

韶能股份

“瘦身强体”，业务转型中

000601

中性/首次评级

股价	2010-01-29
RMB6.09	

基础数据

总股本(百万股)	926
流通A股(百万股)	780
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	5069

财务数据

市净率(X)	2.07
TRACING P/E(X)*	-69.62
EPS(元)	0.06
股息率(%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

分析师

王爽

+755-82493570

wangshuang@lhq.com

周衍长

+755-82364464

zhouyc@lhq.com

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2246.5	1233.2	1620.0	2085.0	2192.0
(+/-%)	15.8	-32.0	-27.9	28.7	5.1
归属母公司净利润(百万元)	-83.9	58.5	50.4	179.3	242.4
(+/-%)	-192.2	-4.2	-39.9	255.7	35.2
EPS(元)	-0.09	0.06	0.05	0.19	0.26
P/E(倍)	-71.7	102.9	121.8	32.1	23.4

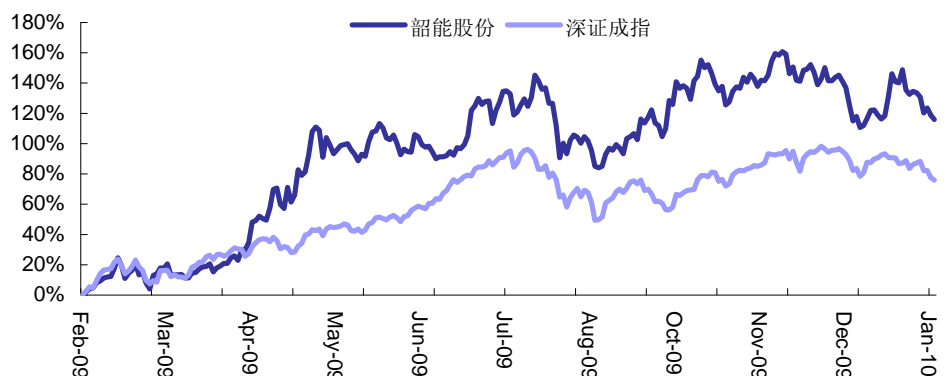
■ **“瘦身强体”，华丽转身指日可待。**公司通过前期多元化经营，培养了新的盈利增长点，目前正处于业务战略收缩和转型阶段。08-09年公司出售铝业、关停亏损火电机组等，09年上半年综合毛利率提高到31.2%。我们认为公司未来极有可能剥离水泥、齿轮及一些辅助贸易业务，届时公司将拥有更多的资源和精力进行精心耕耘电力主业，做大做强纸业。

■ **做大做强电力业务。**08-09年公司关停不良火电机组，不仅增强火电盈利能力，而且使目前水电装机容量占比提高到77.2%，极大增强了电力业务的盈利能力和稳定性，而CDM项目和火电增值税减半征收每年增加约6000万元净利润，更是锦上添花。公司具备独到的“地利”和“人和”优势进行新建或收购水电站；另外，建设生物质发电、存在参与核电投资的可能性将使公司进入新的发展轨道。

■ **重点培养优势纸业业务。**经过多年的磨合，纸业业务07年开始盈利。公司绿洲纸模产品以出口为主，具有较强盈利能力，09年上半年主营业务收入降低42.0%的情况下，实现利润总额却增加了49.8%。根据公司规划，公司将依托当地的竹林资源，做大做强纸业业务，将纸业业务打造成“竹—浆—纸”一体化模式，进入新的发展周期。

■ **估值与评级。**我们预测2009-2011年公司EPS分别为0.05、0.19、0.26元，目前股价对应的PE为122X、32X、23X。我们认为韶能股份存在较大的业绩改善空间，但改善过程需要2-3年的时间。鉴于目前价格偏高，首次给予“中性”评级。

最近52周股价表现



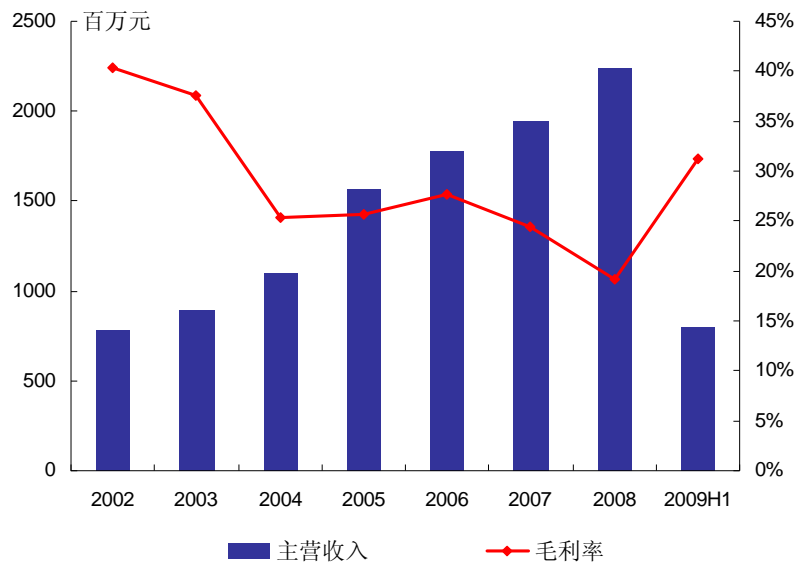
“瘦身强体”，业务转型中

公司通过前期多元化经营，培养了新的盈利增长点，目前正处于业务战略收缩和转型阶段。随着未来 2-3 年内转型完成，公司将迎来发展新契机。

2008-2009 年公司进行一系列的不良资产剥离，包括出售铝业、关停亏损火电机组等，并取得良好成果，2009 年上半年公司综合毛利率达到了 31.2%。在公司实施做大做强电力产业的发展策略背景下，我们认为未来公司极有可能逐步剥离水泥、机械齿轮及一些辅助贸易业务。

随着上述资产的剥离或出售，公司将拥有更多的资源和精力进行精心耕耘优势产业，如电力和纸业。充分发挥自身优势，重点开发水电，适度发展火电；结合本地资源，进入新能源电力；同时，依托当地竹林资源和差异化经营优势，做大做强纸业。

图 1、历年主要业务占总收入比例



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

“瘦身”有道

公司于 1996 年以整体打包上市，上市之初就涉及非电业务。作为国有控股企业，在国家进行国有企业改革时期，承担了一定的历史使命，同时公司也进行多元化发展尝试，相继发展了铝、造纸、齿轮业务以及相关的贸易业务，然而多元化发展道路并非一帆风顺，铝业自建成投产以来连续亏损。但公司通过多元化发展的尝试，培养了优势纸业业务，而随着优势业务确立，目前进行业务战略收缩和转型，2008 年铝业业务退出是业务战略收缩和转型的第一步。

关停部分火电机组和出售铝业，每年可以减少约 4500 万元利润损失

剥离不良火电资产。由于历史原因以及经营环境的变化，导致公司 9 号机组和辰森电厂连年亏损，08-09 年关闭该两座电厂，极大地提高了公司电力资产盈利能力。2008 年公司控股 50% 的 9 号机组合营公司亏损 1.0 亿元，2008 年底进行关停该机组。另外，2009 年转让了 2005 年以来一直亏损的辰森综合利用电厂

机组容量并关停。该两座电厂的关停可使公司未来每年减少约 3000 万元的利润损失。

退出铝业业务。公司铝业于 2003 年建成投产，在 5 年时间内累计投资 1.4 亿元，至 2009 年 5 月净资产为 6400 万元，平均每年亏损约 1500 万元。随着该部分业务于 2009 年出售，公司未来每年可以减少约 1500 万元的利润损失。

退出水泥、机械齿轮业务将使公司集中精力和资金做大做强优势业务。

择机退出机械齿轮和水泥业务。历年来，公司机械齿轮、水泥业务盈利能力较为稳定。我们认为公司在做大做强电力业务的经营战略背景下，未来对该两项业务进行大规模产能扩张可能性较小，以技改为主。在经营环境恶化或在条件适当时候，极有可能退出该两项业务。另外，公司三江水泥设备老旧，经营状况不理想，曾经于 2007 年出租经营性资产，我们预计该部分资产即将被剥离。

表 1、公司多元化发展进程

时间	业务开展
1996 年	整体上市中包含水泥业务
业务拓展	
1998 年	重组韶关宏大齿轮
2000 年	投资参股广东东方铝业科技
2000 年	投资控股广东广之联商用设施配销公司
2001 年	组建广东绿洲纸模包装制品公司
2001 年	独资建设乐昌铝制品厂
2004 年	重组韶关昌山水泥厂
2005 年	重组南雄市珠玑纸业
业务剥离	
2007 年	出租三江水泥所有的生产及附属设施，并于 2008 年 1 月 1 日解除
2008 年	转让广东广之联商用设施配销公司股权
2008 年	出租乐昌兆盈公司所有经营性资产
2008 年	关停 9 号机组
2008 年	关停辰森综合利用电厂
2009 年	出售乐昌兆盈公司固定资产
2009 年	转让辰森综合利用电厂

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

“强体”有序

做大做强电力业务。公司地处广东北部、湖南南部和江西西部接壤区，该三个地区水电资源非常丰富，使公司拥有得天独厚的地利优势进行新建或收购水电站，而回归主业的战略将使公司有更多的资源和精力进行做大做强水电业务。另外，结合韶关市林业、农业资源，公司将开展生物质发电业务。

大力发展优势纸业业务。经过多年磨合和精心培育，公司纸业业务盈利能力逐年提高（09 年上半年例外），该业务从 2007 年开始盈利。根据公司规划，公司将依托当地的竹林资源，积极进行技改和产能扩张，以绿洲纸模为主要平台，将纸业业务打造成“竹—浆—纸”一体化模式。

图 2、主要业务历年毛利率情况

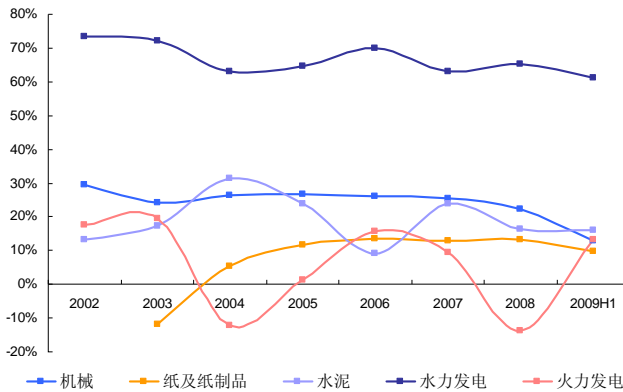
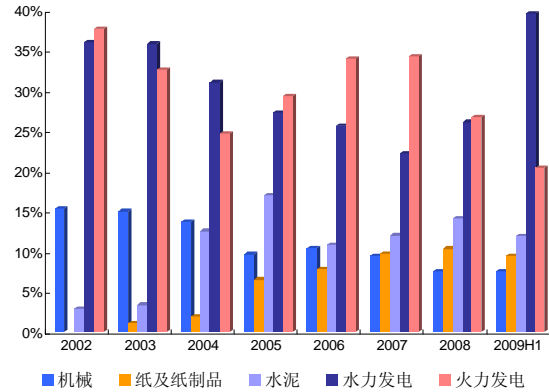


图 3、主要业务收入占总收入比例



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

电力业务：做大做强

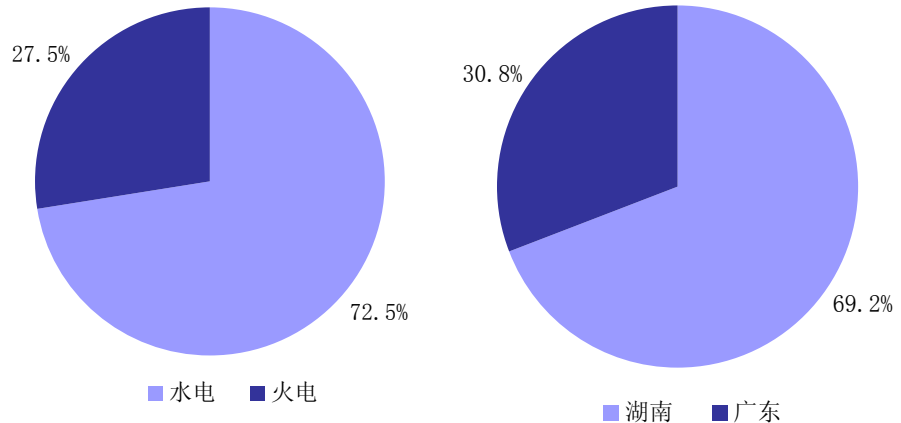
电力是公司的主导业务，目前在役机组装机容量为 87.37 万千瓦，其中水电和火电装机容量分别为 63.37 和 24.00 万千瓦，分布于湖南省的水电和火电容量分别为 36.45 和 24.00 万千瓦，分布于广东韶关的水电装机容量为 26.92 万千瓦。

表 2、公司电力资产情况

电站	所属区域	投产时间	机组类型	装机容量	权益比例
在役机组					
孟洲坝发电厂	广东省韶关市	1998 年	水电	4.80	100.00%
钓鱼台水电站	广东省韶关市	2005 年	水电	2.50	100.00%
横溪水电站	广东省韶关市	1999 年	水电	5.00	100.00%
银溪水电站	广东省韶关市	2003 年	水电	2.40	100.00%
大小转水电站	广东省韶关市	2002 年	水电	0.40	100.00%
金盘电站	广东省韶关市	2003 年	水电	0.16	80.00%
濠湮水电站	广东省韶关市	2000 年	水电	5.00	100.00%
长安水电站	广东省韶关市	2001 年	水电	1.32	100.00%
富湾水电站	广东省韶关市	2005 年	水电	1.20	100.00%
雄州水电分公司	广东省韶关市	2005 年	水电	1.64	100.00%
长潭水电站	广东省韶关市	2002 年	水电	0.50	100.00%
溢洲水电站	广东省韶关市	2007 年	水电	2.00	90.00%
遥田水电站	湖南省耒阳市	2003 年	水电	5.00	68.08%
耒中水电站	湖南省耒阳市	2001 年	水电	4.05	86.92%
翠江水力	湖南省郴州市	2003 年	水电	2.79	82.00%
波水电站	湖南省资兴市	2008 年	水电	0.70	100.00%
大沱潭水电站	湖南省辰溪县	2009 年	水电	20.00	65.00%
上堡水电站	湖南省耒阳市	2008 年	水电	1.41	100.00%
太洲水电站	湖南永州市	2009 年	水电	2.50	64.00%
耒杨综合利用发电厂	湖南省耒阳市	2006 年	火电	12.00	100.00%
张家界市桑梓综合利用发电厂	湖南省桑植县	2007-2009 年	火电	12.00	85.00%
合计				87.37	

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

图 4、公司电力资产分布



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

水电：核心竞争力来源

公司水电资产主要分布于韶关的乌江、浈江、杨溪水和北江流域，以及湖南省南部的耒水流域和西部沅水流域(大沱潭水电站)。公司水电站以中小电站为主，小水电受惠于国家政策鼓励，增值税按 6%征收，小水电销售电价未来有望得到更进一步的提高。公司小水电业务一直以来具有较强的盈利能力，也是公司最主要的利润来源，在来水正常的情况下，基本上能保持 65%以上的毛利率。

公司小水受惠国家政策扶持，在来水正常的情况下，基本上能保持 65%以上的毛利率。

大沱潭水电站装机容量 20 万千瓦，占公司水电总装机容量比例为 31.56%，是沅水干流梯级开发的第八级电站，具备较公司其他水电站更好的调节能力，有着较好的盈利能力。随着大沱潭电站机组的全部投产，将大大增强公司水电稳定的盈利能力。预计 2010 年开始每年将可以贡献 3000 多万元的净利润。

公司于 2001 年重组耒阳市遥田水电站，并取得耒阳市电网资产。经过多年发展，公司在耒阳市电力资产共 22.46 万千瓦，拥有耒阳市电网 50%的权益。由于拥有自有电网，能够优先保证所发电量的销售，尤其是保证耒杨综合利用发电厂充分出力，并可以根据需求在一定范围内调控上网价格的能力。另外，作为电网资产，它将充分受益于当地经济发展所带来的售电量增长，从而增加了电网营业收入和营业利润。

未来发展：收购与新建并举

湖南和韶关地区拥有丰富的水能资源，已投产的中小电站数量众多，公司地处粤北，公司具备独到的“地利”和“人和”优势进行新建或收购水电站。公司目前在建水电站项目有三个，合计装机容量为 4.6 万千瓦。拟开发项目还包括乐昌峡 12 万千瓦以及湖南和江西等一些项目。

公司地处粤北，公司具备独到的“地利”和“人和”优势进行新建或收购水电站。

表 3、公司在建水电资产情况

电站	所属区域	投产时间	机组类型	装机容量
湾头水电站(收购)	广东省韶关	2010年初	水电	3.00
厢廊水电站	广东省韶关	筹建	水电	1.60
合计				4.60

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

广东省水能资源丰富，目前广东省以及韶关市地区的小水电资源基本上已开发殆尽，因此公司在本地新建小水电站步伐或将趋缓。然而广东省小水电站收购资源丰富，给公司提供足够的重组收购机会。广东省农村水电站可开发量 685 万千瓦，截至 2008 年广东省小水电站装机容量已经达到 615 万千瓦，共建成小水电站共建成 9336 座，居全国第一。韶关市中小水电站经济可开发量为 169.92 万千瓦，预计 2010 年全市的中小水电站装机容量将达到 159.85 万千瓦。

公司湖南的小水电开发立足于南部，向西部扩展，未来发展仍值得期待。湖南省 5km 以上的河流有 5341 条，中小水电站 4000 多座。湖南省湘、资、沅、澧水等流域干支流中 10 万千瓦以下的中小水电站可开发量为 683 万千瓦，截至 2007 年底，小水电装机规模为 371.7 万千瓦，开发程度为 54.4%。湖南小水电的开发空间依旧广阔。

表 4、水电资产重组收购情况

时间	所收购电站
1997 年	收购韶关市孟洲坝水电站
2000 年	收购南雄市市属 4 座骨干水电站；重组并承建大小转和金盘水水电站
2002 年	重组遥田水电站、重组并承建耒阳市耒中水电站
2003 年	收购湖南郴州市苏仙区石面坦电站
2004 年	收购资兴市波水发电
2005 年	重组收购杨溪、杨溪口水电站
2006 年	重组收购溢州水电站

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

CDM 项目收入贡献利润

2010-2012 年，CDM 项目收入每年可贡献利润 3000 万元左右

公司作为横跨湘、粤两省以经营水电为主营业务的上市公司，具备发展 CDM 项目的独特资源优势。公司的大泮潭、溢洲和上堡水电站在联合国气候变化框架公约（UNFCCC）执行理事会（EB）成功注册，公司可获取收益约为 3000 万元。预计 CDM 项目收入将于 2010 年开始实现，持续至 2012 年。

火电：增值税减半征收即将成行

公司所属的张家界市桑梓和耒杨电厂充分利用当地煤炭资源，采用环保循环硫化床锅炉机组，发电所需燃料部分为煤矸石，为国家政策鼓励的火电项目。公司正在争取煤矸石发电增值税减半征收的认证工作，如果认证成功，按照两座电厂 24 万千瓦机组年收入 4.0 亿元计算，可以贡献净利润 2600 万元左右。

假如增值税减半增收认证完成，可贡献净利润约 2600 万元

张家界市桑梓电厂另外一台装机 6 万千瓦的机组投产将带来显著的规模效益。公司耒杨电厂依托公司自营电网的优势，出力能力得到保证，09 年上半年没有受金融危机电力压负荷的影响，从而保证其较强盈利能力。另外，2008 年公司集中剥离不良火电资产，关停 9 号机组和辰森电厂，使公司火电业务资产结构得到进一步优化，火电盈利能力得到大幅提升。2008 年公司控股 50% 的 9 号机组合营公司亏损 1.0 亿元，2008 年底进行关停该机组。2009 年转让了 2005 年以来一直亏损的辰森综合利用电厂。该两座电厂的关停可使公司未来每年减少约 4000 万元的利润损失。

生物质发电：新的增长空间

韶关市属粤北山区市，农业和林业资源非常丰富。公司在做大做强传统电力业务外，充分利用韶关农业和林业资源，发展生物质发电。目前该项目总装机容量为 12 万千瓦，一期项目为 6 万千瓦，目前处于前期准备阶段，预计 2010 年内开工建设。

韶关市位处粤北山区，农业、林业资源丰富，发展生物质发电条件优越

韶关是我国重点林区，全市土地面积 18463 平方公里，森林覆盖率达 68.9%，活立木总蓄积量 6524 万立方米。韶关农业优势明显，气候资源优越，随着近几年加强了农业农村基础设施的建设，农业生产持续增长，形成了蔬菜、优质稻、优质畜禽、优质鱼、特色水果、竹类、烟叶等七大农业主导产业。2008 年全市粮食种植面积 235.09 万亩，总产量 84.46 万吨。其中，优质稻种植面积 84.74 万亩，总产量 38.94 万吨；花生种植面积 60.32 万亩，总产量 10.11 万吨；全市毛竹林面积增加到 100 多万亩，丛生竹林发展到 60 多万亩，全市烟叶面积发展到 21.11 万亩，产量达到 2.88 万吨。

核电：存在参与投资的机会

韶关核电项目是广东省“十一五”规划的重点前期预备项目之一，是广东首个内陆核电项目，预计投资 560 亿元，总装机容量达 500 万千瓦。该核电项目位于韶关市曲江区白土镇，离韶关市区中心约三十公里。目前该项目已经进入前期准备开发阶段，但截至目前还未有股权比例划分的定论。另外，为配合该核电站进行调峰，韶关市新丰县规划建设 240 万千瓦的抽水蓄能电站。根据目前核电经营模式来看，核电站所在的当地政府或电力企业往往有机会参股核电经营。我们认为韶能股份作为当地唯一的电力上市公司，存在参股核电或抽水蓄能电站建设的可能性。但核电工程项目建设周期较长，一般为 5 年左右，因此即使参股核电建设，对公司近 4-5 年的业绩影响较小。

表 5、当地电力上市公司参股核电项目情况

核电项目	当地电力上市公司	参股比例
安徽芜湖	皖能电力	15%
安徽吉阳	皖能电力	49%
江西彭泽	赣能股份	20%
福建宁德核电配套抽水蓄能电站	闽东电力	40%

数据来源：联合证券研究所。

非电力业务：有所为，有所不为

公司通过前几年的多元化拓展，培育了新的盈利增长点。随着将纸业业务作为重点培养业务的战略确立，目前公司进行战略收缩业务，2008 年铝业业务退出是业务战略收缩的第一步。在做大做强电力，精心培育纸业的战略背景下，公司的水泥、机械齿轮以及相关贸易服务业务将逐步退出。

水泥：长期发展堪忧，短期或可保持稳定盈利，

2007-2008 年公司水泥业务净利润分别为 3000 和 2000 万元左右，盈利能力较强。我们预计公司水泥业务在未来 2-3 年内能够继续保持良好的经营态势，但 2012 年以后，当地水泥项目大量建设及投产，届时区域水泥竞争加剧，公司水泥

业务经营面临严重的考验，其发展前景堪忧。我们认为在公司突出电力业务经营策略下，水泥业务在面临严峻的考验之前将会被剥离。

2-3 年内有望保持现有盈利水平

公司水泥资产包括韶关市三江水泥厂和韶关市昌泥建材公司，公司分别控股 88.23%和 75%。三江水泥是一家老立窑水泥企业，目前拥有有两条直径为 3.2 米的老式立窑水泥生产线，年生产能力 30 万吨。昌泥建材乐昌市的重点支柱企业，目前拥有一条日产 2500 吨熟料新型干法旋窑水泥，规模在粤北地区最大，于 2005 年 6 月投入运行。

韶关市拥有丰富的生产水泥所需的石灰石，公司的水泥业务具备原材料价格低，运输成本地等低成本经营优势。并且公司水泥生产利用煤矸石、粉煤灰、冶炼废渣等废弃物固体工业废渣生产水泥产品，符合广东省、国家税务局等四部门颁布的减免税政策，还可享受享有免征增值税的税收优惠政策。另外，公司昌山水泥已经建设余热发电项目，充分利用水泥生产过程中的低余热发电。该项目建成后，年产值 1500 万元，可实现利润 600 多万元。

预计未来 2-3 年内，韶关市水泥需求维持高位，水泥业务盈利能力保持稳定

由于水泥销售的辐射带效应和运输成本限制，公司水泥业务集中于韶关地区。作为华南地区重要的交通枢纽，韶关市未来 2-3 年内，建设工程以及交通建设的水泥需求依旧旺盛。在当地水泥产能未大幅扩张的情况下，我们认为公司水泥业务在未来 2-3 年内依旧能保持良好的态势。

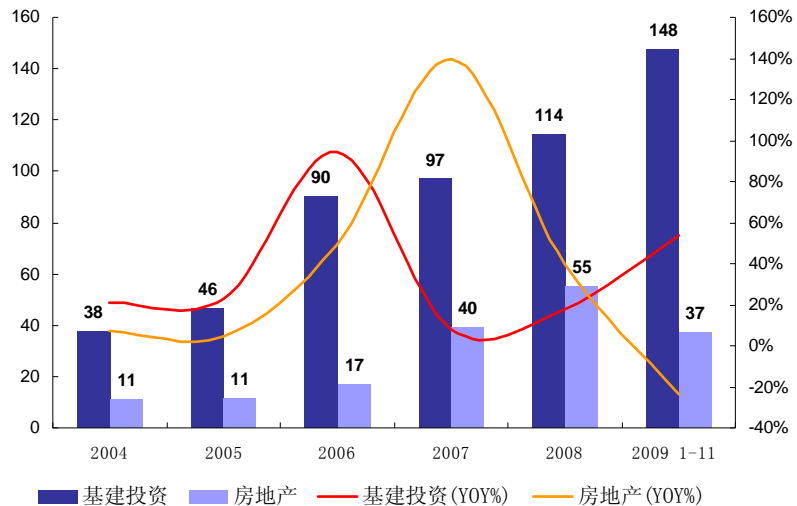
表 6、韶关市近期交通规划建设重点项目

项目名称	建设标准	规模（公里）	投资（亿元）	投产时间
韶赣高速	高速公路	125	68	2008-2010
大广高速公路新丰段	高速公路	40	21.6	2009-2011
韶关至乐昌（含环城高速）	高速公路	150	85	2010-2012
韶赣铁路	铁路	117	40	2009-2011
国省道公路改建	一、二级公路	800	34.7	2010 年底
农村公路建设	三、四级公路	2500	18.5	2010 年底

数据来源：韶关市发改委，联合证券研究所。

图 5、韶关市固定资产投资

亿元



数据来源：韶关市统计局，联合证券研究所。

长期发展堪忧

随着广东水泥工业逐渐转移，预计 2012 年后韶关市水泥产能将进入爆发式增长态势，而本地水泥需求未能大幅度增长的情况下，公司水泥业务将面临严重的考验，因此，选择退出该行业将是较为明智的策略。

预计 2012 年后韶关市水泥产能急剧扩张，公司水泥业务将面临严重的考验

广东已明确淘汰落后水泥产能一揽子计划，到 2010 年，珠三角地区落后水泥产能要全部淘汰。广东省水泥工业今后将向东北山区转移，集中在清远市和韶关市，到 2015 年这两个地区新型的水泥产能将占全省比重的 37.98%。根据《韶关市水泥工业专项发展规划（2009-2015）》，政府将加大新型干法水泥生产能力的投资力度，同时加快淘汰落后的立窑水泥产能的步伐，至 2015 年全市将全部淘汰立窑水泥生产工艺，实现新型干法水泥熟料总产能达 3000 万吨，水泥产能达到 3480 万吨。例如，台湾水泥集团的 4 条 600 万吨水泥生产线和越秀集团 2 条 200 万吨水泥生产线都进入环评、立项程序。

纸业：依托当地资源，做大做强

纸业业务经过多年磨合和培育，2007 年开始盈利。

公司纸业业务包括珠玑纸业和绿洲纸模公司，自 2003 年开展纸业业务，经过多年的磨合和精心培育，公司纸业业务从 2007 年开始盈利。珠玑纸业属于传统纸业业务，其盈利能力容易受国内经济 and 市场需求影响，具有一定的不稳定性。绿洲纸模主要生产一次性可降解环保纸餐具，产品以出口为主，具有较强的成本、技术、规模优势，体现其较强的盈利能力，09 年上半年主营业务收入降低 42.0% 的情况下，实现利润总额却增加了 49.8%。根据公司规划，公司将依托当地的竹林资源，做大做强纸业业务。以绿洲纸模为业务平台，扩大产能规模，珠玑纸业专门提供纸浆，将纸业业务打造成一体化模式。

绿洲纸模和珠玑纸业都位于南雄市，而南雄市作为一个山区市，林木资源非常丰富，其中毛竹 45 万亩，黄竹和泥竹等丛生竹 15 万亩；现有活立毛竹储量 5000 多万条，年伐量超过 25 万吨。绿洲纸模和珠玑纸业作为南雄市龙头企业，为促进当地经济以及增加就业，政府对企业的发展给予充分支持，在政府引导下，两企业积极进行技改扩产。

珠玑纸业拥有年产 3 万吨纸张生产能力，生产“珠玑牌”高级文化用纸、办公用纸和工业用纸等系列产品。优质胶版纸和静电复印纸是广东省出版局教科书用纸和省政府直属机关单位办公用纸的指定生产厂家，牛皮纸占据广东大部分市场。

绿洲纸模公司的技术、成本、规模优势明显，产能扩张后将成为公司重要的盈利增长点

绿洲纸模公司主要产品为一次性可降解环保纸餐具，拥有共 10 条半自动纸餐具生产线和两条国内先进水平工业包装生产线，年产量超过 3 亿件纸餐具、2000 吨纸浆模塑工业包装制品。公司的生产规模和技术在国内同行业属于绝对领先地位，纸餐具产品产销量连续多年居于全国第一，产值超国内同行企业第二位过一倍。公司将进行全自动纸餐具生产设备扩产升级技术改造项目、模具及加热底板技术升级技术改造，技改投产后该企业产值可达 5 亿元，预计 2012 年底可建成。

机械齿轮：收入和利润保持稳定

宏大齿轮主导产品是中型载重汽车变速器，客车变速器，变速器及后桥齿轮配件，轿车后桥总成，拖拉机齿轮。出口产品主要有中型载重汽车后桥螺旋锥齿轮，变速器齿轮和拖拉机齿轮，目前约 50% 的产品出口。宏大公司是国家 863 计划 CIMS 应用示范企业，国内主要客户为东风汽车、江淮契合、扬州亚星、金龙联合、常州依维柯客车等。最近公司已为广汽集团试制一种新的变速箱，有望在第三季度进行小批量生产。国外主要客户为世界 500 强之一的美国伊顿公司、世界上最大农用机械生产商美国迪尔公司等，其出口业务从 2003 年约 100 万美元，增加到 08 年约 1000 万美元，4 年间出口业务保持高速增长。

随着国家对汽车零部件出口业务的鼓励和扶持力度的增强，以及国外汽车行业的复苏带来汽车配件出口需求增长，预计该业务毛利率有望恢复至 23% 左右。另外，从 2005 年开始至今，该业务收入和业务规模保持稳定状态。我们认为在公司实行做大做强电力主业的战略背景下，为集中精力和资金，公司在适当时机退出该业务。

盈利预测与估值

盈利预测

主要假设：

水电：2010-2011 年正常来水；

火电：2011 年公司综合利用电厂增值税减半征收；

CDM：2010-2011 年 CDM 项目收入分别为 3000 万元；

估值与评级

我们预测 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.05、0.19、0.26 元，目前股价对应的 PE 为 122X、32X、23X。我们认为韶能股份存在较大的业绩改善空间，但改善过程需要 2-3 年的时间。鉴于目前价格偏高，首次给予“中性”评级。

表 7、分业务盈利预测
百万元

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
水力发电					
营业收入	430.1	586.4	520.0	650.0	700.0
毛利率	63.2%	65.2%	58.00%	64.00%	65.00%
火力发电					
营业收入	665.2	600.2	380.0	420.0	430.0
毛利率	9.4%	-13.8%	14.00%	15.00%	24.00%
变速箱、齿轮					
营业收入	182.7	170.3	120.0	185.0	190.0
毛利率	25.3%	22.4%	15.00%	22.00%	22.00%
纸业					
营业收入	188.3	232.7	190.0	260.0	300.0
毛利率	12.8%	13.3%	11.00%	15.00%	18.00%
水泥					
营业收入	233.1	317.8	200.0	300.0	300.0
毛利率	23.8%	16.4%	17.00%	17.00%	17.00%
贸易及服务					
营业收入	124.5	243.9	200.0	240.0	240.0
毛利率	7.2%	5.1%	5.00%	5.00%	5.00%
其它					
营业收入	22.5	30.5	30.0	30.0	32.0
毛利率	33.9%	12.2%	25.0%	25.0%	25.0%
合计					
营业收入	1940.5	2246.5	1620.0	2085.0	2192.0
营业成本	1466.9	1817.3	1222.6	1439.6	1472.9
毛利率	24.41%	19.11%	27.42%	30.18%	33.07%

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

风险提示

来水情况不如预期

公司中小水电装机容量占电力装机容量的 72%左右，属于径流式水电站，无调节能力，而水电业务是公司最主要的利润来源，因此公司盈利状况受来水丰枯影响比较明显。

外围经济情况影响部分非电业务

公司的机械齿轮、纸业业务的部分产品出口，国外经济调整引起市场需求变化影响公司出口产品的盈利能力。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	776	778	1002	1331	营业收入	2246	1620	2085	2192
现金	180	386	506	818	营业成本	1817	1176	1456	1467
应收账款	266	185	238	250	营业税金及附加	11	8	10	11
其他应收款	52	38	49	52	营业费用	65	37	46	46
预付账款	113	71	87	88	管理费用	156	107	131	132
存货	151	88	109	110	财务费用	225	225	214	225
其他流动资产	13	11	13	14	资产减值损失	38	0	0	0
非流动资产	7466	7290	7200	7193	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	2	2	2	投资净收益	-42	0	0	0
固定资产	6334	6354	6329	6298	营业利润	-108	67	228	312
无形资产	117	117	118	120	营业外收入	27	15	50	60
其他非流动资产	1013	818	751	774	营业外支出	25	7	10	10
资产总计	8241	8069	8202	8525	利润总额	-106	75	268	362
流动负债	871	650	591	651	所得税	19	19	67	90
短期借款	152	0	0	0	净利润	-125	56	201	271
应付账款	188	106	131	132	少数股东损益	-41	6	21	29
其他流动负债	531	544	460	519	归属母公司净利润	-84	50	179	242
非流动负债	4221	4214	4205	4196	EBITDA	118	619	785	896
长期借款	3614	3614	3614	3614	EPS (元)	-0.09	0.05	0.19	0.26
其他非流动负债	607	600	591	582					
负债合计	5092	4864	4796	4847					
少数股东权益	303	309	331	360					
股本	926	926	926	926					
资本公积	1447	1447	1447	1447					
留存收益	473	523	702	945					
归属母公司股东权益	2846	2896	3075	3318					
负债和股东权益	8241	8069	8202	8525					

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	519	740	752	900
净利润	-125	56	201	271
折旧摊销	0	327	344	360
财务费用	225	225	214	225
投资损失	42	0	0	0
营运资金变动	0	143	-10	43
其他经营现金流	377	-12	3	1
投资活动现金流	-965	-152	-253	-354
资本支出	922	150	250	350
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-44	-2	-3	-4
筹资活动现金流	240	-382	-380	-234
短期借款	-253	-152	0	0
长期借款	620	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-126	-229	-380	-234
现金净增加额	-206	206	120	312

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	15.8%	-27.9%	28.7%	5.1%
营业利润	-193.6%	-37.5%	238.5%	37.0%
归属于母公司净利润	-192.2%	-39.9%	255.7%	35.2%
获利能力				
毛利率(%)	19.1%	27.4%	30.2%	33.1%
净利率(%)	-3.7%	3.1%	8.6%	11.1%
ROE(%)	-2.9%	1.7%	5.8%	7.3%
ROIC(%)	1.8%	3.0%	4.6%	5.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.8%	60.3%	58.5%	56.9%
净负债比率(%)	78.87%	79.45%	77.45%	76.63%
流动比率	0.89	1.20	1.70	2.04
速动比率	0.72	1.06	1.51	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.20	0.26	0.26
应收账款周转率	8	7	9	9
应付账款周转率	11.38	8.00	12.29	11.15
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.09	0.05	0.19	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.80	0.81	0.97
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.13	3.32	3.58
估值比率				
P/E	-32.89	54.73	15.39	11.38
P/B	0.97	0.95	0.90	0.83
EV/EBITDA	64	12	10	8

数据来源：联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。