

香港股市 | 环保 | 垃圾焚烧发电

公司点评

绿色动力环保（1330 HK）

未评级

自由现金流保增长，高分红政策可持续

25H1 股东净利润同比上升 24.5%

绿色动力环保是首家 A+H 股垃圾焚烧发电上市企业，隶属于北京市国有资产经营有限责任公司（“北京国资公司”）。公司 FY25 中期业绩理想。上半年股东净利润同比上升 24.5% 至 3.8 亿元(人民币，下同)，主因(一)垃圾处理量及上网电量分别同比上升 2.1%及 2.0%；(二)毛利率同比上升 4.9 个百分点至 49.5%；(三)利率及借贷皆同比下降，财务净支出同比减少 19.1%至 1.9 亿元。中期分红每股 0.10 元，同比持平，分红比率为 37.0%(见图表 1)。

产能布局理性，资本开支压力下降

近年中国垃圾焚烧发电行业发展日渐成熟，公司相应理性扩张产能。公司运营项目的垃圾处理能力(年结)由 FY21 的 33,710 吨/日增长至 FY24 的 40,310 吨/日，期内复合年增长率 (CAGR)为 6.1%，远低于 2018-21 年期间的 35.6%(见图表 2)。截至 2025 年 6 月 30 日，公司共有 37 个垃圾焚烧发电运营，重点覆盖长三角、珠三角、环渤海等高增值地区，垃圾处理能力维持在 40,310 吨/日(见图表 3)。由于资本开支压力也相应降低，25H1 自由现金流同比上涨 40.7%至 4.8 亿元，有利公司高分红政策持续。

FY25-26 分红比率分别至少达 45%及 50%

2024 年 8 月，公司公布《未来三年股东分红回报规划(2024 年-2026 年)》，明确 FY24-26 现金分红比率分别不低于当年可分配利润的 40%、45%、50%。实际上，分红比率(每股股息/每股盈利)已由 FY22 的 22.6%大幅上升至 FY24 的 71.4%。FY24 股息率达 6.4%。

H 股估值不高

公司估值不高。FY24 市净率为 0.83 倍，介乎光大环境(257 HK)的 0.63 倍及北控水务(371 HK)的 0.86 倍之间。公司 AH 溢价(注：A 股代码 601330)为 54.5%，高于恒生沪深港通 AH 股溢价指数显示的 20.2%市场平均溢价(注：指数收报 120.20 点)。H 股相对仍然吸引。

风险提示：(一)应收账风险、(二)服务价格波动、(三)法规/政策风险。

主要财务数据（人民币百万元）（更新至 2025 年 9 月 11 日）

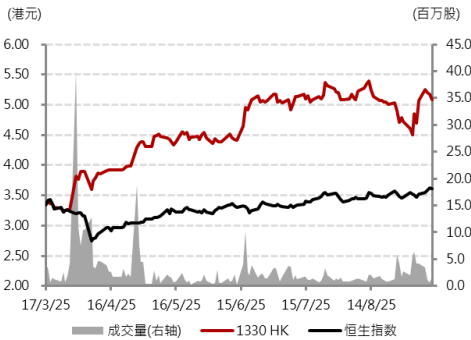
年结:12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 实际
收入	4,567	3,956	3,399
增长率 (%)	(9.7)	(13.4)	(14.1)
股东净利润	745	629	585
增长率 (%)	6.7	(15.5)	(7.0)
每股盈利（人民币）	0.53	0.45	0.42
市盈率（倍）	8.8	10.4	11.1
每股股息（人民币）	0.12	0.13	0.30
股息率 (%)	2.6	2.8	6.4
每股净资产（人民币）	5.10	5.45	5.62
市净率（倍）	0.92	0.86	0.83

来源：公司资料、中泰国际研究部

股票数据（更新至 2025 年 9 月 11 日）

现价	5.08 港元
总市值	9,795.70 百万 港元
流通股比例(H 股)	63.74%
已发行总股本(H 股)	404.36 百万
52 周价格区间	2.84-5.46 港元
3 个月日均成交额	10.56 百万 港元
主要股东	北京国资公司 (占 44.41%)
	长城人寿保险 (占 8.77%)
	三峡资本 (占 6.05%)

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

分析师
周健锋（Patrick Chow）
+852 2359 1849
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：FY25 中期业务回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 年 上半年	2025 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
营业总收入	1,661	1,684	1.4	垃圾处理量、上网电量、蒸气供应量皆同比增长
- 垃圾处理及发电供汽	1,346	1,417	5.2	
- PPP 项目利息收入	197	194	(1.6)	
- 其他主营业务收入	70	26	(63.4)	
- 其他业务(渣灰收入及其他)	47	47	0.3	
营业成本	(919)	(850)	(7.6)	毛利率同比上升 4.9 个百分点
毛利	741	834	12.5	
- 垃圾处理及发电供汽	483	587	21.5	
- PPP 项目利息收入	197	194	(1.6)	
- 其他主营业务收入	14	6	(56.3)	
- 其他业务(渣灰收入及其他)	46	47	0.5	费用占收入比例由 6.2%上升至 6.4% 利率及借贷皆同比下降
税金及附加	(35)	(38)	10.4	
销售费用	(1)	(1)	(12.3)	
管理费用(含研发费用)	(103)	(108)	4.9	
财务净支出	(236)	(191)	(19.1)	
资产减值及其他	(14)	(50)	257.8	实质税率由 17.2%上升至 19.7%
其他收益	37	49	33.2	
营业利润	390	496	27.2	
营业外收入净额	1	0	(63.3)	
税前利润	391	496	26.9	
所得税	(67)	(98)	45.2	分红比率由 45.0%下跌至 37.0%
税后利润	324	399	23.1	
少数股东权益	(21)	(21)	3.1	
股东净利润	303	377	24.5	
每股盈利 (人民币)	0.22	0.27	22.7	
每股股息 (人民币)	0.10	0.10	0.0	
利润率 (%)			变动 (百分点)	
毛利率	44.6	49.5	4.9	
- 垃圾处理及发电供汽	35.9	41.4	5.5	
- PPP 项目利息收入	100.0	100.0	0.0	
- 其他主营业务收入	20.5	24.5	4.0	
- 其他业务(渣灰收入及其他)	98.2	98.4	0.2	
营业利润率	23.5	29.5	6.0	
股东净利润率	18.2	22.4	4.2	
运营表现			增长 (同比%)	
垃圾处理量 (万吨)	701	715	2.1	
上网电量 (亿度)	20.7	21.1	2.0	
蒸气供应量 (万吨)	23.9	51.4	115.0	
垃圾处理能力(运营项目) (吨/日)	40,310	40,310	0.0	
现金流			增长 (同比%)	FY23 及 FY24 分别为 2.89 亿及 10.81 亿元
经营活动现金流	543	632	16.4	
投资活动现金流	(206)	(157)	(23.6)	
自由现金流	337	475	40.7	
财务状况			变动 (百分点)	
净负债率(净负债/股东权益)	123.5	116.2	(7.4)	

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：运营项目的垃圾处理能力

年结: 12 月 31 日	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 上半年	复合年增长率 (2018-21 年) (%)	复合年增长率 (2021-24 年) (%)
处理能力(吨/日)	13,510	19,610	26,210	33,710	34,910	39,510	40,310	40,310	35.6	6.1
- 增长 (同比%)	不适用	45.2	33.7	28.6	3.6	13.2	2.0	0.0		

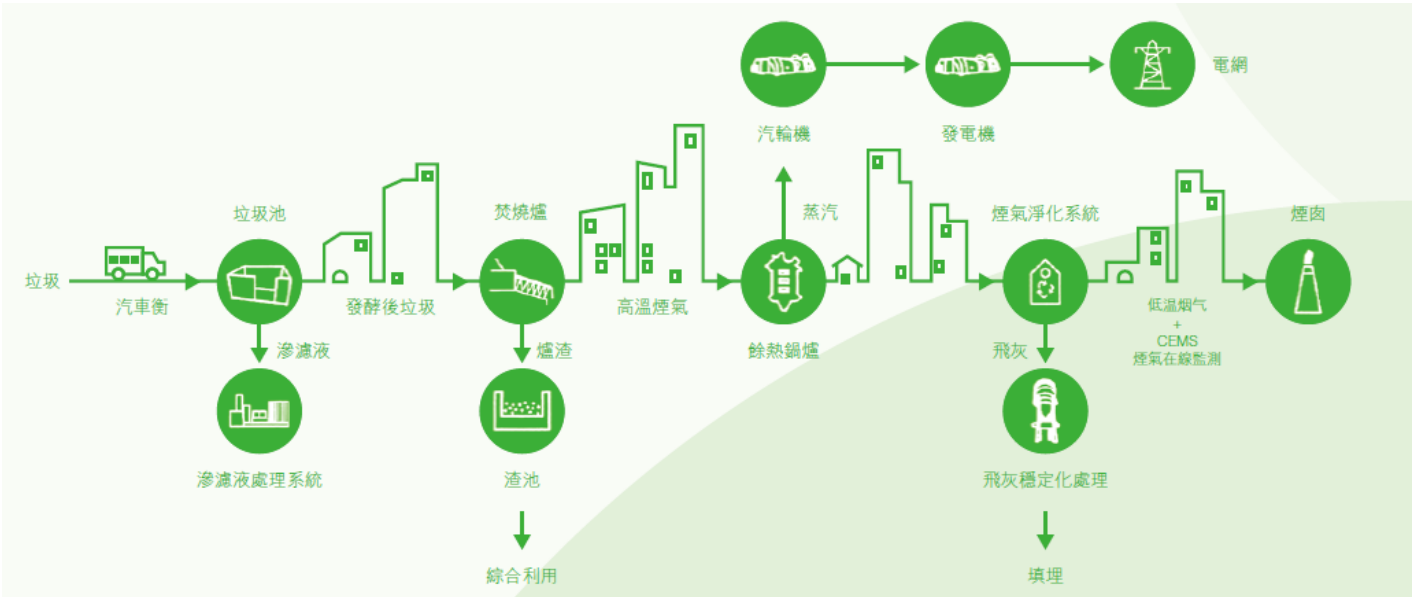
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：项目地区分布



注：截至 2025 年 6 月 30 日
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 4：垃圾焚烧发电流程



来源：公司资料、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805