



公司研究 | 深度报告 | 绿色动力（601330.SH）

**绿色动力深度：2025 年迈入纯运营阶段，看好
效率&分红提升潜力**

报告要点

绿色动力是北京国资控股的全国性垃圾焚烧公司，当前运营处理规模达 4.03 万吨/日，2024 年运营收入占比达 98.9%，已迈入纯运营资产阶段。公司整体运营效率良好，指标存优化空间；项目集中经济发达地区禀赋良好，拓展供气等 To B 业务；2024 年发布股权激励计划，当年度分红超预期兑现。看好公司后续运营指标优化及分红提升潜力。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001

SFC: BUV415



任楠

SAC: S0490518070001

SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

绿色动力 (601330.SH)

绿色动力深度：2025 年迈入纯运营阶段，看好效率&分红提升潜力

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

北京国资控股的垃圾焚烧平台，股东良好赋能

绿色动力系国内首家 A+H 股上市垃圾焚烧发电企业，公司深耕行业 20 年，目前项目覆盖 20 个省/直辖市/自治区，截至 2024 年底，公司运营垃圾焚烧项目 37 个，处理规模达 4.03 万吨/日，2024 年 1 月起无在建项目，2024 年运营收入占比达 98.9%，公司已成为纯运营资产。

扩张期股东赋能：公司实际控制人为北京市国有资产经营有限公司（持股 44.41%），隶属北京市国资委，绿色动力是北京国资公司旗下唯一的环保治理平台，2018 年-2021 年国资公司为绿色动力提供低息贷款、贷款担保等，助力公司扩张产能。

看点 1：运营效率良好，指标存优化空间

运营指标持续提升：2019-2024 年公司垃圾焚烧量 CAGR 达 20.5%，2024 年全年垃圾焚烧量为 1438 万吨，2024 年吨发电量/吨上网电量为 358/296 千瓦时，较 2019 年提升 9%/10%。

指标存优化空间：对比同业，公司产能利用率、吨发电量、吨上网电量、自用电比例均有提升空间，未来随公司进一步提升运营效率、拓展供热业务，吨垃圾收入有望提升。

看点 2：项目禀赋良好，拓展 To B 业务

项目地理优势：公司业务主要集中于华东和华南等经济发达地区，2024 年相关收入占垃圾焚烧业务比例达 64%，且相关毛利率高于公司整体，得益于上述地区经济发达，当地垃圾资源禀赋强、整体运营效率较高，吨发电量和吨上网电量领先其他区域。

拓展其他模式：公司 2024 年供汽量达 56.36 万吨，2022-2024 年同比增 116.3%/42.0%/31.5%。我们认为随我国能耗双控向碳排放双控推进，未来工业企业的可再生能源需求将持续上升，垃圾焚烧企业有可能在此过程中获得需求端突破，从过往的上网售电转向向工业企业售电。

看点 3：激励锁定目标，分红超预期兑现

股权激励稳健：目标 2026-2028 年扣非归母净利润不低于 7.11/7.42/7.73 亿元，ROE 不低于 8.2%，经营活动现金流量净额不低于 11.44/11.93/12.42 亿元，供汽量不低于 49.29/51.43/53.58 万吨，数字化智慧化技术应用项目数量新增数量 1/2/2 个。

分红超预期兑现：过去 4 年公司建造收入下行、经营性活动现金流净额持续上行，此前公司规划 2024-2026 年现金分红占当年实现的可分配利润比例不低于 40%、45%、50%，2024 年度公司分红比例同比提升 38pct 至 71.5%，超市场预期，看好现金流向好背景下公司分红潜力。

财务分析与盈利预测

财务分析：1) **利润表：**2024 年公司运营收入占比达 99%，预计 2025 年起将逐步通过经营效率提升实现业绩增长。2) **资产负债表：**近 2 年公司主要资产规模稳定，产能已投放完毕，资产负债率相对平稳，2024 年末资产/有息资产负债率分别为 61.2%/52.5%。3) **现金流量表：**2020 年以来投资活动现金流净额收窄，经营性现金流净额上升（2020-2024 年 CAGR 达 58%）。
盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 6.84 亿元/7.31 亿元/7.76 亿元，同比增速分别为 16.8%/6.94%/6.16%，若假设分红比例为 60%/65%/70%，对应 2025/05/16 股价股息率分别为 4.19%/4.86%/5.55%，对应 PE 估值分别为 14.3x/13.4x/12.6x，给予“买入”评级。

风险提示

1、盈利性不达预期风险；2、项目进度低于预期风险；3、国补退坡风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.02
总股本(万股)	139,345
流通A股/B股(万股)	98,909/0
每股净资产(元)	5.76
近12月最高/最低价(元)	7.76/5.24

注：股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

北京国资控股的垃圾焚烧平台，股东良好赋能	6
概况：深耕固废 20 余年，纯运营资产	6
管理：股权结构稳定，股东信贷支持力度大	6
看点 1：运营效率良好，指标存优化空间	8
看点 2：项目禀赋良好，拓展 ToB 业务	10
看点 3：激励锁定目标，分红超预期兑现	12
财务分析：盈利能力提升，现金流向好	14
利润表：进入纯运营资产阶段，盈利能力有望持续修复	14
资产负债表：负债率稳定，应收账款压力预计减缓	15
现金流量表：经营性现金流净额保持上升趋势	16
盈利预测：预计绿色动力 2025-2027 年股息率为 4.19%/4.86%/5.55%	16
风险提示	19

图表目录

图 1：绿色动力发展历史	6
图 2：绿色动力分业务营业收入情况（单位：亿元）	6
图 3：绿色动力营业收入构成情况	6
图 4：公司股权架构	7
图 5：北京市国资（含人民政府）旗下环保平台情况	7
图 6：绿色动力垃圾焚烧量情况	8
图 7：绿色动力资本开支情况	8
图 8：绿色动力垃圾焚烧量情况	9
图 9：绿色动力发电量&上网电量&上网电量占比情况	9
图 10：绿色动力吨发电量情况	9
图 11：绿色动力吨上网电量情况	9
图 12：垃圾焚烧公司运营产能对比（单位：万吨/日）	9
图 13：垃圾焚烧公司产能利用率对比	9
图 14：垃圾焚烧公司吨发电量对比（单位：千瓦时/吨）	10
图 15：垃圾焚烧公司吨上网电量对比（单位：千瓦时/吨）	10
图 16：垃圾焚烧公司自用电比例	10
图 17：垃圾焚烧公司吨垃圾收入（单位：元/吨）	10
图 18：绿色动力收入结构（分区域）	11
图 19：绿色动力毛利率情况（分区域）	11
图 20：绿色动力不同区域吨发电量（单位：kWh/t）	11
图 21：绿色动力不同区域吨上网电量（单位：kWh/t）	11
图 22：绿色动力供汽量情况	12
图 23：绿色动力经营性现金流净额情况	13
图 24：绿色动力分红情况	13

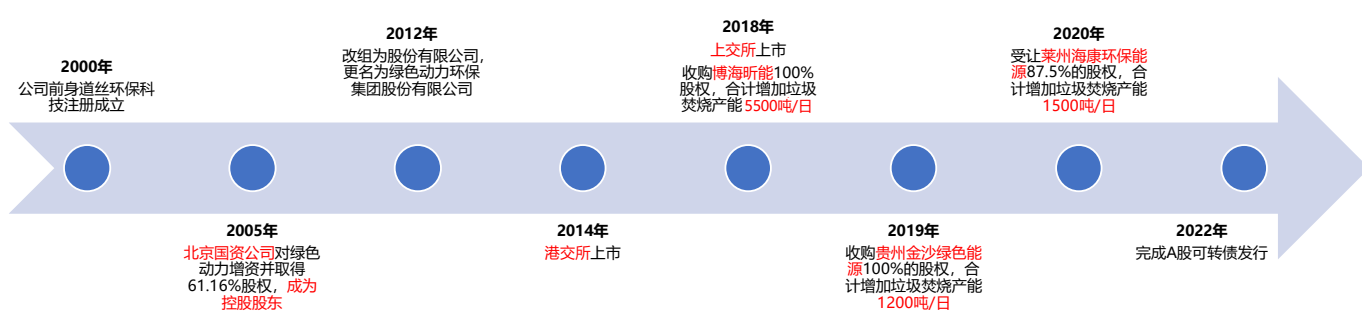
图 25：绿色动力营业收入&YoY	14
图 26：绿色动力归母净利润&YoY	14
图 27：绿色动力毛利率&净利率&ROE	15
图 28：绿色动力期间费用率	15
图 29：绿色动力主要资产情况（单位：亿元）	15
图 30：绿色动力资产负债率&有息负债率	15
图 31：绿色动力应收账款&票据情况（单位：亿元）	16
图 32：绿色动力应收账款情况（单位：亿元）	16
图 33：绿色动力现金流情况（单位：亿元）	16
图 34：绿色动力收现比&净现比	16
表 1：国资公司给公司授信额度及使用金额情况	7
表 2：公司股权激励考核目标值情况	13
表 3：绿色动力业务拆分	17
表 4：绿色动力指标情况	17

北京国资控股的垃圾焚烧平台，股东良好赋能

概况：深耕固废 20 余年，纯运营资产

绿色动力系国内首家 A+H 股上市垃圾焚烧发电企业，深耕行业 20 余年。2000 年公司前身道丝环保成立，随后持续扩展垃圾焚烧相关技术与能力，于 2014 年、2018 年分别在港交所（H 股代码：1330）、上交所（A 股代码：601330）上市。目前公司项目覆盖 20 个省/直辖市/自治区，形成了立足于长三角、珠三角、环渤海，辐射全国的市场布局。截至 2024 年底，公司在生活垃圾焚烧发电领域运营项目 37 个，运营项目垃圾处理能力达 4.03 万吨/日，装机容量 857MW，公司项目数量和垃圾处理能力均位居行业前列。

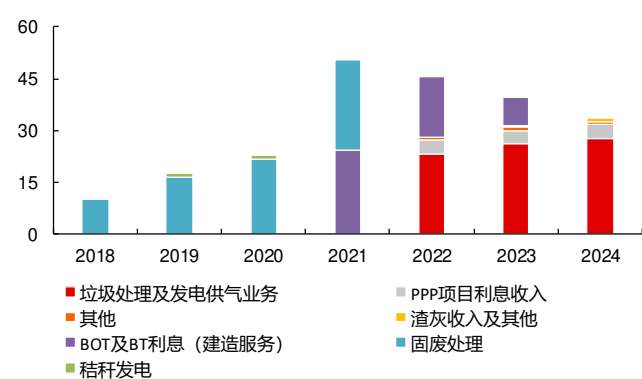
图 1：绿色动力发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

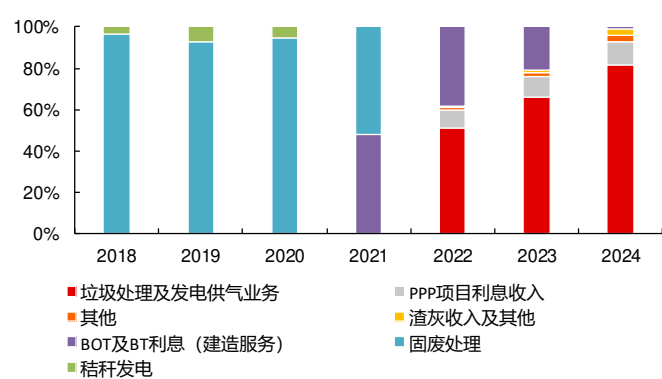
2024 年 1 月起无在建项目，运营收入占比 98.9%。2021 年受会计确认准则变动影响，公司开始确认 BOT 建造收入，当年建造收入占比达 48.0%，此后新增项目逐渐减少，2024 年公司建造收入降至 0.4 亿元，2024 年 1 月起无在建项目，全年运营收入占整体比例达 98.9%，公司已成为纯运营资产，迈入稳定运营阶段。

图 2：绿色动力分业务营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 3：绿色动力营业收入构成情况



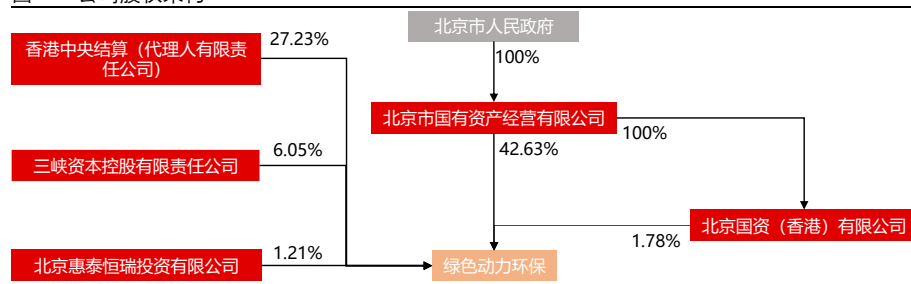
资料来源：iFinD，长江证券研究所

管理：股权结构稳定，股东信贷支持力度大

2005 年国资入股，为公司发展奠定基础。截至 2024 年末，公司实际控制人为北京市国有资产经营有限公司（简称“国资公司”），隶属北京市国资委，国资公司直接持有公司

42.63%的股权，通过国资（香港）间接持有绿色动力环保 1.78%的股权，合计持有 44.41% 股权。

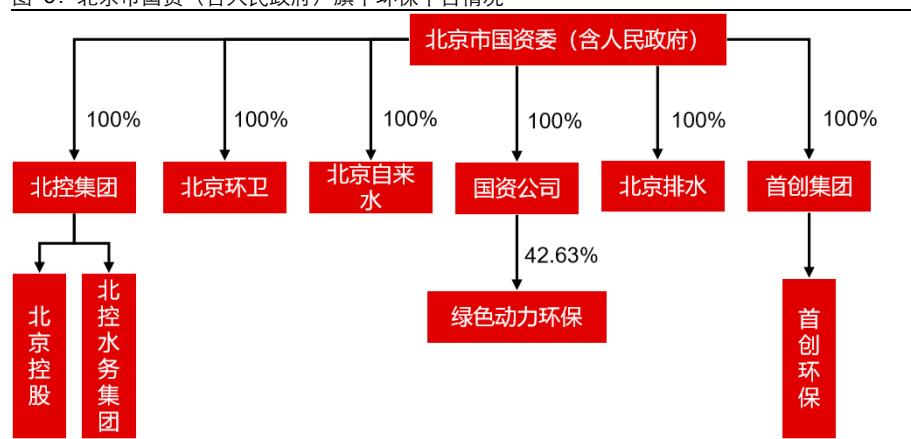
图 4：公司股权结构



资料来源：iFinD，长江证券研究所

绿色动力是北京国资公司旗下唯一的环保治理平台。从北京市国资（含人民政府）旗下的国企来看，从事环保业务的有北控集团（污水、自来水、燃气、固废等）、首创集团（污水、自来水、固废）、自来水集团（自来水）、北京排水集团（污水）、环卫集团（环卫）以及国资公司旗下的绿色动力（固废）。

图 5：北京市国资（含人民政府）旗下环保平台情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

国资公司对绿色动力的财务支持力度较大。2018 年-2021 年国资公司为绿色动力提供低息贷款、贷款担保等，2018 年-2020 年国资公司提供给绿色动力 37.5 亿的贷款，利率均低于中国人民银行同期贷款基准利率；2021 年处于垃圾焚烧行业建设高峰，国资公司再对绿色动力提供 24.5 亿元贷款额度，帮助公司扩张垃圾焚烧产能。

表 1：国资公司给公司授信额度及使用金额情况

时间	额度（亿元）	利率
2018.07	15	利率为不高于中国人民银行同期贷款基准利率，额度有效期为董事会审议通过之日起一年
2019.03	20	利率为不高于中国人民银行同期贷款基准利率，额度有效期为董事会审议通过之日起一年
2020.10	2.5	借款期限三年，借款年利率 4%，低于中国人民银行同期贷款基准利率
2021.05	9.5	借款期限一年，年利率 4.35%

2021.06

15

借款期限三年，年利率 4.65%

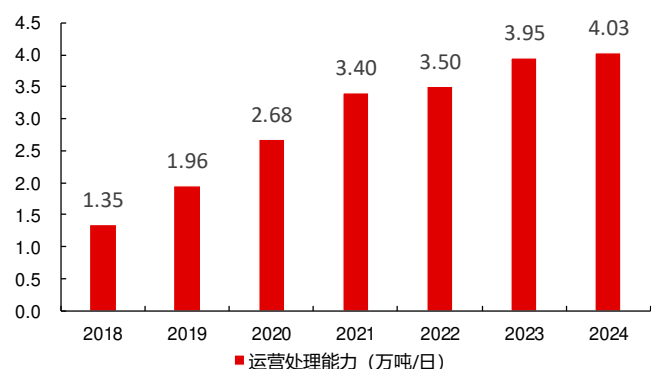
资料来源：公司公告，长江证券研究所

看点 1：运营效率良好，指标存优化空间

运营产能投放完毕，资本开支快速收缩。截至 2024 年底，公司在生活垃圾焚烧发电领域运营项目 37 个，运营项目垃圾处理能力达 4.03 万吨/日。公司 2024 年 1 月后无在建项目，当前运营产能已投放完毕，公司资本开支已从 2019 年的高点 20 亿元降至 2024 年的 3.7 亿元。

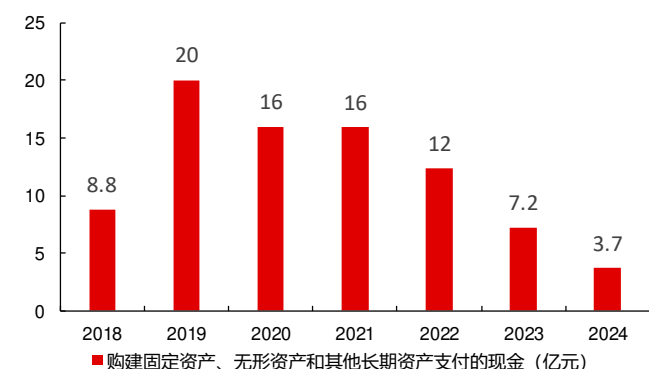
➤ **拟建项目多处前期规划阶段：**根据公司 2024 年可转债跟踪评级报告，截至 2023 年底，公司拟建垃圾焚烧发电项目规模合计 9750 吨/日，其中 74%为依托原有项目规划的二期项目。受项目选址、当地垃圾清运量等因素影响，拟建项目多处于前期规划阶段，未来项目的落地情况有待关注。

图 6：绿色动力垃圾焚烧量情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

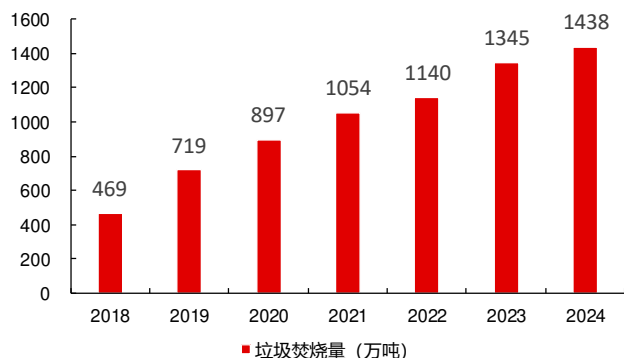
图 7：绿色动力资本开支情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

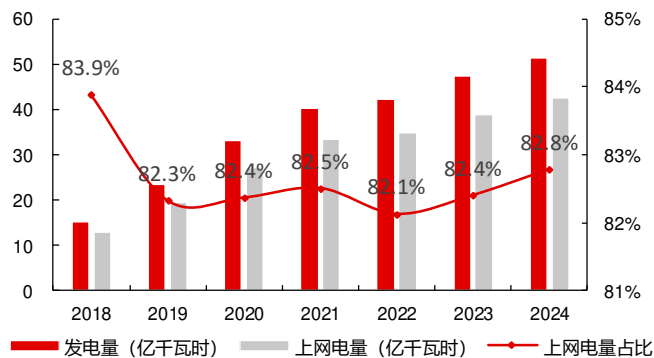
垃圾焚烧量持续扩张，运营指标良好。2019-2024 年绿色动力垃圾焚烧量 CAGR 达 20.5%，2024 年全年垃圾焚烧量为 1438 万吨；2024 年公司吨发电量/吨上网电量为 358/296 千瓦时，较 2019 年提升 9%/10%，上网电量占比达 82.8%。2022 年起吨发电量、吨上网电量下降主因公司开始拓展盈利能力更强、现金流更好的供汽业务，部分垃圾用于供汽而非上网。2024 年公司在供汽量同比增 31.49%的基础上实现吨发、吨上网的进一步提升，展现公司良好运营管理能力。

图 8：绿色动力垃圾焚烧量情况



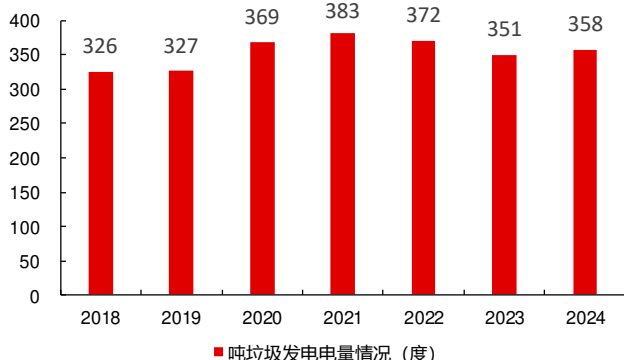
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：绿色动力发电量&上网电量&上网电量占比情况



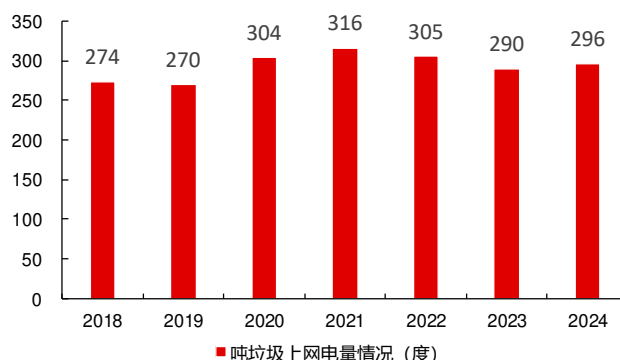
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：绿色动力吨发电量情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

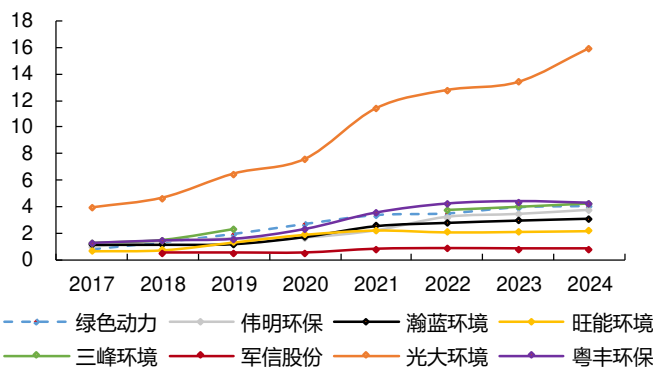
图 11：绿色动力吨上网电量情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

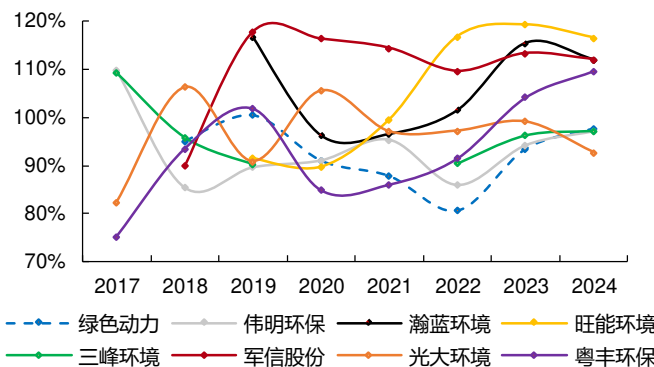
产能居行业前列,运营指标对比同业有进一步优化空间。2024 年绿色动力运营产能 4.03 万吨/日,位列行业第二梯队;产能利用率达 97.8%,存进一步提升空间;吨发电量、吨上网电量自用电比例居于行业龙头中游,整体经营效率良好;吨垃圾收入 234 元,居于行业靠前水平,未来随公司进一步提升运营效率、拓展供热业务,吨垃圾收入有望进一步提升。

图 12：垃圾焚烧公司运营产能对比（单位：万吨/日）



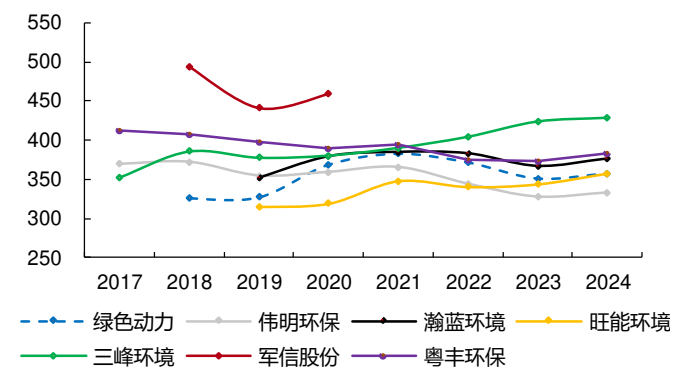
资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 13：垃圾焚烧公司产能利用率对比



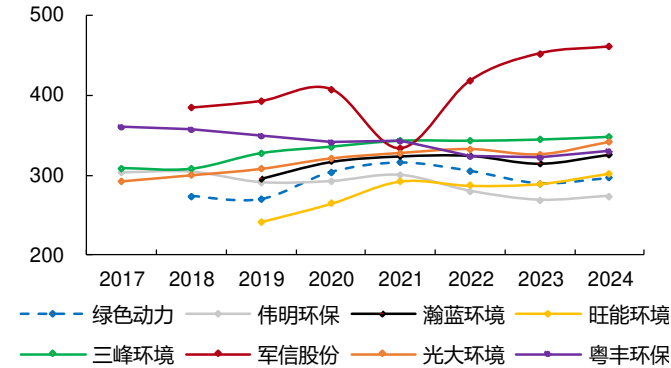
资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 14：垃圾焚烧公司吨发电量对比（单位：千瓦时/吨）



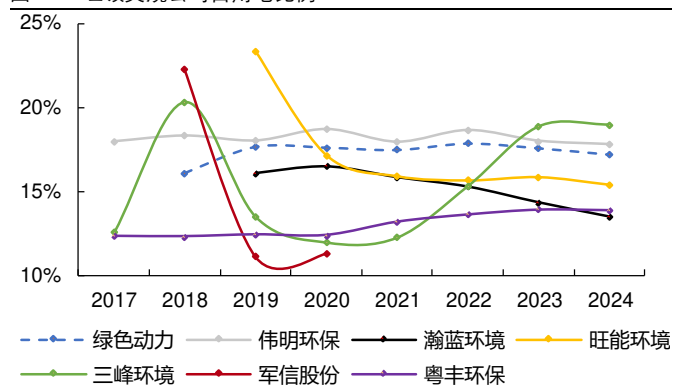
资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 15：垃圾焚烧公司吨上网电量对比（单位：千瓦时/吨）



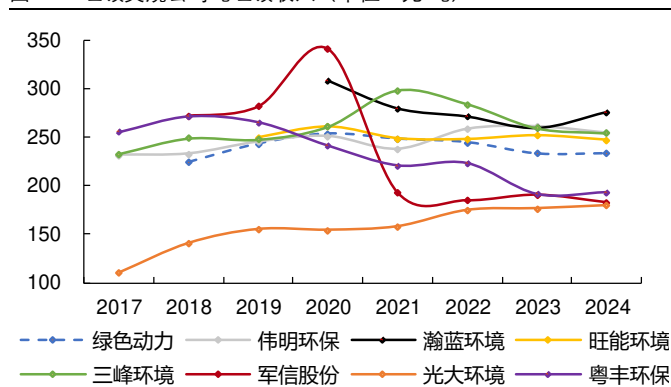
资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 16：垃圾焚烧公司自用电比例



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 17：垃圾焚烧公司吨垃圾收入（单位：元/吨）

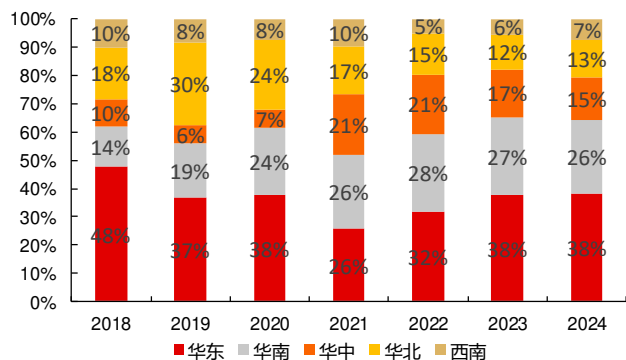


资料来源：各公司公告，长江证券研究所

看点 2：项目禀赋良好，拓展 ToB 业务

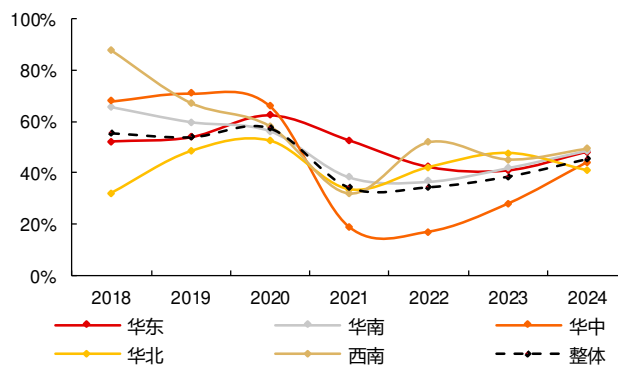
项目多处于经营效率良好的华东、华南地区。公司业务主要集中于华东和华南等经济发达地区，逐步向西部及东北地区辐射，2021 年-2024 年公司华东&华南收入占整体比重提升 12pct，2024 年公司华东/华南/华中/华北/西南地区收入占比分别为 38%/26%/15%/13%/7%。从毛利率来看，公司华东、华南地区业务毛利率高于公司整体，得益于该两地区经济发达，当地垃圾资源禀赋强、整体运营效率较高，吨发电量和吨上网电量领先其他区域。

图 18：绿色动力收入结构（分区域）



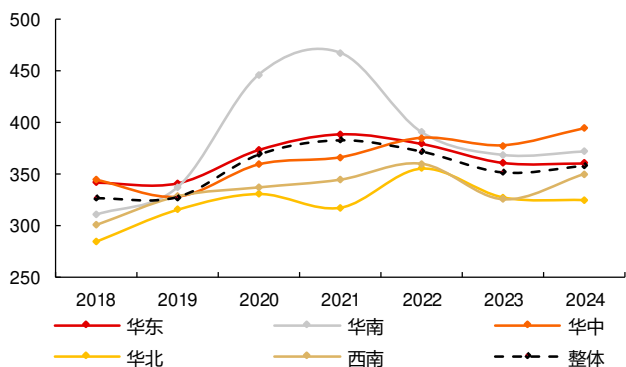
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19：绿色动力毛利率情况（分区域）



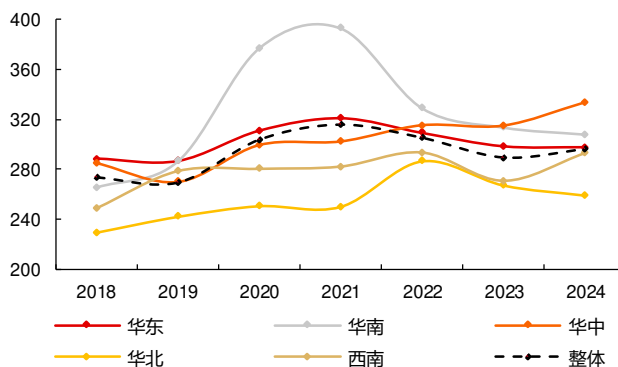
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：绿色动力不同区域吨发电量（单位：kWh/t）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：绿色动力不同区域吨上网电量（单位：kWh/t）

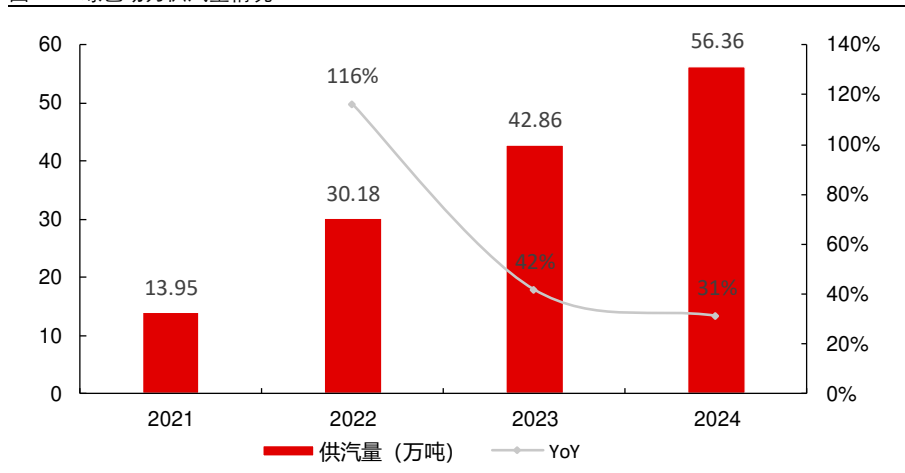


资料来源：公司公告，长江证券研究所

拓展其他业务模式，近 3 年供热量快速上升。为弥补垃圾焚烧项目满 15 年或 82500 小时后国补退坡导致的项目盈利性减弱，公司持续拓展垃圾焚烧项目除上网发电外的其他业务模式，目前常州公司已开展移动储能供热、蚌埠公司已成功拓展供汽业务和沼气提纯业务。公司尤其深入挖掘热电联产业务潜力，截至 2024 年末公司开展对外供热供汽业务项目达到 10 个，2024 年供汽量达 56.36 万吨，2022-2024 年供汽量同比增 116.3%/42.0%/31.5%。

➤ 近期市场对垃圾焚烧项目供电、供能 IDC 项目关注度颇高，北京市为《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》认定的全国一体化算力网络国家枢纽节点，绿色动力在北京市有 2850 吨/日垃圾焚烧产能。

图 22：绿色动力供汽量情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

我们认为未来垃圾焚烧绿电绿能应用有望向 B 端进一步拓展。随我国能耗双控向碳排放双控的持续推进，未来工业企业的可再生能源需求将持续上升，垃圾焚烧企业有可能在此过程中获得需求端突破，从过往的上网售电转向向工业企业售电、供热，利于企业现金流改善，有望获得估值修复。近期钢铁、水泥、铝冶炼三个行业纳入碳市场，碳市场覆盖全国二氧化碳排放总量占比从约 40%增至 60%以上，碳市场持续完善利于垃圾焚烧绿证的需求上行，预计未来垃圾焚烧的绿电绿能供应范围有望持续扩大，对垃圾焚烧项目现金流实现进一步利好。

看点 3：激励锁定目标，分红超预期兑现

2024 年 12 月 20 日，公司发布 A 股限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予 4180 万股限制性股票（约占计划公告时总股本的 3.0%）；激励对象包括公司高管及管理、技术和业务骨干不超过 220 人；参考公告前一日股价 3.20 元/股，若首次授予日在 2025 年 3 月末，则激励计划合计产生会计成本 12,704 万元。对 2025-2029 年会计成本的影响分别为 3,430.08/4,573.44/3,001.32/1,429.20/269.96 万元¹。

激励目标：1) **业绩：**以 2023 年扣非归母净利润为基数，2026-2028 年扣非归母净利润增长率不低于 15%/20%/25%（即 7.11/7.42/7.73 亿元）；2) **盈利能力：**2026-2028 年净资产收益率不低于 8.2%；3) **现金流：**2026-2028 年经营活动现金流量净额不低于 11.44/11.93/12.42 亿元；4) **供汽量：**2026-2028 年供汽量不低于 49.29/51.43/53.58 万吨；5) **数字化项目：**2026-2028 年数字化智慧化技术应用项目数量新增数量 1/2/2 个。上述为业绩考核目标值，前四项考核触发值为不低于目标值的 80%。

➤ **激励目标相对稳健：**2024 年公司基本为纯运营业务，扣非净利润加回危废项目减值后约为 7.08 亿元，故 2026-2028 年扣非净利润目标相对稳健；净资产收益率目标略低于 2023 年的 8.3%推测主因公司当前仍有 23.6 亿元可转债（剩余期限 6

¹ 截至 2024 年 4 月 30 日，首次授予未完成，对 2025 年相关费用影响可能低于披露值。

年)，部分可转债转股可能增加公司净资产规模；2024 年经营活动现金流量净额及供汽量均已超过 2028 年目标值。

- **考核周期设定为 2026-2028 年：**股权激励锁定期为 2 年，若 2025 年完成授予则 2027 年解锁，故考核周期自 2026 年始。

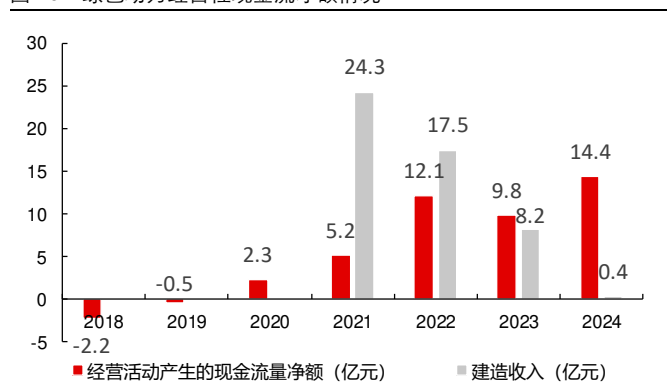
表 2：公司股权激励考核目标值情况

股权激励考核指标	2021A	2022A	2023A	2024A	2026E	2027E	2028E
扣非净利润（亿元）	6.86	7.33	6.18	5.79	7.11	7.42	7.73
以 2023 年为基数扣非净利润增速	-	-	-	-	15%	20%	25%
扣非净利润 YoY	41.55%	6.78%	-15.66%	-6.36%	-	4.36%	4.18%
净资产收益率	11.6%	10.7%	8.3%	7.4%	8.2%	8.2%	8.2%
经营活动现金流量净额（亿元）	5.15	12.10	9.78	14.38	11.44	11.93	12.42
供汽量（万吨）	13.95	30.18	42.86	56.36	49.29	51.43	53.58
数字化智慧化技术应用项目数量新增数量（个）	-	-	-	-	1	2	2

资料来源：公司公告，长江证券研究所

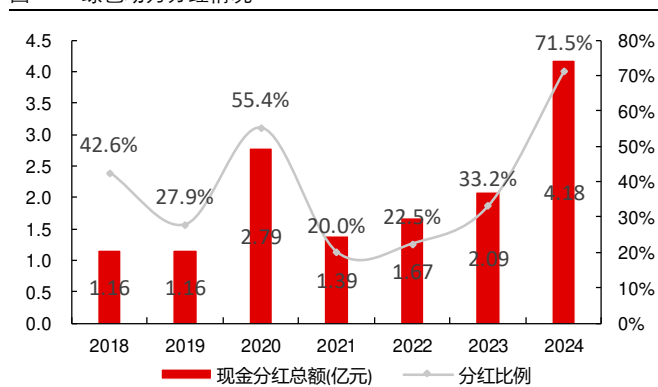
现金流持续向好，2024 年度分红超预期兑现。过去 4 年公司建造收入由 24.3 亿元降至 0.4 亿元，经营活动现金流量净额于 2020 年转正并保持上升趋势。2024 年公司建造收入占整体收入比例降至 1.1%，2024 年 1 月后无在建项目，预计未来随公司多措并举进行存量项目的提质增效，整体现金流将持续向好。此前公司发布 2024-2026 年股东分红回报规划，设定 2024-2026 年现金分红占当年实现的可分配利润比例不低于 40%、45%、50%，2024 年度公司分红比例同比提升 38pct 至 71.5%，超市场预期（归母净利润加回危废项目减值后分红比例约 59.1%，同比提升 26pct），看好公司现金流持续向好背景下的分红潜力。

图 23：绿色动力经营性现金流净额情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：绿色动力分红情况



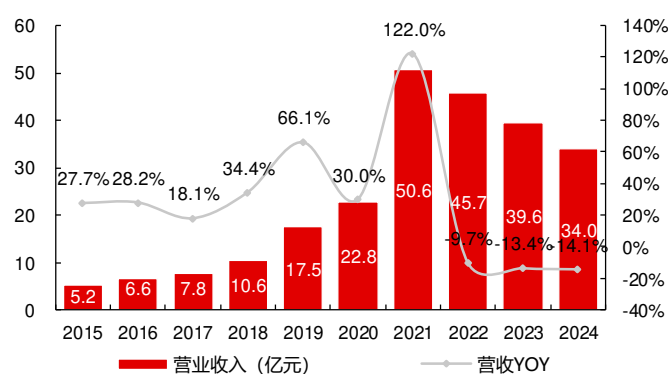
资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务分析：盈利能力提升，现金流向好

利润表：进入纯运营资产阶段，盈利能力有望持续修复

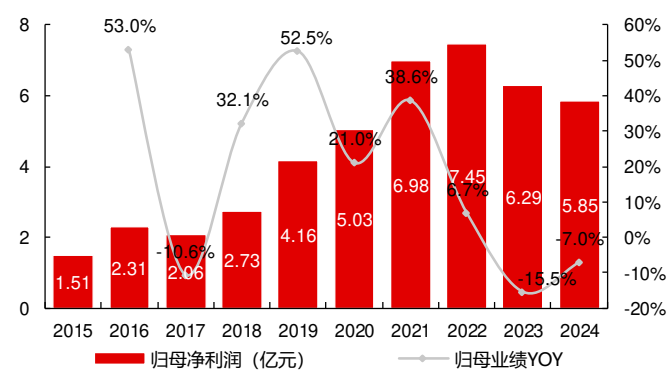
营收、业绩受会计确认影响存波动，后续预计稳健发展。2015-2020 年公司收入、利润随项目投产快速增长；2021 年起受会计政策变动影响，公司对 BOT 项目于建造期间确认建造收入，2021 年确认建造收入 24.27 亿元、归母净利润 1.18 亿元；此后公司新建项目逐步减少，建造收入、利润下滑带动公司整体业绩下行；2024 年公司建造收入占整体收入比例降至 1.1%，公司已基本成为纯运营资产，预计 2025 年起将逐步通过经营效率提升实现业绩增长。

图 25：绿色动力营业收入&YoY



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 26：绿色动力归母净利润&YoY

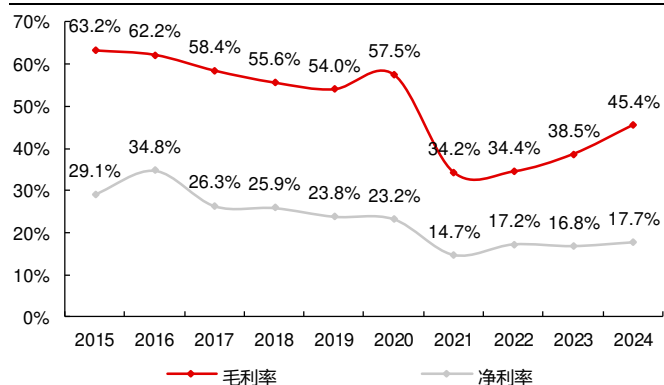


资料来源：iFinD，长江证券研究所

盈利能力存修复空间。2015-2020 年受新项目投产、产能利用率爬坡影响，公司毛利率、净利率呈下降趋势；2021 年毛利率大幅下降主要受建造业务确认收入、建造业务毛利率较低影响（2021 年公司固废处理/建造业务毛利率分别为 59.29%/7.79%），此后建造收入占比持续下降、对盈利能力拖累降低，2024 年公司毛利率/净利率回升至 45.4%/17.7%，较 2020 年的 57.5%/23.3%仍有一定提升空间。

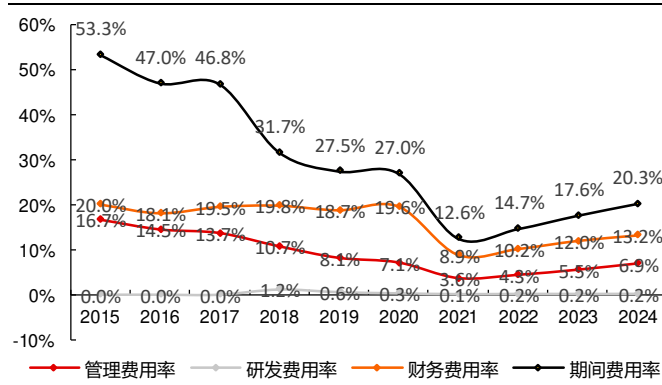
费用表现相对正常。2015-2020 年公司规模快速扩张的同时积累了一定量负债，财务费用率在 19%上下；同时新项目带来人员需求，随产能爬坡相关费用率逐渐降低，管理费用率保持下行趋势；2021 年以来受建造收入下滑影响，公司费用率呈上升趋势，预计后续该部分影响较小。

图 27：绿色动力毛利率&净利率&ROE



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 28：绿色动力期间费用率



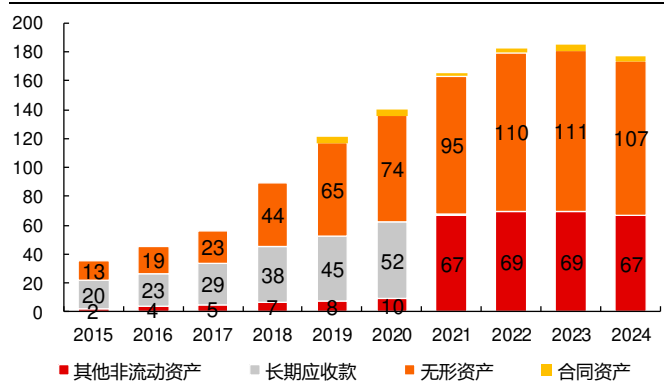
资料来源：iFinD，长江证券研究所

资产负债表：负债率稳定，应收账款压力预计减缓

产能投放完毕，整体负债率相对稳定。公司主要资产为通过下属子公司持有垃圾焚烧发电项目特许经营权和相应长期应收款，自2021年起长期应收款项目调整至其他非流动资产科目。近2年公司主要资产规模稳定，产能已投放完毕，资产负债率相对平稳，2024年末资产负债率/有息资产负债率分别为61.2%/52.5%。

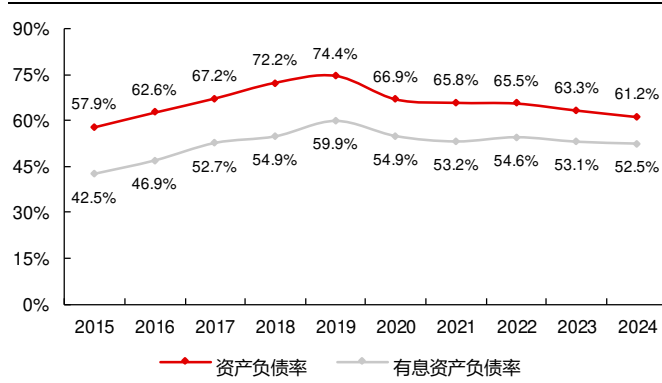
- **会计处理：**公司将BOT项目中涉及政府承诺的垃圾处理保底量和约定垃圾处理费单价的部分确定为长期应收款，将BOT项目经评估的公允价值大于项目产生的长期应收款总额的差额部分确认为无形资产；国补收入纳入国家可再生能源补贴目录后前记为合同资产，纳入目录后记为应收账款。

图 29：绿色动力主要资产情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

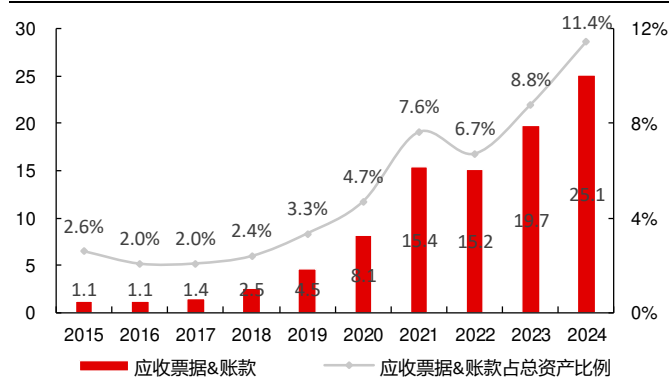
图 30：绿色动力资产负债率&有息负债率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

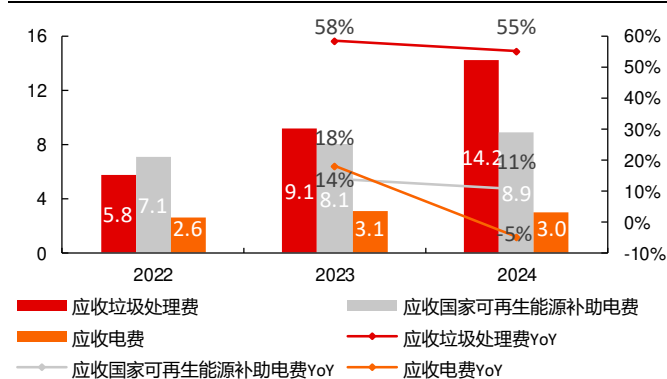
应收账款绝对额增加，其中垃圾处理费占比较高。受公司垃圾处理量不断扩大、地方财政压力偏大部分应收账款周期拉长影响，过去十年公司应收账款&票据规模持续提升，2024年末应收账款&票据总额同比增27%，账款回笼存在一定压力。从应收账款结构来看，公司应收垃圾处理费/应收国补/应收电费占比从2022年的37%/46%/17%变化为2024年的54%/34%/11%，主要系自公共卫生事件以来地方政府财政压力大导致，2023/2024年应收垃圾处理费同比增58%/55%。预计后续随化债政策落地，公司应收账款压力将有一定减缓。

图 31：绿色动力应收账款&票据情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 32：绿色动力应收账款情况（单位：亿元）

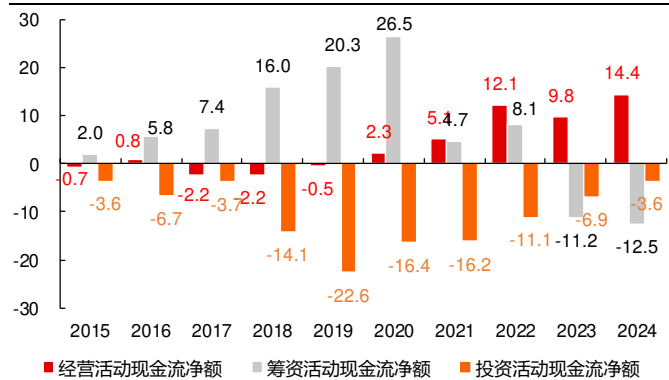


资料来源：iFinD，长江证券研究所

现金流量表：经营性现金流净额保持上升趋势

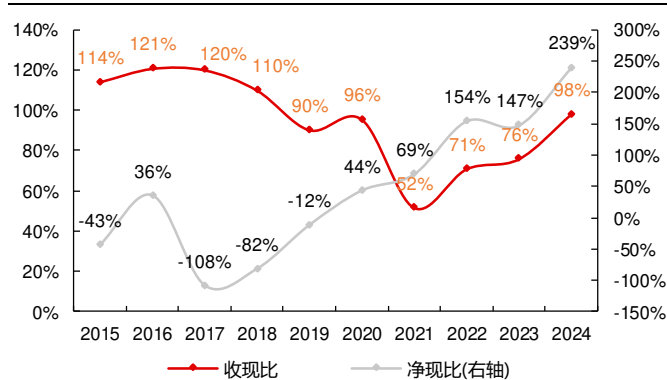
投资活动现金流净额收窄，经营性现金流净额上升。2015-2020 年公司进行规模扩张进行借款，筹资活动现金流净额持续上行；2020 年以来公司投资活动现金流持续收窄，主因公司新增项目逐渐减少，老项目投产后产能爬坡，支撑经营性现金流净额上行，2020-2024 年经营性现金流净额 CAGR 达 58%。此外，2021 年会计准则变更导致收现比大幅下降，此后收现比、净现比持续上行，整体回款相对较好。

图 33：绿色动力现金流情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 34：绿色动力收现比&净现比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

盈利预测：预计绿色动力 2025-2027 年股息率为 4.19%/4.86%/5.55%

分业务板块来看：

- **垃圾发电&固废处置：1) 垃圾处理及发电供气业务：**由于公司目前已基本无新增产能投放，预计 2025-2027 年公司垃圾处理及发电供气业务收入增长主要来自项目自身提升运营效率及增加供气比例，假设收入增速分别为 8.9%/4.9%/2.5%，毛利率分别为 37.7%/38.5%/39.0%。**2) PPP 项目利息收入：**公司将 BOT 项目中涉及政府承诺的垃圾处理保底量和约定垃圾处理费单价的部分确定为长期应收款，PPP 项目利息收入项目为该部分长期应收款对应利息，若后续无新增项目，该部

分将稳定下滑，假设 2025-2027 年该部分收入每年同比降低 4%，毛利率 100%。

3) 其他：公司另有污泥、转运、餐厨业务，考虑 2024 年 8 月公司新设立一转运子公司，假设 2025-2027 年该部分收入增速分别为 10%/5%/5%，毛利率保持 25% 水平。

- **渣灰收入及其他：**假设该部分业务 2025-2027 年与 2024 年情况持平，每年收入为 1.0 亿元，毛利率为 98%。
- **BOT 及 BT 利息（建造服务）：**由于公司自 2024 年 1 月后无在建项目，当前运营产能已投放完毕，假设 2025-2027 年相关收入为 0。

表 3：绿色动力业务拆分

（单位：亿元）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45.7	39.6	34.0	36.0	37.4	38.1
YoY	-9.7%	-13.4%	-14.1%	6.0%	3.8%	1.9%
垃圾发电&固废处置	27.9	30.9	32.6	35.0	36.4	37.1
YoY		10.5%	5.8%	7.4%	3.9%	2.0%
垃圾处理及发电供气业务	23.3	26.1	27.6	30.1	31.6	32.4
YoY		11.7%	6.0%	8.9%	4.9%	2.5%
PPP 项目利息收入	3.84	3.96	3.97	3.81	3.66	3.51
YoY		3.2%	0.3%	-4.0%	-4.0%	-4.0%
其他	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2
YoY		11.3%	24.2%	10.0%	5.0%	5.0%
渣灰收入及其他	0.3	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0
BOT 及 BT 利息（建造服务）	17.5	8.2	0.4	0.0	0.0	0.0
毛利率	34.4%	38.5%	45.4%	45.5%	45.6%	45.7%
垃圾发电&固废处置	50.3%	45.5%	44.3%	44.1%	44.2%	44.3%
垃圾处理及发电业务	43.0%	37.8%	37.0%	37.7%	38.5%	39.0%
PPP 项目利息收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他	24.4%	28.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
渣灰收入及其他	88.9%	94.6%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
BOT 及 BT 利息	8.1%	8.2%	8.1%	-	-	-

资料来源：iFinD，长江证券研究所

预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 6.84 亿元/7.31 亿元/7.76 亿元，同比增速分别为 16.8%/6.94%/6.16%，假设 2025-2027 年分红比例为 60%/65%/70% 对应 2025/05/16 绿色动力股价股息率分别为 4.19%/4.86%/5.55%，对应 PE 估值分别为 14.3x/13.4x/12.6x，给予“买入”评级。

表 4：绿色动力指标情况

（单位：人民币）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,567	3,956	3,399	3,602	3,739	3,811
YOY	-9.69%	-13.39%	-14.08%	5.97%	3.83%	1.91%

归母净利润（百万元）	745	629	585	684	731	776
YOY	6.73%	-15.51%	-7.02%	16.84%	6.94%	6.16%
ROE	10.16%	8.06%	7.27%	8.25%	8.58%	8.85%
净利率	16.31%	15.91%	17.22%	18.98%	19.55%	20.37%
资产负债率	65.55%	63.29%	61.21%	59.96%	59.05%	58.09%
PE（A 股）				14.31	13.38	12.60
PB（A 股）				1.18	1.15	1.12
PE（H 股）				8.59	8.03	7.56
PB（H 股）				0.71	0.69	0.67
分红比例	22.45%	33.22%	71.45%	60.00%	65.00%	70.00%
现金分红总额（百万元）	167	209	418	410	475	543
股息率（A 股）				4.19%	4.86%	5.55%
股息率（H 股）				6.99%	8.09%	9.25%

资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：估值日期 2025/05/16；2025-2027 年分红比例为假设值；港币汇率取 2024 年报 1HKD=0.9260RMB。）

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险：垃圾焚烧项目特许经营周期较长，垃圾处理费单价能否长期维持与成本变化同样涨幅存在一定的不确定性。
- 2、项目进度低于预期风险：固废项目建设、投运需要 1-2 年时间，项目进度受多方影响，项目进度较慢将会影响收入的确认进度。
- 3、国补退坡风险：垃圾焚烧上网电价中部分收入来自于国家可再生能源基金补贴，在“央地共担”的政策推动下，国家补贴逐渐退出，若地方政府没有及时调整垃圾处置费，则项目收益率会有下行风险。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于公司垃圾焚烧业务经营效率稳健提升假设，基于上述假设，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 6.84 亿元/7.31 亿元/7.76 亿元，同比增速分别为 16.8%/6.94%/6.16%，若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于效率提升不及预期等，悲观假设下，2025-2027 年公司归母净利润 6.43 亿元/6.87 亿元/7.30 亿元，同比增速分别为 9.82%/7.00%/6.24%。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3399	3602	3739	3811	货币资金	868	998	1272	1605
营业成本	1854	1962	2032	2070	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1544	1640	1707	1741	应收账款	2512	2361	2205	1997
%营业收入	45%	46%	46%	46%	存货	50	53	55	56
营业税金及附加	71	83	90	95	预付账款	27	27	28	29
%营业收入	2%	2%	2%	3%	其他流动资产	667	684	700	709
销售费用	1	1	1	1	流动资产合计	4124	4122	4260	4395
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	233	267	280	267	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	7%	7%	8%	7%	固定资产合计	255	264	270	276
研发费用	7	8	8	8	无形资产	10660	10660	10660	10660
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	448	443	433	422	递延所得税资产	250	244	244	244
%营业收入	13%	12%	12%	11%	其他非流动资产	6700	6631	6631	6631
加: 资产减值损失	-127	-30	-30	-30	资产总计	21989	21921	22066	22206
信用减值损失	-45	-40	-40	-40	短期贷款	546	546	546	546
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	662	654	649	632
投资收益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	704	823	880	935	应付职工薪酬	109	106	108	108
%营业收入	21%	23%	24%	25%	应交税费	78	83	86	88
营业外收支	2	2	2	2	其他流动负债	1264	1083	1088	1091
利润总额	706	825	882	937	流动负债合计	2658	2471	2477	2464
%营业收入	21%	23%	24%	25%	长期借款	7528	7328	7128	6928
所得税费用	105	123	132	140	应付债券	2354	2434	2515	2595
净利润	601	702	751	797	递延所得税负债	493	489	489	489
归属于母公司所有者的净利润	585	684	731	776	其他非流动负债	426	422	422	422
少数股东损益	16	18	20	21	负债合计	13460	13144	13030	12898
EPS (元)	0.42	0.49	0.52	0.56	归属于母公司所有者权益	8053	8283	8521	8773
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	476	494	514	535
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	8529	8777	9035	9308
经营活动现金流净额	1438	1293	1355	1435	负债及股东权益	21989	21921	22066	22206
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-359	-6	-6	-6	每股收益	0.42	0.49	0.52	0.56
其他	2	67	0	0	每股经营现金流	1.03	0.93	0.97	1.03
投资活动现金流净额	-357	61	-6	-6	市盈率	15.62	14.31	13.38	12.60
债券融资	0	80	80	80	市净率	1.14	1.18	1.15	1.12
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	14.74	15.79	14.91	14.10
银行贷款增加 (减少)	3942	-200	-200	-200	总资产收益率	2.7%	3.2%	3.4%	3.6%
筹资成本	-731	-931	-956	-976	净资产收益率	7.3%	8.3%	8.6%	8.8%
其他	-4457	-174	0	0	净利率	17.2%	19.0%	19.6%	20.4%
筹资活动现金流净额	-1246	-1225	-1075	-1096	资产负债率	61.2%	60.0%	59.1%	58.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-165	130	274	333	总资产周转率	0.15	0.16	0.17	0.17

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。