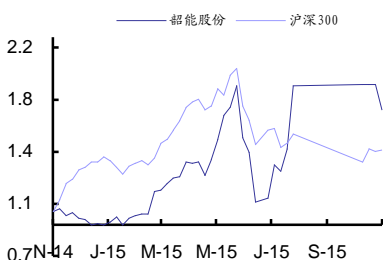


证券研究报告—动态报告
公用事业
电力
韶能股份(000601)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 11.4 元 (首次评级)

2015年11月23日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,081/994
总市值/流通(百万元)	12,318/11,332
上证综指/深圳成指	3,631/12,702
12个月最高/最低(元)	13.86/5.46

相关研究报告:
证券分析师: 梁铮

电话: 010-88005381

E-MAIL: liangzheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515020001

联系人: 徐培沛

电话: 0755-82130473

E-MAIL: xupp@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

公司分析

前海人寿入主在望,国企改革释放活力;定增募投32亿元,夯实主业拓展蓝海

●前海人寿入主在望,国企改革释放活力

韶能股份以电力(包括水电、火电和生物质发电)为主业,兼有天然气、纸业、机械等综合产业的地方性国有企业。15年7月始,宝能系旗下前海人寿三季度举牌,最终揽入韶能股份15%股权,超过韶关市工业资产经营有限公司,晋升第一大股东。11月17日,公司公告拟向前海人寿及其一致行动人钜盛华定增募资不超过32亿元,锁定期3年。如若交易顺利完成,前海人寿将以超过30%的股权成公司实际控制方,触发要约收购,入主在望。

●公司电力主业稳健,生物质发电、天然气和机械行业拓展有序

近5年的财务数据显示公司营收稳步增长。上半年公司实现电力收入8.79亿元,同比增长4.68%;机械产业收入1.74亿元,同比增长23.09%;纸制品收入1.29亿元,同比增长28.19%;天然气新能源收入0.25亿元,实现盈利。下半年,我们预期电力主业受益于水电价格上调、煤价低位、火电利用小时数上升等因素,生物质发电装机容量进一步提升,天然气领域“加油、加气及充电一体站”项目盈利良好,机械板块宏大齿轮将积极对接新能源汽车业务。

●定增募投32亿元,打造宝能系新能源和高端装备核心平台

依托母公司宝能系的雄厚资本和多元产业综合实力,结合自身电力产业优势,按照目前的32亿规模的定增募投方案,韶能股份有望立足广东韶关,继续夯实电力主业(水电、火电、生物质发电),同时拓展新兴产业(新能源汽车核心部件、电动汽车智能充电、工业机器人核心部件)蓝海,成为宝能系新能源行业和高端装备行业核心平台。

●看好公司中长期价值空间,给予买入评级

前海人寿入主,公司在企业改革和资本运作的力度都可能超出预期,看好公司中长期价值空间,给予“买入”评级。预计16年业绩将逐步提速,18年进入爆发阶段。我们暂不计算公司的定增项目,预计15-17年净利润为3.07/3.46/4.36亿元,对应EPS 0.29/0.32/0.40,同比分别增长17.2%、12.7%、26.1%,PE 40/36/29。

●风险提示

资本运作不及预期,募投项目实施进度不及预期,股市系统性风险。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,340	3,010	3,103	3,325	3,648
(+/-%)	8.9%	28.6%	3.1%	7.2%	9.7%
净利润(百万元)	207	262	307	346	436
(+/-%)	51.1%	26.5%	17.2%	12.7%	26.1%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.24	0.28	0.32	0.40
EBITMargin	23.5%	19.3%	17.0%	17.0%	18.9%
净资产收益率(ROE)	5.7%	6.9%	8.3%	9.6%	12.5%
市盈率(PE)	59.5	47.1	40.1	35.6	28.3
EV/EBITDA	19.6	18.5	13.2	12.4	11.0
市净率(PB)	3.4	3.3	3.3	3.4	3.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

前海人寿入主在望，国企改革释放活力

广东韶能集团股份有限公司（以下简称“韶能股份”）是一家以电力（包括水电、火电和生物质发电）为主业，兼有天然气、纸业、机械等产业的综合性集团企业。公司地处广东省韶关地区，具有丰富的水力资源和生物质资源。经过 20 多年的发展，韶能股份形成以可再生能源和清洁能源投资开发为主的稳健经营格局。截至目前，公司在粤北、湘南区域拥有合计 97 万千瓦的装机规模，其中水电装机容量 67 万千瓦，综合利用发电装机容量 24 万千瓦，生物质容量 6 万千瓦，年营业收入达到 30 亿元。

表1：韶能股份电力企业基本情况表（2015）

	单位名称	公司拥有权益	装机容量 (万千瓦)	含税 (元/度)	不含税 (元/度)
1	孟洲坝发电厂	100%	4.8	0.7396	0.6321
2	濛濛水电厂	100%	5.2	0.5127	0.4382
3	钓鱼台水电厂	100%	2.5	0.5348	0.4571
4	横溪水电厂	100%	5	0.5348	0.4571
5	富湾水电厂	100%	2.52	0.5348	0.4571
6	雄洲水电分公司	100%	1.688	0.5127	0.4382
				0.0000	
7	大小转	100%	0.4	0.5127	0.4382
8	长潭水电站	100%	0.5	0.5127	0.4382
9	银溪水电厂	100%	2.4	0.5127	0.4382
10	金盘电站	80%	0.163	0.5127	0.4382
11	湾头水电站	100%	3.6	0.5348	0.4571
12	溢洲公司	90%	2	0.5348	0.4571
	韶关小计		30.771		
13	波水电站	100%	0.7	0.3300	0.3203
14	耒阳电力:1、耒中电站	76.83%	4.05	0.3260	0.2786
15	耒阳电力:2、遥田电站	76.83%	5	0.3260	0.2786
16	翠江公司	82%	2.79	0.3550	0.3349
17	耒阳电力:3、上堡	76.83%	1.41	0.3600	0.3495
18	大湫潭	100%	20	0.3800	0.3248
19	太洲水电站（顺和公司）	100%	2.5	0.3600	0.3495
20	耒阳电力:4、耒杨综合利用发电	76.83%	12	自网: 0.50 (不含税 0.4274); 国网: 0.485 (不含税 0.4145)	
21	桑梓综合利用发电厂	90%	12	0.4906	0.4193
22	生物质发电厂	100%	6	0.7500	0.64
	电力企业合计	-	97.221		

资料来源：公司资料

宝能系举牌，前海人寿有望以超过 30%的股权成公司实际控制方

公司原为韶关市国有资产管理办公室管理的国有企业，由韶关市工业资产经营有限公司代持股份。15年7月之前，第一大股东韶关市工业资产经营有限公司占14.43%股份。公司前10大股东占比总股本比例28%，股权结构分散。从15年7月始，宝能系旗下控股的金融平台公司前海人寿三度举牌，最终揽入韶能股份15%股权，超过原公司第一大股东韶关市工业资产经营有限公司，晋升第一大股东。截止15年10月27日公司前十大股东占总股本比例提升到45%（如表2所示）。

15年11月17日，公司公告拟向前海人寿及其一致行动人钜盛华定增募资不超过32亿元，锁定期3年。如若交易顺利完成，宝能系持有韶能股份股权可能超过30%，触发要约收购，而前海人寿将以超过30%的股权成公司实际控制方。

表2: 韶能股份前十大股东（截止15年10月27日）

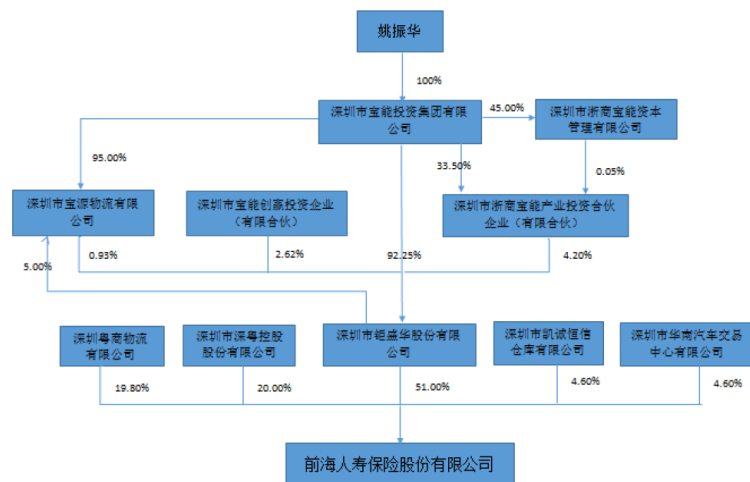
序号	股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股数量
1	前海人寿保险股份有限公司	基金	15.00	162127425
2	韶关市工业资产经营有限公司	国有法人	14.43	155949490
3	深圳日昇创沅资产管理有限公司	境内一般法人	7.36	79570634
4	全国社保基金一零七组合	基金	1.67	17999899
5	深圳能源集团有限公司	境内一般法人	1.54	16629750
6	华泰证券股份有限公司	境内一般法人	1.53	16585962
7	中国银行-招商先锋证券投资基金	基金	0.96	10371364
8	华润深国投信托有限公司-润金127号集合资金信托计划	基金	0.84	9080229
9	王智睿	境内一般法人	0.79	8484060
10	中国银行-招商国企改革主题混合型证券投资基金	基金	0.69	7500000
	小结合计		44.81	484298813

资料来源：公司公告

前海人寿频频举牌体现巴菲特保险“浮存金”模式

宝能集团创始于1992年，总部位于深圳，实际控制人为姚振华先生。宝能以综合物业开发为基础，协同发展商业运营、酒店餐饮、现代物流、文化传媒、金融等多元产业及健康医疗、教育、养老服务为民生产业的大型现代化集团公司。宝能集团资本雄厚，产业多元化。

图1: 宝能集团、钜盛华与前海人寿股权关系图



资料来源：公司公告

前海人寿作为宝能集团金融平台的核心入口，成立于 2012 年，发展迅猛，运作灵活。历经 3 年，前海人寿几年保费增长迅猛，2014 年新增保费 314 亿，同比增速超过 100%。目前保费规模破 500 亿元，跻身为国内 7 大人寿保险公司行列。

值得关注的是，今年以来，前海人寿在二级市场频频举牌。除此韶能股份外，前海人寿触及的上市公司还包括万科 A（地产业）、中炬高新（调味品）、南宁百货（百货业）、合肥百货（百货业）、南玻 A（材料）等。宝能系投资的逻辑是选择公司治理良好、现金流优秀且所在行业处于周期性底部的公司出手，韶能股份符合公司的投资逻辑。

前海人寿频频举牌体现巴菲特保险“浮存金”模式。巴菲特保险“浮存金”模式是巴菲特以保险为核心的投资模式，保险资金的低成本甚至负成本被视为保险业务的最大吸引力所在。“浮存金”模式的关键是一方面是获得低廉的保险资金，更重要的一点是要有较高的投资收益率。巴菲特掌管伯克希尔保险公司的 49 年，该公司每年复合增长率高达 19.7%，远超标普 500 指数。“滚雪球”的秘诀一方面在于自带杠杆的保险浮存金，另一方面在于对优质企业高超的鉴别能力。前海人寿作为保费收入节节攀升的新锐，资本市场频频举牌一方面彰显其巴菲特“浮存金”战略，另一方面也体现出对这些被举牌上市公司未来投资价值认可的敏锐嗅觉。

金融属性公司入主，国企改革进阶战略新里程

我们认为，如果前海人寿入主韶能股份，民营企业参与原国企运营，将激发企业活力、提升经营效率，改革进阶战略性新里程。

- 1、一方面来自内生性的提升。前海人寿入主后，在战略目标、资本运作、业务选择、项目实施、管理机制、企业文化、薪酬制度等方面的改革和变化可以预期。
- 2、另一方面来自外延式的拓展。依托母公司宝能系的雄厚资本和多元产业综合实力，包括目前的 32 亿规模的定增募投方案，韶能股份有望立足广东韶关，继续夯实电力主业，同时拓展新兴产业蓝海。

定增募投 32 亿元，夯实电力主业拓展新兴产业蓝海

公司电力主业收入稳健，生物质发电、天然气和机械新行业拓展有序

韶能股份以可再生能源和清洁能源投资开发为主的稳健经营格局。公司主业以电力（包括水电、火电和生物质发电）为主业，兼有天然气、纸业、机械等产业。

近 5 年的财务数据显示，公司营业收入稳步增长，目前保持在 30 亿元规模。管理费用、财务费用、销售费用管控有效，毛利率和净利润率逐年攀升，目前分别保持在 30%和 10%左右水平。

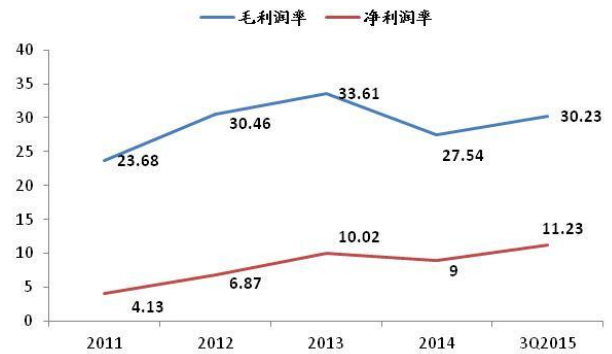
从收入组成来看，15 年上半年，公司总收入 14.78 亿元，同比增长 1.41%。电力收入 8.79 亿元，同比增长 4.68%，占总收入比重 60%。其中，水电收入占比 34%，火电收入占比 19%，生物质发电收入占比 7%。机械产业（对接新能源汽车）收入 1.74 亿元，同比增长 23.09%，占总收入比重 13.44%。纸制品收入 1.29 亿元，占总收入比重 8.85%，同比增长 28.19%。天然气新能源收入 0.25 亿元，占总收入比重 1.71%，上半年实现了盈利。

图 2: 韶能股份年营业收入走势 (2011-3Q2015)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 韶能股份毛利润率和净利润率走势 (2011-3Q2015)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从毛利润率和收入增长趋势来看, 公司总体增速稳定。预计下半年, 从高毛利润率和良好的成长性的角度, 机械产业 (新能源汽车)、生物质发电 (清洁能源) 以及天然气 (加油、加气及充电一体站) 将成为公司主要盈利增长点。

表 3: 韶能股份收入分解 (分行业/分产品, 1H15)

	营业收入	毛利润率	收入占比	收入增长率
电力	8.79	43.18%	60.29%	4.68%
水电	5.00	65.22%	34.29%	-10.4%
火电	2.79	13.98%	19.14%	13.88%
生物质发电	1.00	-	6.86%	-
机械	1.74	23.09%	13.44%	23.09%
纸制品	1.29	3.39%	8.85%	28.19%
天然气	0.25	24.45%	1.71%	-
贸易及其他	2.4	4.39%	16.46%	-19.74%
合计	14.78	30.23%	100%	1.41%

资料来源: 公司 15 年半年报, wind

定增募投 32 亿元, 夯实了电力主业, 同时拓展了新兴产业蓝海, 代表了清洁能源和高端装备产业升级的发展方向

本次非公开发行股票向前海人寿及其一致行动人钜盛华定增募投, 将分别投入生物质发电、新能源汽车 (动力总成及传动系统项目)、工业机器人核心部件 (精密 RV 减速器项目)、电动汽车智能充电等 4 个领域。同时 1.4 亿元用于建立研发中心, 8.8 亿元用于补充流动资金和偿还银行贷款。合计总投入 32 亿元。

表4: 定增募集资金投向 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额	实施主体
1	韶能集团新丰生物质发电项目	58,380.00	58,380.00	韶能集团新丰旭能生物质发电有限公司
2	新能源汽车动力总成及传动系统项目	82,280.25	82,280.25	韶能集团
3	工业机器人精密RV减速器项目	25,963.72	25,963.72	韶能集团
4	电动汽车智能充电系统建设项目	51,174.21	51,174.21	韶能集团
5	研发中心建设项目	14,236.18	14,236.18	韶能集团
6	补充流动资金及偿还银行贷款	87,965.64	87,965.64	韶能集团
-	合计	320,000.00	320,000.00	-

资料来源: 公司公告

生物质发电扩大了清洁能源利用的规模, 新能源汽车和电动汽车智能充电拓宽了清洁能源的应用领域(汽车), 工业机器人核心部件将公司业务拓展到工业机器人高端装备领域。

我们认为, 此4个方向的产业投资夯实了电力主业, 同时拓展了新兴产业蓝海, 代表了清洁能源和高端装备产业升级的发展方向。此次增发充实了公司的经营现金流, 增加新的利润增长点, 增强核心竞争力和抵御风险的能力。

1、韶能集团新丰生物质发电项目。

生物质发电是节约能源、发展循环经济的需要。韶山地处南岭山脉南部, 以山地丘陵为主, 生物质资源丰富。公司生物质发电领域经验成熟, 2013年募投的生物质发电项目, 装机容量2*30MW, 该项目已经分别于2014年4月、7月投入商业运行, 目前运行良好, 盈利稳定。依照国家发改委生物质发电价格政策的规定, 生物质发电项目统一执行标杆上网电价每千瓦时0.75元(含税), 高于水电站电价约1倍左右。

项目建设规模为2台130T/h高温高压锅炉配2台N30-8.83型汽轮发电机组及相应的附属生产和辅助生产工程。项目建成之后, 将进一步壮大公司生物质电产能规模、促进公司清洁能源业务的持续发展。

项目建设期1年, 项目投资5.8亿元。投产后, 年平均净利润4147万元, 税后财务内部收益率都到10.06%, 项目静态投资回报期为8.86年。

2、新能源汽车动力总成及传动系统项目。

2015年5月国务院发布《中国制造2025》, 明确提出大力支持电动汽车的发展。国家制造强国建设咨询委员会发布《重点领域技术路线图(2015版)》, 依据该路线图, 到2020年, 我国新能源汽车自主产品市场份额要达到70%以上, 2025年, 新能源汽车自主产品市场份额达到80%以上。

韶能股份依托控股子公司宏大齿轮有限公司, 拟在韶关市东莞产业转移工业园建设实施项目。宏大齿轮在汽车零部件的加工、锻造、热处理和变速器方面形成了较强

的自主开发和制造优势。海外市场上，宏达齿轮为美国伊顿有限公司、美国蒂姆公司提供电动汽车零部件。国内市场，宏达已经与比亚迪、广汽、东风、长安、长城、江淮等形成紧密的合作关系，并为其提供新能源汽车零部件。

此次募投的动力总成及传动系统是新能源汽车的核心部件，能提升的整体性能和节能效果。电动汽车的动力总成，包括电机、动力电池组、逆变器和整车控制器等，在电动汽车的整体成本总所占比例超过 50%。目前在国家政策的推动下，电机和电池在内的核心技术已经有所突破，但在关键技术上革命性的突破仍待时日。因此，目前切入电动汽车动力总成可以较好的适应未来市场变化。

混合动力汽车也是新能源汽车的一部分，自动变速器是将混合动力的动力系统与传动系统有机结合的关键部件。其中 AMT 是将节能、高效、低成本的机械变速器和智能控制系统有机结合的关键技术。多档位 AMT、纯电两档箱技术和动力总成的融合就涵盖了新能源汽车的最关键部分。

此次项目投资 8.2 亿元，周期 30 个月。投产后，年平均净利润 13666 万元，税后财务内部收益率都到 15.38%，项目静态投资回报期为 7.61 年。

3、工业机器人精密 RV 减速器项目。

工业机器人的核心部件由精密减速器、高性能交直流伺服电机和驱动器及高性能控制器等组成。RV 减速器以其体积小、抗冲击力强、扭矩大、定位精度高、震动小、减速比大等诸多优点被广泛应用于工业机器人领域。

宏达公司具有十多年在齿轮减速器的生产经验，目前为广州数控设备有限公司提供机器人传动系统零件，为项目实施提供了一定的技术基础。同时，宏达公司与华南理工大学、武汉理工大学、广东工业大学、加拿大 GIT 开展广泛合作，并在华南理工大学建立了博士后创新基地，为项目做了充分的人才和技术储备。

此次项目投资 2.6 亿元，项目周期 30 个月。投产后，年平均净利润 4281 万元，税后财务内部收益率都到 16.67%，项目静态投资回报期为 7.14 年。

4、电动汽车智能充电桩建设项目。

2015 年 10 月发布的《国务院办公厅关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》指出，2015-2020 年将新建包括私人专用充电桩和公共充电桩在内的充电桩 480 万个，新建公用、公交、出租、环卫、物流在内的充换电站共计 1.2 万座，对国内各地区按照推广程度的不同分加快发展、示范推广和积极促进三个区域制定目标。建设目标为满足 500 万辆各类电动汽车的充电需求。新建住宅配建停车位应 100% 建设充电设施或预留建设安装条件，大型公共建筑物配建停车场、社会公共停车场建设充电设施或预留建设安装条件的车位比例不低于 10%。

依托宝华系大股东的项目资源优势，公司将购置的充电桩择优在相应城市的公共建筑和住宅小区内建设安装 11353 个充电桩；另外，依托公司及子公司的加油加气站，公司计划在潮惠高速公路服务区及广州等 5 个“充电+加油+加气”一体站内建设安装 100 个充电桩。公司在现有发电、输配电和油气站运营等技术优势和项目经验上，通过本项目建设，实现产业链延展，全面实施电动汽车智能充电系统的布局。

表5: 定增募集资金投向 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目所在区域	项目总面积 (M ²)	预留充电桩用地 (M ²)	选址优势
1	潮惠高速大溪服务区南一体站项目 (充电桩部分)	潮惠高速 (揭西段) 大溪服务区南侧	8,813	750	高速公路服务区具有区域垄断性
2	潮惠高速大溪服务区北一体站项目 (充电桩部分)	潮惠高速 (揭西段) 大溪服务区北侧	8,478	750	高速公路服务区具有区域垄断性
3	花港大道岐山一体站项目 (充电桩部分)	广州市花都区花港大道岐山村路段	10,000	3,000	周边有大型楼盘, 附近是花都港工业园区
4	矮岗油气电一体站项目 (充电桩部分)	广州市白云区迎宾大道东矮岗村路段	10,000	3,000	离白云国际机场 2.8 公里, 周边控规为会展物流用地
5	神山一体站项目 (充电桩部分)	广州市白云区广清高速神山收费站出入口 300 米处	10,000	3,000	高速公路收费站出入口, 周边控规为物流园

资料来源: 公司公告

表6: 宝能系公共建筑和住宅小区的物业资源 (单位: 个)

序号	建设地点	物业类型	公共建筑 (个)	住宅 (个)
1	深圳	深圳城市公馆	35	434
2		深圳华府	-	66
3		深圳悦澜山花园	37	222
4		深圳国际物流中心	626	-
5		深圳科技园北区三期	220	-
6		深圳西丽项目东区	491	380
7		深圳桔钓沙国际度假酒店	89	-
8		深圳邦凯工业园二期	118	-
9		深圳幸福之家项目	56	-
10		深圳前海中心项目	1,009	-
11	广州	广州增城挂绿医院项目	507	76
12	北京	北京滨河项目	50	-
13	石家庄	石家庄项目	402	-
14	天津	天津东丽商业项目 (一期)	505	-
15		天津东丽住宅项目 (一期地块)	-	366
16	无锡	无锡太湖新城金融二街区 A 地块住宅项目	12	384
17	合肥	合肥项目 T7&Mall 地块	551	-
18		合肥项目沿湖商业地块	90	-
19		合肥项目 C2 地块	20	-
20		合肥项目 T4-T6 地块	703	-
21		合肥滨湖住宅 B 地块	-	532
22		合肥滨湖住宅 A 地块	72	754
23	扬州	扬州睿城 E 地块项目	-	74
24		扬州睿城 G 地块项目	-	114
25		扬州产业园项目	280	-
26	赣州	赣州世纪城	146	372
27	肇庆	肇庆环球金融中心项目	135	130
28	南宁	南宁五象湖 1 号项目	229	320
29	乌鲁木齐	乌鲁木齐项目	314	80
30	仪征	仪征睿城 A 地块住宅项目	-	54
31		仪征睿城 B 地块住宅项目	-	84
32		仪征睿城 C 地块住宅项目	-	62
33		仪征 A 地块商业项目	80	-
34		仪征停车楼地块项目	72	-
合计			6,849	4,504

资料来源: 公司公告

此次项目投资 5.1 亿元，项目周期 36 个月。投产后，年平均净利润 6081 万元，税后财务内部收益率到 16.96%，项目静态投资回报期为 6.91 年。此外，现阶段尚未考虑可能出现的针对电动汽车充电基础设施建设的国家财政补贴。

韶能股份有望成为宝能系能源行业核心平台

从公司战略选择的角度来看，公司生物质发电扩大了清洁能源利用的规模，新能源汽车和电动汽车智能充电拓宽了清洁能源的应用领域（汽车），工业机器人核心部件将公司业务拓展到工业机器人高端装备领域。韶能股份有望成为宝能系能源行业核心平台，前景值得期待。

综合 4 项募投来看，经过 3 年项目建设周期，新募投资项目能带来约 2.8 亿元的稳定年平均净利润。同比 14 年公司 2.7 亿元的净利润水平，预期利润增长十分可观。

表 7：募投项目年平均净利润（单位：万）

		投资总额（万）	项目周期	年平均利润（万）
1	生物质发电	58380	12 个月	4147
2	新能源汽车动力总成及传动系统	82280	30 个月	13666
3	工业机器人精密 RV 减速器项目	25963	30 个月	4281
4	电动汽车智能充电桩建设项目	51174	36 个月	6081
	合计			28175

资料来源：公司公告

给予“买入”评级

基于公司国企改革和外延发展的战略，我们认为如果前海人寿入主韶能股份，民营企业参与原国企运营，将激发企业活力、提升经营效率，改革进阶战略性新里程。

1、一方面来自内生性的提升。韶能股份作为一家治理良好、财务优质的原国有企业，在可再生能源和清洁能源投资开发领域具备绝对的技术经验和运营管理优势。前海人寿作为民营保险公司新锐，在资本运作、财务规划、行业整合等方向具备相当的实力。前海人寿入主后，韶能股份在战略目标、业务选择、项目实施、管理机制、企业文化、薪酬制度等方面的改革和变化的速度与强度都可能超出预期。

2、另一方面来自外延式的拓展。依托母公司宝能系的雄厚资本和多元产业综合实力，结合自身电力产业优势，按照目前的 32 亿规模的定增募投方案，韶能股份有望立足广东韶关，继续夯实电力主业（水电、火电、生物质发电），同时拓展新兴产业（新能源汽车核心部件、电动汽车智能充电、工业机器人核心部件）蓝海，成为宝能系新能源行业 and 高端装备行业核心平台。

整体来看，预计 16 年业绩将逐步提速，18 年进入业绩爆发阶段。我们暂不考虑公司的定增项目，公司电力主业受益于水电价格上调、煤价低位、火电利用小时数上升等因素，天然气领域“加油、加气及充电一体站”项目盈利良好，机械板块宏大齿轮积极对接新能源汽车业务，预计 15-17 年净利润为 3.07/3.46/4.36 亿元，对应 EPS 0.29/0.32/0.40，同比分别增长 17.2%、12.7%、26.1%，PE 40/36/29。综合来看，尽管募投项目短期难见业绩爆发，但公司的中长期价值空间无限，给予“买入”评级。

风险提示

资本运作不及预期，募投项目实施进度不及预期，股市系统性风险。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	264	264	264	371	营业收入	3010	3103	3325	3648
应收款项	365	374	401	440	营业成本	2181	2265	2427	2626
存货净额	357	301	328	362	营业税金及附加	21	25	27	30
其他流动资产	183	186	200	219	销售费用	79	93	100	95
流动资产合计	1170	1125	1192	1392	管理费用	168	193	206	207
固定资产	7178	6772	6343	5878	财务费用	244	173	158	144
无形资产及其他	169	163	157	151	投资收益	4	50	50	50
投资性房地产	96	96	96	96	资产减值及公允价值变动	(10)	15	15	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8612	8156	7788	7517	营业利润	311	419	472	595
短期借款及交易性金融负债	814	749	420	200	营业外净收支	25	0	0	0
应付款项	345	301	328	362	利润总额	336	419	472	595
其他流动负债	238	203	221	240	所得税费用	65	101	113	143
流动负债合计	1397	1254	969	803	少数股东损益	9	11	13	16
长期借款及应付债券	3038	2808	2808	2808	归属于母公司净利润	262	307	346	436
其他长期负债	179	179	179	179					
长期负债合计	3218	2988	2988	2988	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4614	4241	3957	3791	净利润	262	307	346	436
少数股东权益	222	219	225	234	资产减值准备	1	0	(1)	(1)
股东权益	3775	3696	3606	3492	折旧摊销	334	728	752	772
负债和股东权益总计	8612	8156	7788	7517	公允价值变动损失	10	(15)	(15)	0
					财务费用	244	173	158	144
					营运资本变动	(345)	(35)	(23)	(39)
					其它	(4)	(3)	7	9
					经营活动现金流	258	982	1066	1177
					资本开支	(112)	(301)	(301)	(301)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(110)	(301)	(301)	(301)
					权益性融资	39	0	0	0
					负债净变化	(15)	(230)	0	0
					支付股利、利息	(330)	(387)	(436)	(549)
					其它融资现金流	490	(64)	(329)	(220)
					融资活动现金流	(162)	(681)	(765)	(769)
					现金净变动	(13)	0	0	107
					货币资金的期初余额	278	264	264	264
					货币资金的期末余额	264	264	264	371
					企业自由现金流	330	792	857	956
					权益自由现金流	805	366	408	626

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.24	0.28	0.32	0.40
每股红利	0.31	0.36	0.40	0.51
每股净资产	3.49	3.42	3.34	3.23
ROIC	6%	5%	6%	8%
ROE	7%	8%	10%	12%
毛利率	28%	27%	27%	28%
EBIT Margin	19%	17%	17%	19%
EBITDA Margin	30%	40%	40%	40%
收入增长	29%	3%	7%	10%
净利润增长率	26%	17%	13%	26%
资产负债率	56%	55%	54%	54%
息率	3%	3%	4%	4%
P/E	47.1	40.1	35.6	28.3
P/B	3.3	3.3	3.4	3.5
EV/EBITDA	18.9	13.2	12.4	11.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				