

韶能股份 (000601)

买入 / 上调评级

股价：RMB4.44

分析师

王爽

SAC 执业证书编号：S1000207110112

联系人

周衍长

+755-82364464 zhouyc@lhzq.com

生物质发电，开始“二次创业”

—非公开发行股票预案及业绩预增公告点评

- **预计上半年净利润同比大幅增长 100%以上。**2010 年上半年公司预计实现归属上市公司净利润 8200-8500 万元，同比增长 100%-107%，基本符合我们预期。业绩大幅增长的主要原因来自：1、公司韶关市内水电站所属地区来水量有大幅增长，且较为均匀；2、所属非电力企业生产经营恢复性增长，经营效益有所改善，如水泥、机械等业务。
- **《非公开发行股票预案》。**本次非公开发行股票数量不超过 15500 万股，发行价格不低于 4.05 元/股，募集资金在扣除发行费用后预计不超过 62775 万元。其中，55054 万元投资于广东省韶关市 2×30MW 生物质发电项目，7721 万元偿还银行借款。
- **生物质发电开辟新的增长空间。**资源的稀缺以及国家产业政策限制导致公司在传统电力业务上增长能力受限，而此次进入生物质发电领域将是公司“二次创业”的新起点。韶关市属粤北山区，是我国重点林区，农业和林业资源非常丰富。而公司作为韶关市唯一一家电力上市公司，未来在生物质发电方面具备广阔的发展空间。经过我们测算，此次生物质发电项目在谨慎假设（利用小时为 6000 小时，燃料成本为 400 元/吨）情况下，我们预计该项目净利润在 4500 万元左右。
- **“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，包括 08-09 年公司出售铝业、关停亏损火电机组，10 年进入生物质发电等。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。
- **上调评级。**暂不考虑生物质发电项目的影响，在来水正常情况下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.20、0.27、0.31 元，目前股价对应的 PE 为 22.8、16.3、14.3 倍。从 PB 估值水平来看，公司目前 PB 为 1.43 倍，远低于水电行业的主流上市公司，如桂冠电力、川投能源、长江电力等。考虑到公司在生物质发电方面广阔的发展空间以及 PB 估值处于行业中最低水平，我们上调公司评级至“买入”评级。

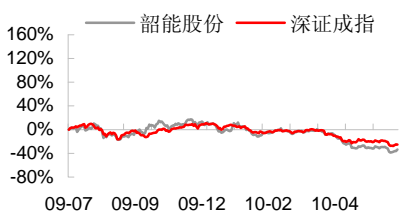
相关研究

公司研究-韶能股份(000601)100129：“瘦身强体”，业务转型中（中性）

基础数据

总股本(百万股)	926
流通 A 股(百万股)	831
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)	3689

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1683.2	456.8	2075.0	2222.0	2353.0
(+/-%)	-25.1	25.4	23.3	7.1	5.9
归属母公司净利润(百万元)	40.0	-4.9	180.6	251.4	287.8
(+/-%)	147.7	57.8	351.4	39.2	14.5
EPS(元)	0.04	-0.01	0.20	0.27	0.31
P/E(倍)	102.7	-846.0	22.8	16.3	14.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

“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。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，大力开发新能源电力；同时，依托当地竹林资源和差异化经营优势，做大做强纸业。

生物质发电开辟新的增长空间

韶关市属粤北山区，是我国重点林区，农业和林业资源非常丰富，生物质发电燃料充足。而公司作为韶关市唯一一家电力上市公司，未来在生物质发电方面具备广阔的发展空间。

公司生物质 2×30MW 发电厂年燃用生物质燃料 30.66 万吨，而按厂址 50 公里收集半径计算，主要生物质燃料可供量每年可以达到 73.59 万吨，燃料保障倍数为 2.4 倍。短期而言，公司在该区域开发建设生物质发电二期项目是完全有可能的。另外，厂址 50 公里半径内林业采伐和木材加工废弃物、林下草灌植物和农作物秸秆等生物质资源总量就有 343.82 万吨，公司生物质发电业务长期增长空间值得遐想。

盈利预测

在谨慎假设（利用小时为 6000 小时、燃料单位成本为 400 元/吨）情况下，我们测算公司该项目的净利润为 4500 万元。燃料单位成本每下降 10 元/吨，净利润提高 250 万元左右；利用小时每提高 100 小时，净利润提高 250 万元左右。

表 1 生物质发电项目盈利预测

项目	参数值
利用小时	6000 小时
厂电利用率	13%
上网电价	0.693 元/千瓦时(2005 年广东火电标杆上网电价 0.4430 元/千瓦时、 补贴电价为 0.25 元/千瓦时)
资本金比例	100%
燃料单位成本	400 元/吨
折旧年限	20 年
人工及维修成本	700 万元/年

利润总额	6000 万元
所得税率	25%
净利润	4500 万元

资料来源：华泰联合证券研究所。

表 2 敏感性分析

	万元				
利用小时 燃料单位成本	6000	6200	6400	6600	6800
400	4500	5000	5600	6100	6600
380	4900	5500	6000	6600	7100
360	5400	5900	6500	7000	7600
340	5900	6400	6900	7500	8000
320	6300	6900	7400	8000	8500

资料来源：华泰联合证券研究所。

原有业务提供业绩保证

传统电力业务业绩仍有增长空间

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（大猷潭水电站）。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% 左右的毛利率。公司的大猷潭、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。

公司所属的张家界市桑梓和耒杨火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。2009 年公司火电实现净利润为 2306 万元。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 5.0 亿元计算，可以增加净利润 3250 万元左右。

非电力业务贡献稳定利润

未来 2-3 年内，水泥业务业绩将依旧亮丽

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。

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。

纸业：依托当地资源，做大做强

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。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。

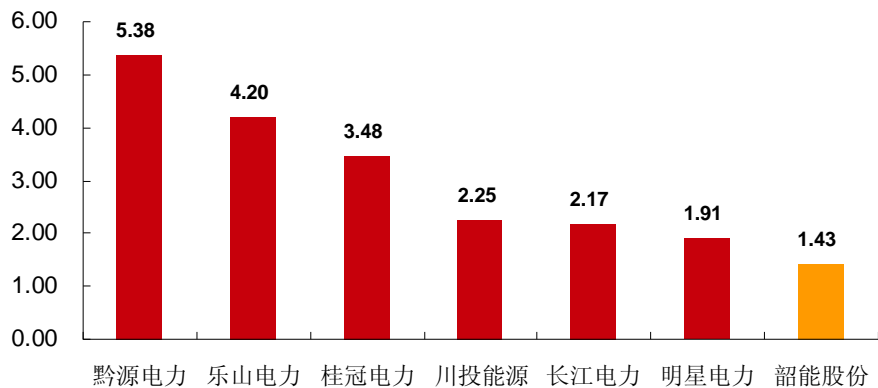
机械齿轮：稳定的收入和利润

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。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 22% 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。

盈利预测与估值

暂不考虑生物质发电项目的影响，在来水正常情况下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.20、0.27、0.31 元，目前股价对应的 PE 为 22.8、16.3、14.3 倍。从 PB 估值水平来看，公司目前 PB 为 1.43 倍，远低于水电行业的主流上市公司，如桂冠电力、川投能源、长江电力。考虑到公司在生物质发电方面广阔的发展空间以及 PB 估值处于行业中最低水平，我们上调公司评级至“增持”评级。

图 1 水电上市公司最新 PB 估值水平



资料来源：华泰联合证券研究所。

表 2 分业务盈利预测
百万元

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
水力发电					
营业收入	430.1	586.4	565.8	650.0	700.0
毛利率	63.2%	65.2%	56.5%	64.0%	65.0%
火力发电					
营业收入	665.2	600.2	393.1	510.0	510.0
毛利率	9.4%	-13.8%	16.1%	17.00%	24.00%
变速箱、齿轮					
营业收入	182.7	170.3	142.7	185.0	190.0
毛利率	25.3%	22.4%	18.5%	22.0%	22.0%
纸业					
营业收入	188.3	232.7	165.8	200.0	250.0
毛利率	12.8%	13.3%	9.1%	12.0%	16.0%
水泥					
营业收入	233.1	317.8	219.9	280.0	300.0
毛利率	23.8%	16.4%	10.5%	15.00%	16.00%
贸易及服务					
营业收入	124.5	243.9	184.4	220.0	240.0
毛利率	7.2%	5.1%	5.4%	5.4%	5.4%
其它					
营业收入	22.5	30.5	20.1	30.0	32.0
毛利率	33.9%	12.2%	8.1%	25.0%	25.0%
合计					
营业收入	1940.5	2246.5	1663.1	2075.0	2222.0
营业成本	1466.9	1817.3	1201.6	1446.2	1493.8
毛利率	24.4%	19.1%	27.7%	30.3%	32.8%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

风险提示

- 1、公司水电大部分为径流式水电站，调节能力较弱，公司业绩受来水情况影响较大。
- 2、公司生物质发电投产时间延后影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	839	1173	1472	1880	营业收入	1683	2075	2222	2353
现金	249	680	952	1332	营业成本	1220	1446	1494	1562
应收账款	274	237	253	268	营业税金及附加	9	10	11	12
其他应收款	57	49	52	55	营业费用	43	48	49	49
预付账款	93	87	90	94	管理费用	132	137	140	141
存货	141	108	112	117	财务费用	232	221	203	210
其他流动资产	24	12	13	14	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	7606	7390	7272	7245	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	-0	0	0	0
固定资产	7173	6940	6736	6578	营业利润	30	213	325	379
无形资产	121	121	122	124	营业外收入	29	64	60	60
其他非流动资产	311	328	412	541	营业外支出	6	7	10	10
资产总计	8444	8563	8744	9125	利润总额	53	270	375	429
流动负债	709	688	597	665	所得税	10	67	94	107
短期借款	152	0	0	0	净利润	43	202	281	322
应付账款	159	130	134	141	少数股东损益	3	22	30	34
其他流动负债	399	558	463	524	归属母公司净利润	40	181	251	288
非流动负债	4585	4523	4514	4505	EBITDA	550	798	899	970
长期借款	3923	3923	3923	3923	EPS (元)	0.04	0.20	0.27	0.31
其他非流动负债	662	600	591	582					
负债合计	5294	5211	5111	5170	主要财务比率				
少数股东权益	264	286	316	350	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	926	926	926	926	成长能力				
资本公积	1447	1447	1447	1447	营业收入	-25.1%	23.3%	7.1%	5.9%
留存收益	513	693	945	1233	营业利润	-72.4%	616.9%	53.0%	16.7%
归属母公司股东权益	2886	3066	3318	3605	归属于母公司净利润	-52.3%	351.4%	39.2%	14.5%
负债和股东权益	8444	8563	8744	9125	获利能力				
					毛利率(%)	27.5%	30.3%	32.8%	33.6%
					净利率(%)	2.4%	8.7%	11.3%	12.2%
					ROE(%)	1.4%	5.9%	7.6%	8.0%
					ROIC(%)	2.8%	4.4%	5.4%	6.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	62.7%	60.9%	58.4%	56.7%
					净负债比率(%)	77.03%	80.09%	78.72%	77.83%
					流动比率	1.18	1.70	2.47	2.83
					速动比率	0.98	1.55	2.28	2.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.20	0.24	0.26	0.26
					应收账款周转率	6	8	9	9
					应付账款周转率	7.04	10.02	11.29	11.36
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.04	0.20	0.27	0.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.77	0.97	1.03
					每股净资产(最新摊薄)	3.12	3.31	3.58	3.90
					估值比率				
					P/E	112.90	25.01	17.96	15.70
					P/B	1.57	1.47	1.36	1.25
					EV/EBITDA	17	12	10	9

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com