

# 绿色动力 (601330)

## 2022 年中报点评：运营收入稳健增长，供汽协同拓展成效突出

买入 (维持)

2022 年 09 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	5,057	4,577	5,096	5,569
同比	122%	-9%	11%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	698	955	1,103	1,238
同比	39%	37%	15%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.50	0.69	0.79	0.89
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.66	10.71	9.28	8.26

### 股价走势



### 投资要点

- **事件**：2022 年上半年公司实现营业收入 22.63 亿元，同比下降 9.72%；归母净利润 4.17 亿元，同比下降 4.80%；扣非归母净利润 4.14 亿元，同比下降 4.24%；加权平均 ROE 同比降低 0.87pct，至 6.06%。
- **2022H1 运营收入稳步增长，建造规模降低使归母净利润下滑**。2022H1 公司实现营收 22.63 亿元，同降 9.72%；归母净利润 4.17 亿元，同降 4.80%。其中运营收入 13.70 亿元，同增 9.39%，主要是因为本期运营项目增加所致；建造收入 8.92 亿元，同降 28.88%，主要是受疫情影响项目建设进度延缓，在建规模较上年同期减少；利息收入为 1.93 亿元，同增 10.13%，主要是随着项目建设，按完工百分比确认的合同资产增加，按照实际利率法确认的利息收入增加。2022H1 公司综合毛利率 36.01%，同增 2.85pct，主要是毛利率较低的建造业务收入占比下降所致。
- **供汽业务拓展成效突出，在建项目稳步推进**。2022H1 公司共处理生活垃圾 549.54 万吨，同增 8.25%，发电量 20.52 亿度，同增 6.09%，吨发电量 373 度/吨；上网电量 16.88 亿度，同增 4.82%，吨上网电量 307 度/吨。公司积极拓展供汽业务，上半年供汽量 13.97 万吨，同增 212.03%。公司稳步推进在建项目建设。截至 2022 年 6 月底，公司在建项目 **6600 吨/日**，其中葫芦岛、朔州和恩施项目合计 **3000 吨/日**有望在下半年建成投产。葫芦岛危废项目转入运营阶段，宁河、蓟州及惠州厨余项目已基本完工，具备投产条件。
- **期间费用率同增 0.69pct 至 13.56%，转债发行后 Q2 单季度财务费用显著节约**。2022H1 公司期间费用同增 5.39%至 3.07 亿元，2022Q2 单季度财务费用 0.89 亿元，环比下降 31.70%。
- **2022H1 经营性现金流净额同增 58.01%至 2.75 亿元，伴随在建规模的下降持续改善**。投资活动现金流净额-5.73 亿元，同增 37.66%。筹资活动现金流净额 12.3 亿元，同增 661.02%。
- **固废运营业务稳健增长，供汽等协同拓展成效突出**。2015-2021 年公司垃圾焚烧运营产能复增 34%，截至 2022H1 在手产能 5.5 万吨/日，其中已投运 3.42 万吨/日，在筹建/已建的比例为 **61%**。公司项目集中于华东华南，区位优势显著。公司 2021Q1-3 净利率同增 6.42pct 至 33.28%，体现运营盈利能力提升，主要系 **1) 降债**：2020 年定增后负债率降至 67%，财务压力减轻，2022 年转债发行后负债率和财务费用得到进一步控制。**2) 提效**：优质项目带动平均吨发提升，2021 年吨发提至 383 度/吨。公司积极开拓固废协同业务，2022H1 供汽量同增 212%。
- **盈利预测与投资评级**：根据项目建设进展，我们维持 2022-2024 年的归母净利润预测 9.55/11.03/12.38 亿元，同比增长 36.82%/15.49%/12.27%，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 11、9、8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目进展不及预期，政策风险，财务风险，行业竞争加剧。

### 市场数据

收盘价(元)	7.34
一年最低/最高价	6.75/12.49
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	7,259.85
总市值(百万元)	10,227.85

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.87
资产负债率(% ,LF)	66.77
总股本(百万股)	1,393.44
流通 A 股(百万股)	989.08

### 相关研究

《绿色动力(601330)：2021 年年报点评：2021 年归母净利润高增 39%，经营现金流净额同增 124% 大幅改善》

2022-03-31

《绿色动力(601330)：纯运营资产稳健增长，降债增利&量效双升》

2022-01-06

**事件：**2022年上半年公司实现营业收入22.63亿元，同比下降9.72%；归母净利润4.17亿元，同比下降4.80%；扣非归母净利润4.14亿元，同比下降4.24%；加权平均ROE同比降低0.87pct，至6.06%。

## 1. 运营收入稳步增长，经营性现金流净额持续改善

**2022H1运营收入稳步增长，建造规模降低使归母净利润下滑。**2022年上半年公司实现营业收入22.63亿元，同比下降9.72%；归母净利润4.17亿元，同比下降4.80%；扣非归母净利润4.14亿元，同比下降4.24%，其中，2022H1运营收入13.70亿元，同比增长9.39%，主要是因为本期较上年同期新增惠州二期项目二期工程、登封、金沙、莱州等运营项目；建造收入8.92亿元，同比下降28.88%，主要是受新冠肺炎疫情影响，项目建设进度延缓，及本期在建项目数量与规模较上年同期减少；利息收入为1.93亿元，同比增加10.13%，主要是因为随着项目建设，按完工百分比确认的合同资产增加，从而按照实际利率法确认的利息收入增加。2022H1公司综合毛利率36.01%，同比提升2.85pct，主要是毛利率较低的建造业务收入占比下降所致。

**期间费用率同比提升0.69pct至13.56%，转债发行后Q2单季度财务费用显著节约。**2022年上半年公司期间费用同比增长5.39%至3.07亿元，期间费用率同比提升0.69pct至13.56%。其中，销售费用34.00万元，销售费用率0.02%，管理、研发、财务费用同比分别增加10.84%、增加70.88%、增加2.63%至0.82亿元、0.04亿元、2.20亿元；管理、研发、财务费用率分别增加0.36pct、增加0.25pct、增加0.07pct至3.64%、0.18%、9.72%。财务费用提升主要是因为本期发行可转换公司债券，以及新运营项目从建设期转为运营期，费用化利息增加。可转债发行后2022Q2单季度财务费用0.89亿元，环比下滑31.70%。

**资产负债率同降0.75pct至66.77%，资产结构优化。**2022年上半年公司资产负债率为66.77%，同比下降0.75pct，较年初上升0.99pct。2022年上半年公司应收账款同比增长62.09%至18.27亿元，应收账款周转天数同比减少4.01天至133.55天；存货同比增长26.84%至0.46亿元，存货周转天数同比减少7.6天至5.55天；应付账款同比增长0.12%至13.35亿元，应付账款周转天数同比减少299.94天至170.72天，使净营业周期同比增加288.33天至-31.62天。

**经营性现金流净额同增58.01%至2.75亿元，持续改善。**1) 2022年上半年公司经营现金流净额2.75亿元，同比增加58.01%，主要系本期在建项目减少，计入经营活动现金流出的PPP项目建设支出减少；2) 投资活动现金流净额-5.73亿元，同比增加37.66%，主要系本期在建项目数量与规模减少，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减少，以及收回海宁项目处置产生的大部分补偿款；3) 筹资活动现金流净额12.3亿元，同比增加661.02%，主要系本期发行可转换公司债券收到募集资金以及本

期取得借款收到的现金较上年同期减少。

## 2. 供汽业务拓展成效突出，在建项目稳步推进

**供汽业务拓展成效突出，在建项目稳步推进。**2022年上半年，公司共处理生活垃圾549.54万吨，同比增长8.25%，累计发电量为20.52亿度，同比增长6.09%，平均吨发电量为373度/吨；累计上网电量为16.88亿度，同比增长4.82%，平均吨上网电量为307度/吨。公司积极拓展供汽业务，上半年累计供汽量13.97万吨，同比增长212.03%。公司稳步推进在建项目建设。截至2022年6月底，公司在建项目合计6600吨/日，其中葫芦岛垃圾发电项目已累计完成工程总量93%；朔州项目已累计完成工程总量92%；恩施项目已累计完成工程总量87%。葫芦岛、朔州和恩施项目合计3000吨/日有望在下半年建成投产。葫芦岛危废项目转入运营阶段，宁河厨余垃圾处理项目、蓟州厨余垃圾处理项目以及惠州餐厨、污泥、粪便三合一项目已基本完工，具备投产条件。

表1：2022年上半年公司主要在建项目与工程一览表

序号	项目	设计处理能力（吨/日）	状态	累计完工比例
1	葫芦岛垃圾发电项目	1000	在建	93%
2	朔州项目	800	在建	92%
3	恩施项目	1200	在建	87%
4	武汉二期项目	1200	在建	19%
5	靖西项目	800	在建	7%
6	章丘二期项目	1600	在建	8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3. 固废运营业务稳健增长，供汽等协同拓展成效突出

**固废运营业绩持续高增，项目提效&降债增利。**公司聚焦BOT运营服务，2020年及之前不确认建造收入财务稳健。2017-2021年公司归母净利润复合增速达30.60%。2021Q1-3运营盈利能力大幅改善，净利率同增6.42pct至33.28%，主要系**1) 提效增收**：吨上网持续提升，拓展供汽业务增厚收益，**2) 降债减费**：2020年定增后负债率降至67%，财务压力减轻，2021Q1-3财务费用率同降2.79pct至16.72%。2022年可转债发行后，财务费用得到进一步控制。

**垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式理顺&现金流改善。**1) 行业刚性扩容十四五垃圾焚烧量复合增速9%，2019年垃圾焚烧在手产能CR1060%，强者恒强。2) 国补新政落地新老划断低价优先，垃圾处理费顺价至C端人均支付难度较低，竞价促商业模式C端理顺，存量补贴有望加速发放改善现金流；3) 垃圾焚烧减碳效应显著，CCER贡献12%

利润弹性,有望对冲国补。绿电交易首批纳入风电光伏,错位竞争下垃圾焚烧发电 CCER 重启后审批有望加速。4) 行业资本开支下降,2020 年新增垃圾焚烧项目资本开支同减约 30%,自由现金流改善在即。

**“新签+收购”助产能高速扩张,项目区位优势显著质地优。**2015-2021 年公司垃圾焚烧运营产能复合增速 34%,根据公司项目明细统计,截至 2022H1,公司在手产能 5.5 万吨/日,其中已投运产能 3.42 万吨/日,在筹建/已建的比例为 61%,**1) 改扩建产能占比过半:**在筹建产能中改扩建及二期占比 59%,规模效应助运营效率加速提升。**2) 区位优势显著:**项目集中于华东和华南等经济发达地区,垃圾量充足热值高。投运项目中一二线(含新一线)城市产能占比 55%,在市场下沉趋势下,在筹建项目中一二线(含新一线)产能占比 37%。

**优质项目满产&大型炉排研发带动吨发跨越式提升。**公司项目平均吨发经历两次阶梯式增长,2017 年吨发同增 12%至 328 度/吨,2020 年同增 13%至 369 度/吨。主要系 1) 广东惠州、广东汕头、浙江海宁等发达区域优质项目满产的带动作用;2) 公司紧跟项目大型化趋势,大型炉排研发见效,逐步完成了 600 吨和 800 吨焚烧炉的设计、制造及安装工作。随着 2021 年投产的浙江永嘉二期、平阳二期、广东惠州二期项目满产,以及 1000 吨炉排的研发推进,公司平均吨发进一步向上,2021 年吨发和吨上网分别提升 3.80%、3.97%至 383、316 度/吨。

**秸秆项目减值风险消除,固废协同处置业务拓展成果颇丰。**宁河秸秆发电项目由于经营效率及经营效益尚未达到预期,于 2021 年对项目计提了资产减值损失 1.84 亿元,项目停运本次计提后消除后续减值风险。同时为了丰富业务领域,公司积极拓展固废协同处置,截至 2021 年底已获 8 个餐厨处置和 5 个协同供热项目,2022H1 供汽量同比翻两倍。

**盈利预测:**根据公司项目建设进展,我们维持 2022-2024 年的归母净利润预测 9.55/11.03/12.38 亿元,同比增长 36.82%/15.49%/12.27%,对应 2022-2024 年 EPS 为 0.69、0.79、0.89 元,当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 11、9、8 倍,维持“买入”评级。

**风险提示:**项目进展不及预期,政策风险,财务风险,行业竞争加剧。

绿色动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,224</b>	<b>4,463</b>	<b>4,848</b>	<b>5,739</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,057</b>	<b>4,577</b>	<b>5,096</b>	<b>5,569</b>
货币资金及交易性金融资产	967	1,877	2,016	2,684	营业成本(含金融类)	3,325	2,591	2,799	2,988
经营性应收款项	1,566	1,849	2,056	2,243	税金及附加	52	55	69	84
存货	43	34	37	39	销售费用	0	0	0	0
合同资产	228	275	306	334	管理费用	181	215	260	295
其他流动资产	421	427	433	438	研发费用	7	11	15	22
<b>非流动资产</b>	<b>16,990</b>	<b>18,586</b>	<b>19,786</b>	<b>20,413</b>	财务费用	448	474	529	578
长期股权投资	90	100	110	120	加:其他收益	65	51	57	62
固定资产及使用权资产	340	396	444	482	投资净收益	10	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	9,547	11,077	12,219	12,798	减值损失	-232	-65	-75	-85
商誉	44	44	44	44	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>885</b>	<b>1,218</b>	<b>1,407</b>	<b>1,579</b>
其他非流动资产	6,969	6,969	6,969	6,969	营业外净收支	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>20,214</b>	<b>23,049</b>	<b>24,634</b>	<b>26,152</b>	<b>利润总额</b>	<b>890</b>	<b>1,218</b>	<b>1,407</b>	<b>1,579</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,766</b>	<b>2,925</b>	<b>3,238</b>	<b>3,540</b>	减:所得税	148	203	234	263
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,039	1,539	1,739	1,939	<b>净利润</b>	<b>742</b>	<b>1,015</b>	<b>1,172</b>	<b>1,316</b>
经营性应付款项	1,431	1,115	1,205	1,286	减:少数股东损益	44	60	70	78
合同负债	12	9	10	11	<b>归属母公司净利润</b>	<b>698</b>	<b>955</b>	<b>1,103</b>	<b>1,238</b>
其他流动负债	284	262	284	304	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.69	0.79	0.89
非流动负债	9,531	12,191	12,291	12,191	EBIT	1,064	1,705	1,953	2,180
长期借款	8,709	9,209	9,709	10,209	EBITDA	1,393	2,219	2,664	3,163
应付债券	0	2,160	1,760	1,160	毛利率(%)	34.24	43.39	45.08	46.35
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	13.80	20.86	21.64	22.23
其他非流动负债	818	818	818	818	收入增长率(%)	122.03	-9.49	11.34	9.28
<b>负债合计</b>	<b>13,297</b>	<b>15,116</b>	<b>15,529</b>	<b>15,731</b>	归母净利润增长率(%)	38.62	36.82	15.49	12.27
归属母公司股东权益	6,528	7,483	8,585	9,823					
少数股东权益	389	450	519	598					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,918</b>	<b>7,933</b>	<b>9,105</b>	<b>10,421</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,214</b>	<b>23,049</b>	<b>24,634</b>	<b>26,152</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	515	1,342	2,314	2,795	每股净资产(元)	4.68	5.37	6.16	7.05
投资活动现金流	-1,619	-2,110	-1,910	-1,610	最新发行在外股份(百万股)	1,393	1,393	1,393	1,393
筹资活动现金流	467	1,678	-265	-517	ROIC(%)	5.37	7.38	7.54	7.89
现金净增加额	-638	910	139	668	ROE-摊薄(%)	10.69	12.76	12.84	12.60
折旧和摊销	328	514	711	983	资产负债率(%)	65.78	65.58	63.04	60.15
资本开支	-1,590	-2,100	-1,900	-1,600	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.66	10.71	9.28	8.26
营运资本变动	-1,278	-705	-225	-221	P/B(现价)	1.57	1.37	1.19	1.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>