

评级 (买入)

1381.HK 粤丰环保

目标价: 4.90 港元

现价: 3.51 港元

垃圾焚烧升级改造最大受益者

2016年06月28日

预期升幅: 39.6%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2014-06-28

收盘价(港元)	3.51
总股本(百万股)	2034.24
总市值(亿港元)	71.40
净资产(亿港元)	23.34
总资产(亿港元)	44.68
每股净资产(港元)	1.15

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港元)	1185	1226	2122	2468
增长率	49.2%	3.5%	73.1%	16.3%
营业利润(百万港元)	382	483	718	961
增长率	28.1%	26.6%	48.7%	33.9%
归属净利润(百万港元)	272	357	559	758
增长率	38.7%	28.8%	54.7%	34.3%
每股收益(港元)	0.13	0.18	0.27	0.37
每股净资产(港元)	1.15	1.38	1.65	2.03
市盈率(倍)	26.3	20.0	12.8	9.4

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **垃圾焚烧在排放提标和邻避运动的推动下将迎来升级改造热潮。**新排放标准实施和愈演愈烈的邻避运动使2014年之前已投运的218座生活垃圾焚烧厂大部分需要进行升级改造,尤其是约占总数40%的循环流化床机组和部分低效炉排炉机组,刺激行业进行深度整合。我们预计改造市场所需投资将达到“十三五”期间垃圾焚烧行业总投资的20%左右,即约200亿元。
- **垃圾焚烧增量市场竞争激烈,升级改造存量市场成为新蓝海。**垃圾焚烧新项目招投标竞争激烈程度加剧,中标价格已远低于合理成本区间。升级改造技术难度大、市场门槛高,企业有充分议价空间,避免了招投标所带来的恶性竞争,项目后期盈利更有保障。
- **改造经验丰富商业模式灵活,粤丰环保将成最大受益者。**粤丰环保旗下已有多个垃圾焚烧厂成功实施大型技改,东莞粤丰和科伟技改后自用电率低至12%,为国内领先水平。东莞粤丰更被评为“AAA级”项目,为官方最高评价。公司作为民营企业机制灵活,目前其通过收购获得的项目总规模达6850吨/日,通过收购资产进行技改提效的扩张模式已十分成熟。
- **估值及投资建议:**粤丰环保目前已投运处理量6900吨,项目储备高达15700吨,我们认为公司在垃圾焚烧升级改造市场拥有巨大的潜力,未来每年新增订单有望达到4000吨左右。预计粤丰环保2016-2018年净利润增速28.8%/54.7%/34.3%,2017年EPS0.27港元,按18倍PE估值,我们首次给予“买入”评级,目标价4.90港元。
- **风险提示:**新增项目不达预期,规模扩大导致管理水平下降,人民币贬值。

相关报告

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

《粤丰环保(1381.HK)点评报告:业绩超预期,2016有望再创佳绩》-2016.02.24

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

目 录

投资概要:	- 4 -
1、增长潜力巨大的优质垃圾焚烧发电企业	- 5 -
1.1 公司简介	- 5 -
1.2 公司股权结构及上市融资情况	- 8 -
2、垃圾焚烧行业概况	- 9 -
2.1 垃圾焚烧行业发展: 逐渐步入成熟期	- 9 -
2.2 行业展望: 市场集中度提高, 竞争趋于激烈	- 11 -
3、垃圾焚烧升级改造: 发掘红海中的蓝海	- 14 -
3.1 垃圾焚烧新增项目市场短期内已成红海	- 14 -
3.2 垃圾焚烧升级改造市场潜力巨大	- 15 -
3.3 他山之石: 火电脱硫升级改造案例	- 18 -
4、粤丰环保: 为升级改造量身定制的企业基因	- 20 -
4.1 多个成功改造业绩, 技改实力充分验证	- 21 -
4.2 灵活运用资产收购方式, 获取存量改造项目效率高	- 23 -
5、财务分析	- 24 -
6、盈利预测与估值	- 26 -
图 1、公司发展历程	- 6 -
图 2、粤丰环保收入 (百万港元)	- 6 -
图 3、粤丰环保股东应占净利润 (百万港元)	- 6 -
图 4、粤丰环保毛利率	- 7 -
图 5、粤丰环保 2015 年收入结构	- 7 -
图 6、粤丰环保 2015 年毛利结构	- 7 -
图 7、公司股权结构	- 9 -
图 8、垃圾焚烧处理能力建设情况 (个, 万吨/天)	- 10 -
图 9、垃圾焚烧处理量 (万吨/年)	- 10 -
图 10、各主要垃圾焚烧公司产能 (含在建、拟建、投产) 按地域分布	- 10 -
图 11、各主要垃圾焚烧公司 2015 年新获得项目城市级别分布(吨/日)	- 11 -
图 12、我国单厂焚烧能力 (吨/日)	- 12 -
图 13、2014 年已投运垃圾焚烧设施各类别数量	- 12 -
图 14、近年来垃圾焚烧中标价趋势	- 14 -
图 15、我国垃圾焚烧二噁英排放离欧盟标准仍有差距 (ng TEQ/m ³)	- 16 -
图 16、垃圾焚烧邻避事件 1	- 17 -
图 17、垃圾焚烧邻避事件 2	- 17 -
图 18、清新环境建造项目收入增长	- 20 -
图 19、清新环境工程建造项目订单增长	- 20 -
图 20、清新环境股价大幅上涨, 超越同期沪深 300 指数表现	- 20 -
图 21、截至 2011 年底已投运垃圾焚烧厂技术路线占比	- 22 -
图 22、港股固废上市公司资产负债率比较 (%)	- 25 -
图 23、粤丰环保现金流情况 (百万港元)	- 26 -
图 24、粤丰环保新增处理量假设 (吨/日)	- 26 -

表 1、粤丰环保垃圾焚烧项目概况.....	- 5 -
表 2、垃圾焚烧市场空间测算.....	- 11 -
表 3、行业主要公司已基本完成资产证券化.....	- 13 -
表 4、《生活垃圾焚烧污染控制标准》第二次修订前后污染物排放限值比较.....	- 16 -
表 5、近年来垃圾焚烧项目导致的主要邻避事件.....	- 17 -
表 6、《火电厂大气污染物排放标准》修订前后二氧化硫排放限值比较.....	- 19 -
表 7、循环流化床与炉排炉比较.....	- 22 -
表 8、科伟经改造后与东莞粤丰运行效率极高.....	- 23 -
表 9、粤丰环保改造项目一览.....	- 23 -
表 10、粤丰环保扩张进程.....	- 24 -
表 11、粤丰环保在手项目进度假设.....	- 27 -
表 12、公司盈利预测结果.....	- 27 -
附表.....	- 28 -

投资概要:

逻辑一:

粤丰环保在垃圾焚烧企业中体量中等，为华南地区区域龙头，且瞄准存量项目升级改造市场，因此虽然全国新招标垃圾焚烧逐渐接近天花板，公司高弹性增长仍有充足的市场空间。

逻辑二:

作为民营企业，公司十分擅长通过并购的方式获取存量项目，并可通过技改提效，有效避开了当前竞争最为激烈的新项目竞标环节，旗下项目往往在补贴价格方面更有优势。公司项目盈利水平高，中长期经营风险可控。

逻辑三:

公司现有垃圾焚烧项目运营水平出色，拥有丰富的技改经验，具备承接升级改造项目的技术实力。通过升级改造，提升存量项目资产质量的商业模式已被多次成功验证，未来进一步推广的概率较高。

估值及投资建议:

我们预计粤丰环保 2016-2018 年收入增速为 3.5%/73.1%/16.3%，股东应占净利润增速分别为 28.8%/54.7%/34.3%。考虑公司在垃圾焚烧升级改造市场的优势与良好的市场前景，以及港股环保板块 2016/2017 年 PE20/16 倍的估值中枢，我们认为粤丰环保有理由享受一定的溢价水平，给予 2017 年 18 倍 PE 估值，目标价 4.90 元。

风险提示:

通过收购获得项目存在一定随机性，双方谈判周期也较难把握，如部分项目延期会对业绩造成一定负面影响；外省项目管理难度增加、规模扩大带来的管理成本上升、盈利水平下降；公司业务均在内地，其主营收入以人民币方式确认，如人民币持续贬值，将对以港币体现的业绩造成一定负面影响。

报告正文

1、增长潜力巨大的优质垃圾焚烧发电企业

1.1 公司简介

粤丰环保最早始于公司现任副主席兼执行董事黎健文先生于 2003 年创立的科伟，2004 年科伟获得广东省发改委批准开始兴建科伟垃圾焚烧厂。公司于 2009 年成立科维并开始建设第二个垃圾焚烧厂，科伟及科维分别于 2007 年及 2011 年建成投运。其后公司开始快速发展，先后通过竞标和收购方式获得湛江、中科、来宾和清远等省内外项目，目前公司已签约的垃圾焚烧处理总量已达 15700 吨/日，为广东省第二大的垃圾焚烧企业，亦是全国第四大民营垃圾焚烧企业。

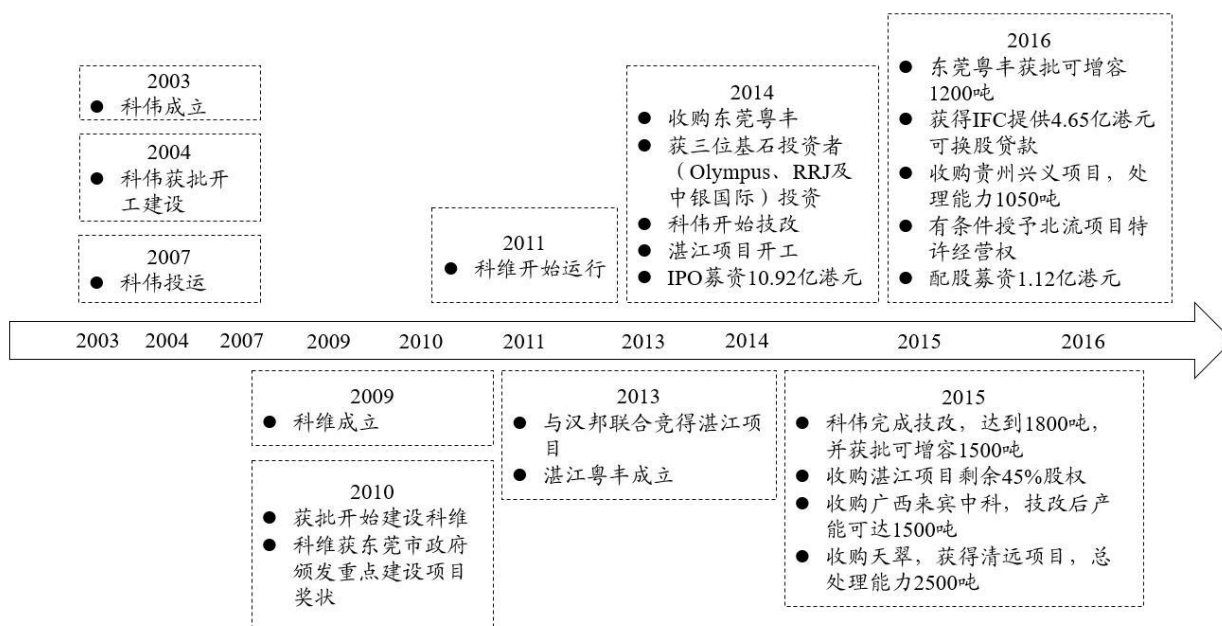
公司主要业务为投资建设及运营生活垃圾焚烧厂，除最早的科伟和科维采用 BOO 模式以外，其余均采用 BOT 模式。公司旗下垃圾焚烧厂主要分布于广东省（5 个，12100 吨/日）、广西壮族自治区（2 个，2550 吨/日）和贵州省（1 个，1050 吨/日），共计 15700 吨/日，目前建成投运的有科伟（一期）、科维、东莞粤丰（一期）和湛江粤丰 4 个项目，共计 6900 吨/日。

表 1、粤丰环保垃圾焚烧项目概况

项目	项目类型	设计规模 (吨/日)	垃圾处理补贴 (人民币元/吨)	项目现状
科伟	BOO	一期 1800	110	一期已投运
		二期 1500		二期开展前期工作
科维	BOO	1800	110	已投运
东莞粤丰	BOT	一期 1800	110	一期已投运
		二期 1200		二期获政府许可
湛江粤丰	BOT	1500	81.8	已建成试运行
清远	BOT	一期 1500	有待与地方政府 订立 (广东省指 导价 90-100)	待建
		二期 1000		
来宾中科	BOT	一期 1000	95	将进行技改
		二期 500		
广西北流	BOT	一期 700	83	获授特许经营权
		二期 350		
贵州兴义	BOT	一期 700	80	将进行小规模技改
		二期 350		

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 1、公司发展历程

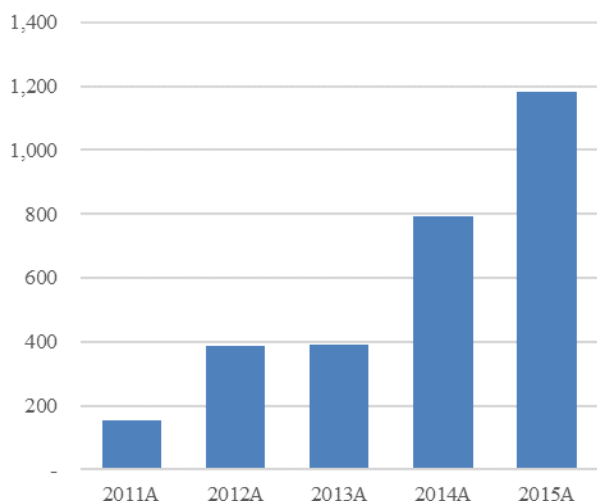


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

● 近年来快速扩张，收入及利润双双高增长

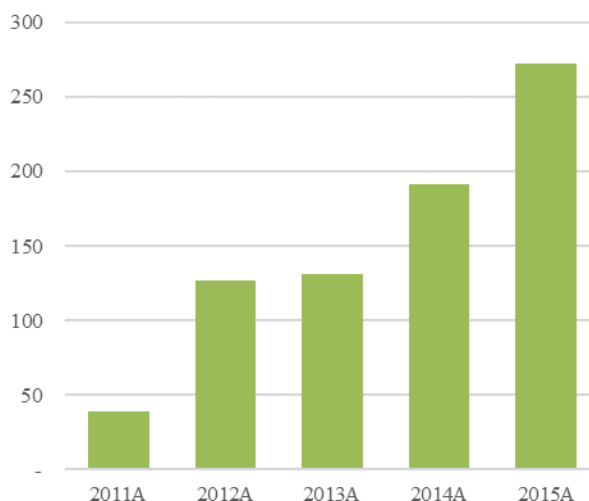
粤丰环保自 2011 年旗下第二个垃圾焚烧厂科维投运后开始进入高速增长阶段。2015 年公司已实现收入 11.85 亿港元，同比增长 49.19%，股东应占净利润 2.72 亿港元，同比增长 42.38%。2011-2015 年，公司收入复合增长率为 66.41%，应占净利润复合增长率 62.78%。

图 2、粤丰环保收入（百万港元）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、粤丰环保股东应占净利润（百万港元）

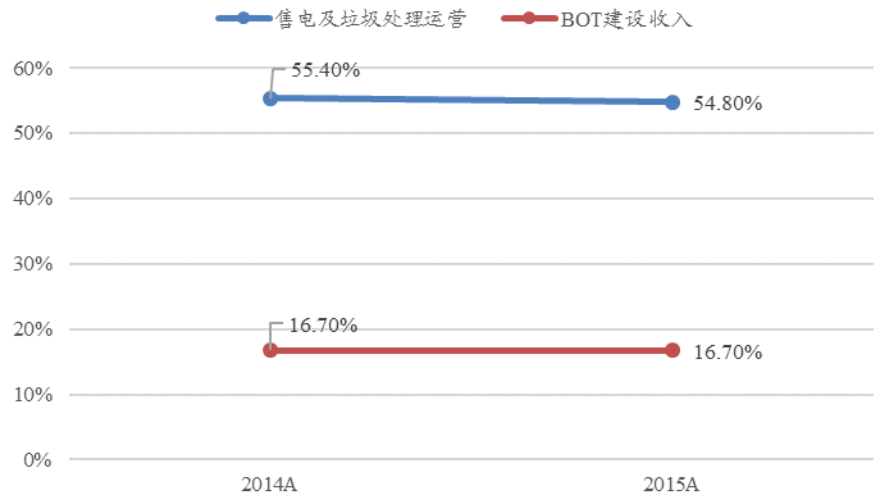


资料来源：公司公告，兴业证券研究所

公司收入结构中来自垃圾焚烧 BOT 建设收入和运营收入各占约一半，其中建设收入主要与当年开工项目的数量有关，每年变动较大，运营收入则随新项目逐年投

运稳定增长。2014-2015 年公司运营及建设收入毛利率保持稳定，其中运营业务毛利率高达 55% 左右，为行业内领先水平。运营业务贡献的毛利占比 73%，公司盈利更多是依靠垃圾焚烧厂运营而非建设业务。

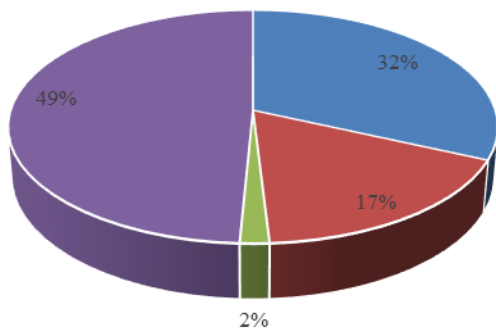
图 4、粤丰环保毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 5、粤丰环保 2015 年收入结构

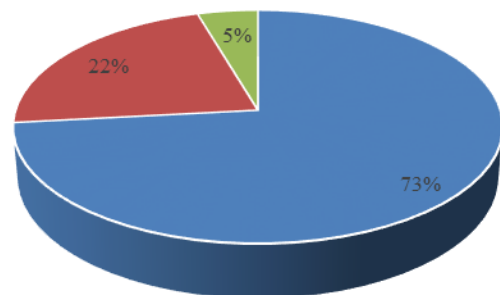
■ 售电收入 ■ 垃圾处理费收入 ■ BOT财务收入 ■ BOT建设收入



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 6、粤丰环保 2015 年毛利结构

■ 售电及垃圾处理运营 ■ BOT建设收入 ■ BOT财务收入



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 公司旗下垃圾焚烧厂质地优异

公司垃圾焚烧厂单个项目平均处理量高达 1962.5 吨/日，单厂规模大因此旗下垃圾焚烧厂运行效率高，已投运项目自用电率约为 12%，远高于行业 15%-18% 的平均水平。公司大部分项目位于补贴较高的广东省，且公司并不通过低价竞标的方式

获取项目，因此其垃圾处理单位补贴价格位于 80-110 元区间，远高于国内平均水平（50-60 元/吨）。于 2012 年和 2015 年，科维和东莞粤丰分别获广东省住建厅授予“AA 级”和“AAA 级”垃圾焚烧厂奖项，其中“AAA 级”为官方授予的生活垃圾焚烧厂最高等级评价。东莞粤丰垃圾焚烧厂还通过与东莞城管局网站联网，实时上传垃圾焚烧厂的污染物排放数据，接受社会监督，显示出较高的减排水平。

1.2 公司股权结构及上市融资情况

粤丰环保实际控制人为黎健文先生和李咏怡女士。公司第一大股东臻达（BVI）由黎健文和李咏怡全资所有，此外，黎健文和李咏怡还直接持有约 0.56% 公司股份，合计持有 64.55% 已发行股份，为公司第一大股东和实际控制人。

Pre-IPO 融资：公司于上市前引入 Olympus 旗下 AEP Green Power、RRJ 和中银国际等基石投资者，其中 AEP Green Power 于 2016 年 1 月和 6 月通过二级市场进行了两度增持，目前共计持有 6.31% 已发行股份。

港股 IPO：公司于 2014 年 12 月 29 日在香港主板上市，以每股 2.33 港元面向公众发行 5 亿股新股，总股本 20 亿股，募集资金净额 10.9 亿港元。

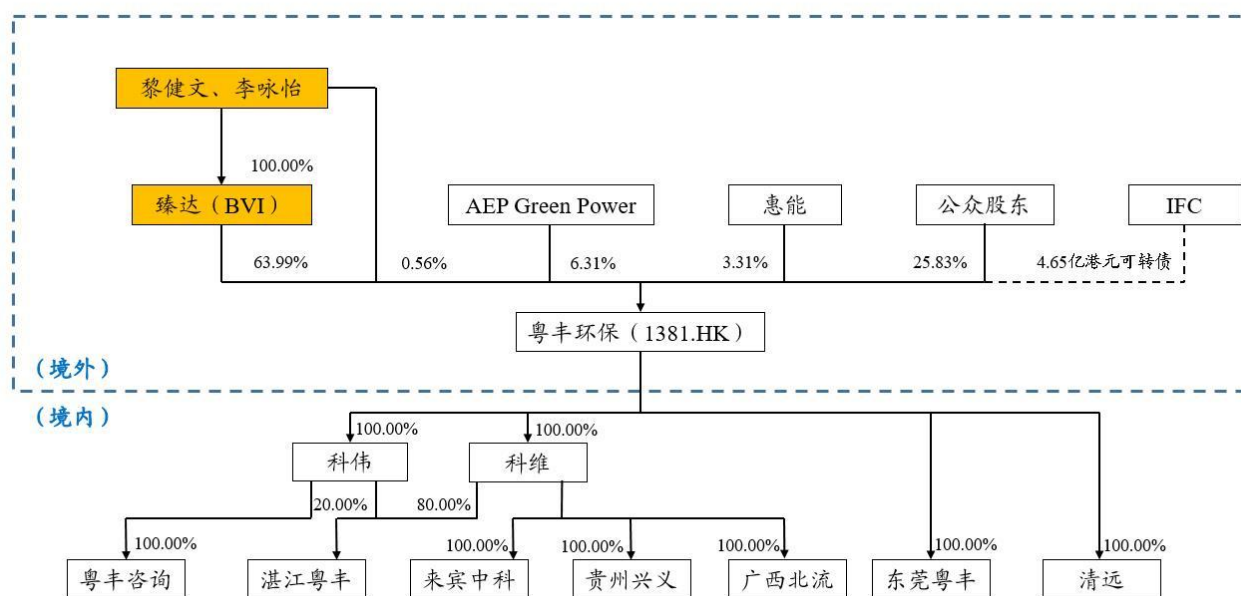
股权激励：公司于 2014 年 12 月 7 日采纳购股权计划，并于 2015 年 4 月 24 日向包括主席、执行董事和行政总裁等在内的合格承授人共授出 300 万份购股权，行权价每股 4.39 港元，有效期至 2025 年 4 月 23 日止。

可转债：公司于 2016 年 1 月 20 日与国际金融公司（IFC）订立可换股贷款协议，获得 4.65 亿港元可换股贷款，换股价 3.91 港元，约等同于 1.19 亿股，相当于已发行股份的 5.95%。目前，该批贷款尚未行使换股权。

配股：公司于 2016 年 5 月 24 日向惠能投资配售 3424 万股新股，配股价每股 3.4 港元，募集资金净额 1.12 亿港元。惠能投资是中银国际旗下 China Infrastructure Partners, L.P. 的全资子公司。

利润分配：公司上市以来未分红派息。

图 7、公司股权结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2、垃圾焚烧行业概况

垃圾焚烧行业在经历了“十一五”早期的摸索阶段、“十二五”的高速发展阶段之后，国内厂商在技术上逐渐与国际接轨，相关法律法规不断得到完善，行业发展日渐进入成熟期。根据“十二五”规划，截至 2015 年底全国垃圾焚烧占生活垃圾无害化处理能力的目标为 35%，预计至“十三五”末则有望进一步提升至 45%-50%，发达地区占比更高。考虑到我国城市生活垃圾仍在持续增长、环卫体系的进步使垃圾清运量进一步上升，以及部分老旧垃圾焚烧厂拆除重建等因素，“十三五”期间垃圾焚烧厂新建产能有望达到 25 万吨/日，预计总投资额 1000 亿元左右，年复合增长率 15%。

2.1 垃圾焚烧行业发展：逐渐步入成熟期

2003 年至 2014 年是我国垃圾焚烧的快速增长期，处理能力年复合增长率 26.3%。到 2014 年底，我国垃圾焚烧处理厂增加至 218 座，焚烧处理能力增长至 19.6 万吨/日，相较于 2003 年，11 年来年均增长率分别为 15.0% 和 26.3%。我国垃圾焚烧处理量复合增长率接近 30%。我国 2003 年垃圾焚烧处理量为 370 万吨，2013 年增长至 5332 万吨，年均增长率达 27.5%。同期，垃圾焚烧处理率也由 4.9% 增长至 25.60%，提升了 20.7 个百分点。

图 8、垃圾焚烧处理能力建设情况 (个, 万吨/天)

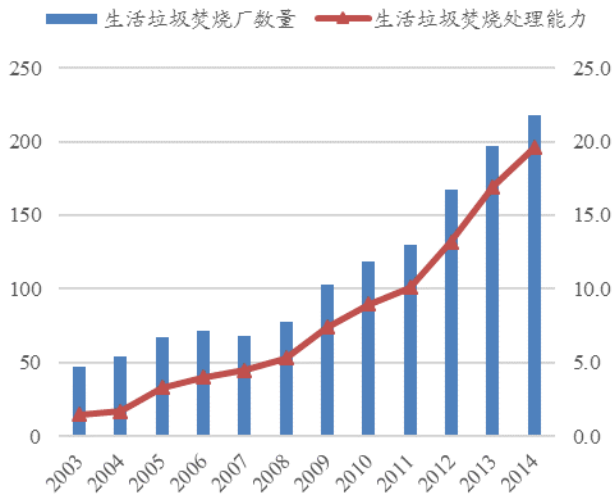
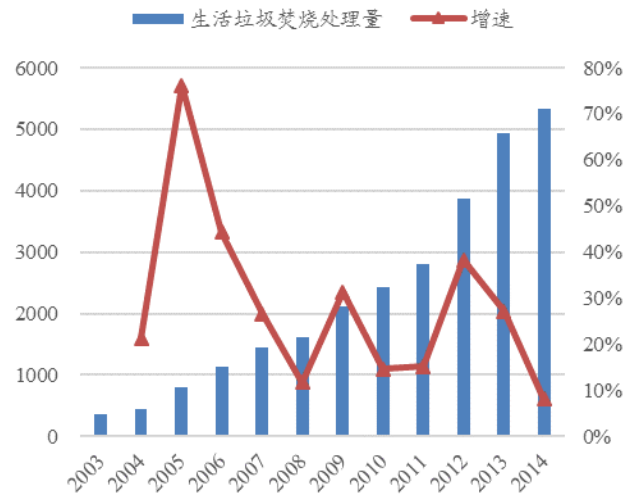


图 9、垃圾焚烧处理量 (万吨/年)

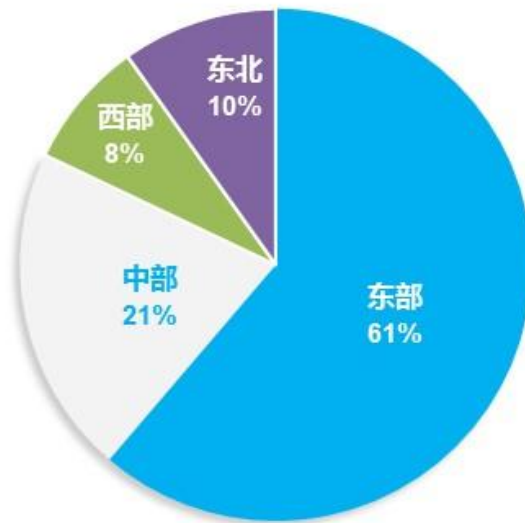


资料来源:《中国统计年鉴》、《中国城乡建设统计年鉴》

资料来源:《中国统计年鉴》、《中国城乡建设统计年鉴》

东部地区一二线市场开拓较为充分，未来将以存量项目的扩容为主，三四线城市及中西部地区成为主要的增量市场。其中产能集中度最高的为江苏、广东、山东三省。从地域而言，东部地区占比超过 60%，为当前项目集中区域。

图 10、各主要垃圾焚烧公司产能 (含在建、拟建、投产) 按地域分布



资料来源: 公司公告、兴业证券研究所

行业步入成熟期，增速预计维持在 15% 水平。我们认为，目前生活垃圾主要的处理方式卫生填埋因场地、环保要求等原因已难以为继，垃圾焚烧将成为生活垃圾无害化处理唯一的替代方案。十三五期间填埋处理能力将以保持现有规模为主，焚烧处理能力有望新增 25 万吨/日左右，垃圾焚烧处理率进一步提升至 45%-50%。2015-2020 年垃圾焚烧行业总投资规模约为 1000 亿元，对应每年行业复合增速 15%。

表 2、垃圾焚烧市场空间测算

项目	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
生活垃圾年清运量(亿吨)	2.45	2.55	2.65	2.76	2.87	2.98	3.10
生活垃圾无害化处理率	86%	87%	88%	89%	90%	91%	92%
无害化处理能力(亿吨/年)	2.12	2.23	2.34	2.46	2.59	2.72	2.86
日处理能力(万吨/日)	70.16	74.21	78.06	82.10	86.34	90.79	95.45
卫生填埋产能(万吨/日)	50.58	51.69	52.16	52.32	52.10	51.41	50.17
垃圾焚烧产能(万吨/日)	19.58	22.52	25.89	29.78	34.25	39.38	45.29
垃圾焚烧处理率	27.9%	30.3%	33.2%	36.3%	39.7%	43.4%	47.4%
垃圾焚烧产能增量(万吨/日)		2.94	3.38	3.88	4.47	5.14	5.91
所需投资(亿元)		117.48	135.10	155.37	178.67	205.47	236.29

资料来源：兴业证券研究所

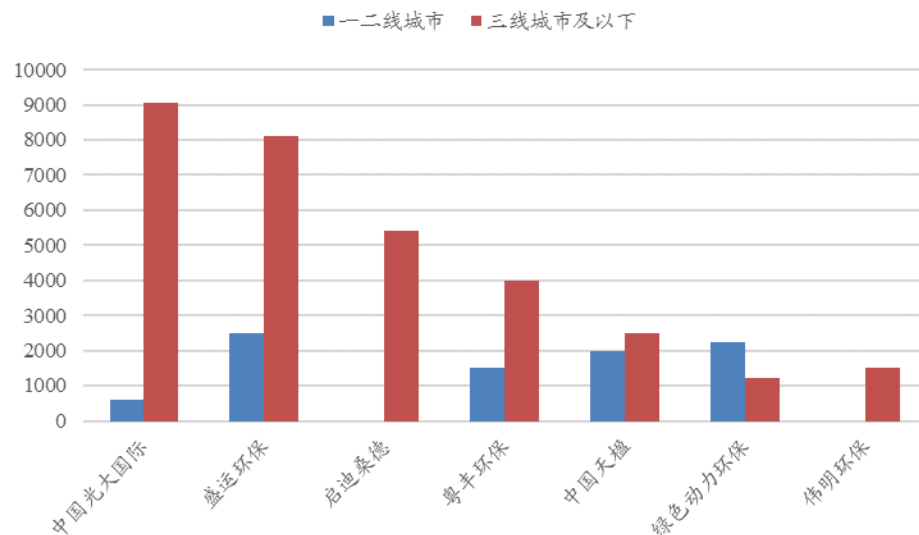
注：垃圾清运量按照 4% 年增速假设，垃圾焚烧工程市场按照单吨投资平均 40 万元设定。

2.2 行业展望：市场集中度提高，竞争趋于激烈

● 市场下沉分散，集中度上升

市场下沉分散，进入跑马圈地阶段。据北极星环保网不完全统计，截至 2015 年 4 月全国有 22 万吨/日的垃圾焚烧设施已启动，其中包括在建项目 121 座，处理规模 11.9 万吨/日，签约项目 106 座，处理规模为 10.1 万吨/日。目前在建和签约的焚烧项目已多达 220 余座，省市一级以上的垃圾焚烧 BOT 项目已基本被瓜分完毕，焚烧市场空间逐步趋窄，区域竞争日趋激烈。

图 11、各要垃圾焚烧公司 2015 年新获得项目城市级别分布(吨/日)



资料来源：上市公司公告，兴业证券研究所整理

三四线城市项目更看重企业竞价能力。根据我们统计，当前垃圾焚烧企业新增项目多集中在三四线城市及部分县级城市。新项目所在地方政府财政支付能力相对较弱，垃圾处理费补贴价格往往低于东部一二线城市。2013 年以来，中标焚烧项目补贴价不断下降，目前已跌破 65 元/吨的临界值，进入 15-50 元/吨的低价区间。

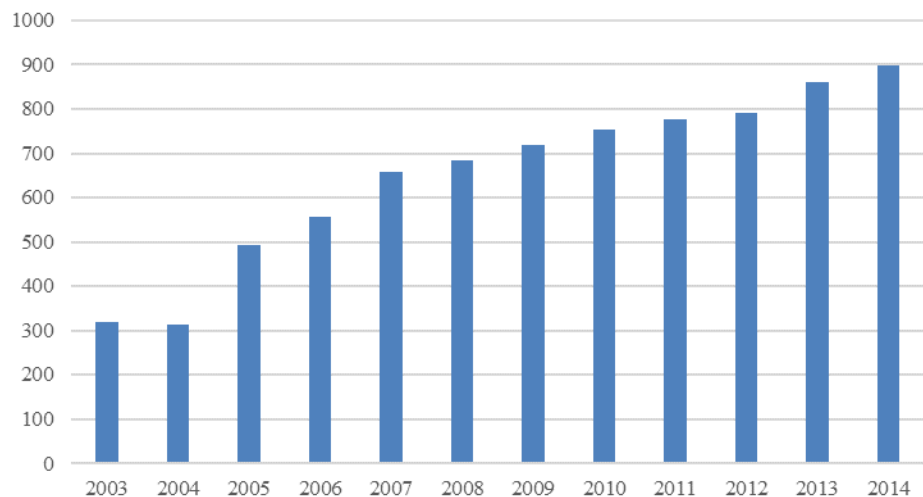
由于业主的偏好，在项目竞标过程中，能提供更低价的企业往往更有优势。

● 行业变量推动行业集中度提高

行业变量一：二噁英的排放标准日益趋严，地方小厂面临淘汰命运。垃圾填埋过程中容易产生诸多有害物质，其中二噁英毒性最强。2014年5月发布的《生活垃圾焚烧污染控制标准》（GB18485-2014），将二噁英排放限值降低至0.1 ng-TEQ/m³。当前三四线城市存在大量小型焚烧处理厂，多采用链条炉、间歇式单室（固定床）焚烧炉，燃烧性能较差，焚烧过程难以达到“3T+E（停留时间、温度、扰动+空气过量率）”的要求。同时，小型焚烧处理厂一般采用简单的烟气处理系统，在新标准下难以满足日趋严格的环保排放要求。此类小型焚烧厂预计将逐步淘汰或被有实力的公司收购进行改造。

行业变量二：当前垃圾焚烧处理有大型化趋势，单厂投资需求抬升。从设施规模上看，我国已投运设施以不超过1200吨/日的中小规模焚烧厂为主，占全部焚烧厂数量的68.5%，其中III类焚烧设施47座，II类设施91座，I类设施33座，特大类设施10座。设施的大型化、高标准、园区化渐成发展方向。截至2013年末，我国城市生活垃圾焚烧厂单厂平均处理能力已达860吨/日，为2003年末的2.7倍，年均复合增长率为10.4%。单厂建设周期、投资规模也有明显增加，当前使用国产设备单吨投资为40~50万元，使用进口设备单吨产能投资为60~70万元，提高了企业的资金需求。

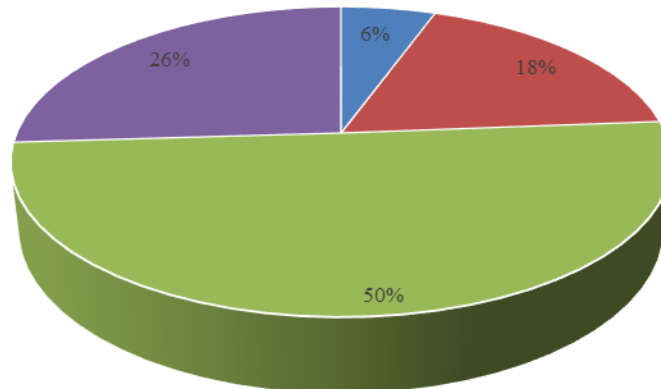
图 12、我国单厂焚烧能力（吨/日）



资料来源：中国城乡建设统计年鉴

图 13、2014 年已投运垃圾焚烧设施各类别数量

■ 特大大类设施 ■ I类设施 ■ II类设施 ■ III类设施



资料来源：环卫科技网

注：根据《生活垃圾焚烧处理工程技术规范》CJJ90-2009，特大大类垃圾焚烧厂为产能 2000t/d 及以上，I 类、II 类垃圾焚烧厂（600t/d~2000t/d，含 600 t/d），III 类垃圾焚烧厂（150t/d~600t/d，含 150 t/d）

新趋势下行业发展判断：关系密集型转向资本密集型，市场集中度提升。随着全国范围内企业跑马圈地的竞争展开，靠关系划区而治的地方企业在异地拓展中优势日渐削弱。垃圾焚烧项目以 BOT 投资运营为主，其显著特点是净现金流量与收入及利润在时间上的错配，因而随着市场需求的膨胀，融资能力将成为竞争者间抢占市场份额的胜负关键。当前焚烧行业的布局抢滩日趋激烈，焚烧市场占有率靠前的 14 家企业合计市场占有率达 62.75%。其中绝大多数已经完成了资产证券化。

表 3、行业主要公司已基本完成资产证券化

主要行业公司	垃圾焚烧业务资产证券化年份
伟明环保	2015
瀚蓝环境	2014
绿色动力环保	2014
中国天楹	2014
粤丰环保	2014
盛运环保	2013
光大国际	2006
首创环境	2006
启迪桑德	1998
泰达股份	1996
城投控股	1993
深圳能源	1993
中国环境保护	未上市
重庆三峰（重庆水务）	未上市
杭州锦江集团	未上市

资料来源：兴业证券研究所

结论：垃圾焚烧行业集中度上升，第一梯队即将形成。根据 E20 环境平台数据，

目前垃圾焚烧领域尽管投资运营企业数量已近百家，但规模排名前六的企业的市场总占有率已近 52%，即占有超过一半的市场份额。规模排名前三的企业的市场总占有率 39%，即占有近五分之二市场份额。2014 年 14 家主要企业新增市场规模 7.8 万吨/日，占增量市场份额的近 80%。

3、垃圾焚烧升级改造：发掘红海中的蓝海

垃圾焚烧新增项目市场由于竞争激烈，中标价格不断突破新低，短期已有成为红海的趋势。针对存量项目的升级改造市场具备更大的潜力，排放标准提升、愈演愈烈的邻避运动都将推动这一需求爆发，同时升级改造难度较大，具有更高的行业门槛。参考火电脱硫深度改造的经验，我们认为垃圾焚烧市场升级改造的逻辑同样能够为市场所验证。

3.1 垃圾焚烧新增项目市场短期内已成红海

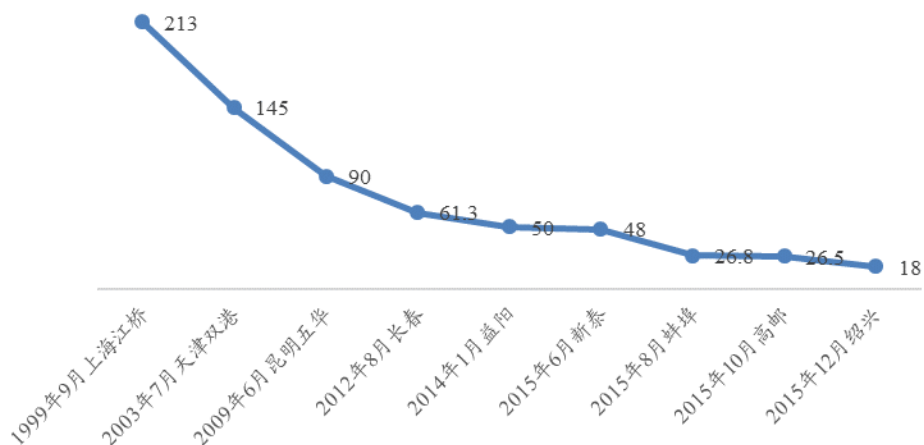
生活垃圾焚烧在技术和投融资模式上日益成熟，加上其特许经营期一般长达 25-30 年，具有十分稳定的盈利和现金流，因而在当前宏观经济不甚景气、全社会平均投资收益率下行时受到各路社会资本的追捧。据不完全统计，截至 2015 年 4 月全国已有 22 万吨/日的焚烧设施已启动，行业内跑马圈地运动愈演愈烈，导致增量空间不断减少，市场接近天花板。自 2014 年以来，垃圾焚烧新项目招投标市场竞争日趋激烈，直接导致部分地区新项目中标价格不断创出新低，项目的预期收益率不断下降，对整个行业短期发展造成了不良影响。

垃圾焚烧新项目竞争激烈，补贴价格早已跌破成本区间。根据 E20 环境平台联合毕马威企业咨询发布的《垃圾焚烧发电 BOT 项目成本测算及分析报告》，在 IRR8% 的水平下，国内垃圾焚烧厂合理的处理费补贴应为 65 元/吨。而当前对于新项目的激烈竞争早已使补贴价格跌破这一合理价位。2015 年内中标价不断创出新低，其中 2015 年 12 月的浙江绍兴项目甚至出现了 18 元/吨的超低报价，与 1999 年的上海江桥项目相比，垃圾焚烧补贴费单价在 16 年的时间里总共跌去 91.5%。

我们认为，虽然有技术进步导致成本降低、通过热电联产增加收入来源等因素，但当前新签的垃圾焚烧补贴价格水平过低使得项目仅能在微利甚至亏损的状态下运营，将导致项目未来的不确定性大幅上升。

图 14、近年来垃圾焚烧中标价趋势

—●— 垃圾处理补贴 (单位: 人民币元/吨)



资料来源: 互联网, 兴业证券研究所

3.2 垃圾焚烧升级改造市场潜力巨大

相对于垃圾焚烧新建项目, 存量项目的升级改造是一块更具潜力的市场。由于近年来垃圾焚烧排放标准的大幅提升, 和越来越频繁爆发的邻避事件, 令市场对存量项目进行技改, 使其达到高标准运营的需求不断提升。对存量项目进行升级改造需要企业具备工程设计和运营调试等多方面的综合经验, 因此具有更高的门槛, 从而使该类项目能够维持较高的补贴价格和盈利水平。参考“十二五”期间火电脱硫提标改造的过程案例, 我们认为, 在垃圾焚烧升级改造市场占据先机的企业将拥有更大的发展潜力, 其未来股价表现也将优于市场平均水平。

● 垃圾焚烧污染物排放限值提标进行时

我国自 2000 年发布第一部《生活垃圾焚烧污染控制标准 (GB18485)》, 并在 2001 年进行第一次修订, 2014 年进行了第二次修订。时隔 13 年后的第二次修订版主要考虑到当前的焚烧和污染物排放控制技术已得到很大的提高, 同时社会发展也对污染物排放标准提出了新的要求, 因此对污染物排放的控制要求做了全面提高, 以适应新的形势。同时新标准还将污泥焚烧炉、一般工业废物焚烧炉也纳入该标准中。新建生活垃圾焚烧炉从 2014 年 7 月 1 日起开始执行新的排放标准, 存量生活垃圾焚烧炉从 2016 年 1 月 1 日开始执行。

新标准大幅提升排放限值, 更加接近欧盟 2000 标准。经第二次修订后, 除颗粒物、二氧化硫、氮氧化物等常规烟气污染物排放限值进一步降低, 垃圾焚烧主要的污染物二噁英类更是直接从原先的 $1.0\text{ng TEQ}/\text{m}^3$ 下降到 $0.1\text{ng TEQ}/\text{m}^3$, 降低了 10

倍，达到与欧盟 2000 标准同等要求。汞、镉、铅等重金属污染物的排放也做了进一步的细化和降低，此外，对测量数值的含义也作了更精确的定义。

新标准实施后，存量垃圾焚烧厂将普遍面临淘汰和改造压力。根据 2009 年中科院大连化学物理所对全国范围内的 19 座垃圾焚烧厂的研究数据显示，二噁英/吨物质的排放量在 0.042 至 2.461 间，平均值为 0.423，远高于新国标。其中 16% 的焚烧厂高于 1.0ng，78% 高于 0.1ng。华南理工大学在 2013 年进行了范围更广的调查后也得出了与中科院类似的结论。通过调查全国 29 座垃圾焚烧厂，采集 89 份样本，经分析发现 15% 高于 1.0ng（即旧国标），全国范围内能达到欧盟标准的垃圾焚烧厂仅占 4 成。

升级改造需要大量资本投入，“十三五”期间或达 200 亿元。从 2016 年开始，所有 2014 年以前建成投运的生活垃圾焚烧炉都必须达到新标准的排放要求，即 2014 年底前已经投运的 218 座、共计处理量 19.58 万吨/日的生活垃圾焚烧炉中绝大部分需要进行不同程度的提标改造，尤其是占总数 30%-40% 的循环流化床机组，和部分低效运行的机械炉排炉机组。假设其中一半需进行改造，所需单位投入 20 万元/吨，则升级改造需追加投资 196 亿元，约相当于“十三五”期间垃圾焚烧市场总投资的 20%。

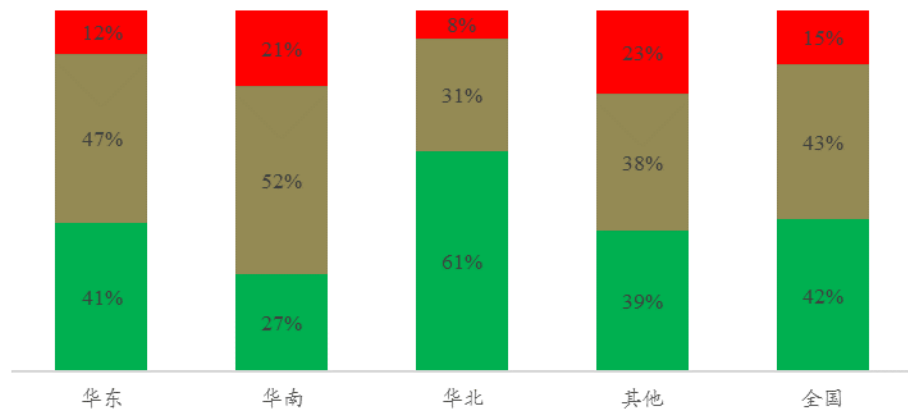
表 4、《生活垃圾焚烧污染控制标准》第二次修订前后污染物排放限值比较

序号	污染物项目	单位	GB18485-2001		GB18485-2014	
			限值	数值含义	限值	数值含义
1	颗粒物	mg/m ³	烟尘 ≤ 80	测定均值/测	30	1 小时均值
			黑度 ≤ 林格	定值	20	24 小时均值
			曼黑度 1 级			
2	氮氧化物	mg/m ³	400	小时均值	300	1 小时均值
					250	24 小时均值
3	二氧化硫	mg/m ³	260	小时均值	100	1 小时均值
					80	24 小时均值
4	氯化氢	mg/m ³	75	小时均值	60	1 小时均值
					50	24 小时均值
5	汞及其化合物	mg/m ³	0.2	测定均值	0.05	测定均值
6	镉、铊及其化合物	mg/m ³	镉 ≤ 0.1	测定均值	0.1	测定均值
7	锑、砷、铅、铬、钴、铜、锰 镍及其化合物	mg/m ³	铅 ≤ 1.6	测定均值	1.0	测定均值
8	二噁英类	ng TEQ/m ³	1.0	测定均值	0.1	测定均值
9	一氧化碳	mg/m ³	150	小时均值	100	1 小时均值
					80	24 小时均值

资料来源：环保部，兴业证券研究所

图 15、我国垃圾焚烧二噁英排放离欧盟标准仍有差距 (ng TEQ/m³)

■ < 0.1 ■ 0.1-1.0 ■ > 1.0



资料来源：华南理工大学，兴业证券研究所

● 民间邻避运动推动存量垃圾焚烧厂升级改造

除了标准提升这一来自政府的强制因素，垃圾焚烧厂还不断受到来自民间的压力。随着各地频繁爆发的邻避运动，越来越强烈的民间诉求也将加快垃圾焚烧升级改造的进程。

邻避 (Not In My Back Yard, NIMBY): 指居民因当心建设项目（化工厂、核电站、垃圾焚烧厂等）对身体健康、环境质量和资产价值带来诸多负面影响，从而激发人们的厌恶情绪，以及采取强烈、甚至是高度情绪化的集体反对甚至抗争行为。

由于近年来城市居民越来越关注环境健康问题，以及房价上涨带动物业的不断升值，因兴建垃圾焚烧厂所导致的邻避运动事件层出不穷。尤其随着城市化进程的持续推进，城市边界不断往郊区扩张，使得新建垃圾焚烧厂选址越来越困难，与周边居民产生利益冲突已越来越难以避免。

表 5、近年来垃圾焚烧项目导致的主要邻避事件

日期	垃圾焚烧项目
2014 年 5 月 10 日	杭州余杭中泰垃圾焚烧厂
2014 年 9 月 13 日	广东博罗生态环境园项目
2015 年 4 月 7 日	广东罗定市垃圾焚烧厂
2016 年 4 月 20 日	浙江海盐垃圾焚烧厂
2016 年 6 月 27 日	湖北仙桃垃圾焚烧厂

资料来源：互联网，兴业证券研究所

图 16、垃圾焚烧邻避事件 1

图 17、垃圾焚烧邻避事件 2



资料来源：互联网，兴业证券研究所



资料来源：互联网，兴业证券研究所

邻避运动增加新项目选址难度，促使现有垃圾焚烧厂进行减排和增容改造。在垃圾焚烧技术日益成熟、标准不断提高的当下，邻避运动更多是反映的因信息不对称所造成的居民对垃圾焚烧项目的不信任，而非项目本身。但面对邻避风险，也使新的垃圾焚烧项目选址越来越困难，导致对存量项目进行增容成为地方政府增加垃圾焚烧产能可行性较高的一种方案。邻避事件也不断促使企业加强自律，通过升级改造提高现有项目的运行质量，以达到最新国标乃至欧盟-2000 标准的要求。因此，从地方政府和企业角度出发，对现有环保排放不达标或是经营不善的项目进行升级改造，都已是十分迫切的需求。

● 升级改造门槛高，有效避免低价竞争

升级改造项目的难度远高于新建项目。与流程规范统一的新建项目相比，垃圾焚烧厂的升级改造工程需要因地制宜，包含更多的定制环节，需要业主具备设计、工程施工和运营等各方面的综合经验，同时也需要大量的资本再投入。因此，升级改造项目的实施难度通常要远高于新建项目。

较高的改造门槛迫使中小厂商退出，刺激行业整合加速。升级改造的技术和资金对于不少地方小厂亦构成沉重压力，如不限期进行整改往往面临被强制淘汰的结局，因此不少原业主选择项目转让的方式退出。该类项目转让通常为协议方式，避免了招投标的激烈竞争，厂商的议价空间较大，如能成功进行改造经济效益将远高于新建项目。

3.3 他山之石：火电脱硫升级改造案例

我国环保事业起步较晚，发展迅速，因此相关标准也在不断推陈出新。不仅垃圾焚烧，在其他环保领域，对存量环保设施进行升级改造亦十分常见。其中“十二五”期间，因火电脱硫标准提升，引发的脱硫深度改造即是一经典案例。

排放标准提升，驱动脱硫深度改造市场启动。我国“十一五”期间火电脱硫开始高速发展，截至 2011 年底已有 4468 台火电机组，共计 6.7 亿千瓦装机进行了脱硫改造，整体脱硫比例达到 87.9%。但随着 2011 年《火电厂大气污染物排放标准》重新进行了修订，二氧化硫排放限值由原本最低的 400mg 大幅降低至 200mg，采用特别排放限值的地区更是直接降至 50mg，重新引发了“十二五”期间火电脱硫深度改造的热潮。当时如存量机组中 50% 需在 2014 年以前进行改造，平均改造成本 50 元/kw，改造空间即可高达 167 亿元。

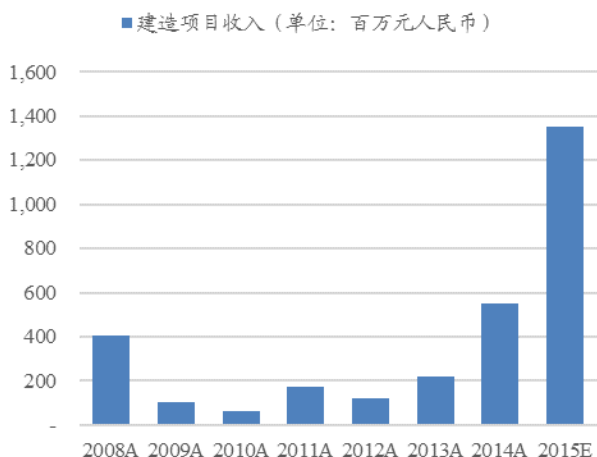
清新环境成功把握脱硫深度改造的商业机会。清新环境（002573.SZ）是一家专注于脱硫深度改造和脱硫脱硝特许经营的环保企业。“十二五”期间，该公司并未像其他电力环保企业一样大量开展技术含量较低、价格竞争激烈的脱硝 EPC 工程业务，而是继续专攻利润率更高的脱硫深度改造市场。“十二五”前期，公司所承接的脱硫深度改造工程逐渐增多，从 2014 年开始，由于新标准实施“大限”临近，以及火电超低排放政策的实施，其脱硫深度改造业务迎来井喷，公司也一跃成为在脱硫改造市场最具有影响力的厂商。根据中电联统计，清新环境 2015 年投运的脱硫新建工程和技改工程机组容量为国内第一，累计签订的特许经营机组容量国内第二。同期其股价走势亦取得了大幅上涨，环保升级改造的逻辑得到市场验证。

表 6、《火电厂大气污染物排放标准》修订前后二氧化硫排放限值比较

机组类型	GB13223-2003		机组类型	GB13223-2011		特别排放限值
	执行时间	限值(mg/m ³)		执行时间	限值(mg/m ³)	
1997 年之前投产机组	2005 年 1 月 1 日	2100	现有机组	2014 年 7 月 1 日	200	50
	2010 年 1 月 1 日	1200				
1997-2004 年投产机组	2005 年 1 月 1 日	2100	新建机组	2012 年 1 月 1 日	100	
	2010 年 1 月 1 日	400				
2004 年以后投产机组	2004 年 1 月 1 日	400				

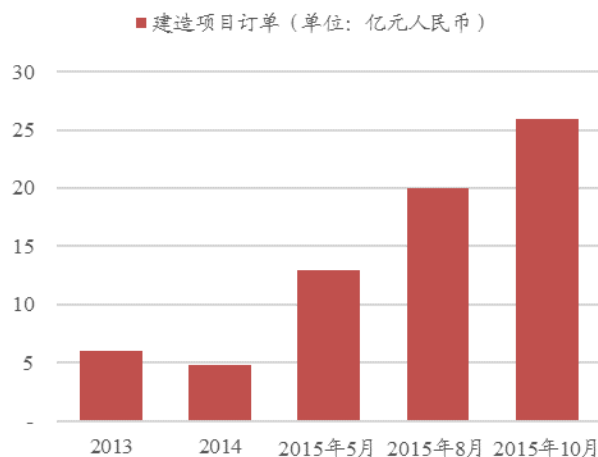
资料来源：环保部，兴业证券研究所

图 18、清新环境建设项目收入增长



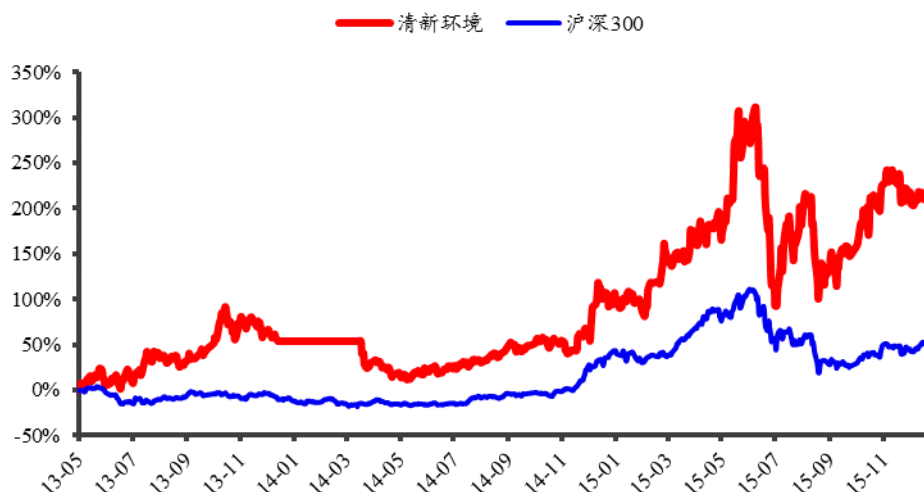
资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 19、清新环境工程建设项目订单增长



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 20、清新环境股价大幅上涨, 超越同期沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

4、粤丰环保: 为升级改造量身定制的企业基因

相比其他垃圾焚烧企业, 粤丰环保在升级改造市场更具优势。粤丰环保有过多个循环流化床改造为炉排炉的经历, 积累了丰富的技改经验。经过改造后的科伟和东莞粤丰项目均达到非常高的运营水平, 自用电率低至 12%, 东莞粤丰更是被官方评为“AAA 级”垃圾焚烧厂。公司为民营企业, 决策链短执行效率高, 在获取存量项目进行技改时更有竞争力, 有利于避开垃圾焚烧竞争白热化的招投标环节, 运营期有望实现更好的业绩表现。

4.1 多个成功改造业绩，技改实力充分验证

粤丰环保成立以来旗下科伟、东莞粤丰均经历了大型技改，公司在此过程中积累了丰富的升级改造经验。上述项目改造后均实现了非常高的运营水平，不仅经济效益大幅提升，也创造了更好的环境效益。此外，公司还计划对新收购的广西来宾和贵州兴义项目进行技改，以提升其综合表现。

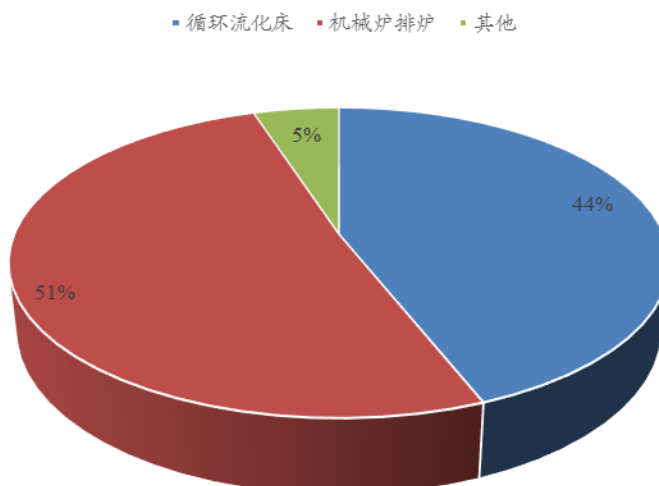
- **循环流化床升级存在巨大需求，公司已有成熟改造经验**

循环流化床是我国自主研发的垃圾焚烧技术，因其单位投资小、适应低热值垃圾，早期曾在国内市场占据主流。由于国内垃圾焚烧政策开始限制掺煤并不断提升排放要求，循环流化床目前已逐渐被更为先进的机械炉排炉所取代。据统计，至 2011 年，机械炉排炉已占据一半以上的市场份额，成为绝对的主流技术。

截至 2011 年底，我国采用循环流化床技术的垃圾焚烧厂有 53 座，合计处理量 4.5 万吨/日。由于新的排放标准实施后循环流化床为实现达标排放将增加巨额环保成本，而且部分省份如广东省、福建省已发文新建生活垃圾焚烧厂只允许采用机械炉排炉技术，因此我们预计绝大部分现有的循环流化床锅炉陆续被改造为机械炉排炉将成为一种趋势。

截至 2015 年底，我们估计有至少 3-4 成已投运的垃圾焚烧厂仍在采用循环流化床技术，总数约在 70 座左右。该类焚烧厂通常建成时间较早，设备老化严重，同时由于近年来所处地区的城市化快速发展也带来了紧迫的扩容需求，是非常适合进行升级改造的对象。

图 21、截至 2011 年底已投运垃圾焚烧厂技术路线占比



资料来源：中国产业信息网，兴业证券研究所

表 7、循环流化床与炉排炉比较

	机械炉排炉	循环流化床
运行原理	垃圾由抓斗于炉排一端透过炉喉进入，经下行炉排向下移动(分段进行烘干、燃烧及燃尽)至另一端的灰槽	焚烧炉内装一堆加热至 600℃ 以上的石英砂(床料)，加热至 200℃ 以上后炉底产生一股强大的气流，使砂粒分解便于空气通过，随后加入垃圾、混合及搅拌垃圾及砂粒，以燃烧垃圾
技术来源	德国	中国
垃圾热值	1200 千卡/千克及以上	800 千卡/千克及以上
辅助燃料	无	煤炭
排放	飞灰较少(1.5%-2.0%) 烟气排放低(可符合欧盟 2000 标准)	飞灰较多(8.0%-10.0%)，处理成本高 烟气排放高(难以符合新国标)
保养及维护	易保养，每 6 个月一次	保养次数多，每 1.5 至 2 个月一次
利用小时数	8000 小时	6000 小时
预处理程序	无	需剪切破碎垃圾，预处理程序较多
初始投资	50-60 万元/吨	30 万元/吨
运行毛利率	> 50%	20%-30%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

循环流化床改造炉排炉，公司具有丰富的成功经验。粤丰环保的第一个垃圾焚烧项目，即建于 2004 年的科伟垃圾焚烧厂，采用的是当时主流的循环流化床技术，其后于 2010 年兴建的第二个垃圾焚烧厂科维项目则采用了先进的机械炉排炉方案。公司的第一个收购项目东莞粤丰原本亦为循环流化床技术，其后，于 2012 年和 2014 年，东莞粤丰及科伟分别启动了升级改造工作，将焚烧炉改造为更为先进的机械炉排炉。

项目改造后运行效率极佳，充分验证技改实力。科伟和东莞粤丰先后于 2015 年和 2014 年分别完成改造再次投入运行，除改造为更先进的机械炉排炉之外，处理量也分别由之前 1200 吨/日和 1000 吨/日双双扩容至 1800 吨/日。改造完成后科伟和

东莞粤丰均实现了极高的运行效率，截止 2015 年底，两者负荷率分别达到 84.3%（科伟项目 2015 年仅运行 4 个月）和 104.0%，自用电率也低至 12%，远低于业内平均 15%-18% 的水平，为公司高水平的技改树立了良好的声誉。

表 8、科伟经改造后与东莞粤丰运行效率极高

项目	科伟		东莞粤丰	
	2015	2014	2015	2014
发电量 (MWh)	89000	69634	297322	289135
售电量 (MWh)	78500	58638	261140	258189
售电量与发电量比值	88.2%	84.2%	87.8%	89.3%
计划处理能力 (吨)	227400	144000	657000	657000
实际收到垃圾	201152	104423	711935	720672
实际处理垃圾	191706	107950	683011	671339
使用率	84.3%	75.0%	104.0%	102.2%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

对收购项目进行技改扩容提效，已成为公司独特优势。粤丰环保已计划对新收购的来宾中科及贵州兴义项目进行技改，以提高其运行负荷和排放指标，同时进行扩容，以实现更好的综合表现。其中来宾中科为循环流化床技术，贵州兴义为炉排炉技术，但运行效率不佳。因此，无论对于面临淘汰的循环流化床还是低效的炉排炉，公司均有足够实力对其进行技改而实现优化，升级改造的对象并不限于某一种技术路线，这也成为公司在市场上独特的优势之一。

表 9、粤丰环保改造项目一览

项目名称	收购成本	原技术路线	改造工期	改造方案
科伟一期	N/A	循环流化床	2014-2015	由原 4×400t/d 循环流化床锅炉升级为 3×600t/d 机械炉排炉
东莞粤丰	1 亿元	循环流化床	2012-2014	由原 3×400t/d 循环流化床锅炉升级为 3×600t/d 机械炉排炉
广西来宾	股权：7300 万元 债务：1.15 亿元	循环流化床	预计 2016 年启动	由原 2×250t/d 循环流化床锅炉升级为 2×500t/d 机械炉排炉，二期扩容至 1500t/d
贵州兴义	1.1 亿元	机械炉排炉	预计 2016 年启动	目前已投运的一期 2×350t/d 机械炉排炉运行负荷较低，将进行优化改造

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

4.2 灵活运用资产收购方式，获取存量改造项目效率高

粤丰环保除最早自建的科伟及科维两个垃圾焚烧项目之外，其余项目均由收购等方式获得，而非绝大多数同行通过招投标来获得新项目。我们认为，资产收购的模式更适应升级改造类存量项目的获取，而且作为民营企业，公司灵活的机制和高效的执行力将有助于公司在存量市场获取更多项目，在未来垃圾焚烧升级改造市场具备巨大的潜力。

存量垃圾焚烧厂迫于环保监管压力，“十三五”期间将进入整合期。在“十二五”之前的垃圾焚烧发展早期，行业集中度较低。据中国固废网统计，截至 2011 年，

排名前 13 名的大型垃圾焚烧企业共计占有市场份额 43.4%，其余 50-60 家厂商占据一多半的市场份额，其中大部分项目由当地政府或小型民营企业投资建设，由于专业性不强，运行效率不高，当前正普遍面临排放不达标、经济效益较差等问题。通过资产并购，既能方便原业主的退出，也能通过升级改造解决地方政府减排难题，从而实现多方共赢。

民营企业的灵活机制和高效执行力有利于在存量市场通过并购获取更多项目。粤丰环保作为民营企业，其决策链较短，在收购谈判时具有较高的灵活性和执行力，相比大型国企更有优势。同时，公司多年的经营业绩也使其在垃圾升级改造市场建立了一定的口碑和品牌知名度，具备了异地扩张的基础。因此，虽然公司在新项目招投标方面与大型国企相比优势并不明显，但却更适合通过发掘升级改造带来的并购机会实现项目拓展。

表 10、粤丰环保扩张进程

项目	时间	获得方式
湛江粤丰	2013 年-2015 年	公司于 2013 年与汉邦共同中标湛江项目，并于 2015 年第三季度完成对汉邦持有的 45% 股权收购，获得湛江项目 100% 股权
东莞粤丰	2014 年 1 月	2011 年李家龙先生收购中科 100% 股权，公司予以协助，之后公司于 2014 年收购其持有的中科 100% 股权并更名为东莞粤丰
清远	2015 年 8 月	以人民币 2.3 亿元收购天翠公司 100% 股权，获得清远项目
广西来宾	2015 年 8 月	从福建中安通用和北京中科通用收购来宾中科 100% 股权，获得来宾项目
贵州兴义	2016 年 1 月	收购黔西南州兴义市鸿大环保 100% 股权，获得兴义项目
广西北流	2016 年 3 月	原拟建设方北流市润通环保退出垃圾焚烧厂建设，由公司中标获得特许经营权

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

收购项目具有更多优点，如成功实现改造，往往可具备更好的经济效益：

一是不走招投标程序，在与业主一对一谈判时可以具备更大的议价空间，项目盈利前景更好；

二是收购获得的项目可以直接继承原先选址，避免了垃圾焚烧厂建设难度最大的选址征地环节，可以极大节约项目的前期时间成本；

三是项目在升级改造中通常可同时获得增容许可，处理量的提升将进一步提高经济效益。如公司的东莞粤丰、广西来宾项目均在收购后获得了较大幅度的增容空间。

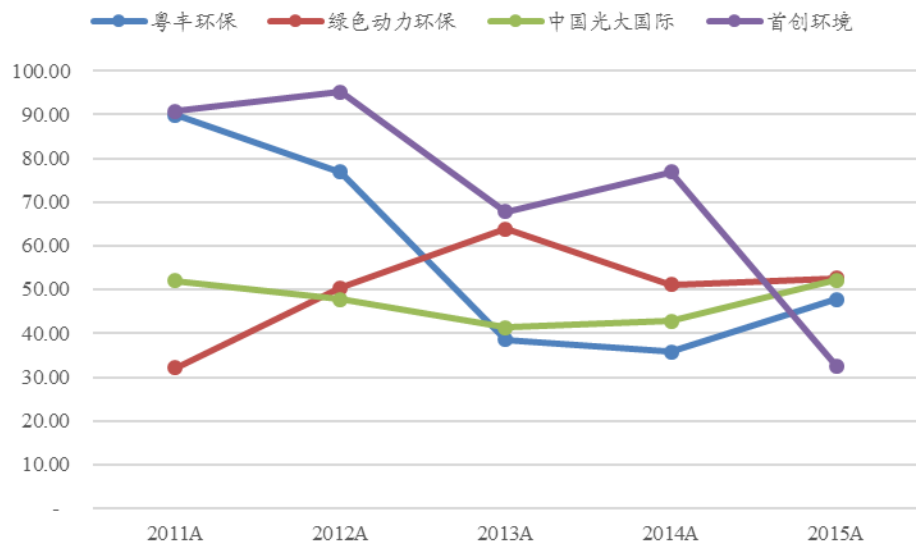
5、财务分析

粤丰环保 2015 年资产负债率 47.75%，较 2014 年上升 11.93 个百分点，主要是因

为 2014 年底刚刚完成港股 IPO，资产负债率较低，以及 2015 年湛江粤丰项目集中施工，项目贷款增加所致。与港股其他环保固废类上市公司相比，粤丰环保资产负债率并不高，财务风险处于较低水平。

公司截至 2015 年底在手现金 4.49 亿港元，2016 年初公司通过发行可转债贷款和配股，共募集资金 5.77 亿港元。公司 2016 年内投资项目主要是科伟二期 BOO（1500 吨/日）、东莞粤丰 BOT（1200 吨/日）和来宾中科一期 BOT（1000 吨/日）技改项目。目前在手现金完全可以满足以上项目在 2016 年工期内的资本开支。

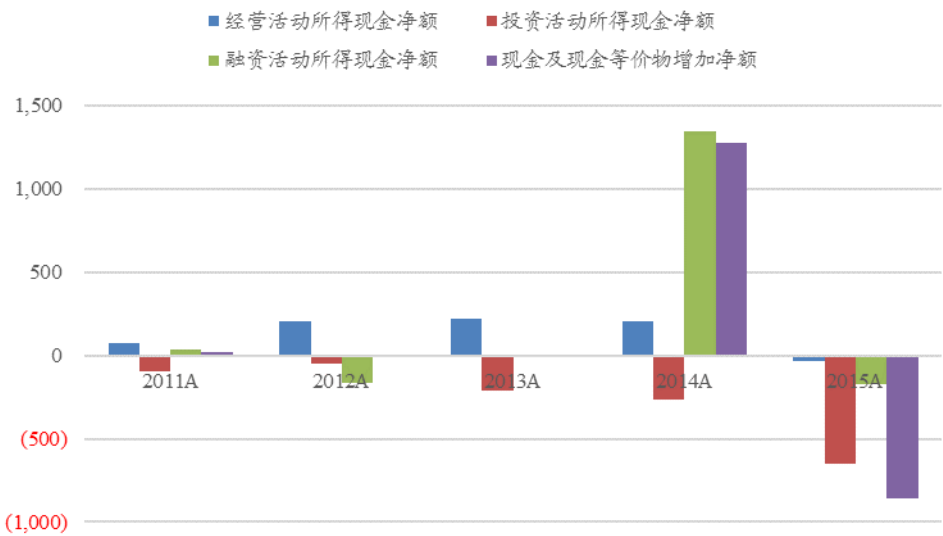
图 22、港股固废上市公司资产负债率比较 (%)



资料来源：Wind，兴业证券研究所

粤丰环保 2013 年以前主要经营 BOO 项目，现金流较为稳定。2014-2015 年由于连续收购多个垃圾焚烧项目，导致投资现金流流出增加，湛江 BOT 项目建设和科伟停产技改也使经营性现金流减少。2015 年公司垃圾焚烧运营所产生的收入达 5.8 亿港元，其中绝大部分是现金收入，2016 年因技改完成后的科伟将全年投运，新建成的湛江粤丰亦投入试运行，年内有望正式商运，我们预计 2016 年公司现金收入有望进一步大幅上升，因此经营性现金流有望大幅好转。

图 23、粤丰环保现金流情况（百万港元）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

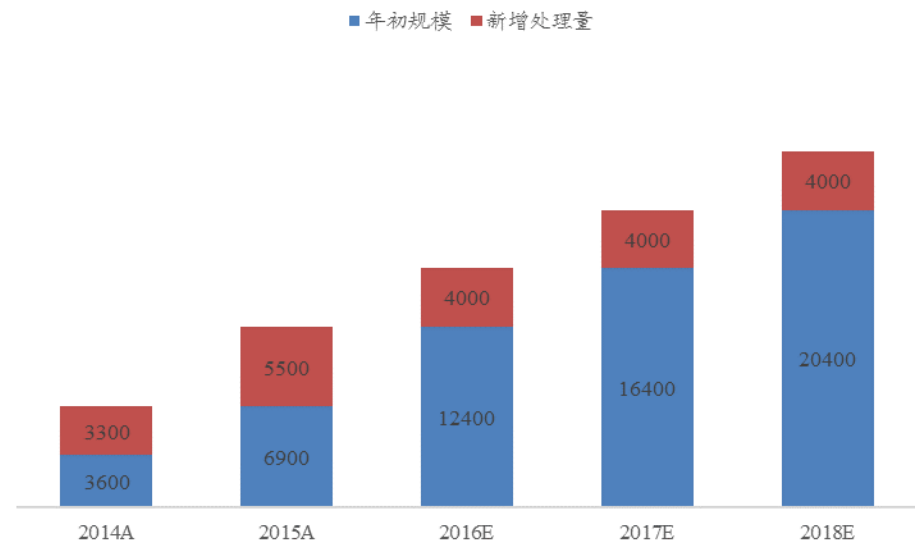
6、盈利预测与估值

主要假设：

清远项目垃圾处理补贴 100 元/吨。

公司每年新增约 4000 吨新项目，每年开工新项目不低于 2000 吨。

图 24、粤丰环保新增处理量假设（吨/日）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

注：2016 年年初至今已新增处理量 3300 吨/日

表 11、粤丰环保在手项目进度假设

项目	规模(吨/日)	垃圾处理补贴(元/吨)	每吨垃圾发电(千瓦时)	项目进度
科伟一期	1800	110	450	已投运
科伟二期	1500	110	450	2016 年开始建设, 预计 2017 年建成
科维	1800	110	430	已投运
东莞粤丰一期	1800	110	430	已投运
东莞粤丰二期	1200	110	430	预计 2016 年下半年开始建设, 2017 年下半年建成
湛江粤丰	1500	81.8	380	已投运
清远一期	1500	100	380	预计 2016 年下半年开始建设, 2018 年下半年建成
清远二期	1000	100	380	预计 2019 年下半年开始建设
来宾中科一期	1000	95	380	2016 年进行技改, 预计 2017 年下半年完成
来宾中科二期	500	95	380	预计 2018 年下半年开始建设, 2019 年下半年建成
北流一期	700	83	350	预计 2017 年开始建设, 2019 年建成
北流二期	350	83	350	预计 2020 年开始建设
兴义一期	700	80	350	2016 年进行小规模技改
兴义二期	350	80	350	预计 2018 年开始建设, 2019 年建成

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

根据假设, 我们预计粤丰环保 2016-2018 年收入增速为 3.5%/73.1%/16.3%, 股东应占净利润增速分别为 28.8%/54.7%/34.3%。考虑公司在垃圾焚烧升级改造市场的优势与良好的市场前景, 以及港股环保板块 2016/2017 年 PE20/16 倍的估值中枢, 我们认为粤丰环保有理由享受一定的溢价水平, 给予 2017 年 18 倍 PE 估值, 目标价 4.90 元。

表 12、公司盈利预测结果

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业额(百万港元)	1185	1226	2122	2468
增长率	49.2%	3.5%	73.1%	16.3%
营业利润(百万港元)	382	483	718	961
增长率	28.1%	26.6%	48.7%	33.9%
归属净利润(百万港元)	272	357	559	758
增长率	38.7%	28.8%	54.7%	34.3%
最新摊薄每股收益(港元)	0.13	0.18	0.27	0.37
每股净资产	1.15	1.38	1.65	2.03
市盈率(倍)	26.3	20.0	12.8	9.4
市净率(倍)	3.1	2.5	2.1	1.7

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

附表

综合财务状况表

单位:百万港元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	591	546	761	784
现金及现金等价物	237	202	212	247
交易用投资	0	0	0	0
应收款项	125	148	238	310
其他应收款	72	39	154	71
存货	0	0	0	0
非流动资产	3665	3800	4812	5965
可供出售投资	0	0	0	0
联营和共同控制实体的投资	0	0	0	0
投资物业	0	1	2	4
固定资产	965	914	863	812
在建工程	0	0	0	0
土地使用权	154	146	137	129
无形资产	1915	1965	3419	4809
总资产	4255	4346	5573	6749
流动负债	782	484	935	1138
短期借款	321	0	322	249
应付款项	461	484	613	889
预收账款	0	0	0	0
其他	0	0	-0	0
非流动负债	1139	1039	1239	1439
长期借款	1099	999	1199	1399
其他	40	40	40	40
负债合计	1921	1523	2174	2577
股本	2000	2034	2034	2034
储备	1628	1710	1710	1710
保留溢利	-1293	-936	-377	381
非控制性股东权益	0	15	32	48
总权益	2334	2823	3399	4172
总负债和总权益	4255	4346	5573	6749

综合现金流量表

单位:百万港元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
除所得税后溢利	289	372	576	774
折旧和摊销	119	141	205	269
利息费用	51	58	60	78
营运资本的变动	75	34	-76	287
经营活动产生现金流量	-31	605	765	1408
资本性支出	-367	-133	-1602	-1602
投资、贷款于联营和共同控制	-356	0	0	0
投资活动产生现金流量	-651	-277	-1217	-1422
借款变动	339	-421	522	127
发行股份	0	116	0	0
支付的股利和利息	-80	-58	-60	-78
融资活动产生现金流量	-176	-362	461	49
现金净变动	-858	-34	10	35
现金的期初余额	1328	237	202	212
现金的期末余额	449	202	212	247

综合收益表

单位:百万港元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业额	1185	1226	2122	2468
销售成本	745	709	1372	1503
毛利	439	517	750	966
销售、一般性和行政开支	112	116	134	153
研究发展费用	0	0	0	0
其他营业收入	0	0	0	0
BBITDA	500	624	923	1230
折旧和摊销	118	141	205	269
BBIT	382	483	718	961
融资收入净额	-51	-58	-60	-78
分占联营和共同控制实体的溢利	0	0	0	0
除所得税前溢利	330	425	657	883
所得税开支	41	53	81	109
除所得税后溢利	289	372	576	774
非控制性股东应占溢利	17	15	17	15
股息	0	0	0	0
母公司股东应占溢利	272	357	559	758
BPS	0.13	0.18	0.27	0.37

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业额增长率	49.2%	3.5%	73.1%	16.3%
EBIT增长率	28.1%	26.6%	48.7%	33.9%
净利润增长率	38.7%	28.8%	54.7%	34.3%
盈利能力				
EBIT/营业额	32.2%	39.4%	33.8%	38.9%
EBITDA/营业额	42.2%	50.9%	43.5%	49.8%
毛利率	37.1%	42.2%	35.4%	39.1%
净利率	24.4%	30.4%	27.1%	31.3%
ROE	11.7%	12.7%	16.6%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	45.1%	35.0%	39.0%	38.2%
流动比率	0.76	1.13	0.81	0.69
速动比率	0.55	0.80	0.65	0.55
营运能力				
资产周转率	0.28	0.28	0.38	0.37
应收帐款周转率	12.11	9.00	11.00	9.00
应付账款周转率	3.52	2.59	3.87	3.29
存货周转率	1522.39	3003.32	-	-
每股资料				
每股收益	0.13	0.18	0.27	0.37
每股经营现金流	-0.02	0.30	0.38	0.69
每股净资产	1.15	1.38	1.65	2.03
估值比率(倍)				
PE	26.25	19.98	12.78	9.42
PB	3.06	2.54	2.12	1.73
EV/EBITDA	16.09	13.14	9.55	7.28

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。