

2019年10月08日

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

区域小水电一枝独秀, 转型清洁能源+环保纸餐 具两翼齐飞

买入 (首次)

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,428	4,089	5,501	6,009
同比 (%)	-4.6%	19.3%	34.5%	9.2%
归母净利润 (百万元)	303	597	735	820
同比 (%)	-32.0%	97.2%	23.1%	11.6%
每股收益 (元/股)	0.28	0.55	0.68	0.76
P/E (倍)	20.68	10.53	8.51	7.62

投资要点

■ **公司简介: 前海人寿旗下水电运营平台, 中报之后承诺分红比例大幅提升:** 公司第一大股东为前海人寿、第二大股东为韶关市国资委, 历史业绩波动较大的原因是水电业务占比较高, 且 2017、2018 年水电站所属地区水情不理想。2019 年上半年, 受到降雨量同比增长 76.36% 的有利影响, 公司营收总额为 21.94 亿, 同比增长 31.98%; 归母净利润为 3.54 亿, 同比增长 73.46%。中报之后, 公司发布最新的《未来三年股东回报规划》, 承诺 2019-2021 年当年现金分红比例上限由 35% 提升至 60%, 预计 2019 年公司股息率将超过 5%, 是水电行业所有公司中的第一名。

■ **清洁能源主“防守”: 水电提供安全边际, 生物质发电项目今明两年集中投运:** 1) **水电业务:** 公司在手运营水电装机 68 万千瓦, 分布于广东和湖南两省, 其中广东小水电最低电价为 0.4382 元/度、湖南电价为 0.30 元/度左右, 均显著高于行业平均水平; 2019 年上半年受到来水情况较好的影响, 公司水电利用小时数达到 2940 小时, 远远高于全国水电平均利用小时数 1674 小时。2) **生物质发电业务:** 公司在手已投运生物质发电装机合计 18 万千瓦, 在建+拟建项目合计 18 万千瓦 (集中于 2019、2020 年投产), 由于公司具备“度电包干”的燃料收集模式+热电联产+用电需求旺盛等多项核心竞争优势, 2018 年利用小时数达到 6575 小时, 高于行业平均水平 29%。3) **我们对公司在手的生物质发电项目作保守估算,** 2020 年仅考虑 2019 年新投运的两个项目有望提供增量净利润 0.64-0.80 亿元以上, 相比 2018 年生物质业务净利润规模提升超过 100%。

■ **环保纸餐具主“进攻”: 可降解生态纸餐具业务价量齐升, 为今明业绩增长贡献显著弹性:** 1) 公司的纸制品业务主要包括生产销售环保纸餐具和本色消费用纸, 其中环保纸餐具业务将成为未来的主要增长点。2) 根据智研咨询和产业信息网的数据, 2020 年环保纸餐具的市场空间有望接近 250 亿元, 而公司在手规模效应+自动化装备+业务协同等多项核心竞争优势, 行业龙头地位有望进一步稳固。3) 根据我们的估算, 6.8 万吨环保纸餐具一期项目投产后, 公司产能规模将达到 10.8 万吨/年, **预计环保纸餐具业务的收入规模将达到 15.08 亿元, 相比 2018 年提升 285.71%;** 假设生产流程的自动化可以将该业务的净利率提升 3 个百分点, **则公司环保纸餐具业务的净利润规模将达到 1.24 亿元, 相比 2018 年提升 517.95%。**

■ **盈利预测与投资评级:** 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.55、0.68、0.76 元, 对应 PE 分别为 11、9、8 倍, 公司同时具有: 1) **价值股的分红:** 公司承诺 2019-2021 年当年现金分红比例由 35% 提升至 60%, 预计 2019 年公司股息率将超过 5%, 是水电行业所有公司中的第一名; 2) **周期股的估值:** 对应 2019 年 PE 为 11 倍; 3) **成长股的增速:** 2019、2020 年增速分别为 97.2%、23.1%, 因此, 我们首次给予公司“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济下行影响电力需求、水电和生物质补贴电价存在下调风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.79
一年最低/最高价	3.21/6.31
市净率(倍)	1.33
流通 A 股市值(百万元)	6630.17

基础数据

每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	52.66
总股本(百万股)	1080.55
流通 A 股(百万股)	1079.83

相关研究

1、《蒙华铁路研究专题: 北煤南送大动脉预计年内通车, 终端电厂+上游煤企有望显著获益》

2019-04-08

2、《陕西煤业深度研究: 煤炭行业价值龙头, 业绩增长+估值提升值得期待》2019-05-05

3、《山煤国际深度研究: 传统主业高增长, 携手“钧石”能源转型, 打造异质结电池行业龙头可期》2019-09-03

4、《公用事业研究专题: 国际降息周期开启+国内央企存在投资意愿, 高分红高股息率标的值得重点关注》2019-09-16

内容目录

1. 公司简介：前海人寿旗下水电运营平台，中报之后承诺分红比例大幅提升	4
1.1. 水电业务占比较高+2018 年来水不理想，影响公司业绩表现.....	5
1.2. 分红比例上限从 35% 提升至 60% 左右，2019 年预期股息率排名水电行业第一.....	6
2. 清洁能源主“防守”：水电提供安全边际，生物质发电项目今明两年集中投运	7
2.1. 水电上网电价和毛利率处于行业较高水平，2019 年利用小时数大幅增长.....	8
2.2. 在手生物质发电项目合计 36 万千瓦，其中 18 万千瓦于今明两年集中建设投产.....	10
2.3. 生物质发电业务具备多项核心竞争优势，利用小时数显著高于行业平均水平.....	11
3. 环保纸餐具主“进攻”：可降解餐具业务价量齐升，为今明业绩增长贡献显著弹性	13
3.1. 绿洲生态和华丽达是纸制品业务平台，环保纸餐具将成为主要增长点.....	13
3.2. 预计到 2020 年市场空间接近 250 亿/年，公司作为行业龙头地位彰显.....	14
3.3. 规模效应+自动化装备提升效率+业务协同降低成本，核心竞争优势显著.....	14
3.4. 价量齐升，预计环保纸餐具业务将为今明两年业绩增长提供充足弹性.....	15
4. 控股子公司宏大齿轮主营拓展新能源车变速器总成及零部件生产，存在想象空间	16
5. 盈利预测与估值	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1: 截至 2019 年中报公司的股权结构情况	4
图 2: 2015-2019H1 公司营收和净利润情况 (亿元)	5
图 3: 2015-2019H1 公司的毛利率和净利率情况 (%)	5
图 4: 2015-2019H1 公司的 ROE 情况 (%)	6
图 5: 2016-2018 年水电利润总额及占比情况 (亿元)	6
图 6: 2011-2018 年公司的分红比例 (%)	7
图 7: 2011-2018 年公司的股息率 (%)	7
图 8: 公司在广东省内的装机分布	9
图 9: 公司在湖南省内的装机分布	9
图 10: 广东省机组的上网电价高于同行业水平 (元/度)	9
图 11: 公司水电业务的毛利率在行业中处于较高水平	9
图 12: 2017、2018 年广东和湖南省的水电利用小时数	10
图 13: 2019 年上半年公司的水电利用小时数	10
图 14: 2016-2018 年公司生物质发电业务的情况 (亿元)	12
图 15: 2016-2019H1 公司生物质发电的利用小时数	12
图 16: 2016-2018 年公司纸制品业务的销量情况 (吨)	13
图 17: 2016-2018 年公司纸制品业务的价格情况 (元/吨)	13
图 18: 2016-2020 年纸制品包装市场规模预测 (亿元)	14
图 19: 2016-2020 年纸杯和纸碗的市场容量预测 (亿个)	14
图 20: 6.8 万吨环保纸餐具一期项目投产后该业务的盈利测算 (亿元)	15
图 21: 2016-2019H1 公司精密制造业务的情况 (亿元)	17
图 22: 2016-2019H1 精密制造业务的毛利率情况 (%)	17
表 1: 前海人寿通过二级市场增持成为公司第一大股东	4
表 2: 分红比例提升后, 公司 2019 年预期股息率是水电行业所有公司中的第一名 (%)	7
表 3: 截至 2018 年年底, 公司在手的水电装机资产 (万千瓦)	8
表 4: 截至 2019 年上半年, 公司在手的生物质装机资产 (万千瓦)	11
表 5: 公司与 A 股部分水电行业标的的估值比较	18

1. 公司简介：前海人寿旗下水电运营平台，中报之后承诺分红比例大幅提升

公司成立于 1993 年，于 1996 年在深交所挂牌上市，上市初期主营业务为电力和水泥生产销售；经过 20 余年的发展，公司重点布局可再生能源和清洁能源的投资开发与经营，并逐步摆脱对水电靠天吃饭的过度依赖，目前已经形成清洁能源（水电、生物质发电）、清洁材料（可降解环保纸餐具）、精密制造（汽车零部件）三大产业布局。

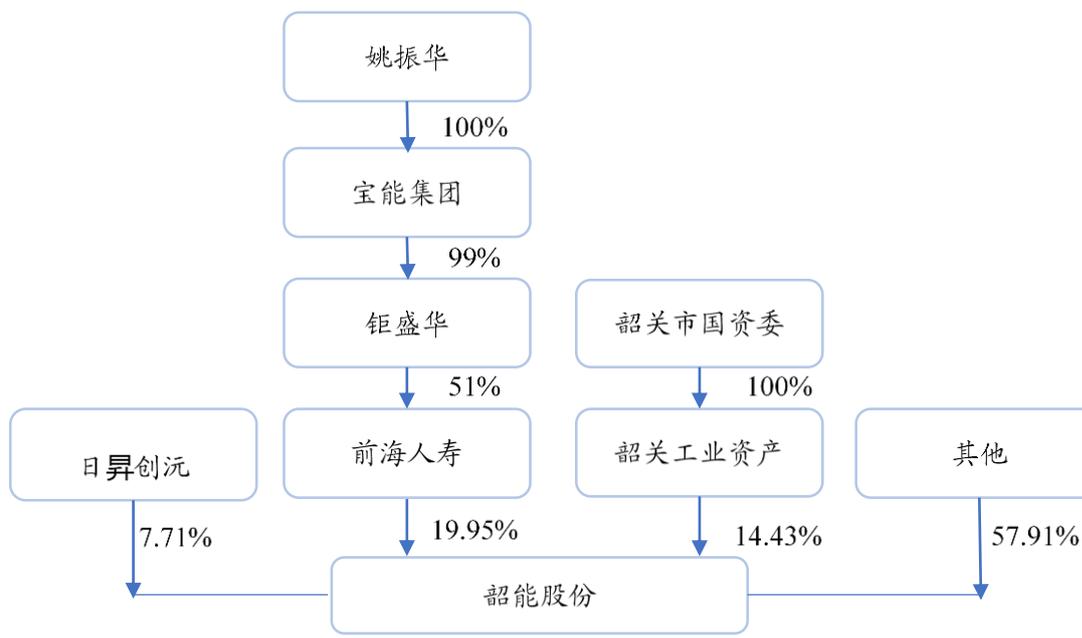
股东层面：1) 2015 年以前公司控股股东为韶关市工业资产经营有限公司，实际控制人是韶关市国资委；2) 2015 年 7-8 月，前海人寿通过二级市场累计买入公司股份 1.62 亿股，占比公司总股本 15%，成为公司第一大股东；3) 2017 年四季度，前海人寿通过二级市场买入公司股份 0.52 亿股，占比公司总股本为 4.86%，截至 2019 年中报，**前海人寿合计持有公司 19.95% 股份，为第一大股东**；韶关市工业资产经营有限公司持有公司 14.43% 股份，为第二大股东；根据 2017 年 7 月公司发布的《关于变更为无控股股东及无实际控制人的公告》，公司无控股股东及实际控制人。

表 1：前海人寿通过二级市场增持成为公司第一大股东

增持时间	前海人寿持有的公司股份及持股比例变动情况
截至 2015 年 7 月 28 日	买入韶能股份 0.54 亿股，占公司总股本的 5.00%
2015 年 8 月 3 日-2015 年 8 月 7 日	买入韶能股份 0.54 亿股，占公司总股本的 5.00%，该次权益变动后，前海人寿持有公司 1.08 亿股，占公司总股本的 10.00%
2015 年 8 月 12 日-2015 年 8 月 13 日	买入韶能股份 0.54 亿股，占公司总股本的 5.00%。该次权益变动后，前海人寿持有公司 1.62 亿股，占公司总股本的 15.00%
截至 2017 年 12 月 31 日	买入韶能股份 0.52 亿股，占公司总股本的 4.86%。该次权益变动后，前海人寿持有公司 2.15 亿股，占公司总股本的 19.95%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 1：截至 2019 年中报公司的股权结构情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

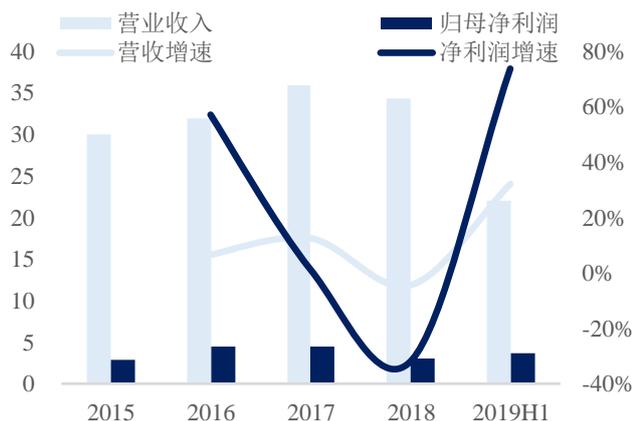
1.1. 水电业务占比较高+2018 年来水不理想，影响公司业绩表现

历史上公司业绩受来水影响波动较大。2016-2018 年公司营收分别为 31.99、35.94、34.28 亿，同比增速分别为 6.39%、12.35%、-4.62%；归母净利润分别为 4.41、4.46、3.03 亿元，同比增速分别为 56.94%、1.13%、-32.06%。公司业绩波动较大的原因是水电业务占比较高，2016-2018 年水电业务营业利润总额占比公司营业利润总额分别为 100.80%、82.83%、92.91%；而 2017 年公司水电站所属地区全年降雨量同比减少约 30%、2018 年水电站所属地区来水情况不理想（韶关市全年降雨量同比减少 10.14%、湖南省耒水和沅水全年降雨量同比减少 29.93%和 35.64%），因此来水不佳拖累公司业绩表现。

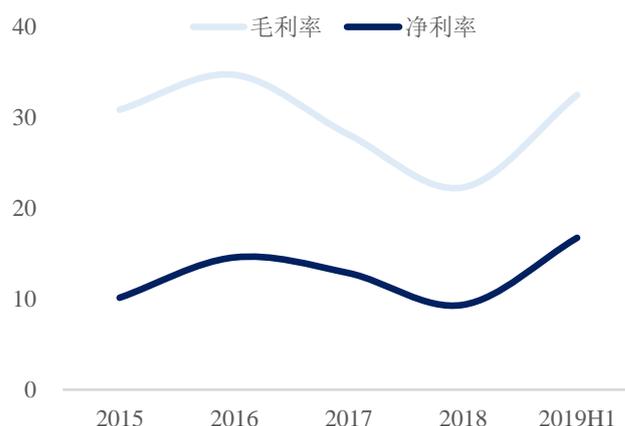
2019 年上半年，公司水电站所属地区降雨量同比增长 76.36%，受到水情较好的影响，公司水电利用小时数为 2940 小时，高于行业平均水平 76%（上半年全国水电设备利用小时 1674 小时），上半年公司水电业务实现收入 7.36 亿、同比增长 76.45%；营业利润为 4.50 亿、同比增长 103.73%；公司营收总额为 21.94 亿，同比增长 31.98%；归母净利润为 3.54 亿，同比增长 73.46%。

图 2：2015-2019H1 公司营收和净利润情况（亿元）

图 3：2015-2019H1 公司的毛利率和净利率情况（%）



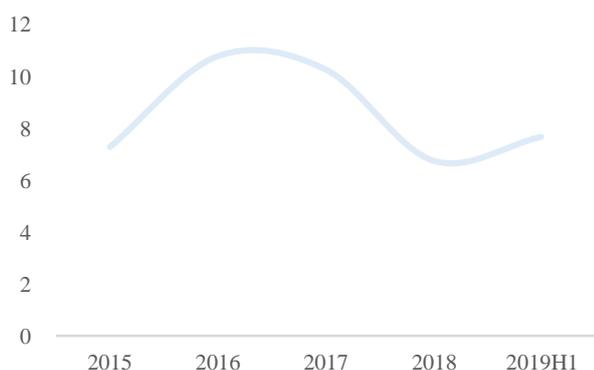
数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 4: 2015-2019H1 公司的 ROE 情况 (%)

图 5: 2016-2018 年水电利润总额及占比情况 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.2. 分红比例上限从 35% 提升至 60% 左右, 2019 年预期股息率排名水电行业第一

公司在 2012 年 6 月、2015 年 4 月、2018 年 4 月分别发布《未来三年股东回报规划》:

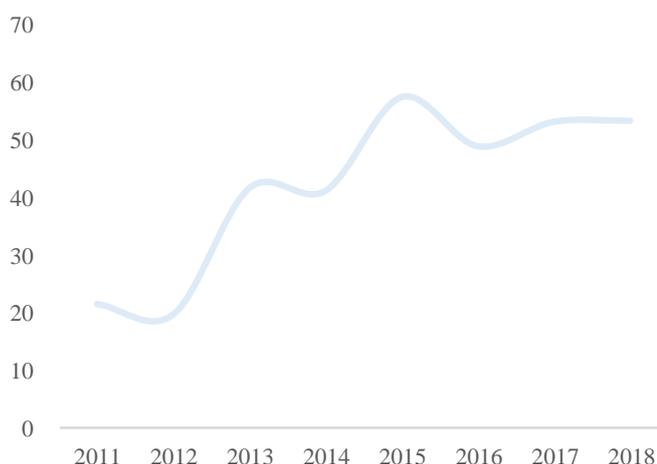
- 2012 年 6 月, 承诺 2012-2014 年当年现金分红金额占归母净利润的比例为 15%-25%;
- 2015 年 4 月, 承诺 2015-2017 年当年现金分红金额占归母净利润的比例为 15%-30%;
- 2018 年 4 月, 承诺 2018-2020 年当年现金分红金额占归母净利润的比例为 15%-35%;

实际上, 2012-2018 年公司分红比例分别为 19.72%、41.77%、41.28%、57.64%、49.05%、53.33%、53.51%, 除了 2012 年分红比例位于承诺区间之内, 其他年份实际分红比例均高于承诺的比例上限。

2019 年 8 月, 公司发布最新的《未来三年股东回报规划》, 承诺 2019-2021 年当年现金分红金额占归母净利润的比例为 60% 左右, 考虑到历史上公司实际分红比例均高

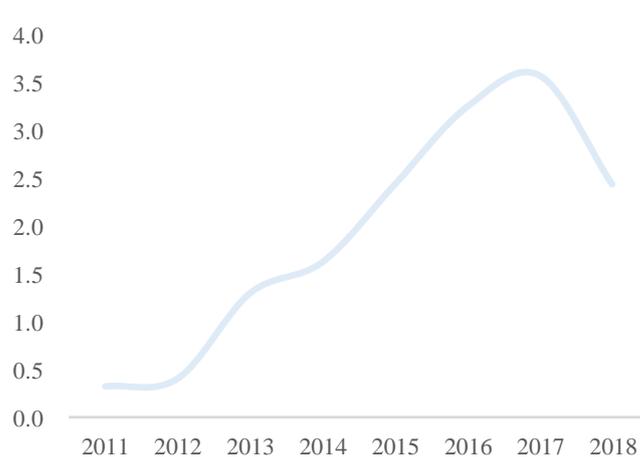
于承诺的比例上限，因此我们预计 2019 年实际分红比例有望超过 60%。2011-2018 年公司的股息率分别为 0.33%、0.41%、1.30%、1.63%、2.44%、3.26%、3.58%、2.44%，如果 2019 年分红比例达到 60%，则公司股息率将超过 5%，是水电行业所有公司中的第一名。

图 6：2011-2018 年公司的分红比例 (%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 7：2011-2018 年公司的股息率 (%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 2：分红比例提升后，公司 2019 年预期股息率是水电行业所有公司中的第一名 (%)

	近三年平均 ROE	近三年平均现金分红比例	近三年平均股息率	预计 2019 年股息率	PE	货币资金/市值	留存收益/市值
长江电力	17.38	65.97	3.69	3.66	18	1.29%	17.54%
桂冠电力	18.18	57.88	5.04	4.55	16	5.81%	17.58%
韶能股份	9.27	51.96	3.31	5.47	12	8.83%	29.93%
华能水电	7.13	16.92	1.74	2.49	17	1.85%	9.05%
国投电力	12.63	34.99	2.14	2.56	13	11.81%	31.53%
川投能源	16.14	37.21	3.01	2.80	13	1.67%	37.48%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 清洁能源主“防守”：水电提供安全边际，生物质发电项目今明两年集中投运

1) **水电业务**：公司在手运营水电装机 68 万千瓦，分布于广东和湖南两省，其中广东小水电最低电价为 0.4382 元/度、湖南电价为 0.30 元/度左右，均显著高于行业平均水

平；2019 年上半年受到来水情况较好的影响，公司水电利用小时数达到 2940 小时，远远高于全国水电平均利用小时数 1674 小时。2) **生物质发电业务**：公司在手已投运生物质发电装机合计 18 万千瓦，在建+拟建项目合计 18 万千瓦（集中于 2019、2020 年建设投产），由于公司具备“度电包干”的燃料收集模式+热电联产+用电需求旺盛等多项核心竞争优势，2018 年利用小时数达到 6575 小时，高于行业平均水平 29%。3) **我们对公司在手的生物质发电项目作保守估算**，2020 年仅考虑 2019 年新投运的两个项目有望提供增量净利润 0.64 亿元以上，相比 2018 年生物质业务净利润规模提升接近 100%。

2.1. 水电上网电价和毛利率处于行业较高水平，2019 年利用小时数大幅增长

截至 2019 年上半年，公司拥有电力总装机规模为 110 万千瓦，其中水电装机 68 万千瓦、火电装机 24 万千瓦、生物质发电装机 18 万千瓦。地区分布上，广东省内装机 49 万千瓦，主要分布于湓江上游、北江上下游以及武江中下游；湖南省内装机 61 万千瓦，主要分布于沅江中游、耒水上中游及湘江上游。

电价方面：1) 广东省小水电上网电价为 0.4382 元/度。根据 2013 年 9 月，广东省物价局、水利厅和电网公司联合发布的《关于调整小水电上网电价最低保护价标准的通知》，2012 年广东电网公司各种电源上网价的加权平均水平，即平均购电价为每千瓦时 43.82 分（不含增值税），以此价格作为新的小水电上网电价最低保护价标准。全省小水电企业现行上网电价低于每千瓦时 43.82 分的，一律提高到这一水平；现行上网电价高于每千瓦时 43.82 分的，维持不变。2) 湖南省小水电上网电价高于 0.30 元/度。根据 2014 年 6 月，湖南省物价局发布的《关于调整省电网水电上网电价的通知》，原上网电价低于每千瓦时 0.275 元的水电项目统一调整为每千瓦时 0.3 元，其余水电项目上网电价水平为 0.30-0.41 元之间。由于公司在手水电机组中，湖南省占比为 54.22%、广东省占比为 45.78%，所以加权计算后公司平均上网电价应该为 0.30-0.43 元/度之间，明显高于长江电力（0.28）、国投电力（0.27）、川投能源（0.21）、华能水电（0.19）的平均上网电价，因此，毛利率方面，公司水电业务毛利率为 68.91%（2016 年数据），除了低于雅砻江水电的毛利率（69.17%）以外，高于长江电力（60.85%）和华能水电（39.89%），在行业中处于较高水平。

表 3：截至 2018 年年底，公司在手的水电装机资产（万千瓦）

电厂	所在省份	股权	总装机	权益装机
大沱潭水电站	湖南	100%	20	20
遥田水电站	湖南	76.83%	5	3.84
耒中水电站	湖南	76.83%	4.05	3.11
郴州翠江水电站	湖南	82%	2.79	2.29

冷水滩顺和水电站	湖南	100%	2.5	2.5
上堡水电站	湖南	76.83%	1.41	1.08
波水电站	湖南	100%	0.7	0.7
濠湮水电厂	广东	100%	5.2	5.2
杨溪横溪水电站	广东	100%	5	5
孟洲坝发电厂	广东	100%	4.8	4.8
韶关湾头水电站	广东	100%	3.6	3.6
钓鱼台水电厂	广东	100%	2.5	2.5
银溪水电	广东	100%	2.4	2.4
溢州水电站	广东	90%	2	1.8
南雄雄洲电站	广东	100%	1.69	1.69
长安水电站	广东	100%	1.32	1.32
富湾水电	广东	100%	1.2	1.2
长潭水电站	广东	100%	0.5	0.5
大小转水电站	广东	100%	0.4	0.4
金盘电站	广东	80%	0.16	0.13
合计			67.22	64.06

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 8：公司在广东省内的装机分布



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 9：公司在湖南省内的装机分布



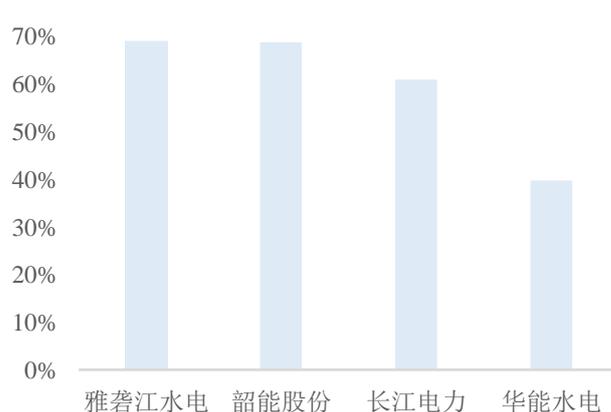
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 10：广东省机组的上网电价高于同行业水平（元/度）

图 11：公司水电业务的毛利率在行业中处于较高水平



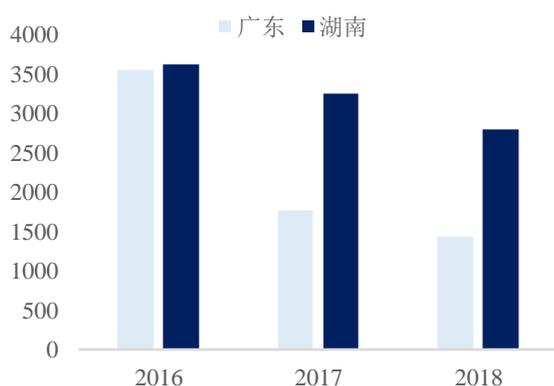
数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

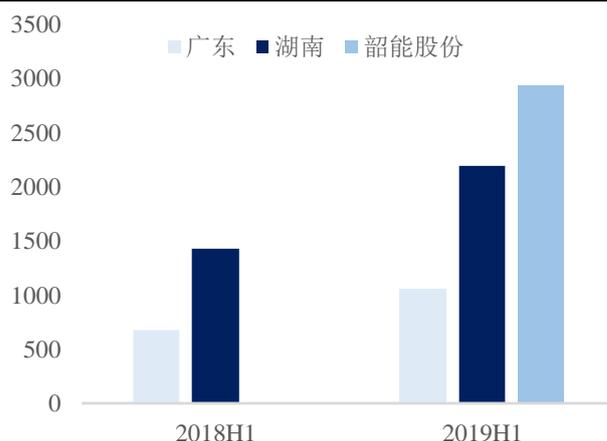
利用小时数方面：2016 年广东省和湖南省的水电利用小时数分别为 3550 和 3621 小时，2017、2018 年由于来水情况不理想，广东省的水电利用小时数分别为 1761、1427 小时，同比增长-50.39%、-18.97%；湖南省的水电利用小时数分别为 3245、2795 小时，同比增长-10.38%、-13.87%；受到广东和湖南水电利用小时数下降的影响，2017、2018 年公司的水电利用小时数分别同比增长-15.71%、-24.95%。2019 年上半年，公司水电站所属地区降雨量同比增长 76.36%，公司水电利用小时数同比增长 82.96%，达到 2940 小时，不但远远高于全国水电平均利用小时数 1674 小时，也高于广东省和湖南省上半年的水电平均利用小时数（分别为 1051 和 2195 小时）。

图 12：2017、2018 年广东和湖南省的水电利用小时数



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 13：2019 年上半年公司的水电利用小时数



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.2. 在手生物质发电项目合计 36 万千瓦，其中 18 万千瓦于今明两年集中建设投产

根据 2018 年 1 月，韶关市发改局发布的《韶关生物质发电规划》，韶关市每年产生的生物质燃料资源总量为 1087.83 万吨、可获得量为 878.69 万吨、可供量为 567.84 万吨，假设高温高压锅炉年利用小时数为 6000 小时，则理论上韶关市可建设生物质发电项目的装机规模为 206 万千瓦，考虑到生物质燃料稳定可供量为 567.84 万吨/年，则最多可以规划建设 108 万千瓦的生物质发电机组，其中 2020 年以前规划建设投运 36 万千瓦。

公司所有生物质项目均处于韶关市，首个项目于 2014 年 7 月投产，截至 2019 年上半年，公司在手已投运生物质发电装机合计 18 万千瓦，分别为日昇项目（2*3 万千瓦）、新丰旭能项目（2*3 万千瓦）、新丰旭能扩建项目（2*3 万千瓦），在建+拟建项目合计 18 万千瓦，分别为翁源一期及二期项目（2*3 万千瓦，在建、预计 2019 年年底投产）、翁源三期及四期项目（2*3 万千瓦，正在推进前期工作、预计 2020 年投产）、新丰旭能三期及四期项目（2*3 万千瓦，正在推进前期工作、预计 2020 年投产）。

表 4：截至 2019 年上半年，公司在手的生物质装机资产（万千瓦）

电厂	所在地区	股权	总装机	权益装机
日昇项目	韶关	100%	6	6
新丰旭能项目	韶关	100%	6	6
新丰旭能扩建项目	韶关	100%	6	6
翁源一期及二期项目	韶关	80%	6	4.8
翁源三期及四期项目	韶关	80%	6	4.8
新丰旭能三期及四期项目	韶关	100%	6	6
合计			36	33.6

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.3. 生物质发电业务具备多项核心竞争优势，利用小时数显著高于行业平均水平

核心竞争优势一：“度电包干”的燃料收集模式。由于农作物秸秆等生物质资源密度低、体积大，原料收购成为制约生物质发电行业发展的主要难题，目前生物质电厂的燃料成本占比总生产成本超过 60%，最佳收购半径约为 50 公里，超过 100 公里就很难实现盈利。现行的燃料收购主要有两种方式：1) 依赖中间商进行收购，减少了人力和运输成本，然而容易出现中间商哄抬燃料价格的问题；2) 直接从农户以及大客户手中采购，能够保证燃料质量，但是存在一定的人力、破碎和运输成本。与常见的燃料收购方式不同，公司主要采用“度电包干”的燃料收集组织管理模式，即先收储、后付款，付款金额根据燃料发电量结算，这样既能保障燃料质量及供应，也能减少“跑、冒、滴、漏”等情况发生，有效控制了燃料成本，同时也体现了公司对燃料供应商具有较强的话

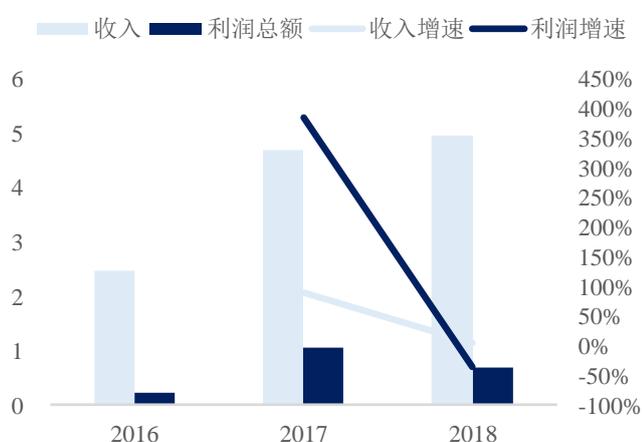
语权。

核心竞争优势二：热电联产的运营模式。公司将生物质能发电与造纸、餐具制造业务有机结合，形成产业链，实现热、冷、电联产，使综合能效从 30% 提高至 50% 以上，既能提高生物质发电的综合效益，亦能降低下游造纸、餐具业务的用热成本，提高生态植物纤维板块的综合竞争力。同时，还可为周边工业园区用热企业提供高质量的蒸汽及其他热能，增加效益。

核心竞争优势三：广东省用电需求旺盛。根据生物质能产业促进会出具的《2019 全国生物质发电产业排名报告》显示，公司目前生物质能发电装机规模位于全国第七，其中全资子公司旭能生物质公司装机容量 12 万千瓦，为目前全国生物质发电行业装机容量最大的电厂。公司所有的项目均处于广东省负荷中心，电力需求旺盛且清洁能源占比较低，所以生物质电量上网全额消纳。

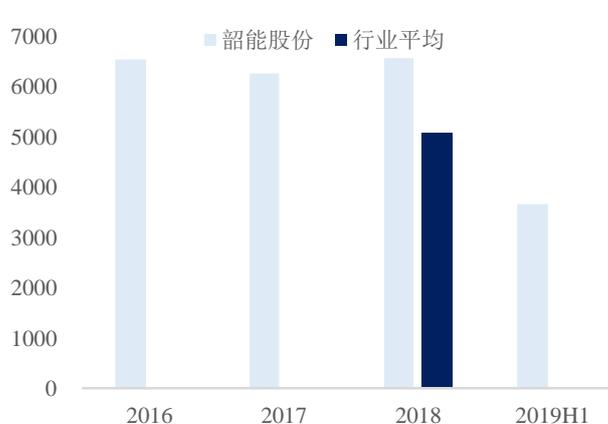
因此，2016-2018 年公司生物质发电业务收入分别为 2.48、4.69、4.97 亿，折算利用小时数分别为 6547、6258、6575 小时，其中 2018 年利用小时数高于行业平均水平 29%（行业平均水平为 5087 小时）。2019 年上半年，公司生物质发电项目经营效率继续提升，运营小时为 3669 小时，同比增加 411 小时，增长了 12.61%。2016-2018 年，公司生物质发电业务利润总额分别为 0.22、1.07、0.69 亿，根据《韶能集团生物质发电项目可行性研究报告》，我们对公司在手的生物质发电项目做保守估算，按照上网电价 0.75 元（含税）、年利用小时数 7000、秸秆价格 345.93 元/吨计算，可以算出单个生物质发电项目度电综合成本约为 0.52 元、度电毛利为 0.23 元、毛利率为 31.01%，单个项目有望贡献净利润 0.47 亿元。因此考虑到新丰旭能扩建项目（2*3 万千瓦）已于 2019 年上半年投产、翁源一期及二期项目（2*3 万千瓦）将于 2019 年年底投产，2020 年仅这两个项目有望提供增量净利润 0.64-0.80 亿元以上，相比 2018 年生物质业务净利润规模提升超过 100%。

图 14：2016-2018 年公司生物质发电业务的情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 15：2016-2019H1 公司生物质发电的利用小时数



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 环保纸餐具主“进攻”：可降解餐具业务价量齐升，为今明业绩增长贡献显著弹性

1) 公司的纸制品业务主要包括生产销售环保纸餐具和本色消费用纸，其中环保纸餐具业务将成为未来的主要增长点。2) 根据智研咨询和产业信息网的数据，2020年环保纸餐具的市场空间有望接近250亿元，而公司在手规模效应+自动化装备+业务协同等多项核心竞争优势，行业龙头地位有望进一步稳固。3) 根据我们的估算，6.8万吨环保纸餐具一期项目投产后，公司产能规模将达到10.8万吨/年，**预计环保纸餐具业务的收入规模将达到15.08亿元，相比2018年提升285.71%**；假设生产流程的自动化可以将该业务的净利率提升3个百分点，**则公司环保纸餐具业务的净利润规模将达到1.24亿元，相比2018年提升517.95%**。

3.1. 绿洲生态和华丽达是纸制品业务平台，环保纸餐具将成为主要增长点

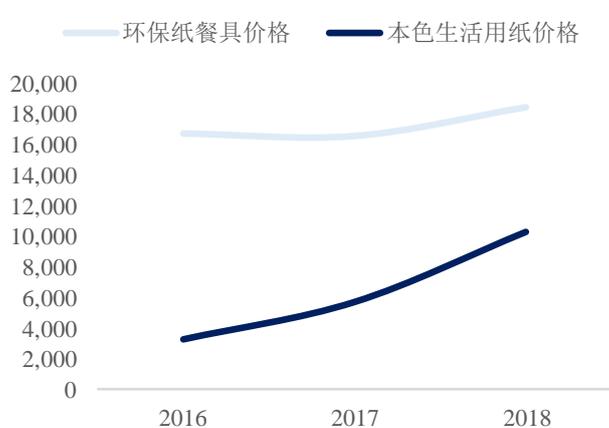
公司旗下从事纸制品业务的主要是绿洲生态（公司持股99.21%）和江西华丽达（公司持股52.04%），其中绿洲生态生产各种环保纸餐具和本色消费类用纸等产品，华丽达公司生产本色消费类用纸等产品。2016-2018年，环保纸餐具分别销售1.21、1.78、2.21万吨，价格分别为1.68、1.66、1.85万元/吨，实现收入2.03、2.95、3.91亿元；本色生活用纸分别销售2.14、4.04、4.19万吨，价格分别为0.33、0.57、1.03万元/吨，实现收入0.70、2.31、4.31亿元。考虑到本色生活用纸产能利用率已经较高，且短期内并无扩产计划，所以我们预计未来公司纸制品业务的增长主要来自于环保纸餐具。

图 16: 2016-2018 年公司纸制品业务的销量情况 (吨)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 17: 2016-2018 年公司纸制品业务的价格情况 (元/吨)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2. 预计到 2020 年市场空间接近 250 亿/年，公司作为行业龙头地位彰显

公司生产的环保纸餐具是以一年生甘蔗、芦苇、稻草和麦草等植物纤维纸浆为原料，加入食用级防水、防油材料进行化学处理，真空脱水成型后，经高温、高压固化干燥、切边、消毒等工序制成的完全可降解餐具。近年来，由于塑料包装容器对环境造成污染、对人体造成危害，纸包装容器的重要性越来越被人们所认知：1) 智研咨询的数据显示，我国纸制品包装市场发展态势良好，2014 年各类纸制品包装市场规模合计 188 亿元，**预计到 2020 年将达到 245 亿元，期间复合增长率为 4.51%**。2) 中国产业信息网的数据显示，2016 年我国纸杯的用量约为 403 亿只，纸碗的用量约为 187 亿只。未来几年我国纸杯纸碗的使用量将继续增长，预计到 2020 年纸杯消费量将达到 635 亿只，纸碗消费量将达到 288 亿只。假设我们按照平均每个纸杯（纸碗）重 25 克、售价为 0.01 元/克，**则可以计算出到 2020 年仅纸杯+纸碗市场空间约为 230.75 亿元**，市场空间足够广阔。市场竞争格局方面，公司环保纸餐具的生产和销售规模是全亚洲第一，除了公司以外，国内环保纸餐具生产规模较大的其他企业还有金晟环保、家得宝、泉舜纸塑等，2018 年绿洲生态、金晟环保、家得宝、泉舜纸塑四家公司环保纸餐具业务的收入规模分别为 3.91、3.07、1.47、0.77 亿，公司行业龙头地位彰显。

图 18: 2016-2020 年纸制品包装市场规模预测 (亿元)



数据来源：智研咨询、东吴证券研究所

图 19: 2016-2020 年纸杯和纸碗的市场容量预测 (亿个)



数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

3.3. 规模效应+自动化装备提升效率+业务协同降低成本，核心竞争优势显著

产能领军全亚洲，规模效应明显：公司环保纸餐具现有产能 4 万吨/年，规模亚洲第一；同时，公司正在建设新丰年产 6.8 万吨环保纸餐具一期项目，该项目将于 2019 年下半年投产，届时产能规模将进一步壮大，行业领导地位将得到进一步巩固。

装备自动化，提升生产效率：目前公司已自主研发并成功制造环保纸餐具的关键装备（成型机、切边机、定型机），配备机械手，餐具生产工艺逐渐成熟，具有较强的先进性。新丰年产 6.8 万吨生态植物纤维制品一期项目投产后，单机产能将在现有基础上提高 50% 以上，产能优势将更加明显。

多业务协同，降低生产成本：公司将在规划实施的生物质能发电项目周边配套建设环保纸餐具项目，通过热、冷、电联产，拟与生物质能发电业务打造纵向结合的产业链，预计能降低餐具加热成本 400 元/吨，产业链优势明显。

3.4. 价量齐升，预计环保纸餐具业务将为今明两年业绩增长提供充足弹性

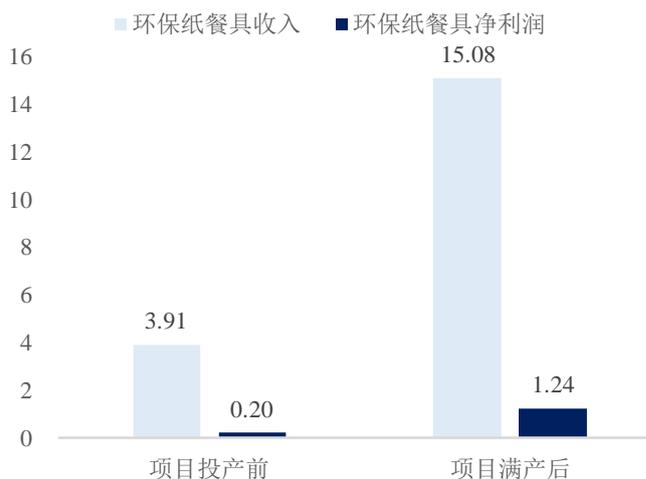
1) **市场方面：**公司生产的环保纸餐具产品以出口为主，为了加快国内市场的开发和加大对非美国地区市场的开拓力度，公司在海南省成立了销售公司，2019 年上半年非美市场占比提升了 14.2 个百分点，根据公司半年报内容，力争在 2020 年以前将国外非美市场销售额占比提升至总销售额的 35%、国内市场占比提升至总销售额的 8%。

2) **规模方面：**公司环保纸餐具现有产能 4 万吨/年，目前正在推进新丰年产 6.8 万吨环保纸餐具一期项目，预计将于 2019 年年底投产，届时产能规模将达到 10.8 万吨/年，同时公司还在推进南雄二园区环保纸餐具一期项目的建设，力争在 2019 年下半年动工，2020 年底前建成投产，到时公司的产能规模将进一步扩张。

3) **效率方面：**公司通过推进环保纸餐具扩产三期、四期项目的智能化、自动化工作，目标是实现生产全流程自动化，力争到 2019 年年底单机日产能提升 38%、制造成本下降 11%；全流程自动化实现后，预计操作人员将减少 71%，人均年产值增加 480% 左右。

根据我们的估算，6.8 万吨环保纸餐具一期项目投产后，公司产能规模将达到 10.8 万吨/年，**预计环保纸餐具业务的收入规模将达到 15.08 亿元，相比 2018 年提升 285.71%**；假设生产流程的自动化可以将该业务的净利率提升 3 个百分点，**则公司环保纸餐具业务的净利润规模将达到 1.24 亿元，相比 2018 年提升 517.95%**。

图 20：6.8 万吨环保纸餐具一期项目投产后该业务的盈利测算（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4. 控股子公司宏大齿轮主营拓展新能源车变速器总成及零部件生产，市场空间广阔

公司控股子公司宏大齿轮（公司持股比例为 66.96%）前身为 1966 年成立的韶关齿轮厂，1998 年改制为韶关宏大齿轮有限公司，是广东省最大的专业齿轮生产企业。公司早期主要生产农机齿轮，1984 年加入东风汽车集团，开始为东风汽车公司配套生产中型汽车变速器总成，目前主要产品为汽车变速器总成及其零部件、离合器零件、工程机械齿轮、工业减速机、农业机械零件、螺伞齿轮、电动叉车后桥等。2016-2018 年，公司精密制造业务分别实现营收 3.12、3.04、4.15 亿元，占比营收总额分别为 9.75%、8.46%、12.11%；毛利分别为 0.80、0.77、0.95 亿元，占比毛利总额分别为 7.19%、7.62%、12.45%。

1) **技术方面**：公司是广东省高新技术企业，现有员工 1080 人，其中各类专业技术人员 250 人，长期坚持自主创新与产学研相结合，与华南理工大学、武汉理工大学、广东工业大学等多所高校和科研机构保持着稳定、卓有成效的合作关系。2012 年与华南理工大学创建了博士后创新实践基地。2013 年与国外的研发公司合作开发的双中间轴变速器总成，可延长同步器的使用寿命并同时提高总成的承载能力。

2) **装备方面**：公司拥有从美国、加拿大、瑞士、英国、法国、德国、日本、意大利等国引进的齿轮加工设备、加工中心、齿轮检测中心、剃齿刀刃磨机床、热处理、锻造生产线等先进生产设备 1300 多台（套）。

3) **客户方面**：公司客户资源优质，在交通机械领域有美国伊顿、比亚迪、东风汽车、中国中车、广汽乘用车，在工程机械领域有卡特彼勒、三一重工、意大利康迈尔，在农业机械有美国约翰迪尔、道依茨。且与客户形成了良好的长期合作关系，公司于 2007

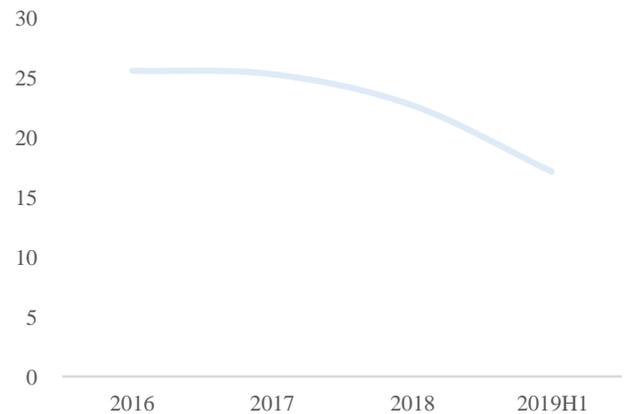
年被美国伊顿公司授予《供应商卓越大奖》，并连续多年获得该公司《首席供应商》荣誉；2007年和2008年分别获得美国约翰·迪尔公司“争取卓越供应商”和“最佳供应商”荣誉；2015年被卡特彼勒公司授予银牌供应商称号。

图 21：2016-2019H1 公司精密制造业务的情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 22：2016-2019H1 精密制造业务的毛利率情况（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

积极拓展新能源汽车零部件开发业务，市场空间广阔。根据公司 2018 年年报内容：1) 宏大齿轮将以广汽项目为契机，推进比亚迪、吉利等乘用车零部件的开发，重点关注新能源汽车零部件的开发工作；2) 积极拓展国外非美市场以及国内工业机械、农机整机等市场；3) 大力推进精密（智能）制造华南精密锻造中心一期项目的建设，争取该项目在 2020 年初部分车间建成投产，2021 年全部建成投产。因此，宏大齿轮的业务开展未来市场空间广阔。

5. 盈利预测与估值

核心假设：1) 2019-2021 年水电利用小时数按照 2016-2018 年平均利用小时数 5114 小时计算，则对应未来 3 年水电发电量均为 34.38 亿度、上网电量均为 29.22 亿度。

2) 2019-2021 年生物质发电利用小时数按照 7338 小时计算，则未来 3 年生物质发电量分别为 11.01、18.35、26.42 亿度，上网电量分别为 10.82、18.03、25.96 亿度。

3) 2019-2021 年环保纸餐具的生产量分别为 3.06、8.25、8.25 万吨，销售量分别为 3.02、8.16、8.16 万吨。

盈利预测：基于以上假设，我们预计：

1) 2019-2021 年公司水电业务收入分别为 10.94、10.94、10.94 亿元，同比增速分别为 137.30%、0%、0%。

2) 2019-2021 年公司生物质发电业务收入分别为 6.93、11.56、16.64 亿元，同比增速分别为 139.51%、66.67%、44.00%。

3) 2019-2021 年公司生态植物纤维制品业务收入分别为 9.90、19.39、19.39 亿元，同比增速分别为 120.39%、95.96%、0.00%。

因此，综合来看 2019-2021 年公司营收分别为 40.89、55.01、60.09 亿元，增速分别为 19.3%、34.5%、9.2%；归母净利润分别为 5.97、7.35、8.20 亿元，增速分别为 97.2%、23.1%、11.6%；EPS 分别为 0.55、0.68、0.76 元。

估值及投资建议：我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.55、0.68、0.76 元，对应 PE 分别为 11、9、8 倍，考虑到：1) 清洁能源主“防守”：水电提供安全边际，生物质发电项目今明两年集中投运；2) 环保材料主“进攻”：可降解餐具业务价量齐升，为今明业绩增长贡献显著弹性；且公司同时具有：1) **价值股的分红**：公司承诺 2019-2021 年当年现金分红比例由 35% 提升至 60%，预计 2019 年公司股息率将超过 5%，是水电行业所有公司中的第一名；2) **周期股的估值**：对应 2019 年 PE 为 11 倍；3) **成长股的增速**：2019、2020 年增速分别为 97.2%、23.1%，因此，我们首次给予公司“买入”评级。

表 5：公司与 A 股部分水电行业标的的估值比较

公司	净利润 (亿元)			PE		
	2019 E	2020 E	2021 E	2019 E	2020 E	2021 E
长江电力	229	232	237	18	18	17
华能水电	47	50	52	16	15	15
国投电力	49	51	51	12	12	12
川投能源	33	33	35	13	13	12
韶能股份	6.0	7.4	8.2	11	9	8

数据来源：长江电力、华能水电、川投能源盈利预测均来自于 Wind 一致预期，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 电力需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；
- 2) 电力供给：生物质发电项目集中投产后，存在原料供应不足的风险；广东和湖南省份存在来水不确定性的风险；
- 3) 电力价格：水电电价和生物质补贴电价存在下调风险等；

4) 环保纸餐具业务：由于是出口为主，容易受到贸易摩擦以及相关外贸政策环境的风险；6.8万吨环保纸餐具项目存在建设和投产进度不达预期的风险。

韶能股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,763	2,059	2,904	2,646	营业收入	3,428	4,089	5,501	6,009
现金	548	654	880	961	减:营业成本	2,665	2,719	3,750	4,068
应收账款	525	602	914	743	营业税金及附加	37	44	59	64
存货	306	274	526	342	营业费用	82	76	103	112
其他流动资产	384	528	584	600	管理费用	194	221	296	323
非流动资产	8,256	8,631	10,029	10,242	财务费用	167	183	258	292
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	13	12	8	5
固定资产	7,094	7,507	8,860	9,141	加:投资净收益	45	0	0	0
在建工程	859	806	844	765	其他收益	0	0	0	0
无形资产	237	254	265	279	营业利润	389	834	1,027	1,146
其他非流动资产	66	63	60	58	加:营业外净收支	34	0	0	0
资产总计	10,019	10,689	12,934	12,888	利润总额	423	834	1,027	1,146
流动负债	2,540	3,279	5,482	5,313	减:所得税费用	106	209	258	288
短期借款	1,209	1,862	3,737	3,749	少数股东损益	14	27	34	38
应付账款	394	369	683	458	归属母公司净利润	303	597	735	820
其他流动负债	937	1,048	1,061	1,106	EBIT	630	989	1,251	1,407
非流动负债	2,665	2,133	1,601	1,069	EBITDA	1,041	1,351	1,673	1,889
长期借款	2,275	1,742	1,210	678					
其他非流动负债	391	391	391	391	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5,205	5,413	7,083	6,382	每股收益(元)	0.28	0.55	0.68	0.76
少数股东权益	295	323	357	394	每股净资产(元)	4.18	4.58	5.09	5.66
	4,519	4,954	5,495	6,112	发行在外股份(百万股)	1081	1081	1081	1081
归属母公司股东权益					ROIC(%)	5.3%	7.9%	8.3%	9.3%
负债和股东权益	10,019	10,689	12,934	12,888	ROE(%)	6.6%	11.8%	13.1%	13.2%
					毛利率(%)	22.3%	33.5%	31.8%	32.3%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.8%	14.6%	13.4%	13.7%
经营活动现金流	673	1,130	1,156	1,791	资产负债率(%)	52.0%	50.6%	54.8%	49.5%
投资活动现金流	-647	-736	-1,821	-695	收入增长率(%)	-4.6%	19.3%	34.5%	9.2%
筹资活动现金流	298	-287	891	-1,015	净利润增长率(%)	-32.0%	97.2%	23.1%	11.6%
现金净增加额	323	107	226	81	P/E	20.68	10.53	8.51	7.62
折旧和摊销	411	362	422	482	P/B	1.39	1.26	1.14	1.02
资本开支	941	374	1,399	213	EV/EBITDA	10.22	7.86	7.03	5.93
营运资本变动	-106	-40	-292	159					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

