

绿色动力环保 (1330.HK)

评级：买入；目标价：HK\$5.30

2019年进入产能增长高峰期

2019年运营项目的实际垃圾处理能力同比上升43.6%

近日与绿色动力环保交流后，我们深感公司于2019年进入产能增长高峰期。根据公司现有在建及筹建项目，我们预期公司运营项目的实际垃圾处理能力将由2018年的14,210吨上升至2021年的29,960吨，复合年增长率达到28.2%（见图表1）。其中，2019年实际垃圾处理能力的同比增长率更达到43.6%，分别高于2017年和2018年的37.1%和32.1%增长率。

公司采用中国会计准则，其财务报表更有效反映运营增长实况

大部份港股环保企业采用国际/香港会计准则，而绿色动力环保则是少数采用中国会计准则。对于环保板块，会计准则差异的最主要影响是BOT/BT建筑收入确认。在国际/香港会计准则下，建筑收入会被确认；但在中国会计准则下，建筑收入则不会被确认。换言之，绿色动力环保的营业收入主要包括项目运营收入，而不含建筑收入。因此，相比其他港股环保股，公司的财务报表更有效反映其运营增长实况（见图表2）。我们估计公司总收入将由2018年的人民币10.55亿上升至2021年的人民币21.84亿，复合年增长率达到27.4%。

上调盈利预测及目标价，重申“买入”评级

我们调整财务模式后，分别上调2019年和2020年股东净利润预测29.1%和5.2%（见图表3），并引入2021年预测。我们相应地将由贴现现金流分析(DCF)推算的H股目标价由4.73港元上调12.1%至5.30港元（见图表4-5），这对应12.8倍2019年市盈率和38.7%上升空间。重申“买入”评级。

风险提示

(一)项目开发延误、(二)应收账款风险、(三)并网电价下跌。

主要财务数据 (更新于2019年5月17日)

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
营业收入	785	1,055	1,491	1,816	2,184
增长率 (%) :	18.1	34.4	41.3	21.9	20.3
营业利润	255	306	469	575	743
增长率 (%) :	39.7	20.1	53.4	22.6	29.1
股东净利润	206	273	418	510	658
增长率 (%) :	(10.6)	32.1	53.2	22.0	29.0
营业利润 (%) :	32.5	29.0	31.5	31.7	34.0
股东净利润率 (%) :	26.3	25.9	28.0	28.1	30.1
每股盈利 (人民币)	0.20	0.25	0.36	0.44	0.57
每股股息 (人民币)	0.00	0.10	0.14	0.18	0.23
每股资产净值 (人民币)	2.14	2.46	2.38	2.82	3.39
市盈率 (倍)	16.8	13.5	9.2	7.6	5.9
市净率 (倍)	1.56	1.35	1.40	1.18	0.98

注：按照中国会计准则编制

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

公司基本资料 (更新至2019年5月17日)

最新价	3.82	(港元)
市值	10,480.58	(百万港元)
流通股比例 (H股)	86.86	(%)
已发行总股本 (H股)	404.36	(百万股)
52周价较高目前格区间	2.72-4.38	(港元)
3个月平每日成交	4.02	(百万港元)
主要股东	北京市国有资产经营有限责任公司	占45.30%

资料来源：彭博

价格及成交量走势 (更新至2019年5月17日)



资料来源：彭博

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

kf.chow@ztsc.com.hk

+852 2359 1849

图表 1：运营垃圾发电项目的实际垃圾处理能力

年结: 12月31日	2017年 (实际) 处理能力 (吨/日)	2018年 (实际) 处理能力 (吨/日)	2019年(预测) 处理能力 (吨/日)	项目	2020年(预测) 处理能力 (吨/日)	项目	2021年(预测) 处理能力 (吨/日)	项目	复合 年增长率(%) (2018- 2021年)
新增项目:-			1,500	汕头	700	红安	1,700	通州二期	
			800	博白	1,000	宜春一期	700	登封一期	
			1,200	章丘	1,700	惠州二期	700	石首	
			700	广元 (博海昕能)	800	丰城一期	750	永嘉二期	
			1,000	四会 (博海昕能)	1,500	海宁二期			
			1,000	佳木斯 (博海昕能)					
新增处理能力			6,200		5,700		3,850		
处理能力 (合计)	10,760	14,210	20,410		26,110		29,960		28.2
- 同比增长 (%)	37.1	32.1	43.6		27.9		14.7		

资料来源：公司资料；中泰国际研究部

图表 2：主要营运假设

年结: 12月31日	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测	复合年增长率(%) (2018-2021年预测)
垃圾处理量 (万吨)	366	469	574	701	883	23.5
- 同比增长 (%)	15.5	28.2	22.3	22.2	25.9	
上网电量 (亿度)	10.08	13.98	15.82	19.74	25.24	21.8
- 同比增长 (%)	30.7	38.7	13.2	24.7	27.9	

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 3：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) (%)	
	19年预测	20年预测	19年预测	20年预测	19年预测	20年预测
营业收入	1,319	1,690	1,491	1,816	13.0	7.5
营业成本	(554)	(693)	(596)	(636)	7.7	(8.3)
税金及附加	(34)	(44)	(39)	(47)	13.0	7.5
管理费用	(158)	(203)	(164)	(191)	3.6	(6.0)
财务费用	(325)	(357)	(340)	(510)	4.5	43.0
资产减值	(7)	(11)	(8)	(11)	13.0	7.5
其他收益	124	159	126	154	1.9	(3.1)
营业利润	363	542	469	575	29.2	6.2
营业外收入净额	3	9	3	4	13.0	(54.5)
税前利润	366	551	473	579	29.1	5.2
所得税	(42)	(66)	(55)	(70)	29.1	5.2
税后利润	324	485	418	510	29.1	5.2
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	29.1	5.2
股东净利润	324	485	418	510	29.1	5.2
息税折旧摊销前利润	804	1,046	981	1,281	21.9	22.5
息税前利润	692	907	813	1,089	17.5	20.0
每股盈利(人民币)	0.28	0.42	0.36	0.44	29.1	5.2
每股股息(人民币)	0.11	0.17	0.14	0.18	29.1	5.2
利润率(%)					变动 (新/旧) (百分点)	
营业利润率	27.6	32.1	31.5	31.7	3.9	(0.4)
股东净利润率	24.6	28.7	28.0	28.1	3.5	(0.6)

注：因四舍五入的关系，数字之总和可能不等于合计

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 4：贴现现金流估值 - H 股

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测	2028预测
息税前利润	813	1,089	1,365	1,331	1,438	1,524	1,600	1,664	1,731	1,765
加：折旧及摊销	168	192	0	0	0	0	0	0	0	0
减：税费	(55)	(70)	(90)	(166)	(180)	(191)	(200)	(208)	(216)	(221)
营运资金变动	1,746	1,317	1,479	402	434	460	483	502	523	533
资本开支	(723)	(831)	(956)	(1,044)	(1,071)	(1,079)	(1,076)	(1,063)	(1,050)	(1,018)
自由现金流	1,948	1,698	1,798	523	621	715	807	895	987	1,060
永续增长率	1.5%									
贝塔系数	1.10									
无风险收益率	3.0%									
风险溢价	12.0%									
权益成本	16.2%									
债务成本	3.5%									
债务/权益	30.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	12.1%									
股权价值 (港币百万元)	6,149									
每股价值 (港元)	5.30									
目标价 (港元)	5.30 (四舍五入，精确至0.01)									

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 5：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	10.9%	5.98	6.18	6.40	6.65	6.92
	11.5%	5.46	5.63	5.82	6.02	6.25
	12.1%	4.99	5.14	5.30	5.47	5.66
	12.7%	4.57	4.70	4.83	4.98	5.14
	13.3%	4.19	4.30	4.41	4.54	4.68

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 6 : 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 人民币百万元)

损益表	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	现金流量表	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	785	1,055	1,491	1,816	2,184	经营活动现金流	(224)	(223)	(1,782)	169	415
营业成本	(326)	(469)	(596)	(636)	(721)	净利润	206	273	418	510	658
税金及附加	(19)	(28)	(39)	(47)	(57)	折旧与摊销	74	88	168	192	0
管理费用	(107)	(126)	(164)	(191)	(218)	营运资本变动	(636)	(772)	(1,746)	(1,317)	(1,479)
财务费用	(153)	(209)	(340)	(510)	(618)	其它	132	188	(622)	784	1,236
资产减值	(3)	(7)	(8)	(11)	(13)	投资活动现金流	(375)	(1,412)	(720)	(827)	(951)
其他收益	80	89	126	154	185	资本性支出净额	(378)	(880)	(723)	(831)	(956)
营业利润	255	306	469	575	743	其它	3	(532)	4	4	5
营业外收入净额	1	2	3	4	5	自由现金流	691	461	1,948	1,698	1,798
税前利润	256	308	473	579	748	融资活动现金流	737	1,600	2,101	794	577
所得税	(49)	(36)	(55)	(70)	(90)	股本变动	0	382	0	0	0
税后利润	206	273	418	510	658	净债务变动	956	1,383	2,546	1,450	1,382
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	已派股息	(211)	(196)	(456)	(677)	(822)
股东净利润	206	273	418	510	658	其它	(8)	31	11	21	16
息税折旧摊销前利润	482	605	981	1,281	1,365	净现金流	139	(35)	(401)	136	41
息税前利润	409	517	813	1,089	1,365						
每股盈利(人民币)	0.20	0.25	0.36	0.44	0.57						
每股股息(人民币)	0.00	0.10	0.14	0.18	0.23						

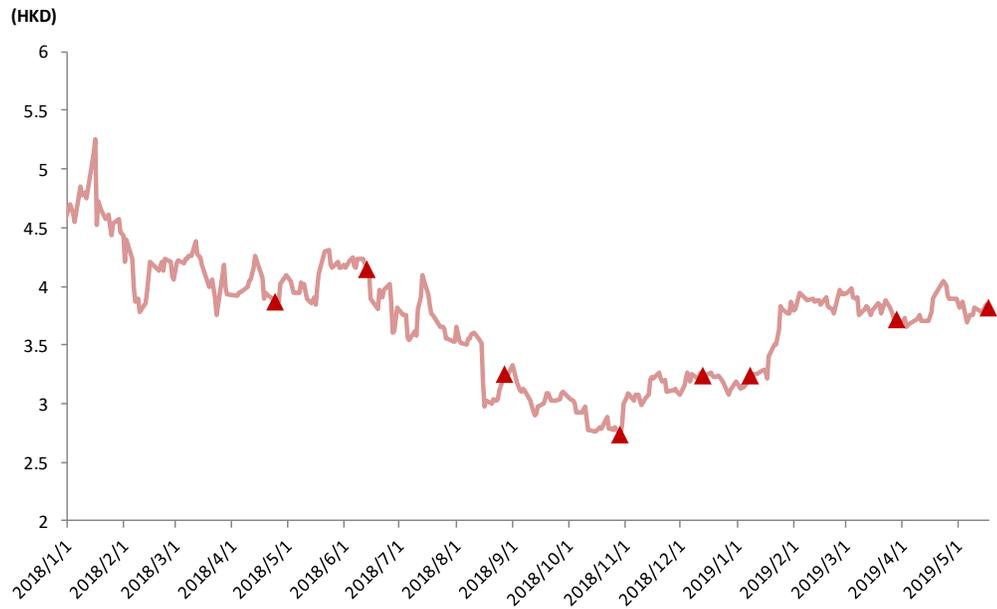
资产负债表	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	主要财务指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
总资产	6,810	10,542	12,976	15,399	18,022	增长率(%)					
流动资产	1,034	1,293	1,118	1,469	1,737	营业收入	18.1	34.4	41.3	21.9	20.3
现金及银行存款	665	634	234	371	413	营业利润	39.7	20.1	53.4	22.6	29.1
应收账款	138	232	328	400	481	息税折旧摊销前利润	13.4	25.4	62.2	30.7	6.5
预付、按金及其他应收账	55	119	164	200	240	息税前利润	9.4	26.5	57.2	34.0	25.3
一年内到期的长期应收账	60	72	102	129	151	股东净利润	(10.6)	32.1	53.2	22.0	29.0
存货	13	20	30	36	43	每股盈利	(10.6)	24.4	46.4	22.0	29.0
其它流动资产	102	216	260	334	409	利润率(%)					
非流动资产	5,776	9,250	11,858	13,930	16,285	营业利润率	32.5	29.0	31.5	31.7	34.0
固定资产净额	11	50	43	36	28	息税折旧摊销前利润率	61.5	57.3	65.8	70.5	62.5
无形资产	2,251	4,411	4,971	5,616	6,357	息税前利润率	52.1	49.0	54.5	60.0	62.5
长期应收款	2,851	3,836	5,411	6,593	7,928	股东净利润率	26.3	25.9	28.0	28.1	30.1
其它非流动资产	662	953	1,433	1,685	1,971	净负债率(%)	114.7	161.6	273.2	270.8	259.6
总负债	4,575	7,613	10,207	12,120	14,086	其他(%)					
流动负债	1,294	2,788	2,798	3,208	3,652	实际税率	19.2	11.6	11.6	12.0	12.0
短期借款	310	854	950	1,018	1,018	派息比率	不适用	40.7	40.0	40.0	40.0
应付账款	480	901	633	727	874	已动用资本回报率	3.7	3.5	4.1	4.2	4.6
一年内到期的长期借款	365	540	745	908	1,092	平均净资产收益率	9.5	10.7	14.9	16.9	18.2
其它流动负债	139	493	469	556	668	平均资产收益率	3.3	3.1	3.6	3.6	3.9
非流动负债	3,281	4,826	7,409	8,912	10,434	利息覆盖倍数(倍)	2.7	2.5	2.4	2.1	2.2
长期借款	2,914	4,391	6,840	8,223	9,605						
长期应付款	320	305	447	545	655						
其它非流动负债	47	130	122	145	174						
权益总额	2,235	2,929	2,769	3,279	3,937						
股东权益	2,232	2,852	2,766	3,276	3,934						
少数股东权益	3	77	3	3	3						
权益及负债总额	6,810	10,542	12,976	15,399	18,022						
净现金/(负债)	(2,559)	(4,611)	(7,556)	(8,869)	(10,210)						

注：按照中国会计准则编制

资料来源：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



	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2018/4/24	HK\$3.88	「买入」(首次评级)	HK\$5.10
2	2018/6/13	HK\$4.15	「买入」(维持)	HK\$5.20
3	2018/8/27	HK\$3.26	「买入」(维持)	HK\$5.80
4	2018/10/29	HK\$2.74	「买入」(维持)	HK\$5.80
5	2018/12/13	HK\$3.25	「买入」(维持)	HK\$5.80
6	2019/1/8	HK\$3.24	「买入」(维持)	HK\$5.80
7	2019/3/28	HK\$3.72	「买入」(维持)	HK\$4.73
8	2019/5/17	HK\$3.82	「买入」(维持)	HK\$5.30

资料来源：彭博；中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

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、状况及独特需要作出各种证券、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者附属机构的观点。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提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。