

百川畅银 (300614)

2021 年年报点评：国补谨慎确认，盈利能力稳定

2022 年 04 月 03 日

买入 (维持)

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)	499	599	730	897
同比	-3.74	19.94	21.89	22.92
归属母公司净利润 (百万元)	109	132	165	207
同比	-12.70	21.09	24.76	25.57
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.68	0.82	1.03	1.29
P/E (现价&最新股本摊薄)	47.01	38.82	31.12	24.78

投资要点

- **事件**：公司发布 2021 年年报，实现营收 4.99 亿元，同减 3.74%；归母净利润 1.09 亿元，同减 12.7%；拟每 10 股派发现金红利 0.68 元 (含税)，对应股息率 0.14%。
- **补贴谨慎确认，还原后盈利能力稳定**。2021 年公司毛利率达 41.03%，同降 4.21pct。沼气利用为公司主营业务，收入占比达 93.97%。公司营业收入、毛利率下滑主要系会计记账方式变更，对于投入生产但尚未纳入补贴目录的项目当期不确认国补收入，2021 年公司未计入的补贴金额达 **2533.94 万元**，将补贴收入加回后，实际营业收入达 5.25 亿元，同比微增 1.14%，毛利率为 46.10%，同升 0.87pct，盈利能力稳定。
- **沼气发电装机量达 188.01MW，同比增加 9.79%**。截至 2021 年底，公司在河南、安徽、湖北、浙江、广东等省份 (直辖市、自治区) 投产运营 94 个沼气发电项目，并网装机容量 188.01MW，较 2020 年底 171.25MW 增加 9.79%，公司营业收入增速低于装机量增速主要系 1) 并购威立雅下属 3 家公司共 19.806MW 规模 2021 年仅并表第四季度，2022 年将实现全年并表贡献增量；2) 部分存量项目因沼气资源供给量减少，项目盈利转弱存在注销现象。
- **经营性现金流净额同减 13.29% 至 1.22 亿元**。1) 2021 年公司经营活动现金流净额 1.22 亿元，同减 13.29%；2) 投资活动现金流净额-2.58 亿元，同减 88.29%；3) 筹资活动现金流净额 2.48 亿元，同增 1615.49%。
- **填埋气发电减排效应显著，碳交易增厚收益 102%~339%**。全国碳市场启动后 CCER 需求释放，短期稀缺价格看涨。填埋气发电度电减碳 **0.00578tCO₂**，我们预计 30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。公司具备成熟的碳资产开发团队，受益碳交易弹性最大。
- **行业渗透低空间大，公司经验丰富&技术领先，内延外拓促产能扩张**。填埋气发电渗透率仅 **12%** 有待提升，有机废弃物处置打开沼气利用蓝海市场。政策&减排驱动，对标欧洲我国沼气发电装机量有望 **10 年 50 倍**。公司 1) **规模大**：94 个沼气发电项目，并网装机容量 188.01MW；2) **技术优**：单吨投资低于同业，集气率和发电效率高；3) **盈利强**：毛利率高出同行平均，150t/d 小项目可盈利；4) **拓展广**：横向拓展餐厨、养殖粪污、农村沼气利用打开新市场。
- **盈利预测与投资评级**：考虑公司补贴记账方式的变更、新项目拿单节奏及存量项目到期情况，我们将公司 2022-2023 年归母净利润自 2.34/3.02 亿元下调至 1.32/1.65 亿元，预计 2024 年归母净利润为 2.07 亿元，对应 PE 为 39/31/25 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：垃圾填埋气不足，补贴政策变动，市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.94
一年最低/最高价	31.71/68.92
市净率(倍)	3.49
流通 A 股市值(百万元)	1,281.11
总市值(百万元)	5,124.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.16
资本负债率(% ,LF)	18.13
总股本(百万股)	160.43
流通 A 股(百万股)	40.11

相关研究

- 《百川畅银(300614)：2021 年三季报点评：收入确认更稳健，Q3 单季度项目投产加速》
2021-10-28
- 《百川畅银(300614)：2021 年中报点评：业绩稳步增长，打开农业沼气发电广阔空间》
2021-08-26
- 《百川畅银(300614)：垃圾填埋气发电龙头，受益碳交易弹性大》
2021-07-28

事件：

公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 4.99 亿元，同比减少 3.74%；归母净利润 1.09 亿元，同比减少 12.7%；扣非归母净利润 1.11 亿元，同比减少 16.44%。拟每 10 股派发现金红利 0.68 元（含税），对应股息率 0.14%。

1. 补贴谨慎确认，还原后盈利能力稳定

还原国补后营业收入持平微增。2021 年公司综合毛利率达 41.03%，同比下降 4.21pct。公司沼气利用业务实现营业收入 4.69 亿元，同比下降 7.19%，毛利率 40.31%，同比降低 4.91pct，沼气利用为公司主营业务，收入占比达 93.97%。公司营业收入、毛利率下滑主要系会计记账方式变更，对于 2021 年投入生产但尚未纳入补贴目录的项目，对应的国家可再生能源电价附加补助当期不确认收入，**2021 年公司未计入的补贴金额达 2533.94 万元**，将补贴收入加回后，2021 年实际营业收入达 5.25 亿元，同比微增 1.14%，毛利达 2.30 亿元，综合毛利率达 46.10%，同升 0.87pct，盈利能力稳定。

沼气发电装机量达 188.01MW，同比增加 9.79%。截至 2021 年底，公司在河南、安徽、湖北、浙江、广东等省份（直辖市、自治区）投产运营 94 个沼气发电项目，并网装机容量 188.01MW，较 2020 年底 171.25MW 增加 9.79%，公司营业收入增速低于装机量增速主要系 **1) 并购威立雅下属 3 家公司共 19.806MW 规模 2021 年仅并表第四季度；2) 部分存量项目因沼气资源供给量减少，项目盈利转弱存在注销现象。**

期间费用率上升 3.51pct 至 22.78%。2021 年公司期间费用同比增长 13.82% 至 1.14 亿元，期间费用率上升 3.51pct 至 22.78%。其中，管理、研发、财务费用同比分别增加 17.98%、增加 15.68%、减少 6.13% 至 0.91 亿元、0.07 亿元、0.16 亿元；管理、研发、财务费用率分别上升 3.37pct、上升 0.22pct、下降 0.08pct 至 18.32%、1.31%、3.14%。

经营性现金流净额同减 13.29% 至 1.22 亿元。1) 2021 年公司经营活动现金流净额 1.22 亿元，同比减少 13.29%；2) 投资活动现金流净额 -2.58 亿元，同比减少 88.29%；3) 筹资活动现金流净额 2.48 亿元，同比增加 1615.49%。

2. 沼气发电龙头，积极拓展有机废弃物沼气利用市场

填埋气利用渗透率不足 12% 提升空间大，有机废弃物处置打造沼气利用蓝海市场。

1) 填埋与焚烧长期并行，县城填埋气有待开发。2019 年底我国城市/县城垃圾填埋处理能力占无害化的比例为 42.19%/71.46%，县级填埋场 1233 座，占全国 65%。县级填埋场平均处理规模 143 吨/日，低于城市均值 563 吨/日，县城填埋气开发率低。**2) 填埋气发电渗透率仅 12%，提升空间大。**2019 年全国 216 个沼气发电项目装机并网，填埋场数量渗透率不足 12%。**3) 政策鼓励&减排驱动，对标欧洲我国沼气发电装机量十年 50 倍。**

政策支持沼气发电项目建设，发电价格实行补贴制度。全球制定甲烷减排方案，到 2030 年甲烷排放减少 45%。2016-2020 年全国沼气并网装机容量复合增速 26.28%，厨余垃圾、养殖粪污、农业秸秆、工业有机废弃物等领域打开沼气利用蓝海市场。对标欧洲，**1) 发电能源结构**：2018 年欧洲沼气发电装机量占比 1.17%，2020 年中国仅 0.03%，2030 年中国有望达 1%，沼气发电装机量达 45MW，是 2020 年的 51 倍；**2) 沼气利用结构**：2018 年欧洲发电沼气量占比 43%，中国当前仅 3.5%，2030 年中国有望达 20%，沼气发电装机量达 39MW，是 2020 年的 44 倍。

龙头规模效应&技术经验降本增效，具备中小型项目盈利能力。**1) 规模效应**：2021 年底投运项目 94 个，并网装机容量 188.01MW，公司作为行业龙头拥有项目运营优势及规模效应；**2) 技术领先**：拥有以提升填埋气收集效率和机组发电效率为核心的专利 **37 项**，单吨投资低于同业，集气率和发电效率高。**3) 盈利能力强**：公司填埋气发电业务毛利率超 40%，高于同业均值。**中小型项目存盈利空间**，适配未来行业发展方向。2020 年底公司垃圾日进厂量 500t 以下项目占比 74%，日进场量 150t 以下项目占比 7%。**4) 内延外拓助产能扩张**：积极开拓养殖粪污、厨余垃圾、农业秸秆、工业有机物废气等领域的沼气资源化，收购威立雅西安、北京、南京项目布局一线城市。

3. 沼气发电受益碳交易弹性大，增厚收益 102%~339%

填埋气发电减排效应显著，碳交易增厚收益 102%~339%。全国碳市场启动后 CCER 需求释放，短期稀缺价格看涨。填埋气发电度电减碳 **0.00578tCO₂**，我们测算 30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润端弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。公司具备成熟的碳资产开发团队，受益碳交易弹性最大。

碳资产收益初显，积极拓展碳减排业务。公司 2021 年碳交易实现收入 269.6 万元，主要系公司项目通过国际核证碳标准 (VCS) 认证，在国际碳交易中获取收益，截至 2021 年底，公司沼气利用项目累计回收甲烷气体约 30.99 亿立方，贡献清洁能源约 49.58 亿度，减排二氧化碳约 3415 万吨。

盈利预测与投资评级：考虑公司补贴记账方式的变更、新项目拿单节奏及存量项目到期情况，我们将公司 2022-2023 年归母净利润自 2.34/3.02 亿元下调至 1.32/1.65 亿元，预计 2024 年归母净利润为 2.07 亿元，对应 PE 为 39/31/25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：垃圾填埋气不足，补贴政策变动，市场竞争加剧

百川畅银三大财务预测表

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	821	977	1,180	1,427	营业总收入	499	599	730	897
货币资金及交易性金融资产	164	214	255	300	营业成本(含金融类)	294	343	411	495
经营性应收款项	441	503	613	754	税金及附加	6	8	9	12
存货	47	54	65	76	销售费用	0	6	7	9
合同资产	110	132	161	197	管理费用	91	129	161	204
其他流动资产	58	73	86	100	研发费用	7	9	11	13
非流动资产	982	1,040	1,100	1,175	财务费用	16	3	5	8
长期股权投资	53	73	88	106	加:其他收益	55	60	73	90
固定资产及使用权资产	629	641	649	663	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	40	50	70	95	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	13	16	21	28	减值损失	-10	-4	-5	-5
商誉	55	62	67	72	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	116	124	132	140	营业利润	130	158	194	242
其他非流动资产	75	73	72	70	营业外净收支	-8	-8	-8	-7
资产总计	1,803	2,017	2,280	2,602	利润总额	121	150	187	235
流动负债	255	311	384	472	减:所得税	13	16	21	26
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	142	182	232	净利润	108	133	166	209
经营性应付款项	95	111	132	155	减:少数股东损益	-1	1	2	2
合同负债	0	0	0	1	归属母公司净利润	109	132	165	207
其他流动负债	48	57	70	85	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.82	1.03	1.29
非流动负债	72	97	120	145	EBIT	142	104	131	164
长期借款	19	29	37	47	EBITDA	251	141	179	215
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.03	42.74	43.75	44.78
租赁负债	18	33	48	63	归母净利率(%)	21.83	22.04	22.56	23.04
其他非流动负债	34	34	34	34	收入增长率(%)	-3.74	19.94	21.89	22.92
负债合计	327	407	504	617	归母净利润增长率(%)	-12.70	21.09	24.76	25.57
归属母公司股东权益	1,469	1,601	1,766	1,973					
少数股东权益	7	9	10	12					
所有者权益合计	1,476	1,610	1,776	1,985					
负债和股东权益	1,803	2,017	2,280	2,602					

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	122	106	107	119	每股净资产(元)	9.16	9.98	11.01	12.30
投资活动现金流	-258	-105	-120	-136	最新发行在外股份(百万股)	160	160	160	160
筹资活动现金流	248	49	54	62	ROIC(%)	9.12	5.40	6.05	6.68
现金净增加额	112	50	41	45	ROE-摊薄(%)	7.42	8.24	9.33	10.48
折旧和摊销	109	36	48	51	资产负债率(%)	18.13	20.19	22.10	23.71
资本开支	-164	-80	-99	-113	P/E (现价&最新股本摊薄)	47.01	38.82	31.12	24.78
营运资本变动	-135	-75	-129	-165	P/B (现价)	3.49	3.20	2.90	2.60

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>

