

来水极佳水电弹性可期，生物质发电打开新的成长空间

——韶能股份（000601）深度报告

2012年6月25日

强烈推荐/维持

韶能股份

深度报告

报告摘要:

- **公司电力资产为主，股权相对分散。**目前可控装机 91.221 万千瓦，权益装机 79.561 万千瓦；其中水电装机 67.221 万千瓦（权益 57.361 万千瓦），火电 24 万千瓦（权益 22.2 万千瓦），电力资产主要分布在湖南和广东。第一大股东韶关市工业资产经营公司持股 16.85%，前十大股东合计持股仅 23.56%，股权相对分散。
- **机械板块成多元化亮点。**公司 98 年至 05 年进行了一系列业务多元化的尝试，并在 07 年至 11 年将发展前景不够理想的业务逐步剥离。机械板块目前成为公司多元化的亮点，宏大齿轮收入规模近几年快速增长，09 至 11 年复合增长率超过 120%，盈利能力也逐步释放，预计 12 年净利增长 35% 以上。
- **来水极佳促水电资产盈利大幅提升。**公司下属 19 个水电站受区域来水影响，盈利能力波动幅度较大。经历 11 年大旱之后，今年上半年来水极丰，全年有望迎来丰水年；同时考虑到年初水电上网价格的提价效应，公司水电板块 12 年有望展现出可观的业绩弹性。
- **煤价下跌超预期，火电板块扭亏可期。**12 年以来秦皇岛煤价大幅下跌，远超市场预期，公司火电资产虽身处湖南，仍有望在本轮的煤价跌势中逐步受益。目前公司进场煤价已接近火电资产盈亏平衡点附近，未来随着煤价跌势的逐步传导，火电资产有望摆脱前两年大幅亏损的局面。
- **投资建议：**今年以来公司各项业务盈利能力均出现明显改善，生物质发电项目重启为公司未来发展带来新的成长空间，我们预计公司 12 年至 14 年销售收入分别为 21.4 亿，23 亿和 24.5 亿元，归属母公司净利润分别为 2.31 亿，2.39 亿和 2.05 亿元，EPS 分别为 0.250 元，0.258 元和 0.329 元，对应 PE 分别为 15 倍，14.5 倍和 11.4 倍，考虑到公司目前处于电力板块底部的市净率水平以及下半年公司业绩仍有超预期的可能，维持公司“强烈推荐”评级，目标价 5 元。

财务指标预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	2,109.61	2,140.00	2,300.00	2,450.00
主营收入增长率	-0.55%	1.44%	7.48%	6.52%
净利润(百万元)	85.96	231.34	239.09	304.66
净利润增长率	15.75%	169.12%	3.35%	27.43%
ROE	2.86%	7.40%	7.37%	8.97%
EPS(元)	0.090	0.250	0.258	0.329
P/E	41.56	14.96	14.48	11.36
P/B	1.15	1.11	1.07	1.02

俞鹏程

执业证书编号：S1480511010002

公用事业分析师

010-66554035

yupc@dxzq.net.cn

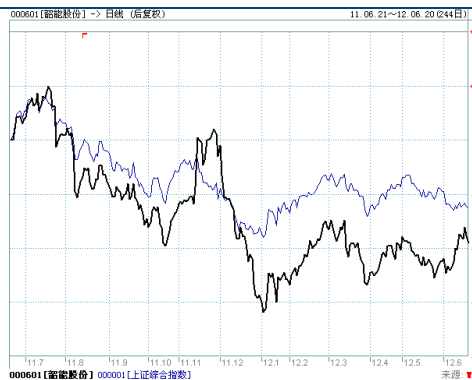
资产负债表数据

总资产(百万元)	15370.2
股东权益(百万元)	3291.2
每股净资产(元)	8.24
市净率(X)	1.66
负债率(%)	78.59%

交易数据

52周股价区间(元)	3.05-5.1
总市值(万元)	34.34
流通市值(万元)	31.13
总股本/流通A股	1.1
流通B股/H股	-
52周日均换手率	0.86%

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

韶能股份（000601）事件点评：生物质发电项目获批，水电弹性值得期待——20120207

目 录

1、公司股权相对分散，电力资产是盈利主要来源.....	3
1.1、公司股权相对分散.....	3
1.2、水电业务是公司盈利的主要来源.....	3
1.3、多元化尝试，机械板块成亮点.....	4
2、电力资产盈利能力全面好转.....	6
2.1、来水极佳促水电资产盈利大幅提升.....	6
2.2、煤价下跌超预期，火电板块有望扭亏为盈.....	10
3、生物质发电项目带来新的成长空间.....	11
3.1、生物质发电项目近期获批文，非公开增发重启.....	11
3.2、项目选址得天独厚，盈利能力有保障.....	11
4、盈利预测与投资建议.....	13
4.1、盈利预测.....	13
4.2、估值与投资建议.....	14
5、风险提示.....	15

表格目录

表 1、公司 11 年各板块及子公司盈利贡献情况.....	4
表 2、公司下属电站装机及上网电价等情况.....	9
表 3、非公开增发项目预案（单位：万元）.....	11
表 4、公司生物质发电项目盈利能力测算.....	12
表 5、公司盈利预测表.....	13
表 6、公司三张表预测.....	16

插图目录

图 1、公司前三大股东持股情况.....	3
图 2、公司电力资产分布情况（单位：万千瓦）.....	3
图 3、宏大齿轮 11 年销售结构图.....	5
图 4、宏大齿轮近 4 年经营情况情况（单位：万元）.....	5
图 5、公司水电资产分布图.....	6
图 6、公司水电业务 06 年以来毛利率变化.....	7
图 7、全国未来一个月降雨预测（6.26-7.25）.....	8
图 8、秦皇岛港山西优混（5500 大卡）价格走势.....	10
图 9、电力板块 12 年 PE 情况.....	14
图 10、电力板块最新 PB 情况.....	14

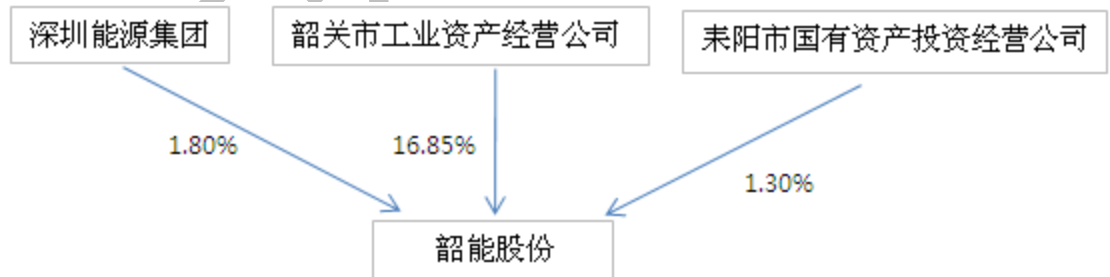
1、公司股权相对分散，电力资产是盈利主要来源

1.1、公司股权相对分散

公司于1993年3月经广东省企业股份制试点联审小组和广东省经济体制改革委员会批准，以定向募集方式设立股份有限公司，1996年在深交所上市，目前总市值约35亿元，流通市值约31.5亿元。

公司股权相对分散。第一大股东为韶关市工业资产经营有限公司（实际控制人韶关市国资委），持有公司16.85%的股权，第二大股东深圳能源集团持股1.80%，前十大股东合计持股仅23.56%。

图 1、公司前三大股东持股情况

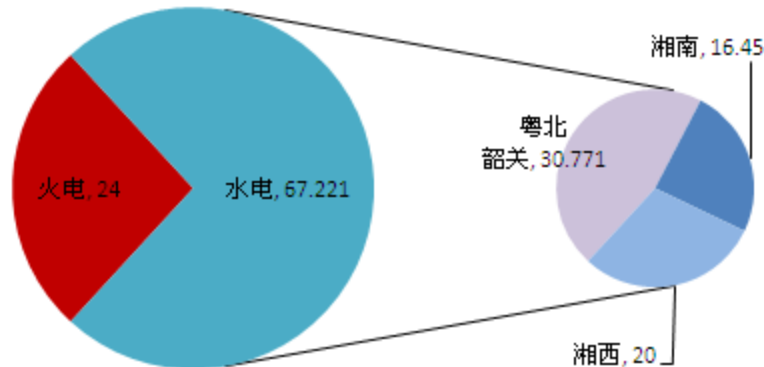


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2、水电业务是公司盈利的主要来源

公司自上市以来，电力一直是公司的主要资产和盈利来源。目前公司可控装机91.221万千瓦，权益装机79.561万千瓦；其中水电装机67.221万千瓦（权益57.361万千瓦），火电24万千瓦（权益22.2万千瓦），电力资产主要分布在湖南和广东。

图 2、公司电力资产分布情况（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1、公司 11 年各板块及子公司盈利贡献情况

板块	子公司	11 年净利润 (百万元)	11 年贡献净利润 (百万元)
水电	韶能集团耒阳电力实业有限公司	10.49	7.14
	韶能集团韶关市曲江濠湴水电有限公司	8.70	8.70
	郴州市苏仙区翠江水力发电厂有限公司	6.74	5.53
	耒阳市耒中水电站有限公司	6.66	5.79
	永州市冷水滩顺和水电有限公司	2.52	2.52
	韶关市溢洲水电站有限公司	-0.35	-0.31
	辰溪大沅潭水电有限公司	-6.05	-3.93
机械	韶能集团韶关宏大齿轮有限公司	10.94	9.64
纸业	韶能集团广东绿洲纸模包装制品有限公司	0.14	0.12
	韶能集团韶关南雄珠玑纸业有限公司	-3.51	-3.51
火电	耒阳市耒杨综合利用发电厂有限公司	-11.43	-11.43
	张家界市桑梓综合利用发电厂有限责任公司	-19.79	-16.82

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3、多元化尝试，机械板块成亮点

多元化尝试（1998-2005）。围绕电力主业，1998 年至 2005 年公司进行了一系列的多元化尝试，先后涉足机械（98 年重组宏大齿轮），有色（00 年投资参股东方铝业，01 年独资建乐昌铝制品厂），纸业（01 年组建绿洲纸模，05 年重组珠玑纸业）和建材（04 年重组昌山水泥）。

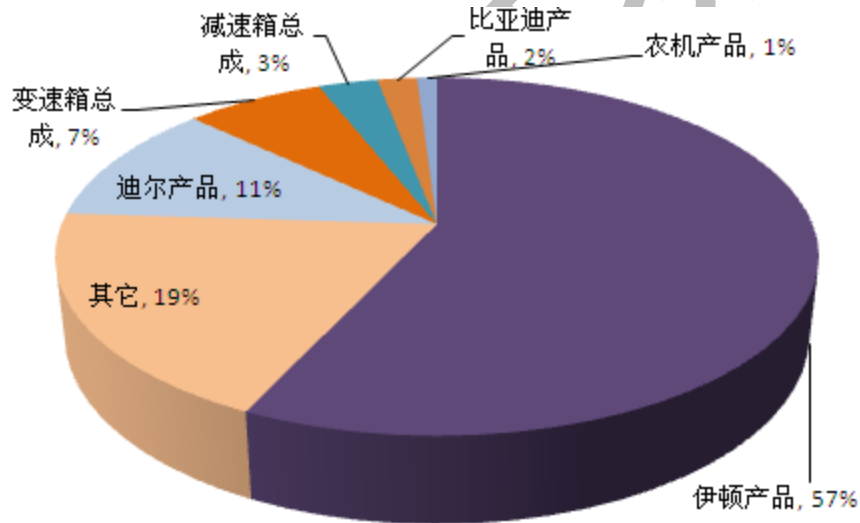
发展前景不理想的业务逐步剥离（2007-2011）。由于部分业务发展情况并不如预期，因此公司自 07 年起，逐步将发展前景相对较差的业务逐步剥离：07 年转让广东广之联商用设施配销公司股权，08 年先后关停韶关 9 号发电机组和辰森综合利用电厂，09 年退出铝制品业务，11 年上半年转让韶关昌山水泥厂和昌能资源综合利用开发公司（为昌山水泥配套余热发电）。

机械板块成多元化业务亮点。目前公司剩下的非电资产主要包括纸业（绿洲纸模和珠玑纸业）和机械板块（宏大齿轮），其中纸业板块由于行业景气度低迷，近两年处于亏损边缘，对公司业绩影响很小。机械板块表现抢眼，近几年宏大齿轮经营业绩一直保持高速增长，未来有望通过进一步发展分拆上市。

宏大齿轮前身为韶关齿轮厂，1998 年由韶能股份等公司在此基础上，改制成为韶关宏大齿轮有限公司，公司控股 90.12%。宏大齿轮拥有齿轮加工、监测、热处理及锻造设备共计 1000 多台（套），其中数控 CNC 设备 300 多台（套）。部分数控齿轮机、数控插印机、齿轮监测中心、数控车床等设备从日本、美国、瑞士、德国等国引进。

宏大齿轮主导产品是中型载重汽车变速器，客车变速器及后桥齿轮配件，轿车后桥总成和拖拉机齿轮，11年公司出口比重已超过50%，主要客户包括美国ETON，约翰迪尔，卡特彼勒，蒂姆和比亚迪等公司。

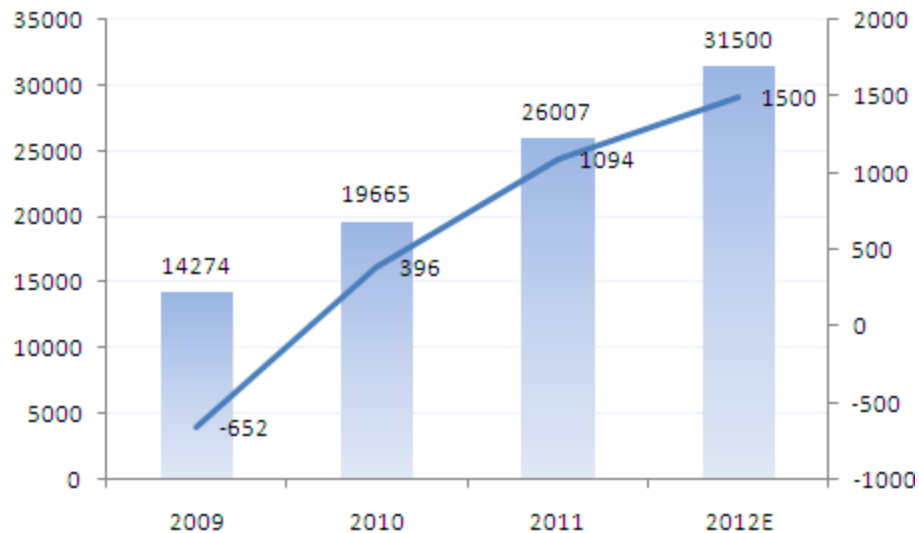
图3、宏大齿轮11年销售结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

宏大齿轮收入规模近几年快速增长，从09年的1.43亿元快速增至11年的2.6亿元，年复合增长率超过120%；随着出口比重的逐步增加，宏大齿轮的盈利能力也明显增加，净利润从09年的亏损652万元增至11年的盈利约1100万元。根据上半年宏大齿轮的经营情况，预计12年收入和盈利能力仍将保持高速增长。

图4、宏大齿轮近4年经营情况情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、电力资产盈利能力全面好转

2.1、来水极佳促水电资产盈利大幅提升

从上市以来，水电资产一直是公司盈利的主要来源。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（辰溪县 20 万千瓦）和湘南（耒阳市 10.46 万千瓦，郴州市 2.79 万千瓦，永州市 2.5 万千瓦，资兴市 0.7 万千瓦，合计约 16 万千瓦）。

位于湖南境内的水电站主要分布在沅水（大沅潭电站），耒水（上堡，遥田和耒中水电站）等流域，位于广东流域的水电站主要分布在北江，杨溪水和浈江流域

图 5、公司水电资产分布图



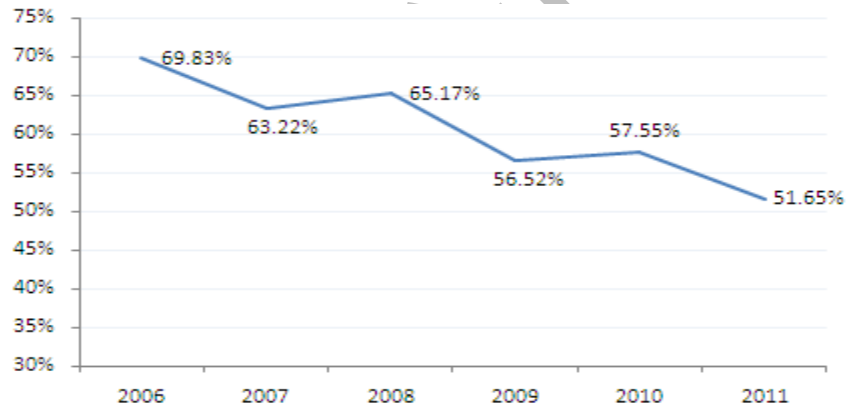
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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）。

2.1.1 公司下属水电站受区域来水影响，盈利能力波动幅度较大

从过去 6 年看，公司水电业务毛利率最高达 69.83%（2006 年），最低为 51.65%（2011 年），因此当年公司水电站所属流域的降雨情况对公司盈利影响较大，并且 11 年属于近 6 年来水最差的一年。

图 6、公司水电业务 06 年以来毛利率变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

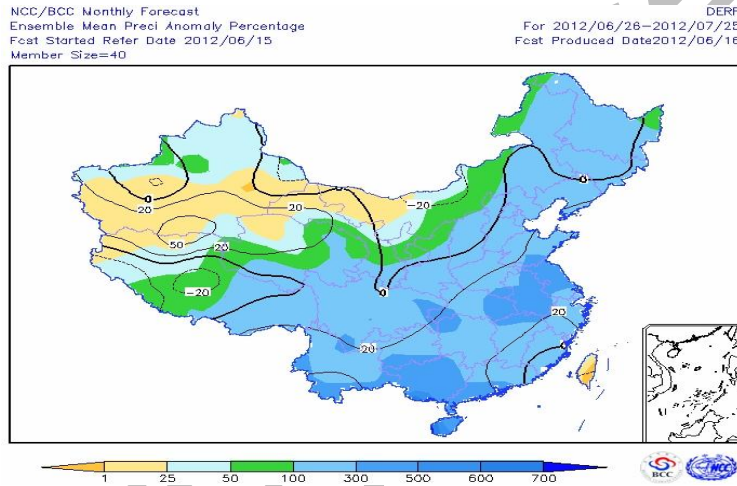
2.1.2 经历了 11 年大旱之后，从年初至今的水情看，今年湖南广东有望迎来丰水年

以湖南省为例，历年降雨均值为 1450 毫米，11 年全省平均降雨量仅 970 毫米，较历年均值偏少 33%，为 1910 年有实测记录以来的历史最低值，公司水电业务的毛利率也降至近些年的最低谷。

而 12 年 1 月 1 日 8 时至 6 月 12 日 8 时，全省累计平均降雨已达 800 毫米，较历年同期均值 708 毫米偏多 13%；其中，4 月 1 日以来，全省累计平均降雨 519 毫米，较历年同期均值 463 毫米偏多 12%。根据湖南省水文局分析，今年以来的降雨量，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%。

今年以来广东地区降雨也较为理想，尤其是 6 月下旬，广东迎来汛期以来最大降水，其中，汕尾、清远、韶关、肇庆等地出现了暴雨局部大暴雨，降雨强度非常大，其余各市出现了中到大雨局部暴雨。广东气象专家表示，从 21 日开始的降水过程是入汛以来范围最广、强度最强、持续时间最长的过程，尤其是大暴雨以上降水主要出现在山区，强降水还将持续，北江及其支流等河流将出现超警洪水。

图 7、全国未来一个月降雨预测（6.26-7.25）



资料来源：NCC，东兴证券研究所

与大部分水电站一样，公司水电站发电的主要的成本来自折旧，由于折旧方法采用普遍的年限法，每年计提的折旧大致不变，则在经历大旱之后迎来丰水年时，发电收入同比大幅增加，成本却变化很少，多发电带来的收入绝大部分成为税前利润。因此，上半年雨水丰沛的情况若在下半年持续，则公司全年有望体现出可观的业绩弹性。

以公司水电装机规模最大的大湫潭电站为例，11年发电量仅6亿度左右，若12年达到设计发电量8亿度，则该电站有望增加税前收入约5900万（含税上网电价0.346元/千瓦时），年盈利有望从11年的亏损600万转而实现12年盈利3500万以上。

2.1.3 公司水电的另一部分弹性来自电价的上调

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1500万元左右。并且，公司装机20万千瓦的大湫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。

2.1.4 老旧水电站增效扩容改造，公司有望获中央财政补助支持

由于承担公益性任务较多、上网电价偏低等原因，早期建设的农村水电站无力依靠自身积累进行改造升级，设备设施老化，能效逐年衰减，不仅大量浪费水能资源，影响河流生态环境，还带来不少安全隐患。11年中央财政决定，支持1995年之前建成、装机5万千瓦以下的老旧农村水电站实施增效扩容改造，并按改造后装机容量给予定额补助，补助标准为：东部地区700元/千瓦，中部地区1000元/千瓦，西部地区1300元/千瓦。单个项目的中央补助资金额度，不超过该项目增效扩容改造总投资的50%。

5月23日召开的全国农村水电工作会议披露，我国正在开展农村水电增效扩容改造，浙江、重庆、湖北、湖南、广西、陕西等6省（区、市）纳入试点。之后，水利部、

财政部对浙江、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等6省(区、市)编制的《农村水电增效扩容改造试点实施方案》进行了联合批复。根据批复意见,6省(区、市)2011-2012年将开展农村水电增效扩容改造试点,试点项目共620个,改造前装机容量88.1万千瓦、前3年平均年发电量27.5亿千瓦时,改造后装机容量将达到110.2万千瓦,年发电量达到39.1亿千瓦时,装机容量和发电量分别增加25.1%和42.2%。

公司在湖南符合条件的有遥田(5万千瓦),翠江(2.79万千瓦)和波水(0.7万千瓦)三个电站,按每千瓦补贴1000元计,可获改造资金8490万元;另外,广东省也在积极争取该政策试点,公司在广东省内受益装机约1万千瓦,按每千瓦补贴750元计算,可获改造资金750万元。受益老旧水电增效扩容补贴政策,公司合计约可获得改造资金9140万元(改造是按照中央和地方共同出资的,湖南是1:1比例,广东是1:0.5)。

表2、公司下属电站装机及上网电价等情况

所属区域	下属电站	股权	装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	上网电 价	增值 税 率	备注	
湖南	资兴市	波水电站	100%	0.7	0.7	0.308	6%	
	永州市	冷水滩太洲水电站	100%	2.5	2.5	0.346	6%	
	耒阳市	上堡水电站	100%	1.41	1.41	0.346	6%	CDM
		遥田水电站	68.08%	5	3.40	0.326	17%	
		耒中水电站	86.92%	4.05	3.52	0.326	17%	
	怀化市辰溪县	大沅潭水电站	65%	20	13	0.346	17%	CDM
	郴州市	郴州石面坦水电站	82%	2.79	2.29	0.315	6%	
广东	韶关	杨溪横溪水电厂	100%	5	5	0.501	17%	
		濠湮水电厂	100%	5.2	5.2	0.501	17%	
		孟洲坝发电厂	100%	4.8	4.8	0.717	17%	
		韶关湾头水电站	100%	3.6	3.6	0.501	17%	
		钓鱼台水电厂	100%	2.5	2.5	0.501	17%	
		银溪水电	100%	2.4	2.4	0.501	17%	
		溢州水电站	90%	2	1.8	0.501	17%	CDM
		南雄雄州水电	100%	1.6884	1.6884	0.501	17%	
		长安水电站	100%	1.32	1.32	0.501	17%	
		富湾水电	100%	1.2	1.2	0.501	17%	
		长潭水电站	100%	0.5	0.5	0.501	17%	
		大小转水电站	100%	0.4	0.4	0.501	17%	
		金盘电站	80%	0.163	0.1304	0.501	17%	
水电合计					67.221	56.51		
湖南耒阳市	耒杨综合利用发电厂	100%	12	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	90%	12	10.8	0.475	17%		

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

2.2、煤价下跌超预期，火电板块有望扭亏为盈

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产劣质煤。

两地火电厂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。

11 年 11 月秦皇岛山西优混 5500 大卡煤报价到达 860 元/吨（5500 大卡）后快速下跌，12 年年初企稳，进入 5 月后再次加速下跌至目前 680 元/吨（6 月 21 日）的价格，下跌幅度远超市场预期，公司 6 月 21 日进场煤价也已接近盈亏平衡点。

由于秦皇岛煤价还在加速下跌中，同时煤价跌势从沿海到内地的传导有一定滞后，因此我们对公司火电资产下半年的盈利持乐观态度。若 12 年公司火电资产可以达到盈亏平衡，则可以为公司减亏 3100 万元。若煤价下跌持续超预期，则公司火电资产有望在下半年扭亏为盈。

图 8、秦皇岛港山西优混（5500 大卡）价格走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

3、生物质发电项目带来新的成长空间

3.1、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。

增发方案变化：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 3、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

3.2、项目选址得天独厚，盈利能力有保障

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，已获发改委批文并已开工，13 年下半年建成。

韶关位于南岭山脉南部，以山地丘陵地貌为主，生物质资源丰富，可以为公司募投的生物质发电项目提供充足的原料。韶关市林业用地 2132 万亩，其中商品林 1459.85 万亩，活立木总蓄积 7215 万立方米。根据《韶关市生态农业发展规划》，到 2015 年全市速生丰产林面积达 600 万亩，年新增木材蓄积总量将达 1080 万立方米，林业采伐废弃物的可供量还将大量增加。

韶关市有国有林场近 50 个，非国有制林场近 250 个，分布较为集中的木材加工企业 200 多家；另外，韶关市林下草灌植物干物质保有量约 638 万吨。公司募投项目厂址 50 公里半径内林业采伐和木材加工废弃物、林下草灌植物和农作物秸秆等生物质资源总量为 342.44 万吨。其中：林业采伐及木材加工废弃物总量为 70.20 万吨，林下草灌植物生物质燃料总量为 223.74 万吨；各类农作物秸秆总量为 48.5 万吨。这些资源具有采集方便、堆放集中和热值高的特点，是公司主要的燃料品种。

生物质发电厂年燃用生物质燃料 30.66 万吨，按厂址 50 公里收集半径技术，主要生物质燃料可供量每年可以达到 73.44 万吨，燃料保障倍数为 2.4 倍，因此，当地的生物质资源可以充足保证本项目对燃料的需求。并且，公司已经与多家林场、木材加工厂及一批经纪人等签订了生物质燃料供购合作意向书，年供应量超过 50 万吨，燃料的持续、稳定供应得到了充分保障。为进一步保证燃料供应的稳定性，公司还在与其他林场、木材加工厂及经纪人协商燃料供应事宜。

2007 年 7 月国家电力监管委员会发布《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》，文件明确规定电网企业全额收购其电网覆盖范围内农林废弃物直接燃烧发电项目产生的电量。广东电网公司以《关于韶关韶能 2×30 兆瓦生物质发电厂接入系统报告的批复》，同意韶能生物质发电厂接入系统报告评审意见。在国家政策的支持和广东省电力需求旺盛的形势下，公司募投项目的电力销售具有可靠的保障。

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，预计该项目建成后每年为公司带来净利润约 3800 万元。

表 4、公司生物质发电项目盈利能力测算

项目	参数值
装机(万千瓦)	6
年利用小时	6500
年发电量(亿千瓦时)	3.9
厂电利用率	13%
上网电价(元/千瓦时)	0.75
年收入(万元)	25000
资本金比例	100%
燃料单位成本(元/吨)	400
折旧年限	20
人工及维修成本(万元/年)	800
所得税率	25%(收入扣 10%后)
净利润(万元)	3800

资料来源资源：公司公告，东兴证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

总体来看，公司各业务板块盈利同比均呈现出大幅改善的态势。水电业务受益来水充沛，盈利能力大幅增加，同时考虑到 11 年湖南大旱和 12 年提价因素，水电业务盈利的改善对公司业绩弹性的影响最大。公司水电业务毛利率有望恢复至接近 06 年的水平。

火电业务方面，考虑到目前进场煤价已接近火电资产盈亏平衡点附近，秦皇岛煤价仍在加速下行以及沿海煤价跌势向中部地区传导的时滞三方面因素，我们保守预计公司火电板块 12 年有望实现盈亏平衡，一改前两年大幅拖累公司业绩的状况（10 和 11 年均亏损约 3200 万元）。

机械板块方面，随着宏大齿轮与国外厂商合作的逐步深化，外销比例将逐步增加，收入和盈利继续保持高增长态势。从 1 至 5 月份经营情况看，宏大齿轮完成全年收入 3.15 亿元，净利润 1500 万元目标的概率较大。纸业方面仍未摆脱行业景气度低迷的影响，但对公司整体业绩影响较小（11 年贡献权益净利-338.8 万元）。

CDM 收入方面，由于公司 12 年实现的是 11 年的碳减排收入，预计今年 CDM 收入将保持稳定（11 年 CDM 净收入 3285.3 万元），但 13 年会有一定程度的减少（受国外经济景气度低迷影响，12 年碳排放价格将出现下降。）

生物质发电项目预计 7 月初开建。根据项目可研报告，项目建设期需 18 个月，我们预计该项目有望在 13 年下半年投产，保守起见，假设 13 年底建成投产。

我们预计公司 12 年至 14 年的销售收入分别为 21.4 亿，23 亿和 24.5 亿元，归属母公司净利润分别为 2.31 亿，2.39 亿和 2.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.250 元，0.258 元和 0.329 元。

表 5、公司盈利预测表

	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

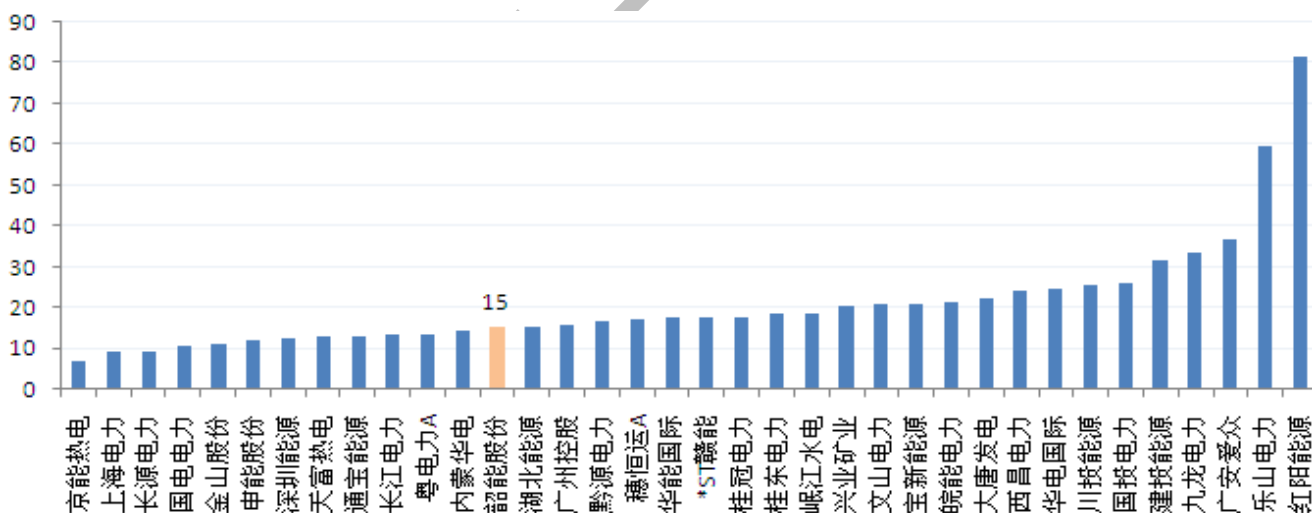
4.2、估值与投资建议

4.2.1 估值

市盈率方面，我们选取电力板块相关上市公司作为参照，公司 12 年 15 倍的 PE 在电力板块处于中低水平，考虑到公司机械业务和生物质发电项目给公司带来的成长性以及火电业务盈利尚有较大的改善空间，给予公司 12 年 20 倍 PE，目标价 5 元，尚有 34% 的增长空间。

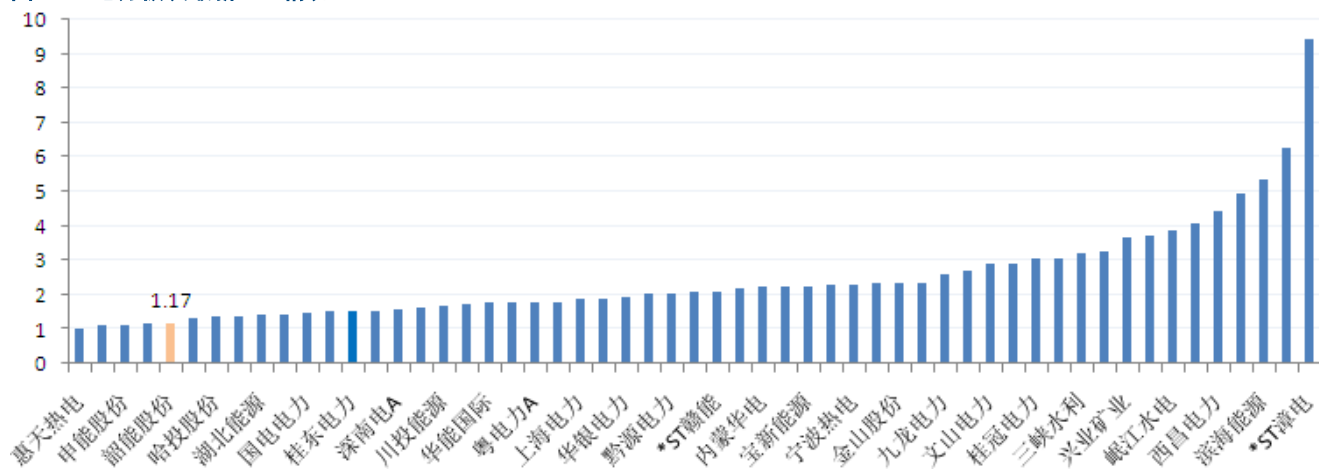
市净率方面，公司目前不到 1.2 倍 PB 处于行业的最底部，提升空间较大，以行业中值 2 倍计算，目标价 6.54 元，尚有 75% 以上的增长空间。

图 9、电力板块 12 年 PE 情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10、电力板块最新 PB 情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

4.2.2 投资建议

今年以来公司各项业务盈利能力均出现明显改善，生物质发电项目的重启为公司未来发展带来新的成长空间，考虑到公司目前处于电力板块底部的市净率水平以及下半年公司业绩仍有超预期的可能，我们预计公司 12 年至 14 年的销售收入分别为 21.4 亿，23 亿和 24.5 亿元，归属母公司净利润分别为 2.31 亿，2.39 亿和 2.05 亿元，EPS 分别为 0.250 元，0.258 元和 0.329 元，对应 PE 分别为 15 倍，14.5 倍和 11.4 倍。维持公司“强烈推荐”评级，目标价 5 元。

5、风险提示

- 1、三季度区域来水突然转枯导致水电业务盈利能力下降；
- 2、下半年煤价大幅反弹导致火电业务亏损加大。

表 6、公司三张表预测

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	1067	989	1050	634	营业收入	2110	2140	2300	2450
货币资金	304	257	276	270	营业成本	1610	1412	1523	1622
应收账款	252	252	271	27	营业税金及附加	16	15	16	17
其他应收款	92	93	100	107	营业费用	51	47	53	56
预付款项	194	196	197	199	管理费用	134	128	127	123
存货	188	155	167	31	财务费用	253	233	268	231
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	4.01	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	7104	6709	6591	6235	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	0	0	0	投资净收益	82.67	0.08	0.08	0.08
固定资产	6643	6439	6332	5987	营业利润	125	302	312	400
无形资产	115	103	92	80	营业外收入	18.20	18.00	18.00	18.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	10.54	10.00	10.00	10.00
资产总计	8170	7698	7641	6868	利润总额	133	310	320	408
流动负债合计	1410	1889	1708	779	所得税	45	77	80	102
短期借款	51	1417	1194	178	净利润	87	232	240	306
应付账款	168	143	154	222	少数股东损益	1	1	1	1
预收款项	14	42	72	103	归属母公司净利润	86	231	239	305
非流动负债合计	3510	2756	2759	2762	EBITDA	689	1023	1123	1187
长期借款	2745	2745	2745	2745	EPS (元)	0.09	0.25	0.26	0.33
其他非流动负债	10	11	14	17	主要财务比率				
负债合计	4919	4645	4467	3541		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	242	243	244	245	成长能力				
实收资本(或股本)	926	926	926	926	营业收入增长	-0.6%	1.44%	7.48%	6.52%
资本公积	1447	1447	1447	1447	营业利润增长	10.6%	141.69%	3.42%	28.01%
未分配利润	277	358	442	564	归属于母公司净利润增长	15.7%	169.12%	3.35%	27.43%
归母公司股东权益合计	3009	3124	3244	3396	获利能力				
负债和所有者权益	8170	8013	7955	7183	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	4.13%	10.86%	10.44%	12.48%
	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产净利润(%)	1.05%	3.01%	3.13%	4.44%
经营活动现金流	531	322	1053	1592	ROE(%)	3%	7%	7%	9%
净利润	87	232	240	306	偿债能力				
折旧摊销	311.36	0.00	543.33	556.33	资产负债率(%)	60%	58%	56%	49%
财务费用	253	233	268	231	流动比率	0.76	0.52	0.61	0.81
应付帐款的变化	0	-25	11	68	速动比率	0.62	0.44	0.52	0.77
预收帐款的变化	0	28	30	32	营运能力				
投资活动现金流	0	-274	-427	-202	总资产周转率	0.25	0.26	0.29	0.32
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	7.78	8.49	8.79	16.45
长期投资	1	0	0	0	应付账款周转率	12.69	13.74	15.46	13.01
投资收益	83	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-95	-607	-1396	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.25	0.26	0.33
短期借款	51	1417	1194	178	每股净现金流(最新摊薄)	0.03	-0.05	0.02	-0.01
长期借款	2745	2745	2745	2745	每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.38	3.50	3.67
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	41.56	14.96	14.48	11.36
财务费用	0.00	-233	-268	-231	P/B	1.15	1.11	1.07	1.02
现金净增加额	531	-47	19	-7	EV/EBITDA	9.98	7.20	6.34	5.15

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，从事建筑材料，公用事业行业研究。

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。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。

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。