

清洁能源业务齐发力，前三季度业绩超预期 买入（维持）

2019年10月10日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

18811311450

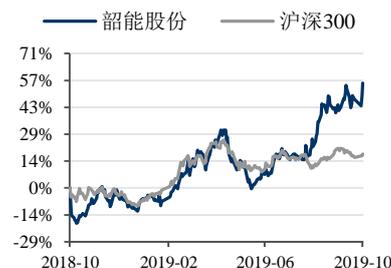
liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,428	4,089	5,501	6,009
同比(%)	-4.6%	19.3%	34.5%	9.2%
归母净利润(百万元)	303	597	735	820
同比(%)	-32.0%	97.2%	23.1%	11.6%
每股收益(元/股)	0.28	0.55	0.68	0.76
P/E(倍)	22.43	11.42	9.24	8.26

投资要点

- **事件**：公司发布前三季度业绩预告：预计2019年前三季度实现归母净利润4.60-4.90亿元，同比增长71.19%-82.35%；其中三季度单季实现归母净利润1.06-1.36亿元，同比增长64.03%-110.36%。
- **水电+生物质发电业务齐发力，前三季度业绩维持高增速**：1) 公司下属水电站所属地区的水情较好，且公司做好了水情科学调度的精细化管理工作，最大限度地提升水能利用率，因此水电发电量、利用小时的增幅高于降雨量增幅，经营效益同比大幅提升。2) 2019年上半年，公司新丰旭能生物质能扩建工程项目投产，公司生物质能发电装机增加6万千瓦。截止目前，公司生物质能发电装机规模18万千瓦。前三季度，公司生物质能发电企业做好了生产经营管理，发电机组利用小时在高于行业平均水平基础上，同比有较大幅度提升。
- **清洁能源主“防守”：水电提供安全边际，生物质发电项目今明两年集中投运**：1) 水电业务：公司在手运营水电装机68万千瓦，分布于广东和湖南两省，其中广东小水电最低电价为0.4382元/度、湖南电价为0.30元/度左右，均显著高于行业平均水平；2019年上半年受到来水情况较好的影响，公司水电利用小时数达到2940小时，远远高于全国水电平均利用小时数1674小时。2) 生物质发电业务：公司在手已投运生物质发电装机合计18万千瓦，在建+拟建项目合计18万千瓦(集中于2019、2020年投产)，由于公司具备“度电包干”的燃料收集模式+热电联产+用电需求旺盛等多项核心竞争优势，2018年利用小时数达到6575小时，高于行业平均水平29%。3) 我们对公司在手的生物质发电项目作保守估算，2020年仅考虑2019年新投运的两个项目有望提供增量净利润0.64-0.80亿元以上，相比2018年生物质业务净利润规模提升超过100%。
- **环保纸餐具主“进攻”：可降解生态纸餐具业务价量齐升，为今明业绩增长贡献显著弹性**：1) 根据智研咨询和产业信息网的数据，2020年环保纸餐具的市场空间有望接近250亿元，而公司在手规模效应+自动化装备+业务协同等多项核心竞争优势，行业龙头地位有望进一步稳固。2) 我们估算，6.8万吨环保纸餐具一期项目投产后，公司产能将达到10.8万吨/年，预计该业务的收入将达到15.08亿元，相比2018年提升286%；假设生产流程的自动化可以将净利率提升3个百分点，则公司环保纸餐具业务的净利润规模将达到1.24亿元，相比2018年提升517.95%。
- **盈利预测与投资评级**：预计公司19-21年EPS分别为0.55、0.68、0.76元，对应PE分别为11、9、8倍，公司同时具有：1) 价值股的分红：公司承诺2019-2021年当年现金分红比例由35%提升至60%，预计2019年公司股息率将超过5%，是水电行业所有公司中的第一名；2) 周期股的估值：对应2019年PE为11倍；3) 成长股的增速：2019、2020年增速分别为97.2%、23.1%，因此，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济下行影响电力需求、水电和生物质补贴电价存在下调风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.28
一年最低/最高价	3.21/6.31
市净率(倍)	1.44
流通A股市值(百万元)	6781.35

基础数据

每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	52.66
总股本(百万股)	1080.55
流通A股(百万股)	1079.83

相关研究

- 1、《陕西煤业深度研究：煤炭行业价值龙头，业绩增长+估值提升值得期待》2019-05-05
- 2、《山煤国际深度研究：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》2019-09-03
- 3、《公用事业研究专题：国际降息周期开启+国内央企存在投资意愿，高分红高股息率标的值得重点关注》2019-09-16
- 4、《韶能股份(000601)：区域小水电一枝独秀，转型清洁能源+环保纸餐具两翼齐飞》2019-10-09

事件：

公司发布前三季度业绩预告：预计 2019 年前三季度实现归母净利润 4.60-4.90 亿元，同比增长 71.19%-82.35%；其中三季度单季实现归母净利润 1.06-1.36 亿元，同比增长 64.03%-110.36%。

水电+生物质发电业务齐发力，前三季度业绩维持高增速

根据公司公告：预计 2019 年前三季度实现归母净利润 4.60-4.90 亿元，同比增长 71.19%-82.35%；其中三季度单季实现归母净利润 1.06-1.36 亿元，同比增长 64.03%-110.36%。业绩增长主要来自于：1) 公司下属水电站所属地区的水情较好，且公司做好了水情科学调度的精细化管理工作，最大限度地提升水能利用率，因此水电发电量、利用小时的增幅高于降雨量增幅，经营效益同比大幅提升。2) 2019 年上半年，公司新丰旭能生物质能扩建工程项目投产，公司生物质能发电装机增加 6 万千瓦。截止目前，公司生物质能发电装机规模 18 万千瓦。前三季度，公司生物质能发电企业做好了生产经营管理，发电机组利用小时在高于行业平均水平基础上，同比有较大幅度提升。

清洁能源主“防守”：水电提供安全边际，生物质发电项目今明两年集中投运

1) 水电业务：公司在手运营水电装机 68 万千瓦，分布于广东和湖南两省，其中广东小水电最低电价为 0.4382 元/度、湖南电价为 0.30 元/度左右，均显著高于行业平均水平；2019 年上半年受到来水情况较好的影响，公司水电利用小时数达到 2940 小时，远远高于全国水电平均利用小时数 1674 小时。2) 生物质发电业务：公司在手已投运生物质发电装机合计 18 万千瓦，在建+拟建项目合计 18 万千瓦(集中于 2019、2020 年投产)，由于公司具备“度电包干”的燃料收集模式+热电联产+用电需求旺盛等多项核心竞争优势，2018 年利用小时数达到 6575 小时，高于行业平均水平 29%。3) 我们对公司在手的生物质发电项目作保守估算，2020 年仅考虑 2019 年新投运的两个项目有望提供增量净利润 0.64-0.80 亿元以上，相比 2018 年生物质业务净利润规模提升超过 100%。

环保纸餐具主“进攻”：可降解生态纸餐具业务价量齐升，为今明

业绩增长贡献显著弹性

1) 公司的纸制品业务主要包括生产销售环保纸餐具和本色消费用纸，其中环保纸餐具业务将成为未来的主要增长点。2) 根据智研咨询和产业信息网的数据，2020年环保纸餐具的市场空间有望接近250亿元，而公司在手规模效应+自动化装备+业务协同等多项核心竞争优势，行业龙头地位有望进一步稳固。3) 根据我们的估算，6.8万吨环保纸餐具一期项目投产后，公司产能规模将达到10.8万吨/年，预计环保纸餐具业务的收入规模将达到15.08亿元，相比2018年提升285.71%；假设生产流程的自动化可以将该业务的净利率提升3个百分点，则公司环保纸餐具业务的净利润规模将达到1.24亿元，相比2018年提升517.95%。

盈利预测与投资评级

预计公司19-21年EPS分别为0.55、0.68、0.76元，对应PE分别为11、9、8倍，公司同时具有：1) 价值股的分红：公司承诺2019-2021年当年现金分红比例由35%提升至60%，预计2019年公司股息率将超过5%，是水电行业所有公司中的第一名；2) 周期股的估值：对应2019年PE为11倍；3) 成长股的增速：2019、2020年增速分别为97.2%、23.1%，因此，我们维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1) 电力需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；
- 2) 电力供给：生物质发电项目集中投产后，存在原料供应不足的风险；广东和湖南省份存在来水不确定性的风险；
- 3) 电力价格：水电电价和生物质补贴电价存在下调风险等；
- 4) 环保纸餐具业务：由于是出口为主，容易受到贸易摩擦以及相关外贸政策环境的风险；6.8万吨环保纸餐具项目存在建设和投产进度不达预期的风险。

韶能股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,763	2,059	2,904	2,646	营业收入	3,428	4,089	5,501	6,009
现金	548	654	880	961	减:营业成本	2,665	2,719	3,750	4,068
应收账款	525	602	914	743	营业税金及附加	37	44	59	64
存货	306	274	526	342	营业费用	82	76	103	112
其他流动资产	384	528	584	600	管理费用	194	221	296	323
非流动资产	8,256	8,631	10,029	10,242	财务费用	167	183	258	292
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	13	12	8	5
固定资产	7,094	7,507	8,860	9,141	加:投资净收益	45	0	0	0
在建工程	859	806	844	765	其他收益	0	0	0	0
无形资产	237	254	265	279	营业利润	389	834	1,027	1,146
其他非流动资产	66	63	60	58	加:营业外净收支	34	0	0	0
资产总计	10,019	10,689	12,934	12,888	利润总额	423	834	1,027	1,146
流动负债	2,540	3,279	5,482	5,313	减:所得税费用	106	209	258	288
短期借款	1,209	1,862	3,737	3,749	少数股东损益	14	27	34	38
应付账款	394	369	683	458	归属母公司净利润	303	597	735	820
其他流动负债	937	1,048	1,061	1,106	EBIT	630	989	1,251	1,407
非流动负债	2,665	2,133	1,601	1,069	EBITDA	1,041	1,351	1,673	1,889
长期借款	2,275	1,742	1,210	678					
其他非流动负债	391	391	391	391	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5,205	5,413	7,083	6,382	每股收益(元)	0.28	0.55	0.68	0.76
少数股东权益	295	323	357	394	每股净资产(元)	4.18	4.58	5.09	5.66
归属母公司股东权益	4,519	4,954	5,495	6,112	发行在外股份(百万股)	1081	1081	1081	1081
负债和股东权益	10,019	10,689	12,934	12,888	ROIC(%)	5.3%	7.9%	8.3%	9.3%
					ROE(%)	6.6%	11.8%	13.1%	13.2%
					毛利率(%)	22.3%	33.5%	31.8%	32.3%
					销售净利率(%)	8.8%	14.6%	13.4%	13.7%
					资产负债率(%)	52.0%	50.6%	54.8%	49.5%
					收入增长率(%)	-4.6%	19.3%	34.5%	9.2%
					净利润增长率(%)	-32.0%	97.2%	23.1%	11.6%
					P/E	22.43	11.42	9.24	8.26
					P/B	1.50	1.37	1.23	1.11
					EV/EBITDA	10.22	7.86	7.03	5.93

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司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,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

