

中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002

核心观点

公司卡位核心城市东莞，拥有一大批高质量焚烧发电项目；全国性扩张进展顺利，公司未来三年将有 2 万吨焚烧项目投运助业绩延续高增，我们预计 2020~2022 年公司净利润复合增速为 18.0%；估值具有明显安全边际，经会计调整后的 2019 年静态市盈率及市值/2019 年经营活动现金流分别仅为 14 倍和 8 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级，目标价为 4.50 港元。

深耕东莞并向全国积极扩张的焚烧发电龙头。公司专注垃圾焚烧发电厂的建设、管理和营运，以东莞为基地并向全国扩张，2020H1 焚烧发电项目设计总产能已达 47,490 吨/日，龙头地位已树立。公司发展势头迅速，2014~2019 年营收 CAGR 为 37.8%，归母净利 CAGR 为 36.1%。公司实控人为 Harvest VISTA Trust，截至 2020 年 6 月 30 日，持股比例为 54.7%。

焚烧发电格局成型，竞争强度下降推升回报。从海外经验看，国内焚烧发电跑马圈地阶段已完成，东部焚烧市场将在 2020 年后进入成熟阶段，焚烧市场竞争格局已经成型，竞争强度下降助平均处理费水平近年来持续回升。格局成型叠加管理提效和热值提升，垃圾发电行业 ROE 近年来稳步扩张，且预计未来仍有较大提升空间。

深耕东莞拥优质项目，全国化布局顺利助产能扩张。公司在东莞有 8,100 吨/天焚烧项目，在东莞焚烧发电市场占据主导地位，东莞项目有大体量、高处理费、高热值等特征，且部分项目建造成本仅约为行业平均成本的 50%，项目回报突出。公司在不断夯实东莞市场优势同时启动全国扩张战略，阜外市场拓展顺利。随着大量在建及拟建储备项目陆续进入投产周期，我们预计公司垃圾焚烧投运产能将从 2019 年的 1.59 万吨/日增至 2022 年 3.72 万吨/日，三年内有近 2 万吨/日新产能投产助力高增。

业绩成长高速高质，估值安全边际突出。多年来公司确认的建造毛利率均为相对较低的 16.7%，同时公司运营项目高质，使得公司业绩以有现金流入的运营利润为主。将建设业务影响剔除后，公司 2013~2019 年调整后毛利的复合增长率高达 28.9%，我们预计 2020~2022 年，剔除建造影响后毛利的同比增速分别为 13.6%/40.5%/27.4%，仍能延续前期良好的高质量快速成长势头。剔除建造影响后，公司 2019 年调整后净利润及调整后经营活动现金流净额分别为 5.71 亿港元和 9.57 亿港元，从静态 PE 和静态市值/经营现金流角度看，公司相比 A 股焚烧发电同行具有明显估值优势。

风险因素：在建项目进度不及预期、焚烧发电补贴政策调低、政府支付能力下降等

投资建议：预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.44/0.55/0.61 港元，现价对应 PE 为 7/6/5 倍。考虑公司历史及可比公司估值，给予 2021 年 8 倍目标 P/E，目标价为 4.50 港元。公司成长突出且高质，估值安全边际明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

评级	买入（首次）
当前价	3.24 港元
目标价	4.50 港元
总股本	2,440 百万股
流通股本	2,440 百万股
52 周最高/最低价	3.81/3.15 港元
近 1 月绝对涨幅	-2.70%
近 6 月绝对涨幅	-6.40%
近 12 月绝对涨幅	-11.06%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,326	3,952	5,689	6,528	6,307
营业收入增长率	38.7	18.8	44.0	14.7	-3.4
净利润(百万元)	754	893	1077	1346	1501
净利润增长率	33.7	18.3	20.7	25.0	11.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.31	0.37	0.44	0.55	0.61
净资产收益率 ROE%	14.3	15.3	16.1	17.3	16.7
PE	11	9	7	6	5
PB	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价

目录

深耕东莞并向全国积极扩张的焚烧发电龙头	1
焚烧发电格局成型,竞争强度下降推升回报	2
市场跑马圈地已结束,焚烧发电行业格局渐成型	2
行业竞争强度正在下降,助力处理费持续回升	4
运营提效叠加竞争强度下降,行业 ROE 持续改善	5
深耕东莞拥优质项目,全国化布局顺利助产能扩张	6
东莞垃圾处理核心服务商,项目质量与模式优势双突出	6
立足广东辐射全国,迅速成长为焚烧发电新龙头	10
储备项目丰富助高增可持续,预计 2019~2022 垃圾处理量复合增速 31%	11
业绩成长高速高质,估值安全边际突出	13
剔除建造影响后,盈利仍处于快速扩张通道	13
资产负债率可控,预计自由现金流 2022 年转正	15
公司估值具有明显安全边际	17
风险因素	18
首次覆盖,给予“买入”评级,目标价 4.50 港元	18
盈利预测假设	18
估值及评级	19

插图目录

图 1: 公司发展历史沿革.....	1
图 2: 2014~2019 年公司营收构成及增速	2
图 3: 2014~2019 年公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 2010~2020 垃圾焚烧及无害化处理能力变动趋势	3
图 5: 2010~2020 焚烧在生活垃圾无害化处置中占比	3
图 6: 2015~2019 年行业平均处理费变动趋势	4
图 7: 价格低于 50 元/吨项目在当年总项目中数量占比	4
图 8: 绿色动力已投运焚烧发电项目的吨垃圾发电量变动趋势	5
图 9: 2014~2019 年垃圾发电行业 ROE 变动趋势	6
图 10: 2018 年前十大垃圾焚烧处理省份	7
图 11: 2018 年前十大垃圾清运省份	7
图 12: 201 年广东部分城市垃圾无害化与焚烧量及焚烧率	8
图 13: 2018 年公司 & 竞争对手的垃圾处理量在东莞占比	8
图 14: 公司早期项目单位日处理能力对应投资与行业整体水平比较.....	9
图 15: 2014~2019 年公司焚烧发电投运规模及其变动趋势	12
图 16: 2014~2019 年公司生活垃圾处理量及焚烧市场份额	12
图 17: 2014~2019 年公司已投产能与未投产产能占比情况	13
图 18: 截至 2020 年 7 月公司在手产能结构.....	13
图 19: 公司已投产项目处理能力预测 (2014-2022E)	13
图 20: 公司垃圾处理总量预测 (2014-2022E)	13
图 21: 2014~2022 年公司营业收入 (HK\$ mn) 及其增速	14
图 22: 2014~2022 年公司归母净利润 (HK\$ mn) 及其增速.....	14
图 23: 2013~2022 年毛利构成及建造业务毛利在整体中占比	15
图 24: 2014~2022 年剔除建造业务影响后的毛利及其趋势	15
图 25: 2015~2022E 公司净资产负债率、净负债率与资本开支情	15
图 26: 2014~2019 年报表及调整后经营活动现金流净额.....	16
图 27: 2014~2022 年调整后经营活动现金流净额及净利.....	16
图 28: 2013~2022E 公司自由活动现金流变化情况	17
图 29: 同业可比公司 2019 年静态市盈率比较	17
图 30: 同业可比公司市值/经营活动现金流比较	17
图 31: 公司 PE Band	19
图 32: 公司 PB Band	19

表格目录

表 1：焚烧在东部发达地区生活垃圾处理中占比.....	3
表 2：各城市生活垃圾热值对比.....	5
表 3：公司位于东莞项目已投运项目统计	8
表 4：垃圾焚烧发电现金流量估算	9
表 5：BOO 项目与 BOT 项目比较	10
表 6：粤丰环保广东省外项目扩张情况	10
表 7：公司项目地区分布情况.....	11
表 8：截止 2019 年底国内垃圾发电企业总处理规模（投运+在建+筹建）	11
表 9：截至 2020 年 7 月公司在建及规划中项目	12
表 10：公司盈利预测关键假设.....	18
表 11：盈利预测及估值.....	19
表 12：垃圾焚烧发电可比上市公司估值比较.....	20

■ 深耕东莞并向全国积极扩张的焚烧发电龙头

公司是行业内规模领先的垃圾焚烧发电企业，多年来专注于垃圾焚烧发电厂的建设、管理和营运。公司最早可追溯至 2003 年 6 月的科伟公司创立，2004 年开始在东莞建设首个垃圾焚烧项目，2014 年公司在香港联交所主板上市。公司焚烧发电项目在上市前全部位于广东省东莞市，上市后公司在巩固东莞焚烧发电市场竞争优势的同时，开始积极拓展广东省内市场并向省外延伸，2015 年公司通过收购来宾中科获得广西来宾垃圾焚烧发电项目，正式切入省外焚烧发电运营市场。公司在焚烧发电市场锐意进取，上市以来业务发展迅速，签约、投产项目数量及规模持续增加。**截止 2020H1，公司业务已覆盖 13 个省、市、自治区，从在手项目规模看已经跃居国内一线焚烧发电龙头企业，公司在手焚烧发电项目设计总产能已达 47,490 吨/日，其中有 18,340 吨/日的产能已投入运营。**

公司控股股东为臻达发展有限公司，实际控制人为 Harvest VISTA Trust，截至 2020 年 6 月 30 日，持有公司股份比例为 54.7%，信托受益人包括黎建文先生、李咏怡女士及其直系亲属。2017 年，上实控股通过新股配售，成为公司第二大股东，截至 2020 年 6 月 30 日，上实集团持有公司 19.5% 股权。

图 1：公司发展历史沿革



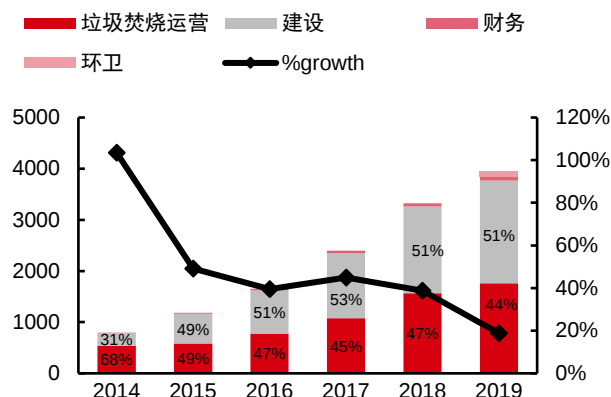
资料来源：公司公告，中信证券研究部

自 2014 年上市以来，受益于焚烧发电行业快速发展以及公司在该领域业务拓展顺利，公司在建与投运焚烧发电项目规模均呈现持续增加态势，推动公司收入及利润呈现持续高速增长。**2014-2019 年，公司营业收入从 7.94 亿增至 39.52 亿港元，复合增长率为 37.8%；归母净利润从 1.91 亿增至 8.93 亿港元，复合增长率为 36.1%。**

公司营业收入可拆分为与垃圾焚烧发电业务相关的建设收入、运营收入（包含售电收入、垃圾处理费收入）、财务收入以及与环卫业务相关的环境卫生服务收入，其中环卫业务属于公司 2018 年以来新拓展业务，在整体营收占比较小，2019 年仅占总营收的 2.7%。

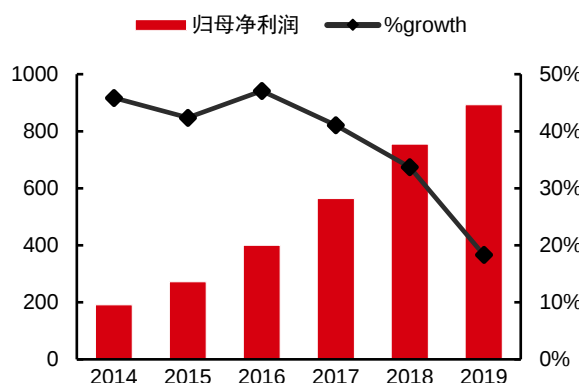
2015 年以来，在建项目规模庞大使得公司建造收入规模持续扩张，在整体收入中占比保持 50% 左右。分地区来看，公司主要收入来源于以广东为主的华南地区，2019 年华南地区营收占比超过 90%，西部、华中和华北地区收入占比各为 3.6%、3.5% 和 1.5%。

图 2：2014~2019 年公司营收构成（百万港元）及增速（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2014~2019 年公司归母净利润（百万港元）及增速（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

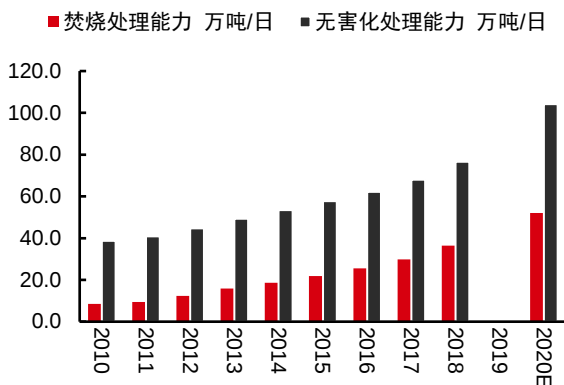
■ 焚烧发电格局成型,竞争强度下降推升回报

市场跑马圈地已结束，焚烧发电行业格局渐成型

根据国家发改委等部门于 2017 年制定的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，政府规划的 2020 年焚烧发电规模将达到 52.0 万吨，届时焚烧发电在国内生活垃圾无害化处理中所占比重将增至 50%。

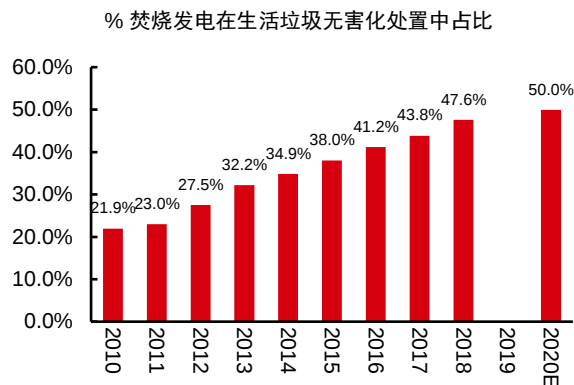
跨过 2020 年后，国内垃圾焚烧占比进一步大幅提升的空间已较窄。从欧美等海外发达经济体的焚烧发电市场经验看，人口密度较高且经济发达的东部省份是国内焚烧发电核心市场，在大部分人口密度较低、土地价值偏低的中西部地区，焚烧发电的综合性价比要低于填埋。根据“十三五”规划，2020 年，焚烧发电在浙江、江苏、山东、福建等东部省份垃圾处理中占比将超过 70%，在广东省所占比重也将达到 53%。从欧盟及日本经验看，70% 的焚烧占比已是焚烧发电行业处于成熟期的占比水平。

图 4: 2010~2020 垃圾焚烧及无害化处理能力变动趋势 (万吨/日)



资料来源: 中国环境统计年鉴 (生态环境部), 中信证券研究部 注: 2020 年数据来自《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划建设规划》

图 5: 2010~2020 焚烧在生活垃圾无害化处置中占比 (%)



资料来源: 中国环境统计年鉴 (生态环境部), 中信证券研究部 注: 2020 年数据来自《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划建设规划》

表 1: 焚烧在东部发达地区生活垃圾处理中占比

	2014 年						2020 年					
	处理设施规模 (吨/日)			所占比例 (%)			处理设施规模 (吨/日)			所占比例 (%)		
	填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他
全国	48.2	20.1	1.9	69	29	3	49.2	52.0	2.8	48	50	4
广东	4.4	2.3	0.2	64	33	8	5.4	6.4	0.2	45	53	3
山东	2.8	1.5	0.2	63	34	9	1.3	4.2	0.2	23	74	4
浙江	2.2	3.4	0.0	39	60	1	1.8	5.5	0.0	25	74	1
江苏	2.4	3.4	0.2	40	57	3	1.8	5.4	0.2	29	73	3
河南	3.2	0.4	0.0	89	11	0	3.4	2.1	0.0	61	39	0
四川	2.3	0.8	0.0	74	26	0	2.8	2.4	0.0	54	46	0
重庆	0.8	0.4	0.0	70	30	0	0.9	1.8	0.0	34	65	3
北京	1.2	0.5	0.4	57	24	19	0.7	1.9	0.5	22	61	25
湖南	3.2	0.2	0.2	90	6	4	3.5	1.6	0.2	67	30	4
福建	1.0	1.5	0.1	41	57	3	1.1	2.7	0.1	29	70	2

资料来源: 中国环境统计年鉴 (生态环境部), 《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划建设规划》, 中信证券研究部 注: 2020 年数据来自《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划建设规划》

市场跑马圈地阶段基本完成, 新进入者市场发展空间有限。截至 2017 年末, 国内前 20 大垃圾焚烧发电公司在手订单 (含已投运、在建、筹建) 规模合计 66.3 万吨/日。典型的垃圾焚烧发电项目立项、环评、建设、调试等所需时间周期通常需要 3 年左右, 这意味着仅仅靠前 20 大企业在手订单的陆续投运, 既能实现并超出前期政府规划的 2020 年发展目标, 并相应推动焚烧发电行业顺利进入成熟期。根据 E20 统计, 在 2019 年末, 前 20 大垃圾发电公司在手订单规模进一步增加至 87.9 万吨。由此可见, 仅靠存量订单市场即能推动行业步入成熟期, 垃圾焚烧发电市场留给新进入者的市场拓展空间非常有限, 吸引新参与者进入的吸引力明显下降。

市场集中度已较高, 行业竞争格局已经成型, 中小企业弯道超车概率已较低。从市场集中度看, 2019 年末, 前五大垃圾发电公司在手订单规模合计 38.9 万吨, 占前 20 大企业订单规模的 44%, 集中度已经处于较高水平; 此外, 前 20 大垃圾发电企业中, 绝大多

数公司已上市并打通外部融资通道，相比中小企业有更高的品牌知名度和融资途径。因此，现阶段中小型垃圾发电企业快速实现弯道超车的可能性已经非常低，行业格局已经成型。

在行业格局成型后，下一阶段的行业将步入整合期。项目出售在行业内已经开始变得普遍，下一阶段的行业整合预计将愈演愈烈，大量资金实力或者管理能力偏弱的小型垃圾发电企业料将退出市场。

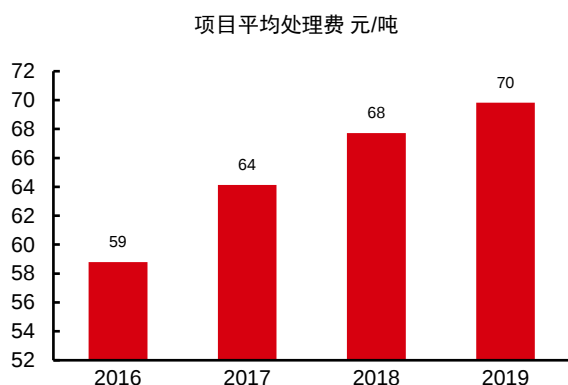
行业竞争强度正在下降，助力处理费持续回升

垃圾发电项目收入分为处理费收入和上网电费收入两部分，其中上网电价全国统一（280度以内）并由电网支付，处理费收入由项目所在地的地方财政进行支付。因此，在项目竞标时，竞标方的处理费报价水平是影响地方政府项目授予的重要因素。**新进入者期望快速打开市场、小型参与者期望快速扩大订单规模、地方政府期望少付费以减少财政支付压力**，上述因素导致低价中标现象在2014~2016年频繁出现。

地方政府正在转变态度，从价格到质量。地方政府逐步认识到低价中标通常伴随着低投资标准，低价项目投产存在有较大的环境隐患。在环保质量考核在地方官员考核中权重不断加大，环境治理不断落到实处的背景下，地方政府官员在项目招标时正从“唯价格导向”转变为“唯环境质量导向”，不再只追求低处理费，而是寻找具有品牌的优质垃圾发电企业进行合作。

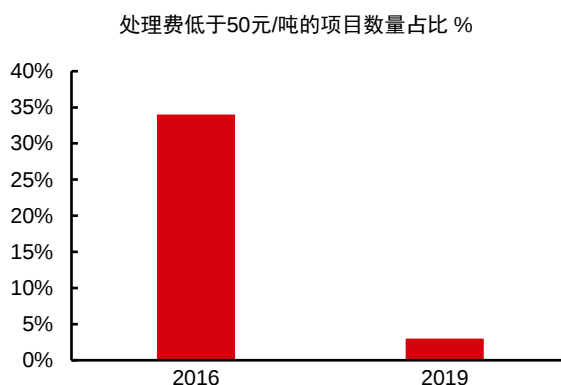
随着行业格局渐成型，焚烧发电市场竞争关系正在向理性回归，推动处理费回升。行业跑马圈地阶段基本结束后的新进入者减少，行业内实力较弱的小型参与者正在被淘汰出局，再加上前期大量低价中标项目在投产后的盈利能力较为一般，推动垃圾发电市场参与者正在向理性竞争回归，企业通过低价竞标去获取项目的意愿明显下降。根据我们样本库中项目统计，国内垃圾处理费平均单价也从2016年的58元/吨逐步上升并在2019年回升至70元/吨；低价中标项目占比（垃圾处理费单价低于50元/吨的项目在总项目中数量占比）已从2016年的31%迅速减少至2019年的3%。随着行业竞争强度下降，处理费水平的回升有助于焚烧发电行业盈利能力的提升。

图 6：2015~2019 年行业平均处理费变动趋势（元/吨）



资料来源：政府采购网，中信证券研究部

图 7：价格低于 50 元/吨项目在当年总项目中数量占比（%）



资料来源：政府采购网，中信证券研究部

运营提效叠加竞争强度下降，行业 ROE 持续改善

城市垃圾收运体系日益完善、居民生活水平提升、人口老龄化等推动国内生活垃圾热值水平不断提升，且随着时间累积企业管理效率也在提升，共同带动焚烧发电项目的单位发电量出现可观提升的明确趋势。从历史经验看，大城市垃圾热值高于小城市，东部垃圾热值高于中西部，背后的原因是生活水平较高通常会推升生活垃圾中纸张、塑料等高热值垃圾的含量，进而提升垃圾热值。随着国内人口老龄化问题逐步突出以及废品价值的下降，拾荒人员减少，这在一定程度上提升了流向焚烧发电厂的垃圾热值。

此外，国内正在加速推进生活垃圾的前端分类体系完善，不同种类垃圾的收运体系正在逐步建立并完善，建筑垃圾、餐厨垃圾等低热值垃圾流向焚烧发电的数量逐步减少，这对生活垃圾发电项目的吨发电量提升也有积极影响。

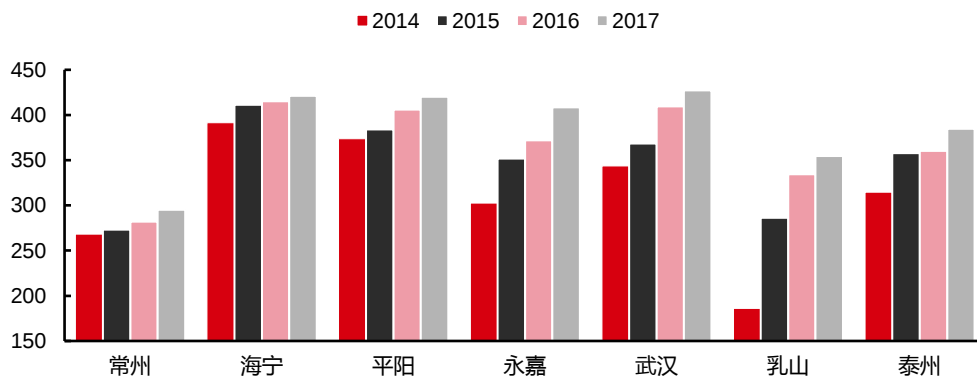
表 2：各城市生活垃圾热值对比

	金华	芜湖	绍兴	北京	沈阳	青岛	上海	武汉	宁波	深圳	新民	东阿	盘锦	东莞
塑料橡胶/%	15.7	1.7	5.1	15.8	11.0	11.2	13.5	9.5	13.8	13.3	5.0	10.5	5.8	19.3
纸张/%	12.2	4.0	4.1	19.2	7.6	4.0	8.8	5.1	5.1	14.2	1.8	5.0	4.1	6.4
纺织物/%	5.1	0.6	2.8	5.3	1.7	3.2	1.9	1.2	4.5	6.7	1.5	2.5	1.5	16.1
木竹/%	6.3	0.0	1.5	2.9	1.5	0.0	1.3	0.9	1.0	7.2	0.4	1.0	1.3	7.8
瓜果皮厨余/%	43.1	67.6	50.0	35.4	67.5	42.2	67.3	57.4	55.9	50.6	55.3	42.5	64.5	22.2
金属/%	3.8	1.0	0.7	1.4	0.5	1.1	0.7	3.2	0.5	0.0	1.1	1.5	0.5	6.1
玻璃/%	2.0	2.0	7.8	3.8	2.8	2.2	5.2	3.0	3.2	0.0	1.4	2.0	2.3	3.4
灰土/%	11.9	19.5	25.4	14.2	2.3	36.1	1.4	19.7	15.6	8.0	33.2	25.0	20.0	10.0
水分/%	51.6	56.1	45.1	39.3	58.1	42.4	58.9	51.4	51.9	49.9	49.3	41.2	55.5	31.3
热值千焦/千克	5581	2857	3089	8230	5016	4205	5756	4009	5430	7741	2454	4218	3219	8839

资料来源：《中国部分城市生活垃圾热值的分析》（李晓东等），《城市生活垃圾热值预测的研究》（孙培峰等），中信证券研究部

以绿色动力（601330.SH）已投运焚烧发电项目为例，考虑到其已投运项目的分部区域较广且所在城市的规模差异较大，对于行业内项目的运营发展趋势有比较好的代表性。绿色动力公司已投运项目的吨垃圾发电量水平平均呈现出稳步提升态势，自 2014 年平均 311 度/吨已经提升至 2017 年的 387 度/千瓦时，上升幅度为 24.4%。

图 8：绿色动力已投运焚烧发电项目的吨垃圾发电量变动趋势（千瓦时/吨）

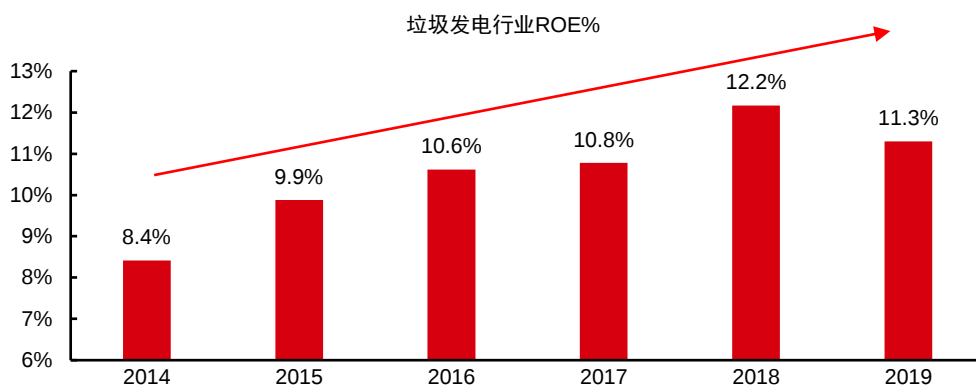


资料来源：公司公告，中信证券研究部

从国际经验看，国内焚烧发电的单位垃圾热值仍有很大的提升空间。根据全球最大的垃圾发电公司卡万塔（CVA.N）公布的数据，公司 2018 年总发电量约 10 亿千瓦时，垃圾处理量大约 2,000 万吨，据此推算美国生活垃圾的吨发电量大约 500 千瓦时/吨，比国内的平均吨发大概超出约 30%~40%。

从 ROE 变动趋势看，垃圾发电行业 ROE 近年来呈现稳步扩张，已从 2014 年的 8.4% 扩至 2019 年的 11.3%。考虑到行业运营提效的中长期趋势，同时业内公司普遍有大量项目正在从在建工程向运营阶段转化，也有助于提升公司的资产周转率，我们预计国内垃圾发电行业 ROE 未来仍有较大的提升空间。

图 9：2014~2019 年垃圾发电行业 ROE 变动趋势（%）



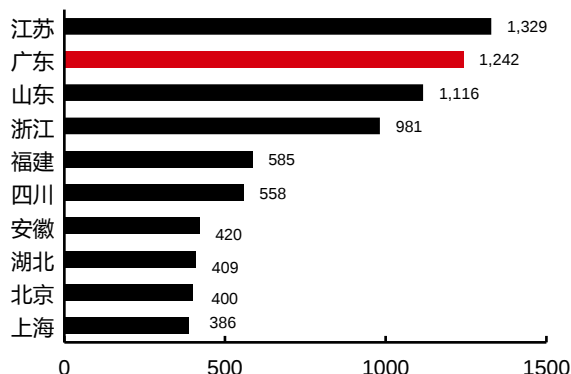
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注释：行业 ROE 取瀚蓝环境、上海环境、绿色动力、中国天楹、伟明环保、旺能环境等 6 家 A 股重点垃圾焚烧发电公司计算得出。

■ 深耕东莞拥优质项目，全国化布局顺利助产能扩张

东莞垃圾处理核心服务商，项目质量与模式优势双突出

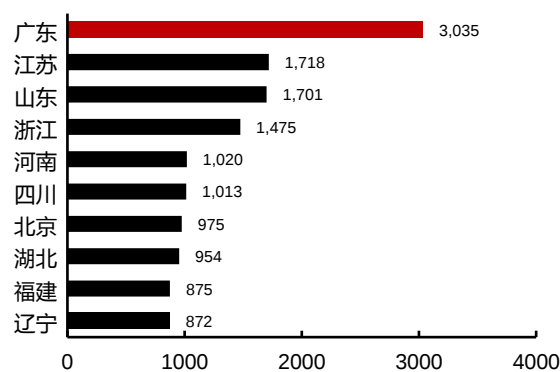
广东省经济发达，生活垃圾产生量、焚烧量规模均庞大，是国内生活垃圾焚烧发电核心市场。根据中国城乡建设统计年鉴（国家统计局城市社会经济调查司），从垃圾清运量看，2018 年广东省垃圾清运量达 3,035 万吨，远高于其他省份，超出第二名江苏省约 1,300 万吨；从焚烧量看，2018 年广东省垃圾焚烧处理量为 1,242 万吨，占全国生活垃圾焚烧总量的 12.19%，仅次于江苏省的 1,329 万吨，在国内各省市中排名第二。广东省 GDP 总量多年来在国内排名第一，地方政府财政能力充裕使得省内焚烧发电项目的处理费普遍较高。根据广东物价局规定，2010 年 1 月 1 日以后获准建设的生活垃圾焚烧项目，珠三角地区的处理费补贴中准价格为每吨 110 元，中准价格可根据成本变化等情况上下浮动 10%。目前国内生活垃圾焚烧发电项目普遍 50~80 元/吨的处理费水平，广东省处理费明显超出全国平均水平。

图 10: 2018 年前十大垃圾焚烧处理省份 (万吨)



资料来源: 城乡建设统计年鉴 (国家统计局城市社会经济调查司), 中信证券研究部

图 11: 2018 年前十大垃圾清运省份 (万吨)

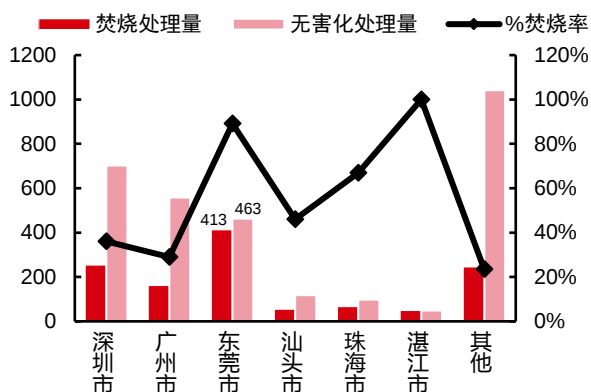


资料来源: 城乡建设统计年鉴 (国家统计局城市社会经济调查司), 中信证券研究部

东莞垃圾焚烧市场体量较大且发展迅速。东莞为国内经济重镇, 2019 年 GDP 为 9,482.5 亿元, 在广东省内仅次于深圳和广州。东莞人口众多, 2018 年常住人口为 839.22 万人, 庞大人口基数使得当地生活垃圾产生量和处理量规模均较为庞大, 2018 年, 东莞垃圾无害化处理量达到 463 万吨, 在省内仅次于深圳市的 702 万吨和广州市的 558 万吨。东莞垃圾焚烧产业起步较早, 垃圾焚烧发电发展迅速, 焚烧在生活垃圾无害化中占比明显超出省内其他城市, 2018 年东莞市生活垃圾焚烧处理量达 413 万吨, 在该市无害化处理量中占比已经达到 89.2%, 已经基本实现所产生生活垃圾能烧尽烧。

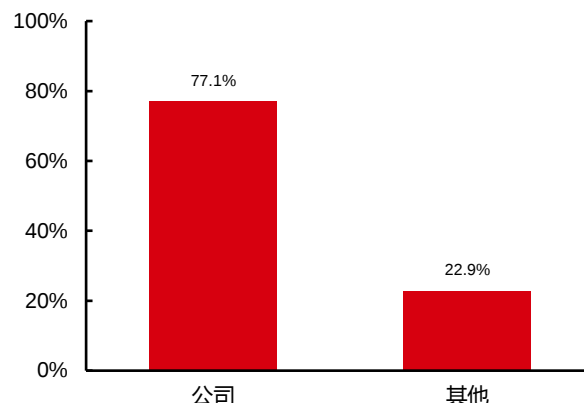
公司在东莞焚烧发电市场占据绝对主导地位。目前东莞市共有 7 个焚烧发电项目, 处理能力为 11,600 万吨/日。除公司外, 当地焚烧发电市场主要参与者有东实开能和光大环境 (0257.HK), 东实开能持有麻涌一期项目和厚街项目, 处理规模分别为 1,500 吨/天和 2,000 吨/天, 其中麻涌一期项目委托光大环境建设、运营。公司在东莞当地共有科伟一期、科伟二期、科维、东莞粤丰一期和东莞粤丰二期 5 个全资垃圾焚烧发电项目, 此外持有东莞麻涌二期项目 49% 股权。公司在东莞控股焚烧发电项目规模合计 8,100 吨, 占东莞已投运焚烧发电处理能力的 69.8%; 2018 年, 公司全资项目在东莞共处理生活垃圾 318 万吨, 占当年全市生活垃圾焚烧量的 77.1%。

图 12：2018 年广东部分城市垃圾无害化与焚烧量（万吨）及焚烧率（%）



资料来源：城乡建设统计年鉴（国家统计局城市社会经济调查司），中信证券研究部

图 13：2018 年公司竞争对手的垃圾处理量在东莞占比（%）



资料来源：城乡建设统计年鉴（国家统计局城市社会经济调查司），各公司公告，中信证券研究部

公司位于东莞的垃圾焚烧发电项目具有大体量、高处理费、高热值等优质项目的典型特征。从单体项目规模看，科伟项目（一、二期）处理能力达到 3,300 吨/天，东莞粤丰项目（一、二期）处理能力达到 3,000 吨/天，科维项目处理能力达到 1,800 吨/天，均属于业内规模领先的超大型项目。从处理费水平看，公司东莞焚烧发电项目的单吨垃圾处理单价均为 110 元/吨，显著高于业内常见的 50~80 元/吨的处理费水平。受益于大项目的规模效应、所在城市经济发达带动当地生活垃圾热值较高、以及公司自身高效管理水平，公司东莞项目的吨垃圾发电量表现优异。按照 2019 年入场垃圾处理量及发电量测算，科伟项目一、二期以及东莞粤丰项目二期的吨发电量均超过 450 千瓦时/吨，其中科伟项目二期的吨发达到 492 千瓦时/吨。

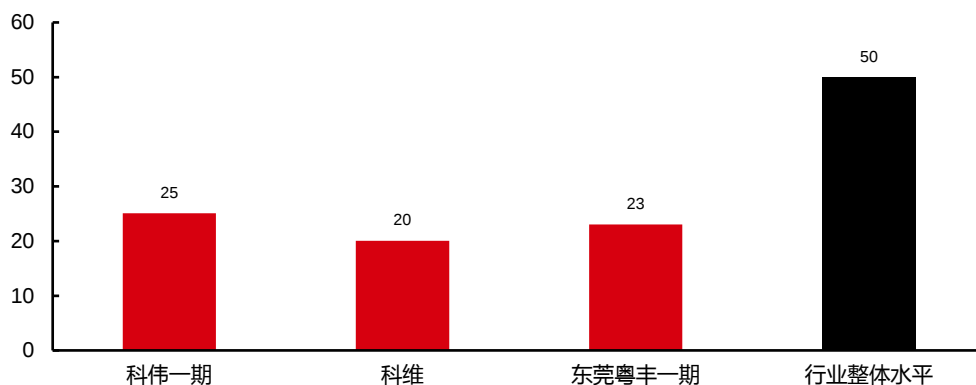
表 3：公司位于东莞项目已投运项目统计

	垃圾处理能力	装机发电容量	业务模式	垃圾处理费	平均单位发电量	获取时间	投运时间
	吨/日	MW		RMB/吨	KWH		
科伟一期	1800	36	BOO	110	455	2004 年	2005 年
科伟二期	1500	50	BOO	110	492	2015 年	2017 年
科维项目	1800	30	BOO	110	433	2010 年	2011 年
东莞粤丰一期	1800	42	BOT	110	380	2014 年	2013 年
东莞粤丰二期	1200	36	BOT	110	459	2016 年	2017 年
已投运项目平均	1324	30	-	99	399	-	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部；注：已投运项目平均吨发电量按 2019 年数据计算，投运时间自试运营起

此外，公司部分东莞项目的造价也较低，部分项目造价仅有 20 万元/吨出头，仅为行业平均成本的 50%左右。公司在东莞的焚烧发电项目一期普遍获取时间较早，土地获取成本便宜且公司为项目二期提前预留充分土地、并在建设项目一期时注意设施与后续二期项目的共用，因此公司在东莞项目的建设成本普遍较低。科伟一期、科维及东莞粤丰一期的单位项目投资额分别为 25 万元/吨、20 万元/吨和 23 万元/吨，明显低于目前行业常见的 50 万元/吨的焚烧发电项目平均投资水平。

图 14：公司早期项目单位日处理能力对应投资与行业整体水平比较（万元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

造价较低对于提升焚烧发电项目回报具有明显助力。以处理能力 1,000 吨/日，合同期为 30 年的项目为例，不考虑建设收入，假设垃圾处理费 110 元/吨，吨发电量为 400 度，标杆电价 0.40 元/度，厂用电率为 12.5%。可以测算得到当项目投资额为 5 亿元时（单位日处理能力对应投资额为 50 万元/吨），对应 IRR 为 9.8%；当项目投资额为 2.5 亿元时（单位日处理能力对应投资额为 25 万元/吨），对应 IRR 为 20.5%，降低项目造价对于提升项目内部收益率影响显著。

表 4：垃圾焚烧发电现金流量估算

单位：百万元	当投资额为 5 亿元时	当投资额为 2.5 亿元
营运收入	98.8	98.8
调整后垃圾处理费收入	34.9	34.9
垃圾处理费收入	40.2	40.2
增值税	-5.2	-5.2
调整后电费收入	63.9	63.9
电费收入	73.5	73.5
增值税	-9.5	-9.5
营运成本	49.4	49.4
销管费用	4.9	4.9
增值税退税	13.2	13.2
所得税	5.3	6.3
折旧摊销	15.0	7.5
税前利润	42.7	50.2
经营活动现金流	52.3	51.4

资料来源：中信证券研究部测算

公司在东莞拥有 3 个 BOO 模式的垃圾焚烧发电项目，到期无须移交所有权，可为股东永久创造价值。科伟一期、科伟二期和科维项目模式为 BOO，合计处理能力为 5,100 吨/日。BOO 项目为企业拥有所有权，无须在特许经营期满后向政府移交垃圾发电厂所有权，相较 BOT 项目，能够更加长久地为公司创造利润。目前 BOT 方式已成为国内垃圾焚烧发电主流模式，新增项目极少以 BOO 模式营运，拥有优质 BOO 项目有助于提升公司的长期股东回报潜力。

表 5: BOO 项目与 BOT 项目比较

	BOO 项目	BOT 项目
营运设施与资产	- 拥有及营运设施与资产，无限期运营 - 毋须移交垃圾焚烧发电厂及配套生产设施的所有权	特许经营期届满后，须向相关政府机关无偿移交其各自垃圾焚烧发电厂及配套生产设施的所有权
垃圾供应协议	- 政府不承诺维持任何最低的城市生活垃圾供应量 - 与城市生活垃圾供货商直接订立垃圾供应协议	- 政府机关向公司承诺保证城市生活垃圾的最低供应量 - 于相关项目公司出现垃圾供应短缺时予以补偿
营运权	- 垃圾焚烧发电厂的营运权并非通过公开招标过 - 以地方政府批准其垃圾焚烧发电厂营运申请的方式授予项目公司	发电厂的开发及营运权是通过政府机关给予项目公司的特许经营权而授出
收入确认	只在产生垃圾处理费及上网电价时确认收益	- 除确认垃圾处理费及上网电费收入外，可确认建设收入 - 可确认建设期内所产生有关服务特许经营权安排的成本以及特许经营期内的财务收入
资产确认	计入固定资产，分期计提折旧	计入金融资产或者无形资产
IRR	通常高于同等条件 BOT 项目的 IRR 水平	10%-13%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

立足广东辐射全国，迅速成长为焚烧发电新龙头

近年来，公司在持续争取东莞焚烧发电新项目订单以夯实东莞当地市场竞争优势的同时，也在积极谋求省内其他地区和省外焚烧发电市场发展机会，将垃圾焚烧发电业务从东莞推向全国，以把握垃圾焚烧发电行业发展窗口，实现焚烧发电业务快速扩张和全国性扩张。

省内非东莞焚烧发电市场扩张方面，2013 年 4 月，公司获得湛江项目 BOT 经营权，开始省内扩张，2015 年公司收购广东清远项目，2016 年获得陆丰项目并签署中山项目的管理协议，2017 年先后获得信宜、电白和徐闻项目，2019 年获得韶关项目。省外市场方面，公司向华南周边市场为突破并向全国范围内有潜力市场进行渗透，以绿地投建、并购、合营的模式扩展业务边界。2015 年 5 月，公司通过科维收购来宾中科 100% 股权，获得广西来宾的 BOT 垃圾发电项目，项目技改后设计产能为 1,500 吨/日，开启公司的省外扩张步伐。2016-2017 年，公司全资收购兴义鸿大、杭州朗能、厦门坤跃，分别获得贵州兴义、四川简阳、江西信丰项目。2018 年公司协议增资山东枣庄项目。2019 年公司与复旦水务、南一环保及三鼎置业合作成立项目公司以投资、建设及营运山东莘县项目，并与上实环境、宝武环科合作投建、运营上海宝山项目。此外，公司也通过投标方式，获得大量广东省外绿地项目，包括广西北流、山西临汾、贵州黔东、河北满城、云南瑞丽等。

表 6: 粤丰环保广东省外项目扩张情况

	2015	2016	2017	2018	2019	1H2020
绿地项目	-	广西北流	-	山西临汾	贵州黔东、河北满城、云南瑞丽、黑龙江五常、江苏靖江	江苏泰州、山西浑源、辽宁营口
并购项目	广西来宾	贵州兴义	四川简阳、江西信丰	山东枣庄	-	云南祥云
合营项目	-	-	-	-	山东莘县、上海宝山	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部

截止 2020H1，公司在广东、广西、贵州、江西、四川、山东、山西、河北、云南、黑龙江、江苏、辽宁及上海市等 13 个省及直辖市已有项目布局，生活垃圾焚烧能力（含投产、在建及拟建）已经达到 47,490 吨/天，项目数量达到 32 个。从在手项目区域分布看，

公司广东省内共 14 个项目，产能总计 21,990 吨/日，占比 46.3%；省外项目 18 个，产能总计 25,500 吨/日，占比 53.7%，省外市场已经成长为公司业务版图的重要构成。

表 7：公司项目地区分布情况

省份	项目数量	在手产能（吨/日）	占比	已投产产能（吨/日）	占比
广东	14	21,990	46.3%	14,290	77.9%
广西	2	2,550	5.4%	2,050	11.2%
贵州	2	2,250	4.7%	1,200	6.5%
江西	1	800	1.7%	800	4.4%
四川	1	3,000	6.3%	-	-
山东	2	3,000	6.3%	-	-
山西	2	2,200	4.7%	-	-
河北	1	1,000	2.1%	-	-
云南	2	2,000	4.2%	-	-
黑龙江	1	600	1.3%	-	-
上海	1	3,800	8.0%	-	-
江苏	2	2,050	4.3%	-	-
辽宁	1	2,250	4.7%	-	-
合计	32	47,490	100.0%	18,340	100.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

经过在焚烧发电市场的锐意进取，公司快速成长为国内焚烧发电市场的重要参与者。根据 E20 环境研究院统计，截止 2019 年末，公司生活垃圾焚烧发电规模总订单规模（含投运、在建、筹建），在国内垃圾焚烧发电行业位居第九名。

表 8：截止 2019 年底国内垃圾发电企业总处理规模（投运+在建+筹建）（吨/日）

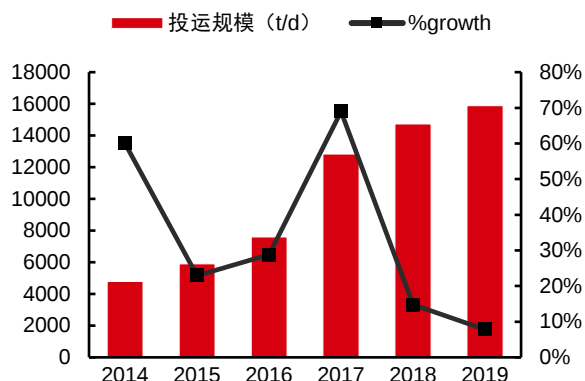
2019 垃圾发电总规模		2019 垃圾发电总规模	
中国光大国际有限公司	120,000	广州环保投资集团有限公司	32,500
中国环境保护集团有限公司	74,760	瀚蓝环境股份有限公司	31,500
上海康恒环境股份有限公司	69,500	首创环境控股有限公司	31,380
浙能锦江环境控股有限公司	64,246	浙江伟明环保股份有限公司	31,035
绿色动力环保集团股份有限公司	61,060	美欣达集团有限公司	28,800
深圳市能源环保有限公司	58,730	中国天楹股份有限公司	28,700
北京控股有限公司	51,825	启迪环境科技发展股份有限公司	28,000
重庆三峰环境集团股份有限公司	49,100	圣元环保股份有限公司	14,750
粤丰环保电力有限公司	41,690	天津泰达环保有限公司	11,460
上海环境集团股份有限公司	41,400	中国恩菲工程技术有限公司	9,000

资料来源：E20 环境研究院，中信证券研究部

储备项目丰富助高增可持续，预计 2019~2022 垃圾处理量复合增速 31%

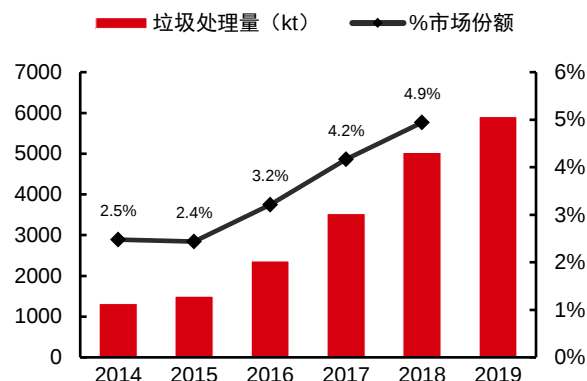
得益于焚烧发电市场的积极扩张，近年来，公司焚烧发电处理投运规模及处理量均呈现高速增长态势。2014~2019 年，公司垃圾焚烧发电投运规模从 4,800 吨/日增至 15,890 吨/日，复合年化增长率达到 27.1%，公司垃圾焚烧发电处理量从 132.0 万吨增长至 591.2 万吨，复合年化增长率达到 35.0%。

图 15: 2014~2019 年公司焚烧发电投运规模及其变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 16: 2014~2019 年公司生活垃圾处理量及焚烧市场份额 (%)



资料来源: 公司公告, 环境统计年鉴 (生态环境部), 中信证券研究部

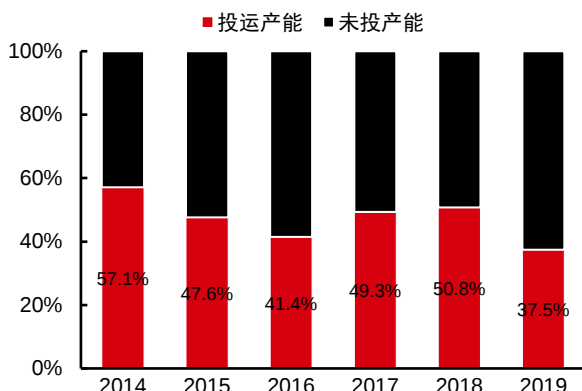
截止 2020H1, 公司已经投运的焚烧发电项目已经达到 14 个, 处理能力合计为 18,340 吨/天。已投产项目中位于广东省的焚烧项目规模为 14,290 吨/日, 占比 77.9%, 省外项目中目前仅有广西北流、广西来宾、贵州兴义与江西信丰项目处于运营状态。公司处于在建状态的共有 8 个在建项目, 处理能力合计 10,500 吨/天, 其中清远 (1500 吨/天)、简阳 (1500 吨/天)、枣庄 (1,800 吨/天)、营口 (1500 吨/天) 均为单体规模超过 1,000 吨的大项目, 在建项目中的省外项目规模占比约 50%, 未来随着在建项目逐渐投产, 省外项目对公司的业绩贡献将趋于增加。公司处于规划状态的项目有 8 个, 处理能力合计 (剔除项目二期) 8,300 吨/天。根据公司规划和项目建设节奏, 我们预计上述在建项目将于 2020~2021 年陆续全部进入投产状态; 在规划项目将于 2023 年底之前进入投产状态。

表 9: 截至 2020 年 7 月公司在建及规划中项目

项目简称	模式	股权比例	设计处理能力	垃圾处理费	状况	获得时间	预计投产时间
广东 清远项目	BOT	100%	1500+1000	81.8	建设中	2015 年 8 月	2021 年
广东 徐闻项目	BOT	100%	500+250	80.5	一二期建设中	2017 年 12 月	2020 年
广东 麻涌项目	-	49%	2250	110	建设中	2019 年 6 月	2021 年
广东 韶关项目	PPP	99.40%	700+350	88.88	建设中	2019 年 7 月	2020 年
四川 简阳项目	BOT	50%	1500+1500	65.95	建设中	2017 年 12 月	2020 年
山东 枣庄项目	BOT	51%	1000+800	49	一期技改、二期建设	2018 年 12 月	2020 年
河北 满城项目	PPP	100%	500+500	76.8	建设中	2019 年 1 月	2021 年
辽宁 营口项目	PPP	100%	1500+750	66	建设中	2020 年 1 月	2021 年
贵州 黔东项目	BOT	100%	700+350	66.8	规划中	2019 年 8 月	2022-2023 年
山西 临汾项目	PPP	98%	800+400	72.6	规划中	2018 年 12 月	2021 年
山西 浑源项目	PPP	63%	500+500	57.5	规划中	2020 年 7 月	2022-2023 年
山东 莘县项目	BOT	20%	700+500	70	规划中	2019 年 3 月	2022-2023 年
云南 瑞丽项目	PPP	90%	600+400	75	规划中	2019 年 5 月	2021 年
云南 祥云项目	BOT	100%	1000	56.8	规划中	2020 年 1 月	2022-2023 年
黑龙江 五常项目	BOT	100%	600	58	规划中	2019 年 9 月	2022-2023 年
上海 宝山项目	-	18%	3800	商讨中	规划中	2019 年 11 月	2021 年
江苏 靖江项目	PPP	80%	800+400	67.8	规划中	2019 年 12 月	2022-2023 年
江苏 泰州项目	PPP	65%	850	79.9	规划中	2020 年 7 月	2022-2023 年

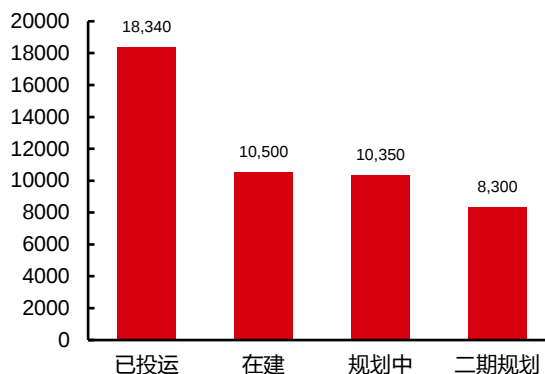
资料来源：公司公告，中信证券研究部；备注：设计处理能力单位为（吨/天），垃圾处理费单位为（元/吨）

图 17：2014-2019 年公司已投产能与未投产产能占比情况（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

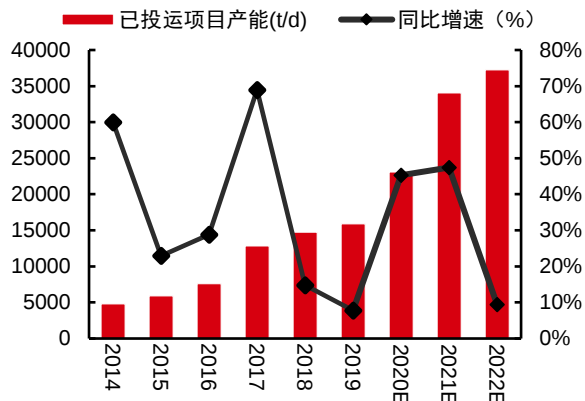
图 18：截至 2020 年 7 月公司在手产能结构（吨/日）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

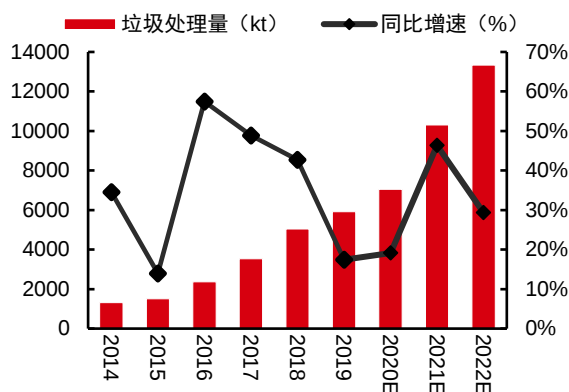
随着大量在建及拟建项目陆续进入投产周期，公司焚烧发电处理能力将延续前期的快速增长势头。我们预计 2020 年末公司投产焚烧发电投运规模增至 23,090 吨/天，同比增长 45.3%，2021 年投运规模将进一步增至 34040 吨/天，同比增长 47.4%，2021 年投运规模将增至 37240 吨/日，同比增长 9.4%，2020~2022 年投运规模复合增速为 33%。随着投运规模快速增长，我们预计公司 2020~2022 年的生活垃圾焚烧量将分别增至 70.4/103.1/133.2 万吨，2019~2022 年复合增速为 31%。

图 19：公司已投产项目处理能力预测（2014-2022E）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 20：公司垃圾处理总量预测（2014-2022E）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

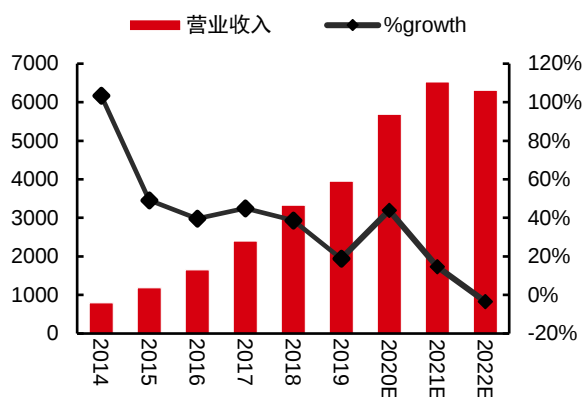
■ 业绩成长高速高质，估值安全边际突出

剔除建造影响后，盈利仍处于快速扩张通道

受益于业务快速发展，公司近年来收入利润呈现快速增长趋势，2014-2019 年，公司营业收入从 7.94 亿增至 39.52 亿港元，归母净利润从 1.91 亿增至 8.93 亿港元，复合

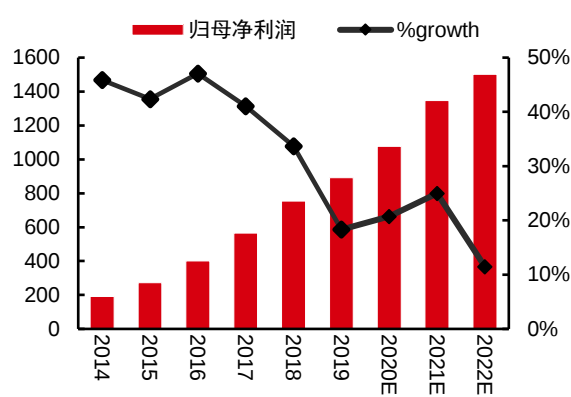
增速分别为 37.8%和 36.1%。展望 2020~2022 年，在公司焚烧发电处理能力将延续前期的快速增长势头推动下，预计公司营收和利润的高速增长态势仍能持续。我们预计公司营业收入将自 2019 年的 39.52 亿港元增至 2022 年的 63.07 亿港元，2019~2022 年的复合年化增长率为 16.9%；预计公司净利润将自 2019 年的 8.92 亿港元增至 2022 年的 15.01 亿港元，2019~2022 的净利润复合增速为 18.9%。

图 21：2014~2022 年公司营业收入（百万港元）及其增速（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 22：2014~2022 年公司归母净利润（百万港元）及其增速（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

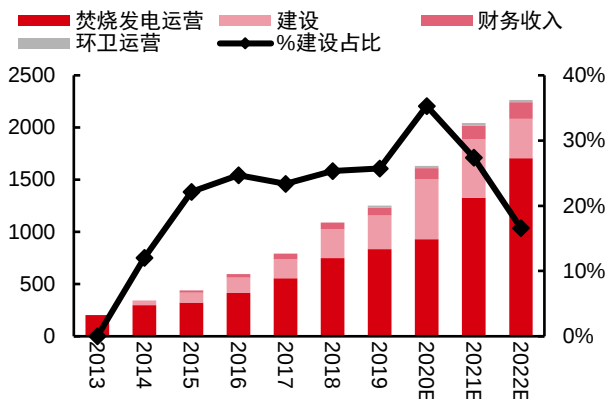
和 A 股普遍将特许经营权确认为无形资产并在后续进行摊销的会计处理方式不同，港股环保公司对于特许经营权合同采用金融资产模型进行会计处理。在资产负债表上，对于存在明确合同确定的地方政府所支付的垃圾处理费收入，公司将其确认在特许权安排的应收款科目，同时将该焚烧发电项目公允价值与特许权安排应收款科目的差值（主要构成为未来电费收入）确认为无形资产科目。在利润表上，按照金融资产模型会计确认原则，公司在焚烧发电项目 BOT 项目建造期相应确认了没有实际现金流入的建造收入和建造利润。

公司业绩以有现金流入的运营利润为主体，盈利质量较高，2019 年，建造毛利在整体毛利中占比约 25%，预计 2022 年将降至 17%。多年来，公司对于建造服务采取谨慎态度，将 BOT 建造服务毛利率确认在 16.7%的业内偏低水平。2015~2019 年，产能持续扩张推动公司建造业务收入和毛利的绝对规模迎来快速增长，其中建造毛利自 0.97 亿港元增至 3.22 亿港元，但建造毛利率确认较为谨慎以及项目投运后的运营期盈利能力突出使得建造毛利在公司整体毛利中占比近年来基本稳定在 25%左右。展望未来，从在建/拟建项目规模及建设节奏看，预计公司 2020 年迎来历史性的建造收入高峰，建设毛利规模将增至 5.76 亿港元，在整体毛利中占比增至 35%。但自 2021 年起，随着焚烧发电行业增速放缓，公司在建项目规模趋势下降以及投运存量产能的不断上升，公司建造毛利在整体毛利中占比将趋势下降，我们预计公司 2022 年建造毛利将回落至 3.76 亿港元，在整体毛利率中占比降至 17%。

在剔除建造业务贡献后，公司调整后毛利仍维持高速增长态势。由于建造业务没有真实外部现金流入，为有效评估公司实际盈利能力及盈利趋势，需要从公司盈利中

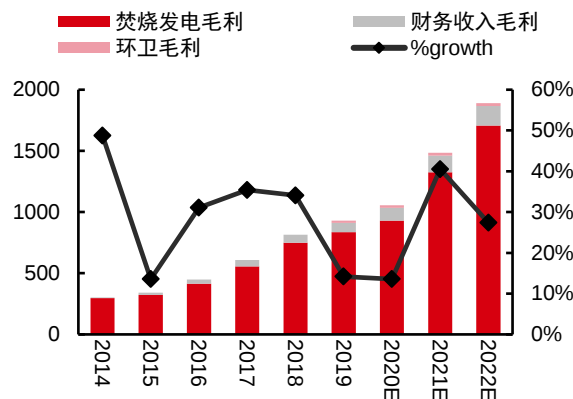
剔除建造业务影响。将建设业务毛利从整体毛利中剔除后，2013~2019 年，公司调整后的毛利从 2.02 亿港元增至 9.3 亿港元，期间复合增长率高达 28.9%。我们预计 2020-2022 年，公司调整后的毛利将进一步增至 10.56/14.83/18.9 亿港元，同比增速分别为 13.6%/40.5%/27.4%，延续前期良好的成长性。

图 23：2013~2022 年毛利构成及建造业务毛利在整体中占比 (%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 24：2014-2022 年剔除建造业务影响后的毛利及其趋势 (%)

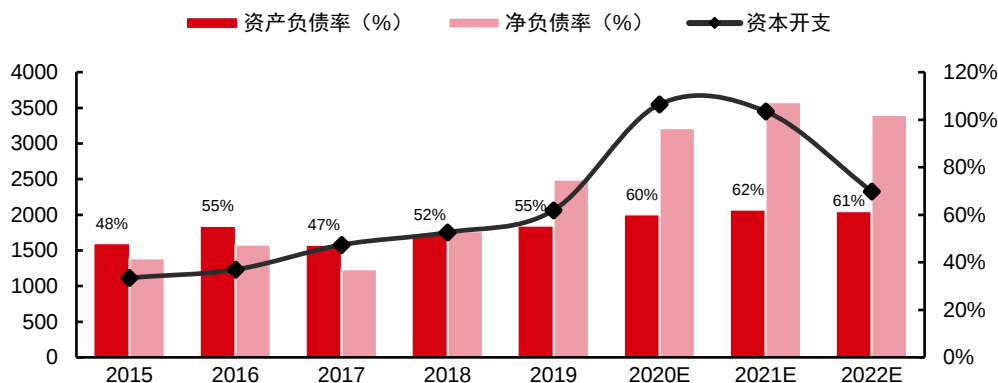


资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债率可控，预计自由现金流 2022 年转正

尽管公司处于快速扩张态势，但投运项目盈利能力突出使得公司的负债率一直处于健康水平。2019 年末，公司的资产负债率及净负债率分为 55%和 75%。考虑到 2020~2021 年有近 2 万吨焚烧发电项目投产，预计 2020~2021 年公司的资本支出分别为 35.5 和 34.5 亿港元，资本支出大规模扩张相应推动负债率提升，预计公司 2020~2021 年资产负债率升至 60%和 62%，净负债率升至 96%和 107%，对于重资本公司而言，上述负债率水平仍处于健康水平。此外，随着在手项目大规模投产周期在 2021 年结束，预计公司资产负债率及净负债率自 2022 年将进入下降周期。

图 25：2015-2022E 公司净资产负债率、净负债率 (%) 与资本开支情况 (百万港元)

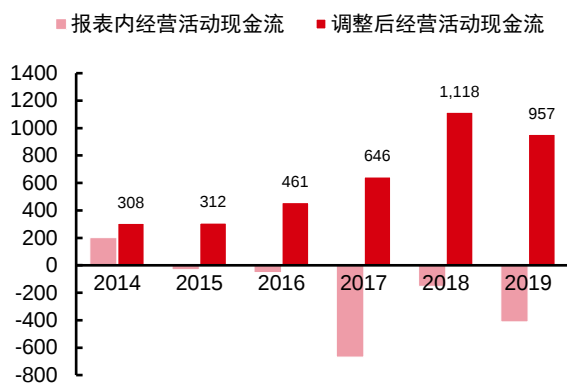


资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

在香港财务会计准则下，在现金流量表中，按照 BOT 金融资产模型会计处理会导致与 BOT 项目建设相关的大部分资本支出体现为经营活动现金流流出，而非投资活动现金流流出。由于公司持续有大量项目处于建设期，多年来资本支出均处于较高水平，相应使得上市后公司报表口径的经营活动现金流净额一直表现不佳。为评估公司实际经营活动现金流情况，需要还原公司报表，采取将 BOT 项目资本支出调整到投资活动现金流出的调整处理（类似 A 股垃圾发电公司的会计处理方式）。

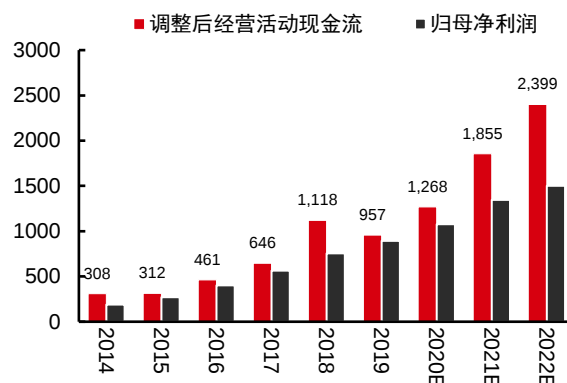
在会计调整后，公司调整后的经营活动现金流净额均为正值且规模不断攀升，和净利润匹配较好，规模已经自 2014 的 3.08 亿港元增至 2019 年的 9.57 亿港元。随着公司大量在建项目陆续进入投产周期，公司调整后的经营活动现金流净额将持续增长，我们预计 2020-2023 年，公司调整后经营活动现金流净额将增长至 12.68/18.55/23.99 亿港元。

图 26：2014~2019 年报表及调整后经营活动现金流净额（百万港元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

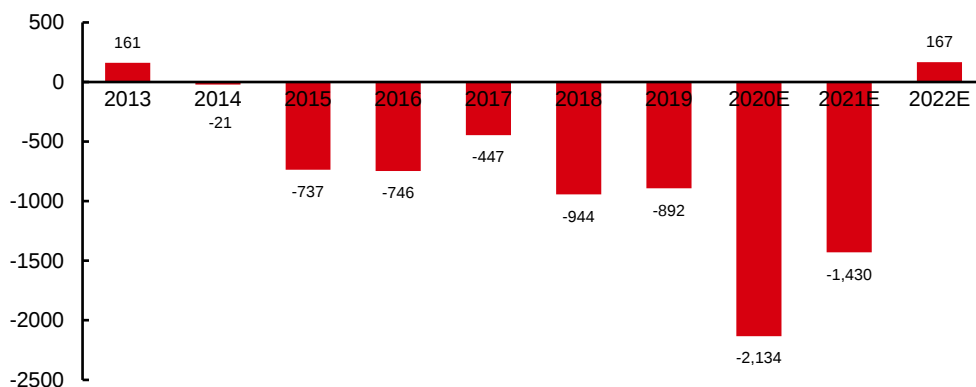
图 27：2014~2022 年调整后经营活动现金流净额及净利（百万港元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

2014 年以来，公司扩张周期带来的高资本支出使自由活动现金流长期为负，我们预计该趋势在 2020~2021 年仍将延续，且随着资本支出大规模扩张，公司自有活动现金流在 2021 将触及-21.34 亿元的历史最高流出水平。但是，随公司资本开支规模收窄，叠垃圾焚烧发电厂投产规模增加，我们预计 2022 年公司自由活动现金流将录得上市后首次为正的巨大转变，并在该时点后进入自由现金流创造周期，我们预计公司 2022 年的自由活动现金流规模为 1.33 亿港元。

图 28：2013-2022E 公司自由活动现金流变化情况（百万港元）

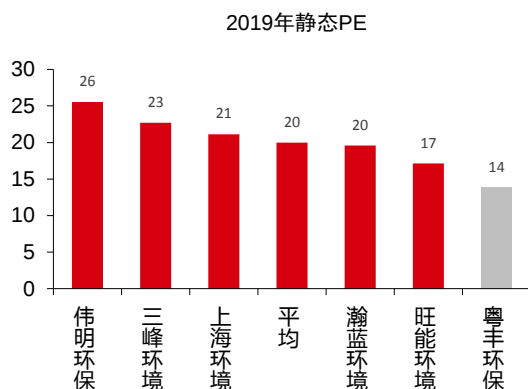


资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

公司估值具有明显安全边际

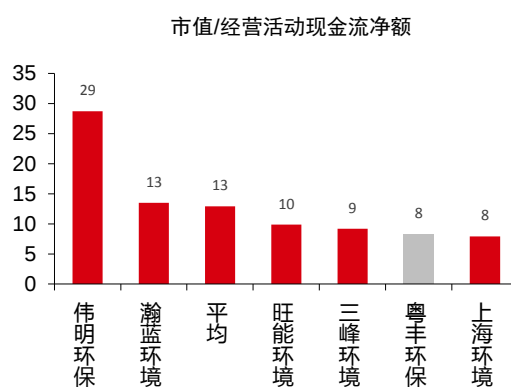
在剔除建造影响后，从市值/净利率及市值/经营现金流角度看，相比 A 股可比对手，公司估值安全边际异常突出。AH 两地环保公司对于 BOT 项目会计处理差异使得公司间比较一直较为困难，为剔除会计处理差异带来的影响，我们对公司的净利润和经营活动现金流进行调整，剔除建造收入对报表的影响，进而使得公司和 A 股竞争对手从财务上可比。在调整后，公司 2019 年的调整后净利润及调整后经营活动现金流净额分别为 5.71 亿港元和 9.57 亿港元。按照公司调整后的净利润及经营活动现金流计算，从静态 PE 角度看，公司市值/2019 年 EPS 为 14 倍，远低于主要 A 股上市可比垃圾发电公司；从市值/经营现金流角度，公司市值/2019 年经营活动现金流比率为 8 倍，也普遍低于 A 股可比垃圾焚烧发电公司。

图 29：同业可比公司 2019 年静态市盈率比较（倍）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部；注：取 2021 年 2 月 26 日各公司收盘价，EPS 取 2019 年度数据

图 30：同业可比公司市值/经营活动现金流比较（倍）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部；备注：取 2021 年 2 月 26 日各公司收盘市值，经营活动现金流取 2019 年度数据

■ 风险因素

在建项目进度不及预期、焚烧发电补贴政策调整、地方政府支付能力下降等。

■ 首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 4.50 港元

盈利预测假设

随着湛江徐闻、四川简阳、山东枣庄等垃圾焚烧发电项目陆续投运，我们预计公司垃圾发电项目投运规模 2020~2022 年将增加至 2.31/3.40/3.72 万吨/日，其中 2020~2021 年处理能力增速分别为 45.3%/47.4%，呈现爆发式增长；

公司生活垃圾处理量规模受益于投运产能规模快速增长，预计 2020~2020 年的生活垃圾焚烧量分别为 704/1,031/1,332 万吨，2019~2022 年复合增速为 31%；

由于省外扩张战略，公司在建、筹建项目垃圾处理单价略微低于目前已投产项目水平，公司投运项目平均处理费将小幅下滑，预计 2020~2022 年平均处理费分别为 93/89/88 元/吨，分别下滑 6%/4%/1%；

尽管处理费有所下滑，但公司运营效率及垃圾热值上升使得公司运营毛利率仍将稳定在较高水平上，我们预计 2020~2022 年垃圾发电运营毛利率分别为 45.9%/45.2%/45.1%；

公司建造业务毛利率维持过往一贯稳定水平，预计公司 2020~2022 年的焚烧发电建造毛利率分别为 16.7%/16.7%/16.7%。

表 10：公司盈利预测关键假设

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
人民币/港币汇率		0.82	0.86	0.87	0.84	0.86	0.88	0.88	0.88
处理能力	吨	5,900	7,600	12,840	14,740	15,890	23,090	34,040	37,240
% 变动	%	23%	29%	69%	15%	8%	45%	47%	9%
垃圾处理量	千吨	1,505	2,369	3,527	5,034	5,912	7,043	10,305	13,328
% 变动	%	14%	57%	49%	43%	17%	19%	46%	29%
发电量	兆瓦时	657	963	1,452	2,054	2,356	2,807	4,107	5,311
% 变动	%	10%	47%	51%	41%	15%	19%	46%	29%
售电量	兆瓦时	576	843	1,273	1,800	2,063	2,456	3,593	4,647
% 变动	%	10%	46%	51%	41%	15%	19%	46%	29%
平均处理费	人民币/吨	109	105	102	101	99	93	89	88
% 变动	%	0%	-4%	-3%	-1%	-2%	-6%	-4%	-1%
平均售电价格	人民币/千瓦时	0.58	0.60	0.59	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
焚烧发电运营毛利率	%	55.4%	53.4%	51.4%	47.9%	47.6%	45.9%	45.2%	45.1%

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
建造毛利率	%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

估值及评级

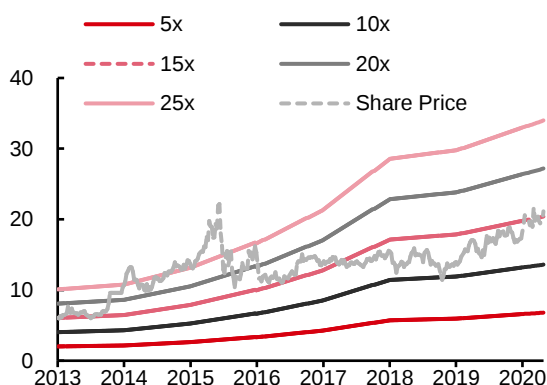
根据上述盈利预测关键假设，我们预计公司的 2020~2022 年归母净利润分别 10.77/13.46/15.01 亿港元，同比增 28.7%/31.3%/35.9%，净利润预测折算 2020~2022 年 EPS 预测分别为 0.44/0.55/0.61 元，公司当前股价对应 PE 分别为 8/6/5 倍。我们认为，公司核心看点如下：布局焚烧发电领域较早且卡位核心城市东莞，推动公司拥有一大批高质量、低建设成本的优质焚烧发电项目，且部分项目为 BOO 模式可为公司永续创造价值；1) 2020~2022 年有约 2 万吨焚烧发电项目进入投运周期，产能持续放量推动业绩延续过往高增态势，预计公司 2020~2022 年净利润复合增速为 18.0%；3) 估值具有安全边际，在经过会计调整后的公司静态市值/净利润及市值/经营活动现金流分为 14.1 倍和 8.4 倍，显著低于 A 股可比垃圾焚烧发电公司。综合考虑公司历史估值及可比公司估值水平，结合公司快速成长的业绩趋势，给予 2021 年 8 倍目标 P/E，对应目标价为 4.50 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：盈利预测及估值

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,326	3,952	5,689	6,528	6,307
增长率 YoY%	38.7	18.8	44.0	14.7	-3.4
净利润(百万元)	754	893	1077	1346	1501
增长率 YoY%	33.7	18.3	20.7	25.0	11.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.31	0.37	0.44	0.55	0.61
净资产收益率 ROE%	14.3	15.3	16.1	17.3	16.7
PE	11	9	7	6	5
PB	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9

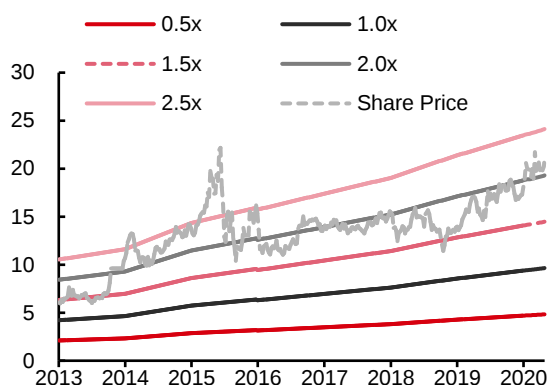
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价取 2021 年 2 月 26 日收盘价

图 31：公司 PE Band



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

图 32：公司 PB Band



资料来源：wind，公司公告，中信证券研究部

表 12：垃圾焚烧发电可比上市公司估值比较

	股价	市值	EPS			PE			PB		ROE	
			2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2018	2019
瀚蓝环境	24.35	187	1.14	1.19	1.35	21	20	18	3.2	2.8	15.0%	13.9%
旺能环境	17.22	73	0.74	0.99	0.14	23	17	14	2.0	1.8	8.5%	10.2%
上海环境	12.03	135	0.82	0.67	0.59	15	18	20	1.4	1.7	9.8%	9.5%
伟明环保	20.63	259	1.08	1.04	1.00	19	20	21	4.9	4.7	25.5%	23.8%
三峰环境	7.62	128	0.39	0.43	0.42	20	18	18	2.5	2.2	12.7%	12.3%
平均						20	19	18	2.8	2.6	14.3%	13.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部，注释：可比公司盈利预测为 Wind 市场一致预期，股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价

利润表 (百万港元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,326	3,952	5,689	6,528	6,307
营业成本	-2,229	-2,687	-4,058	-4,485	-4,042
毛利率	32.99%	32.02%	28.68%	31.29%	35.91%
一般及行政费用	-228	-242	-296	-359	-378
一般及行政费用率	6.86%	6.12%	5.20%	5.50%	6.00%
其他收入净额	121	147	150	208	262
EBIT	990	1,171	1,486	1,892	2,149
EBIT 润率	29.77%	29.63%	26.12%	28.98%	34.07%
财务费用	-170	-204	-255	-353	-434
财务费用率	5.11%	5.17%	4.48%	5.40%	6.88%
利润总额	852	1,022	1,231	1,539	1,715
所得税	-98	-130	-154	-192	-214
所得税率	11.49%	12.69%	12.50%	12.50%	12.50%
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	754	893	1,077	1,346	1,501

资产负债表 (百万港元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,317	1,020	1,417	1,946	2,773
存货	6	7	11	12	11
应收账款	260	466	553	635	613
其他流动资产	437	674	719	765	801
流动资产	2,021	2,167	2,701	3,358	4,199
固定资产	1,392	1,305	1,278	1,245	1,186
无形资产	4,962	7,112	9,778	12,288	13,815
合同工程应收账款	1,340	1,336	1,912	2,504	2,965
其他长期资产	1,204	1,546	1,546	1,546	1,546
非流动资产	8,898	11,300	14,514	17,582	19,512
资产总计	10,918	13,467	17,215	20,940	23,711
短期借款	512	815	815	815	815
应付账款	796	1,179	1,580	1,813	1,752
其他流动负债	30	61	61	61	61
流动负债	1,338	2,055	2,457	2,690	2,628
长期负债	3,617	4,562	7,047	9,462	11,093
其他长期负债	668	827	827	827	827
非流动性负债	4,285	5,389	7,874	10,289	11,920
负债合计	5,624	7,444	10,330	12,978	14,548
股本	25	24	24	24	24
资本公积	2,696	2,644	2,644	2,644	2,644
归属于母公司所有者权益合计	5,293	5,823	6,685	7,762	8,963
少数股东权益	1	199	199	199	199
股东权益合计	5,293	5,823	6,685	7,762	8,963
负债股东权益总计	10,918	13,467	17,215	20,940	23,711

现金流量表 (百万港元)

N	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	852	1,022	1,231	1,539	1,715
所得税支出	-98	-130	-154	-192	-214
折旧和摊销	284	320	393	471	524
营运资金的变化	362	191	309	150	-39
其他经营现金流	-1,554	-1,816	-3,298	-3,132	-1,976
经营现金流合计	-154	-413	-1,518	-1,164	11
资本支出	-67	-92	-100	-100	-80
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-633	-492	10	10	10
投资现金流合计	-700	-584	-90	-90	-70
发行股票	-2	-93	0	0	0
负债变化	-172	-225	2,220	2,052	1,187
股息支出	-96	-144	-215	-269	-300
其他融资现金流	1,130	1,202	0	0	0
融资现金流合计	860	740	2,005	1,783	887
现金及现金等价物净增加额	6	-257	397	529	828

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	38.72	18.83	43.96	14.73	-3.38
营业利润	32.18	18.26	26.90	27.28	13.61
净利润	33.69	18.25	20.79	24.97	11.47
毛利率	32.99	32.02	28.68	31.29	35.91
EBITDA Margin	38.19	37.75	33.04	36.20	42.38
净利率	22.68	22.59	18.94	20.63	23.80
净资产收益率	14.25	15.87	16.61	17.80	17.13
总资产收益率	6.9	29.6	26.1	29.0	34.1
资产负债率	51.5	55.3	60.0	62.0	61.4
所得税率	11.5	12.7	12.5	12.5	12.5
股利支付率	15	20	20	20	20

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者”及“认可投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。