

全年产能加速释放，经营效率提升现金流转正

绿色动力(601330)

评级:	买入	股票代码:	601330
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	12.48/8.98
目标价格:	13.80	总市值(亿)	110.08
最新收盘价:	9.48	自由流通市值(亿)	24.24
		自由流通股数(百万)	255.65

事件概述

2021年3月30日，公司发布2020年年度报告，全年公司实现营业收入22.78亿元，同比增长29.97%；实现归母净利润5.03亿元，同比增长20.98%，基本每股收益为0.43元。

分析判断:

▶ 业绩符合预期，在建项目加速投产提振业绩。

2020年公司实现营业收入22.78亿元，同比增长29.97%；实现归母净利润5.03亿元，同比增长20.98%，公司计提无形资产减值准备0.61亿元，业绩符合我们之前预期。全年公司在建项目有序投产，运营规模的增加，保障了业绩稳步上升。2020年公司新投产5个项目，合计新增处理能力6100吨/日，投产项目数量与新增产能均创历年新高，累计运营项目垃圾处理能力达到2.7万吨/日。2020年，公司共处理生活垃圾897.32万吨，同比增长24.75%，处理秸秆35.35万吨；实现上网电量（含秸秆发电）为29.11亿度，同比增长37.75%。截至2020年底，公司仍有8个在建项目，正有序建设中，其中永嘉二期项目已完成施工总量的90%，平阳二期项目已完成施工总量的86%，石首项目已完成施工总量的85%，葫芦岛危废项目已完成施工总量的71%，金沙项目已完成施工总量的39%，莱州项目已完成施工总量的15%，葫芦岛发电项目、朔州项目实现开工。2021年，永嘉二期、平阳二期、石首二期均有望投产，届时公司将新增运营规模2200吨/天。除了在建项目外，公司2020年在项目拓展上依旧表现优秀，新增5个特许经营项目，累计新增总处理规模6300吨/日，保障公司后续业绩稳步增长。

▶ 经营性活动现金流近4年首次转正，吨垃圾发电量提升13.30%。

2020年，公司实现经营性活动现金流净额为2.30亿元，自2016年底来首次转正。虽然公司因财务习惯，将垃圾焚烧项目长期应收款本金增加额计入经营性现金流流出，而大部分公司会将其放入投资活动现金流流出中，而由此导致近年经营性活动现金流净额持续为负。但今年在长期应收款本金增加额支出增长5%的基础上，依然实现了全年经营性活动现金流净额4年来的首次转正，主要还是因为公司处理的垃圾量增多致现金流转正，而非财务指标调整所致。公司截至2015年底投产产能为5850吨/日，近四年以年均3340吨/日的速度完成投产，2020年投产了6100吨/日，项目近5年都处于新项目持续爬产期，但经过前4年培育后已陆续转入经营稳定期，最明显的变化是公司吨发电量开始向行业优质公司看齐。公司2019年吨垃圾发电量为325.62度，2020年吨垃圾发电量为368.92度，较去年增长13.30%，在此带动下公司毛利率增长至57.51%，较去年同期提升3.53个百分点。

▶ 非公开发行圆满完成，财务结构得到优化。

2020年12月9日，公司完成非公开发行A股，发行数量约2.32亿股，每股发行价7.82元。本次非公开发行股票所募集资金净额约为人民币17.86亿元，本次成功发行将有效提升公司的资金实力，进一步增强公司的核心竞争力，优化了公司财务结构，极大改善公司目前资本负债情况。2015年开始，公司密集开展项目建设，垃圾焚烧项目属于重资产行业，前期投入较大，公司每年资本开支过高，负债也相应提高。全年，公司财务费用为4.46亿元，同比增长35.88%，相应公司的资产负债率之前几年均维持在70%以上高位，截至2020年底公司资产负债率有所下降，来到66.87%。所以此次定增的完成，有效缓解了公司当前紧张的财务状况。未来随着公司运营规模

不断增加，产能爬坡逐步完成，运营效率提升带来充沛的现金回流，将再次改善公司财务结构，也有助于公司未来在建及筹建项目顺利开展，实现内在循环的持续发展。

投资建议

2020 年，公司产能投产步伐加快，新投产项目数量和规模均创历史新高，未来几年，公司仍将保持项目有序开发投建的步伐，为业绩增长提供保障。公司近 4 年高投产速度下的运营项目，产能利用率及运营管理已步入稳定期，今年起吨发电量提升明显，逐渐释放增长后劲。我们维持之前 2021-2022 年盈利预测不变，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年的营业收入分别为 26.05 亿元、30.3 亿元、36.47 亿元，同比增速分别为 14.4%、16.3%、20.4%；归母净利分别为 6.68 亿元、7.70 亿元、9.22 亿元，同比增速分别为 32.6% 和 15.4%、19.7%。EPS 分别为 0.48、0.55、0.66 元，对应 PE 分别为 19/17/14 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 存量项目进补贴清单进展缓慢；
- 2) 补贴清单中的项目电价补贴发放周期拉长；
- 3) 公司项目爬坡不及预期，产能利用率不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,752	2,278	2,605	3,030	3,647
YoY (%)	53.7%	30.0%	14.4%	16.3%	20.4%
归母净利润(百万元)	416	503	668	770	922
YoY (%)	13.8%	21.0%	32.6%	15.4%	19.7%
毛利率 (%)	54.0%	57.5%	54.0%	54.0%	54.1%
每股收益 (元)	0.30	0.36	0.48	0.55	0.66
ROE	12.6%	9.2%	10.8%	11.1%	11.7%
市盈率	31.14	25.74	19.41	16.83	14.06

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,278	2,605	3,030	3,647	净利润	528	668	771	923
YoY (%)	30.0%	14.4%	16.3%	20.4%	折旧和摊销	240	160	195	295
营业成本	968	1,198	1,394	1,675	营运资金变动	-1,094	393	113	46
营业税金及附加	47	55	63	76	经营活动现金流	230	1,669	1,627	1,912
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-1,599	-2,203	-1,896	-1,868
管理费用	161	206	232	279	投资	-19	-703	-703	-703
财务费用	446	470	492	542	投资活动现金流	-1,644	-2,856	-2,598	-2,570
资产减值损失	-77	-10	-9	-8	股权募资	67	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	债务募资	3,959	2,500	2,450	2,350
营业利润	627	771	896	1,073	筹资活动现金流	2,653	2,062	1,912	1,710
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	1,241	875	941	1,051
利润总额	628	771	896	1,073					
所得税	99	102	125	151	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	528	668	771	923	成长能力				
归属于母公司净利润	503	668	770	922	营业收入增长率	30.0%	14.4%	16.3%	20.4%
YoY (%)	21.0%	32.6%	15.4%	19.7%	净利润增长率	21.0%	32.6%	15.4%	19.7%
每股收益	0.36	0.48	0.55	0.66	盈利能力				
					毛利率	57.5%	54.0%	54.0%	54.1%
					净利率率	23.2%	25.7%	25.4%	25.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	2.9%	3.1%	3.1%	3.2%
货币资金	1,608	2,483	3,424	4,475	净资产收益率 ROE	9.2%	10.8%	11.1%	11.7%
预付款项	15	32	30	38	偿债能力				
存货	37	46	53	64	流动比率	0.70	0.83	0.98	1.15
其他流动资产	1,669	1,913	2,224	2,610	速动比率	0.59	0.72	0.86	1.01
流动资产合计	3,329	4,475	5,731	7,186	现金比率	0.34	0.46	0.59	0.71
长期股权投资	66	69	72	75	资产负债率	66.9%	69.7%	71.0%	71.6%
固定资产	53	52	65	78	经营效率				
无形资产	7,366	9,348	10,981	12,509	总资产周转率	0.13	0.12	0.12	0.13
非流动资产合计	14,117	16,803	19,197	21,464	每股指标 (元)				
资产合计	17,446	21,278	24,928	28,650	每股收益	0.36	0.48	0.55	0.66
短期借款	2,495	2,495	2,495	2,495	每股净资产	3.94	4.42	4.97	5.63
应付账款及票据	1,291	1,784	2,007	2,410	每股经营现金流	0.17	1.20	1.17	1.37
其他流动负债	945	1,116	1,322	1,369	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,732	5,395	5,824	6,274	估值分析				
长期借款	6,415	8,915	11,365	13,715	PE	25.74	19.41	16.83	14.06
其他长期负债	519	519	519	519	PB	2.19	2.11	1.87	1.65
非流动负债合计	6,934	9,434	11,884	14,234					
负债合计	11,666	14,829	17,708	20,508					
股本	1,393	1,393	1,393	1,393					
少数股东权益	293	293	294	295					
股东权益合计	5,780	6,449	7,220	8,142					
负债和股东权益合计	17,446	21,278	24,928	28,650					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。