

生物质发电将给公司带来新的利润增长点

——韶能股份(000601)公司点评

核心观点

公司发布 2010 上半年业绩预测及非公开发行预案公告：

预计 2010 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润为 8,200 万元-8,500 万元，同比增长 100%-107.35%；公司将向不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 1.55 亿股 A 股，发行价格不低于 4.05 元/股。

1、公司水电业务实现了恢复性增长。2010 年上半年，广东省韶关市辖区内水电站所属地区降雨量和来水量有较大幅度的增长，且较为均匀。因此，2010 年上半年公司发电量和售电量出现了较大幅度增长。

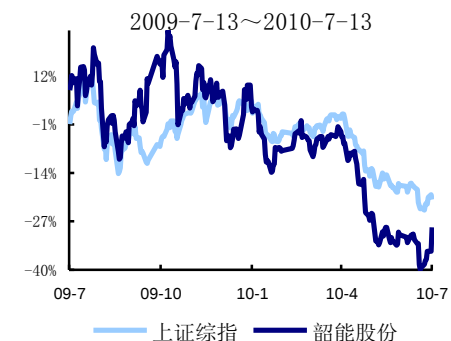
2、公司水泥、机械、纸制品等非电业务稳中有升。公司水泥业务集中于韶关地区，作为华南地区重要的交通枢纽，韶关市未来 2-3 年内，基建工程以及交通建设的水泥需求依旧旺盛，公司水泥业务在未来 2-3 年内依旧能保持良好态势。上半年公司齿轮和纸制品业务也出现了增长。

3、公司募集资金投向生物质发电项目，给公司带来新的利润增长点。公司募集资金投资项目为广东省韶关市 2×30MW 生物质发电项目，项目建设期限为 18 个月，项目总投资为 55,054 万元。项目投资财务内部收益率（所得税后）8.74%，项目投资回收期（所得税后）10.71 年，总投资收益率 7.59%。预计投产后，将可以贡献税后利润为 4800 万元。

4、公司发展生物质发电具有成本优势。生物质发电盈利前景尚不明朗，其原因是生物质发电所需的稻壳、秸秆、树皮等燃料来源不稳定，成本不稳定，体积大而不易运输，而且盈利过分依赖于政府补贴。但是对于韶能股份的发展生物质发电项目具有明显的成本优势。韶关市生物质资源十分丰富，可以为建立生物质发电厂提供充足的原料来源。公司已经与 12 家林场、5 家木材加工厂及一些经纪人等签订了生物质燃料供购合作意向书，年供应量达 51 万吨，燃料的持续、稳定供应得到了充分保障。

5、盈利预测和估值。公司水电业务发展平稳，水泥、机械、纸制品业务均具有稳定的客户，并将保持稳定增长，预计 2010-2012 年公司营业收入分别同比增长 34%、9%、13%，假定公司非公开发行 2011 年年初完成，预计全面摊薄后每股收益分别为 0.16、0.17、0.23 元，对应市盈率分别为 31、28、21 倍，而公司 PB 值仅为 1.56 倍，远低于电力行业 2.16 倍平均值，我们首次给予公司推荐-A 评级，6 个月目标价 6 元。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	92555.17
流通A股(万股)	83028.44
52周内股价区间(元)	3.98-7.98
总市值(亿元)	45.17
总资产(亿元)	84.44
每股净资产(元)	3.12
目标价	6个月 6
	12个月

相关报告

研究员：巩俊杰

电话：010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号：S0940208040096

联系人：鲁儒敏

电话：010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司发布 2010 上半年业绩预测及非公开发行预案公告：

1、预计 2010 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润为 8,200 万元-8,500 万元，同比增长 100%-107.35%。

2、公司将向不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 1.55 亿股 A 股，发行价格不低于 4.05 元/股。

一、09 年低基数和 10 年上半年来水量增长导致公司水电发电量同比大幅增长

截止 2009 年 12 月 31 日，公司在运行装机容量 87 万千瓦，其中水电装机容量 63 万千瓦，占总装机容量的 72.4%。其中位于广东的在运行装机容量 26.55 万千瓦，位于湖南的在运行装机容量 60.45 万千瓦。

2009 年，公司水电站所属地区遭遇严重干旱，与正常年份相比，降雨量和来水量大幅减少，其中韶关市区内减少 29.61%，湖南南部来水流域减少 27.98%，导致 2009 年上半年公司发电量基数较低。而 2010 年上半年，广东省韶关市辖区内水电站所属地区降雨量和来水量有较大幅度的增长，且较为均匀。因此，2010 年上半年公司发电量和售电量出现了较大幅度增长。

二、水泥、机械、纸制品等非电业务稳中有升

公司除了电力业务外，还经营水泥、机械、纸制品业务，2010 年上半年，这些业务均出现了一定程度的同比增长。

公司水泥资产主要有控股 75%的韶关昌泥建材有限公司和控股 88.23%韶关市三江水泥厂有限公司。两公司合计产能 180 万吨，每年水泥销量在 90-110 万吨之间，每年水泥利润在 3000 万元左右。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。

公司机械业务为韶关宏大齿轮有限公司，该公司以生产卡车、客车变速箱产品及为国外公司提供相关的配套产品为主，该公司国外（美国为主）和国内市场各占一半。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。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。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，上半年公司齿轮业务实现了一定增长。

公司从事纸制品生产的企业有两家，分别是广东绿洲纸模包装制品有限公司和珠玑纸业分公司。绿洲公司生产环保纸餐具，产品以出口为主；珠玑纸业分公司生产胶版纸，产品销售在国内。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，竹木资源非常丰富，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。这两个公司都具有技术、成本、规模优势，产能扩张后将成为公司重要的盈利增长点。

三、非公开发行发展生物质发电项目

公司将向不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 1.55 亿股 A 股，发行价格不低于 4.05 元/股，此次非公开发行的股票全部以现金认购，募集资金在扣除发行费用后预计不超过约 6.28 亿元。募投项目包括广东省韶关市 2×30MW 生物质发电项目和偿还银行贷款。其中，生物质发电项目拟投入募集资金约 5.5 亿元。

公司募集资金投资项目为广东省韶关市 2×30MW 生物质发电项目，项目建设期限为 18 个月，项目总投资为 55,054 万元。项目投资财务内部收益率（所得税后）8.74%，项目投资回收期（所得税后）10.71 年，总投资收益率 7.59%。预计投产后，将可以贡献税后利润为 4800 万元。

四、生物质发电盈利能力尚待验证，但公司具有明显的成本优势

2007 年 8 月国家发改委发布的《可再生能源中长期发展规划》指出，力争到 2010 年使可再生能源消费量达到能源消费总量的 10%，到 2020 年达到 15%。到 2010 年，生物质发电总装机容量达到 550 万千瓦；到 2020 年，生物质发电总装机容量达到 3000 万千瓦。在大中型农产品加工企业、部分林区和灌木集中分布区、木材加工厂建设以稻壳、灌木林和木材加工剩余物为原料的生物质发电厂，作为生物质发电的建设重点。

目前，国内发展生物质发电的公司主要有凯迪电力和龙基电力。2010 年 6 月，证监会发审委否决了凯迪电力非公开发行发展生物质发电的预案，据投行人士表示，生物质发电盈利前景尚不明朗是一个重要的因素，其原因是生物质发电所需的稻壳、秸秆、树皮等燃料来源不稳定，成本不稳定，体积大而不易运输，而且盈利过分依赖于政府补贴。而花旗银行投资的龙基电力则在生物质发电领域走得更远，现在已经拥有 19 座商业化运营电站，另有 10 座电站在建，2010 计划新建 13 座电站，到 2011 年，发电装机容量预计将扩大至 100 万千瓦，计划到 2013 年，建成 100 家生物质能发电厂，发电装机容量达到 300 万千瓦。尽管如此，但由于成本较高和政府补贴不到位等因素，公司至今仍然亏损。

但是对于韶能股份的发展生物质发电项目，我们认为具有明显的成本优势。

1、韶关市生物质资源十分丰富，可以为建立生物质发电厂提供充足的原料来源。韶关市林业用地有 2132 万亩，其中商品林 1459.85 万亩，林木总蓄积 7215 万立方。拥有国有林场 46 个，非公有制林场 247 个，分布较为集中的木材加工企业有 200 多家。韶关市现有宜草林山地面积 2127 万亩，林山野生有大芒草、低矮灌木等林下草灌植物，林下草灌植物干物质保有量约 638 万吨。另外，韶关市境内主要的农作物有水稻、花生、薯类（番薯、马铃薯）、大豆、茶叶等，其中水稻种植面积 184.93 万亩，水稻秸秆产量 76.56 万吨，花生种植面积 48.76 万亩，花生秸秆产量 11.82 万吨，大豆种植面积 14.5 万亩，大豆秸秆产量 3.09 万吨，薯类种植面积 18.65 万亩，薯类秸秆产量 2.61 万吨。

2、项目选址充分考虑了利用当地的林业采伐和木材加工废弃物、林下草灌植物和秸秆等生物质资源的因素。生物质发电厂年燃用生物质燃料 30.66 万吨，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，当地的生物质资源可以充足保证本项目对燃料的需求。公司已经与 12 家林场、5 家木材加工厂及一些经纪人等签订了生物质燃料供购合作意向书，年供应量达 51 万吨，燃料的持续、稳定供应得到了充分保障。

五、盈利预测和估值

公司水电业务发展平稳，水泥、机械、纸制品业务均具有稳定的客户，并将保持稳定增长，预计 2010-2012 年公司营业收入分别同比增长 34%、9%、13%，假定公司非公开发行 2011 年年初完成，预计全面摊薄后每股收益分别为 0.16、0.17、0.23 元，对应市盈率分别为 31、28、21 倍，而公司 PB 值仅为 1.56 倍，远低于电力行业 2.16 倍平均值，我们首次给予公司推荐-A 评级，6 个月目标价 6 元。

表 1：韶能股份盈利预测表

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	224648	168322	225552	245852	277812
减：营业成本	181727	122014	157398	169990	188689
营业毛利	42921	46308	68154	75862	89123
减：营业税金及附加	1119	861	1154	1258	1422
资产减值损失	3825	1764	2363	2576	2911
销售费用	6454	4344	5188	5655	6390
管理费用	15574	13181	16240	17210	18891
财务费用	22533	23172	27037	27878	30174
投资净收益	-4175	-22	-29	-32	-36
营业利润	-10758	2965	16143	21254	29300
加：营业外收入	2724	2949	3952	4308	4868
减：营业外支出	2546	616	826	900	1017
利润总额	-10581	5298	19269	24661	33150
减：所得税	1939	1045	3799	4862	6536
少数股东损益	-4134	253	918	1176	1580
归属于母公司所有者的净利润	-8386	4001	14551	18623	25034
每股收益（元）（全面摊薄）	-0.09	0.04	0.16	0.17	0.23
PE	-54	113	31	28	21

数据来源：国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com