

买入 (维持)

1381.HK 粤丰环保

目标价: 4.90 港元

现价: 3.43 港元

东莞项目示范效应优异, 未来有望成功复制

2016年07月13日

预期升幅: 42.86%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016-07-12

收盘价(港元)	3.43
总股本(百万股)	2034.24
总市值(百万港元)	6977.44
净资产(百万港元)	2334.40
总资产(百万港元)	4467.92
每股净资产(港元)	1.17

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)	25.7	19.5	12.5	9.2

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **核心观点:** 粤丰环保在东莞的垃圾焚烧项目不仅设备先进, 管理水平亦十分优异, 焚烧炉的平均利用小时数可达 8000 小时以上, 同时因单厂处理量大, 规模效应明显, 厂用电率可低至 12%, 项目综合水准远高于业内平均水平。公司目前各有一个垃圾焚烧厂获官方 AAA 和 AA 级无害化认证, 是对公司综合实力的高度肯定, 示范项目将对公司今后的市场拓展起到良好的促进作用。公司垃圾焚烧厂的污染排放全部默认按照欧盟 2000 标准, 优于新国标, 实际排放水平甚至远高于欧盟 2000 的要求, 且通过与城管局合作在网上实时公布排放数据, 实现了零投诉。除东莞项目仍在继续进行扩容外, 粤丰环保早已积极进行异地布局, 目前外地在手项目合计已达 7600 吨/日, 占总设计处理量的 48.4%, 部分已进入试运行。考虑公司丰富的运营管理经验和对垃圾焚烧厂升级改造工程的深刻理解, 我们认为在异地复制东莞项目的成功经验将是大概率事件。
- **投资建议:** 粤丰环保项目储备高达 15700 吨, 公司已投运项目质地优异, 我们认为公司在垃圾焚烧升级改造市场拥有巨大的潜力。预计公司 2016-2018 年净利润增速 28.8%/54.7%/34.3%, 维持“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

《粤丰环保深度报告 (1381.HK): 垃圾焚烧升级改造最大受益者》-2016.06.28

《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

## 报告正文

- **东莞项目设备先进，管理水平优异。**粤丰环保在东莞一共有 3 个焚烧厂，分别为旗舰项目科伟（横沥一期）、科维（横沥二期）及东莞粤丰（市区垃圾焚烧厂），合计已投运的处理规模达 5400 吨/日，均配置采用德国马丁技术的单台 600 吨/日机械炉排炉，设备先进、运行效率高。公司项目管理水平优异，焚烧炉的平均利用小时数达 8000 小时/年以上，厂用电率可低至 12%，远高于业内平均水准。
- **多个项目获官方无害化资格认证，综合素质达行业一流。**公司东莞粤丰项目是广东省 AAA 级无害化垃圾焚烧厂，科维是国家 AA 级无害化垃圾焚烧厂，科伟技改后运行尚不满一年，但其运行水准完全达到 AAA 级标准。根据住建部《生活垃圾焚烧厂评价标准》，“AAA”级是我国生活垃圾焚烧厂所能获得的最高评级。该评价体系分工程建设和运行管理两个部分对垃圾焚烧厂进行全面考察，其中工程权重 0.4，运行管理权重 0.6，满分 100 分。为取得“AAA”评级，除需总分达到 95 分以上，工程建设部分的“垃圾焚烧系统”大类及运行管理部分的“垃圾焚烧效果”和“污染控制”两个大类必须为满分。在住建部 2012 年第一次全国垃圾焚烧厂无害化等级评定中，首批共入围 54 家垃圾焚烧厂，全部为机械炉排炉技术路线，仅北京高安屯等 5 个项目获得了“AAA”评级，占总数不到 10%。因此，获“AAA”级评价是对垃圾焚烧企业的高度肯定，亦能为公司今后的市场拓展起到良好的推广作用。
- **排放全面优于欧盟 2000 标准，投运后实现零投诉。**粤丰环保旗下垃圾焚烧厂以欧盟 2000 标准为企业标准，各项污染物排放限值优于新国标。东莞已投运 3 个项目的实际排放情况更是远优于欧盟 2000 标准。锅炉烟气经过 SNCR 脱硝、脱硫、布袋除尘等环节后排放，垃圾焚烧后的炉渣送往专门的炉渣综合利用厂进行处理，用作生产水泥的原料或制环保砖。飞灰则委外由专业的危废处理商进行整合固化后填埋。垃圾储坑产生的渗滤液除一部分回喷外，剩余部分经过深度处理后用作系统冷却水和园区的景观用水，实现了污水零排放。除完善的环保处理设施和严格的流程管理外，公司还选用优质环保耗材，例如外购石灰纯度要求达 90% 以上，活性炭亦为最优质的果壳活性炭，保证了优秀的减排效果。东莞粤丰项目离市区约 3km，项目在 2014 年技改完成之后通过实时在城管局网站公布排放烟气数据，实现了零投诉，社会效益同样出众。
- **东莞生活垃圾供应充足，未来仍有一定扩容空间。**截至 2015 年底东莞全市常住人口约 825 万人，城镇化率为 88.8%。2015 年东莞市 GDP6275.06 亿元，

人均 GDP75616 元，经济发展水平较高。全市每天产生的生活垃圾在 1.2 万吨左右，目前全市共运行 4 个垃圾焚烧厂，粤丰环保旗下 3 个垃圾焚烧厂的总处理量已达到 5400 吨/日，并已计划继续扩容 2700 吨/日。东莞市明确未来将实现生活垃圾 100% 焚烧的目标，目前处理能力尚存在一定缺口，因此，现有焚烧厂将仍有一定的扩容空间。

- **“走出去”战略逐步落地，异地有望成功复制。**粤丰环保积极开拓东莞外的新项目，目前在手的外地项目已达 7600 吨/日，占总设计处理量的 48.4%，目前已有部分项目处于试运营和技改中。考虑公司丰富的运营管理经验和对垃圾焚烧厂升级改造工程的深刻理解，我们认为异地复制东莞项目的成功经验将是大概率事件。
- **投资建议：**粤丰环保项目储备高达 15700 吨，公司已投运项目质地优异，我们认为公司在垃圾焚烧升级改造市场拥有巨大的潜力。预计公司 2016-2018 年净利润增速 28.8%/54.7%/34.3%，维持“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。

## 附表

## 综合财务状况表

单位:百万港元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>总资产</b>	4255	4346	5573	6749
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	1139	1039	1239	1439
长期借款	1099	999	1199	1399
其他	40	40	40	40
<b>负债合计</b>	1921	1523	2174	2577
股本	20000	20034	20034	20034
储备	1628	1710	1710	1710
保留溢利	-19293	-18936	-18377	-17619
非控制性股东权益	0	15	32	48
<b>总权益</b>	2334	2823	3399	4172
<b>总负债和总权益</b>	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
<b>经营活动产生现金流量</b>	-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
<b>投资活动产生现金流量</b>	-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
<b>融资活动产生现金流量</b>	-176	-362	461	49
现金净变动	-858	-34	10	35
现金的期初余额	1328	237	202	212
<b>现金的期末余额</b>	449	202	212	247

## 综合收益表

单位:百万港元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业额</b>	1185	1226	2122	2468
销售成本	745	709	1372	1503
<b>毛利</b>	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
<b>EBITDA</b>	500	624	923	1230
折旧和摊销	118	141	205	269
<b>EBIT</b>	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
<b>除所得税前溢利</b>	330	425	657	883
所得税开支	41	53	81	109
<b>除所得税后溢利</b>	289	372	576	774
非控制性股东应占溢利	17	15	17	15
股息	0	0	0	0
<b>母公司股东应占溢利</b>	272	357	559	758
<b>EPS</b>	0.13	0.18	0.27	0.37

## 主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长性</b>				
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%
<b>盈利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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	-	-
<b>每股资料</b>				
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
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	25.65	19.53	12.49	9.20
PB	2.99	2.48	2.07	1.69
EV/EBITDA	16.09	12.88	9.37	7.14

## 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	zhushd@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](http://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。