

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 买入（维持）

2022 年 03 月 31 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书：S0600120100018

zhaomn@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（%） | 122.03 | -9.49 | 11.34 | 9.28 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 698 | 955 | 1,103 | 1,238 |
| 同比（%） | 38.62 | 36.82 | 15.49 | 12.27 |
| 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） | 17.27 | 12.62 | 10.93 | 9.74 |

投资要点

- **事件**：2021 年公司实现营收 50.57 亿元，同增 122.03%；归母净利润 6.98 亿元，同增 38.62%；加权平均 ROE 同降 2.74pct 至 11.06%。
- **2021 年公司归母高增 38.62% 至 6.98 亿元，固废运营板块业绩稳步增长**。2021 年公司营收同增 122.03% 至 50.57 亿元，主要系运营项目增加及产能爬坡，新增确认建造收入所致；归母同增 38.62% 至 6.98 亿元，受到宁河秸秆项目计提 1.84 亿元资产减值损失的影响；毛利率同降 23.27pct 至 34.24%，归母净利率同降 8.30pct 至 13.80%，主要系建造毛利率和净利率显著低于运营业务。**1) 固废运营**：实现营收 26.19 亿元，同增 21.54%，占总营收 51.79%，毛利率 59.29%，同降 0.86pct，运营板块业绩稳步提升。**2) 秸秆发电**：实现营收 0.10 亿元，同降 91.47%，毛利率 -98.45%，主要系宁河秸秆项目自 2 月份开始停运所致。**3) BOT 项目建造**：确认建造收入 24.27 亿元，占总营收的 48.00%，毛利率 7.79%。
- **2021 年投运产能增加 0.75 万吨/日至 3.4 万吨/日，吨上网同增 3.97% 至 316 度/吨**。从投运产能来看，2021 年公司新增投运产能 7500 吨/日，连续三年实现新增产能 6000 吨以上。截至 2021 年底，公司垃圾焚烧运营、在建、筹建产能分别为 3.4、0.48、1.6 万吨/日，在建筹建/已建比例为 61%，在手项目可保障未来较高的成长性。从经营数据来看，2021 年处理生活垃圾 1053.76 万吨，同增 17.43%；上网电量同增 22.10% 至 33.29 亿度，吨上网同增 3.97% 至 316 度/吨创历史最优水平。
- **管理提效&降债减费，期间费用率同降 14.43pct 至 12.58%**。2021 年公司管理、研发、财务费用率分别下降 3.49pct、0.19pct、10.74pct 至 3.59%、0.14%、8.85%，财务费用率下降主要是定增后负债率下降节约财务费用。
- **经营性现金流净额大幅增加 123.84% 至 5.15 亿元**。主要系运营收入增加，现金回款改善，以及宁河秸秆项目自 2 月停运减少了燃料采购。
- **固废运营业务稳健增长，降债增利&量效双升**。2015-2021 年公司垃圾焚烧运营产能复增 34%，截至 2021 年底在手产能 5.5 万吨/日，投运、在建、筹建产能分别达 3.42、0.48、1.60 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%，主要系 **1) 定增降债**：2020 年定增后负债率降至 67%，2021 年财务费用率同降 10.74pct 至 8.85%。**2) 项目提效**：优质项目带动平均吨发提升，2020 年吨发同增 13% 至 369 度/吨，2021 年提至 383 度/吨。
- **盈利预测与投资评级**：根据公司 2021 年项目新开工及最新建设进展，我们将 2022-2023 年的归母净利润从 10.16/12.45 元下调至 9.55/11.03 亿元，同比增长 36.82%/15.49%，预计 2024 年归母净利润为 12.38 亿元，同比增长 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 13、11、10 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。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 8.65 |
| 一年最低/最高价 | 8.01/12.08 |
| 市净率(倍) | 1.85 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,751.99 |
| 总市值(百万元) | 12,053.26 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.68 |
| 资本负债率(%LF) | 65.78 |
| 总股本(百万股) | 1,393.44 |
| 流通 A 股(百万股) | 896.18 |

相关研究

《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：2021 年公司实现营业收入 50.57 亿元，同比增长 122.03%；归母净利润 6.98 亿元，同比增长 38.62%；扣非归母净利润 6.86 亿元，同比增长 41.55%；加权平均 ROE 同比降低 2.74pct，至 11.06%。

1. 归母净利润高增 39%达 6.98 亿元，2021 年底投运产能达 3.4 万吨/日量效双升

2021 年公司归母高增 38.62%至 6.98 亿元，固废运营收入同增 21.54%业绩稳步提升。2021 年公司实现营业收入 50.57 亿元，同比增长 122.03%，主要系运营项目增加、部分运营项目产能利用率提升，以及根据新的会计准则对 BOT 项目于建造期间确认建造收入所致；实现归母净利润 6.98 亿元，同比增长 38.62%，主要是因为运营项目增加及产能爬坡提升业绩贡献，同时宁河秸秆项目 2021 年底计提 1.84 亿元资产减值损失。2021 年公司综合毛利率 34.24%，同比下滑 23.27pct，归母净利率 13.80%，同比下滑 8.30pct，主要是因为 2021 年开始确认建造收入，建造业务毛利率和净利率显著低于运营业务。从业务拆分来看，**1) 固废运营：**实现营业收入 26.19 亿元，同比提升 21.54%，占总营收的 51.79%，毛利率 59.29%，同比下滑 0.86pct，运营板块业绩稳步提升。**2) 秸秆发电：**实现营业收入 0.10 亿元，同比下滑 91.47%，毛利率-98.45%，主要系宁河秸秆项目自 2 月份月份开始停运所致，2021 年计提 1.84 亿元资产减值损失后，消除了后续减值的风险。**3) BOT 项目建造：**确认建造收入 24.27 亿元，占总营收的 48.00%，毛利率 7.79%。

2021 年投运产能增加 0.75 万吨/日至 3.4 万吨/日，吨上网同增 3.97%至 316 度/吨创新高。从投运产能来看，2021 年公司新增垃圾处理能力 7500 吨/日，实现连续三年新增产能 6000 吨以上。截至 2021 年底，公司垃圾焚烧运营项目 31 个，在建项目 5 个，运营项目垃圾处理能力达 3.4 万吨/日，装机容量 699.5MW，在建项目 0.48 万吨/日，筹建项目 1.6 万吨/日，在建筹建/已建比例为 61%，在手项目可保障未来较高的成长性。**从经营数据来看，**2021 年公司垃圾处理量首次突破 1000 万吨，共处理生活垃圾 1053.76 万吨，同比增长 17.43%；发电量 40.35 亿度，同比增长 21.90%，吨发电量同比提升 3.80%至 383 度/吨；上网电量 33.29 亿度，同比增长 22.10%，吨上网电量同比提升 3.97%至 316 度/吨，公司运营效率持续提升，吨垃圾上网电量创历史最优水平。2021 年公司固废运营实现量效双升。

表1：2021 年公司主要在建项目与工程进展

| 序号 | 项目 | 设计处理能力 (吨/日) | 状态 |
|----|--------|--------------|--------------|
| 1 | 石首项目 | 700 | 2021 年 3 月投产 |
| 2 | 永嘉二期项目 | 750 | 2021 年 3 月投产 |

| | | | |
|----|-----------|------|-----------------------|
| 3 | 平阳二期项目 | 750 | 2021年4月投产 |
| 4 | 惠州二期项目二阶段 | 1700 | 2021年8月投产 |
| 5 | 金沙项目 | 800 | 2021年11月投产 |
| 6 | 登封项目 | 800 | 2021年12月投产 |
| 7 | 莱州项目 | 1000 | 2021年12月投产 |
| 8 | 佳木斯项目二期工程 | 500 | 2021年11月投产 |
| 9 | 四会项目二期工程 | 500 | 2021年12月投产 |
| 10 | 葫芦岛垃圾发电项目 | 1000 | 在建中，2021年底已完成施工总量的80% |
| 11 | 朔州项目 | 800 | 在建中，2021年底已完成施工总量的65% |
| 12 | 恩施项目 | 1200 | 在建中，2021年底已完成施工总量的50% |
| 13 | 靖西项目 | 800 | 在建中 |
| 14 | 武汉二期项目 | 1000 | 在建中 |
| 15 | 葫芦岛危废项目 | / | 完工且于年底取得危险废物经营许可证 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

固废协同处置和供汽业务初具规模，已获得8个餐厨项目开拓5个供汽业务。为应对垃圾分类与国补退坡，公司依托与原有的垃圾焚烧发电项目积极拓展固废协同处置业务及供汽业务，截至2021年底公司获得的餐厨垃圾处理项目已达八个，已有五个项目成功拓展供汽业务，全年累计实现对外供汽量13.95万吨。

管理提效&降债减费，期间费用率同比下降14.43pct至12.58%。2021年公司期间费用同比减少11.04%至6.36亿元，期间费用率下降14.43pct至12.58%。其中，管理、研发、财务费用同比分别增加12.47%、减少6.82%、增加0.33%至1.81亿元、0.07亿元、4.48亿元；管理、研发、财务费用率分别下降3.49pct、下降0.19pct、下降10.74pct至3.59%、0.14%、8.85%，财务费用率下降主要是由于定增后资产负债率下降，节约财务费用。

公司成功发行23.6亿元可转债，进一步优化债务结构&增强资金保障。2021年6月，公司正式启动A股可转债发行申请工作，至2022年3月完成发行，本次A股可转债发行募集资金总额为23.6亿元，募集资金净额为23.45亿元。此次发行有利于增强公司实力，改善公司债务结构，为可持续项目投资于建设提供充足的资金保障。

2. 资产负债率同降1.09pct至65.78%，营运效率提高

资产负债率同降1.09pct至65.78%，营运效率提高。2021年公司资产负债率为65.78%，同比下降1.09pct。2021年公司应收账款同比增长94.74%至15.3亿元，应收账款周转天数同比减少15.45天至82.43天；存货同比增长16.96%至0.43亿元，存货周转天数同比减少7.97天至4.37天；应付账款同比增长9.34%至14.12亿元，应付账款周转天数同比减少319.47天至146.32天。

定增后负债率下降使得加权平均 ROE 同降 2.74pct 至 11.06%。2021 年公司加权平均净资产收益率同比下降 2.74pct 至 11.06%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年公司销售净利率为 14.67%，同比下降 8.53pct，总资产周转率为 0.27(次)，同比上升 0.12(次)，权益乘数从 20 年的 3.54 下降至 21 年的 3.13。

3. 经营性现金流净额大幅增加 123.84%，运营回款持续改善

运营收入提升回款改善&宁河项目成本减少，使得公司经营性现金流净额同增 123.84%至 5.15 亿元。1)2021 年公司经营活动现金流净额 5.15 亿元，同比增加 123.84%，主要系本期运营收入增加，销售商品、提供劳务收到的现金增加；以及宁河秸秆项目自 2 月停运，减少了燃料费的采购，宁河秸秆项目营业成本较上年同期大幅减少。公司在 BOT 项目初始确认时，保底垃圾量对应的处理费的现值部分在现金流量表中体现为经营性现金流流出，2021 年经营性现金流净额加回 BOT 项目本金增加额为 14.56 亿元，同比提升 32.48%。2) 投资活动现金流净额-16.19 亿元，同比增加 1.48%；3) 筹资活动现金流净额 4.67 亿元，同比减少 82.41%，主要系上年同期收到 A 股非公开发行资金 18 亿元以及本期支付普通股股利较上年同期增加 1.63 亿元。

4. 固废运营业务稳健增长，降债增利&量效双升

固废运营业绩持续高增，项目提效&定增降债净利率提升。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 盈利能力大幅改善，净利率同增 6.42pct 至 33.28%，主要系 1) 项目提效增收：吨上网持续提升，2021Q1-3 毛利率同增 2.69pct 至 60.89%，2) 定增降债减费：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%。

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 CR10 60%，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 2021 年底，公司在手产能 5.5 万吨/日，其中投运、在建、筹建产能分别达 3.42、0.48、1.60 万吨/日，在筹建/已建

的比例为 61%。截至 2021 年底，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。

盈利预测：根据公司 2021 年项目新开工及最新建设进展，我们将 2022-2023 年的归母净利润从 10.16/12.45 元下调至 9.55/11.03 亿元，同比增长 36.82%/15.49%，预计 2024 年归母净利润为 12.38 亿元，同比增长 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 13、11、10 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 |
| 流动资产 | 3,224 | 4,463 | 4,848 | 5,739 | 营业总收入 | 5,057 | 4,577 | 5,096 | 5,569 |
| 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 |
| 非流动资产 | 16,990 | 18,586 | 19,786 | 20,413 | 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 | 营业利润 | 885 | 1,218 | 1,407 | 1,579 |
| 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 |
| 资产总计 | 20,214 | 23,049 | 24,634 | 26,152 | 利润总额 | 890 | 1,218 | 1,407 | 1,579 |
| 流动负债 | 3,766 | 2,925 | 3,238 | 3,540 | 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 | 净利润 | 742 | 1,015 | 1,172 | 1,316 |
| 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 | 归属母公司净利润 | 698 | 955 | 1,103 | 1,238 |
| 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 |
| 负债合计 | 13,297 | 15,116 | 15,529 | 15,731 | 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 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 6,918 | 7,933 | 9,105 | 10,421 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 20,214 | 23,049 | 24,634 | 26,152 | | | | | |

| 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) | 17.27 | 12.62 | 10.93 | 9.74 |
| 营运资本变动 | -1,278 | -705 | -225 | -221 | P/B(现价) | 1.85 | 1.61 | 1.40 | 1.23 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所

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>

