买入

上半年多个项目投运致毛利率有所下滑

绿色动力环保（1330.HK）

2019-09-26 星期四

目标价：	4.5 港元
现　价：	3.15 港元
预计升幅：	43%

重要数据

日期	2018.09.25
收盘价（港元）	3.15
总股本（百万股）	1,161
总市值（百万港元）	11,252
净资产（百万元）	2,929
总资产（百万元）	10,542
52 周高低（港元）	4.13/2.72
每股净资产（元）	2.46

数据来源：Wind

主要股东

北京市国有资产经营有限责任公司(43.16%)

相关报告

绿色动力环保(1330.HK)-深度报告-20190711

国元国际研究部

姓名：段静娴

SFC：BL0863

电话：0755-21519166

Email:duanjx@gyzq.com.hk

投资要点

➢ **2019 年中期盈利 2.17 亿元，同比增 20.4%：**

公司 2019 年上半年实现收入人民币（下同）7.95 亿元，同比增长 54.1%，其中垃圾焚烧发电项目运营收入为 6.19 亿元，同比增长 56.0%，占比 77.8%。期内实现归属于上市公司股东的净利润 2.17 亿元，同比增长 20.4%，基本每股收益 0.19 元。

➢ **上半年多个项目投运致毛利率有所下滑：**

2019 年上半年，公司密云、汕头、佳木斯、章丘、博白项目陆续并网发电，新增产能 5,100 吨/日。期内公司共处理生活垃圾 340.12 万吨，同比增长 59.5%；实现上网电量 9.61 亿度，同比增长 51.6%，由于期内新投运项目较多，经历一定调试阶段，以及泰州等项目大修带来营运成本增加，导致公司上半年毛利率较去年同期下滑 8.5 个百分点至 53.6%，预计下半年公司毛利率有望随着产能利用率的提升而有所回升。

➢ **项目储备丰富，2019 年起将步入产能高速增长期：**

上半年于在建项目顺利推进的同时，公司积极拓展新项目，先后签署平阳二期、靖西以及恩施项目特许经营协议并成功收购贵州金沙项目。截至 2019 年 6 月 30 日，公司共有生活垃圾焚烧发电运营项目 20 个，在建项目 7 个，筹建项目 14 个，运营项目垃圾处理能力达 1.86 万吨/日，在建及筹建项目垃圾处理能力约 3 万吨/日，项目储备丰富。预计公司 2019 年底运营项目产能或达 2 万吨/日，将较 2018 年底增长约 50%，开始步入产能高速增长期。

➢ **维持买入评级，目标价 4.5 港元：**

我们更新公司盈利预测并给予目标价 4.5 港元，目标价相当于 2019 年和 2020 年 12 倍和 8 倍 PE，较现价有 43%的升幅，维持买入评级。

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	785	1,055	1,590	2,137	2,499
同比增长（%）	18.1%	34.4%	50.7%	34.3%	17.0%
毛利率	58.4%	55.6%	54.7%	55.5%	56.4%
净利润	206	273	395	595	738
同比增长（%）	-10.6%	32.1%	44.7%	50.6%	24.0%
净利润率	26.3%	25.9%	24.8%	27.8%	29.5%
每股盈利（元）	0.20	0.25	0.34	0.51	0.64
PE@3.15HKD	14.3	11.5	8.4	5.6	4.5

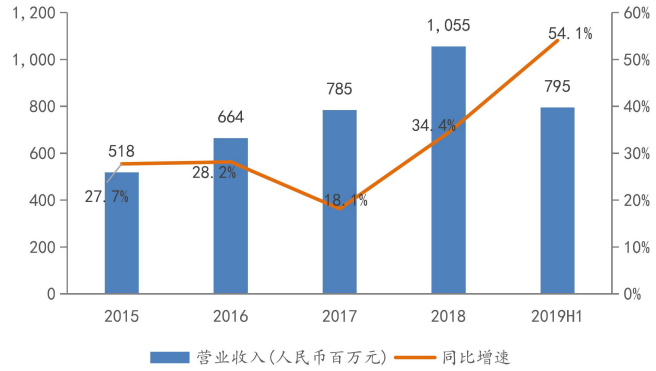
数据来源：Wind、公司资料、国元国际

报告正文

2019 年中期盈利 2.17 亿元，同比增 20.4%：

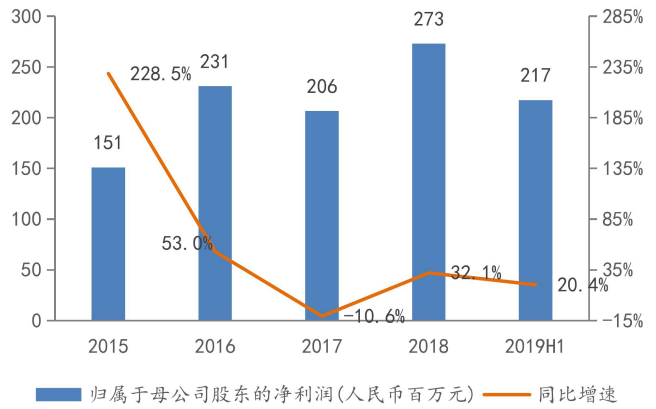
公司 2019 年上半年实现收入人民币（下同）7.95 亿元，同比增长 54.1%，主要原因为营运项目增加。其中垃圾焚烧发电项目运营收入为 6.19 亿元，同比增长 56.0%，占比 77.8%。期内实现归属于上市公司股东的净利润 2.17 亿元，同比增长 20.4%，基本每股收益 0.19 元。

图 1：公司 2015-2019H1 收入及同比增速



资料来源：公司资料，国元国际

图 2：公司 2015-2019H1 净利润及同比增速

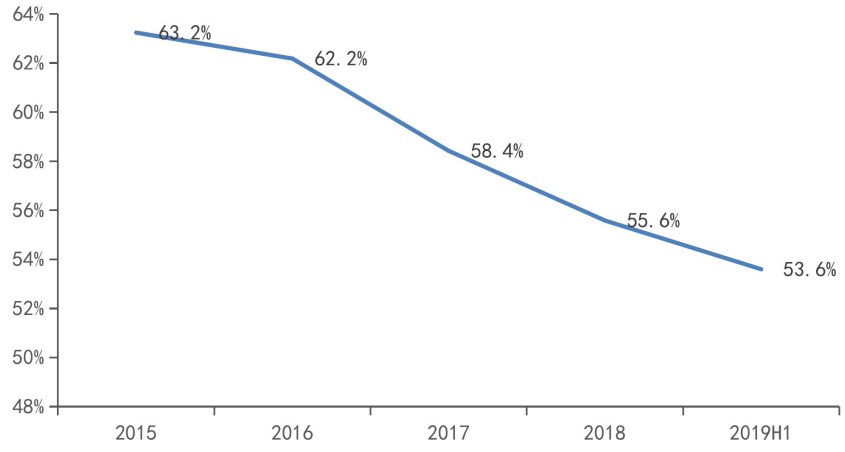


资料来源：公司资料，国元国际

上半年多个项目投运致毛利率有所下滑：

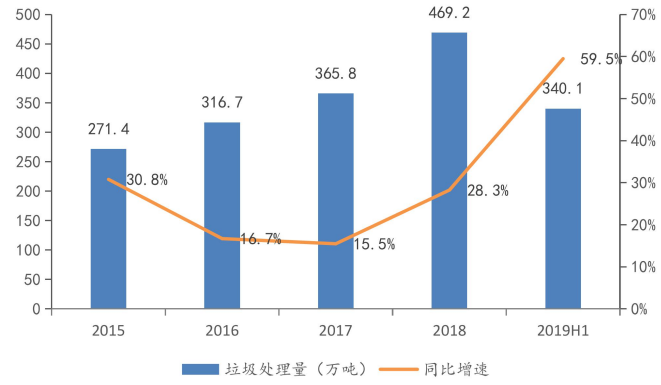
2019 年上半年，公司密云、汕头、佳木斯、章丘、博白项目陆续并网发电，新增产能 5,100 吨/日。期内公司共处理生活垃圾 340.12 万吨，同比增长 59.5%；实现上网电量 9.61 亿度，同比增长 51.6%，由于期内新投运项目较多，经历一定调试阶段，以及泰州等项目大修带来营运成本增加，导致公司上半年毛利率较去年同期下滑 8.5 个百分点至 53.6%，预计下半年公司毛利率有望随着产能利用率的提升而有所回升。

图 3：公司 2015-2019H1 毛利率



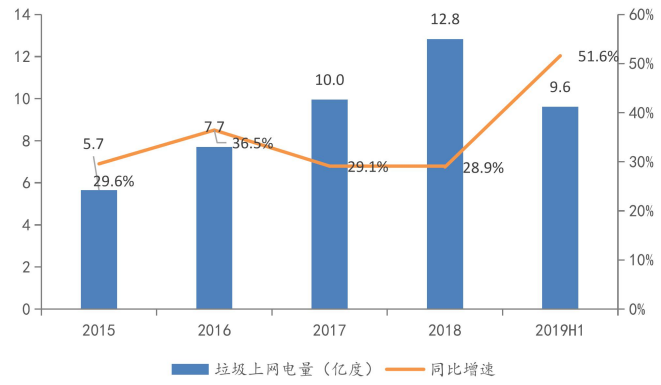
资料来源：公司资料，国元国际

图 4：公司 2015-2019H1 垃圾处理量及同比增速



资料来源：公司资料，国元国际

图 5：公司 2015-2019H1 垃圾上网电量及同比增速



资料来源：公司资料，国元国际

项目储备丰富，2019 年起将步入产能高速增长期：

上半年于在建项目顺利推进的同时，公司积极拓展新项目，先后签署平阳二期、靖西以及恩施项目特许经营协议并成功收购贵州金沙项目。截至 2019 年 6 月 30 日，公司共有生活垃圾焚烧发电运营项目 20 个，在建项目 7 个，筹建项目 14 个，运营项目垃圾处理能力达 1.86 万吨/日，在建及筹建项目垃圾处理能力约 3 万吨/日，项目储备丰富。预计公司 2019 年底运营项目产能或达 2 万吨/日，将较 2018 年底增长约 50%，开始步入产能高速增长期。

维持买入评级，目标价 4.5 港元：

我们更新公司盈利预测并给予目标价 4.5 港元，目标价相当于 2019 年和 2020 年 12 倍和 8 倍 PE，较现价有 43%的升幅，维持买入评级。

表 1：行业相关公司估值

代码	公司名称	股价	市值(亿)	PE				PB			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
257 HK	中国光大国际	6.04	371.04	8.18	7.06	5.91	5.18	1.27	0.97	0.86	0.75
1381 HK	粤丰环保	3.46	84.44	13.42	9.20	7.60	6.68	1.91	1.40	1.23	1.09
3989 HK	首创环境	0.18	26.30	11.87	N/A	N/A	N/A	0.65	N/A	N/A	N/A
	行业平均			11.16	8.13	6.76	5.93	1.28	1.19	1.04	0.92
1330 HK	绿色动力环保	3.15	112.52	11.45	8.42	5.59	4.51	1.17	0.98	0.87	0.70

资料来源：Bloomberg，国元国际

财务报表摘要

损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	785	1,055	1,590	2,137	2,499
经营成本	(326)	(469)	(721)	(951)	(1,090)
税金及附加	(19)	(28)	(42)	(56)	(66)
行政费用	(97)	(113)	(170)	(222)	(237)
财务开支	(153)	(209)	(272)	(293)	(329)
应占联营公司利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他收益	80	89	80	84	88
营业利润	255	306	446	672	833
所得税	(49)	(36)	(51)	(77)	(96)
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
净利润	206	273	395	595	738
折旧及摊销	216	287	385	533	710
EBITDA	624	801	1,103	1,497	1,872
增长					
总收入 (%)	18%	34%	51%	34%	17%
EBITDA (%)	12%	28%	38%	36%	25%

财务分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	80%	76%	69%	70%	75%
净利率(%)	26%	26%	25%	28%	30%
营运表现					
SG&A/收入(%)	12%	11%	11%	10%	10%
实际税率 (%)	19%	12%	12%	12%	12%
股息支付率 (%)	0%	43%	20%	20%	20%
存货周转天数	15	16	16	16	16
应付账款周转天数	537	702	537	537	537
应收账款周转天数	65	86	86	86	86
ROE (%)	9%	9%	11%	15%	15%
ROA (%)	3%	3%	3%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	1.1	1.6	1.8	1.9	1.8
收入/总资产	0.12	0.10	0.12	0.14	0.14
总资产/股本	3.05	3.60	3.72	3.90	3.67
收入对利息倍数	5.1	5.1	5.8	7.3	7.6

资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	665	634	662	783	866
应收账款	139	248	374	502	588
存货	13	20	68	92	107
其他流动资产	216	391	484	580	646
流动资产	1,034	1,293	1,588	1,957	2,206
固定资产	11	50	52	56	62
无形资产	2,251	4,411	5,352	6,371	7,477
其他固定资产	3,514	4,789	5,863	6,891	7,941
非流动资产	5,776	9,250	11,267	13,319	15,481
总资产	6,810	10,542	12,856	15,276	17,687
应付账款	480	901	1,061	1,400	1,605
短期银行贷款	310	854	954	1,004	1,054
其他短期负债	504	1033	1044	1250	1391
流动负债	1,294	2,788	3,059	3,655	4,051
长期银行贷款	2,914	4,391	5,891	7,241	8,341
其他负债	367	435	448	463	481
非流动负债	3,281	4,826	6,338	7,703	8,822
总负债	4,575	7,613	9,397	11,358	12,873
少数股东权益	3	77	77	77	77
股东权益	2,235	2,929	3,458	3,918	4,814
负债及权益总额	6,813	10,619	12,932	15,352	17,763
每股账面值(人民币元)	2.14	2.46	2.91	3.31	4.08
营运资金	(260)	(1,495)	(1,471)	(1,698)	(1,844)

现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	624	801	1,103	1,497	1,872
融资成本	(789)	246	(1,243)	(816)	(1,190)
营运资金变化	(9)	(1,235)	24	(227)	(147)
所得税	(49)	(36)	(51)	(77)	(96)
营运现金流	(224)	(223)	(167)	377	440
资本开支	(378)	(880)	(1,294)	(1,505)	(1,326)
其他投资活动	3	(532)	0	0	0
投资活动现金流	(375)	(1,412)	(1,294)	(1,505)	(1,326)
负债变化	921	2,020	1,600	1,400	1,150
股本变化	0	116	0	0	0
股息	0	116	79	119	148
其他融资活动	(184)	(652)	(190)	(270)	(328)
融资活动现金流	737	1,600	1,489	1,249	969
现金变化	139	(35)	28	121	83
期初持有现金	535	665	634	662	783
汇率变动	(9)	3	0	0	0
期末持有现金	665	634	662	783	866

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk