

韶能股份 (000601) \ 公用事业

——新能源板块布局加速，弹性较大

事件：近日，公司公告了《关于成立合资公司建设运营公交车等领域充电站及新能源汽车租赁等业务的对外投资公告》和《关于与中车株洲电力机车研究所有限公司签订战略合作框架协议在新能源汽车、新能源等领域合作的公告》。

投资要点：

➤ 新能源板块布局加速，弹性较大

公司与韶关市公共汽车有限公司（国资，从事公共汽车运营）、韶关市新鸿达城市投资经营有限公司（国有独资，从事基础设施运营）共同出资设立新公司建设运营公交车等领域充电站及新能源汽车租赁等业务。公司以自有现金出资510万元，占比51%，韶关公汽占比28%，新鸿达占比21%。韶关地区现在电动车超300台，其中电动公交车约100台。传统公交车数量在700台~800台，未来有可能逐步替换为电动公交车。公司利用自身国有企业优势，与韶关相关企业推进新能源汽车充电桩和租赁业务，有一定的垄断优势，助于提升公司在新能源板块的业务规模。

中车株洲所是中国中车旗下的全资子公司，业务涵盖轨道交通、风电、新能源汽车和电力等领域。公司与中车株洲的战略合作，包括在新能源汽车、风电、光伏、机械加工和工程建设等领域深度合作。在同等条件下，双方优先采用对方产品，并在相关企业进行推广。公司旗下的宏大齿轮公司，在电机轴、变速箱、锻件、轨道交通传动件等领域有多年技术经验积累，和中车株洲的战略合作，有助于提升公司产品的核心技术和销量。

➤ 国企改革，聚焦清洁能源和新能源汽车产业链

目前，公司第一大股东为前海人寿，占比15%，随着定增（10.18元/股）的推进，前海人寿及其一致行动人持股比例上升至33.94%。2016年5月13日定增获得审核通过，预计9月份出批文。前海人寿成为第一大股东，有望理顺公司的激励机制。目前，公司旗下从事新能源配件的宏大齿轮，管理层持股。另外，公司的业务将聚焦于清洁能源和新能源汽车产业链，相关副业有望逐步剥离。本次定增32亿元，主要用于新丰6万千瓦生物质发电（5.84亿）、新能源汽车动力总成及传动系统项目（8.23亿）、工业机器人精密RV减速器（2.6亿）、电动汽车智能充电系统建设项目（5.12亿）和研发中心建设项目（1.42亿）。清洁能源和新能源汽车产业链主业突出，后续有望得到较快发展。

➤ 清洁水电提供稳定业绩，新能源汽车产业链提供弹性

主要得益于上半年来水较好，公司业绩大幅提升，2016年上半年实现收入16.95亿，同比增长14.67%，实现净利3.84亿元，同比大幅增长

投资建议：
**推荐
首次覆盖**
当前价格：

10.53元

目标价格：

13元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,081/1,081
流通A股市值（百万元）	11,370
每股净资产（元）	3.85
资产负债率（%）	49.64
一年内最高/最低（元）	13.80/6.33

一年内股价相对走势


马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

顾泉 联系人

电话：82835080

邮箱：guquan@glsc.com.cn

虞栋

电话：82835080

邮箱：yudong@glsc.com.cn

相关报告

167.53%。2015 年全年实现盈利 2.81 亿元。另外，新丰 6 万千瓦生物质发电有望年底投产。公司的新能源汽车配件方面，宏大公司实现收入 1.95 亿元，略有下滑，但实现净利 1357.76 万元，同比增长 29.81%，主要原因是公司推进高毛利的新能源汽车配件和特种机械配件项目，目前主要客户为比亚迪等。随着定增项目的推进，新能源汽车产业链业务弹性较大。

➤ **首次覆盖，给予“推荐”评级**

考虑到增发摊薄等因素，我们预计2016~2018年，公司EPS分别实现0.53元、0.61元和0.70元，对应PE分别为19.78、17.24和15.04倍，考虑到公司国企改革，业务聚焦，水电提供稳定业绩，新能源汽车产业链弹性大，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

定增不能完成，项目推进不及预期，来水量大幅下滑

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,009.52	3,007.22	3,499.49	4,013.86	4,783.70
增长率（%）	28.63%	-0.08%	16.37%	14.70%	19.18%
EBITDA（百万元）	911.38	971.39	1,613.71	1,712.53	1,878.92
净利润（百万元）	261.74	281.17	575.18	660.09	756.61
增长率（%）	26.47%	7.43%	104.56%	14.76%	14.62%
EPS（元/股）	0.24	0.26	0.53	0.61	0.70
市盈率（P/E）	43.47	40.47	19.78	17.24	15.04
市净率（P/B）	3.01	2.88	1.50	1.42	1.33
EV/EBITDA	16.70	15.29	9.23	8.54	7.49

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：公司定增项目情况

项目名称	投资额	预计年利润	建设期
1 新丰6万千瓦生物质发电 韶关项目 6 万千瓦，停产两个月，净利润 2000 万，达产情况下净利润可达 4000-5000 万元。	58380.00	4147	1
2 新能源汽车动力总成及传动系统项目 新能源汽车动力总成 1 万套/年 多挡位 AMT 变速器 2 万套/年 纯电式两挡变速器 3 万套生产线 国内客户：比亚迪（15 年 5000 万，16 年 8000 万~1 亿）、广汽、东风、长安、长城、重汽 国外客户：美国伊顿、美国蒂姆	82280.25	13666.	2.5/2.5/2
3 工业机器人精密RV减速器（年产6万套） 市场空间大（韩国百万工人 440 台/日本 332 台/德国 273 台/全球平均 60 台/国内不到 30 台）/严重依赖进口，与华南理工组团，广东省应用型科技研发专项的重点项目，获得省财政科研补助资金 500 万元，产品 6 月份已经完成，不断实验和修改，中山大学检测，17 年初部分投放	25963.72	4281.00	2.5
4 电动汽车智能充电系统建设项目 公共建筑和住宅小区内建设安装 11,353 个充电桩/在 5 个“充电+加油+加气”一体站内建设 100 个充电桩。	51174.21	6081.00	3
5 研发中心建设项目 动力总成后台监控和远程管理系统/AMT 换挡平顺性改善/摆线齿轮、针齿轮的优化 /减速器的轻量化研究/螺旋伞齿轮的优化 /BMS	14236.18		

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	94.69	-10.99	3,375.31	3,783.53	4,543.70	营业收入	3,009.5	3,007.2	3,499.4	4,013.8	4,783.7
应收账款+票据	365.50	405.26	425.10	519.05	595.42	营业成本	2,180.6	2,078.4	2,226.3	2,617.9	3,184.6
预付账款	118.26	140.84	69.94	177.92	123.59	营业税金及附加	21.44	25.05	29.15	33.43	39.85
存货	356.71	314.54	404.47	441.02	587.48	营业费用	78.53	89.48	94.22	108.07	128.80
其他	64.69	86.48	86.48	86.48	86.48	管理费用	168.18	200.06	221.45	254.00	302.72
流动资产合计	999.85	936.14	4,361.30	5,008.00	5,936.67	财务费用	243.74	196.17	112.64	63.30	52.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	9.71	14.74	10.99	10.99	10.99
固定资产	7,066.4	6,862.7	6,360.33	6,055.04	5,899.69	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	111.34	186.44	411.00	601.00	609.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	168.71	166.16	162.04	157.92	153.79	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	75.24	73.22	72.25	71.28	70.31	营业利润	307.26	403.25	804.70	926.10	1,064.1
非流动资产合计	7,421.7	7,288.5	7,005.61	6,885.23	6,732.79	营业外净收益	28.44	16.88	17.77	17.77	17.77
资产总计	8,421.5	8,224.7	11,366.9	11,893.2	12,669.4	利润总额	335.69	420.13	822.47	943.87	1,081.8
短期借款	590.39	634.04	0.00	0.00	0.00	所得税	64.77	118.58	205.62	235.97	270.47
应付账款+票据	345.21	288.72	390.31	408.16	563.15	净利润	270.93	301.54	616.85	707.90	811.42
其他	401.88	460.20	480.01	466.53	489.48	少数股东损益	9.19	20.37	41.67	47.82	54.81
流动负债合计	1,337.4	1,382.9	870.32	874.69	1,052.63	归属于母公司净	261.74	281.17	575.18	660.09	756.61
长期带息负债	3,038.4	2,596.9	2,596.97	2,596.97	2,596.97	主要财务比率					
长期应付款	7.98	8.12	8.12	8.12	8.12		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	40.28	38.79	38.79	38.79	38.79	成长能力					
非流动负债合计	3,086.7	2,643.8	2,643.88	2,643.88	2,643.88	营业收入	28.63%	-0.08%	16.37%	14.70%	19.18%
负债合计	4,424.1	4,026.8	3,514.21	3,518.58	3,696.52	EBIT	5.63%	7.06%	51.13%	7.67%	12.61%
少数股东权益	221.93	249.12	290.79	338.61	393.42	EBITDA	4.18%	6.58%	66.12%	6.12%	9.72%
股本	1,080.5	1,080.5	1,394.55	1,394.55	1,394.55	归属于母公司净	51.08%	7.43%	104.56	14.76%	14.62%
资本公积	1,585.3	1,585.3	4,471.32	4,471.32	4,471.32	获利能力					
留存收益	1,109.6	1,282.8	1,696.04	2,170.18	2,713.65	毛利率	27.54%	30.88%	36.38%	34.78%	33.43%
股东权益合计	3,997.4	4,197.8	7,852.70	8,374.66	8,972.94	净利率	9.00%	10.03%	17.63%	17.64%	16.96%
负债和股东权益总	8,421.5	8,224.7	11,366.9	11,893.2	12,669.4	ROE	6.93%	7.12%	7.61%	8.21%	8.82%
						ROIC	5.83%	5.73%	9.23%	9.51%	10.43%
						偿债能力					
						资产负债率	52.53%	48.96%	30.92%	29.58%	29.18%
						流动比率	0.75	0.68	5.01	5.73	5.64
						速动比率	0.43	0.39	4.45	5.12	5.00
						营运能力					
						应收账款周转率	9.09	7.97	8.81	8.18	8.43
						存货周转率	6.11	6.61	5.50	5.94	5.42
						总资产周转率	0.36	0.37	0.31	0.34	0.38
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.24	0.26	0.53	0.61	0.70
						每股经营现金流	0.71	0.77	1.38	1.15	1.50
						每股净资产	3.49	3.65	7.00	7.44	7.94
						估值比率					
						市盈率	43.47	40.47	19.78	17.24	15.04
						市净率	3.01	2.88	1.50	1.42	1.33
						EV/EBITDA	16.70	15.29	9.23	8.54	7.49
						EV/EBIT	26.46	24.11	16.00	14.60	12.48

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064