

## 绿色动力 (601330)

### 2022 年报点评：业绩平稳增长，国补回款加速现金流大幅改善

买入 (维持)

2023 年 04 月 01 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057  
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,567	4,818	5,082	5,354
同比	-10%	5%	5%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	745	865	983	1,109
同比	7%	16%	14%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.53	0.62	0.71	0.80
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.92	11.98	10.55	9.35

关键词：#业绩不及预期

#### 投资要点

- **事件**：2022 年公司实现营收 45.67 亿元，同减 9.69%；归母净利润 7.45 亿元，同增 6.73%；扣非归母净利润 7.33 亿元，同增 6.78%；加权平均 ROE 同比降低 0.42pct 至 10.64%，略低于此前预期。
- **2022 年运营收入保持增长，归母净利润同增 6.73% 至 7.45 亿元**。2022 年公司综合毛利率 34.38%，同比提升 0.14pct，归母净利率 16.31%，同比提升 2.51pct，主要是运营收入占比提升所致。分业务来看，1) **固废运营**：实现营收 28.20 亿元，同增 7.66%，毛利率 50.70%，同降 8.59pct。2) **PPP 建造**：实现营收 17.47 亿元，同降 28.01%，主要系在建项目数量与规模下降，毛利率 8.07%，同增 0.28pct。
- **供汽量翻倍提升，项目收入多元化初见成效**。截至 2022 年底，公司垃圾焚烧已投运项目 32 个，在建项目 5 个，运营项目垃圾处理能力达 3.5 万吨/日，装机容量 724.5MW，位居行业前列。2022 年公司处理生活垃圾 1139.78 万吨，同增 8.16%，发电量 42.39 亿度，同增 5.04%，上网电量 34.81 亿度，同增 4.56%。供汽业务拓展成绩显著，2022 年实现供汽量 30.18 万吨，同增 116.34%。2022 年单吨垃圾发电量 372 度/吨，同降 2.89%，吨上网 305 度/吨，同降 3.33%，受供汽量增加影响所致。
- **项目建设有序推进，2023 年新增投运量有望达 5400 吨/日**。2022 年恩施项目顺利竣工投产，新增产能 1200 吨/日。惠州三合一项目、蓟州和宁河厨余项目于年内投产。截至 2022 年底，葫芦岛垃圾发电项目、朔州项目已接近完工。根据公司经营计划，将确保朔州项目、葫芦岛发电项目、武汉二期项目、靖西项目以及章丘二期项目在 2023 年年内如期投产，预计全年新增投运量达 5400 吨/日。
- **2022 年末国补回款 5.35 亿元，经营性现金流净额大幅改善**。2022 年公司经营性现金流净额 12.10 亿元，同比增加 134.91%，主要系 2022 年 12 月末收到国补 5.35 亿元，2022 年国补回款较上年同期增加 5.15 亿元。
- **规模稳健增长&现金流改善，协同拓展&外延并购提供增量**。垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式理顺&现金流改善。公司内外兼攻助产能持续高增，2015-2022 年公司垃圾焚烧运营产能复增 29%，截至 2022 年底，公司在手产能 5.5 万吨/日，其中已投运产能 3.5 万吨/日，在筹建/已建的比例为 55%。公司推进在手项目建设&外延并购，2023 年有望迎新一轮投产高峰，签署收购框架协议，涉及项目已投规模 4500 吨/日。
- **盈利预测与投资评级**：根据建设进展及拓展计划，我们将 2023-2024 年归母净利润从 11.03/12.38 亿元下调至 8.65/9.83 亿元，预计 2025 年归母净利润 11.09 亿元。2023-2025 年归母净利润同增 16%/14%/13%，EPS 为 0.62/0.71/0.80 元，当前市值对应 PE 12/11/9 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)	7.44
一年最低/最高价	6.42/8.78
市净率(倍)	1.46
流通 A 股市值(百万元)	7,358.82
总市值(百万元)	10,367.26

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.10
资产负债率(% ,LF)	65.55
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)：2022 年中报点评：运营收入稳健增长，供汽协同拓展成效突出》

2022-09-02

《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》

2022-03-31

**事件：**2022 年公司实现营业收入 45.67 亿元，同比减少 9.69%；归母净利润 7.45 亿元，同比增长 6.73%；扣非归母净利润 7.33 亿元，同比增长 6.78%；加权平均 ROE 同比降低 0.42pct 至 10.64%。

## 1. 运营收入稳健增长，归母净利润同增 6.73%至 7.45 亿元

**2022 年运营收入保持增长，归母净利润同增 6.73%至 7.45 亿元。**2022 年公司实现营业收入 45.67 亿元，同比减少 9.69%；归母净利润 7.45 亿元，同比增长 6.73%，综合毛利率 34.38%，同比提升 0.14pct，归母净利率 16.31%，同比提升 2.51pct，主要是运营收入占比提升所致。分业务来看，**1) 固废处理运营：**实现营业收入 28.20 亿元，同比提升 7.66%，毛利率 50.70%，同比下滑 8.59pct。**2) PPP 项目建设：**实现营业收入 17.47 亿元，同比下降 28.01%，主要系在建项目数量与规模下降，毛利率 8.07%，同比提升 0.28pct。

**供汽量翻倍提升，项目收入多元化初见成效。**随着公司投运规模的提升，垃圾处理量、上网电量等运营指标稳健增长，截至 2022 年底，公司生活垃圾焚烧发电运营项目 32 个，在建项目 5 个，运营项目垃圾处理能力达 **3.5 万吨/日**，装机容量 724.5MW，位居行业前列。2022 年公司共处理生活垃圾 1139.78 万吨，同比增长 8.16%，发电量 42.39 亿度，同比增长 5.04%，上网电量 34.81 亿度，同比增长 4.56%，供汽业务拓展成绩显著，2022 年实现供汽量 30.18 万吨，同比增长 116.34%。2022 年单吨垃圾发电量 372 度/吨，同比下降 2.89%，吨上网 305 度/吨，同比下降 3.33%，受供汽量增加影响所致。

**项目建设有序推进，2023 年新增投运量有望达 5400 吨/日。**2022 年恩施项目顺利竣工投产，新增产能 1200 吨/日。惠州三合一项目、蕻州和宁河厨余项目于年内投产。截至 2022 年底，葫芦岛垃圾发电项目、朔州项目已接近完工。根据公司经营计划，将确保朔州项目、葫芦岛发电项目、武汉二期项目、靖西项目以及章丘二期项目在 2023 年内如期投产，预计全年新增投运量达 5400 吨/日。

表1：2022 年主要在筹建项目与工程

序号	项目	设计处理能力 (吨/日)	状态	2022 年底建设进度
1	恩施项目	1200	于 2022 年投产	
2	朔州项目	800	在建中	完成施工总量的 99.97%
3	葫芦岛垃圾发电项目	1000	在建中	完成施工总量的 97.9%
4	靖西项目	800	在建中	完成施工总量的 55%
5	武汉二期项目	1200	在建中	完成施工总量的 52.94%
6	章丘二期项目	1600	在建中	完成施工总量的 44.09%
7	通州二期项目	1700	筹建	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022 年公司期间费用同比增长 5.37%至 6.70 亿元，期间费用率上升 2.10pct 至 14.68%。其中，管理、研发、财务费用同比分别增加 8.53%、增加 22.84%、增加 3.60% 至 1.97 亿元、0.09 亿元、4.64 亿元；管理、研发、财务费用率分别上升 0.72pct、上升 0.05pct、上升 1.30pct 至 4.31%、0.19%、10.15%。财务费用变动主要系本期发行可转换公司债券，以及新运营项目从建设期转为运营期，费用化利息增加。

## 2. 2022 年末国补回款 5.35 亿元，经营性现金流净额大幅改善

资产负债率同降 0.23 pct 至 65.55%，资产结构优化。2022 年公司资产负债率为 65.55%，同比下降 0.23pct。2022 年公司应收账款同比减少 1.03%至 15.14 亿元，应收账款周转天数同比增加 37.56 天至 119.99 天；存货同比增长 16.01%至 0.50 亿元，存货周转天数同比减少 5.26 天至 36.76 天；应付账款同比减少 10.36%至 12.65 亿元，应付账款周转天数同比增加 14.47 天至 160.79 天。

2022 年末国补回款 5.35 亿元，经营性现金流净额大幅改善。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 12.10 亿元，同比增加 134.91%，主要系 2022 年 12 月末收到国补 5.35 亿元，2022 年国补回款较上年同期增加 5.15 亿元。2) 投资活动现金流净额-11.11 亿元，上年同期为-16.19 亿元，主要系 2022 年在建项目数量与规模减少，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减少，以及收回海宁项目处置产生的大部分补偿款。3) 筹资活动现金流净额 8.11 亿元，同比增加 73.86%。

## 3. 规模稳健增长&现金流改善，协同拓展&外延并购提供增量

垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式理顺&现金流改善。行业刚性扩容，截至 2021 年底城市生活垃圾焚烧产能达 72 万吨/日，焚烧产能占比 68%；县城生活垃圾焚烧产能 17 万吨/日，焚烧产能占比 51%，县城区域焚烧产能仍有较大提升空间。存量补贴兑付加速，2022 年中央政府性基金其他项预算(含可再生能源电价补贴)增超 3600 亿元达 4594 亿元，企业现金流改善&释放增长动力。2022 年 12 月公司国补回款 5.35 亿元，全年经营性现金流净额显著改善。同时，国补竞价上网落地，新老划断低价优先，市场化机制加强，补贴退坡促处理费调升并顺价至 C 端，商业模式理顺，有利于长期现金流改善。

内外兼攻助产能持续高增，项目区位优势显著质地优。2015-2022 年公司垃圾焚烧运营产能复合增速 29%，根据公司项目明细统计，截至 2022 年底，公司在手产能 5.5 万吨/日，其中已投运产能 3.5 万吨/日，在筹建/已建的比例为 55%。公司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)城市产能占比过半。公司沿垃圾焚烧拓展供热供汽和协同处置其他固废业务，提升项目运行效率

和效益。公司持续推进在手项目建设，2023年有望迎新一轮投产高峰，同时积极审慎参与并购，2023年2月与中华环保产业（控股）集团有限公司、福建省丰泉环保控股有限公司、江苏永瀛环保科技有限公司、江苏洁瀛环保科技有限公司签署《框架协议》，有意以“现金”或“现金+股权”方式收购交易对方所持有的目标公司全部或部分股权，涉及固废项目已投运规模4500吨/日。

**盈利预测：**根据公司项目建设进展及拓展计划，我们将2023-2024年的归母净利润预测从11.03/12.38亿元下调至8.65/9.83亿元，预计2025年归母净利润11.09亿元，2023-2025年归母同比增长16%/14%/13%，对应2023-2025年EPS为0.62、0.71、0.80元，当前市值对应2023-2025年PE为12、11、9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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,143</b>	<b>4,383</b>	<b>4,996</b>	<b>6,132</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,567</b>	<b>4,818</b>	<b>5,082</b>	<b>5,354</b>
货币资金及交易性金融资产	1,867	2,066	2,570	3,594	营业成本(含金融类)	2,997	2,980	3,028	3,075
经营性应收款项	1,570	1,593	1,682	1,773	税金及附加	59	63	67	72
存货	50	50	51	52	销售费用	1	1	1	2
合同资产	291	307	323	341	管理费用	197	207	243	270
其他流动资产	364	367	369	372	研发费用	9	10	15	19
<b>非流动资产</b>	<b>18,535</b>	<b>19,933</b>	<b>21,084</b>	<b>21,843</b>	财务费用	464	503	535	575
长期股权投资	0	10	20	30	加:其他收益	61	48	51	54
固定资产及使用权资产	343	401	451	493	投资净收益	9	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	10,969	12,300	13,391	14,098	减值损失	-14	-60	-60	-60
商誉	34	34	34	34	资产处置收益	-7	-7	-8	-8
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>890</b>	<b>1,036</b>	<b>1,177</b>	<b>1,327</b>
其他非流动资产	7,188	7,188	7,188	7,188	营业外净收支	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22,677</b>	<b>24,316</b>	<b>26,080</b>	<b>27,975</b>	<b>利润总额</b>	<b>892</b>	<b>1,036</b>	<b>1,177</b>	<b>1,327</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,430</b>	<b>3,657</b>	<b>3,885</b>	<b>4,113</b>	减:所得税	107	125	141	160
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,855	2,055	2,255	2,455	<b>净利润</b>	<b>784</b>	<b>912</b>	<b>1,035</b>	<b>1,168</b>
经营性应付款项	1,265	1,258	1,279	1,298	减:少数股东损益	40	46	52	59
合同负债	17	17	17	17	<b>归属母公司净利润</b>	<b>745</b>	<b>865</b>	<b>983</b>	<b>1,109</b>
其他流动负债	292	327	334	342	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.53	0.62	0.71	0.80
非流动负债	11,435	11,935	12,435	12,935	EBIT	896	1,558	1,728	1,916
长期借款	8,326	8,826	9,326	9,826	EBITDA	1,311	2,069	2,388	2,767
应付债券	2,195	2,195	2,195	2,195	毛利率(%)	34.38	38.15	40.42	42.57
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	16.31	17.96	19.34	20.71
其他非流动负债	911	911	911	911	收入增长率(%)	-9.69	5.49	5.49	5.35
<b>负债合计</b>	<b>14,864</b>	<b>15,592</b>	<b>16,320</b>	<b>17,047</b>	归母净利润增长率(%)	6.73	16.21	13.55	12.81
归属母公司股东权益	7,330	8,196	9,178	10,287					
少数股东权益	483	529	582	641					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,813</b>	<b>8,725</b>	<b>9,760</b>	<b>10,928</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,677</b>	<b>24,316</b>	<b>26,080</b>	<b>27,975</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,210	1,945	2,185	2,551	每股净资产(元)	5.10	5.73	6.43	7.23
投资活动现金流	-1,111	-1,917	-1,818	-1,618	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	811	171	137	91	ROIC(%)	4.17	6.53	6.71	6.89
现金净增加额	910	199	504	1,024	ROE-摊薄(%)	10.16	10.56	10.71	10.78
折旧和摊销	415	511	660	851	资产负债率(%)	65.55	64.12	62.58	60.94
资本开支	-1,138	-1,907	-1,808	-1,608	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.92	11.98	10.55	9.35
营运资本变动	-502	-106	-146	-149	P/B(现价)	1.46	1.30	1.16	1.03

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>