

1381.HK 粤丰环保

未评级

业绩超预期，2016 有望再创佳绩

2016 年 03 月 23 日

市场数据

报告日期	2016-03-23
收盘价(港元)	3.69
总股本(百万股)	2000.00
总市值(亿港元)	73.80
净资产(亿元)	23.34
总资产(亿元)	44.68
每股净资产(元)	1.17

数据来源: Wind

相关报告

《粤丰环保(1381.HK)点评:取得广西北流项目,异地扩张再获佳绩》-2016.03.11

海外环保研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人: 龙雷
longlei@xyzq.com.cn
SAC: S0190516020003

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	387.13	390.17	793.97	1,184.54
同比增长(%)	150.6%	0.8%	103.5%	49.2%
净利润(百万元)	126.54	130.97	191.04	272.00
同比增长(%)	226.6%	3.5%	45.9%	42.4%
毛利率(%)	53.4%	51.9%	43.1%	37.1%
净利润率(%)	32.4%	33.2%	26.1%	24.3%
净资产收益率(%)	55.3%	19.4%	8.3%	11.7%
每股收益(元)	110.00	114.00	0.13	0.14
每股经营现金流(元)	-	-	0.10	-

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **核心观点:** 2015 年粤丰环保收入和应占净利分别增长 49.2% 和 42.4%，高于市场一致预期。业绩高增速主要源自湛江项目的建设收入及科维和东莞粤丰两个垃圾焚烧项目的高效运营。目前公司储备项目累计达到 15700 吨，亦超过此前预计的规模。2016 年公司科伟项目将全面投入使用，湛江项目也已建成进入调试，年内总运营规模有望达到 7600 吨/天，比 2015 年有大幅增长。我们预计公司业绩未来有望继续实现高速增长，北流等外省项目的获得亦表明公司的外延扩张潜力较大。2015 年 PE27 倍，较绿色动力环保 (PE14.7)、中国光大国际 (PE19.0) 高，考虑其运营项目质量优异，且成长性有望超市场预期，建议投资者保持关注。
- **业绩回顾:** 粤丰环保 2015 年收入港币 11.85 亿元，同比上升 49.2%；应占净利 2.72 亿元，同比上升 42.4%；每股盈利 13.6 港仙，同比上升 7.1%；董事会不建议派发股息。
- **风险提示:** 新增项目不达预期，人民币持续贬值。

报告正文

- **核心观点：**2015年粤丰环保收入和应占净利分别增长49.2%和42.4%，高于市场一致预期。业绩高增速主要源自湛江项目的建设收入及科维和东莞粤丰两个垃圾焚烧项目的高效运营。目前公司储备项目累计达到15700吨，亦超过此前预计的规模。2016年公司科伟项目将全面投入使用，湛江项目也已建成进入调试，年内总运营规模有望达到7600吨/天，比2015年有大幅增长。我们预计公司业绩未来有望继续实现高速增长，北流等外省项目的获得亦表明公司的外延扩张潜力较大。2015年PE27倍，较绿色动力环保（PE14.7）、中国光大国际（PE19.0）高，考虑其运营项目质量优异，且成长性有望超市市场预期，建议投资者保持关注。
- **业绩回顾：**粤丰环保2015年收入港币11.85亿元，同比上升49.2%；应占净利2.72亿元，同比上升42.4%；每股盈利13.6港仙，同比上升7.1%；董事会不建议派发股息。
- **湛江 BOT 项目建设推进使收入大增。**2015年收入增长的主要原因是湛江BOT项目的推进。该项目于2014年动工，至2015年底已完成87%的进展，年内实现建设收入5.83亿元，同比增长135.4%，建设收入的毛利率与上年保持一致仍为16.7%。公司建设收入的毛利率属于业内中等水平，我们认为这是因为公司更加注重工程质量和主要通过运营产生收益所致。
- **科维、东莞粤丰保持高效运营。**因科伟项目至2015年8月技改工作才完成，因此年内大部分时间运营收入主要来自科维和东莞粤丰两座垃圾焚烧厂，合计处理量3600吨/天。报告期内售电收入和垃圾处理费分别同比上升7.8%和6.3%，表明公司在总处理能力基本没有增加的情况下依然通过内部优化实现了一定增长，同时运营业务的毛利率也增长0.65个百分点达到55.4%，如不计广西来宾项目的拖累则有望更高。东莞地区的优质项目和公司高水准的运营管理是公司业绩稳定增长的基石。
- **行政费用随业务增加，利息费用节约较多。**2015年行政费用上升15.4%达到1.12亿元，主要随公司业务规模扩大，人员增加有所增长，此外报告期内无去年同期的上市费用3307万元。此外，基准利率下调、利息费用资本化令利息费用下降16.9%。
- **储备项目大幅增加，中长期成长空间打开。**2015年内，公司连续获取清远、来宾、科伟二期等多个项目，总处理量由6900吨/天增加至12400吨/天，年增速79.7%。2016年又将新增东莞粤丰二期、贵州兴义和广西北流3个项目，

总处理量进一步增加至 15700 吨/天。储备项目的迅速扩大将为公司未来开启确定性的成长空间，此外今年技改完成后的科伟一期将全面投入使用，湛江项目也将从二季度开始试运营，运营项目总规模年内将有望增加至 7600 吨/天，比 2015 年有大幅提高，2016 年业绩增长亦有较大保障。

- **风险提示：**新增项目不达预期，人民币持续贬值。

表 1、粤丰环保 2015 年主要财务指标变动情况（单位：港币千元）

项目	2015	2014	变动	点评
收入	1,184,536	793,967	49.2%	湛江 BOT 项目建设期贡献收入
销售成本	(745,212)	(451,646)	65.0%	湛江 BOT 项目建设成本开支
毛利	439,324	342,321	28.3%	
一般及行政费用	(111,646)	(96,723)	15.4%	公司规模扩大，人员增多
其他收入	49,158	51,467	-4.5%	
其他收益-净额	4,325	381	1035.2%	
经营利润	381,161	297,446	28.1%	
利息收入	11,897	5,525	115.3%	银行存款利息增加
利息费用	(63,271)	(67,334)	-6.0%	贷款利息减少，部分利息合理资本化
利息费用-净额	(51,374)	(61,809)	-16.9%	
除所得税前利润	329,787	235,637	40.0%	
所得税费用	(40,892)	(27,278)	49.9%	
年内利润	288,895	208,359	38.7%	
少数股东损益	16,894	17,321	-2.5%	
净利润(不含少数股东权益)	272,001	191,038	42.4%	
每股盈利(港仙)	13.6	12.7	7.1%	

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

业绩发布会 Q&A

Q1 今年能增加多少新项目，有多少技改或新建项目？今年的资本开支是多少？

去年上市的时候，我们定了一个 3 年计划，当时的合同总量是 6900 吨/天，因此我们计划 2015-2017 年年底分别达到 11000/16000/20000 吨的规模。现在我们已经做到了 15700 吨/天，管理层还会继续努力，但今年具体能增加多少，还不能说。贵州兴义项目是我们进行技改，提升效益的一个典型项目。今后通过技改的项目也还会有。新项目方面，首先我们已经是广东第二，民营的第一；其次国家不断要求提高生活垃圾的焚烧比例，全国“十二五”期间还没有达到 30%，“十三五”

对发达地区的要求会更高，所以未来广东省的空间也很大；最后我们对于广东省的项目很有信心，省内的项目也比省外的把控。

资本开支方面，公司当前总共有 10 个项目，其中 5 个在建，预计总共投入 25 亿，具体则取决于每个项目的进度。

Q2 2015 年 BOT 建造收入有很大提升，综合毛利率因此下降。2016 年 BOT 更多，会不会导致毛利率进一步下降？

2015 年收入增加主要是因为湛江 BOT 项目，目前已经进入调试期。此外还有科伟一期的技改，是 BOO 项目，没有收入。2015 年投入运营的项目只有 2 家，所以 BOT 的比例上升很快。2016 年将有 5 个项目启动建设，一个 BOO，另外 4 个 BOT 将会在 2016 年内根据工程进度进行收入确认。2016 年的运营量也将接近 7600 吨/天，运营收入增加的也很快，因此毛利率未必会进一步下调。

Q3 这两年行业竞争加剧，有些公司为了拿项目，在处理费上作出让步，公司对这方面的市场策略是什么？

现在行业低价竞争，也是一个必经的过程。但是我们有自己的发展路线，是否用垃圾处理费来换项目量，我们会综合考虑：第一，收入和毛利来源不是单一依靠建设收入，我们还是以运营为主；第二，我们对收购项目、新项目都有各种要求；最后是内部回报率的要求，以及对项目质量的坚持。

我们不会为了得到某一个项目而将垃圾处理费压得很低。我们过去 15 个月拿到的项目都是属于处理费比较高的，在经济落后的地区，如果价格太低，我们甚至不会参与投标。

Q4 5 个项目在建，是不是意味着 2 年之内就会确认至少 20 亿的收入？取得新项目时的 IRR 要求是多少？在落后地区收款是否有压力？综合融资成本？

BOT 项目的建设收入需要按进度确认，一个新项目平均要 2-3 年周期。科伟二期有清晰的时间表，18 个月，来宾技改项目也要在 18 个月内完成，但清远项目就规划到 2018 年底，因此不是这 5 个项目都要在 2 年之内建成。

不同项目的 IRR 差异比较大，东莞的项目有超过 2 位数的，大约都是 8-12% 的水平，公司目标是希望实现平均 10%，部分项目出于策略考虑不低于 8%。我们希望资金得到更有效的利用。

收款方面，对省外项目的选择比较审慎，对包括付款条件等各方面都会进行评估。
融资成本，2015 年是 6.1% 左右，比 2014 年大幅下降。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。