

## 公司报告

招商證券(香港)有限公司  
証券研究部

### 粤丰环保 (1381 HK)

#### 18年上半年业绩稳健

■ 18年上半年核心利润同比攀升36%，主要受新项目投入运营和利润率扩张推动

■ 管理层有信心在2018-20年实现同比30%的产能增长指引

■ 重申买入评级，目标价4.9港元。股票当前估值为11.4倍2019年预测市盈率，较其三年历史平均估值折让23%。估值不贵

#### 18年上半年业绩稳健

粤丰环保公布的核心净利润为3.19亿港元，同比增长36%，与我们的预测大体一致。核心利润攀升的主要原因是另外3座垃圾发电厂（东莞粤丰二期、来宾、北流一期）在17年下半年至18年上半年投入运营，以及公司收入向高利润率的运营服务的转变带动经营利润率扩张6.3个百分点。公司宣布派发中期股息每股1.9港仙，同比增长46%。

#### 维持公司2018-20年的产能增长目标

18年上半年，粤丰环保的合同总产能维持在26,040吨/日，和2017年12月一样。管理层计划在年底前签订合共7,000吨/日的项目。目前公司正在洽谈的项目超过10个。这些项目位于公司现有区域（如广东和江西）和其他新省份。根据管理层的消息，他们已经赢得了一些投标。在官方正式公布前还正在履行一些程序。

#### 收购东莞绿嘉有助于节约运营成本

18年上半年，粤丰环保的环境保护支出同比跃升78%，部分原因是东莞工厂的飞灰处理费高昂（2,100元人民币/吨）。2018年3月，公司收购了东莞绿嘉，该公司拥有东莞市唯一一个飞灰填埋项目。管理层预计18年下半年，东莞的飞灰处理费用将下降至1,500元人民币/吨左右。

#### 获得了足够资金用于未来1-2年的扩张

截至2018年6月30日，粤丰环保拥有在手现金12亿港元。公司还有18亿港元的银行信贷额度。这些资金足够用于公司未来1-2年的扩张。

#### 盈利预测及估值

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	1,654	2,398	3,668	4,631	5,406
毛利	589	819	1,143	1,397	1,658
报告净利润	400	564	778	899	1,037
经常性净利润	402	576	778	899	1,037
经常性的每股收益(港元)	0.20	0.24	0.32	0.37	0.42
市盈率(x)	21.1	17.1	13.2	11.4	9.9
市净率(x)	3.1	2.0	1.9	1.6	1.4
股息率(%)	0.6	0.8	1.1	1.3	1.5
ROE(%)	15.8	14.8	14.9	15.1	15.4
净负债率(%)	62.4	37.1	59.2	76.9	88.1

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

蔡雯 萧俊豪  
+852 3189 6268 +852 3189 6395  
scullytsoi@cmschina.com.hk ericsiu@cmschina.com.hk

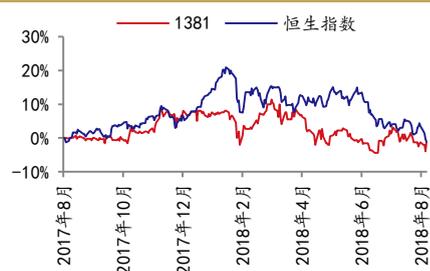
#### 最新变动

n.a.

#### 买入

前次评级	买入
股价(2018/08/16)	HK\$4.19
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$4.9 (+16.9%)
前次目标价	HK\$4.9

#### 股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
1381 HK	(3.5)	(9.1)	(1.3)
恒生指数	(5.0)	(14.0)	(1.1)

行业：环保	
恒生指数	27,100
国企指数	10,480

重要数据	
52周股价区间(港元)	3.94-4.8
港股市值(百万港元)	10,288
日均成交量(百万股)	1.49
每股净资产(港元)(2018年预测)	2.26

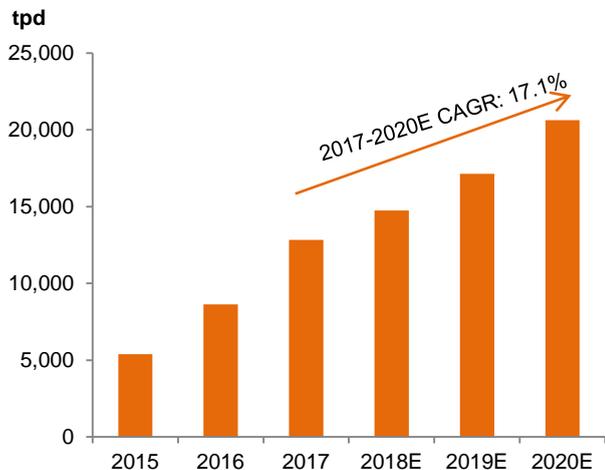
主要股东	
Best Approach Development Ltd	54.4%
True Victor	12.2%
AEP Green Power Ltd	5.6%
Thrive Bloom	2.3%
已发行股数(百万股)	2,455
自由流通量(百万股)	970

#### 相关报告

1. 中国垃圾处理 - 废物中寻宝(推荐) 2018/07/05

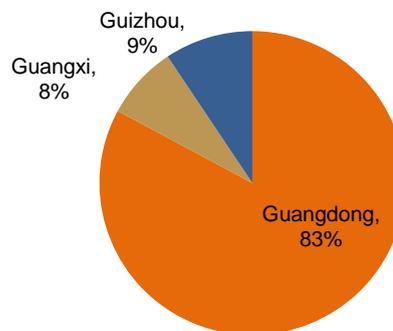
重点图表

图1: 粤丰环保 - 18年上半年运营产能



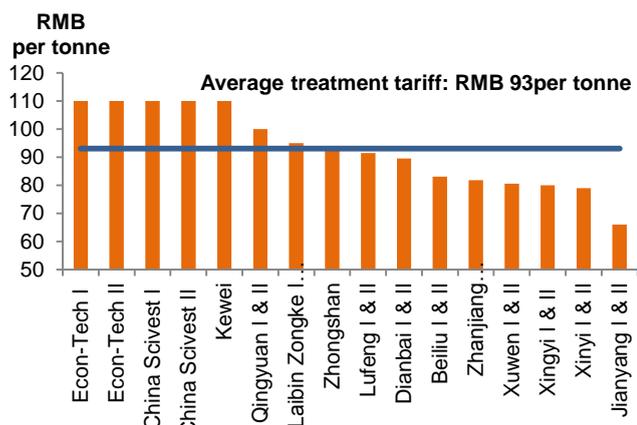
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 粤丰环保 - 18年上半年按省份的运营产能



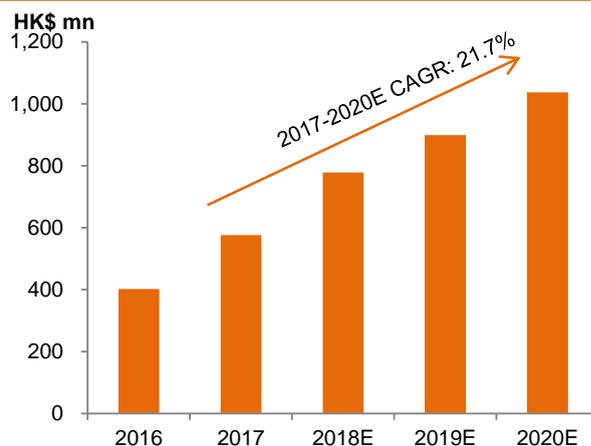
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 粤丰环保 - 18年上半年公司垃圾发电厂的垃圾处理费



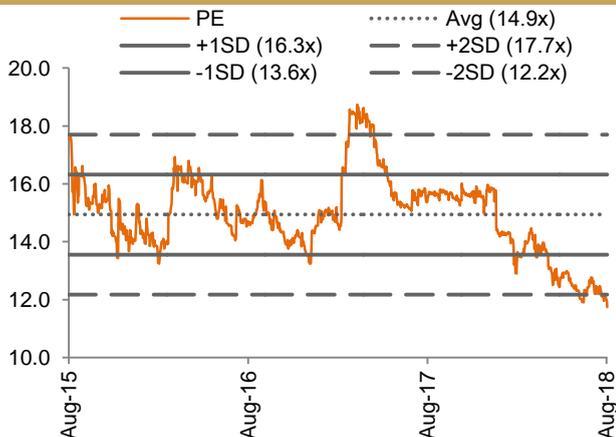
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 粤丰环保 - 核心利润预测



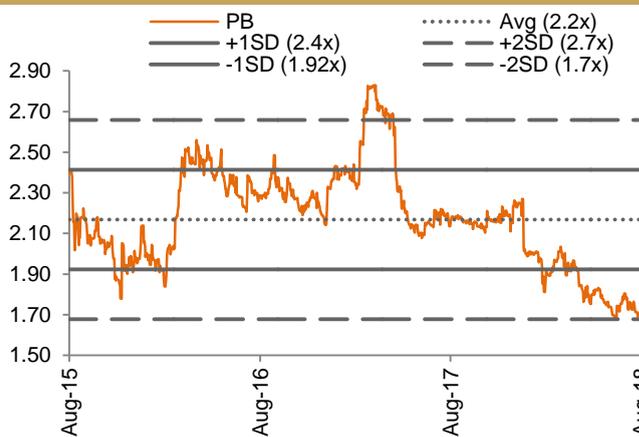
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 粤丰环保 - 12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图6: 粤丰环保 - 12个月综合远期市净率



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

## 财务预测表

### 资产负债表

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
物业、厂房及设备	1,202	1,519	1,786	1,929	2,054
无形资产	2,630	3,883	5,345	7,047	8,821
长期按金及预付款项	295	711	1,040	1,253	1,392
合同工程的应收客户总金额	821	1,027	1,389	1,850	2,336
其他	140	147	143	139	136
<b>非流动资产总额</b>	<b>5,089</b>	<b>7,287</b>	<b>9,702</b>	<b>12,218</b>	<b>14,737</b>
应收账款及票据	114	260	473	728	1,009
合同工程的应收客户总金额	56	65	88	117	147
其他应收款项, 按金及预付款项	139	282	420	516	575
现金和现金等价物合计	619	1,348	1,376	1,003	718
其他	44	17	18	20	20
<b>流动资产</b>	<b>972</b>	<b>1,972</b>	<b>2,375</b>	<b>2,384</b>	<b>2,470</b>
<b>资产总额</b>	<b>6,061</b>	<b>9,259</b>	<b>12,077</b>	<b>14,601</b>	<b>17,208</b>
应付账款及其他应付款项	567	641	1,101	1,507	1,859
银行借款	277	363	535	673	811
当期所得税负债	13	26	36	42	51
其他	1	6	6	6	6
<b>流动负债</b>	<b>859</b>	<b>1,036</b>	<b>1,677</b>	<b>2,228</b>	<b>2,726</b>
银行借款	1,635	2,797	4,125	5,187	6,249
可转换贷款	408	0	0	0	0
递延所得税负债	252	316	427	507	613
其他	185	220	296	364	422
<b>非流动负债</b>	<b>2,479</b>	<b>3,333</b>	<b>4,848</b>	<b>6,058</b>	<b>7,284</b>
<b>负债总额</b>	<b>3,338</b>	<b>4,369</b>	<b>6,525</b>	<b>8,286</b>	<b>10,011</b>
<b>净资产总额</b>	<b>2,723</b>	<b>4,890</b>	<b>5,552</b>	<b>6,316</b>	<b>7,197</b>
股本	20	25	25	25	25
储备	2,703	4,866	5,527	6,291	7,173
<b>股东权益总额</b>	<b>2,723</b>	<b>4,890</b>	<b>5,552</b>	<b>6,316</b>	<b>7,197</b>
<b>总权益</b>	<b>2,723</b>	<b>4,890</b>	<b>5,552</b>	<b>6,316</b>	<b>7,197</b>
总负债	2,319	3,160	4,660	5,860	7,060
<b>净现金/(付债)</b>	<b>(1,700)</b>	<b>(1,812)</b>	<b>(3,284)</b>	<b>(4,857)</b>	<b>(6,342)</b>
<b>每股净资产 (港元)</b>	<b>1.35</b>	<b>2.08</b>	<b>2.26</b>	<b>2.57</b>	<b>2.93</b>

### 现金流量表

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营运利润	549	761	1,041	1,254	1,484
折旧和摊销	151	188	274	356	179
营运资金变化	147	(276)	110	(1)	(29)
其他	(878)	(1,318)	(2,224)	(2,502)	(2,348)
已付税款	(23)	(22)	(32)	(41)	(52)
<b>经营活动所得净现金</b>	<b>(54)</b>	<b>(668)</b>	<b>(831)</b>	<b>(934)</b>	<b>(766)</b>
资本开支	(381)	(291)	(400)	(300)	(300)
其他	(254)	(293)	12	14	10
<b>投资活动所得现金</b>	<b>(635)</b>	<b>(584)</b>	<b>(388)</b>	<b>(286)</b>	<b>(291)</b>
发行/回购股份	111	1,018	0	0	0
利息支付	(90)	(130)	(158)	(228)	(286)
股息支付	(22)	(71)	(95)	(124)	(143)
可换股贷款净额	458	0	0	0	0
净债务变化	111	35	0	0	0
其他	333	1,074	1,500	1,200	1,200
<b>融资活动所得现金</b>	<b>901</b>	<b>1,926</b>	<b>1,246</b>	<b>848</b>	<b>771</b>
<b>现金变更净值</b>	<b>212</b>	<b>674</b>	<b>28</b>	<b>(372)</b>	<b>(285)</b>
调整	(42)	55	0	0	0
期初余额	449	619	1,348	1,376	1,003
<b>期末余额</b>	<b>619</b>	<b>1,348</b>	<b>1,376</b>	<b>1,003</b>	<b>718</b>

### 损益表

12月31日年结 (百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>1,654</b>	<b>2,398</b>	<b>3,668</b>	<b>4,631</b>	<b>5,406</b>
销售成本	(1,064)	(1,579)	(2,525)	(3,234)	(3,749)
<b>毛利</b>	<b>589</b>	<b>819</b>	<b>1,143</b>	<b>1,397</b>	<b>1,658</b>
行政费用	(123)	(165)	(230)	(286)	(345)
其他收入	83	107	128	143	172
<b>营运费用总额</b>	<b>(40)</b>	<b>(58)</b>	<b>(102)</b>	<b>(143)</b>	<b>(173)</b>
<b>营运利润</b>	<b>549</b>	<b>761</b>	<b>1,041</b>	<b>1,254</b>	<b>1,484</b>
利息收入	4	6	12	14	10
利息费用	(89)	(112)	(168)	(242)	(303)
<b>税前利润</b>	<b>464</b>	<b>655</b>	<b>885</b>	<b>1,026</b>	<b>1,191</b>
所得税	(63)	(79)	(107)	(127)	(154)
<b>税后利润</b>	<b>402</b>	<b>576</b>	<b>778</b>	<b>899</b>	<b>1,037</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>402</b>	<b>576</b>	<b>778</b>	<b>899</b>	<b>1,037</b>
非核心项目调整	(2)	(11)	0	0	0
<b>核心净利润</b>	<b>400</b>	<b>564</b>	<b>778</b>	<b>899</b>	<b>1,037</b>
利息折旧及摊销前利润	700	949	1,315	1,611	1,664
基本每股收益	0.20	0.24	0.32	0.37	0.42
摊薄每股收益 (港元)	0.20	0.24	0.32	0.37	0.42
每股股利 (港元)	0.03	0.03	0.05	0.05	0.06

### 财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>同比增长率 (%)</b>					
收入	39.6	45.0	53.0	26.3	16.7
利息折旧及摊销前利润	41.3	35.5	38.6	22.5	3.3
营运利润	45.7	38.5	36.9	20.5	18.3
核心净利润	47.1	41.1	37.9	15.5	15.4
摊薄每股收益	48.5	23.2	29.4	15.5	15.4
每股股利	N/A	22.2	44.1	15.5	15.4
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	35.6	34.1	31.2	30.2	30.7
利息折旧及摊销前利率	42.3	39.6	35.8	34.8	30.8
息税前利率	33.2	31.7	28.4	27.1	27.5
净利率(核心净利润)	24.2	23.5	21.2	19.4	19.2
实际税率 (%)	13.5	12.1	12.1	12.4	12.9
营运费用占收入比率 (%)	2.4	2.4	2.8	3.1	3.2
利息覆盖率 (x)	6.2	6.8	6.2	5.2	4.9
股息支付率 (%)	13.7	14.1	15.0	15.0	15.0
<b>资本净负债比率 (%)</b>	<b>62.4</b>	<b>37.1</b>	<b>59.2</b>	<b>76.9</b>	<b>88.1</b>
总资本净负债比率 (%)	38.4	27.0	37.2	43.5	46.8
流动比率 (x)	1.1	1.9	1.4	1.1	0.9
<b>回报率 (%)</b>					
资产周转率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
财务杠杆比率 (x)	2.1	2.0	2.0	2.2	2.4
息税前利率 (%)	33.2	31.7	28.4	27.1	27.5
利息负担 (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
税率负担 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>股本收益率 (%)</b>	<b>15.8</b>	<b>14.8</b>	<b>14.9</b>	<b>15.1</b>	<b>15.4</b>
<b>资本回报率 (%)</b>	<b>12.7</b>	<b>12.4</b>	<b>12.2</b>	<b>11.4</b>	<b>10.8</b>

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
 香港中环交易广场一期 48 楼  
 电话: +852 3189 6888  
 传真: +852 3101 0828