

业绩持续高增长，分红比例大超预期

买入（维持）

2019年10月31日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

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)	23.54	11.98	9.69	8.67

投资要点

- **事件:**公司发布三季报,前三季度实现营收32.68亿元,同比增长29.99%;实现归母净利润4.78亿元,同比增长77.98%;扣非后归母净利润为4.47亿元,同比增长142.78%。
- **三季度业绩持续高增长,毛利率和净利率均有所提升:**根据公司公告,前三季度实现营收32.68亿元,同比增长29.99%;实现归母净利润4.78亿元,同比增长77.98%;扣非后归母净利润为4.47亿元,同比增长142.78%。其中三季度单季实现营收10.74亿元,同比增长26.10%;实现归母净利润1.24亿元,同比增长92.23%;扣非后归母净利润为1.11亿元,同比增长102.95%。盈利能力方面,三季度单季毛利率为25.90%,同比提升1.75个百分点;净利率为11.93%,同比提升3.93个百分点,在营收规模扩张的同时,盈利能力显著增强。
- **大幅提高现金分红比例,股息率有望超过5%:**2016年至2018年,公司原股东回报规划规定的当年现金分红占归属于母公司所有者的净利润比例上限为35%,而实际分红比例分别为49.05%、53.33%、53.51%,年均分红比例为51.96%,已高过公司原股东回报规划规定的现金分红比例上限。2019年8月,公司发布新的股东回报规划(2019-2021年),承诺公司在2019-2021年当年现金分红金额占归属于母公司净利润的比例为60%左右,而根据公司三季报内容披露,公司2019年分红方案中现金分红金额占归属于母公司净利润的比例拟为65%至70%,对应目前股价股息率有望超过5%,价值属性彰显。
- **生物质发电和环保纸餐具项目集中建设,将为公司增长持续提供助力:**公司同时公告:1)投资建设新丰生物质能发电扩建工程三期及四期项目,建设规模为6万千瓦,预计项目总投资收益率为14.24%;2)投资建设翁源生物质能发电三期及四期项目,建设规模为6万千瓦,预计项目总投资收益率为9.18%;3)投资建设南雄二园区生态植物纤维纸餐具一期项目,设计年产能3.885万吨,投产后预计实现营业收入6.55亿元/年、利润总额0.86亿元/年。
- **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12、10、9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12倍;3)成长股的增速:2019、2020年增速分别为97.2%、23.1%,因此,我们维持公司“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)	6.59
一年最低/最高价	3.44/6.61
市净率(倍)	1.47
流通A股市值(百万元)	7116.09

基础数据

每股净资产(元)	4.47
资产负债率(%)	51.68
总股本(百万股)	1080.55
流通A股(百万股)	1079.83

相关研究

- 1、《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
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《韶能股份(000601):区域小水电一枝独秀,转型清洁能源+环保纸餐具两翼齐飞》2019-10-09

事件：

公司发布三季报，前三季度实现营收 32.68 亿元，同比增长 29.99%；实现归母净利润 4.78 亿元，同比增长 77.98%；扣非后归母净利润为 4.47 亿元，同比增长 142.78%。

三季度业绩持续高增长，毛利率和净利率均有所提升

根据公司公告，前三季度实现营收 32.68 亿元，同比增长 29.99%；实现归母净利润 4.78 亿元，同比增长 77.98%；扣非后归母净利润为 4.47 亿元，同比增长 142.78%。其中三季度单季实现营收 10.74 亿元，同比增长 26.10%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比增长 92.23%；扣非后归母净利润为 1.11 亿元，同比增长 102.95%。盈利能力方面，三季度单季毛利率为 25.90%，同比提升 1.75 个百分点；净利率为 11.93%，同比提升 3.93 个百分点，在营收规模扩张的同时，盈利能力显著增强。

大幅提高现金分红比例，股息率有望超过 5%

2016 年至 2018 年，公司原股东回报规划规定的当年现金分红占归属于母公司所有者的净利润比例上限为 35%，而实际分红比例分别为 49.05%、53.33%、53.51%，年均分红比例为 51.96%，已高过公司原股东回报规划规定的现金分红比例上限。2019 年 8 月，公司发布新的股东回报规划（2019-2021 年），承诺公司在 2019-2021 年当年现金分红金额占归属于母公司净利润的比例为 60%左右，而根据公司三季报内容披露，公司 2019 年分红方案中现金分红金额占归属于母公司净利润的比例拟为 65%至 70%，对应目前股价股息率有望超过 5%，价值属性彰显。

生物质发电和环保纸餐具项目集中建设，将为公司增长持续提供助力

公司同时公告：1) 投资建设新丰生物质能发电扩建工程三期及四期项目，建设规模为 6 万千瓦，预计项目总投资收益率为 14.24%；2) 投资建设翁源生物质能发电三期及四期项目，建设规模为 6 万千瓦，预计项目总投资收益率为 9.18%；3) 投资建设南雄二园区生态植物纤维纸餐具一期项目，设计年产能 3.885 万吨，投产后预计实现营业收入 6.55 亿元/年、利润总额 0.86 亿元/年。

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) 我们对公司手上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 12、10、9 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 12 倍；3) 成长股的增速：2019、2020 年增速分别为 97.2%、23.1%，因此，我们维持公司“买入”评级。

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
归属母公司股东权益	4,519	4,954	5,495	6,112	发行在外股份(百万股)	1081	1081	1081	1081
负债和股东权益	10,019	10,689	12,934	12,888	ROIC(%)	5.3%	7.9%	8.3%	9.3%
					ROE(%)	6.6%	11.8%	13.1%	13.2%
					毛利率(%)	22.3%	33.5%	31.8%	32.3%
					销售净利率(%)	8.8%	14.6%	13.4%	13.7%
					资产负债率(%)	52.0%	50.6%	54.8%	49.5%
					收入增长率(%)	-4.6%	19.3%	34.5%	9.2%
					净利润增长率(%)	-32.0%	97.2%	23.1%	11.6%
					P/E	23.54	11.98	9.69	8.67
					P/B	1.58	1.44	1.29	1.16
					EV/EBITDA	10.22	7.86	7.03	5.93

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>

