

# 百川畅银 (300614)

证券研究报告

2023年03月13日

## 深度加码沼气综合利用，创新入局移动储能供热 ——百川畅银可转债发行点评

近日，公司成功向非特定对象发行可转换公司债券，合计募集资金 4.2 亿元，扣除发行费用后，募集资金拟用于沼气综合利用项目（1.85 亿元）、购置移动储能车项目（1.10 亿元）以及补充流动资金（1.25 亿元）。

### 深度布局沼气综合利用，巩固公司沼气发电行业龙头地位

“沼气综合利用”部分，公司拟新建 19 个相关项目，预计总投资金额 2.04 亿元，项目平均毛利率 30.10%。截至募集前，公司共有沼气综合利用项目 108 个，其中绝大多数为垃圾填埋沼气发电项目，而本次募集在深化公司填埋气电业务优势的基础上，进一步加码焚烧渗滤液沼气发电业务（涉及 2 个项目）及养殖粪污沼气发电业务（涉及 6 个项目）。我们认为，本次募投进一步拓展了公司在沼气发电领域的多产业布局，或将进一步扩大公司在沼气发电市场的占有率，有助于公司进一步发挥规模化经营优势、降低经营成本、提升经济效益。

### 乘 CCER 加速重启东风，公司碳交易业务收益弹性空间可期

22 年 12 月，生态环境部应对气候变化司司长李高在国际金融论坛演讲时表示，争取尽早重启中国 CCER 市场。公司沼气发电业务能够有效减少甲烷气体排放，创造较高社会效益。据公司可转债发行说明书，截至 22H1，公司已有 14 个沼气发电项目取得国家发改委 CCER 备案注册文件，另有 6 个沼气发电项目申请 CCER 备案，20 余个沼气发电项目进行 CCER 项目开发。我们认为，双碳背景下，伴随 CCER 重启加速，公司碳交易业务收益弹性空间增量可期（据我们测算，23、24 年公司碳交易业务收入有望达到 0.79、1.19 亿元）。

### 引入移动储能供热业务，充分发挥沼气发电业务协同优势

本次募投公司创新性引入移动储能供热业务，计划总投资额 1.24 亿元。该业务利用装有储热材料罐体的车辆直接向客户输送热量，可以显著缓解传统供热管网建设周期长、成本高、覆盖半径短的问题，具有一定的下游需求。据公司可转债发行说明书测算，公司移动储能车项目预计将在投产第 1-3 年分别为公司创造 1.05、2.37、3.95 亿元收入，分别占公司 21 年收入的 21%、48%、79%。我们认为，移动储能供热业务或将推进公司能源利用、热能存储领域的技术走向产业化，提升公司的盈利能力，增强公司核心竞争优势。

**投资建议：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.52、1.13、1.33 亿元，同比变化-52.65%、119.43%、17.35%；摊薄 EPS 分别为 0.32、0.71、0.83 元，3 月 10 日股价对应 PE 分别为 82.41、37.55、32.00 倍（其中 2022 年预测是基于公司业绩快报数据进行调整）。维持“增持”评级。

**风险提示：**储能业务创新及技术风险；CCER 政策及市场变化风险；焚烧替代填埋制约公司沼气业务拓展风险；上网电价补贴政策变化风险；应收款项计提坏账风险；相关测算基于一定假设，具有主观测算风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	518.73	499.32	476.61	604.81	757.31
增长率(%)	11.76	(3.74)	(4.55)	26.90	25.21
EBITDA(百万元)	232.83	162.52	162.61	209.56	240.23
归属母公司净利润(百万元)	124.86	109.01	51.61	113.25	132.90
增长率(%)	3.01	(12.70)	(52.65)	119.43	17.35
EPS(元/股)	0.78	0.68	0.32	0.71	0.83
市盈率(P/E)	34.06	39.02	82.41	37.55	32.00
市净率(P/B)	4.11	2.89	2.81	2.63	2.45
市销率(P/S)	8.20	8.52	8.92	7.03	5.62
EV/EBITDA	0.00	45.86	24.94	19.70	17.57

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	环保/环境治理
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	26.51 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	160.43
流通 A 股股本(百万股)	89.00
A 股总市值(百万元)	4,253.12
流通 A 股市值(百万元)	2,359.50
每股净资产(元)	9.41
资产负债率(%)	17.24
一年内最高/最低(元)	37.36/21.22

### 作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
胡冰清	联系人
hubingqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《百川畅银-首次覆盖报告:专注沼气综合利用的碳减排领军企业》  
2021-09-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	55.27	164.31	166.81	211.68	265.06
应收票据及应收账款	214.35	432.73	632.65	866.47	1,122.66
预付账款	10.66	8.67	9.25	10.00	10.96
存货	25.27	47.14	60.02	73.14	85.93
其他	43.08	57.81	121.14	106.49	102.44
<b>流动资产合计</b>	<b>348.64</b>	<b>710.66</b>	<b>989.87</b>	<b>1,267.77</b>	<b>1,587.04</b>
长期股权投资	26.59	52.71	57.94	63.16	68.38
固定资产	597.97	603.24	570.46	528.95	483.21
在建工程	44.54	40.19	18.71	10.81	6.98
无形资产	6.77	13.27	16.30	19.00	21.38
其他	185.44	272.92	200.48	137.76	121.41
<b>非流动资产合计</b>	<b>861.30</b>	<b>982.33</b>	<b>863.88</b>	<b>759.67</b>	<b>701.36</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,396.88</b>	<b>1,803.45</b>	<b>1,853.76</b>	<b>2,027.45</b>	<b>2,288.40</b>
短期借款	25.41	67.24	53.30	85.51	167.29
应付票据及应付账款	97.19	94.98	89.99	93.77	99.69
其他	128.64	92.89	101.80	114.24	114.44
<b>流动负债合计</b>	<b>251.24</b>	<b>255.11</b>	<b>245.09</b>	<b>293.52</b>	<b>381.43</b>
长期借款	9.00	19.00	9.50	25.73	75.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	95.44	52.56	76.13	82.18	84.35
<b>非流动负债合计</b>	<b>104.44</b>	<b>71.56</b>	<b>85.63</b>	<b>107.91</b>	<b>160.14</b>
<b>负债合计</b>	<b>355.77</b>	<b>326.99</b>	<b>330.72</b>	<b>401.43</b>	<b>541.56</b>
少数股东权益	7.17	7.31	7.54	8.57	9.78
股本	120.32	160.43	160.43	160.43	160.43
资本公积	400.19	686.19	686.19	686.19	686.19
留存收益	513.34	622.35	668.79	770.71	890.31
其他	0.08	0.18	0.08	0.11	0.12
<b>股东权益合计</b>	<b>1,041.11</b>	<b>1,476.46</b>	<b>1,523.04</b>	<b>1,626.02</b>	<b>1,746.84</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,396.88</b>	<b>1,803.45</b>	<b>1,853.76</b>	<b>2,027.45</b>	<b>2,288.40</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	128.12	107.91	51.61	113.25	132.90
折旧摊销	102.65	105.31	60.50	61.93	63.14
财务费用	16.63	17.27	14.57	15.09	19.27
投资损失	(3.48)	(0.84)	(1.89)	(2.07)	(1.60)
营运资金变动	(122.19)	(262.80)	(81.10)	(164.03)	(247.12)
其它	18.63	154.85	0.26	1.14	1.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>140.37</b>	<b>121.71</b>	<b>43.95</b>	<b>25.33</b>	<b>(32.06)</b>
资本支出	23.39	142.90	(14.29)	9.16	13.79
长期投资	3.43	26.12	5.22	5.22	5.22
其他	(163.61)	(426.57)	2.21	(27.30)	(33.69)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(136.78)</b>	<b>(257.55)</b>	<b>(6.86)</b>	<b>(12.92)</b>	<b>(14.68)</b>
债权融资	(2.89)	4.63	(29.28)	43.88	113.54
股权融资	0.11	315.29	(5.29)	(11.41)	(13.42)
其他	17.24	(71.94)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>14.46</b>	<b>247.98</b>	<b>(34.58)</b>	<b>32.46</b>	<b>100.12</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>18.04</b>	<b>112.14</b>	<b>2.51</b>	<b>44.87</b>	<b>53.37</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>518.73</b>	<b>499.32</b>	<b>476.61</b>	<b>604.81</b>	<b>757.31</b>
营业成本	284.08	294.44	277.27	331.16	423.06
营业税金及附加	5.41	6.33	6.65	7.47	9.84
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.54	91.49	91.69	105.86	132.05
研发费用	5.67	6.56	7.17	10.25	14.81
财务费用	16.73	15.70	14.57	15.09	19.27
资产/信用减值损失	(29.81)	(10.30)	(14.75)	(0.13)	(2.24)
公允价值变动收益	0.00	(0.43)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.48	0.84	1.89	2.07	1.60
其他	2.40	(34.84)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>153.23</b>	<b>129.53</b>	<b>66.41</b>	<b>136.91</b>	<b>157.63</b>
营业外收入	0.61	4.61	2.71	2.64	3.32
营业外支出	16.55	12.91	11.75	13.74	12.80
<b>利润总额</b>	<b>137.29</b>	<b>121.23</b>	<b>57.36</b>	<b>125.82</b>	<b>148.15</b>
所得税	9.17	13.32	5.49	11.43	13.91
<b>净利润</b>	<b>128.12</b>	<b>107.91</b>	<b>51.87</b>	<b>114.39</b>	<b>134.24</b>
少数股东损益	3.26	(1.10)	0.26	1.14	1.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>124.86</b>	<b>109.01</b>	<b>51.61</b>	<b>113.25</b>	<b>132.90</b>
每股收益 (元)	0.78	0.68	0.32	0.71	0.83

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.76%	-3.74%	-4.55%	26.90%	25.21%
营业利润	14.09%	-15.47%	-48.73%	106.18%	15.13%
归属于母公司净利润	3.01%	-12.70%	-52.65%	119.43%	17.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.24%	41.03%	41.82%	45.25%	44.14%
净利率	24.07%	21.83%	10.83%	18.72%	17.55%
ROE	12.08%	7.42%	3.41%	7.00%	7.65%
ROIC	19.47%	13.65%	5.99%	10.48%	10.73%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.47%	18.13%	17.84%	19.80%	23.67%
净负债率	5.36%	-2.23%	-3.29%	-2.22%	2.48%
流动比率	2.13	3.21	4.04	4.32	4.16
速动比率	2.03	3.03	3.79	4.07	3.94
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.17	1.54	0.89	0.81	0.76
存货周转率	17.22	13.79	8.90	9.08	9.52
总资产周转率	0.39	0.31	0.26	0.31	0.35
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.78	0.68	0.32	0.71	0.83
每股经营现金流	0.87	0.76	0.27	0.16	-0.20
每股净资产	6.44	9.16	9.45	10.08	10.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	34.06	39.02	82.41	37.55	32.00
市净率	4.11	2.89	2.81	2.63	2.45
EV/EBITDA	0.00	45.86	24.94	19.70	17.57
EV/EBIT	0.00	71.00	39.72	27.97	23.83

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com