

2021 年三季度报点评: 收入确认更稳健, Q3 单季度项目投产加速

2021 年 10 月 28 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) | 42 | 44 | 30 | 23 |

投资要点

- **事件:** 2021 年前三季度公司实现营业收入 3.72 亿元, 同减 3.27%, 归母净利润 0.96 亿元, 同减 6.57%, 扣非归母净利润 0.95 亿元, 同减 8.39%, 符合我们的预期。
- **收入确认准则变动致营收下滑, Q3 单季度新增并网装机量 15.1MW 规模加速扩张。** 1) **收入端:** 2021 年前三季度公司营收同减 3.27% 至 3.72 亿元, Q3 单季度营收同减 8.16% 至 1.21 亿元, 主要系收入确认准则变动, 未纳入补贴清单的新增项目待纳入后再确认补贴收入。2) **利润端:** 2021 年前三季度公司归母净利润同减 6.57% 至 0.96 亿元, Q3 单季度归母同减 41.77% 至 0.21 亿元, 主要系联营企业盈利下降, 研发和管理费用增加。2021 年前三季度公司综合毛利率为 43.56%, 同减 2.10pct。3) **运营规模:** 据官网披露, 截至 2021 年 10 月 8 日, 公司今年已有 10 个项目并网, 装机量合计 **21.60MW**, 较 2020 年底提升 **12.61%**, 其中**单三季度并网装机量达 15.10MW**, 我们预计在第四季度贡献收入和利润。
- **碳交易多元化布局, VCS 年内有望贡献碳收益。** 2021 年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, 年内有望贡献碳收益。
- **经营规模扩大采购增加使经营性现金流净额承压。** 1) 2021 年前三季度公司经营活动现金流净额 0.59 亿元, 同减 36.07%, 主要系公司经营规模扩大对应原材料等采购增加所致; 2) 投资活动现金流净额 -0.37 亿元, 同增 64.06%; 3) 筹资活动现金流净额 3.09 亿元, 同增 673.38%。
- **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, CCER 短期稀缺价格看涨。填埋气发电电减碳 **0.00578tCO₂**, 30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元, 单个典型项目利润端弹性达 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 对公司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。** 2019 年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, 收购威立雅项目, 横向拓展餐厨、农村沼气利用。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到第三季度为项目投产高峰, 新增项目于第四季度贡献收入利润, 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 27.8%/46.6%/29.0%, EPS 分别为 0.99/1.46/1.88 元, 对应 44/30/23 倍 PE, 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) | 44.10 |
| 一年最低/最高价 | 34.48/73.77 |
| 市净率(倍) | 4.86 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1677.53 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 9.08 |
| 资产负债率(%) | 25.47 |
| 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): 2021 年中报点评: 业绩稳步增长, 打开农业沼气发电广阔空间》2021-08-26
- 2、《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

百川畅银三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 536 | 988 | 1,226 | 1,507 | 营业收入 | 519 | 648 | 935 | 1,182 |
| 现金 | 55 | 400 | 391 | 460 | 减:营业成本 | 284 | 353 | 505 | 633 |
| 应收账款 | 214 | 266 | 384 | 486 | 营业税金及附加 | 5 | 7 | 12 | 17 |
| 存货 | 25 | 31 | 45 | 56 | 管理费用 | 78 | 108 | 156 | 197 |
| 其他流动资产 | 241 | 291 | 405 | 504 | 研发费用 | 6 | 10 | 16 | 21 |
| 非流动资产 | 861 | 993 | 1,086 | 1,193 | 财务费用 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| 长期股权投资 | 27 | 32 | 38 | 44 | 资产减值损失 | 23 | 8 | 8 | 8 |
| 固定资产 | 598 | 686 | 756 | 843 | 加:投资净收益 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 在建工程 | 45 | 62 | 76 | 88 | 其他收益 | 50 | 39 | 47 | 54 |
| 无形资产 | 7 | 5 | 4 | 2 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 185 | 208 | 212 | 216 | 营业利润 | 153 | 181 | 263 | 338 |
| 资产总计 | 1,397 | 1,981 | 2,311 | 2,700 | 加:营业外净收支 | -16 | -4 | -3 | -3 |
| 流动负债 | 251 | 283 | 354 | 413 | 利润总额 | 137 | 177 | 260 | 335 |
| 短期借款 | 25 | 25 | 25 | 25 | 减:所得税费用 | 9 | 13 | 20 | 25 |
| 应付账款 | 71 | 88 | 125 | 157 | 少数股东损益 | 3 | 4 | 6 | 8 |
| 其他流动负债 | 155 | 170 | 203 | 230 | 归属母公司净利润 | 125 | 160 | 234 | 302 |
| 非流动负债 | 104 | 124 | 144 | 164 | EBIT | 146 | 170 | 245 | 314 |
| 长期借款 | 9 | 29 | 49 | 69 | EBITDA | 249 | 280 | 372 | 459 |
| 其他非流动负债 | 95 | 95 | 95 | 95 | | | | | |
| 负债合计 | 356 | 408 | 498 | 577 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 7 | 11 | 17 | 25 | 每股收益(元) | 1.04 | 0.99 | 1.46 | 1.88 |
| 归属母公司股东权益 | 1,034 | 1,562 | 1,796 | 2,098 | 每股净资产(元) | 8.59 | 9.74 | 11.19 | 13.08 |
| 负债和股东权益 | 1,397 | 1,981 | 2,311 | 2,700 | 发行在外股份(百万股) | 120 | 160 | 160 | 160 |
| | | | | | ROIC(%) | 11.8% | 9.2% | 11.6% | 12.7% |
| | | | | | ROE(%) | 12.1% | 10.2% | 13.0% | 14.4% |
| | | | | | 毛利率(%) | 45.2% | 45.5% | 46.0% | 46.5% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 24.1% | 24.6% | 25.0% | 25.5% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 25.5% | 20.6% | 21.5% | 21.4% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 11.8% | 25.0% | 44.2% | 26.4% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 3.0% | 27.8% | 46.6% | 29.0% |
| | | | | | P/E | 42.40 | 44.35 | 30.25 | 23.45 |
| | | | | | P/B | 5.13 | 4.53 | 3.94 | 3.37 |
| | | | | | EV/EBITDA | 21.56 | 24.29 | 18.36 | 14.78 |

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>