

證券業務部每周證券評論

中國海螺創業控股有限公司 (股份代號: 00586)

China Conch Venture Holdings Ltd.

05 NOV 2018

目標價 \$28.20

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2017止)

每股基本盈利	人民幣1.89元
全年每股股息	人民幣0.4026元
市盈率(x)	7.98
市帳率(x)	1.32
派息比率	21.302%

資料來源:
彭博、中國海螺創業控股有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

中國海螺創業控股有限公司(以下稱“海螺創業”或“集團”)，集團於2013年6月成立，並於同年12月19日在香港聯合交易所主板成功掛牌上市。集團是節能環保解決方案的大型綜合供應商。海螺創業主要的業務涉及餘熱發電、垃圾焚燒、新型綠色節能建材、港口貿易及投資企業。而節能環保解決方案的業務，包括生產與銷售餘熱發電、立磨與垃圾焚燒以及維修與相關售後服務。港口物流服務，主要從事貨物處理、轉運及倉儲服務。投資建材公司及其他投資的業務，包括投資海螺集團公司。海螺創業在中國國內設立全資控股的安徽海創新型節能建築材料有限責任公司，並通過該公司下屬蕪湖海創實業有限責任公司間接控股安徽海螺川崎節能公司、安徽海螺川崎工程公司、揚州海昌港務事業公司(以下分別簡稱：海川節能、海川工程、揚州海昌)；且間接持有安徽海螺集團有限責任公司49%股權，而海螺集團則是海螺水泥(00914.HK/600585.SH)、海螺型材(000619)兩家上市公司的最大股東。集團與川崎重工合作開發研製了創新垃圾焚燒解決方案，該技術為世界首創，能有效解決傳統垃圾焚燒過程中所產生的兩大次級污染來源，即二噁英和重金屬問題。此外，亦引進歐洲先進技術，在安徽蕪湖和亳州兩地投資建設生產基地，生產及銷售纖維水泥板(CCA板)及木絲水泥板(WWCB板)等新型節能環保牆體建材。同時，所投資的海螺集團公司(其為海螺水泥和海螺型材的主要股東)在銷售網絡、潛在客戶和戰略夥伴上的協同效應將有效促進海螺創業的核心業務發展。

業績回顧 (截至30/06/2018止)

截止2018年6月30日止的6個月，集團上半年的收入同比下跌2%至10.2億元(人民幣，下同)；整體毛利同比增長10.6%至4.3億元；毛利率較去年同期的37.3%上升了4.8個百分點至42.1%；股東應佔溢利同比增長75.5%至25.3億元；每股基本盈利同比增長75%至人民幣1.4元。

財務方面，截止2018年6月30日止，集團的資產總值為259.31億元，較2017年12月31日的231.76億元，增長11.9%；負債總額為29.72億元，較2017年12月31日的19.65億元，增長51.3%；集團持有銀行結餘及現金為12.37億元，較2017年12月31日的14.58億元，減少15.2%；集團的流動比率為1.05x，較2017年12月31日的1.37x的流動比率下降了0.31x。集團的負債比率(即按貸款總額除以總權益計算)為3%較2017年12月31日的2%提升了1個百分點。

圖表一

業績	截至06月30日止6個月		
	2018	2017	變動%
人民幣千元			
收入	1,019,888	1,040,977	-2.0%
毛利	429,880	388,715	10.6%
毛利率	42.1%	37.3%	4.8%
股東應佔利潤	2,530,320	1,441,449	75.5%
人民幣千元	2018年6月30日	2017年12月31日	變動
總資產	25,930,899	23,176,217	11.9%
總負債	2,972,478	1,964,902	51.3%
流動比率(x)	1.05	1.37	(0.31)
現金及現金等價物	1,236,647	1,457,745	-15.2%
負債比率(%)	3.00%	2.00%	1.00%

資料來源:

圖表二

投資要點及利好因素

截至6月30日止6個月					
2018		2017			
分部收入(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
節能環保解決方案					
節能裝備	19.5%	199,090	30.5%	317,596	-37.3%
垃圾處置	51.3%	523,466	54.6%	567,974	-7.8%
固廢及危廢處置	14.3%	145,833	4.8%	49,551	194.3%
港口物流服務	10.1%	102,823	7.2%	74,967	37.2%
新型建材銷售	4.8%	48,676	3.0%	30,889	57.6%
總計	100.0%	1,019,888	100.0%	1,040,977	-2.0%
分部業績(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
節能環保解決方案	13.3%	350,938	23.9%	380,767	-7.8%
港口物流服務	1.9%	50,393	1.6%	25,230	99.7%
新型建材銷售	-0.2%	(6,078)	-0.5%	(7,455)	-18.5%
投資	85.0%	2,241,738	75.1%	1,197,706	87.2%
其他	0.0%	(1,146)	0.0%	(476)	140.8%
總計	100.0%	2,635,845	100.0%	1,595,772	65.2%
毛利(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
節能環保解決方案					
節能裝備	11.0%	47,277	25.6%	99,519	-52.5%
垃圾處置	45.2%	194,124	55.6%	215,972	-10.1%
固廢及危廢處置	27.7%	118,948	9.7%	37,665	215.8%
港口物流服務	14.1%	60,769	9.8%	38,192	59.1%
新型建材銷售	2.0%	8,762	-0.7%	(2,633)	N/A
總計	100.0%	429,880	100.0%	388,715	10.6%
毛利率(%)	2018	2017	變動%		
節能環保解決方案	%	%			
節能裝備	23.75%	31.33%	-7.58%		
垃圾處置	37.08%	38.02%	-0.94%		
固廢及危廢處置	81.56%	76.01%	5.55%		
港口物流服務	59.10%	50.95%	8.15%		
新型建材銷售	18.00%	-8.52%	N/A		
總計	42.15%	37.34%	4.81%		

資料來源: 中國海螺創業控股有限公司

湖、弋陽等項目投產，增加集團收入。分部稅前利潤同比下跌 7.8%至 3.51 億元；分部毛利同比增長 2.04%至 3.6 億元。分部毛利率，節能裝備業務今年上半年的毛利率較去年同期的 31.33%下跌了 7.58 個百分點至 23.75%。毛利率下跌主要由於市場需求下跌及原材料價格上升影響；垃圾處置業務今年上半年的毛利率較去年同期的 38.02%下跌了 0.94 個百分點至 37.08%；固廢及危廢處置今年上半年的毛利率較去年同期的 76.01%上升了 5.55 個百分點至 81.56%，毛利率上升主要是新增產能投產及提升處置價格所致；

港口物流服務：佔集團整體收入 10.1%的港口物流服務分部，其今年上半年的收入同比增長 37.2%至 1.03 億元。分部收入上升主要由於集團積極開拓物流市場，吞吐量及裝卸價格同比增長所致，其中吞吐量同比增長 27%至 1,738 萬噸。分部稅前利潤同比增長 99.7%至 5,039.3 萬元。分部毛利同比增長 59.1%至 6,076.9 萬元。分部毛利率較去年同期的 50.95%提升了 8.15 個百分點至 59.10%；

新型建材銷售：佔集團整體收入 4.8%的新型建材銷售分部，其今年上半年的收入同比增長 57.6%至 4,867.6 萬元，收入增長主要由於集團加強市場推廣和行業深度合作，量價同比增長影響，其中銷售 ACA 標板 356 萬平方米，同比增長 34%，銷價同比增長 18%。分部稅前虧損收窄至 607.8 萬元。

投資：稅前利潤同比增長 87.2%至 22.42 億元。

- 政策扶持。**海螺創業主要的業務涉及餘熱發電、垃圾焚燒、新型綠色節能建材、港口貿易及投資企業。而在節能環保解決方案的業務中，垃圾處置、固廢及危廢處置的收入已佔集團整體收入的 65.6%。

去年國家在十九大報告中提出加快生態文明體制改革，建設美麗中國，並把生態文明建設提高到“千年大計”的新高度，同時首次明確了基本實現美麗中國的具體時間節點為 2035 年。國家主席習近平指出要構建市場導向的綠色技術創新體系，發展綠色金融，壯大節能環保產業、清潔生產產業、清潔能源產業。推進能源生產和消費革命，構建清潔低碳、安全高效的能源體系。推進資源全面節約和循環利用，實施國家節水行動，降低能耗、物耗，實現生產系統和生活系統循環鏈接。並要在構建市場導向的綠色技術創新體系上，發展綠色金融，壯大節能環保

投資要點及利好因素

產業、清潔生產及能源產業。持續實施大氣污染防治行動，打贏藍天保衛戰。加強固體廢棄物和垃圾處置。

在生活垃圾的處理上，根據“十三五”規劃，到2020年我國常住人口城市化率將提升至60%。隨著城市化規模的持續擴大，加之垃圾填埋方式大量佔用土地資源，垃圾焚燒發電成為目前固廢處理減量化、資源化、無害化的最佳選擇。而在《“十三五”全國城鎮生活垃圾無害化處理設施建設規劃》提出，到2020年底，直轄市、計畫單列市和省會城市（建成區）生活垃圾無害化處理率達到100%；其他設市城市生活垃圾無害化處理率達到95%以上，縣城（建成區）生活垃圾無害化處理率達到80%以上，建制鎮生活垃圾無害化處理率達到70%以上，特殊困難地區可適當放寬。當中到2020年底，城市生活垃圾焚燒處理能力佔無害化處理總能力的50%以上，其中東部地區達到60%以上。

在固體廢物及危廢處理上，“十三五”期間，隨著危險廢物範圍擴大，市場規模提升，監管力度加強，將會有越來越多的增量危廢進入市場，將促使我國危廢處理行業向有序、高速發展。根據E20環境研究院預測，到2020年，我國危廢市場有望形成2000億元以上的規模。而國內現時危廢產量近9000萬噸，但持有經營許可證處理危險廢物利用處置率不足20%。當中有很大部份的危險廢物由不當的手法處理掉，嚴重影響生態環境。亦顯示出危廢處理市場仍有很大可發展的空間。今年上半年集團的固廢及危廢處置收入佔比由2017年同期的4.8%提升至14.3%，收入大增主要由於有2個項目建成投運，令固廢處理產能新增24萬噸/年，相信在固廢危廢處理需求及集團處理能力增加下，未來固廢危廢處理的收入將會成為集團的另一增長點。

圖表三

業務	建設情況	項目	年產能	預計建成時間
固廢處置項目	在建項目	安徽省宿州市	2x10萬噸	一萬：2018年8月(分兩期建設)
		廣西省興業縣	2x10萬噸	一萬：2018年8月(分兩期建設)
		安徽省蕪湖縣(二期)	10萬噸	2018年10月
		陝西省千陽縣	10萬噸	2018年10月
		江西省弋陽縣(二期)	10萬噸	2019年3月
		重慶市忠縣	2x10萬噸	兩期：2019年3月
		小計	90萬噸	
	報批待建	四川省廣元市	10萬噸	2018年12月
		雲南省文山	2x10萬噸	一期：2019年3月；二期：2019年6月
		湖南省石門縣	10萬噸	2019年4月
		山東省泗水縣	10萬噸	2019年4月
		湖南省祁陽縣	10萬噸	2019年5月
		貴州省清鎮市	10萬噸	2019年5月
		陝西省銅川市	10萬噸	2019年8月
		陝西省咸陽市	30萬噸	2019年6月
		重慶市梁平縣	10萬噸	
		湖南省臨湘市	10萬噸	
	雲南省保山市	10萬噸		
	小計	140萬噸		
爐排爐垃圾焚燒發電	在建項目	安徽省霍邱縣(二期)	14萬噸	2018年10月
		雲南省高明縣	10萬噸	2018年10月
		新疆區沙車縣	2x10萬噸	兩期：2018年12月
		新疆區博樂市	10萬噸	2018年12月
		江西省上高縣	14萬噸	2018年12月
		江西省弋陽縣	2x10萬噸	一期：2019年2月；二期：2019年8月
		山東省泗水縣	14萬噸	2019年5月
		陝西省洋縣	10萬噸	2019年7月
		湖南省澧縣(二期)	14萬噸	2019年8月
		小計	126萬噸	
	報批待建	貴州省習水縣	14萬噸	2019年9月
		重慶市石柱縣	10萬噸	2019年9月
		安徽省舒城縣	14萬噸	2019年10月
		安徽省霍山縣	14萬噸	2019年10月
		陝西省銅川市	18萬噸	2019年11月
		貴州省福泉市	10萬噸	2019年11月
		陝西省咸陽市	2x50萬噸	2020年1月(分兩期建設)
	湖南省臨湘市	2x10萬噸	分兩期建設	
	雲南省保山市	2x14萬噸	分兩期建設	
	越南太原省	18萬噸	2020年3月	
	內蒙古區滿洲里市	14萬噸		
	小計	260萬噸		
利用水泥窯協同處理城市生	在建項目	廣西區興安縣	10萬噸	預計2018年8月投產
	雲南省盈江縣	7萬噸	預計2019年3月投產	
	小計	17萬噸		

資料來源：中國海螺創業控股有限公司

項目。包括：固廢處置項目25個、爐排爐垃圾發電項目25個、水泥窯處置垃圾項目17個、黑臭水體治理項目2個。其中，已建成的環保項目達28個。包括：固廢處置項目8個、爐排爐垃圾發電項目5個、水泥窯處置垃圾項目15個，已達年處置生活垃圾179萬噸、固廢危廢64.5萬噸的規模；在建中的環保項目有17個。包括：固廢處置項目6個、爐排爐垃圾發電項目9個、水泥窯處置垃圾項目2個，合共有年處置生活垃圾143萬噸、固廢危廢90萬噸的規模；而報批待建的環保項目有22個。包括：固廢處置項目11個、爐排爐垃圾發電項目11個，

投資要點及利好因素

合共有年處置生活垃圾 260 萬噸、固廢危廢 140 萬噸的規模。

2018 年上半年，集團共新簽約 17 個環保項目，其中：固廢處置項目 6 個，爐排爐垃圾發電項目 10 個，黑臭水體項目治理項目 1 個；超額完成了年初制定的全年項目簽約任務，並在越南實現了首個海外爐排爐垃圾發電項目簽約。而 6 個新簽的固廢處置業務，包括有重慶梁平、陝西銅川、貴州清鎮、陝西咸陽、湖南臨湘、雲南保山。今年上半年，在建項目也在按期推進，預計下半年將會有安徽宿州、廣西興業、蕪湖二期、陝西千陽等 4 個項目陸續投產運營，屆時產能規模將達到 115 萬噸/年，定會為業績增長提供有力支撐。在爐排爐垃圾焚燒發電方面，自 2018 年以來，集團爐排爐垃圾發電項目市場拓展超預期，新增簽約共 10 個項目。其中，陝西省咸陽市為年處置產能 100 萬噸的大型項目。而集團預計下半年將有雲南嵩明、江西上高、霍邱二期等 5 個項目陸續投產運營。與此同時，集團正全力推進越南、印尼、摩洛哥、泰國等海外項目發展。

雖然今年上半年集團的垃圾處理收入同比有所減少，但是隨著下半年石柱、習水、舒城、霍山、銅川、福泉等 6 個項目開工建設，雲南嵩明、江西上高、霍邱二期、新疆莎車、博樂等 5 個項目進入建設中後期，並計劃於年底投入運營；屆時將垃圾處置板塊收入將會進一步增加。而在總產能上(包括已建成、在建中及報批待建的)集團的固廢處置產能增較 2017 年 12 月 31 日增長 37.3% 至 294.5 萬噸；爐排爐垃圾發電的產能較去年底增長 90.2% 至 447 萬噸，若全部興建中及報批待建的產能全部建成投產，集團的收入得到倍數的增長。

股價走勢

集團於 11 月 2 日的收市價為 \$24.20，股價按年升 51.63%。近月集團股價由 7 月中 30 元以上的位置跌至近日的低位 20.35 元，主要因為中美貿易關係緊張市場氣氛轉差下，集團的股價於高位回落。現時 14 天相對強弱指數處於 50.0058 的水平，股價分別於 10 天及 20 天移動平均線以上，而 MACD 線及訊號線於利淡的區間內，集團股價或有望於低位回升。隨著集團下半年有多個項目投產，增新產能增加，加上水泥行業的復甦，集團 2018 年全年的收入將會加快增長。投資者可考慮於 24 元以下的位置增持或吸納，相信集團未來可繼續受惠國策扶持業務規模擴大下增加收入。

資料來源：彭博

估值預測

以 11 月 2 日的收市價 \$24.2 計算，其市盈率及市帳率分別為 8.56 及 1.72 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低的水平。集團擁節能、環保、新型建材三大產業，雖然今年上半年集團的收入垃圾發展項目審批時間加長導致建造收入減少而下跌，但因來源於聯營公司海螺集團公司利潤增長，而海螺創業目前持有海螺集團 49% 的股權，帶動集團今年上半年應佔聯營公司利潤同比增加 87.2% 至 22.42 億元，佔集團期內利潤 87.13%，比重較去年同期提升 8.13 個百分點。相信隨著水泥行業復蘇，而踏入第四季水泥開工的旺季，加上國家為穩經濟加大基建投資下，集團未來從海螺集團取得的收入將會繼續增加。由年初至今集團新簽約 17 個環保項目，其中：固廢處置項目 6 個，爐排爐垃圾發電項目 10 個，黑臭水體項目治理項目 1 個；超額完成了年初制定的全年項目簽約任務，並在越南實現了首個海外爐排爐垃圾發電項目簽約。截至 2018 年 6 月 30 日止，集團共有 39 個合共有年處理生活垃圾 403 萬噸、固廢危廢 230 萬噸的產能尚待釋放，相信尚未釋放的產能將會帶領集團未來三年的業績進入高增期。未來集團將會在全國範圍內繼續實施利用水泥窯協同處置工業固廢危廢合作，力爭完成具有戰略意義的省份的項目佈點，爭取到「十三五」末，努力形成 500 萬噸的年處置規模，即固廢及危廢處理容量的 2018-2020 年目標分別為 130 萬噸、240 萬噸及 500 萬噸；爐排爐容量目標則分別為 140 萬噸、280 萬噸及 500 萬噸。到 2023 年末形成固廢危廢 1000 萬噸/年、爐排爐垃圾焚燒發電 1500 萬噸/年的處置規模的目標。集團作為內地水泥窯處置危廢行行業的龍頭，在國家重視環保下，相信集團有能力達到訂下的目標，集團未來的收

估值預測

入將會在積極擴大產能及處理能力下而不斷增長。所以會將海螺創業的目標價定在\$28.2 即相當於 7.704 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 16.53%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 若節能減排的目標未能達到政府的要求，會影響集團的收入
- 水泥餘熱發電行業的競爭激烈，導致銷售價格下降，使集團收入佔比最大的餘熱發電分部的毛利率有所下降
- 水泥行業仍是去除過剩產能的行業，限制水泥產能仍在進行當中，會影響集團餘熱發電
- 集團收入下降的主要原因是國家環保審批力度的加強，令集團今年上半年垃圾發電項目審批時間加長導致建造收入同比減少

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：投資涉及風險，證券價格有時會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能多賺取利潤，反而可能會招致損失。

本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內任何資料或意見均不構成或被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。