

投资评级 优于大市 首次覆盖

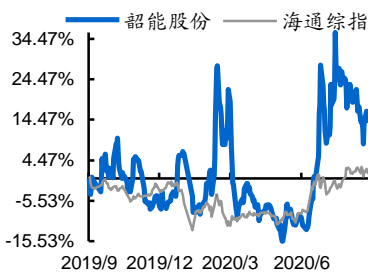
生物质产能翻倍, 限塑提升纸制品需求

股票数据

09月18日收盘价(元)	6.62
52周股价波动(元)	5.02-8.38
总股本/流通A股(百万股)	1081/1080
总市值/流通市值(百万元)	7153/7148

相关研究

市场表现



	1M	2M	3M
沪深300对比			
绝对涨幅(%)	-7.9	-10.6	27.3
相对涨幅(%)	-6.3	-14.8	10.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021)23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: s0850515120001

分析师: 张磊

Tel: (021)23212001

Email: zl10996@htsec.com

证书: S0850517070006

分析师: 戴元灿

Tel: (021)23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 傅逸帆

Tel: (021)23154398

Email: fyf11758@htsec.com

证书: S0850519100001

投资要点:

- 公司水电贡献主要盈利。**公司主要有电力、生态植物纤维制品、贸易、精密制造四大板块,近年重点发展生物质发电及生态植物纤维制品。2019年公司实现收入43亿元,同比增长26%,实现归母净利润4亿元,同比增长32%。主要源于水电来水较好以及生物质发电装机增长,同时提升了整体毛利率。公司水电主要为广东和湖南的小水电公司,2019年公司水电装机68万千瓦,发电量约31亿度。虽然湖南水电价经历多次下调,但广东省小水电实行0.4382元/度(不含税)的最低价保护政策,我们测算使公司2019年水电实现单位净利0.14元/度,高于长江电力的0.1元/度。
- 大股东拟增持,彰显信心。**2020年7月,公司公告拟向控股股东华利通非公开发行不超过3.24亿股,本次非公开发行全额实施后,华利通持股比例将超过30%,公司控股股东将变更为华利通,实际控制人变更为姚振华。我们认为这彰显了控股股东对公司未来发展的信心。
- 2020年生物质发电产能有望翻倍。**2019年公司生物质发电装机18万千瓦,我们测算净利润0.78亿元。随着在建产能的投产,我们预计2020、21年装机可达36、40.5万千瓦,发电量可达18亿度、29亿度,实现净利润1.24、2.02亿元。公司生物质发电厂位于广东,竞争格局较好;发电效率高,2019年公司生物质发电利用小时数7205小时,高于全国平均水平23%。
- 生态植物纤维制品有望受益限塑令推广。**公司生态植物纤维制造包括纸餐具和本色消费类用纸,2019年公司纸餐具和本色消费类用纸销量分别达到2.57万吨、3.63万吨,我们测算净利润分别为-0.08、-0.31亿元。公司纸餐具2019年产能4万吨/年,2020年有望增加到10.8万吨/年。随着限塑令的推广,公司纸制品有望实现量价齐升,我们预计2020-21年公司纸餐具净利润0.15亿元、0.38亿元。长期看,据易观数据,2018年全国外卖订单109.6亿单,假设未来50%饭盒用纸餐具,每单3个饭盒,每个纸饭盒50克,公司未来市场占比10%,则公司纸餐具市场空间可达8.22万吨,为2019年销量的3倍。
- 盈利预测与估值。**我们预计2020-21年公司可实现归母净利5.35、6.88亿元,对应EPS为0.50、0.64元。参考可比公司估值,考虑公司生物质发电和纸餐具产能的快速增长,给予公司2020年17-20倍PE,对应合理价值区间8.5-10元,首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**(1)限塑令政策在各省推进进度的不确定性。(2)水电来水的波动性。(3)生物质发电补贴拖欠引起的现金流压力。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3428	4306	4730	6187	6885
(+/-)YoY(%)	-4.6%	25.6%	9.8%	30.8%	11.3%
净利润(百万元)	303	401	535	688	691
(+/-)YoY(%)	-32.0%	32.4%	33.4%	28.6%	0.5%
全面摊薄EPS(元)	0.28	0.37	0.50	0.64	0.64
毛利率(%)	22.3%	25.3%	27.3%	27.4%	26.0%
净资产收益率(%)	6.7%	8.4%	9.5%	10.3%	8.9%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 电力、纸餐具双轮驱动.....	5
2. 区域小水电，受益广东高电价.....	6
3. 2020 年生物质发电产能有望翻倍.....	7
4. 纸餐具产能亚洲第一，有望受益于限塑令推广.....	9
5. 盈利预测与估值.....	11
6. 风险提示.....	13
财务报表分析和预测.....	14

图目录

图 1	韶能股份 2019 年收入结构	5
图 2	截至 2020 年 5 月韶能股份股权结构	5
图 3	韶能股份历年收入和归母净利润	6
图 4	韶能股份历年水电装机（万千瓦）	6
图 5	韶能股份历年水电发电量和电价	6
图 6	韶能股份水电历年业绩	7
图 7	韶能股份历年生物质发电装机（万千瓦）	8
图 8	韶能股份历年生物质发电量和电价	8
图 9	韶能股份生物质发电历年收入和净利润	8
图 10	全国农林生物质发电累计、新增装机（万千瓦）	9
图 11	全国各省生物质发电装机容量（万千瓦）	9
图 12	韶能股份生态植物纤维制品销量（万吨）	10
图 13	韶能股份纸餐具历年业绩	11
图 14	韶能股份本色消费类用纸历年业绩	11

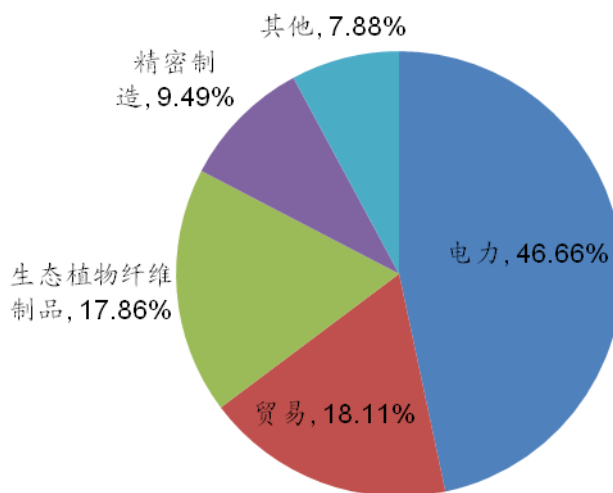
表目录

表 1	2019 年韶能股份水电业务和长江电力单位盈利拆分对比(元/度)	7
表 2	韶能股份水电业务所属区域电价政策.....	7
表 3	国内外“限塑令”	10
表 4	韶能股份分产品盈利预测(百万元)	12
表 5	可比公司估值情况(倍)	13

1. 电力、纸餐具双轮驱动

公司重点发展生物质发电和纸餐具。公司主要有电力、生态植物纤维制品、贸易、精密制造四大板块，2019 年收入占比分别为 47%、18%、18%、9%。近年来公司重点发展生物质能发电及生态植物纤维制品业务，2019 年公司生物质发电、生态纸餐具产能分别增加 50%、52%到 18 万千瓦、4 万吨/年。

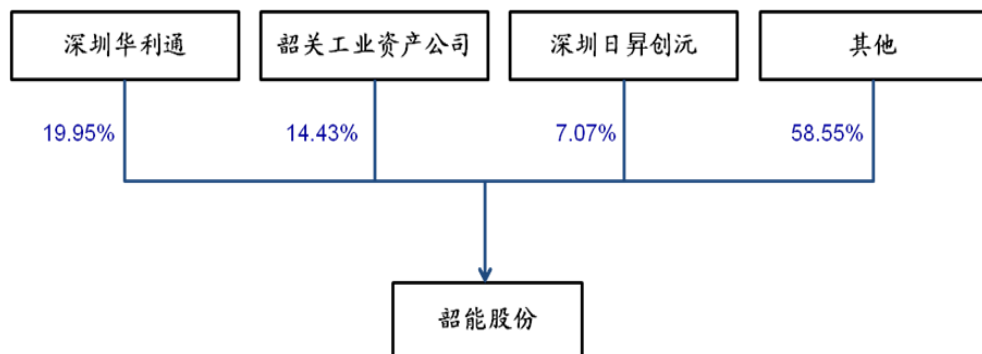
图1 韶能股份 2019 年收入结构



资料来源：韶能股份 2019 年报，海通证券研究所

韶关市国有参股公司。据公司 2020 年中报，截至 2020 年 6 月底公司第一大股东为深圳华利通，为深圳钜盛华全资子公司。第二大股东韶关工业资产公司，为韶关市人民政府下属国有企业。公司无实际控制人。2020 年 7 月，公司公告拟向控股股东华利通非公开发行不超过 3.24 亿股，本次非公开发行全额实施后，华利通持股比例将超过 30%，公司控股股东将变更为华利通，实际控制人变更为姚振华。我们认为这彰显了控股股东对公司未来发展的信心。

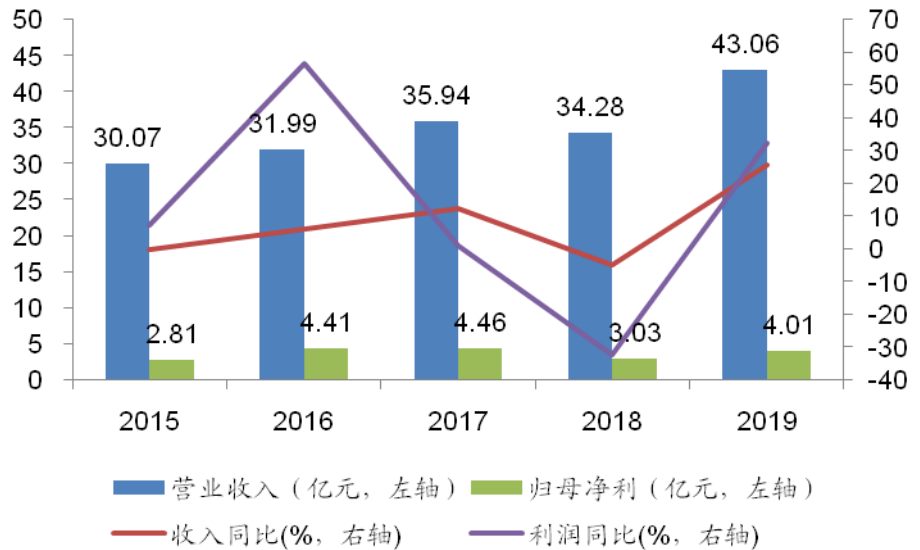
图2 截至 2020 年 6 月底韶能股份股权结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

电力业务驱动 2019 年业绩增长，未来看点在生物质发电和生态纤维制品。2019 年公司实现收入 43 亿元，同比增长 26%，实现归母净利润 4 亿元，同比增长 32%。主要源于来水较好以及生物质发电装机增长，使公司水电业务利润总额增加 1.7 亿元 (YOY+43%)，生物质发电利润总额增加 0.37 亿元 (YOY+55%)。2018 年公司归母净利润下降 32%至 3 亿元，主要源于来水偏枯，水电利润总额下滑约 1 亿元 (YOY-20%)，同时生物质发电利润总额下降约 0.38 亿元 (YOY-36%)，我们推算源于生物质发电单位

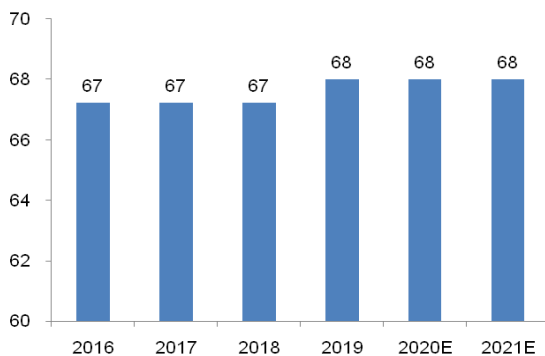
原料成本上升。我们认为，一方面，随着秸秆禁烧，生物质发电的原料将呈现供大于求状态，价格将呈下降趋势，叠加公司生物质发电产能的快速扩张，未来生物质发电净利润将快速增长。另一方面，公司纸餐具产能快速扩张，随着限塑令的推广，公司生态纤维制品的市场需求将快速打开。

图3 韶能股份历年收入和归母净利润


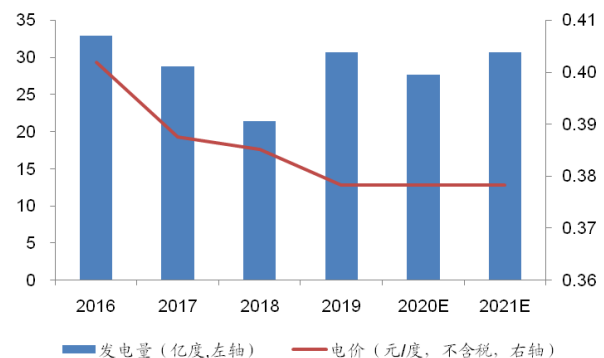
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 区域小水电, 受益广东高电价

布局于广东和湖南的水电公司。截至2019年,公司水电装机68万千瓦,主要分布在广东和湖南。我们测算,2019年公司水电发电量约31亿度,同比增加43%,主要源于水电站所属区域来水较好,2019年公司水电利用小时数4506小时,同比增加46%,高于行业平均21%。我们测算,2019年公司水电综合电价0.38元/度(不含税),同比下降2%,我们认为主要源于湖南地区的水电电价下调。2020年H1由于降雨量较少,公司水电收入下降26%,我们假设2020年公司水电利用小时下降10%,2021年恢复到2019年水平,我们预计2020-21年公司水电发电量分别为28、31亿度。

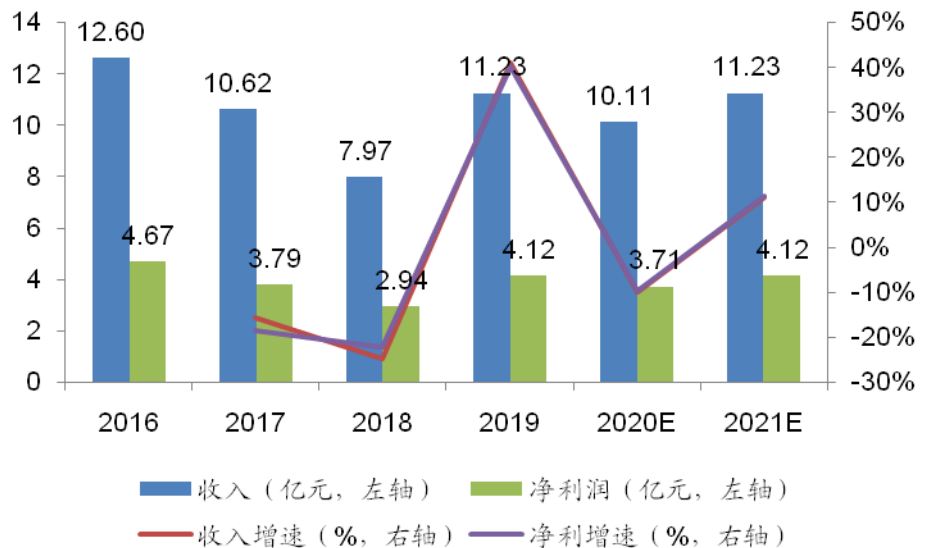
图4 韶能股份历年水电装机(万千瓦)


资料来源: 韶能股份2016-19年报, 海通证券研究所测算

图5 韶能股份历年水电发电量和电价


资料来源: 韶能股份2016-19年报, 海通证券研究所测算

我们测算,2019年公司水电实现营业收入11.23亿元,同比增长41%;实现净利润4.12亿,同比增长40%,主要源于当年发电量的大幅增加(+43%),同时湖南电价的下调使收入增速略低于电量增速。目前公司没有水电新增装机计划,主要受到来水的影响,由于湖南已经连续下调电价,而广东有最低电价支撑,我们假设电价不变,预计公司2020-21年净利润分别为3.71亿、4.12亿元,同比分别下降10%、增长11%。

图6 韶能股份水电历年业绩


资料来源：韶能股份 2016-19 年报，海通证券研究所测算

高盈利能力源于广东的高电价。我们测算，2019 年韶能股份水电业务实现单位净利 0.14 元/度，而水电龙头长江电力为 0.1 元/度，韶能股份盈利较高的主要原因在于水电电价较高：2019 年韶能股份水电平均电价 0.38 元/度（不含税），远高于长江电力 0.24 元/度（不含税）。虽然湖南 2016-19 年连续下调水电电价，但广东省自 2013 年起实行小水电上网电价最低保护价政策——小水电上网电价不低于 0.4382 元/度（不含税），保障了公司水电的高电价。作为用电大省，电力需求旺盛，我们预计广东的小水电电价支持政策将长期维持，而湖南自 2016 年起已经 3 次下调水电电价，目前水电电价处于较低水平，我们认为水电电价再下调的可能性较小，韶能股份水电的总体电价有望保持稳定。

表 1 2019 年韶能股份水电业务和长江电力单位盈利拆分对比 (元/度)

单位盈利	长江电力	韶能股份
电价 (不含税)	0.24	0.38
单位成本	0.09	0.12
单位折旧	0.09	0.07
单位三费	0.02	0.06
单位缴税	0.02	0.05
单位净利	0.10	0.14

资料来源：韶能股份 2019 年报，长江电力 2019 年报，海通证券研究所测算

表 2 韶能股份水电业务所属区域电价政策

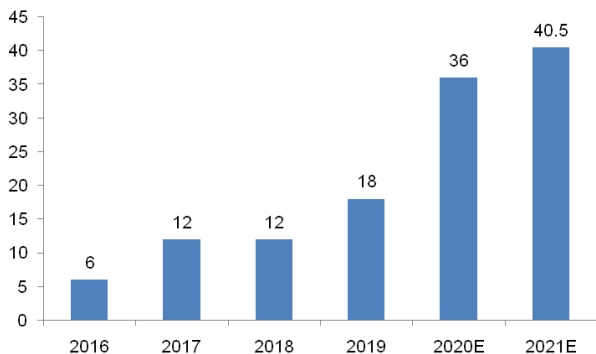
省份	执行时间	政策
湖南	2016 年 9 月	上网电价 0.35 元/度及以上降低 3 分/度；上网电价 0.32-0.35 元/度下调至 0.32 元/度；上网电价为 0.32 元/度及以下下调 1 分/度；五强溪、东江、柘溪、凤滩水电厂下调 2 分/度
	2018 年 9 月	2.5 万千瓦及以上的水电上网电价降低 1 分/度
	2019 年 7 月	2.5 万千瓦及以上的水电上网电价降低 2 分/度
广东	2013 年 4 月	全省小水电最低保护价上 0.4382 元/度

资料来源：湖南、广东省发改委官网，海通证券研究所

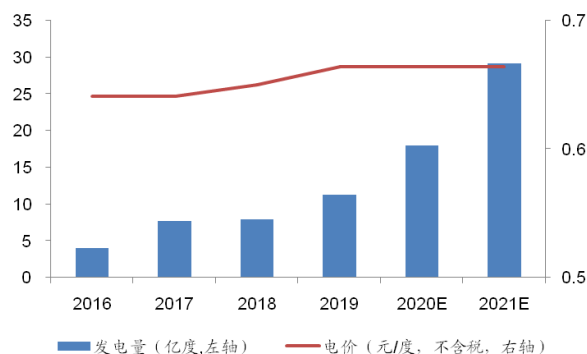
3. 2020 年生物质发电产能有望翻倍

生物质发电规模快速增长，利用小时数远高于同行。公司生物质能发电厂均在广东省境内，2019年装机规模18万千瓦，同比增加50%，主要源于新丰旭能二期6万千瓦机组投产，旭能生物质公司在运营装机达到12万千瓦，为**目前全亚洲装机容量最大的生物质能电厂**。2020年1月，公司翁源一期3万千瓦机组投产，总装机规模达到21万千瓦。公司生物质发电效率高，2019年公司生物质能发电年利用小时数7205小时，同比增长10%，高于全国平均水平23%。

我们测算，新机组的投产和利用小时的提高，使2019年生物质发电量同比增加42%，达到11亿度。公司生物质发电的电价按国家规定0.75元/度（含税，含补贴），2019年公司的不含税电价因增值税的下调而上升到0.66元/度，我们预期未来电价将保持平稳。

图7 韶能股份历年生物质发电装机（万千瓦）


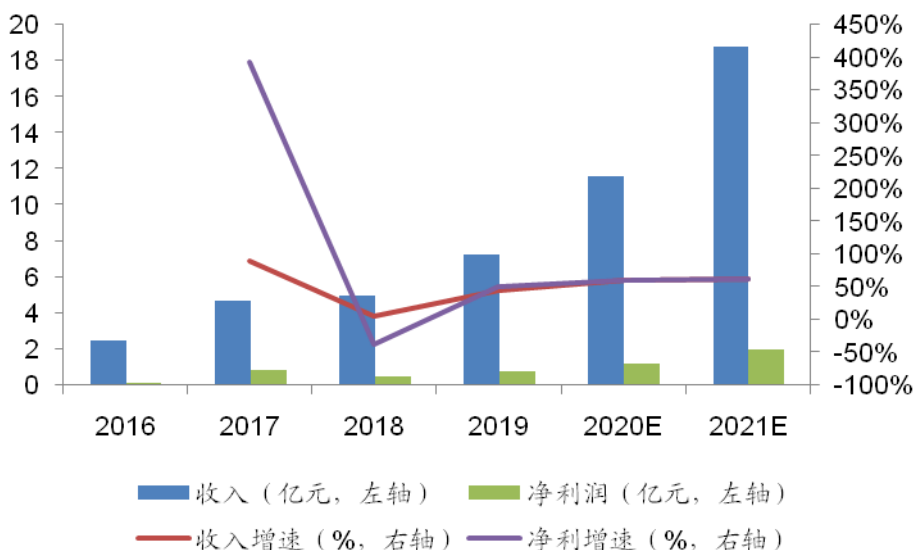
资料来源：韶能股份2016-19年报，海通证券研究所测算

图8 韶能股份历年生物质发电量和电价


资料来源：韶能股份2016-19年报，海通证券研究所测算

2020年生物质装机规模有望翻倍。公司目前拥有生物质发电在建产能：新丰旭能三、四期，翁源二、三、四期和耒阳发电厂2号机组转型生物质电厂项目，合计规模19.5万千瓦，超过目前规模一倍。我们预计公司**2020、21年生物质装机规模分别达到36、40.5万千瓦，同比分别增长100%、13%**，我们预计大部分机组在2020年下半年投产，2020-21年发电量分别达到18亿度、29亿度，同比分别增长60%、62%。

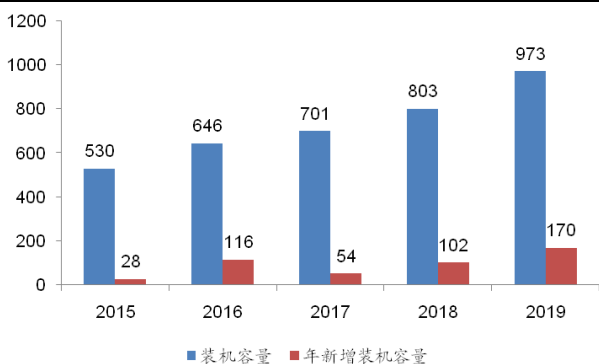
2019年公司生物质发电实现营业收入7亿元，同比增长45%；我们测算实现净利润0.78亿元，同比增长51%，主要源于当年发电量增长和电价（不含税）的上升。随着公司在建机组的投产，我们预计公司2020-21年分别实现净利润**1.24、2.02亿元**，同比分别增长**60%、62%**。

图9 韶能股份生物质发电历年收入和净利润


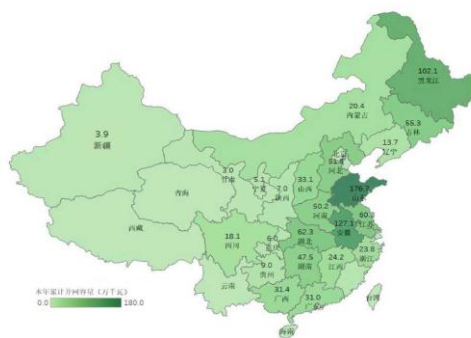
资料来源：韶能股份2016-19年报，海通证券研究所测算

公司正积极推进生物质热电联产。旭能生物质公司已成功为韶能股份控股子公司绿洲(新丰)公司及韶关市新丰县马头工业园的企业供热,日昇生物质公司正在争取为韶关市白土工业园的企业供热。同时,公司生物质能企业正在积极推进为生态植物纤维板块业务供热,发挥协同效应,公司预计能分别降低餐具、抄纸用热成本 400 元/吨、200 元/吨左右。按照公司 2019 年报披露,2019 年餐具纸销量 2.57 万吨,则当年纸餐具节约成本共 1028 万元。

据中国产业发展促进会生物质能产业分会和“生物质能观察”公众号,截止 2019 年底,全国农林生物质发电累计装机 973 万千瓦,同比增长 21%。2018 年底,未纳入可再生能源发电补贴目录的农林生物质发电装机约 203.2 万千瓦,占当年总装机的 25%。但 2020 年 1 月,财政部、国家发展改革委、国家能源局联合下发“4 号文”“5 号文”都明确了生物质发电补贴以收定支,建立新增补贴项目建设预警机制。预期 2020 年开始全国生物质发电新增装机增速有所减缓。同时苏北、皖北、鲁西南地区三省交界地域项目布局集中,已形成较为激烈的原料竞争,而广东生物质发电厂布局较少,公司原料有保障,且当地工业发达,可积极拓展热电联产,我们认为仍有较大成长空间。

图10 全国农林生物质发电累计、新增装机(万千瓦)


资料来源:中国产业发展促进会生物质能产业分会,“生物质能观察”公众号,海通证券研究所

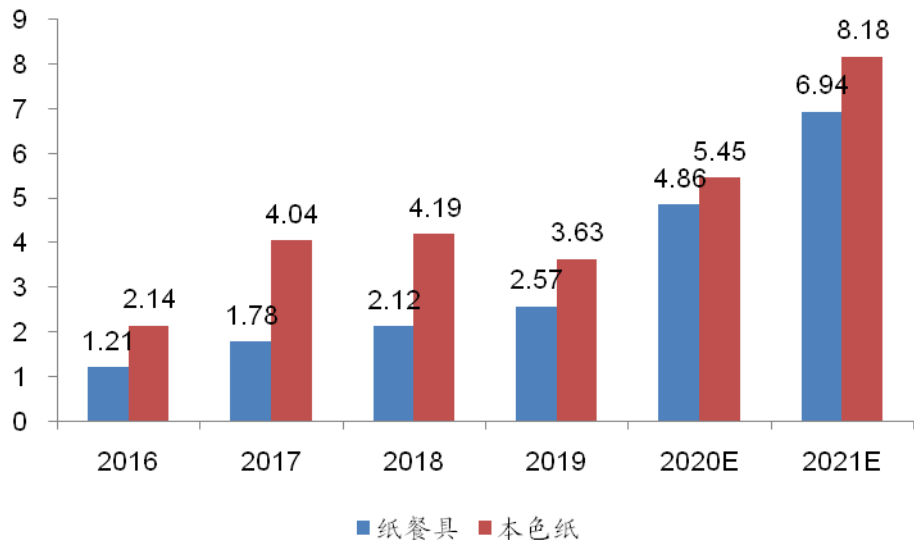
图11 全国各省生物质发电装机容量(万千瓦)


资料来源:中国产业发展促进会生物质能产业分会,“生物质能观察”公众号,海通证券研究所

4. 纸餐具产能亚洲第一,有望受益于限塑令推广

公司生态植物纤维制造包括纸餐具和本色消费类用纸,2019 年公司纸餐具和本色消费类用纸销量分别达到 2.57 万吨、3.63 万吨,分别同比增长 21%、下降 13%。纸餐具销量增加主要源于公司 2019 年产能增长 52%到 4 万吨/年。本色消费类用纸产量下降主要由于国际浆板价格下降,国内浆纸市场低迷。

公司目前纸餐具产能居亚洲第一,正在建设新丰年产 6.8 万吨生态植物纤维制品一期项目,公司计划 2020 年陆续投产,届时纸餐具产能将增长 170%到 10.8 万吨/年。我们预计 2020-21 年公司纸餐具销量将分别达到 4.86、6.94 万吨,同比分别增长 89%、43%。本色消费类用纸主要为原纸(半成品),随着限塑令的推广,下游的纸餐具、纸袋等对原纸的需求增长,我们预计 2020-21 年本色消费类用纸销量年均增长 50%,分别达到 5.45、8.18 万吨。

图12 韶能股份生态植物纤维制品销量 (万吨)


资料来源：韶能股份 2016-19 年报，海通证券研究所测算

各国纷纷颁布限塑令，我们预计国内限塑令 2020 年将加速。自 2018 年起，欧盟、新西兰等国家先后出台“限塑令”政策。中国在 2020 年 1 月明确“2020 年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用”，目前海南、山东、河南已经颁布相关政策，我们预期后期将由更多省份颁布相应政策，打开纸餐具、包装纸、纸袋等对相应的塑料产品的替代空间。

表 3 国内外“限塑令”

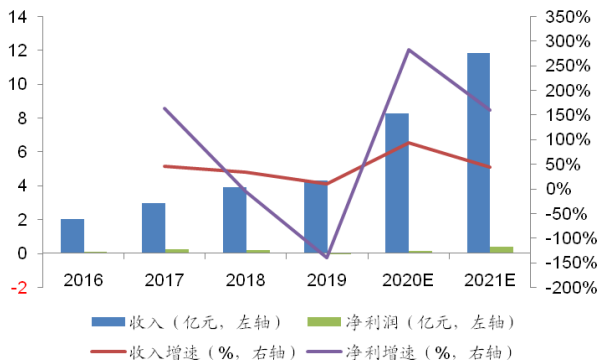
地区	时间	文件	主要内容
中国	2007 年 12 月	《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	2008 年 6 月 1 日起，全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于 0.025 毫米的塑料购物袋，实行塑料购物袋有偿使用制度
	2020 年 1 月	《国家发展改革委生态环境部关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020 年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用；2022 年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广
	2019 年 2 月	《海南省全面禁止生产、销售和使用一次性不可降解塑料制品实施方案》	2020 年底前，全省全面禁止生产、销售和使用一次性不可降解塑料袋、塑料餐具。2025 年底前，全省全面禁止生产、销售和使用列入《海南省禁止生产销售使用一次性不可降解塑料制品名录(试行)》的塑料制品。
	2020 年 5 月	《山东省进一步加强塑料污染治理实施方案》	到 2020 年底，济南市、青岛市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动，禁止使用不可降解塑料袋，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋；到 2022 年底，实施范围扩大至全省地级以上城市建成区和沿海县城（市、区）建成区。到 2025 年底，上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方，在城乡结合部、乡镇和农村地区集市等场所停止使用不可降解塑料袋。
	2020 年 6 月	《加快白色污染治理 促进美丽河南建设行动方案》	2020 年底前，郑州、洛阳、濮阳、许昌等 4 个试点市建立健全塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节管理制度体系，城市建成区禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用
欧洲	2018 年 10 月	欧洲 禁塑令	2018 年 10 月 24 日，欧洲议会投票通过禁止使用一次性塑料的提案，根据提案规定，从 2021 年起，欧盟将禁止生产和销售一次性餐具、棉签、吸管等一次性塑料制品，这些用品将由纸、秸秆或可重复使用的硬塑料替代。塑料瓶将根据现有的回收模式单独收集，到 2025 年，要求成员国的一次性塑料瓶回收率达到 90%。
法国	2020 年 2 月	法国 反污染和循环经济法案	到 2024 年全面禁止一次性塑料包装使用，到 2025 年实现 100% 塑料循环利用，到 2030 年实现一次性塑料瓶出售量减少一半。
新西兰	2018 年 8 月	—	从 2019 年 7 月 1 日起，新西兰禁止使用一次性塑料购物袋。
英国	2019 年 5 月	英国 禁塑令	宣布将禁止塑料吸管（有一些例外）、塑料梗棉签（有一些例外）、塑料饮料搅拌器，禁止塑料吸管的禁令计划于 2020 年 4 月在英格兰生效。

资料来源：国务院、各省发改委官网，海南省人民政府官网，CNN，人民日报，MFE，GOV.UK，海通证券研究所

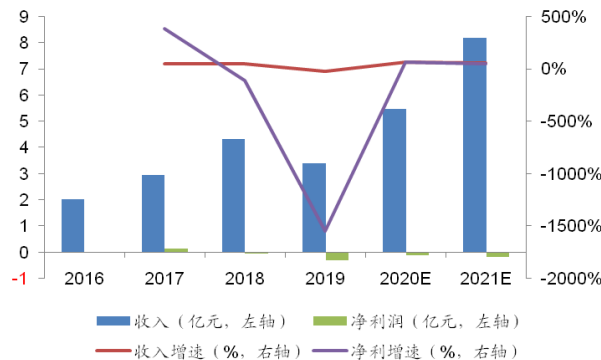
限塑令有望提升公司产品需求，2020 年业绩有望企稳反弹。2019 年纸餐具实现收入 4.29 亿元，同比分别增长 10%；我们测算净利润-0.08 亿元，同比下降 141%。2019 年公司纸餐具销量增长 21%至 2.57 万吨，我们测算销售单价下降 10%到 16679 元/吨，单位能源成本上升 31%到 1239 元/吨。2017-2018 年公司餐具纸均保持了 0.2 亿以上的净利润，我们认为随着限塑令的推广，对纸餐具需求增加，公司纸餐具的售价有望反弹

至 17000 元/吨 (约为 2017-18 年平均值), 同时升级改造的完成或将使单位能源成本有所下降, 我们预计公司纸餐具 2020-21 年分别实现净利润 0.15 亿元、0.38 亿元。

2019 年公司本色消费类用纸实现收入 3.4 亿元, 同比下降 21%, 我们测算净利润约-0.31 亿元, 同比下降 1549%。本色消费类用纸收入下滑源于量价齐跌, 其中销量下降 13%至 3.63 万吨, 综合售价下跌 9%至 9366 元/吨, 净利润下滑还源于单位能源成本上升 24%至 1759 元/吨。公司本色消费类用纸下游可用于餐盒和包装袋, 同样受益于限塑令的推广, 我们预计其 2020 年单位综合售价可恢复到 1 万元/吨 (2018 年为 1.03 万元/吨), 由于升级改造, 单位能源成本有望下降, 我们预计公司本色消费类用纸 2020-21 年净利润-0.11 亿元、-0.17 亿元。

图13 韶能股份纸餐具历年业绩


资料来源: 韶能股份 2016-19 年报, 海通证券研究所测算

图14 韶能股份本色消费类用纸历年业绩


资料来源: 韶能股份 2016-19 年报, 海通证券研究所测算

我们测算公司纸餐具拥有 3 倍成长空间。据易观数据, 2018 年全国外卖订单量 109.6 亿单, 假设未来 50%饭盒用纸餐具 (另 50%为可降解塑料), 按每单 3 个纸饭盒, 每个纸饭盒 50 克, 则一年纸餐具用量 82.2 万吨, 假设公司未来市场占比可达到 10%, 则市场空间为 8.22 万吨, 为韶能股份 2019 年纸餐具销量的 3 倍。

5. 盈利预测与估值

分产品盈利假设:

(1) 电力: 综合考虑 2020 年水电收入下降可能 (2020H1 水电收入下滑 26%), 以及生物质发电装机翻倍, 假设 2020 年电力收入增长 8%; 2021 年假设水电保持平稳增长, 由于生物质发电装机继续增长, 假设收入增长 38%; 2022 年收入保持 2021 年水平。考虑公司 2020 年有逐步退出部分火电业务的可能 (我们从未杨 2 号转型推测), 毛利率有望提高, 我们假设 2020-22 年毛利率分别为 46%、44%、44%。

(2) 贸易及服务: 假设 2020-22 年收入和毛利率保持 2019 年水平不变。

(3) 纸及纸制品: 我们推测公司 2020 年纸餐具产能增长 170%, 假设 2020-22 年产能逐步释放, 以及纸餐具价格因限塑令有所上升, 收入增速分别为 78%、46%、35%, 毛利率提升到 13%。

(4) 变速箱、齿轮系列产品: 假设 2020-22 年收入和毛利率均保持 2019 年水平。

(4) 其他业务: 假设 2020-22 年收入和毛利率为 0。

表 4 韶能股份分产品盈利预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电力					
收入	14.16	20.09	21.70	30.01	30.01
YOY		42%	8%	38%	0%
成本	9.29	11.43	11.70	16.81	16.81
毛利	4.86	8.66	10.00	13.20	13.20
毛利率	34%	43%	46%	44%	44%
贸易及服务					
收入	4.62	7.80	7.80	7.80	7.80
YOY		69%	0%	0%	0%
成本	4.46	7.41	7.41	7.41	7.41
毛利	0.16	0.39	0.39	0.39	0.39
毛利率	3%	5%	5%	5%	5%
纸及纸制品					
收入	8.22	7.69	13.71	19.98	26.96
YOY		-6%	78%	46%	35%
成本	7.11	7.07	11.88	17.31	23.33
毛利	1.12	0.62	1.83	2.67	3.63
毛利率	14%	8%	13%	13%	13%
变速箱、齿轮系列产品					
收入	4.15	4.09	4.09	4.09	4.09
YOY		-2%	0%	0%	0%
成本	3.21	3.38	3.38	3.38	3.38
毛利	0.95	0.71	0.71	0.71	0.71
毛利率	23%	17%	17%	17%	17%
其他业务					
收入	3.14	3.39	0.00	0.00	0.00
YOY		8%	-100%	-	-
成本	2.59	2.86	0.00	0.00	0.00
毛利	0.55	0.53	0.00	0.00	0.00
毛利率	17%	16%	-	-	-
合计					
收入	34.28	43.06	47.30	61.87	68.85
YOY		26%	10%	31%	11%
成本	26.15	32.15	34.36	44.90	50.92
毛利	8.13	10.92	12.93	16.97	17.93
毛利率	24%	25%	27%	27%	26%

资料来源：韶能股份 2018-19 年度报告，海通证券研究所测算

我们预计 2020-21 年公司可实现归母净利润 5.35、6.88 亿元，对应 EPS 为 0.50、0.64 元。参考可比公司估值，考虑公司生物质发电和纸餐具产能的快速增长，给予公司 2020 年 17-20 倍 PE，对应合理价值区间 8.5-10 元，首次覆盖给予优于大市评级。

表 5 可比公司估值情况(倍)

可比公司	PE (TTM)	PE (2020E)	PE (2021E)
长江电力	22	20	19
桂冠电力	21	17	16
长青集团	23	18	11
平均值	22	18	16

资料来源: wind 一致预期(2020/9/18), 海通证券研究所。

6. 风险提示

(1) 限塑令政策在各省推进进度的不确定性。(2) 水电来水的波动性。(3) 生物质发电补贴拖欠引起的现金流压力。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	4306	4730	6187	6885
每股收益	0.37	0.50	0.64	0.64	营业成本	3215	3436	4490	5092
每股净资产	4.40	5.20	6.17	7.18	毛利率%	25.3%	27.3%	27.4%	26.0%
每股经营现金流	0.69	0.69	0.68	0.76	营业税金及附加	43	47	62	69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	82	90	118	159
P/E	17.83	13.37	10.40	10.35	营业费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	2.3%
P/B	1.50	1.27	1.07	0.92	管理费用	219	337	479	592
P/S	1.66	1.51	1.16	1.04	管理费用率%	5.1%	7.1%	7.8%	8.6%
EV/EBITDA	9.13	13.42	10.16	10.57	EBIT	701	768	971	899
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	176	165	148	81
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.1%	3.5%	2.4%	1.2%
毛利率	25.3%	27.3%	27.4%	26.0%	资产减值损失	-27	-6	-10	-8
净利润率	9.3%	11.3%	11.1%	10.0%	投资收益	0	31	25	0
净资产收益率	8.4%	9.5%	10.3%	8.9%	营业利润	529	743	952	958
资产回报率	3.6%	4.3%	5.2%	5.0%	营业外收支	25	0	0	0
投资回报率	5.2%	5.2%	6.2%	5.5%	利润总额	554	743	952	958
盈利增长 (%)					EBITDA	1131	879	1125	1032
营业收入增长率	25.6%	9.8%	30.8%	11.3%	所得税	149	193	252	251
EBIT 增长率	75.2%	9.5%	26.4%	-7.4%	有效所得税率%	26.9%	26.0%	26.4%	26.2%
净利润增长率	32.4%	33.4%	28.6%	0.5%	少数股东损益	4	15	13	16
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	401	535	688	691
资产负债率	54.4%	51.4%	46.9%	41.5%					
流动比率	0.81	0.71	0.92	1.16	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.63	0.52	0.67	0.81	货币资金	350	200	150	50
现金比率	0.14	0.07	0.06	0.02	应收账款及应收票据	991	962	1341	1447
经营效率指标					存货	361	390	507	577
应收帐款周转天数	74.46	65.18	69.82	67.50	其它流动资产	328	407	432	488
存货周转天数	41.00	41.43	41.22	41.32	流动资产合计	2030	1959	2430	2561
总资产周转率	0.38	0.38	0.47	0.49	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	0.55	0.54	0.68	0.73	固定资产	7806	8823	9130	9496
					在建工程	978	1096	1214	1333
					无形资产	308	357	417	472
					非流动资产合计	9178	10363	10848	11387
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	11208	12322	13279	13948
净利润	401	535	688	691	短期借款	1196	1349	932	311
少数股东损益	4	15	13	16	应付票据及应付账款	519	623	769	898
非现金支出	480	117	164	141	预收账款	14	20	23	28
非经营收益	177	77	86	18	其它流动负债	787	760	919	970
营运资金变动	-320	4	-213	-47	流动负债合计	2516	2752	2644	2206
经营活动现金流	743	748	738	819	长期借款	3129	3129	3129	3129
资产	-1374	-916	-247	-217	其它长期负债	450	450	450	450
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	3580	3580	3580	3580
其他	0	31	25	0	负债总计	6096	6332	6223	5786
投资活动现金流	-1374	-885	-223	-217	实收资本	1081	1081	1081	1081
债权募资	2515	153	-417	-622	归属于母公司所有者权益	4755	5619	6672	7763
股权募资	67	0	0	0	少数股东权益	356	371	384	399
其他	-2145	-165	-148	-81	负债和所有者权益合计	11208	12322	13279	13948
融资活动现金流	437	-13	-565	-702					
现金净流量	-194	-150	-50	-100					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 18 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业、煤炭行业
张磊 公用事业
戴元灿 煤炭行业、公用事业
傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 山煤国际,涪陵电力,赣能股份,华电国际,开滦股份,国投电力,京能电力,兖州煤业,三峡水利,潞安环能,深圳燃气,华能国际,华宏科技,淮北矿业,华光环能,中国神华,平煤股份,盘江股份,华测检测,露天煤业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zxx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹姜(021)23154122 pyj10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒珣 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com