

1381.HK 粤丰环保

港股通（深）

未评级

稳中求进，未来增长可期

2018年08月17日

市场数据

日期	2018.08.16
收盘价(港元)	4.19
总股本(百万股)	2,455
流通股本(百万股)	2,455
总市值(百万港元)	10,286
流通市值(百万港元)	10,286
净资产(百万港元)	5,075
总资产(百万港元)	9,998
每股净资产(港元)	2.07

数据来源: Wind

相关报告

海外能源、公用事业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

主要财务指标

会计年度	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
营业收入(百万港元)	486	670	1,158	1,311
同比增长	55.2%	37.8%	72.8%	13.2%
归母净利润(百万港元)	101	154	226	318
同比增长	-12.9%	52.5%	47.0%	40.6%
净利润率	20.8%	23.0%	19.5%	24.3%
净资产收益率	4.1%	4.5%	6.3%	8.2%
基本每股收益(港元)	0.05	0.08	0.10	0.13

数据来源: 公司业绩报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **运营收入增长迅速，带动收入利润齐增长。**公司 2018 上半年实现总营业收入 13.1 亿港元，相比去年同期的 11.6 亿港元增长 13.2%，其中垃圾发电收入和垃圾处理费共 7.6 亿港元(2017H1: 4.4 亿港元)，同比增长 71.8%，运营收入占比从 2017 上半年的 38.4% 提升到 58.2%；公司 2018H1 归母净利润同比增长 40.6% 至 3.2 亿港元(2017H1: 2.3 亿港元)，上半年每股盈利为 0.13 港元(2017H1: 0.10 港元)，每股派息 1.9 港仙，派息率为 14.6%。公司运营收入占比大幅提升，得益于建成运营项目增加，我们预计公司未来运营收入增长迅速，对公司总收入的贡献有望持续提升。
- **公司综合毛利率有所提升。**公司 2018 上半年综合毛利率为 37.2%，较 2017H1 的 30.4% 有较大提升，该增长的主要原因是运营收入占比提升，运营服务的毛利率远高于建造服务。2018 上半年公司垃圾处理运营毛利率为 48.6%，建造服务毛利率为 16.7%，均保持平稳水平。
- **公司生活垃圾设计处理能力持续增长。**截至 2018 年 6 月 30 日，公司共拥有 17 个运营、在建及筹建项目，总设计生活垃圾处理能力达到 26,040 吨/日，其中大部分产能来自人口稠密的广东省，广东省的垃圾处理费高于全国平均，十分利于垃圾处理收入和垃圾发电厂的利用率的提升，有助于公司未来运营收入快速增长。
- **我们的观点：**粤丰环保(1381.HK)是国内领先的垃圾焚烧发电企业，公司拥有 17 个垃圾发电项目，设计日生活垃圾处理能力达 26,040 吨。公司上半年通过收购成功在其产业链上拓展清洁及废弃物管理、飞灰处理业务，为公司开启了探索非城市生活垃圾市场机会的大门，各个板块业务具有协同效果，未来有望实现共同发展。

风险提示：在建项目落地缓慢；新项目垃圾处理费不及预期；并网电价下跌。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

2018 年上半年业绩点评

- **收入利润齐增长。**公司 2018 上半年实现总营业收入 13.1 亿港元，相比去年同期的 11.6 亿港元增长了 13.2%，垃圾发电收入和垃圾处理费为 7.6 亿港元，相比去年同期的 4.4 亿港元增长了 71.8%。公司 2018H1 归母净利润同比增长 40.6% 至 3.2 亿港元（2017H1：2.3 亿港元），上半年每股盈利为 0.13 港元（2017H1：0.10 港元），每股派息 1.9 港仙，派息率为 14.6%。

图1、公司历年上半年总收入及增速

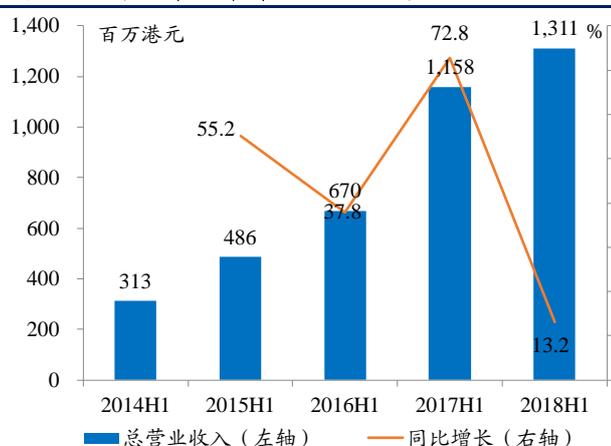


图2、公司历年上半年归母净利润及增速

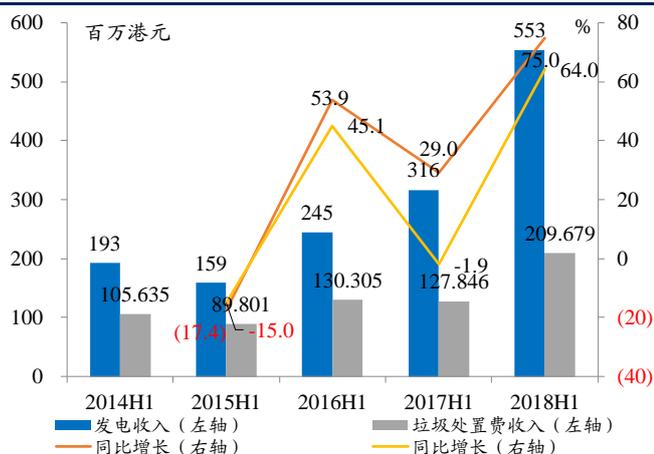


资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

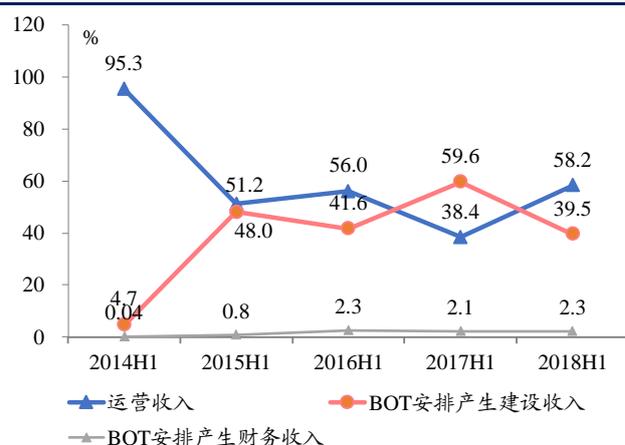
- **运营收入增长迅速，占比达到五年最大。**公司 2018 上半年发电收入 5.5 亿港元（2017H1：3.2 亿港元），同比增加 75.0%；垃圾处理费收入 2.1 亿港元（2017H1：1.3 亿港元），同比增加 64.0%；公司整体运营收入为 7.6 亿港元，占比从 2017 上半年的 38.4% 提升到 58.2%。公司 2018 上半年实现 BOT 安排产生总建造收入 5.2 亿港元（2017H1：6.9 亿港元），同比下降 24.3%，占比为 39.5%；BOT 安排产生财务收入为 0.30 亿港元（2017H1：0.24 亿港元），同比增加 24.2%，占比 2.3%。公司运营收入占比大幅提升，得益于建成运营项目增加，我们预计公司未来运营收入增长迅速，对公司总收入的贡献有望持续提升。
- **公司综合毛利率有所提升。**公司 2018 上半年综合毛利率为 37.2%，较 2017H1 的 30.4% 有较大提升，该增长的主要原因是运营收入占比增加，运营服务的毛利率远高于建造服务。2018 上半年公司垃圾处理运营毛利率为 48.6%，建造服务毛利率为 16.7%，均保持平稳水平。

图3、公司历年垃圾发电、垃圾处置收入及增速



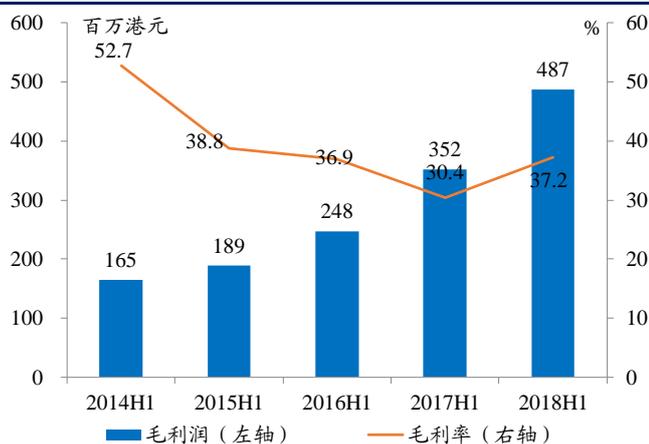
资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司各项收入占比情况



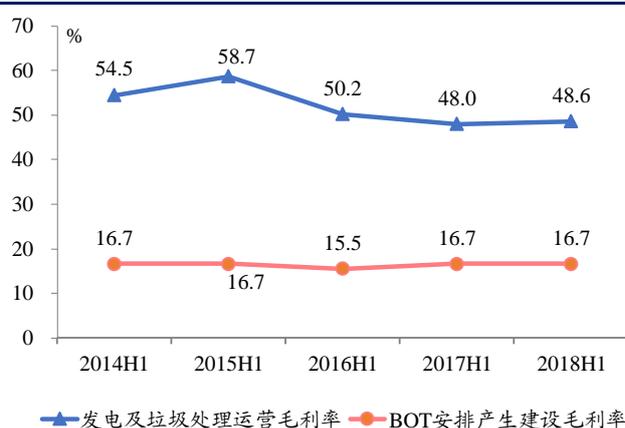
资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司历年毛利润及毛利率



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

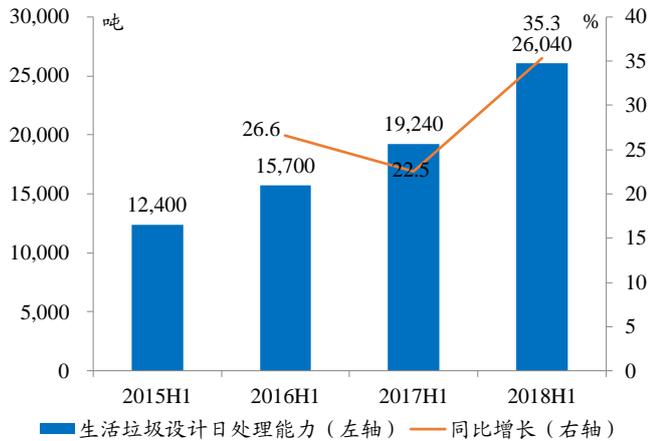
图6、公司各项毛利率变化情况



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

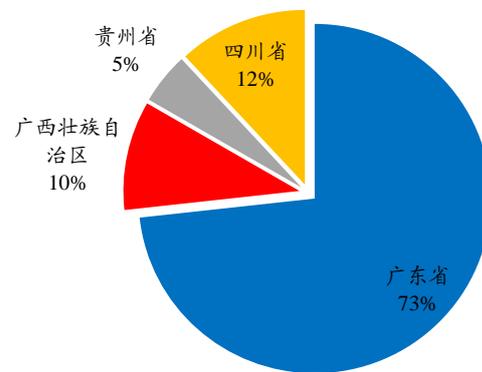
- **公司生活垃圾设计处理能力持续增长。**截至2018年6月30日，公司共拥有17个运营、在建及筹建项目，总设计生活垃圾处理能力达到26,040吨/日，其中18,490吨位于广东省，2,550吨位于广西壮族自治区，1,200吨位于贵州省，800吨位于江西省，3,000吨位于四川省。公司大部分产能来自人口稠密的广东省，广东省的垃圾处理费高于全国平均，十分利于垃圾处理收入和垃圾发电厂的利用率提升，有助于公司未来运营收入快速增长。
- 报告期内公司运营中的项目无害化处理垃圾量为2,368千吨（2017H1：1,483千吨），较去年同期增长了59.7%；利用绿色能源发电967,687兆瓦时（2017H1：608,226兆瓦时），较2017年同期增长了59.1%，节约标准煤331,654吨，减排二氧化碳826,590吨，产能增加迅速的主要原因是报告期内运营项目增加，从而带动运营收入快速增长。

图7、公司历年生活垃圾设计日处理能力及增速



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司生活垃圾处理能力地区分布



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司历年无害化生活垃圾处理量及增速



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司历年绿色能源发电量及增速



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

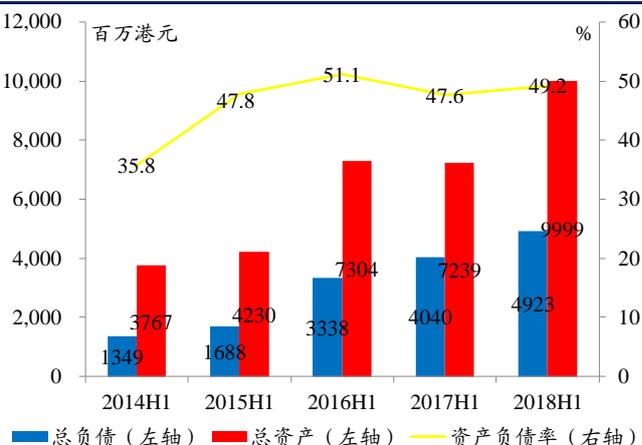
- **公司在手现金充足，负债率维持合理水平。**公司近几年资产负债率一直维持在50%左右的合理水平，2018上半年负债率为49.2%，相较于2017年同比略微上升。截止2018年6月30日，公司在手现金及现金等价物为11.8亿港元（2017H1：16.9亿港元），并有18亿银行贷款额度尚未动用，足以支撑未来两年项目的资本开支。
- **公司截至2018上半年应收账款总额为7.8亿港元（2017H1：6.1亿港元），**应收账款增加主要是由于公司运营项目增加，应收国家可再生能源基金补贴部分增加。截至2018年6月30日，公司贷款总额为37.3亿港元（2017H1：31.6亿港元），其中84%为长期借款。

图11、公司历年现金及现金等价物、同比变化



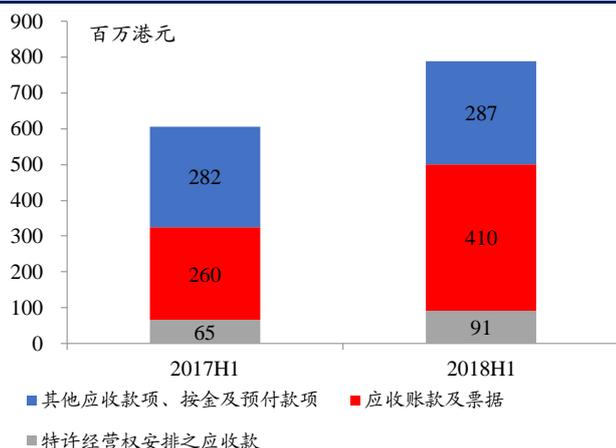
资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司资产负债率



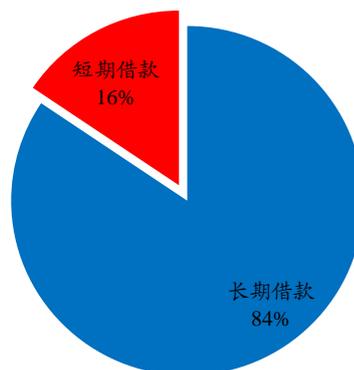
资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、公司应收账款按类别构成



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司借款情况(2018H1)



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司于业绩期内成功在其产业链上扩展业务。**公司成功收购了庄臣41%的股权，庄臣是香港一家知名的清洁及废弃物管理服务公司，长期为政府部门及商界提供服务。凭借庄臣的经验以及其主要股东的业务网络，粤丰充分把握中国废弃物管理及卫生市场的商机优势。此外，粤丰环保收购了东莞绿嘉100%股权，东莞绿嘉间接持有东莞市第一个飞灰填埋项目35%的经营权益，对东莞绿嘉的投资不仅有助公司在东莞的垃圾焚烧发电厂获得飞灰处理能力，亦为公司开启了探索非城市生活垃圾市场机会的大门。
- **我们的观点：**粤丰环保（1381.HK）是国内领先的垃圾焚烧发电企业，公司拥有17个垃圾发电项目，设计日生活垃圾处理能力达26,040吨。公司上半年通过收购成功在其产业链上拓展清洁及废弃物管理、飞灰处理业务，为公司开启了探索非城市生活垃圾市场机会的大门，各个板块业务具有协同效果，未来有望实现共同发展。

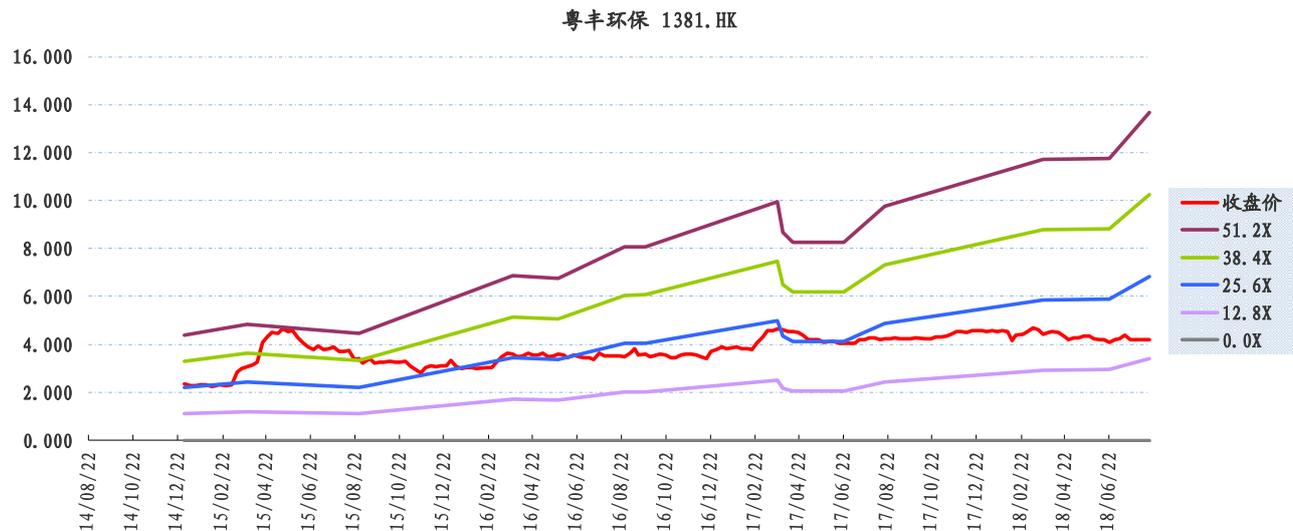
- **风险提示：**在建项目落地缓慢；新项目垃圾处理费不及预期；并网电价下跌。

表1、公司业绩对比

单位：港币千元	1H2017	2H2017	1H2018	YoY	点评
收入	1,158,013	1,239,518	1,310,765	13.2%	运营项目增多，运营收入增长迅速
销售成本	(806,139)	(772,728)	(823,607)	2.2%	
毛利	351,874	466,790	487,158	38.4%	
毛利率	30.4%	37.7%	37.2%	6.8%	
其他收入	50,947	55,649	62,320	22.3%	主要是利息收入、政府补贴金和增值税退税
其他亏损	(8,541)	(2,865)	(1,425)	-83.3%	
行政及一般开支	(77,725)	(86,976)	(107,997)	38.9%	新项目投产人员薪酬增加
利息收入	2,116	3,757	3,154	49.1%	
利息费用	(39,800)	(62,963)	(86,297)	116.8%	
除税前利润	270,189	373,392	359,428	33.0%	
所得税开支	(44,054)	(35,280)	(41,442)	-5.9%	
期内利润	226,135	338,112	317,986	40.6%	
归属股东净利润	226,135	338,112	317,986	40.6%	运营项目增多，利润增长迅速
EPS(港元)	0.10	0.14	0.13	28.7%	

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、历年粤丰环保 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游梁互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。