

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.

21 AUG 2019

前日收市價 (16/08/2019)	\$25.60
-----------------------	---------

目標價	\$29.60
-----	---------

股份資料 (截止 16/08/2019)

52周高位: HK\$28.90

52周低位: HK\$20.35

市值: HK\$46,201.6
(百萬)

已發行股數: 1,804.8(百萬)

買賣單位: 500股

重點財務數據 (截至31/12/2017止)

每股基本盈利 人民幣3.30元

全年每股股息 人民幣0.46925元

市盈率 (x) 6.20

市帳率 (x) 1.43

派息比率 14.22%

資料來源:
彭博、中國海螺創業控股有限公司
、AAStock

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

公司簡介

中國海螺創業控股有限公司(以下稱“海螺創業”或“集團”)，公司於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等行業。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31/12/2018止)

截止2018年12月31日止的12個月，集團的收入同比增長39.9%至28.9億元(人民幣·下同)；整體毛利同比增長55.7%至11.26億元；毛利率較去年同期的35%上升了3.9個百分點至39.0%；股東應佔溢利同比增長74.8%至59.47億元；每股基本盈利同比增長74.6%至人民幣3.3元。

財務方面，截止2018年12月31日止，集團的資產總值為332.16億元，較2017年12月31日的231.76億元，增長43.3%；負債總額為67.50億元，較2017年12月31日19.65億元，增長246.6%；集團持有銀行結餘及現金為26.74億元，較2017年12月31日的14.58億元，增長83.4%；集團的流動比率為2.8x，較2017年12月31日的1.37x的流動比率提升了1.43x。集團的負債比率為20.3%較2017年12月31日的8.5%提升了11.8個百分點。

人民幣千元	截至12月31日止12個月		
	2018	2017	變動%
收入	2,889,592	2,064,951	39.9%
毛利	1,126,268	723,324	55.7%
毛利率	39.0%	35.0%	3.9%
股東應佔利潤	5,947,269	3,403,002	74.8%
人民幣千元	2018年6月30日	2017年12月31日	變動
總資產	33,216,302	23,176,217	43.3%
總負債	6,750,441	1,964,902	243.6%
流動比率(x)	2.80	1.37	1.43
現金及現金等價物	2,673,845	1,457,745	83.4%
資產負債比率(%)	20.30%	8.50%	11.80%

資料來源: 中國海螺創業控股有限公司

投資要點及利好因素

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。在城鎮化率的不斷提升之下，自然會對城市生活垃圾焚燒發電的需求增加。近年國家繼續加大對環境治理的力度，繼續出臺相關的政策，當中包括《“十三五”全國城鎮生活垃圾無害化處理設施建設規劃》。《“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另一增長點。

而根據國家環保部規劃所推測，“十三五規劃”期間社會環保的總投資或會超過 17 萬億元人民幣。同時預計“十三五”規劃的環保行業中的生活廢物及危廢處理提升至更高層面，而“史上最嚴”的新《環境保護法》已於 2018 年 1 月 1 日起施行，按環境保護稅法規定，將應稅污染物的排放量作為計稅依據。其中大氣污染物、水污染物按照排放量折合的污染當量數確定；固體廢物按照固體廢物排放量確定；雜訊按照超過國家規定標準的分貝數確定。相信在實施後環保行業中的生活廢物及危廢處理提升至更高層面的戰略高度，在國家“美國中國”的國策下，未來會有更多政策將助推環保產業治理不斷升級，而集團擁有的水泥窯協同處置工業固廢危廢、利用水泥窯協同處置城市生活垃圾、爐排爐生活垃圾發電三類技術，在環保政策下無疑將迎來更大的發展機遇。

3. 尚未釋放的產能(圖表三)。

固廢處置:截至 2018 年 12 月 31 日，集團已建成的處理能力為 104.5 萬噸/年，在建項目的處理能力為 140 萬噸/年，報批待建的處理能力為 40 萬噸/年。

爐排垃圾發電:截至 2018 年 12 月 31 日，集團已建成的處理能力為 85 萬噸/年，在建項目的處理能力為 268 萬噸/年，報批待建的處理能力為 260 萬噸/年。

水泥窯處置垃圾:截至 2018 年 12 月 31 日，集團已建成的處理能力為 128 萬噸/年，在建項目的處理能力為 7 萬噸/年。

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	重慶市忠縣	2x10萬噸	2019年4月
		江西省弋陽縣(二期)	10萬噸	2019年6月
		雲南省文山市(一期)	10萬噸	2019年7月
		陝西省咸陽市	30萬噸	2019年8月(均為一般固費)
		重慶市梁平區	10萬噸	2019年10月(均為一般固費)
		廣西省興業縣(二期)	10萬噸	2019年10月
		貴州省清鎮市	10萬噸	2019年10月
		陝西省銅川市	10萬噸	2019年10月
		山東省泗水縣	10萬噸	2019年11月
		四川省廣元市	10萬噸	2019年12月(均為一般固費)
	湖南省祁陽縣	10萬噸	2019年12月	
	小計	140萬噸		
	報批待建	安徽省宿州市(二期)	10萬噸	
		雲南省文山市(二期)	10萬噸	
湖南省臨湘市		10萬噸		
雲南省保山市		10萬噸	水泥窯處置垃圾改為固廢處置	
小計	40萬噸			
爐排爐垃圾焚燒發電	在建項目	安徽省霍邱縣(二期)	14萬噸	2019年3月
		新疆區莎車縣	2x10萬噸	2019年6月
		新疆區博樂市	10萬噸	2019年6月
		江西省弋陽縣	2x10萬噸	一期:2019年5月;二期:2019年7月
		山東省泗水縣	14萬噸	2019年6月
		陝西省洋縣	10萬噸	2019年9月
		湖南省澧縣(二期)	14萬噸	2019年10月
		雲南省保山市	2x14萬噸	2019年12月
		貴州省福泉市	10萬噸	2019年12月
		安徽省廬江縣(一期)	18萬噸	2019年12月
		重慶市石柱縣	10萬噸	2020年1月
		陝西省咸陽市	2x50萬噸	2020年6月
		小計	268萬噸	
	報批待建	安徽省霍山縣	14萬噸	2019年9月
		安徽省舒城縣	14萬噸	2019年9月
		陝西省銅川市	18萬噸	2019年10月
		貴州省習水縣	2x14萬噸	2019年10月
		越南太原省	18萬噸	2019年11月
		內蒙古區滿洲里市	14萬噸	2020年1月(分兩期建設)
		雲南省鎮雄縣	2x18萬噸	分兩期建設
安徽省廬江縣(二期)	18萬噸	分兩期建設		
小計	260萬噸			
利用水泥窯協同處	在建項目	雲南省盈江縣	7萬噸	預計2019年3月投產
		小計	7萬噸	

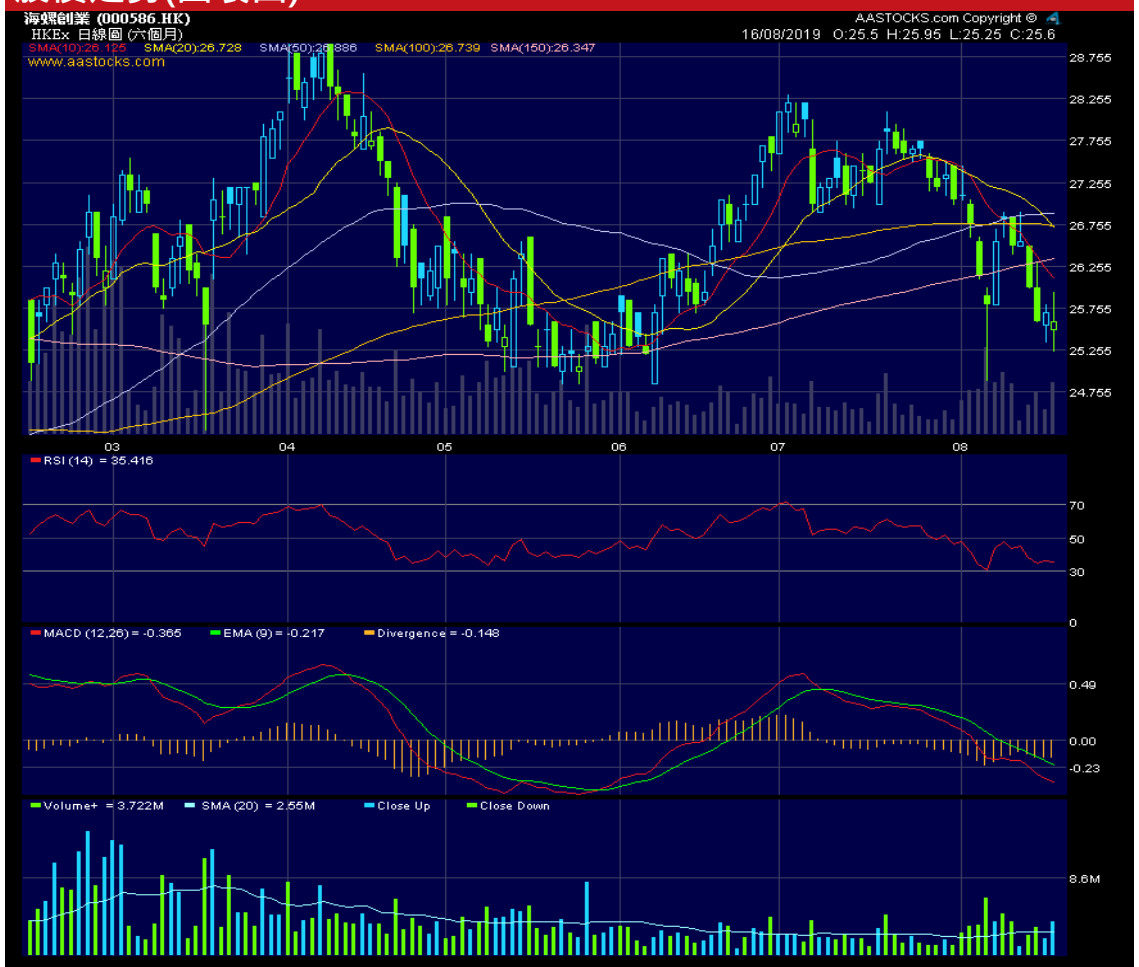
資料來源: 中國海螺創業控股有限公司

投資要點及利好因素

2018年集團新增簽約18個環保項目，分別為重慶梁平、陝西銅川、貴州清鎮、陝西咸陽、湖南臨湘及雲南保山等6個固廢處置項目；重慶石柱、安徽舒城、貴州習水、陝西銅川、陝西禮泉、貴州福泉、雲南保山、雲南鎮雄、內蒙古滿洲里及安徽廬江等10個爐排爐垃圾發電項目以及蕪湖三山區黑臭水體治理項目1個。此外，越南太原省爐排爐垃圾發電項目正式簽署合作備忘錄，集團國際化環保業務發展取得新突破。

現時集團共有715萬噸/年的處理能力仍在建設當中及報批待建當中，較已建成年處理能力317.5萬，增加1.25倍之多，若所有在手建設及待建設的項目完成落地後，眾多的儲備投入營運後集團的收入將會倍增。

股價走勢(圖表四)



資料來源: AAStock

集團於8月16日的收市價為\$25.6，股價按年跌5.36%。近月集團股價由7月28元以上的位置跌至近日的低位24.8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9天相對強弱指數處於35.416的水平，股價分別於10、20天及250天移動平均線以下。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。隨著集團未來數年將有多個項目投產，增新產能增加，加上水泥行業的復甦，集團2019年全年的收入將會加快增長。投資者可考慮於25.6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。

估值預測

以 8 月 16 日的收市價\$25.6 計算，其市盈率及市帳率分別為 6.98 及 1.61 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。集團擁有節能、環保、新型建材三大產業，2018 年集團的收入及利潤同比增長加快，主要因為佔比最多垃圾處置及固廢處置的收入增長加快。而集團現時在手的儲蓄產能充足，在建中的固廢處置產能為 140 萬噸/年，報批待建的固廢處置產能為 40 萬噸/年；在建中的爐排爐垃圾焚燒發電產能為 268 萬噸/年，報批待建的爐排爐垃圾焚燒發電產能為 260 萬噸/年；在建中的利用水泥窯協同處理城市生活垃圾產能為 7 萬噸/年，即共有 715 萬噸/年，可支撐未來數年集團的收入。今年上半年新簽的項目超過預期，已分別簽約了 5 個水泥窯協同處置固廢危廢項目，以及 13 個爐排爐垃圾焚燒發電項目，當中包括了 3 月時集團與中國建材合資成立的“海建香港控股”，主要負責投資、經營及管理中國建材從事水泥相關業務的若干附屬公司現有及未來的固廢處置業務，預計規劃處置產能不少於 300 萬噸/年；4 月及 5 月時集團分別與內蒙古蒙西水泥股份及中國山水水泥集團簽署戰略合作框架協議，根據山水水泥的協議雙方達成共同開拓山水水泥相關水泥熟料基地企業生產綫所覆蓋區域的水泥窯協同處置工業固廢危廢項目及共同構建上下游產業鏈子。現時海螺創業目前間接持有海螺水泥(00914)36.4%股權，今年第一季海螺水泥的收入同比增長 63%至 305.01 億元，股東應佔溢利同比增長 27%至 60.81 億元，業績增長超過預期，相信隨著國家為穩經濟加大基建投資下，集團未來從海螺水泥取得的收入將會繼續增加。現時國家仍將堅持著重綠色發展和生態文明建設，環保產業仍是國家重點關注和支持的產業，隨著經濟發展加快，城鎮化規模增加，集團制定了 2019 - 2023 年發展規劃，將爭取於 2023 年全力實現「1133」的發展目標，即：固廢處置簽約年處置能力 1,000 萬噸，爐排爐垃圾發電簽約年處置能力 1,800 萬噸，新型建材「ACA」(Anhui Conch Cellulose Fiber Cement Boards, Autoclaved)板產銷量 3,100 萬平方米，港口物流吞吐量 3,600 萬噸。若集團能達到所訂下的長遠目標，而集團作為內地水泥窯處置危廢行業的龍頭，在國家重視環保，加上集團積極擴大產能及處理能力之下，未來集團的收入將會得到不斷的增長。所以會將海螺創業的目標價定在\$29.6 即相當於 7.329 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 15.63%的潛在升幅。

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仕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。本研究報告內的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所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。