

海螺创业：环保产业冉冉升起的新星

2019. 04. 04



萬海證券有限公司
AMC WANHAI SECURITIES LIMITED

海螺创业 (586. HK)

现价: 28.5 HKD

PE (TTM) : 7.56

PB: 1.69

推荐长期持有

2018 年业绩回顾

海螺创业 2018 年业绩报告: 收入 28.90 亿元, 同比增长 40%; 净利润 59.47 亿元, 同比增长 75%, 其中应占联营溢利达 52.75 亿元 (主要为持有海螺水泥股份所得)。主营业务增长迅速, 净利润增长 50% 至 6.72 亿元。公司拟每股派息 0.47 元, 对应派息率为 14%。

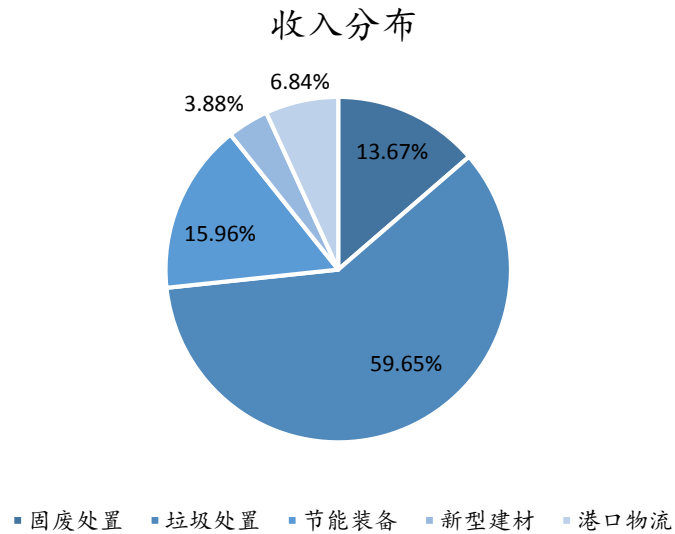
图表 1: 核心财务数据

人民币百万	2015	2016	2017	2018
营业收入	2,057	2,032	2,065	2,890
应占联营公司溢利	1,540	1,536	2,956	5,275
主营业务净利润	404	445	447	672
净利润	1,944	1,981	3,403	5,947

主营业务即将迎来大增长

海螺创业主营业务为固废危废处理, 垃圾处理, 节能装备, 新型建材和港口物流五个板块, 2018 年板块收入对总收入的贡献分别为 13.67%, 59.65%, 15.96%, 3.88% 以及 6.84%。海螺创业因持有海螺集团 49% 的股份而间接持有海螺水泥 (914. HK) 17.84% 的股份以及海螺型材 (619. SZ) 16.04% 的股份, 过去六年应占联营公司溢利占公司净利润的 70%-80%, 所以公司估值受海螺水泥的影响很大, 但预计其主营业务将迎来快速发展, 公司估值也会受到固废处理板块高 PE 估值的拉动有所提升。公司不仅背靠海螺水泥, 并于 2018 年与中国建材正式达成战略合作协议, 于中国注册成立一家外商独资公司, 全权负责经营和管理中国建材在中国的关联水泥企业的固废处置业务, 使得公司可以以低成本租用海螺水泥和中国建材遍布全国的水泥生产线, 业务成本得到有效控制。

图表 2: 收入分布



固废危废处理业务是利用水泥窑处理工业固废危废，技术得到专家肯定，且工业废弃物处理在国内市场处于供不应求的状态。公司在这个板块的业务发展迅速，2016至2018年收入年复合增长率达123%，2018年加速增长，收入较2017年增长247.55%达3.94亿元人民币，其中毛利率较高的危废处理占比78%。该板块毛利率水平高达77.56%（固废：66%，危废：81%），且危废处理价格持续上升，毛利率还有向上的空间。虽然公司采用的水泥窑协同处理危废技术可以处理的危废种类有限，但其成本低，使得公司相比同业有明显的价格优势，在目前危废处理供不应求的市场情况下，处理种类上的限制并不会制约公司发展。目前公司固废处理能力为104.5万吨/年（其中危废61.16万吨/年），根据披露项目测算，2019至2023年公司固废处理能力的复合增长率为39.2%，其中2019年及2020年处理能力按年分别增长57.4%和137%。

图表 3: 固废处理业务板块主要财务数据

	2016	2017	2018
固废处理业务收入(人民币百万元)	62	114	395
同比增速		83%	248%
板块收入占总收入的比重	3.05%	5.50%	13.67%
板块毛利率	78%	75%	78%
危废处理均价(元/吨)	1,287	1,617	2,255
固废处理均价(元/吨)	596	525	321

垃圾处理业务分为水泥窑处理垃圾和炉排炉技术垃圾处理两大部分，水泥窑处理生活垃圾是利用气化炉与水泥窑相结合，使得垃圾焚烧产生的可燃气体和灰渣供给水泥生产；炉排炉技术即传统垃圾焚烧炉。2018年垃圾焚烧业务收入占总收入的59.65%，毛利率为32.29%。目前公司垃圾处理能力为213万吨，根据公司披露的项目情况测算2019-2023年公司的垃圾处理能力复合增长率为91%，其中2019、2020年增长率分别为190%和141%。

图表 4: 垃圾焚烧业务板块主要财务数据

	2016	2017	2018
垃圾焚烧业务收入(人民币百万元)	974	1,173	1,724
同比增速		20.42%	46.90%
板块收入占总收入的比重	47.94%	56.82%	59.65%
板块毛利率	40%	34%	32%
垃圾发电量(万千瓦时)	2,772	5,992	19,700

其他三个板块的业务占比较小，且不是公司重点发展方向。其中，节能装备业务主要是利用水泥生产线产生的低温废气发电以及高效节能立磨业务用于水泥、煤粉、矿渣、钢渣、粉煤灰等细粉研磨，收入在2018年占总收入的16%，净利润在主营业务净利润的占比为8.92%。新型建材在2018年亏损1300万元。港口物流盈利稳定，2018年在总收入中占比6.84%，净利润7100万元，占比主营业务净利润的10.51%。

估值与建议

目前公司股价对应7.56倍2018年每股盈利，低于同业光大绿色环保(1257.HK)9.59倍PE，且海螺创业的固废板块毛利率高应比其他环保业务估值更高。从公司签订的项目来看，至少公司2019年及2020年的主营业务增速可以保证，因此看好公司主营业务在未来几年的发展带动估值上升，建议长期持有。

图表 5: 主要财务比率

	2015	2016	2017	2018
营业收入增长率	17.68%	-1.22%	1.62%	39.95%
营业利润增长率	35.20%	38.00%	33.90%	36.40%

毛利率	38.0%	39.2%	35.0%	39.0%
流动比率	287.8%	251.0%	136.7%	279.6%
总资产收益率	10.9%	10.2%	15.7%	21.1%
净资产收益率	12.5%	11.6%	17.8%	21.8%
每股净利润	1.08	1.10	1.89	3.30
每股净资产	9.01	9.83	11.40	14.27

风险

公司可能出现产能利用率下降，主营业务增长不及预期，以及所持联营公司股份估值下降。

利益披露:

AMC Wanhai Securities Limited 有可能会从本份研究报告中涉及的上市公司获取报酬或是得到其他利益。AMC Wanhai Securities Limited 对本份研究报告涉及的上市公司投资金额（包括股票）少于这些公司的市值的1%（不包括1%）；AMC Wanhai Securities Limited与这些上市公司亦不存在投资银行业务或是做市商业关系；AMC Wanhai Securities Limited的雇员无一这些上市公司的管理人员，撰写本份报告的分析员与这些上市公司没有利益关联。

免责声明:

本报告由AMC Wanhai Securities Limited发布。本份报告包含的内容是保密的，仅供它旨在的接收方使用。报告的内容，不管是部分还是全部，可能不能以任何用途或目的，由其他方复制、转发和发布。

本份报告根据公开信息撰写，这些公开信息俱理被认为是可信赖的。此外，本份报告不是买入或是卖出证券、商品和货币的邀约，本报告不是依据个案而定的投资建议，撰写本报告没有考量到接收方的财务状况和目的的因素。合理的投资建议应当考虑投资者的具体状况和投资目的，本份报告涉及的公司或其他投资标地的可能并不适合所有的投资者。不能完全依赖本报告或是替代个别判断。

本份报告可能对其提及的证券、商品和货币的预期表现进行预测、估计和陈述。这些预测、估计和陈述基于我们认为可信赖的信息，这些信息可能反映了对经济状况的各种预期，而这些预期可能未被证实或正确。我们不担保预期的正确性。我们于本报告表达的观点可能会改变。

© 2019, AMC Wanhai Securities Limited. All rights reserved.



联系方式:

香港上环干诺道中168-200号信德中心西座1605室

电话: +852 3702 7008

传真: +852 2151 1778

电邮: info@wanhaisec.com