

2014年2月26日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：张晓霞 S0350510120004
0755-83716574 zhangxx@ghzq.com.cn联系人：许硕 S0350113090014
0755-83706130 xus@ghzq.com.cn

生物质发电项目投产在即，助力全年业绩高增长

——公司事件点评

事件：

公司2014年2月25日发布公告：广东韶能集团股份有限公司韶关生物质能分公司投资建设的韶关市韶能生物质发电项目主体工程建设完毕，项目1号机组于近期投入试运行（项目共2台机组）。目前机组及项目的相关配套设施正在调试、完善过程中。

点评：

1、**生物质发电项目投产在即**。韶关韶能生物质发电项目装机2×3万千瓦，总投资约5.5亿元。该项目于2012年7月动工，目前工程建设已完工，进入调试和消缺阶段。1号机组经过试运行后即可满足投入商业运行的条件。单机试运成功后，可预计2号机组也将很快投入试运行并投入商业运行，整个项目投产在即。

2、**预计生物质项目投产后具备较强盈利能力**。项目采用丹麦130t/h水冷振动炉排高温高压锅炉，其可靠性高，在国内外具有成熟的运行经验，同时还能够有效提高燃料的利用效率，增强节能效果；项目所在区域林业“三废”等生物质资源非常丰富，属于买方市场，且主要燃料品种林业采伐和木材加工废弃物具有采集方便、堆放集中和热值高的特点；公司生物质燃料的收购体系创新性的采用了附带激励的经纪人制度，能够较好的控制燃料收集的质、量问题。预计项目投产后年净利润水平在3000~5000万。

3、**生物质发电项目投产、电价上调和收购下属最大水电厂35%股权可保证2014年业绩继续高增长**。公司预计2013年归属母公司净利润约2.1亿元，较2012年增长50%以上。2013年4月1日和10月1日部份水电价格上调在2014年全年执行新水价，2013年底公司收购子公司大湫潭水电站（装机容量20万千瓦）35%的股权，和生物质发电项目的投产将共同促进公司2014年业绩保持快速增长。

给予“买入”评级。公司部份水电项目仍有提价空间；子公司宏大齿轮拟在新三板挂牌；天然气等业务加速推进。预计公司2013-2015年EPS为0.20 / 0.28 / 0.36元，对应26日收盘价4.66元PE为23 / 16 / 13倍，给予“买入”评级。

风险提示 公司水电业务所在区域来水不足；生物质发电项目盈利不达预期；子公司亏损扩大等

图 1、韶能股份(000601)盈利预测

| 证券代码: | 000601.sz | 股票价格: | 4.66 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2014/2/26 | | |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 每股指标与估值 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 4% | 6% | 8% | 10% | EPS | 0.15 | 0.20 | 0.28 | 0.36 |
| 毛利率 | 30% | 35% | 35% | 34% | BVPS | 3.38 | 3.35 | 3.38 | 3.47 |
| 期间费率 | 23% | 23% | 20% | 19% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 6% | 9% | 11% | 12% | P/E | 31.49 | 23.35 | 16.42 | 12.94 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.38 | 1.39 | 1.38 | 1.34 |
| 收入增长率 | 2% | 11% | 21% | 15% | P/S | 2.01 | 2.11 | 1.74 | 1.52 |
| 利润增长率 | 59% | 57% | 42% | 27% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表(百万元) | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 总资产周转率 | 0.25 | 0.27 | 0.32 | 0.36 | 营业收入 | 2149 | 2390 | 2887 | 3320 |
| 应收账款周转率 | 6.69 | 6.95 | 7.52 | 7.84 | 营业成本 | 1494 | 1545 | 1871 | 2187 |
| 存货周转率 | 4.58 | 5.24 | 7.06 | 7.81 | 营业税金及附加 | 19 | 21 | 28 | 31 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 59 | 65 | 81 | 88 |
| 资产负债率 | 60% | 57% | 57% | 56% | 管理费用 | 146 | 161 | 199 | 222 |
| 流动比 | 0.53 | 0.61 | 0.69 | 0.84 | 财务费用 | 262 | 296 | 291 | 289 |
| 速动比 | 0.35 | 0.45 | 0.54 | 0.69 | 其他费用/(-收入) | (16) | 0 | 5 | 30 |
| | | | | | 营业利润 | 151 | 302 | 422 | 534 |
| 资产负债表(百万元) | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 营业外净收支 | 51 | 9 | 9 | 9 |
| 现金及现金等价物 | 187 | 333 | 423 | 656 | 利润总额 | 202 | 311 | 431 | 543 |
| 应收款项 | 321 | 344 | 384 | 423 | 所得税费用 | 55 | 84 | 117 | 147 |
| 存货净额 | 326 | 299 | 269 | 284 | 净利润 | 148 | 227 | 315 | 396 |
| 其他流动资产 | 111 | 123 | 149 | 171 | 少数股东损益 | 11 | 11 | 8 | 7 |
| 流动资产合计 | 945 | 1100 | 1225 | 1534 | 归属于母公司净利润 | 137 | 216 | 307 | 389 |
| 固定资产 | 7057 | 6982 | 7333 | 7181 | | | | | |
| 在建工程 | 339 | 779 | 329 | 319 | 现金流量表(百万元) | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 无形资产及其他 | 104 | 104 | 105 | 102 | 经营活动现金流 | 644 | 479 | 586 | 649 |
| 长期股权投资 | 2 | 2 | 2 | 2 | 净利润 | 148 | 227 | 315 | 396 |
| 资产总计 | 8487 | 9006 | 9033 | 9177 | 少数股东权益 | 11 | 11 | 8 | 7 |
| 短期借款 | 550 | 550 | 500 | 500 | 折旧摊销 | 317 | 240 | 255 | 287 |
| 应付款项 | 267 | 267 | 314 | 354 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 18 | 26 | 24 | 18 | 营运资金变动 | 169 | 0 | 9 | (41) |
| 其他流动负债 | 947 | 947 | 947 | 947 | 投资活动现金流 | (592) | (365) | 99 | 162 |
| 流动负债合计 | 1782 | 1790 | 1784 | 1819 | 资本支出 | (439) | (365) | 99 | 162 |
| 长期借款及应付债券 | 3186 | 3186 | 3186 | 3186 | 长期投资 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 150 | 150 | 150 | 150 | 其他 | (152) | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 3336 | 3336 | 3336 | 3336 | 筹资活动现金流 | 94 | 283 | (331) | (287) |
| 负债合计 | 5118 | 5127 | 5121 | 5155 | 债务融资 | 346 | 0 | (50) | 0 |
| 股本 | 926 | 1081 | 1081 | 1081 | 权益融资 | 0 | 566 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 3369 | 3880 | 3913 | 4022 | 其它 | (252) | (282) | (281) | (287) |
| 负债和股东权益总计 | 8487 | 9006 | 9033 | 9177 | 现金净增加额 | 146 | 398 | 354 | 524 |

资料来源: 国海证券研究所

【公用事业小组介绍】

张晓霞：国海证券研究所副所长，多年煤炭、电力行业研究经验。

许 硕：中山大学金融硕士、武汉大学工学学士，五年电力和机械行业工作经历，2013年进入国海证券，任公用事业、电力设备与新能源行业研究员。

【分析师承诺】

张晓霞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报

告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------------------|-------------|----------------------|
| 梁 铮 | 010-88756833-817 | 18600165656 | liangz02@ghzq.com.cn |
| 白 丹 | 010-88576933-803 | 18801090832 | baid@ghzq.com.cn |

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 郭 强 | 021-20281098 | 13381965719 | guoq01@ghzq.com.cn |
| 陈 蓉 | 021-20281099 | 13801605631 | chenr@ghzq.com.cn |
| 胡 超 | 021-20281096 | 13761102952 | huc@ghzq.com.cn |
| 梁柳欣 | 021-20281099 | 13524364843 | lianglx@ghzq.com.cn |
| 刘云志 | 021-68591565 | 13918449204 | liuyz01@ghzq.com.cn |

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 徐伟平 | 0755-83705955 | 15012898363 | xuwp@ghzq.com.cn |
| 李 慧 | 0755-83707040 | 13823570518 | lih03@ghzq.com.cn |
| 张宇松 | 0755-83716857 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |
| 周振宁 | 0755-82835810 | 15220268966 | zhouzn@ghzq.com.cn |
| 马 鑫 | 0755-83702072 | 18630119510 | max01@ghzq.com.cn |
| 李 芬 | 0755-83700919 | 13570866113 | lif@ghzq.com.cn |