

## 绿色动力 (601330)

# 2023 年报点评：运营收入稳健增长，自由现金流转正分红比例提升

买入 (维持)

2024 年 04 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006  
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,567	3,956	3,460	3,592	3,739
同比	-9.69%	-13.39%	-12.52%	3.82%	4.09%
归母净利润 (百万元)	744.77	629.28	667.33	715.68	768.00
同比	6.73%	-15.51%	6.05%	7.24%	7.31%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.53	0.45	0.48	0.51	0.55
P/E (现价&最新摊薄)	12.78	15.12	14.26	13.30	12.39

### 投资要点

- **事件：**2023 年公司实现营业收入 39.56 亿元，同比减少 13.39%，归母净利润 6.29 亿元，同比减少 15.51%，扣非归母净利润 6.18 亿元，同比减少 15.66%；加权平均 ROE 同比减少 2.33pct 至 8.31%。
- **运营收入稳健增长，盈利结构优化。**2023 年公司运营收入 31.40 亿元，同比增长 11.36%，运营毛利率 46.39%，同比下降 4.31pct，主要系新投运项目爬坡，以及部分项目掺烧工业垃圾需支付原料成本所致；建造收入 8.15 亿元，同比下降 53.33%，建造毛利率 8.22%，同比增长 0.15pct。公司运营收入占比从 2022 年 62% 提升至 2023 年 79%，盈利结构优化，高毛利业务占比提升导致 2023 年综合毛利率同比提升 4.14pct 至 38.52%
- **截至 2024M1 公司垃圾焚烧运营产能超 4 万吨/日，拓展供汽优化盈利改善现金流。**2023 年公司新投产 4 个垃圾焚烧发电项目，新增垃圾处理能力 4,600 吨/日，截至 2023 年底，公司生活垃圾发电运营项目 36 个，处理能力 3.95 万吨/日，2024 年 1 月靖西项目 (800 吨/日) 投运后，运营处理能力突破 4 万吨/日，截至 2024M1 公司暂无项目在建。2023 年公司处理生活垃圾 1344.68 万吨，同增 17.98%，实现上网电量 38.94 亿度，同增 11.87%，吨上网电量 290 度/吨，同降 5.17%，主要系供汽拓展影响发电量。2023 年公司实现供汽量 42.86 万吨，同比增长 42.00%，供汽业务较超额发电盈利更优，且市场化交易现金流兑付及时。此外公司将打造建设低碳环保特色产业园作为新业务发展方向，成立项目组重点推进济南市章丘区黄河滩区迁建产业高质量发展低碳环保产业园项目，2023 年 12 月正式签署投资合作协议，有望加速落地。
- **公司自由现金流转正，分红比例提升。**1) **现金流入：**2023 年公司经营性现金流净额 9.78 亿元，同比下降 19.17%，主要系 2023 年收到的国补回款同比减少，销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少，垃圾处理费回款压力加大。2) **资本支出：**构建固定、无形和其他长期资产支付的现金 7.22 亿元，同比下降 41.48%。我们用“经营性现金流净额-构建固定、无形和其他长期资产支付的现金”衡量自由现金流，2023 年公司自由现金流首次转正，内生分红能力提升。2023 年公司分红比例 33.22%，较 2022 年提升 10.77pct，每股股息 0.15 元，同比增长 25%。
- **常州项目申请绿证，把握绿色交易市场先机。**公司常州项目成功申请绿证，开启电力交易新篇章。能耗考核趋严，绿证需求有望加速，当前垃圾发电绿证价格对应 0.03 元/度被低估，垃圾焚烧度电减碳 0.00132t，按 60 元/t 碳价，对应 0.08 元/度，未来绿证价格有望接轨真实绿色价值。
- **盈利预测与投资评级：**公司固废运营稳健增长，在建项目放缓，资本开支大幅下降，自由现金流转正，长期现金流价值凸显迎价值重估。考虑建造下降与运营增速放缓，我们将 2024-2025 年归母净利润从 9.83/11.09 下调至 6.67/7.16 亿元，预计 2026 年归母净利润为 7.68 亿元，2024-2026 年同比+6%/+7%/+7%，对应 14/13/12 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**垃圾量不足，项目建设进展不及预期，应收账款期延长等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.83
一年最低/最高价	5.92/8.36
市净率(倍)	1.25
流通 A 股市值(百万元)	6,755.49
总市值(百万元)	9,517.27

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.45
资产负债率(% ,LF)	63.29
总股本(百万股)	1,393.45
流通 A 股(百万股)	989.09

### 相关研究

《绿色动力(601330): 2023 年中报点评: 运营收入稳健增长, 协同拓展&外延并购提供增量》

2023-08-31

《绿色动力(601330): 2022 年报点评: 业绩平稳增长, 国补回款加速现金流大幅改善》

2023-04-01

## 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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,864</b>	<b>4,124</b>	<b>4,969</b>	<b>6,074</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,956</b>	<b>3,460</b>	<b>3,592</b>	<b>3,739</b>
货币资金及交易性金融资产	1,035	1,032	1,662	2,570	营业成本(含金融类)	2,432	1,897	1,955	2,023
经营性应收款项	2,009	2,179	2,263	2,356	税金及附加	66	59	65	69
存货	63	49	50	52	销售费用	1	2	2	3
合同资产	407	519	647	748	管理费用	216	218	230	239
其他流动资产	350	345	346	348	研发费用	7	7	11	13
<b>非流动资产</b>	<b>18,674</b>	<b>18,349</b>	<b>17,911</b>	<b>17,373</b>	财务费用	473	455	433	412
长期股权投资	0	10	20	30	加:其他收益	72	48	35	18
固定资产及使用权资产	332	300	267	234	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	11,116	10,814	10,399	9,884	减值损失	(63)	(50)	(50)	(50)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	4	4	4	4
长期待摊费用	6	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>774</b>	<b>825</b>	<b>886</b>	<b>953</b>
其他非流动资产	7,219	7,219	7,219	7,219	营业外净收支	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22,537</b>	<b>22,472</b>	<b>22,879</b>	<b>23,447</b>	<b>利润总额</b>	<b>777</b>	<b>825</b>	<b>886</b>	<b>953</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,991</b>	<b>3,703</b>	<b>3,735</b>	<b>3,773</b>	减:所得税	114	121	131	143
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,655	2,655	2,655	2,655	<b>净利润</b>	<b>663</b>	<b>704</b>	<b>755</b>	<b>810</b>
经营性应付款项	1,014	791	815	843	减:少数股东损益	34	36	39	42
合同负债	1	0	0	1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>629</b>	<b>667</b>	<b>716</b>	<b>768</b>
其他流动负债	321	256	264	274	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.48	0.51	0.55
非流动负债	10,272	9,772	9,372	9,072	EBIT	799	1,278	1,330	1,393
长期借款	7,034	6,534	6,134	5,834	EBITDA	1,267	1,813	1,928	2,041
应付债券	2,275	2,275	2,275	2,275	毛利率(%)	38.52	45.17	45.58	45.91
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	15.91	19.29	19.92	20.54
其他非流动负债	961	961	961	961	收入增长率(%)	(13.39)	(12.52)	3.82	4.09
<b>负债合计</b>	<b>14,263</b>	<b>13,475</b>	<b>13,107</b>	<b>12,845</b>	归母净利润增长率(%)	(15.51)	6.05	7.24	7.31
归属母公司股东权益	7,807	8,495	9,230	10,018					
少数股东权益	467	503	542	583					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,274</b>	<b>8,998</b>	<b>9,772</b>	<b>10,602</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,537</b>	<b>22,472</b>	<b>22,879</b>	<b>23,447</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	978	1,172	1,633	1,743	每股净资产(元)	5.45	5.94	6.47	7.03
投资活动现金流	(689)	(206)	(156)	(106)	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	(1,121)	(969)	(847)	(730)	ROIC(%)	3.38	5.35	5.49	5.61
现金净增加额	(832)	(2)	630	907	ROE-摊薄(%)	8.06	7.86	7.75	7.67
折旧和摊销	468	535	598	648	资产负债率(%)	63.29	59.96	57.29	54.78
资本开支	(689)	(196)	(146)	(96)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.12	14.26	13.30	12.39
营运资本变动	(683)	(581)	(212)	(190)	P/B(现价)	1.25	1.15	1.06	0.97

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。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>