

绿色动力 (601330)

证券研究报告

2020年09月01日

受益新增项目投产，业绩增长符合预期

事件：公司发布中报，上半年实现收入 10.11 亿，同比增长 27.14%；实现归母净利润 2.49 亿，同比增长 14.54%；实现扣非后归母净利润 2.38 亿，同比增长 22.26%。

点评：

受益新增项目投产，业绩增长符合预期

上半年实现收入增长 27.14%，归母净利润增长 14.54%，扣非后归母净利润增长 22.26%。收入增长主要系新增红安、宜春、惠州二期、海宁扩建、四会等项目，以及汕头、章丘、博白项目分别自上年 3 月、4 月、4 月开始运营。毛利率 56.85%，同比提升 3.3pct；净利率 25.28%，同比下降 2.17pct。公司资产负债率达到 75.82%，财务费用率达到 19.57%，同比提升 0.48pct。公司资产负债率较高，上半年利息支出 1.98 亿，占归母净利润的比例达到 80%，利息支出对利润的侵蚀严重，期待增发完成后财务费用下降后带来的业绩弹性。

在建项目进展顺利，项目拓展再创佳绩

上半年公司在建项目进展顺利，安顺二期、海宁扩建、红安、宜春、丰城以及惠州二期项目一阶段陆续并网发电，新增产能 6100 吨/日。截至 6 月底，永嘉二期/平阳/石首项目已完成施工总量 40%、40%、30%，金沙/惠州二期项目二阶段已正式开工，葫芦岛危废填埋场项目已完工 70%。项目拓展方面，上半年公司先后签署了朔州/章丘二期/莱州项目，合计垃圾焚烧处理规模 4700 吨/日，并中标惠州市惠阳区污泥、餐厨垃圾、粪便无害化处理 PPP 项目，项目储备更加丰富。

项目投运高峰，业绩增长有保障

公司投运规模逐年增长，截止 2020 年 6 月底，公司在运营的垃圾焚烧项目 26 个，投运产能 2.57 万吨/日，较 2019 年底增长 31%；在建项目 4 个，筹建项目 16 个。根据公司在手项目建设规划，预计 2020-2022 年底投运产能将达到 2.7 万吨/日、3.5 万吨/日、4.2 万吨/日，分别同比增长 39%、29%、20%，迎来项目投运高峰。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2021 年可实现归母净利润分别为 5.57 亿、7.42 亿，对应当前股价 2020-2021 年 PE 分别为 23 倍、17 倍，估值切换至 2021 年 PE，同行业可比公司 2021 年 PE 约 20 倍左右，考虑公司收入业绩均为纯运营业务，我们认为公司合理 PE 为 25 倍，目标价 16 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：项目进度低于预期、融资成本高于预期、疫情对运营项目影响大于预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,055.06	1,752.45	2,433.92	3,200.37	3,899.17
增长率(%)	34.43	66.10	38.89	31.49	21.84
EBITDA(百万元)	533.16	949.03	1,380.27	1,828.74	2,215.65
净利润(百万元)	272.77	416.09	557.43	742.14	921.47
增长率(%)	32.11	52.54	33.97	33.14	24.16
EPS(元/股)	0.23	0.36	0.48	0.64	0.79
市盈率(P/E)	46.32	30.36	22.66	17.02	13.71
市净率(P/B)	4.43	3.83	3.41	2.99	2.59
市销率(P/S)	11.97	7.21	5.19	3.95	3.24
EV/EBITDA	27.80	15.58	12.36	10.93	9.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/环保工程及服务
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	10.84 元
目标价格	16 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	756.84
流通 A 股股本(百万股)	255.65
A 股总市值(百万元)	8,204.15
流通 A 股市值(百万元)	2,771.25
每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	75.82
一年内最高/最低(元)	13.98/8.35

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001 guolili@tfzq.com	
靳晓雪	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050002 jinxiaoxue@tfzq.com	
杨阳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001 yangyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《绿色动力-季报点评:扣非后归母净利润增长 23.74%，拟并购莱州焚烧项目》2020-05-01
- 《绿色动力-首次覆盖报告:产能投放逐步高峰，业绩稳步增长》2020-04-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	710.74	432.14	486.78	640.07	779.83	营业收入	1,055.06	1,752.45	2,433.92	3,200.37	3,899.17
应收票据及应收账款	248.05	452.78	493.74	679.73	620.00	营业成本	468.61	806.47	1,135.88	1,513.94	1,876.25
预付账款	35.88	15.36	56.81	39.38	79.83	营业税金及附加	27.79	36.27	50.38	66.25	80.71
存货	20.09	29.11	40.19	52.18	62.30	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	206.16	610.11	686.24	630.65	717.30	管理费用	112.90	142.24	153.34	192.02	214.45
流动资产合计	1,220.93	1,539.50	1,763.77	2,042.01	2,259.26	研发费用	13.15	10.67	12.17	16.00	17.55
长期股权投资	31.22	62.91	62.91	62.91	62.91	财务费用	208.52	328.36	449.82	569.53	663.43
固定资产	49.54	50.00	47.52	45.04	42.57	资产减值损失	0.00	(12.55)	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,411.25	6,453.02	9,658.24	13,244.99	15,742.89	投资净收益	(0.00)	0.86	0.86	0.86	0.86
其他	4,757.78	5,477.68	5,477.23	5,477.10	5,477.10	其他	(82.03)	(32.38)	(1.72)	(1.72)	(1.72)
非流动资产合计	9,249.78	12,043.60	15,245.90	18,830.04	21,325.46	营业利润	306.11	472.51	633.20	843.49	1,047.65
资产总计	10,542.42	13,670.79	17,097.36	20,959.73	23,672.41	营业外收入	3.91	2.43	2.43	2.43	2.43
短期借款	854.00	2,433.08	3,460.69	4,942.47	5,940.45	营业外支出	1.57	1.02	1.02	1.02	1.02
应付票据及应付账款	900.85	1,212.90	1,764.24	2,203.79	2,713.85	利润总额	308.45	473.92	634.61	844.90	1,049.06
其他	1,032.69	999.42	1,431.90	1,242.98	1,665.31	所得税	35.65	57.07	76.15	101.39	125.89
流动负债合计	2,787.55	4,645.40	6,656.83	8,389.24	10,319.61	净利润	272.80	416.85	558.46	743.51	923.17
长期借款	4,390.55	5,057.02	6,061.16	7,670.24	7,805.84	少数股东损益	0.03	0.77	1.03	1.37	1.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	272.77	416.09	557.43	742.14	921.47
其他	435.30	471.85	471.85	471.85	471.85	每股收益(元)	0.23	0.36	0.48	0.64	0.79
非流动负债合计	4,825.85	5,528.87	6,533.01	8,142.09	8,277.68						
负债合计	7,613.40	10,174.27	13,189.83	16,531.34	18,597.29	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	76.60	200.29	201.31	202.68	204.38	成长能力					
股本	1,161.20	1,161.20	1,161.20	1,161.20	1,161.20	营业收入	34.43%	66.10%	38.89%	31.49%	21.84%
资本公积	858.80	859.07	859.07	859.07	859.07	营业利润	20.08%	54.36%	34.01%	33.21%	24.20%
留存收益	1,699.33	2,143.15	2,545.02	3,064.51	3,709.54	归属于母公司净利润	32.11%	52.54%	33.97%	33.14%	24.16%
其他	(866.92)	(867.20)	(859.07)	(859.07)	(859.07)	获利能力					
股东权益合计	2,929.02	3,496.52	3,907.53	4,428.39	5,075.12	毛利率	55.58%	53.98%	53.33%	52.69%	51.88%
负债和股东权益总计	10,542.42	13,670.79	17,097.36	20,959.73	23,672.41	净利率	25.85%	23.74%	22.90%	23.19%	23.63%
						ROE	9.56%	12.62%	15.04%	17.56%	18.92%
						ROIC	28.17%	21.90%	16.61%	15.30%	13.00%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	72.22%	74.42%	77.15%	78.87%	78.56%
净利润	272.80	416.85	557.43	742.14	921.47	净负债率	173.21%	222.02%	249.27%	286.28%	269.38%
折旧摊销	87.75	168.87	297.26	415.73	504.58	流动比率	0.46	0.35	0.28	0.25	0.23
财务费用	184.07	310.78	449.82	569.53	663.43	速动比率	0.46	0.34	0.27	0.25	0.22
投资损失	0.00	(0.86)	(0.86)	(0.86)	(0.86)	营运能力					
营运资金变动	(1,854.24)	(2,098.87)	814.63	125.83	854.89	应收账款周转率	5.45	5.00	5.14	5.45	6.00
其它	1,086.89	1,155.04	1.03	1.37	1.70	存货周转率	62.87	71.23	70.23	69.29	68.12
经营活动现金流	(222.72)	(48.19)	2,119.30	1,853.73	2,945.20	总资产周转率	0.12	0.14	0.16	0.17	0.17
资本支出	2,292.82	2,205.52	3,500.00	4,000.00	3,000.00	每股指标(元)					
长期投资	31.22	31.69	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.36	0.48	0.64	0.79
其他	(3,736.39)	(4,502.02)	(6,999.14)	(7,999.14)	(5,999.14)	每股经营现金流	-0.19	-0.04	1.83	1.60	2.54
投资活动现金流	(1,412.36)	(2,264.81)	(3,499.14)	(3,999.14)	(2,999.14)	每股净资产	2.46	2.84	3.19	3.64	4.19
债权融资	5,784.14	8,195.15	10,226.89	13,317.76	14,451.33	估值比率					
股权融资	139.48	(328.09)	(441.69)	(569.53)	(663.43)	市盈率	46.32	30.36	22.66	17.02	13.71
其他	(4,323.29)	(5,836.27)	(8,350.72)	(10,449.54)	(13,594.20)	市净率	4.43	3.83	3.41	2.99	2.59
筹资活动现金流	1,600.33	2,030.79	1,434.48	2,298.69	193.70	EV/EBITDA	27.80	15.58	12.36	10.93	9.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	33.25	18.93	15.75	14.15	12.27
现金净增加额	(34.75)	(282.21)	54.64	153.29	139.76						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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