

2021 年中报点评：业绩稳步增长，打开农业沼气发电广阔空间

买入（维持）

2021 年 08 月 26 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

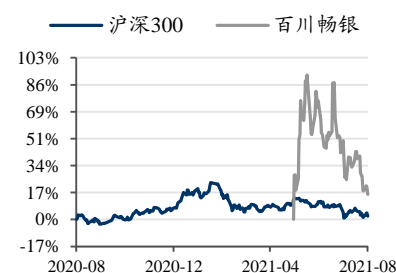
zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	519	648	935	1,182
同比（%）	11.8%	25.0%	44.2%	26.4%
归母净利润（百万元）	125	160	234	302
同比（%）	3.0%	27.8%	46.6%	29.0%
每股收益（元/股）	1.04	0.99	1.46	1.88
P/E（倍）	40	42	29	22

投资要点

- **事件：**2021 年上半年公司实现营收 2.51 亿元，同减 0.73%；归母净利润 0.75 亿元，同增 12.03%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同增 7.99%。
- **业绩稳步增长，牧原合作落地打开农业沼气发电广阔空间。**2021H1 公司综合毛利率为 46.23%，同增 1.14pct。其中，沼气发电实现营收 2.31 亿元，同降 7.20%，主要系 2020 年 1 月 20 日之后投产的项目补贴未确认收入所致，毛利率 45.86%，同增 0.86pct，成本控制能力进一步加强。据官网披露，截至 2021 年 8 月 11 日，公司今年已有 6 个项目并网投产，装机量合计 **12.35MW**，较 2020 年底提升 7.21%，其中 **1）填埋场沼气发电：**潼南项目（3MW）、南召项目（1.5MW）、南康项目（5MW）、濮阳台前项目（1.5MW）和广西全州项目（1MW）；**2）养殖场粪污沼气发电：**牧原社旗县养殖八场粪污沼气发电项目（0.35MW）。该项目是公司 和牧原股份粪污综合处理合作中首期建成发电项目，立项到建设完成历时 3 个月，供电量 120 万度/年，CO2 减排量超过 7900 吨/年。**公司和牧原实现养殖粪污综合利用共赢局面，打开农业沼气利用广阔空间。**
- **加速碳交易布局优先受益，VCS 年内有望取得实质性收益。**2021H1 公司增加碳交易部门人员并扩大合作范围，加速 VCS 和 GS-VER 的注册、核证与交易工作，公司已有 4 个项目完成 VCS 注册，年内有望取得实质性收益；提前应对 CCER 重启，尽量尽早对项目备案、注册与核证。
- **经营性现金流净额维持正常水平。**1）2021 年上半年公司经营活动现金流净额 0.43 亿元，同减 2.4%；2）投资活动现金流净额-0.86 亿元，同减 39.30%；3）筹资活动现金流净额 3.55 亿元，同增 1423.82%。
- **填埋气发电减排效应显著，碳交易增厚收益 102%~339%。**全国碳市场启动后 CCER 需求释放，短期稀缺价格看涨。填埋气发电电度减碳 **0.00578tCO2**，30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。公司具备成熟的碳资产开发团队，受益碳交易弹性最大，CCER 碳价 30/60/100 元情景下，相较 2020 年业绩，CCER 对净利润端的理论弹性达 **102.70%/205.40%/342.34%**。
- **行业渗透低空间大，公司经验丰富&技术领先，内延外拓促产能扩张。**填埋气发电渗透率仅 **12%**有待提升，有机废弃物处置打开沼气利用蓝海市场。政策&减排驱动，对标欧洲我国沼气发电装机量有望十年 **50 倍**。公司 **1）规模大：**20 年底已投运 82 个项目，装机量 171MW；**2）技术优：**单吨投资低于同业，集气率和发电效率高；**3）盈利强：**毛利率 49% 较同业均值高 10pct，150t/d 小项目可盈利；**4）拓展广：**募投项目贡献 33%增量，收购威立雅大规模项目，横向拓展餐厨、农村沼气利用。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-2023 年公司归母净利润预测分别为 1.60/2.34/3.02 亿元，同比增加 27.83%/46.62%/28.99%，EPS 分别为 0.99/1.46/1.88 元，对应 42/29/22 倍 PE，CCER 价格 30/60/100 元/t CO2 下，理论利润弹性有望达 95%~330%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**垃圾填埋气不足，补贴政策变动，市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.61
一年最低/最高价	34.48/73.77
市净率(倍)	4.63
流通 A 股市值(百万元)	1582.81

基础数据

每股净资产(元)	8.98
资产负债率(%)	20.65
总股本(百万股)	160.43
流通 A 股(百万股)	38.04

相关研究

1、《百川畅银 (300614)：垃圾填埋气发电龙头，受益碳交易弹性大》2021-07-28

事件:

2021 年上半年公司实现营业收入 2.51 亿元, 同比减少 0.73%; 归母净利润 0.75 亿元, 同比增长 12.03%; 扣非归母净利润 0.73 亿元, 同比增长 7.99%; 加权平均 ROE 同比降低 0.45pct 至 6.69%。

1. 业绩稳步增长, 牧原合作落地打开农业沼气发电广阔空间

2021H1 归母净利润同增 12.03%至 0.75 亿元, 牧原合作落地打开农业沼气发电广阔空间。2021 年上半年公司实现营业收入 2.51 亿元, 同比减少 0.73%; 归母净利润 0.75 亿元, 同比增长 12.03%; 扣非归母净利润 0.73 亿元, 同比增长 7.99%。公司综合毛利率为 46.23%, 同比提升 1.14pct。其中, 公司主业沼气发电实现营业收入 2.31 亿元, 同比下降 7.20%, 主要系公司会计政策变更, 2020 年 1 月 20 日之后投产的项目补贴未确认收入所致, 毛利率 45.86%, 同比提升 0.86pct, 公司成本控制能力进一步加强。根据公司官网披露, 截至 2021 年 8 月 11 日, 公司今年已有 6 个沼气发电项目并网投产, 装机量合计 12.35MW, 较 2020 年底并网装机容量 171.25MW 提升 7.21%。2021 年新并网项目分别为潼南沼气综合利用项目 (3MW)、南召沼气综合利用项目 (1.5MW)、南康填埋气发电项目 (5MW)、濮阳市台前县生活垃圾填埋场沼气综合利用项目 (1.5MW)、广西全州生活垃圾填埋场沼气综合利用项目 (1MW) 和南阳市牧原股份社旗县养殖八场粪污沼气发电项目 (0.35MW)。其中, 社旗八场沼气发电项目是公司和牧原股份粪污综合处理合作项目中首个建设完成并顺利发电的项目。该项目利用牧原股份养猪场粪污厌氧所产沼气进行发电, 供应牧原养殖厂区使用, 一期装机量 0.35MW, 从项目立项开始到建设完成历时 3 个月。牧原社旗粪污沼气发电项目每年可供电 120 万度, 年二氧化碳减排量超过 7900 吨。公司和牧原发挥各自优势, 实现养殖粪污综合利用的共赢局面, 打开农业沼气利用广阔空间。

加速碳交易布局, 4 个 VCS 项目今年有望取得实质性收益。2021 年上半年公司全方位对接国内外碳交易工作, 碳交易部门已增加人员并扩大合作范围, 加速 VCS 项目和 GS-VER 的注册、核证与交易工作, 公司已有 4 个垃圾填埋气治理项目完成 VCS 注册, 年内有望取得实质性收益; 同时公司提前应对 CCER 重启工作, 尽量尽早对项目进行备案、注册与核证, 待 CCER 重启公司有望优先受益。

期间费用率同比上升 2.05pct 至 19.55%。2021 年上半年公司期间费用同比增长 10.9% 至 0.49 亿元, 期间费用率上升 2.05pct 至 19.55%。其中, 管理、研发、财务费用同比分别增加 11.65%、增加 47.05%、减少 0.11%至 0.39 亿元、0.02 亿元、0.08 亿元 (公司无销售费用), 研发费用增长主要系研发项目的深入, 同时材料费、差旅费等支出增加所致; 公司管理、研发、财务费用率分别上升 2.03pct、上升 0.31pct、上升 0.02pct 至 16.47%、

0.96%、3.08%。

资产周转率&权益乘数下降带动加权平均 ROE 同降 0.45pct 至 6.69%。2021 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.45pct 至 6.69%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年上半年公司销售净利率为 30.12%，同比上升 2.67pct，总资产周转率为 0.16（次），同比下降 0.04（次），权益乘数从 2020 年上半年的 1.39 下降至 2021 年上半年的 1.30。

2. 资产负债率下降，周转速率放缓

资产负债率下降，周转速率放缓。2021 年上半年公司资产负债率为 20.65%，同比下降 6.5pct，较年初下降 4.82pct。2021 年上半年公司应收账款同比增长 85.03%至 3.37 亿元，应收账款周转天数同比增加 39.14 天至 197.67 天；存货同比减少 4.92%至 0.3 亿元，存货周转天数同比减少 6.28 天至 37.05 天；应付账款同比减少 33.88%至 0.69 亿元，应付账款周转天数同比减少 42.29 天至 92.67 天，使净营业周期同比增加 75.16 天至 142.05 天。

3. 经营性现金流净额维持正常水平

经营性现金流净额维持正常水平。1) 2021 年上半年公司经营活动现金流净额 0.43 亿元，同比减少 2.4%；2) 投资活动现金流净额-0.86 亿元，同比减少 39.30%，主要系公司支付联营企业投资款等较上年同期增加较多所致；3) 筹资活动现金流净额 3.55 亿元，同比增加 1423.82%，主要系公司发行人民币普通股股票并在深圳证券交易所创业板上市取得的募集资金净额所致。

4. 垃圾填埋气发电龙头，受益碳交易弹性大

沼气发电龙头企业，2017-2020 年归母净利润复合增速 24%。公司是中国最大的沼气发电投资运营商，实控人陈功海、李娜夫妇持股 41.22%，员工持股 1.66%激发团队活力。2016-2020 年营收/归母净利润复合增速高达 31.08%/24.18%，毛利率/净利率稳定在 45%/25%左右。

填埋气发电减排效应显著，碳交易增厚收益 102%-339%。全国碳市场启动后 CCER 需求释放，短期稀缺价格看涨。填埋气发电度电减碳 0.00578tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润端弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。公司具备成熟的碳资产开发团队，受益碳交易弹性最大，CCER 碳价 30/60/100 元情景下，相较 2020 年

业绩，CCER 对净利润端的理论弹性达 102.70%/205.40%/342.34%。

填埋气利用渗透率不足 12%提升空间大,有机废弃物处置打造沼气利用蓝海市场。

1) 填埋与焚烧长期并行,县城填埋气有待开发。2019 年底我国城市/县城垃圾填埋处理能力占无害化的比例为 42.19%/71.46%,县级填埋场 1233 座,占全国 65%。县级填埋场平均处理规模 143 吨/日,低于城市均值 563 吨/日,县城填埋气开发率低。**2) 填埋气发电渗透率仅 12%,提升空间大。**2019 年全国 216 个沼气发电项目装机并网,填埋场数量渗透率不足 12%。**3) 政策鼓励&减排驱动,对标欧洲我国沼气发电装机量十年 50 倍。**政策支持沼气发电项目建设,发电价格实行补贴制度。全球制定甲烷减排方案,到 2030 年甲烷排放减少 45%。2016-2020 年全国沼气并网装机容量复合增速 26.28%,厨余垃圾、养殖粪污、农业秸秆、工业有机废弃物等领域打开沼气利用蓝海市场。对标欧洲,**1) 发电能源结构:**2018 年欧洲沼气发电装机量占比 1.17%,2020 年中国仅 0.03%,2030 年中国有望达 1%,沼气发电装机量达 45MW,是 2020 年的 51 倍;**2) 沼气利用结构:**2018 年欧洲发电沼气量占比 43%,中国当前仅 3.5%,2030 年中国有望达 20%,沼气发电装机量达 39MW,是 2020 年的 44 倍。

龙头规模效应&技术经验降本增效,具备中小型项目盈利能力。**1) 规模效应:**2020 年底投运项目 82 个,并网装机容量 171.25MW,市占率 20%居首位,项目积累带来设备共用的规模效应;**2) 技术领先:**拥有以提升填埋气收集效率和机组发电效率为核心的专利 37 项,单吨投资低于同业,集气率和发电效率高。**3) 盈利能力强:**2019 年公司填埋气发电业务毛利率 48.62%,高于同业均值 10.05pct。中小型项目存盈利空间,适配未来行业发展方向。垃圾日进厂量 500t 以下项目占比 74%,日进场量 150t 以下项目占比 7%。**4) 内延外拓助产能扩张:**新扩建装机容量达 57.31MW,较 2020 年底存 33.49%增量空间,收购威立雅西安、北京、南京项目布局一线城市,同时向餐厨、农村沼气横向扩张。

盈利预测:我们维持 2021-2023 年公司归母净利润预测分别为 1.60/2.34/3.02 亿元,同比增加 27.83%/46.62%/28.99%,EPS 分别为 0.99/1.46/1.88 元,对应 42/29/22 倍 PE,CCER 价格 30/60/100 元/t CO₂ 下,理论利润弹性有望达 95%~330%,维持“买入”评级。

风险提示:垃圾填埋气不足,补贴政策变动,市场竞争加剧

百川畅银三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	536	943	1172	1455	营业收入	519	648	935	1182
现金	55	468	407	539	减:营业成本	284	353	505	633
应收账款	225	281	405	512	营业税金及附加	5	6	10	11
存货	25	31	45	56	营业费用	0	0	0	0
其他流动资产	230	162	315	347	管理费用	79	116	172	215
非流动资产	861	1045	1165	1284	财务费用	17	3	1	2
长期股权投资	27	35	40	45	资产减值损失	23	10	17	17
固定资产	598	752	868	979	加:投资净收益	3	2	2	3
在建工程	45	66	66	69	其他收益	40	21	34	34
无形资产	7	7	6	6	营业利润	153	182	266	342
其他非流动资产	185	185	185	185	加:营业外净收支	-16	-6	-8	-10
资产总计	1397	1988	2337	2739	利润总额	137	176	258	331
流动负债	251	299	400	489	减:所得税费用	9	12	19	24
短期借款	102	110	130	150	少数股东损益	3	5	5	5
应付账款	97	121	173	216	归属母公司净利润	125	160	234	302
其他流动负债	52	68	98	122	EBIT	152	173	248	324
非流动负债	104	120	135	150	EBITDA	206	245	339	435
长期借款	9	9	9	9					
其他非流动负债	95	111	126	141					
负债合计	356	418	535	638	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	7	12	16	21	每股收益(元)	1.04	0.99	1.46	1.88
归属母公司股东权益	1034	1558	1786	2080	每股净资产(元)	8.59	9.71	11.13	12.96
负债和股东权益	1397	1988	2337	2739	发行在外股份(百万股)	120	160	160	160
					ROIC(%)	13.5%	13.5%	16.4%	18.3%
					ROE(%)	12.1%	10.2%	13.1%	14.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	45.2%	45.5%	46.0%	46.5%
经营活动现金流	140	246	119	334	销售净利率(%)	24.1%	24.6%	25.0%	25.5%
投资活动现金流	-137	-205	-195	-213	资产负债率(%)	25.5%	21.0%	22.9%	23.3%
筹资活动现金流	14	372	14	12	收入增长率(%)	11.8%	25.0%	44.2%	26.4%
现金净增加额	18	413	-61	133	净利润增长率(%)	3.0%	27.8%	46.6%	29.0%
折旧和摊销	54	72	91	111	P/E	40.10	41.82	28.53	22.11
资本开支	-61	-207	-190	-208	P/B	4.84	4.28	3.74	3.21
营运资本变动	-135	20	-194	-67	EV/EBITDA	26.01	22.16	16.36	12.99

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>