

2025 年 04 月 22 日

韶能股份 (000601.SZ)

投资评级：增持（首次）

——地域性水电公司 卡位“算力之城”迎来新能源成长

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

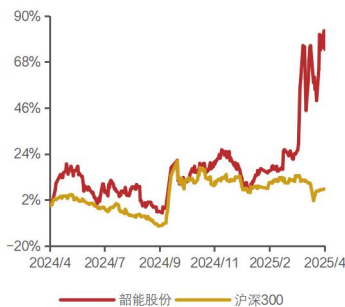
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 22 日

收盘价 (元)	5.90
一年内最高/最低 (元)	6.49/3.38
总市值 (百万元)	6,375.25
流通市值 (百万元)	6,374.71
总股本 (百万股)	1,080.55
资产负债率 (%)	62.22
每股净资产 (元/股)	4.15

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **韶关市政府参股电力公司，积极进行股权激励和大手笔分红。**韶能股份成立于 1993 年 6 月，经过 30 余年的发展，公司发展成能源、生态植物纤维制品（纸餐具、生活用纸等）、精密（智能）三大业务协同发展的地方性上市平台，2023 年三大业务收入占比分别为 35%、47%、13%，毛利占比分别为 44%、16%、26%。截至 2024 年 11 月 7 日，公司第一大股东为韶关市工业资产经营有限公司（由韶关市人民政府持股 90%），持有公司 14.43% 的股权。2024 年公司回购股份用于股权激励，提高公司骨干员工的积极性，同时大手笔进行中期分红（中期分红占 2024 年前三季度归母净利润的比例为 108.07%），充分体现公司对股东回报的重视。
- **电力：水电贡献主要利润，生物质期待盈利改善。**截至 2024 年 6 月底，公司拥有装机规模 118.5 万千瓦，其中水电装机 68 万千瓦，分布在广东、湖南两省；生物质能发电装机 36 万千瓦，均在广东省地区；综合利用发电装机 12 万千瓦，位于湖南。公司水电发电量受来水波动较大，年利用小时数维持在 2800-3800 之间，但水电电价稳定且较高，年均毛利率维持在 55% 左右，是公司主要的盈利来源；但是公司生物质业务近几年利用小时数下滑明显，导致毛利率转负，为了改善生物质电厂的盈利，公司积极拓展供汽供热，随着更多用热企业落户韶关市，预计公司生物质能供汽业务将不断拓展，供汽量逐年递增，改善公司盈利水平。
- **生态纸餐具业务持续好转，精密制造业务盈利稳定。**公司纸制品业务分为生态纸餐具和原纸（抄纸）销售，产品主要出口海外，2023 年实现纸餐具和原纸（抄纸）销售量分别为 4.4 万吨和 21.2 万吨，2023 年毛利率分别为 5.4% 和 1.2%，预计未来随着国内外“禁塑/限塑”政策逐步落实，生态纸餐具行业有望进入快速发展期，公司环保纸餐具业务盈利有望持续提高。**精密制造业务方面**，公司主要从事机械零部件业务，2018 年公司抓住新能源汽车蓬勃发展的机遇，开发了多项新能源汽车零部件产品，2024 年上半年，公司精密（智能）制造业务实现营业收入 2.95 亿元，同比增长 4.22%，其中新能源业务营业收入占比 38%，同比提高了 20 个百分点。未来随着新能源车销量持续增长，公司有望获得稳定订单，实现业绩稳定增长。
- **韶关打造“算力之城”支撑用电需求，新能源有望迎来快速增长。**在我国“东数西算”工程规划中，韶关被列入全国十大数据中心，成为粤港澳大湾区枢纽节点唯一集群，其未来算力需求有望高增，为电力需求增长奠定基础，与此同时，我国要求国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%，受此影响，2024 年 10 月韶关市出台相关规划，要求到 2035 年底，光伏装机达到 8GW，风电装机达到 4GW。公司作为地处韶关地区的清洁能源上市企业，当前正在积极发展新能源，在韶关地区能源规划和算力规划的大背景下，公司有望获得较高规模的新能源项目，迎来持续增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 47.5、49.2、51.2 亿元，同比增长率分别为 15.67%、3.65%、3.89%，实现归母净利润分别为 1.04、1.39、1.65 亿元，2025-2026 年归母净利润增长率分别为 33.2%、19.35%。当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 61、46、39 倍，我们选取黔源电力、桂冠电力、广西能源、中节能环保作为可比公司进行估值，考虑到公司未来盈利持续改善，装机成长性较高，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。**来水波动、生物质燃料价格波动、纸制品销售量下滑、新拓展项目存在不确定性

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,849	4,107	4,750	4,924	5,115
同比增长率（%）	-2.96%	6.71%	15.67%	3.65%	3.89%
归母净利润（百万元）	-74	-266	104	139	165
同比增长率（%）	-368.37%	-258.25%	139.12%	33.20%	19.35%
每股收益（元/股）	-0.07	-0.25	0.10	0.13	0.15
ROE（%）	-1.63%	-6.21%	2.37%	3.06%	3.53%
市盈率（P/E）	-85.85	-23.96	61.26	45.99	38.53

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 47.5、49.2、51.2 亿元，同比增长率分别为 15.67%、3.65%、3.89%，实现归母净利润分别为 1.04、1.39、1.65 亿元，2025-2026 年归母净利润增长率分别为 33.2%、19.35%。当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 61、46、39 倍，我们选取黔源电力、桂冠电力、广西能源、中科环保作为可比公司进行估值，考虑到公司未来盈利持续改善，装机成长性较高，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

- 1) 考虑到来水变化，我们假设 2024-2026 年公司广东水电利用小时数分别为 3500、3200、3200 小时；湖南水电利用小时数分别为 4500、4100、4100；
- 2) 假设电力业务 2024-2026 年单位原材料价格的增长率分别为 2%、-8%、0%；
- 3) 假设 2024-2026 年公司生态纸餐具生产量增长率分别为 8%、5%、0%，产销率分别为 105%、105%、105%；
- 4) 假设 2024-2026 年公司原纸（抄纸）生产量增长率分别为 8%、8%、8%，产销率分别为 100%、105%、106%

投资逻辑要点

公司当前为能源、生态植物纤维制品（纸餐具、生活用纸等）、精密（智能）三大业务协同发展的地方性上市平台，2023 年三大业务收入占比分别为 35%、47%、13%，毛利占比分别为 44%、16%、26%。

水电业务奠定基本盘，2021-2023 年均毛利 3.7-5 亿元，年均现金流 5.52 亿元。公司拥有水电装机 68 万千瓦，分布在广东、湖南两省，水电发电量受来水波动较大，但水电电价稳定且较高（尤其是广东省执行小水电电价执行政策），年均毛利率维持在 55%左右，是公司主要的盈利来源。

其次，公司生物质业务和生态纸餐具业务逐步好转。公司拥有生物质装机 36 万千瓦，近几年利用小时数下滑明显，导致毛利率转负，当前公司积极拓展供汽供热，生物质项目盈利水平逐步改善；生态纸餐具业务产能逐步释放，产能利用率逐步提升，有望迎来盈利改善

韶关作为粤港澳大湾区枢纽节点唯一集群，算力需求有望高增，我国要求国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%，受此影响，韶关市出台相关规划，要求到 2035 年底，光伏装机达到 8GW，风电装机达到 4GW。公司作为地处韶关地区的清洁能源上市企业，当前正在积极发展新能源，在韶关地区能源规划和算力规划的大背景下，公司有望获得较高规模的新能源项目，迎来持续增长。

核心风险提示

来水波动的风险；生物质燃料价格波动的风险；纸制品销售量下滑的风险；新拓展项目存在不确定性

内容目录

1. 韶关市政府参股电力公司 积极股权激励和分红	5
2. 电力：水电贡献主要利润 生物质期待盈利改善	6
2.1. 水电：广东电价保护政策执行顺畅 来水波动影响利润	7
2.2. 生物质：当前经营困难 期待国补回款加速	9
3. 纸餐具业务持续好转 精密制造盈利稳定	9
3.1. 生态纸餐具产能领先 盈利有望逐步好转	9
3.2. 抓住新能源机遇 精密制造业务稳定增长	11
4. 打造算力之城支撑用电需求 新能源迎来高增	12
5. 盈利预测和估值	14
6. 风险提示	15

图表目录

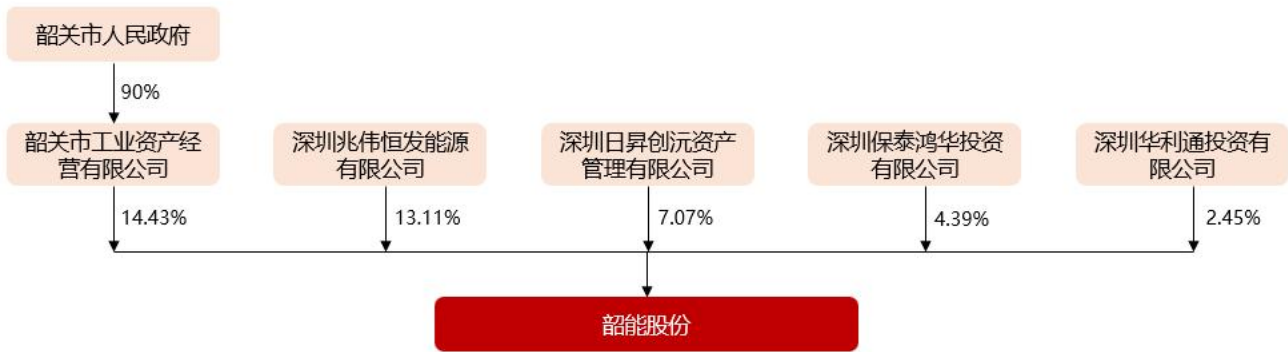
图表 1: 公司股权结构 (截至 2024 年 11 月 7 日)	5
图表 2: 2018-2024H1 公司分业务营收拆分 (亿元)	6
图表 3: 2023 年公司分业务收入占比	6
图表 4: 2018-2024H1 分业务毛利率	6
图表 5: 2023 年公司分业务毛利占比	6
图表 6: 公司装机占比 (2024 年 6 月底数据)	7
图表 7: 2020-2023 年公司分电源毛利率	7
图表 8: 公司水电装机情况 (单位: 万千瓦)	7
图表 9: 2020-2023 年水电发电量 (左轴) 和利用小时数 (右轴)	8
图表 10: 2020-2024H1 年公司水电电价稳定 (元/千瓦时)	8
图表 11: 截至 2024 年半年报公司生物质电厂和综合利用电厂介绍 (单位: 万千瓦)	9
图表 12: 2020-2023 年公司生态纸餐具经营数据	10
图表 13: 公司原纸、本色纸、生活用纸等产品图	11
图表 14: 2020-2023 年公司原纸 (抄纸) 经营数据	11
图表 15: 2020-2024H1 精密制造业务营收及增速 (亿元)	12
图表 16: 2018-2024H1 精密制造业务毛利率	12
图表 17: 国家算力枢纽节点与数据中心集群位置图示	13
图表 18: 核心假设	14
图表 19: 可比公司估值表	14

1. 韶关市政府参股电力公司 积极股权激励和分红

韶能股份成立于 1993 年 6 月，1996 年公司在深交所上市，成立初期公司主营业务为电力，经过 30 余年的发展，公司发展成能源、生态植物纤维制品（纸餐具、生活用纸等）、精密（智能）三大业务协同发展的地方性上市平台。

截至 2024 年 11 月 7 日，公司第一大股东为韶关市工业资产经营有限公司（由韶关市人民政府持股 90%），持有公司 14.43% 的股权，第二大股东为深圳兆伟恒发能源有限公司，持有其 13.11% 的股权，公司当前无实际控制人。

图表 1：公司股权结构（截至 2024 年 11 月 7 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

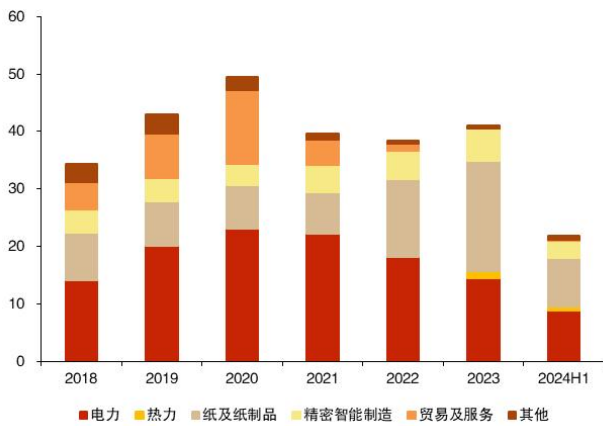
目前公司经营业务分为三大板块，分别为发电业务、纸制品业务和精密制造业务，以 2023 年为例，其收入占比分别为 35%、47%、13%，毛利占比分别为 44%、16%、26%。

1、能源（发电）板块：截至 2024 年 6 月底，公司拥有装机规模 118.5 万千瓦，其中水电装机 68 万千瓦，位于广东、湖南两地；生物质能发电装机 36 万千瓦，均在广东省地区；综合利用发电 12 万千瓦，主要位于湖南；另有光伏装机 2.5 万千瓦。

2、纸制品业务（生态植物纤维制品）：主要从事生态纸餐具和原纸（抄纸）的生产销售，公司当前纸餐具产能位于国内前两名，耒阳抄纸项目年产 32 万吨，2023 年公司纸餐具销售量 4.38 万吨，原纸销售量 21.21 万吨。

3、精密（智能）制造板块：公司主要涉及汽车零配件生产，生产产品包括新能源乘用车电机轴、叉车后桥总成、广汽乘用车零部件、变速器零部件等，2023 年完成销售量分别为 34.17 万套、4303 件、31.6 万套、2468 件。

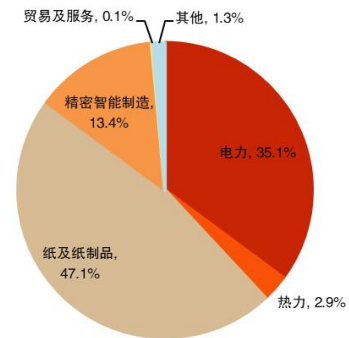
图表 2：2018-2024H1 公司分业务营收拆分（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

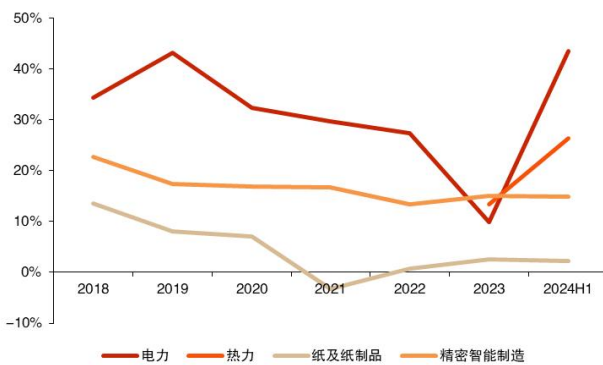
注：2023 年公司将热力收入单独列示，此前年份归入电力业务

图表 3：2023 年公司分业务收入占比



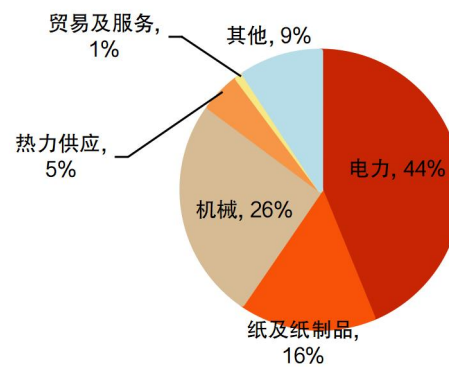
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2018-2024H1 分业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2023 年公司分业务毛利占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

上市以来首次回购股份用于股权激励，有助于提高公司骨干员工的积极性。2024 年 10 月，公司发布公告，计划回购股份用于注销并减少注册资本，及实施股权激励，其中拟用于注销及减少注册资本的股份比例不低于 1.5%，不超过 3%；拟用于股权激励的比例不超过 1.5%，公司此举有助于建立长效激励机制和利益共享机制，充分调动公司员工的积极性。

大手笔进行中期分红，充分体现对股东回报的重视。2024 年公司首次进行中期分红，分红方案为向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），现金分红总金额为 2.12 亿元，占 2024 年前三季度归属于上市公司股东净利润的比例为 108.1%，充分体现了公司对于股东回报的重视，按照此分红金额计算，公司当前股息率 3.4%（按照 4 月 22 日收盘价）。

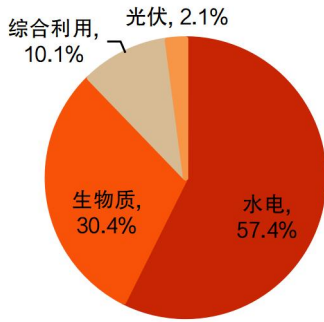
2. 电力：水电贡献主要利润 生物质期待盈利改善

截至 2024 年 6 月底，公司拥有装机规模 118.5 万千瓦，其中水电装机 68 万千瓦，分布在广东、湖南两省，装机规模占比 57.4%；生物质能发电装机 36 万千瓦，均在广东省地

区，装机规模占比 30.4%；综合利用发电装机 12 万千瓦，位于湖南，装机占比 10.1%；光伏装机 2.5 万千瓦，位于广东，装机规模占比 2.1%。

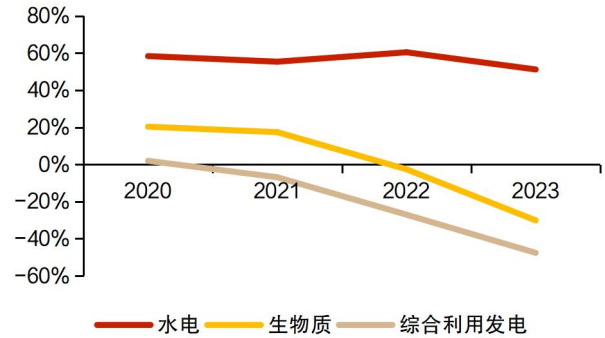
从盈利表现来看，公司水电盈利稳定，毛利率维持在 55%左右，2021-2023 年实现约 3.7-5 亿元的毛利；其余发电项目盈利较差，主要受燃料成本持续走高影响，公司生物质发电和综合利用发电自 2021 年以来盈利持续下滑，甚至出现亏损。

图表 6：公司装机占比（2024 年 6 月底数据）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：2020-2023 年公司分电源毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.1. 水电：广东电价保护政策执行顺畅 来水波动影响利润

公司现有水电装机容量 68 万千瓦，湖南和广东几乎各占一半。公司水电以地区性小水电为主，发电量受来水波动影响，年利用小时数维持在 2800-3800 之间，水电电价稳定，年均毛利率维持在 55%左右。与此同时，公司水电机组投产时间较早，利息负担逐步降低，2021-2023 年年均现金流 5.52 亿元。

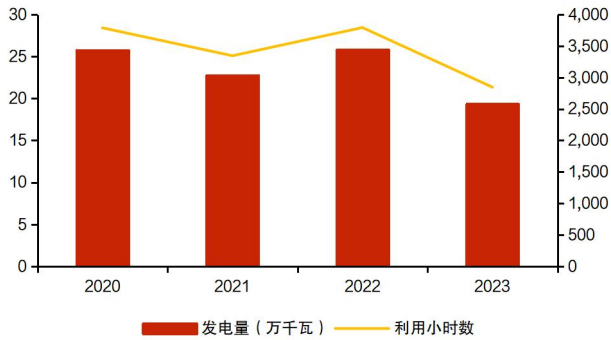
图表 8：公司水电装机情况（单位：万千瓦）

装机类型	电厂	省份	股权	控股装机	权益装机	
水电	大湘潭水电站	湖南	100%	20	20.0	
	遥田水电站	湖南	77%	5	3.9	
	耒中水电站	湖南	77%	4.1	3.2	
	上堡水电站	湖南	77%	1.4	1.1	
	波水电站	湖南	100%	0.7	0.7	
	郴州翠江水电站	湖南	82%	2.8	2.3	
	冷水滩顺和水电站	湖南	100%	2.5	2.5	
	小计				36.5	33.6
	濠湮水电站	广东	100%	5	5.0	
	横溪水电站	广东	100%	5	5.0	
	孟洲坝发电厂	广东	100%	5	5	
	湾头水电站	广东	100%	3.6	3.6	
	钓鱼台水电厂	广东	100%	3.16	3.16	
	银溪水电	广东	100%	2.4	2.4	
	溢州水电站	广东	90%	2	1.8	
	长安水电站	广东	100%	1.32	1.32	
	富湾水电	广东	100%	1.2	1.2	
	其他小水电	广东			2.82	
	小计				31.5	

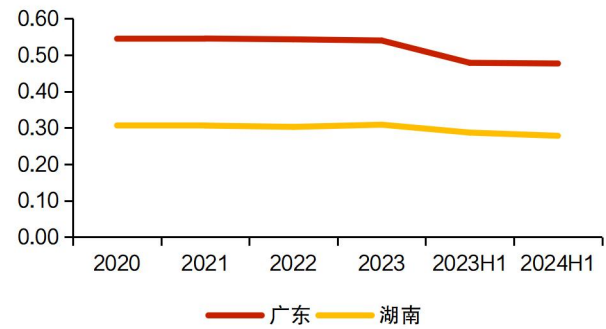
合计

68

资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 9：2020-2023 年水电发电量（左轴）和利用小时数（右轴）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：2020-2024H1 年公司水电电价稳定（元/千瓦时）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：2020-2023 年电价为含税电价，2023H1 和 2024H1 为不含税电价

1) 广东水电：电价保护政策执行顺畅，2025 年上调电价额外增加利润总额 0.25 亿元。

广东省对于小水电最低上网保护电价的政策为公司稳定的较高电价提供支撑。广东省 2013 年出台《关于调整小水电上网电价最低保护价标准的通知》，规定 2012 年广东电网公司在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，下同），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，而根据公司公告，公司在粤的水电企业均享受最低上网保护电价。在此政策保护下，公司位于广东省内的水电机组电价维持在 0.54 元/千瓦时（含税）。

2024 年广东省出台水电电价上调政策，有望增加公司利润总额约 0.25 亿元。2024 年 8 月，广东省发改委发布《关于我省小水电站试行差别化上网电价有关事项的通知》明确：

（1）对我省生态流量泄放达标率在 90%（含 90%）以上的小水电站，其上网电价在原基础上每千瓦时提高 1.5 分（不含税，下同）；对生态流量泄放达标率在 80%（含 80%）-90%之间的小水电站，其上网电价维持不变；对生态流量泄放达标率不足 80%的小水电站，其上网电价在原基础上每千瓦时降低 1.5 分。

（2）对我省评定为“绿色小水电示范电站”的小水电站，其上网电价在原基础上每千瓦时提高 1 分钱。此项政策与前述政策叠加执行。

该政策从 2025 年 1 月 1 日开始执行，根据公司公告，该政策有望给公司增加利润总额 0.25 亿元。

2) 湖南水电：超 60%项目参与市场化交易，但影响不大，水电电价基本稳定

湖南地区水电装机 36.5 万千瓦，其中 22.5 万千瓦参与市场化交易，但水电电价较为稳定。根据湖南省 2020 年市场化交易方案，装机 2 万千瓦以上水电必须参与市场交易，公司共 22.5 万千瓦的水电装机需要参与市场化交易（占比 61.6%），受此影响，公司湖南地区水电电价略有波动，但整体较为稳定。

2.2. 生物质：当前经营困难 期待国补回款加速

生物质现有装机容量 36 万千瓦，均位于广东韶关。公司生物质发电机组近几年利用小时数下滑明显，导致毛利率转负。分析来看，公司生物质机组经营困难的原因包括：1）2021 年以来，生物质原材料供应持续减少，导致公司生物质机组无法满负荷运营（利用小时数下滑），同时也推高了生物质燃料的价格，两者叠加下，公司生物质发电项目 2023 年毛利率降至 -30.16%。2）生物质补贴持续拖欠，2023 年公司甚至出现负债运营，从而导致公司财务费用持续抬高。

为了改善生物质电厂的盈利，公司积极拓展供汽供热。2023 年公司生物质供汽量 74.1 万吨，同比增长 115.85%，实现供汽营业收入 1.08 亿元。2024 年上半年供气量 45.66 万吨，同比增长 41.98%，实现供汽收入 0.63 亿元。展望未来，韶关市将大力发展莞韶承接产业转移园及 6 个特色产业园等区域。随着更多用热企业落户韶关市及入园，预计公司生物质能供汽业务将不断拓展，供汽量逐年递增，改善公司盈利水平。

截至 2024 年 9 月底，公司应收账款余额 18.5 亿元，较 2023 年底减少约 3.4 亿元，主因公司收到应收账款的部分回款，考虑到生物质企业经营困难，若后续补贴回款持续加速，公司现金流有望得到大幅好转。

图表 11：截至 2024 年半年报公司生物质电厂和综合利用电厂介绍（单位：万千瓦）

类别	电厂	省市	股权	控股装机	权益装机	燃料来源
生物质电厂	新丰旭能生物质发电	广东韶关	100%	18	18	年燃用农林剩余废弃物及其他木质废弃物等生物质燃料约 150 万吨
	翁源致能生物质发电	广东韶关	80%	12	9.6	年燃用农林剩余废弃物及其他木质废弃物等生物质燃料 100 余万吨
	日昇生物质发电	广东韶关	100%	6	6	年燃用农林剩余废弃物及其他木质废弃物等生物质燃料 50 余万吨
综合能源利用电厂	耒杨发电厂（综合利用）	湖南耒阳	100%	12	12	耒杨发电厂对 2 号锅炉及发电机组进行了技术改造，将其转型为生物质能锅炉

资料来源：公司官网，华源证券研究所

3. 纸餐具业务持续好转 精密制造盈利稳定

3.1. 生态纸餐具产能领先 盈利有望逐步好转

公司纸制品业务分为生态纸餐具和原纸（抄纸）销售，当前已经形成了丛生竹原料基地建设-浆源-自主研发生产-自主品牌创建的完整生态植物纤维制品产业链，产品主要出口海外，2023 年实现纸餐具和原纸（抄纸）销售量分别为 4.4 万吨和 21.2 万吨。

1) 生态纸餐具：公司产能行业领先，产品主要出口海外

生态纸餐具符合行业环保要求，未来渗透率有望持续提升。生态纸餐具是以天然植物纸浆纤维为原材料，通过纸浆模塑制成的一次性无毒、卫生可降解环保餐具，随着国内外“禁塑/限塑”政策逐步落实，生态纸餐具行业有望进入快速发展期，根据 QYResearch 调研显示，2023 年全球纸浆环保餐具市场规模约为 6.33 亿美元，预计 2030 年将达到 13.38 亿美元，2024-2030 期间年复合增长率（CAGR）为 12.6%。

公司生态纸餐具业务主要由绿洲（新丰）公司、绿洲（南雄）公司负责，拥有在运产能居国内前两名，2023 年实现环保纸餐具产量 4.49 万吨，销售量 4.38 万吨，产品主要出口欧美发达国家。从盈利来看，2023 年公司环保纸餐具实现营收 6.67 亿元，实现毛利率 5.4%，较 2022 年提升 4.15pct。2024 年上半年环保纸餐具实现营收 3.7 亿元，同比增长 17.1%，实现毛利率 9.56%。

根据公司公告，2024 年公司生态纸餐具企业通过大力拓展市场，促使产品销量大幅提升，进而促使产能利用率大幅提升，促使纸餐具业务实现的营业收入同比增长 16.29%。未来随着公司持续降费增效，公司盈利水平有望持续回升。

图表 12：2020-2023 年公司生态纸餐具经营数据

	2020	2021	2022	2023
生产量（万吨）	4.43	1.9	4.3	4.49
销售量（万吨）	2.39	2.74	4.8	4.38
产销率	54%	144%	112%	98%
单价（万元/吨）	1.67	1.50	1.32	1.52
销售收入（亿元）	4	4.12	6.34	6.67
毛利（亿元）	0.59	-0.38	0.08	0.36
毛利率	14.8%	-9.2%	1.3%	5.4%

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：单价为销售收入/销售量

2) 原纸：年产能 32 万吨，主要辐射华南、华中市场

拥有产能 32 万吨/年，主要辐射华南、华中市场。公司原纸业务主要由韶能本色和耒阳蔡伦纸品负责，拥有产能 32 万吨/年，单个抄纸项目规模大，同时使用公司自备电厂的蒸汽及电力，具有成本优势。公司专注中高端生活用纸原纸领域，专业生产面巾纸原纸系列、卫生卷纸原纸系列，并依托严格的质量管控体系，产品畅销湘、粤、赣、鄂、闽、浙、黔七省，辐射华南、华中核心市场，逐步构建起覆盖珠三角、长江经济带的销售网络。

图表 13：公司原纸、本色纸、生活用纸等产品图


资料来源：公司官网，华源证券研究所

近年来，公司持续推进技术创新，优化生产工艺，提升自动化水平，产品质量稳定，市场份额逐年攀升，2023 年公司生产原纸 21.4 万吨，销售量 21.2 万吨，实现销售收入 12.67 亿元，毛利率 1.2%。

图表 14：2020-2023 年公司原纸（抄纸）经营数据

	2020	2021	2022	2023
生产量（万吨）	4.2	4.48	11.8	21.4
销售量（万吨）	3.88	4.79	11.3	21.2
产销率	92.4%	106.9%	95.8%	99.1%
单价（万元/吨）	0.93	0.62	0.64	0.60
销售收入（亿元）	3.59	2.98	7.19	12.67
毛利（亿元）	-0.05	0.14	0.03	0.14
毛利率	-1.4%	4.7%	0.4%	1.2%

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：单价为销售收入/销售量

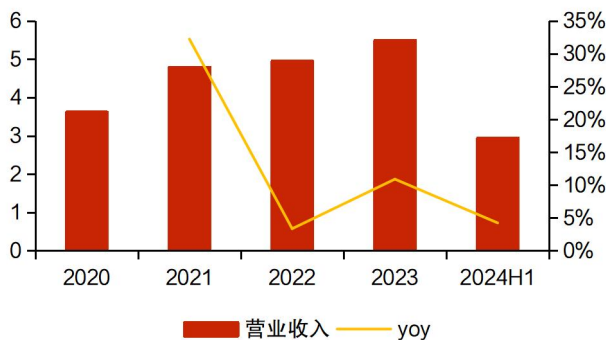
3.2. 抓住新能源机遇 精密制造业务稳定增长

精密制造业务在交通、工程等领域拓展，主要负责零部件及总成产品。公司精密制造业务主要由子公司**宏大齿轮**负责，主要产品为**交通机械零部件和总成**（汽车变速器总成及其零部件、离合器零件）、**工程机械零部件和总成**（齿轮、齿圈等传动零部件、工业减速器、螺旋伞齿轮、电动叉车后桥等）、**生态植物纤维餐具成型设备及精密锻造零件**等。根据公司官网，**拥有各产品年产能**：变速箱 3 万台、齿轮 450 万件、轴 50 万件、离合器轮毂 120 万件、齿轮锻件 1 万吨、轴类锻件 1.8 万吨。

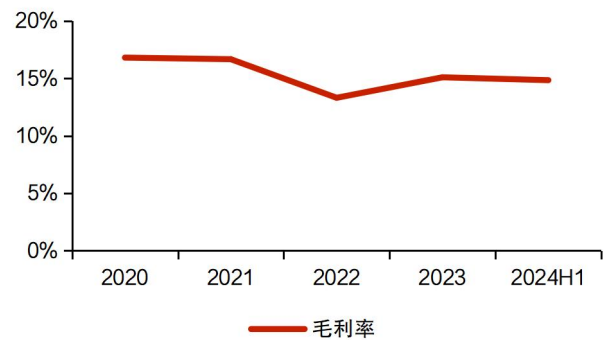
从客户来看，1) **国内客户**：有东风汽车、比亚迪、中车、广汽、长安客车、江淮汽车、三一重工等；2) **国外客户**：公司自 2002 年开始拓展海外市场，先后为美国伊顿（Eaton）、约翰·迪尔（John Deere）、卡特彼勒（Caterpillar）、蒂姆（TEAM）、康迈尔（Comer）等跨国公司提供零部件配套。

2018年抓住新能源产业机遇，保障业务持续增长。2018年，公司抓住新能源汽车蓬勃发展的机遇，开发了多项新能源汽车零部件产品，为国内多家知名整车厂商供货，不断提升新能源产品营收占比，当年公司研发团队完成康明斯减速机、新能源用高速减速箱的试制和送样。公司与上海特百佳签署战略合作协议，针对新能源汽车市场，相继推出4AMT、7AMT和6AMT等变速器产品总成，在中国重汽、福田、北奔等几大主机厂获得应用。**2024年上半年，公司精密（智能）制造业务实现营业收入2.95亿元，同比增长4.22%，其中新能源业务营业收入占比38%，同比提高了20个百分点。**

从盈利表现来看，2023年公司完成新能源乘用车电机轴销售量34.2万套，叉车后桥总成4303件，广汽乘用车零部件销售量31.6套，变速器零部件2468件，合计实现营业收入5.5亿元，同比增长10.9%，实现毛利率15.02%，同比增加1.7pct。2024年上半年，公司精密（智能）制造业务实现营业收入2.95亿元，同比增长4.22%，实现毛利率14.84%，同比下滑0.74个百分点。**从下图可以看出，2020年以来公司精密制造业务营收稳定增长，毛利率稳定，基本维持在15%附近。**

图表 15：2020-2024H1 精密制造业务营收及增速（亿元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

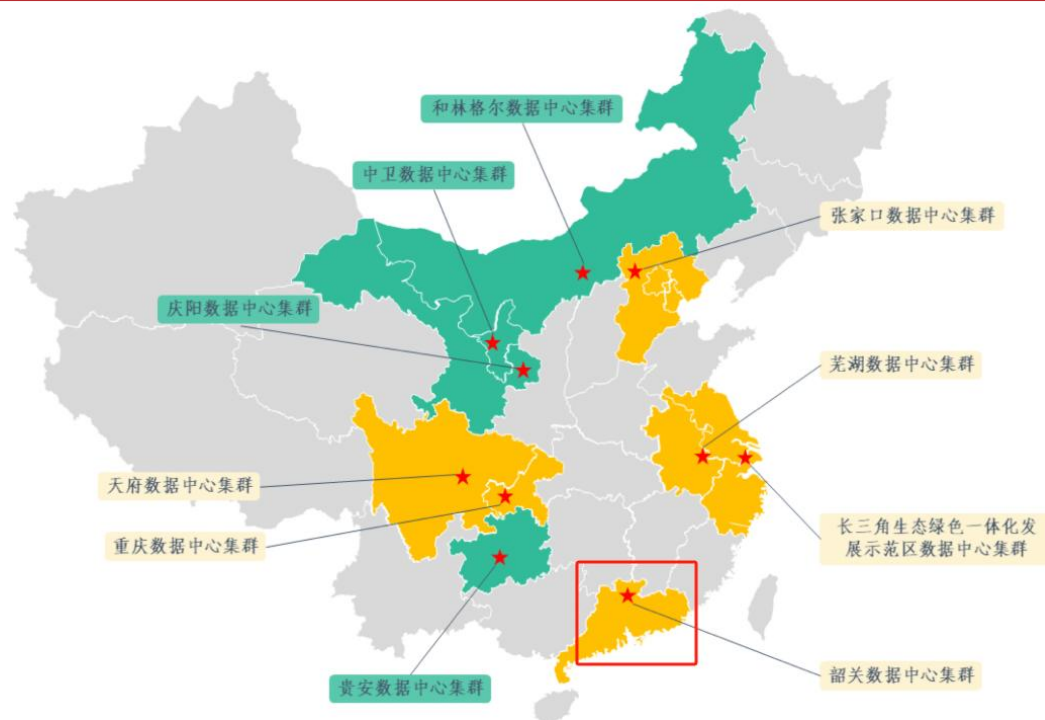
图表 16：2018-2024H1 精密制造业务毛利率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 打造算力之城支撑用电需求 新能源迎来高增

韶关市聚力打造“算力之城”，用电需求有望激增。韶关地区优势明显，韶关江河汇聚，气温清凉，平均气温在全省最低，年均温度20℃左右，比珠三角九市年均气温24℃低4℃，有利于算力中心散热节能，另一方面，根据中国经济网的数据，韶关有极低的算力网络时延，到广州、深圳等大湾区主要城市在3毫秒以内。受此影响，在我国“东数西算”工程规划中，韶关被列入全国十大数据中心，成为粤港澳大湾区枢纽节点唯一集群。

图表 17：国家算力枢纽节点与数据中心集群位置图示



资料来源：清华大学互联网产业研究院，华源证券研究所

注：本图仅为示意图，非完整的中国地图

跟随国家级规划，当前韶关算力发展迅速。韶关在市区规划了 3 个片区、总面积约 6277 亩的数据算力集群产业园。截至 2024 年年中，已吸引智算中心、上游设备制造、下游数据应用等 60 个产业项目签约落地。其中，算力中心项目 22 个，包括四大运营商和知名互联网企业投资建设的算力项目，总投资 621 亿元。

在算力项目逐步落地的过程中，其对于清洁能源电力的需求较高。根据 2024 年 7 月国家发展改革委等部门关于印发《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》的通知，其要求“到 2025 年底，算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%”。受此影响，韶关地区新能源装机有望快速增长。

韶关市规划到 2035 年光伏装机达到 8GW，风电装机 4GW。根据 2024 年 10 月韶关市发展和改革局发布的《关于征求〈韶关市能源发展规划（2024-2035 年）〉（征求意见稿）》，其提出：1）到 2025 年，光伏发电装机规模达到 300 万千瓦左右；“十五五”期间，大力推进分布式光伏项目建设，至 2030 年，光伏发电装机规模争取突破 700 万千瓦，至 2035 年，光伏发电装机规模争取达到 800 万千瓦；2）积极推动陆上风电资源规模化开发，到 2025 年，风电总装机规模力争达到 100 万千瓦；到 2030 年，风电总装机规模达到 400 万千瓦；到 2035 年，风电总装机规模保持 400 万千瓦。

公司作为地处韶关地区的清洁能源上市企业，当前正在积极发展新能源，在韶关地区能源规划和算力规划的大背景下，公司有望获得较高规模的新能源项目，迎来持续增长。一方面，韶关地区算力项目的持续落地将带来电力需求高增，对当地的电力供需、电价产生积极

影响，有望保障新能源回报率水平较高；另一方面，在当前各地逐步绿电直供的背景下，公司若能取得相关项目将获取更高的项目回报，以及更为稳定的回报率预期。

5. 盈利预测和估值

根据公司核准及在建新能源项目情况，我们对公司的核心假设如下：

1) 考虑到来水变化，我们假设 2024-2026 年公司广东水电利用小时数分别为 3500、3200、3200 小时；湖南水电利用小时数分别为 4500、4100、4100；

2) 假设电力业务 2024-2026 年单位原材料价格的增长率分别为 2%、-8%、0%；

3) 假设 2024-2026 年公司生态纸餐具生产量增长率分别为 8%、5%、0%，产销率分别为 105%、105%、105%；

4) 假设 2024-2026 年公司原纸（抄纸）生产量增长率分别为 8%、8%、8%，产销率分别为 100%、105%、106%。

图表 18：核心假设

	2024E	2025E	2026E
广东水电利用小时数	3500	3200	3200
湖南水电利用小时数	4500	4100	4100
单位电量原材料（生物质+火电）价格 yoy	2.0%	-8.0%	0.0%
环保纸餐具生产量 yoy	8%	5%	0%
环保纸餐具产销率	105%	105%	105%
原纸（抄纸）生产量 yoy	8%	8%	8%
原纸（抄纸）产销率	100%	105%	106%

资料来源：华源证券研究所

在上述假设下，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 47.5、49.2、51.2 亿元，同比增长率分别为 15.67%、3.65%、3.89%，实现归母净利润分别为 1.04、1.39、1.65 亿元，2025-2026 年归母净利润增长率分别为 33.2%、19.35%。当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 61、46、39 倍，我们选取黔源电力、桂冠电力、广西能源、中科环保作为可比公司进行估值，考虑到公司未来盈利持续改善，装机成长性较高，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 19：可比公司估值表

公司名称	市值（亿元）				归母净利润（亿元）				PE			PB (lf)
	2025/4/21	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E		
黔源电力	68	2.2	5.1	5.4	31.1	13.4	12.6	31.1	13.4	12.6	1.7	
桂冠电力	500	28.1	29.7	31.0	17.8	16.8	16.1	17.8	16.8	16.1	3.1	
广西能源	68	0.63	0.76	1.34	108.2	89.7	50.9	108.2	89.7	50.9	2.3	
中科环保	77	3.21	3.79	4.59	24.0	20.3	16.8	24.0	20.3	16.8	2.1	
平均值					45.3	35.1	24.1	45.3	35.1	24.1	2.3	
韶能股份	64	1.04	1.39	1.65	61.3	45.9	38.6	61.3	45.9	38.6	1.5	

资料来源：wind，华源证券研究所，可比公司盈利预测均来自于华源证券研究所，其中黔源电力、广西能源、中科环保 2024 年业绩为公告披露数据

6. 风险提示

- 1) 来水波动的风险，公司水电均为小水电，发电量受来水波动较大，若来水不及预期，可能导致公司水电盈利下滑；
- 2) 生物质燃料价格波动的风险，生物质机组燃料成本占比较高，若燃料成本涨价，可能导致生物质机组盈利下滑；
- 3) 纸制品销售量下滑的风险，公司纸餐具和原纸产品的销售量受市场环境的影响较大；
- 4) 新拓展项目存在不确定性，新能源项目获取存在不确定性。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	323	475	492	512
应收票据及账款	2,328	2,458	2,682	2,857
预付账款	93	108	112	116
其他应收款	51	97	101	105
存货	530	607	619	640
其他流动资产	47	102	106	110
流动资产总计	3,373	3,847	4,112	4,339
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	8,851	8,632	8,688	8,662
在建工程	119	359	300	300
无形资产	361	349	337	325
长期待摊费用	20	12	4	4
其他非流动资产	351	348	344	341
非流动资产合计	9,702	9,700	9,673	9,631
资产总计	13,074	13,547	13,785	13,971
短期借款	1,527	1,585	1,533	1,393
应付票据及账款	668	553	564	583
其他流动负债	1,324	1,605	1,631	1,686
流动负债合计	3,519	3,742	3,727	3,662
长期借款	4,638	4,777	4,883	4,958
其他非流动负债	306	306	306	306
非流动负债合计	4,943	5,082	5,189	5,264
负债合计	8,462	8,824	8,916	8,926
股本	1,081	1,081	1,081	1,081
资本公积	1,583	1,583	1,583	1,583
留存收益	1,618	1,722	1,861	2,026
归属母公司权益	4,282	4,386	4,525	4,690
少数股东权益	330	336	345	354
股东权益合计	4,612	4,722	4,869	5,045
负债和股东权益合计	13,074	13,547	13,785	13,971

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-282	53	89	118
折旧与摊销	634	602	627	642
财务费用	287	183	187	187
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-161	-157	-211	-133
其他经营现金流	14	66	66	66
经营性现金净流量	490	747	757	879
投资性现金净流量	-363	-608	-608	-608
筹资性现金净流量	-135	13	-132	-252
现金流量净额	-7	152	17	19

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,107	4,750	4,924	5,115
营业成本	3,783	4,108	4,192	4,333
税金及附加	42	48	50	52
销售费用	34	39	41	42
管理费用	203	214	187	194
研发费用	45	52	54	56
财务费用	287	183	187	187
资产减值损失	-60	-69	-72	-75
信用减值损失	-40	24	-39	-41
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	67	67	67	67
营业利润	-319	127	169	201
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	14	14	14	14
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-321	125	167	199
所得税	-39	15	20	24
净利润	-282	110	147	175
少数股东损益	-16	6	8	10
归属母公司股东净利润	-266	104	139	165
EPS(元)	-0.25	0.10	0.13	0.15

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	6.71%	15.67%	3.65%	3.89%
营业利润增长率	-251.98%	139.75%	32.82%	19.18%
归母净利润增长率	-258.25%	139.12%	33.20%	19.35%
经营现金流增长率	-8.83%	52.26%	1.44%	16.05%
盈利能力				
毛利率	7.89%	13.53%	14.87%	15.29%
净利率	-6.86%	2.32%	2.98%	3.43%
ROE	-6.21%	2.37%	3.06%	3.53%
ROA	-2.03%	0.77%	1.01%	1.18%
估值倍数				
P/E	-23.96	61.26	45.99	38.53
P/S	1.55	1.34	1.29	1.25
P/B	1.49	1.45	1.41	1.36
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	18	14	13	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。