

生物质发电项目获批，水电弹性值得期待

2012年6月17日

强烈推荐/首次

韶能股份

点评报告

——韶能股份（000601）

俞鹏程

公用事业行业分析师

执业证书编号：S1480511010002

010-66554035

事件：

6月16日晚，公司发布非公开增发预案公告，募资建设2*30MW生物质发电项目。

观点：

1、生物质发电项目近期获批文，非公开增发重启

增发历程：公司曾于2010年7月公布非公开发行股票预案，以4.05元/股的增发底价，拟发行不超过15500万股，募集资金62775万元，用于韶关市2*30MW生物质发电项目（55054万元）和偿还银行贷款（8000万元）。但由于生物质发电项目近期获得发改委批文，前期董事会决议间隔时间较长，因此非公开增发近日重启。

增发方案差异：两次增发预案大体相同，区别在于增发底价调低至3.65元/股，同时募投项目不再包含偿还银行贷款，募集资金相应调低至不超过56575万元（含发行费用）（若募集资金净额超出项目拟投资总额，则超出资金依然将用于补充流动资金）。另外，由于生物质发电项目上网电价从10年的0.693元/千瓦时调整至目前的0.75元/千瓦时，公司测算的项目投资财务内部收益率（税后）从8.74%上调至10.80%，项目回收期也由10.71年相应调整至9.50年。

本次预案增发底价3.65元/股，高于定价基准日前二十个交易日股票均价百分之九十（3.27元/股，与12年一季度每股净资产相同）的11.6%。

表 1、非公开增发项目预案（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金拟投入额
广东省韶关市2*30MW生物质发电项目	55054	55054

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

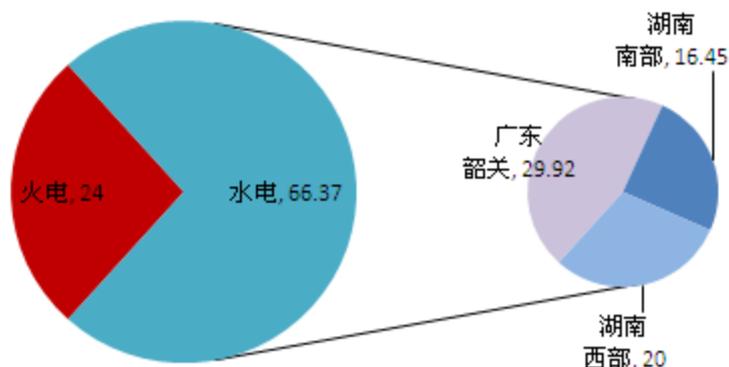
项目概况：公司增发募投项目地点位于广东省韶关市，建设规模为2台130t/h水冷振动炉排高温高压锅炉，配2台30MW凝汽式汽轮发电机组和相应的附属生产设施。公司募投项目是广东省的第一个生物质发电项目，近期发改委批文，预计下半年开工，14年之前建成（建设期18个月）。

盈利能力：韶关市位于粤北山区，农业和林业资源丰富，发展生物质发电条件较为优越。并且由于公司项目是区域内的首个生物质电厂，选址方面有较大优势，运距短，原料丰富（公司与重要的木材加工场和林场有协议，燃料保障倍数超过2.4倍，）；上网电价方面拟定为0.75元/千瓦时；同时，公司目前正在积极准备生物质发电厂CDM项目的申报工作，如果申报成功，该项目每年还将额外获得一定的碳减排收益；因此盈利能力较有保障，不含潜在的CDM收入，根据项目可研报告，预计该项目建成后每年为公司带来息税前利润5076万元。

2、区域来水极佳，水电弹性值得期待

公司目前 90 万千瓦的电力总装机中，水电装机 66 万千瓦，占比约 73.4%，分别分布在粤北（韶关 30 万千瓦），湘西（怀化 20 万千瓦）和湘南（耒阳 10.46 万千瓦，郴州 2.79 万千瓦，永州 2.5 万千瓦，资兴 0.7 万千瓦，合计约 16 万千瓦）。

图 1、公司电力资产分布情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司水电站以小水电为主，但由于受到国家政策的保护和鼓励，公司位于湖南地区的过半数水电站增值税近仅 6%，而位于广东的水电站上网电价均在 0.501 元/千瓦时以上（孟洲坝水电站上网电价高达 0.701 元/千瓦时）。

上网电价变动方面，公司今年一月发布公告披露，广东省发布新一轮小水电上网电价最低保护标准，该标准将小水电上网电价最低价保护标准提升至 0.501 元/千瓦（不含税 0.4282 元/千瓦时），此次电价上调可为公司位于广东省内的子公司和分公司增加收入 1100 万元左右；同时，湖南省也于年初发布上网电价上调通知，公司位于湖南的控股子公司电网销售电价也提高 0.02 元/千瓦时（含税），合计可增加公司收入 1500 元左右。并且，公司装机 20 万千瓦的大沱潭水电站的上网电价调整尚未执行到位，公司目前正在积极申请落实中，预计该电价调整落实后，公司收入和盈利能力将进一步增加。

表 1、公司下属电站情况

所屬子公司	下属电站	股权	装机 (万千瓦)	上网电价	增值税率	备注
				2012		
湖南资兴市	波水电站	100%	0.7	0.308	6%	
湖南永州市	冷水滩太洲水电站	100%	2.5	0.346	6%	
湖南耒阳市	上堡水电站	100%	1.41	0.346	6%	CDM
	遥田水电站	68.08%	5	0.326	17%	2002 年重组
	耒中水电站	86.92%	4.05	0.326	17%	1997 年收购
湖南怀化市辰溪县	大沱潭水电站	65%	20	0.346	17%	2002 年重组并承建，CDM
湖南郴州	翠江水力发电	82%	2.79	0.315	6%	
广东韶关	横溪水电厂	100%	5	0.501	17%	
	濠湮水电厂	100%	5	0.501	17%	

	孟洲坝发电厂	100%	4.8	0.717	17%	
	韶关湾头水电站	100%	3	0.501	17%	
	钓鱼台水电厂	100%	2.5	0.501	17%	06年重组收购
	银溪水电	100%	2.4	0.501	17%	
	溢州水电站	90%	2	0.501	17%	CDM
	雄州水电	100%	1.64	0.501	17%	
	长安水电站	100%	1.32	0.501	17%	
	富湾水电	100%	1.2	0.501	17%	04年收购
	长潭水电站	100%	0.5	0.501	17%	
	大小转水电站	100%	0.4	0.501	17%	
	金盘电站	80%	0.16	0.501	17%	2000年重组并承建
	水电合计		66.37			
湖南耒阳市	耒杨综合利用发电厂	100%	12	0.537	17%	
湖南张家界市 桑梓县	张家界桑梓综合利用发电厂	85%	12	0.475	17%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

今年春节以来，由于广东、湖南降雨情况较好，公司下属水电机组利用小时数同比有较大幅度上升。以湖南省为例，据湖南省水文局统计，今年以来（截至6月12日）的降雨量达800毫米，比1954年同期840毫米略偏少4.8%，比1998年同期780毫米略偏多2.6%。而2011年全省平均降雨量仅970毫米，较历年均值1450毫米偏少33%，为1910年有实测记录以来历史最低值。因此，作为公司目前利润主要来源的水电资产，今年的业绩弹性值得期待。

2、火电资产亏损情况有望逐步好转

公司两块火电资产均在湖南，分别位于张家界市桑梓县（12万千瓦）和耒阳市（12万千瓦），煤源主要来自于当地煤矿。

两地火电厂虽采用环保循环流化床锅炉机组，采用煤矸石作为部分燃料替代煤炭，但由于近两年来煤价涨幅较大，上网电价调整滞后，导致火电机组持续亏损。火电资产所属耒阳综合利用发电厂和张家界市桑梓综合利用发电厂10年和11年分别合计亏损3201万元和3122万元，对公司业绩拖累较大。

12年以来，煤价环比11年末有明显回落，但同比仍处高位，我们对火电资产12年的盈利能力呈乐观态度。今年在煤炭供求弱平衡状态下，外围煤价大跌导致煤炭进口量大幅增加，将进一步打压煤价。因此，随着煤价跌势从沿海地区逐步向中部地区传导，我们判断公司火电资产盈利能力未来有望逐步转好。

4、机械和造纸板块情况

公司机械板块的韶关宏大齿轮有限公司主要产品为客车和中型载重汽车的变速器，齿轮配件等，约50%产品出口，国外主要客户为美国伊顿公司和美国迪尔公司，国内主要客户为东风汽车、江淮契合等。

宏大齿轮近两年业绩增长较快，10年收入1.967亿元，增长37.83%，净利396万元（较09年实现扭亏）；11年收入2.6亿，净利1094.4万，分别增长32.25%和176.22%。从目前销量情况看，预计12年宏大齿轮仍有较大幅度增长。

公司造纸板块主要由子公司韶关南雄珠玑纸业经营，纸张年产能 3 万吨，生产“珠玑牌”高级文化用纸、办公用纸等。11 年受纸张产品价格下降和造纸成本持续上升影响，亏损 351 万，拖累公司业绩，但影响不大，预计 12 年对公司业绩的影响也较小。

盈利预测及投资建议：

公司 96 年以来积极推进多元化发展战略，98 年重组韶关宏达齿轮，00 年投资广东东方锆业科技和广之联商用设施配销公司，01 年组建广东绿洲纸膜包装制品公司并独资建设乐昌锆制品厂，05 年重组南雄市珠玑纸业等。经过一系列业务拓展尝试后，公司从 07 年开始逐步将发展前景较弱的资产剥离，在 11 年转让控股子公司韶关昌山水泥厂和昌能资源综合利用开发公司后，公司目前的主业除电力资产外，机械板块的齿轮业务发展较好，未来有进一步做大并分拆上市的可能；造纸板块盈利相对差一些，未来或将剥离。

假设公司 12 年 CDM 收入延续 11 年的水平，预计公司 12 年至 14 年 EPS 分别为 0.25 元，0.258 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 15 倍，14.5 倍和 11.36 倍，同时考虑公司 1.16 倍的市净率处于电力板块的底部水平，首次给予“强烈推荐”评级。

表 3、韶能股份主要财务指标预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2,121.37	2,109.61	2,140.00	2,300.00	2,450.00
主营收入增长率	26.03%	-0.55%	1.44%	7.48%	6.52%
EBITDA（百万元）	657.19	688.86	1,023.30	1,123.31	1,186.51
EBITDA 增长率	19.51%	4.82%	48.55%	9.77%	5.63%
净利润（百万元）	74.27	85.96	231.34	239.09	304.66
净利润增长率	85.64%	15.75%	169.12%	3.35%	27.43%
ROE	2.52%	2.86%	7.40%	7.37%	8.97%
EPS（元）	0.080	0.090	0.250	0.258	0.329
P/E	46.75	41.56	14.96	14.48	11.36
P/B	1.18	1.15	1.11	1.07	1.02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，先后从事建筑材料和公共事业行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的

具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。