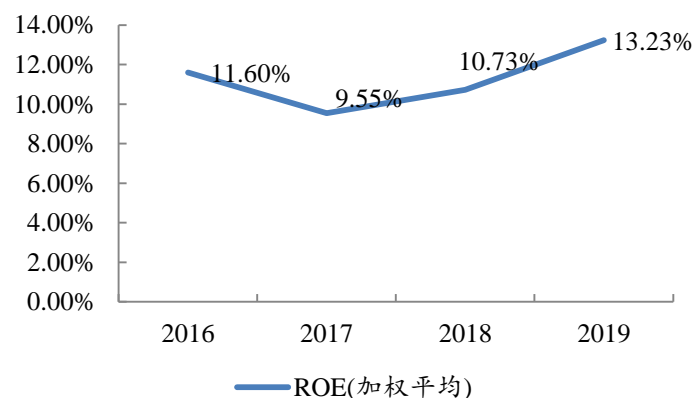


图4：公司ROE(加权平均)



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

预期 2020 年底垃圾处理能力将达到 2.8 万吨/日：

截至目前公司垃圾发电运营项目 27 个，垃圾日处理能力达到 2.75 万吨，在建项目 6,000 吨，四季度开工项目 2,000 吨，未开工项目 2 万吨。预期 2020 年底和 2021 年底公司运营项目垃圾日处理能力将分别达到 2.8 万吨和 3.4 万吨。公司项目储备充裕，近两年产能投放快速增长，可以保障公司未来业绩持续增长。

2020 年第三季度经营数据表现良好：

据公司初步统计，公司 2020 年第三季度垃圾进厂量 245.17 万吨，上网电量 77,653.37 万度。2020 年前三季度累计垃圾进厂量 643.10 万吨，同比增长 22.88%；上网电量 191,570.34 万度，同比增长 39.04%。公司前三季度经营数据整体表现良好，特别是第三季度经营数据超出预期，第三季度垃圾进厂量及上网电量分别同比增长 30.56% 和 51.50%。

维持买入评级，目标价 5.10 港元：

2020 年上半年实现归属股东净利润约 2.49 元人民币，同比增长 14.54%，预期 10 月底将公布前三季度业绩。公司我们更新公司盈利预测并结合行业可比公司估值情况，给予公司目标价 5.10 港元，相当于 2021 年和 2022 年 7 和 6 倍 PE，目标价较现价有 32% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

项目投产进度不及预期，上网电价下调，补贴欠款延长。

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE			PB MRQ	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E		2022E
H股															
0257.HK	光大环境	HKD	4.45	273	273.4	376.9	37.9%	43.2	52.0	20.5%	5.3	4.5	4.0	3.6	0.7
1381.HK	粤丰环保	HKD	3.31	81	33.5	39.9	19.0%	7.5	8.9	18.3%	9.0	7.4	6.2	5.7	1.3
1330.HK	绿色动力环保	HKD	3.85	103	11.7	19.2	63.3%	3.1	4.6	49.2%	9.6	8.4	7.0	6.0	1.2
0895.HK	东江环保	HKD	6.33	91	37.0	38.1	3.1%	4.7	4.7	1.7%	11.8	10.7	8.4	7.3	1.2
3989.HK	首创环境	HKD	0.12	17	53.1	66.3	24.9%	2.1	3.4	62.1%	5.0	-	-	-	0.4
1257.HK	光大绿色环保	HKD	3.38	70	70.1	93.0	32.6%	13.2	16.2	22.4%	4.3	4.0	3.4	2.8	0.6
3718.HK	北控城市资源	HKD	1.92	69	22.3	27.3	22.3%	4.3	2.8	-34.6%	24.6	14.1	11.4	9.0	2.7
行业平均											9.9	8.2	6.7	5.7	1.2
1330.HK	绿色动力环保	HKD	3.85	103	11.7	19.2	63.3%	3.1	4.6	49.2%	9.6	8.4	7.0	6.0	1.2

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,055	1,752	2,373	2,885	3,395
经营成本	(469)	(806)	(1,074)	(1,284)	(1,532)
税金及附加	(28)	36	(63)	(76)	(89)
行政费用	(113)	142	(261)	(317)	(373)
财务开支	(209)	328	(347)	(351)	(392)
应占联营公司利润	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
其他收益	89	94	0	0	0
营业利润	306	473	599	820	966
所得税	(36)	57	(69)	(94)	(111)
少数股东应占利润	0	1	1	1	1
净利润	273	416	529	725	854
折旧及摊销	287	385	533	710	920
EBITDA	801	529	1,479	1,882	2,277
增长					
总收入 (%)	34%	66%	35%	22%	18%
EBITDA (%)	28%	-34%	179%	27%	21%

资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	634	432	569	880	1,133
应收账款	248	453	558	678	798
存货	20	29	102	124	146
其他流动资产	391	713	579	667	755
流动资产	1,293	1,627	1,807	2,350	2,832
固定资产	50	50	56	62	70
无形资产	4,411	6,453	6,371	7,477	8,678
其他固定资产	4,789	5,541	6,437	7,399	8,518
非流动资产	9,250	12,044	12,864	14,938	17,266
总资产	10,542	13,671	14,671	17,287	20,098
应付账款	901	1,213	1,581	1,891	2,255
短期银行贷款	854	2,433	2,483	2,533	2,583
其他短期负债	1033	999	1413	1645	1976
流动负债	2,788	4,645	5,477	6,069	6,813
长期银行贷款	4,391	5,057	6,407	7,507	8,607
其他负债	435	472	489	510	536
非流动负债	4,826	5,529	6,896	8,017	9,143
总负债	7,613	10,174	12,373	14,086	15,956
少数股东权益	77	200	200	200	200
股东权益	2,929	3,497	2,299	3,201	4,142
负债及权益总额	10,619	13,871	14,872	17,488	20,299
每股账面价值(元)	2.46	2.84	1.81	2.58	3.39
营运资金	(1,495)	(3,018)	(3,670)	(3,720)	(3,981)

财务分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	76%	30%	62%	65%	67%
净利率 (%)	26%	24%	22%	25%	25%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	11%	-8%	11%	11%	11%
实际税率 (%)	12%	-12%	12%	12%	12%
股息支付率 (%)	43%	20%	20%	20%	20%
存货周转天数	16	16	16	16	16
应付账款周转天数	702	537	537	537	537
应收账款周转天数	86	86	86	86	86
ROE (%)	9%	12%	23%	23%	21%
ROA (%)	3%	3%	4%	5%	5%
财务状况					
净负债/股本	1.6	2.0	3.6	2.9	2.4
收入/总资产	0.10	0.13	0.16	0.17	0.17
总资产/股本	3.60	3.91	6.38	5.40	4.85
收入对利息倍数	5.1	(5.3)	6.8	8.2	8.7

现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	801	529	1,479	1,882	2,277
融资成本	246	889	(327)	(1,100)	(1,166)
营运资金变化	(1,235)	(1,523)	(651)	(50)	(262)
所得税	(36)	57	(69)	(94)	(111)
营运现金流	(223)	(48)	432	637	739
资本开支	(880)	(2,002)	(1,505)	(1,326)	(1,460)
其他投资活动	(532)	(263)	0	0	0
投资活动现金流	(1,412)	(2,265)	(1,505)	(1,326)	(1,460)
负债变化	2,020	2,246	1,400	1,150	1,150
股本变化	116	0	0	0	0
股息	116	116	106	145	171
其他融资活动	(652)	(331)	(216)	(295)	(346)
融资活动现金流	1,600	2,031	1,290	1,000	975
现金变化	(35)	(282)	217	311	253
期初持有现金	665	634	352	569	880
汇率变动	3	0	0	0	0
期末持有现金	634	352	569	880	1,133

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>