

绿色动力（601330）

25Q2 供热同增 133%进一步加速，提质增效提 ROE 逻辑持续兑现

买入（维持）

2025 年 07 月 27 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,956	3,399	3,593	3,765	3,910
同比（%）	(13.39)	(14.08)	5.71	4.79	3.85
归母净利润（百万元）	629.28	585.08	649.61	717.62	760.30
同比（%）	(15.51)	(7.02)	11.03	10.47	5.95
EPS-最新摊薄（元/股）	0.45	0.42	0.47	0.51	0.55
P/E（现价&最新摊薄）	16.59	17.84	16.07	14.54	13.73

投资要点

■ 事件：7 月 24 日，公司发布 2025 年第二季度主要经营数据。

■ **2025H1 供热量翻倍以上增长，稳定运营期持续成长。**2025Q2 公司垃圾进场量 371.57 万吨（同比+4.86%，环比+8.06%），发电量 13.03 亿度（同比+3.54%，环比+5.41%），上网电量 10.82 亿度（同比+0.88%，环比+4.89%），吨发电量 351 度（同比-1.26%，环比-2.45%），吨上网电量 291 度（同比-3.80%，环比-2.93%），供汽量 29.04 万吨（同比+132.69%，环比+29.01%），**2025Q2 供热同比增速较 2025Q1 的 97%进一步加快。**按 1 吨蒸汽 200 度电还原发电量和上网电量，还原后吨发为 366 度（同比+1.13%，环比-1.68%），还原后吨上网为 307 度（同比-0.94%，环比-1.99%）。2025H1 公司累计垃圾进场量 715.43 万吨（同比+2.10%），发电量 25.39 亿度（同比+1.62%），上网电量 21.13 亿度（同比+1.99%），吨发电量 355 度（同比-0.47%），吨上网 295 度（同比-0.10%），供汽量 51.55 万吨（同比+115.69%），还原供热后的吨发为 369 度（同比+1.63%），还原后吨上网为 310 度（+2.41%）。公司实现供热量翻倍提升的同时表现吨上网保持稳定，按供汽单价 150 元/吨测算，2025H1 供汽收入约 0.77 亿元，同比+0.41 亿元，供汽业务利润率高且无应收风险，增厚盈利改善现金流。

■ **垃圾焚烧提分红+提 ROE 核心逻辑兑现典范！**

➢ **自由现金流大增、分红超预期且仍有提升空间。**2024 年公司简易自由现金流 10.7 亿元（+318%），25Q1 为 1.57 亿元（+94%），2024 年每股派息翻倍，分红比例 71.5%（同比+38.2pct），远超分红承诺底线。当前 A 股股息率 4.01%，港股 6.19%。我们根据“（简易自由现金流-财务费用）/归母净利润”测算 2025/2026 年分红潜力达 117%/131%，分红比例仍有提升空间。

➢ **激励锁定持续增长，25Q1 运营提质增效 ROE 提升超预期。**2024 年运营收入占比 99%，建造影响见底。2024 年 12 月，公司发布股权激励计划草案，2026-2028 年扣非归母净利润考核目标不低于 7.11/7.42/7.73 亿，对应 2024-2026 年复增 10.9%，2027 年/2028 年同增 4.4%/4.2%。2025Q1 业绩增速 33%，加权 ROE 为 2.27%（+0.51pct）超预期，得益于供热拓展（25Q1 同增 97%）、污泥掺烧、降本增效等，2025Q2 供热拓展进一步加速。此外，2025 年 6 月，公司与亚洲联合基建签订战略合作协议，有望拓展境外轻资产业务。

■ **盈利预测与投资评级：**公司进入稳定运营期，提分红+提 ROE 逻辑兑现典范，25H1 供热量翻倍带动业绩高质量增长，预计自由现金流将持续增厚，分红仍有提升空间。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元，对应 16/15/14 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**应收风险，危废项目减值风险，资本开支超预期上行等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.49
一年最低/最高价	5.24/7.82
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	7,408.31
总市值(百万元)	10,436.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.76
资产负债率(% ,LF)	60.35
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)：2025 一季报点评：归母同增 33%超预期，提质增效成果显著》

2025-04-29

《绿色动力(601330)：2024 年报点评：自由现金流大增，分红比例提至 71.45%》

2025-03-30

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,124	4,859	5,618	6,367	营业总收入	3,399	3,593	3,765	3,910
货币资金及交易性金融资产	868	1,482	2,089	2,709	营业成本(含金融类)	1,854	1,957	2,042	2,119
经营性应收款项	2,543	2,638	2,767	2,876	税金及附加	71	83	87	90
存货	50	53	55	57	销售费用	1	2	2	2
合同资产	371	392	411	427	管理费用	233	246	258	268
其他流动资产	292	294	297	299	研发费用	7	10	11	11
非流动资产	17,865	17,456	17,032	16,592	财务费用	448	446	433	420
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	92	54	55	55
固定资产及使用权资产	263	252	239	226	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10,660	10,263	9,851	9,424	减值损失	(172)	(100)	(75)	(75)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	704	803	912	980
其他非流动资产	6,938	6,938	6,938	6,938	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	21,989	22,315	22,650	22,959	利润总额	706	803	912	980
流动负债	2,658	2,687	2,732	2,772	减:所得税	105	120	155	178
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,655	1,655	1,655	1,655	净利润	601	682	757	802
经营性应付款项	662	698	729	756	减:少数股东损益	16	33	39	42
合同负债	2	2	2	2	归属母公司净利润	585	650	718	760
其他流动负债	340	332	347	360	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.47	0.51	0.55
非流动负债	10,802	10,602	10,402	10,202	EBIT	1,231	1,295	1,366	1,421
长期借款	7,528	7,328	7,128	6,928	EBITDA	1,743	1,814	1,890	1,950
应付债券	2,354	2,354	2,354	2,354	毛利率(%)	45.44	45.54	45.76	45.81
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	17.22	18.08	19.06	19.45
其他非流动负债	916	916	916	916	收入增长率(%)	(14.08)	5.71	4.79	3.85
负债合计	13,460	13,288	13,134	12,974	归母净利润增长率(%)	(7.02)	11.03	10.47	5.95
归属母公司股东权益	8,053	8,518	8,969	9,395					
少数股东权益	476	509	548	590					
所有者权益合计	8,529	9,027	9,517	9,985					
负债和股东权益	21,989	22,315	22,650	22,959					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,438	1,617	1,650	1,711	每股净资产(元)	5.62	5.96	6.28	6.59
投资活动现金流	(357)	(110)	(100)	(90)	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	(1,246)	(893)	(943)	(1,000)	ROIC(%)	5.20	5.45	5.53	5.59
现金净增加额	(165)	614	607	620	ROE-摊薄(%)	7.27	7.63	8.00	8.09
折旧和摊销	511	519	524	530	资产负债率(%)	61.21	59.55	57.98	56.51
资本开支	(359)	(110)	(100)	(90)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.84	16.07	14.54	13.73
营运资本变动	(267)	(143)	(157)	(138)	P/B (现价)	1.33	1.26	1.19	1.14

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>