

韶能股份 (000601)

水电盈利恢复，业绩符合预期

—2010 年半年报公告点评

买入 / 维持评级

股价：RMB5.46

分析师

周衍长

SAC 执业证书编号:S1000210070025
+755-82364464 zhouyc@lhzq.com

- 归属母公司净利润大幅增长 101.11%。**上半年，公司实现营业总收入 10.98 亿元，同比增长 37.47%；产生营业成本 7.64 亿元，同比增长 39.08%；综合毛利率为 30.43%，同比下降 0.8 个百分点；实现归属母公司所有者的净利润为 8244 万元，同比增长 101.11%，基本符合我们预期。
- 电力业务：水、火两重天。**上半年，公司水电站所属地区来水情况良好，水电业务收入同比增长 39.46%；毛利率达到 63.61%，同比提高 2.49 个百分点。火电业务受煤价上涨过快过大、供应量不足等负面影响，一季度未能实现满负荷发电，二季度发电量受水电挤压，上半年火电售电收入同比只增长 16.43%；毛利率为 1.08%，同比下降了 12.04 个百分点。我们认为，随着 2011 年综合利用电厂资质认定成功，公司火电业务盈利将大幅改善。
- 非电业务：受益经济复苏。**机械业务业务收入增长 46.56%，毛利率维持稳定，其中国外业务大幅增长 102.2%。纸业业务收入增长 37.91%，但珠玑纸业受生产工艺调试以及绿洲公司受原材料价格上涨影响，综合毛利率同比下降 3.44 个百分点。水泥业务营业收入同比增长 40.09%，但受原材料价格上涨影响，毛利率下降 1.89 个百分点。
- 战略转型，发展生物质发电，实现“二次创业”。**公司通过前期多元化经营，培育了新的盈利增长点，目前正处于业务战略转型阶段。我们认为公司未来极有可能剥离水泥、齿轮及辅助贸易业务，届时公司将拥有更多的资源精心耕耘优势业务。我们认为生物质发电领域将是公司“二次创业”的新起点。目前生物质发电筹备项目预计在 2011 年底投产，随着该项目投产，公司或将迅速启动其他生物质项目建设。我们认为 2012 年开始，公司生物质发电将进入爆发式发展阶段。在上网电价为 0.75 元/千瓦时，利用小时为 6000 小时假设下，我们测算，2012 年该项目实现净利润有望达 5900 万元。
- 维持评级。**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 0.19、0.26、0.30 元，对应的 PE 为 28.6、20.1、17.5 倍。从现有业务发展前景来看，目前估值水平已属合理，但考虑到公司在生物质发电方面广阔的发展空间，我们维持“买入”评级。

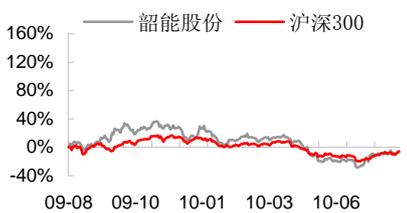
相关研究

公司研究-韶能股份(000601)100129:“瘦身强体”，业务转型中(中性)
公司研究-韶能股份(000601)100712:生物质发电，开始“二次创业”(买入)

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)	4537

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	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1683.2	1098.5	2155.0	2322.0	2403.0
(+/-%)	-25.1	37.5	28.0	7.7	3.5
归属母公司净利润(百万元)	40.0	82.4	171.5	243.1	279.0
(+/-%)	147.7	101.1	328.6	41.7	14.8
EPS(元)	0.04	0.09	0.19	0.26	0.30
P/E(倍)	126.3	61.3	28.6	20.1	17.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

生物质发电开辟新的增长空间

本次增发生物质发电项目目前处于前期准备（项目报批）阶段，该项目预计在 2011 年底投产。公司将大力发展生物质能源，广东地区有良好的资源环境。我们认为，随着本项目投产，公司将迅速启动其他项目建设。2012 年开始，公司生物质发电将进入爆发式发展阶段。

表 1、生物质电厂盈利预测表

	2012E	2013E
容量（万千瓦）	6.0	6.0
利用小时	6000	7000
厂电利用率	12%	12%
供电标准煤耗（克/千瓦时）	415	415
折旧年限（年）	20	20
资本金比例	100%	100%
造价（亿元）	5.50	5.50
上网电价（元/千瓦时）	3.17	3.70
发电量（亿千瓦时）	0.75	0.75
营业收入（亿元）	2.38	2.77
折旧费用（亿元）	0.28	0.28
财务费用（亿元）	0.01	0.01
燃料成本（亿元）	1.26	1.47
其中：单位燃料成本（元/吨）	350	350
年消耗量（万吨）	36.0	42.0
人工成本（亿元）	0.04	0.04
维修成本（亿元）	0.02	0.02
利润总额（亿元）	0.79	0.98
所得税（亿元）	0.20	0.24
净利润（亿元）	0.59	0.74

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

	万元				
利用小时 燃料单位成本	6000	6400	6800	7000	7200
360	5663	6851	8039	7164	7353
350	5933	7121	8309	7384	7570
340	6203	7391	8579	7594	7779
330	6473	7661	8849	7796	7978

资料来源：华泰联合证券研究所。

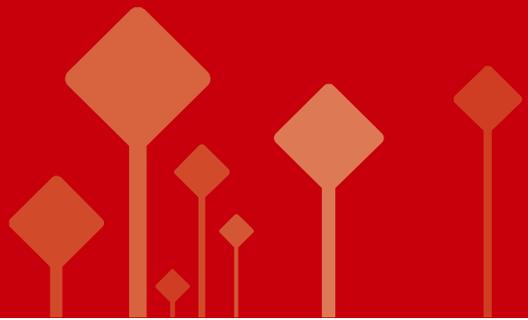
维持评级

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 0.19、0.26、0.30 元，对应的 PE 为 28.6、20.1、17.5 倍。从现有业务发展前景来看，目前估值水平已属合理，但考虑到公司在生物质发电方面广阔的发展空间，我们维持“买入”评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	839	1156	1448	1840	营业收入	1683	2155	2322	2403
现金	249	640	899	1277	营业成本	1220	1532	1595	1618
应收账款	274	246	265	274	营业税金及附加	9	11	12	12
其他应收款	57	51	55	56	营业费用	43	50	51	50
预付账款	93	92	96	97	管理费用	132	142	146	144
存货	141	115	120	121	财务费用	232	222	205	212
其他流动资产	24	13	14	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	199	313	366
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	8546	8720	9085	利润总额	53	256	363	416
流动负债	709	699	611	672	所得税	10	64	91	104
短期借款	152	0	0	0	净利润	43	192	272	312
应付账款	159	138	144	146	少数股东损益	3	20	29	33
其他流动负债	399	562	467	527	归属母公司净利润	40	171	243	279
非流动负债	4585	4523	4514	4505	EBITDA	550	785	889	959
长期借款	3923	3923	3923	3923	EPS (元)	0.04	0.19	0.26	0.30
其他非流动负债	662	600	591	582					
负债合计	5294	5222	5125	5177	主要财务比率				
少数股东权益	264	285	314	347	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%	28.0%	7.7%	3.5%
留存收益	513	666	909	1188	营业利润	-72.4%	571.0%	57.2%	17.2%
归属母公司股东权益	2886	3039	3282	3561	归属于母公司净利润	-52.3%	328.6%	41.7%	14.8%
负债和股东权益	8444	8546	8720	9085	获利能力				
					毛利率 (%)	27.5%	28.9%	31.3%	32.7%
					净利率 (%)	2.4%	8.0%	10.5%	11.6%
					ROE (%)	1.4%	5.6%	7.4%	7.8%
					ROIC (%)	2.8%	4.2%	5.3%	6.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	62.7%	61.1%	58.8%	57.0%
					净负债比率 (%)	77.03%	79.91%	78.51%	77.71%
					流动比率	1.18	1.65	2.37	2.74
					速动比率	0.98	1.49	2.18	2.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.20	0.25	0.27	0.27
					应收账款周转率	6	8	9	8
					应付账款周转率	7.04	10.34	11.34	11.19
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.19	0.26	0.30
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.51	0.75	0.95	1.03
					每股净资产 (最新摊薄)	3.12	3.28	3.55	3.85
					估值比率				
					P/E	122.38	28.55	20.14	17.55
					P/B	1.70	1.61	1.49	1.38
					EV/EBITDA	17	12	11	10

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