

韶能股份 (000601.SZ)

发电、生态纸制品，双轮驱动高成长

韶关锐意进取的能源企业。公司成立于1993年6月，1996年8月深交所上市，公司从韶关地区小水电公司逐步发展为综合能源公司。水电方面，公司在手水电项目稳定，广东清洁能源占比低，水电上网电量、电价及结算有保障。生物质领域，公司新产能投放在即，业绩弹性大。此外，公司逐步开拓生态餐具及纸制品业务，随着对塑料制品的限制趋严，公司生态纸制品销售将逐步提升。

水电项目稳健，广东水电上网电量、电价及结算有保障。截至2019年底，公司已投运的水电装机68万千瓦。其中湖南装机36.5万千瓦，广东装机31.5万千瓦。2018年广东总用电量为6323亿千瓦时，其中水电发电量为258亿千瓦时，占比4.1%，占比较低，水电上网电量有保障。广东珠江水系丰富，水电上网满发满上，不参与市场竞争，电价0.4382元/度，处于水电较高水平，水电上网电价有保障；2018年，广东省统调负荷已突破1亿元，市场容量大，对清洁能源水电结算有保障。长期来看，韶能股份作为韶关地区的水电龙头企业，水电上网电量、电价及结算有保障。

生物质新产能投产在即，业绩弹性大。截至2019年底，公司生物质能发电装机18万千瓦，预计2020年新投产4个生物质发电项目，总装机预计达40.5万千瓦，相比2019年底装机规模翻倍。公司生物质电厂燃料主要来自林业及木材加工业的剩余物，热值稳定且收集有保障，项目盈利能力较为可观，业绩弹性大。

生态餐具及纸制品需求旺盛，成为公司增长另一极。生态餐具欧美市场空间大，国内将逐步打开。欧洲2021年将全面禁塑，欧美市场逐步放开，随着国内对塑料产品的限制提升，环保意识增强，国内市场也将逐步打开。公司现有产能4万吨/年，且在建新丰6.8万吨项目（预计于2020年第一季度投产）、南雄二园区一期项目，随着新产能的投产，公司生态纸制品销售将再上台阶。

投资建议。公司作为广东韶关地区的水电龙头，水电上网结算有保障、生物质装机不断提升，同时生态餐具和纸制品逐步打开新市场，成长能力突出。预计2019至2021年归母净利润分别为5.0/6.7/8.5亿元，对应PE估值分别为12.1X/9.2X/7.2X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1、广东、湖南小水电发电量波动风险、2、生物质发电项目投产进度不及预期、3、环保餐具外销不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,594	3,428	3,756	4,793	6,767
增长率 yoy (%)	12.4	-4.6	9.6	27.6	41.2
归母净利润(百万元)	446	303	503	665	845
增长率 yoy (%)	1.2	-32.0	66.1	32.2	27.0
EPS最新摊薄(元/股)	0.41	0.28	0.47	0.62	0.78
净资产收益率(%)	9.7	6.6	10.2	12.3	13.9
P/E(倍)	13.7	20.1	12.1	9.2	7.2
P/B(倍)	1.37	1.35	1.25	1.14	1.02

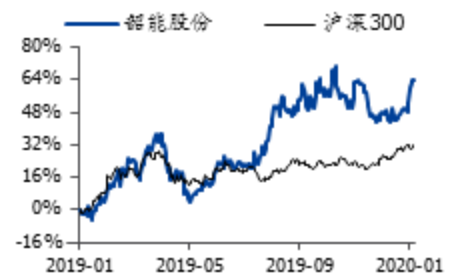
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	电力
前次评级	
最新收盘价	6.33
总市值(百万元)	6,839.89
总股本(百万股)	1,080.55
其中自由流通股(%)	99.93
30日日均成交量(百万股)	9.16

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

研究助理 余菁

邮箱：sheqian@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1276	1763	1589	2342	3118
现金	234	548	413	527	743
应收票据及应收账款	475	606	579	933	1201
其他应收款	104	83	121	140	229
预付账款	109	137	133	212	275
存货	263	306	261	448	587
其他流动资产	91	82	82	82	82
非流动资产	7891	8256	8737	9584	10095
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	7223	7094	7644	8473	8842
无形资产	209	237	254	265	279
其他非流动资产	459	925	839	846	974
资产总计	9167	10019	10326	11927	13213
流动负债	2313	2540	2816	4198	5222
短期借款	1210	1209	1588	2489	3092
应付票据及应付账款	449	535	446	782	1010
其他流动负债	654	796	782	926	1119
非流动负债	2114	2665	2332	2049	1631
长期借款	1746	2275	1942	1659	1240
其他非流动负债	367	391	391	391	391
负债合计	4426	5205	5148	6247	6852
少数股东权益	285	295	318	349	388
股本	1081	1081	1081	1081	1081
资本公积	1584	1582	1582	1582	1582
留存收益	1791	1856	2101	2433	2847
归属母公司股东权益	4456	4519	4860	5331	5973
负债和股东权益	9167	10019	10326	11927	13213

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	665	673	957	1019	1312
净利润	458	317	526	696	884
折旧摊销	386	411	365	416	465
财务费用	158	167	102	130	136
投资损失	-2	-45	-5	-13	-5
营运资金变动	-332	-106	-31	-210	-167
其他经营现金流	-3	-71	0	0	0
投资活动现金流	-409	-647	-841	-1250	-971
资本支出	474	941	481	847	511
长期投资	-7	0	0	0	0
其他投资现金流	58	294	-360	-403	-460
筹资活动现金流	-333	298	-630	-558	-728
短期借款	707	-1	0	0	0
长期借款	-683	528	-333	-283	-419
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-356	-228	-297	-274	-309
现金净增加额	-79	323	-514	-788	-386

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3594	3428	3756	4793	6767
营业成本	2583	2665	2657	3326	4853
营业税金及附加	41	37	40	51	72
营业费用	93	82	90	115	162
管理费用	180	194	210	268	379
研发费用	0	51	38	48	68
财务费用	158	167	102	130	136
资产减值损失	-2	13	0	0	0
其他收益	43	41	42	42	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	45	5	13	5
资产处置收益	4	83	0	0	0
营业利润	590	389	666	910	1144
营业外收入	18	45	34	35	33
营业外支出	13	11	16	17	14
利润总额	594	423	684	928	1162
所得税	136	106	157	232	279
净利润	458	317	526	696	884
少数股东损益	13	14	23	31	39
归属母公司净利润	446	303	503	665	845
EBITDA	1162	1041	1189	1513	1825
EPS (元)	0.41	0.28	0.47	0.62	0.78

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	-4.6	9.6	27.6	41.2
营业利润(%)	-2.5	-34.0	71.1	36.6	25.7
归属于母公司净利润(%)	1.2	-32.0	66.1	32.2	27.0
获利能力					
毛利率(%)	28.1	22.3	29.3	30.6	28.3
净利率(%)	12.4	8.8	13.4	13.9	12.5
ROE(%)	9.7	6.6	10.2	12.3	13.9
ROIC(%)	7.4	5.3	6.8	7.9	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	48.3	52.0	49.9	52.4	51.9
净负债比率(%)	71.8	79.9	77.1	80.1	71.4
流动比率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	9.2	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.28	0.47	0.62	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.62	0.89	0.94	1.21
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.18	4.50	4.93	5.53
估值比率					
P/E	13.7	20.1	12.1	9.2	7.2
P/B	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.4	9.8	8.8	7.3	6.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、公司简介.....	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 水电收入波动较大，生物质、纸制品提供新增量.....	6
1.3 股息率不断提升.....	7
1.4 大股东前海人寿，资金实力雄厚.....	8
2、水电项目稳健.....	8
2.1 公司投运水电项目 68 万千瓦.....	8
2.2 利用小时数波动较大，电价优势明显.....	10
2.3 广东本地清洁能源占比低，水电上网电量、电价及结算有保障.....	11
3、生物质发电装机快速提升.....	12
4、生态餐具及纸制品高速增长.....	13
5、盈利预测.....	14
5.1、收入预测.....	14
5.2、毛利率预测.....	15
5.3、可比公司估值.....	16
风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 营业总收入及归母净利润.....	6
图表 3: 费用率.....	6
图表 4: 收入构成.....	7
图表 5: 毛利率%.....	7
图表 6: 公司股息率不断提升.....	7
图表 7: 公司股息率在水电板块有一定优势.....	8
图表 8: 前海人寿增持情况.....	8
图表 9: 公司股权结构.....	8
图表 10: 2015-2019H 公司水电收入及利润总额.....	9
图表 11: 公司运营水电站一览.....	9
图表 12: 湖南水电项目主要分布在沅水、耒水.....	10
图表 13: 广东水电项目主要分布在珠江北江、武水.....	10
图表 14: 2003-2018 年广东地表水资源总量/亿立方米.....	10
图表 15: 2003-2018 年湖南地表水资源总量/亿立方米.....	10
图表 16: 水电项目上网电价(元/度).....	11
图表 17: 广东水电发电量占比较低.....	11
图表 18: 2015-2019H 公司生物质发电收入及利润总和.....	12
图表 19: 公司生物质装机规模.....	12
图表 20: 公司生物质发电项目一览.....	12
图表 21: 环保纸制品收入规模不断扩大.....	13
图表 22: 环保餐具销量不断提升.....	14
图表 23: 环保餐具单价及收入高速提升.....	14
图表 24: 本色生活纸销量不断提升.....	14

图表 25: 本色生活纸单价及收入不断提升.....	14
图表 26: 收入预测.....	15
图表 27: 毛利率预测.....	15
图表 28: 可比公司 PE 估值.....	16
图表 29: 可比公司 PB 估值.....	16

1、公司简介

1.1 公司发展历程

韶关锐意进取的能源企业。广东韶能集团股份有限公司是以能源（清洁能源、可再生能源、常规能源）、生态植物纤维制品（安全健康纸品）、精密（智能）制造投资开发与经营为主营业务的上市公司，也是韶关地区优势企业之一。公司成立于1993年6月，注册地为广东省韶关市。1996年8月30日在深圳证券交易所挂牌上市。截止2019年12月底，公司第一大股东为前海人寿保险股份有限公司，持股比例19.95%；第二大股东为韶关市工业资产经营有限公司，持股比例14.43%。

发展历程：小水电起家，拓展至中型水电、生物质发电及纸制品。

- ✓ 1993-1996：成立、上市。
- ✓ 1997-2003：不断在广东、湖南装机小水电（5万千瓦以下），截至2003年底，韶能集团公司电力装机容量达48.8万千瓦，资产总额40.2亿元。
- ✓ 2004-2012年：拓展中型水电站（大泮潭水电站，20万千瓦），开辟生物质发电（韶关日昇项目，6万千瓦）。
- ✓ 2013-2019年：继续拓展生物质发电及环保纸制品业务。

图表 1: 公司发展历程

时间	类型	事件
1993	注册成立	广东省体改委批准设立“广东韶能集团股份有限公司”。注册资本7.5亿元，资产总额7.76亿元。
1996	上市	深交所上市。
1997	水电装机	兼并韶关市孟洲坝发电厂（4.8万千瓦），水电运营装机零的突破。利用公司股票上市募集资金2.04亿元投建钓鱼台水电厂（2.5万千瓦），1999年建成投产，自建水电站装机零的突破。
2000	水电装机	投建横溪水电厂（5万千瓦），2003年建成投产。
2001	水电装机	重组并承建湖南省耒阳市耒中水电站（装机4.05万千瓦），2003年建成投产实现了公司水电站业务跨地区的扩张。
2002	水电装机	投资建设曲江濠湮水电厂（装机5.2万千瓦），2005年建成投产。
2003	资产规模	经过10年发展，截至2003年底，韶能集团公司电力装机容量达48.8万千瓦，资产总额40.2亿元。
2004	水电装机	投建大泮潭水电站（20万千瓦），公司从过去重点开发小水电站（装机小于5万千瓦的项目）开始向大中型水电项目开发迈进。2008年首台机组顺利投产，2009年全面建成投产。
2012	生物质装机	投资建设韶关市韶能生物质发电项目（日昇项目，6万千瓦）。
2014	纸制品	公司首创无漂白、不添加增白剂的“本色竹纤维”生活用纸产品6月面市。
2015	股权变动	前海人寿保险股份有限公司通过二级市场竞价交易方式持有公司股份1.6亿股，成为公司第一大股东。
2016	生物质装机	第2个生物质能发电项目（新丰旭能项目，6万千瓦）动工建设，2017年一季度投产。
2018	纸制品、生物质装机	2018年2月，新丰产业园区生态植物纤维一期项目动工建设（6.8万吨/年）；2018年4月，新丰旭能生物质发电有限公司二期扩建项目（6万千瓦）动工建设。
2019	生物质装机	2019年上半年，新丰旭能生物质发电有限公司二期扩建项目3#、4#机相继并网发电。翁源致能生物质发电项目一期主体土建工程开工建设，耒杨综合利用发电厂2号锅炉及发电机组转型为生物质能发电锅炉及机组项目开工建设。宏大精锻有限公司项目正式动工。

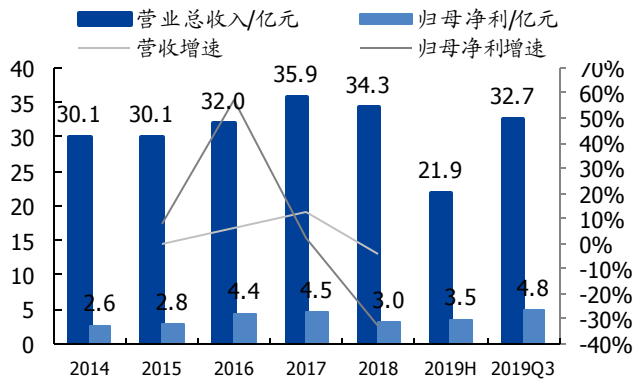
资料来源：公司官网、国盛证券研究所

1.2 水电收入波动较大，生物质、纸制品提供新增量

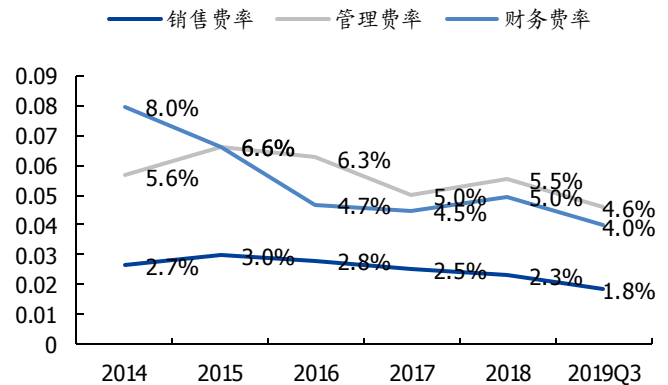
2018 年收入、利润下滑，预计 2019 年大幅提升。公司 2017/2018/2019Q3 营业收入分别为 35.9/34.3/32.7 亿元，归母净利分别为 4.5/3.0/4.8 亿元，2018 年收入、利润下滑主要因为广东水电来水较差，影响发电收入及利润。

费用率总体下行。公司 2017/2018/2019Q3 销售费率分别为 2.5%/2.3%/1.8%，管理费率为 5.0%/5.5%/4.6%，财务费率分别为 4.5%/5.0%/4.0%。

图表 2: 营业总收入及归母净利



图表 3: 费用率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

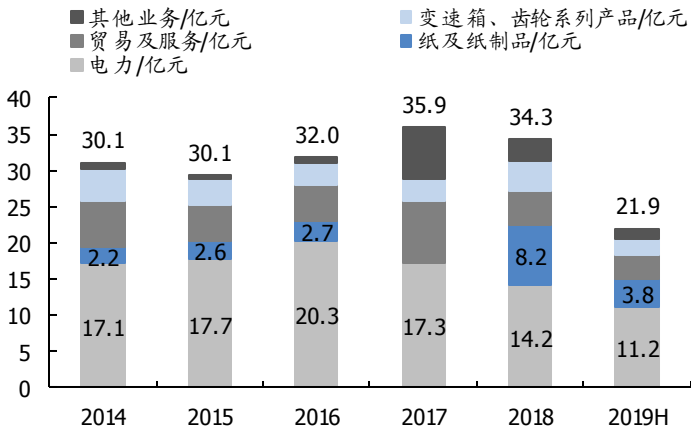
电力收入占比高，小水电受来水影响收入波动较大。公司 2017/2018/2019Q3 电力收入分别为 17.3/14.2/11.2 亿元，占比分别为 48.2%/41.4%/51.1%，公司电力收入主要来自广东及湖南的水电站，截至 2019 年底装机规模为 68 万千瓦，多为小型水电站（单个规模小于 5 万千瓦），受来水量影响较大，收入波动也较大。

公司生物质发电收入逐步提升。截至 2019 年底，公司生物质发电装机 18 万千瓦，2016-2018 年公司生物质发电收入分别为 2.5/4.7/5.0 亿元。预计 2020 年新投产 4 个生物质发电项目，总装机预计达 40.5 万千瓦，生物质发电收入将逐步提升。

纸及纸制品收入增速较快。纸及纸制品缺少 2017 年可比数据，2016 年收入规模为 2.7 亿元，2018 年为 8.2 亿元，2019H 为 3.8 亿元，复合增速较快。

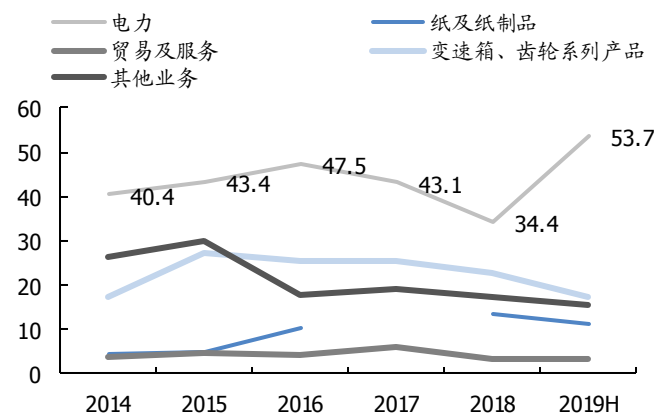
电力毛利率回升。公司 2017/2018/2019Q3 电力毛利率分别为 43.1%/34.4%/53.7%。2019 年来水量回升，毛利率回升；贸易及服务毛利率近 3 年持平；变速箱、齿轮系列产品小幅下降。

图表 4: 收入构成



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 5: 毛利率%

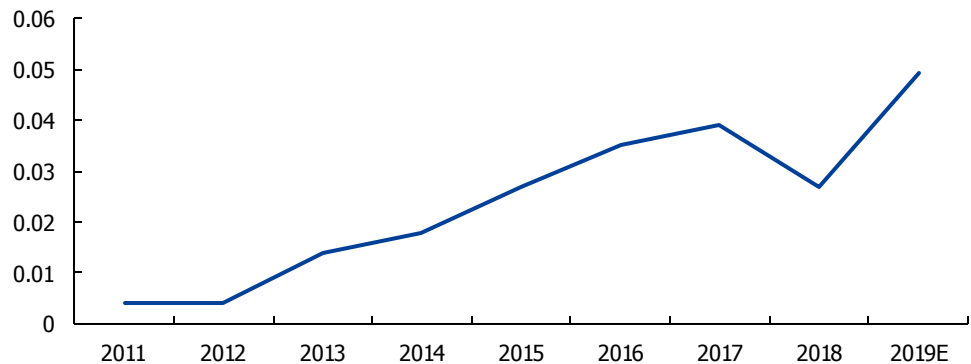


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1.3 股息率不断提升

公司未来三年股东回报规划规定**2019-2021**利润**60%**分红,目前对应**5%**的股息率。2019年8月,公司发布最新的《未来三年股东回报规划》,承诺2019-2021年当年现金分红金额占归母净利润的比例为**60%**左右。公司在已披露的2019年第三季度报告中承诺公司2019年度现金分红金额占归母净利润的比例拟为**65%**至**70%**,具体比例在审议2019年度报告董事会上确定,并提交股东大会审议。最近7年,公司分红比例不断提升,如果2019年分红比例达到**65%**,则公司股息率将接近**5%**。

图表 6: 公司股息率不断提升



资料来源: wind、国盛证券研究所

公司股息率在水电板块处于较高水平。预计2019年公司股息率将达到**4.9%**,相比于其他水电公司有一定优势。

图表 7: 公司股息率在水电板块有一定优势

	PE (ttm)	PB(ttm)	近三年先进分 红比例	2018 年股息 率	预计 2019 年 股息率
韶能股份	10.5	1.3	52%	2.7%	4.9%
川投能源	13.0	1.6	37%	3.1%	2.8%
桂冠电力	15.5	2.7	58%	5.1%	4.6%
长江电力	17.5	2.8	66%	3.7%	3.7%
国投电力	12.1	1.7	35%	2.5%	2.6%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所, PE、PB 估值日期选取 2020 年 1 月 18 日

1.4 大股东前海人寿, 资金实力雄厚

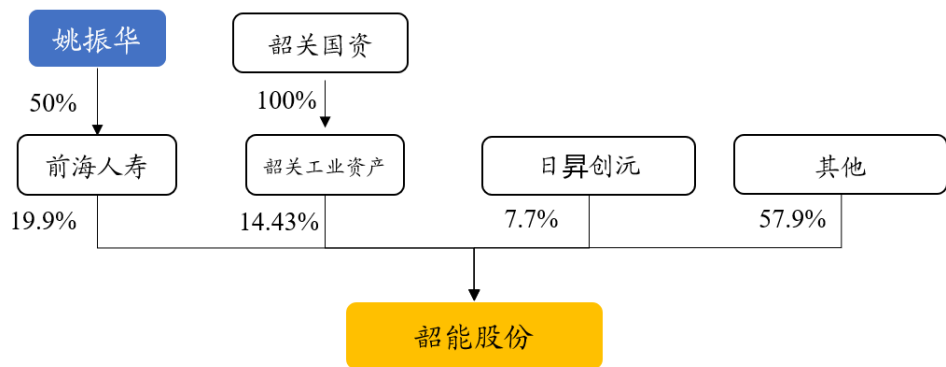
大股东为前海人寿, 持股成本高于目前股价。截至 2019 年中报, 前海人寿合计持有公司 19.95% 股份, 为公司第一大股东。前海人寿于 2015-2017 年逐步通过二级市场增持公司股票, 总体增持成本高于目前股价。

图表 8: 前海人寿增持情况

序号	增持时间	增持股份/亿股	总股本/亿股	占公司总股本
1	2015 年 7 月	0.5	10.81	5.0%
2	2015 年 8 月	1.1	10.81	10.0%
3	2016-2017 年	0.55	10.81	4.95%
合计		2.15		19.95%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 9: 公司股权结构



资料来源: wind、国盛证券研究所

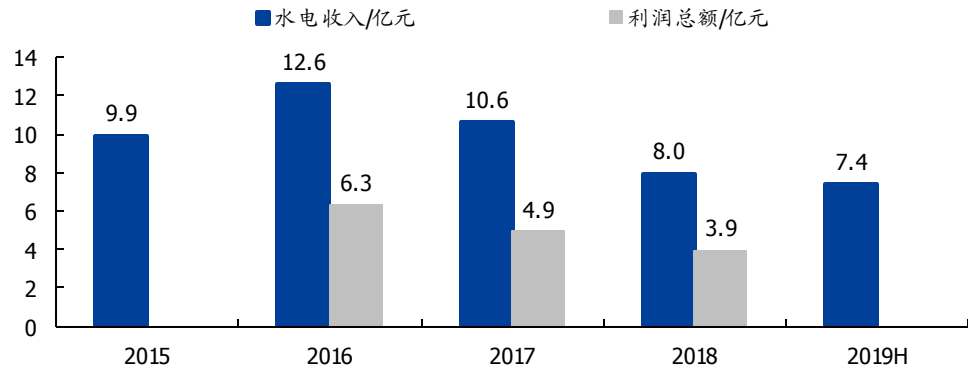
2、水电项目稳健

2.1 公司投运水电项目 68 万千瓦

公司水电在手产能 68 万千瓦, 受来水影响, 收入利润波动较大。截至 2019 年底, 公司

已投运的水电装机 68 万千瓦。其中湖南装机 36.5 万千瓦，广东装机 31.5 万千瓦，公司最大水电站为湖南大沅潭水电站，装机 20 万千瓦，其余为小型水电站。

图表 10: 2015-2019H 公司水电收入及利润总额



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 11: 公司运营水电站一览

序号	电厂	省份	股权	总装机 /万千瓦	权益装机/万千瓦	水系
1	大沅潭水电站	湖南	100%	20.0	20.0	沅水干流中游
2	遥田水电站	湖南	77%	5.0	3.8	耒水下游
3	耒中水电站	湖南	77%	4.1	3.1	耒水
4	郴州翠江水电站	湖南	82%	2.8	2.3	耒水中游
5	冷水滩顺和水电站	湖南	100%	2.5	2.5	湘江干流上游段
6	上堡水电站	湖南	77%	1.4	1.1	耒水中游
7	波水电站	湖南	100%	0.7	0.7	耒水下游
	小计			36.5	33.5	
8	濠湮水电厂	广东	100%	5.2	5.2	北江干流
9	杨溪横溪水电站	广东	100%	5.0	5.0	北江二级支流
10	孟洲坝发电厂	广东	100%	5	5	北江干流
11	韶关湾头水电站	广东	100%	3.6	3.6	浈水下游
12	钓鱼台水电厂	广东	100%	3	3	北江二级支流
13	银溪水电	广东	100%	2.4	2.4	北江二级支流
14	溢州水电站	广东	90%	2.0	1.8	武水支流
15	南雄雄洲电站	广东	100%	1.7	1.7	北江支流
16	长安水电站	广东	100%	1.3	1.3	武水干流
17	富湾水电	广东	100%	1.2	1.2	武水干流
18	长潭水电站	广东	100%	0.5	0.5	北江支流
19	大小转水电站	广东	100%	0.4	0.4	北江支流
20	金盘电站	广东	80%	0.2	0.1	北江支流
	小计			31.5	31.2	
	合计			68	64.7	

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

公司湖南水电项目主要分布在沅水、耒水。湖南省有四大水系。沅江、湘江、资江，耒水属于湘江支流。公司湖南大猷潭水电站位于湖南沅水、其余小水电项目主要位于耒水。

公司广东水电项目主要分布在珠江北江、武水。广东水系主要为珠江的西江、东江、北江以及韩江水系。韶能股份所在的韶关地区水电站主要属于珠江北江区。公司濠湓水电厂、杨溪横溪水电站、孟洲坝发电厂等9个项目主要分布在珠江北江，溢州水电站等3个项目主要分布在武水。

图表 12: 湖南水电项目主要分布在沅水、耒水



资料来源: 湖南水利局、国盛证券研究所

图表 13: 广东水电项目主要分布在珠江北江、武水



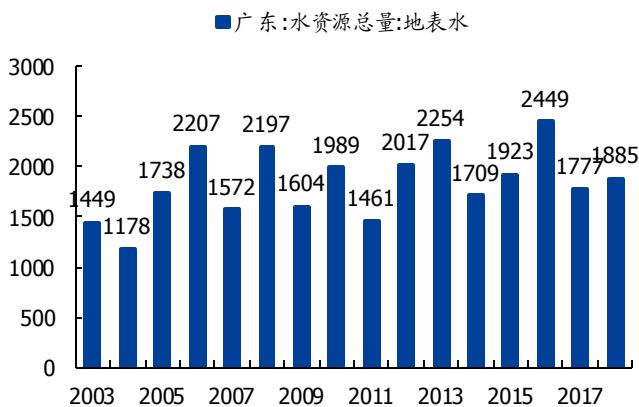
资料来源: 广东水利局、国盛证券研究所

2.2 利用小时数波动较大，电价优势明显

广东、湖南来水量周期性变动，2017、2018 年连续两年处于下降趋势。广东 2016-2018 连续 3 年地表径流量分别为 2449/1777/1885 亿立方米。湖南 2016-2018 连续 3 年地表径流量分别为 2190/1906/1337 亿立方米。广东、湖南的来水量直接影响公司的利用小时数，2017、2018 年公司利用小时承压。

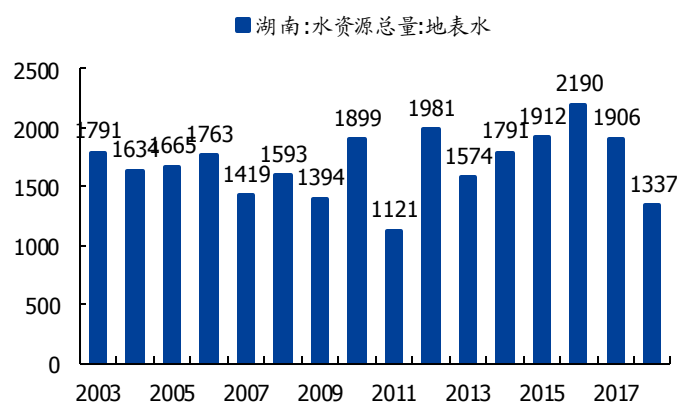
2019 年公司利用小时数提升，且远高于行业平均水平。《北极星电力网》统计数据显示，2019 年上半年全国水电设备利用小时 1674 小时。公司水电企业 2019 年上半年利用小时 2940 小时，高于行业平均水平 76%。

图表 14: 2003-2018 年广东地表水资源总量/亿立方米



资料来源: 广东水利局、国盛证券研究所

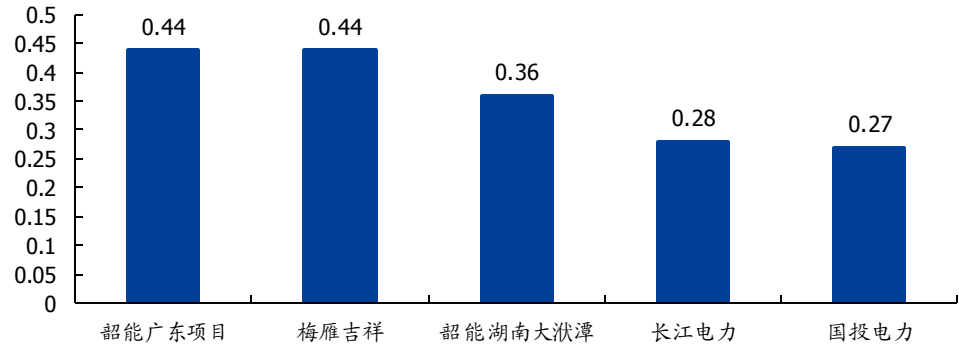
图表 15: 2003-2018 年湖南地表水资源总量/亿立方米



资料来源: 湖南水利局、国盛证券研究所

公司水电上网电价高于行业。根据2013年9月广东省物价局发布的《关于调整小水电上网电价最低保护价标准的通知》，广东小水电的电价为0.4382元/度，综合来看公司水电上网电价高于行业。

图表 16: 水电项目上网电价 (元/度)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

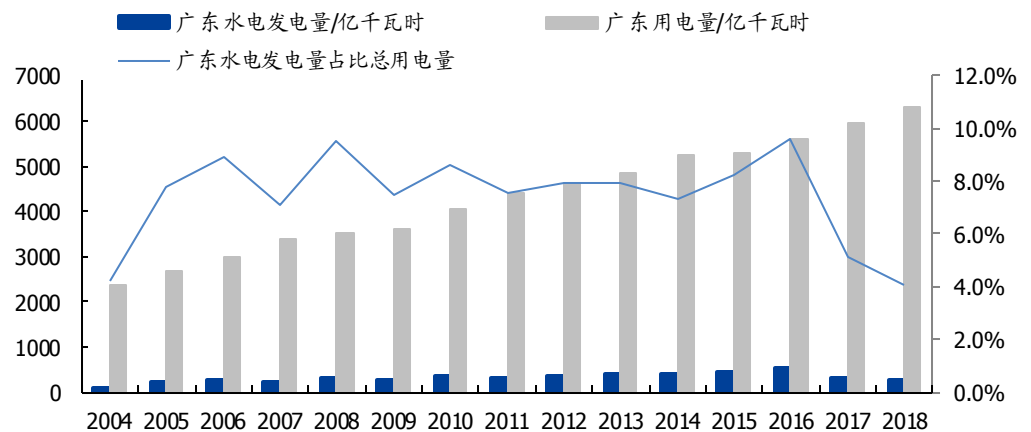
管理优异，发电小时高于行业，大修费用大幅降低。

- ✓ 2019年上半年全国水电设备利用小时1674小时。公司水电企业2019年上半年利用小时2940小时，高于行业平均水平76%。
- ✓ 严控技改大修及非生产性费用支出。2019年上半年，公司水电企业技改大修费用同比下降20%。

2.3 广东本地清洁能源占比低，水电上网电量、电价及结算有保障

广东省本地清洁能源占比低，水电上网电量、电价及结算有保障。2018年广东总用电量为6323亿千瓦时，其中水电发电量为258亿千瓦时，占比4.1%，占比较低，广东省规模以上工商业企业数量多，用电需求大，水电上网电量有保障。广东珠江水系丰富，水电上网满发满上，不参与市场竞争，电价0.4382/度，处于水电较高水平，水电上网电价有保障；2018年，广东省统调负荷已突破1亿元，市场容量大，对清洁能源水电结算有保障。长期来看，韶能股份作为韶关地区的水电龙头企业，水电上网电量、电价及结算有保障。

图表 17: 广东水电发电量占比较低

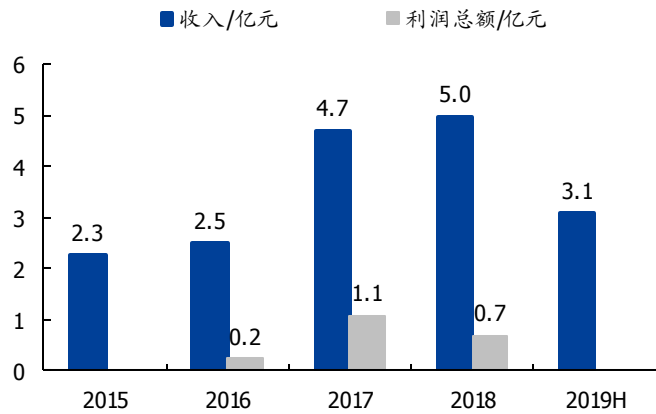


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

3、生物质发电装机快速提升

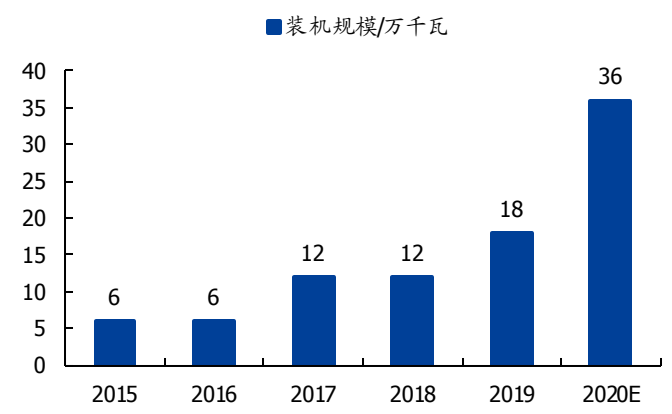
截至 2019 年底，公司生物质发电装机 18 万千瓦，预计 2020 年新投产 4 个生物质发电项目，总装机将达 40.5 万千瓦，相比 2019 年底装机规模翻倍，公司生物质电厂燃料主要来自林业及木材加工业的剩余物，热值稳定且收集有保障，项目盈利能力较为可观，业绩弹性大。

图表 18: 2015-2019H 公司生物质发电收入及利润总和



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 19: 公司生物质装机规模



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 20: 公司生物质发电项目一览

序号	电厂	地区	股权	总装机/ 万千瓦	权益装机/ 万千瓦	进度
1	日昇项目	韶关	100%	6	6	2014年7月投产
2	新丰旭能项目	韶关	100%	6	6	2017年一季度投产
3	新丰旭能扩建项目	韶关	100%	6	6	2019年5月投产
4	翁源一期及二期项目	韶关	80%	6	4.8	预计2020年初投产
5	翁源三期及四期项目	韶关	80%	6	4.8	预计2020年投产
6	新丰旭能三期及四期项目	韶关	100%	6	6	预计2020年投产
7	耒杨综合利用发电厂2号锅炉及发电机组 转型为生物质能发电锅炉及发电机组项目	耒阳	77%	4.5	3.5	预计2020年投产
合计				40.5	37.1	

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

生物质项目管理优异，盈利能力强。

- ✓ **项目优质，发电小时数高于行业。**2018 年我国生物质发电年运营小时 5087 小时。2018 年公司生物质发电企业机组运营小时 6575 小时，高于行业平均水平 29%。2019 年上半年，公司生物质发电企业运营小时 3669 小时，同比增加 411 小时，增长了 12.6%。
- ✓ **拓宽采购渠道，采购成本降低。**利用各种资源平台，通过网购、商超、直购等方式，拓宽采购渠道。在确保质量前提下，降低采购成本。根据公司公告显示，2019 年上

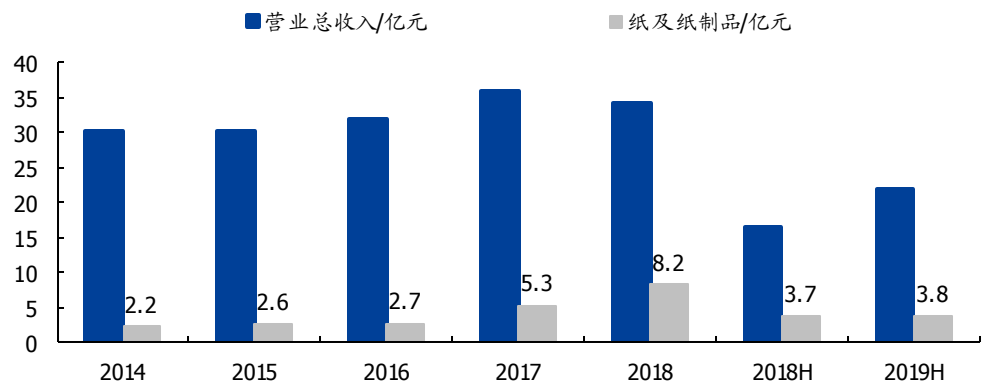
半年，公司生物质发电的设备等采购费用节约近 1100 万元。

- ✓ 采用“度电包干”的燃料收集组织管理模式，减少“跑、冒、滴、漏”。既能保障燃料质量及供应，亦能减少“跑、冒、滴、漏”等情况发生，有效控制燃料成本。积极开展高新技术企业认证工作，努力降低企业综合税负。积极争取生产技术改造项目政策奖补资金，拓宽企业资金来源渠道。

4、生态餐具及纸制品高速增长

公司生态餐具及纸制品收入高速增长。公司从事生态植物纤维制品业务的营运企业有两家，分别是绿洲公司和华丽达公司，绿洲公司生产各种生态纸餐具和健康环保本色消费类用纸等产品，华丽达公司生产健康环保本色消费类用纸等产品。

图表 21: 环保纸制品收入规模不断扩大

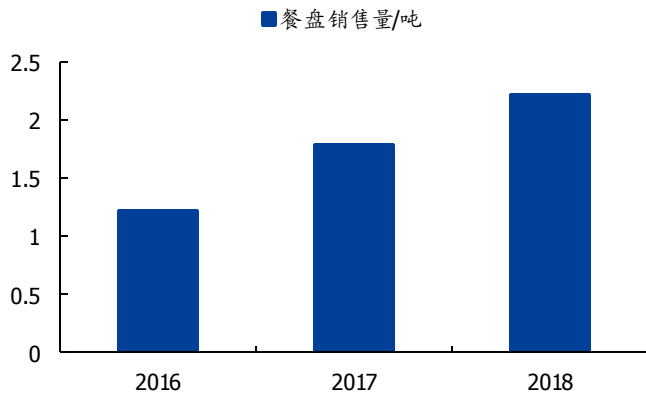


资料来源：公司公告、国盛证券研究所

生态餐具欧美市场空间大，国内逐步打开。欧洲 2021 年将全面禁塑，欧美市场逐步放开。公司可降解餐盘的产品主要是 9 寸的可降解餐盘，毛利率约 40%，随着国内对塑料产品的限制提升，环保意识增强，国内市场也逐步打开。

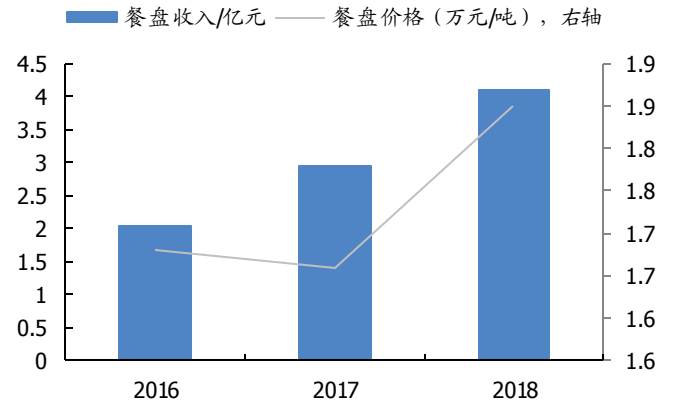
现有产能 4 万吨/年，在建 6.8 万吨/年新丰项目（预计于 2020 年第一季度底前投产），产能仍将扩充。新丰年产 6.8 万吨生态植物纤维制品一期项目预计于 2020 年第一季度底前投产，产能大幅提升带动生态纸制品销售再上台阶。

图表 22: 环保餐具销量不断提升



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 23: 环保餐具单价及收入高速提升

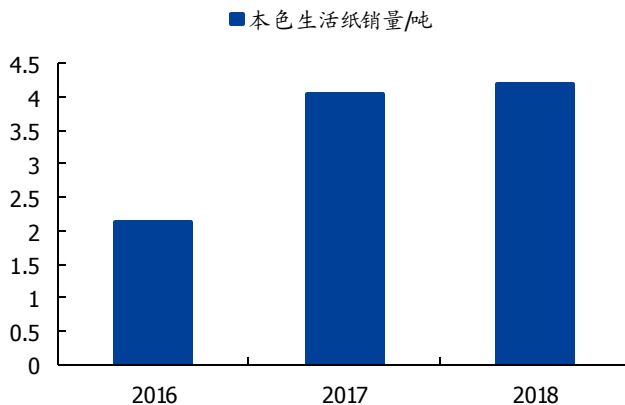


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

本色生活用纸需求旺盛, 销售单价不断提升。

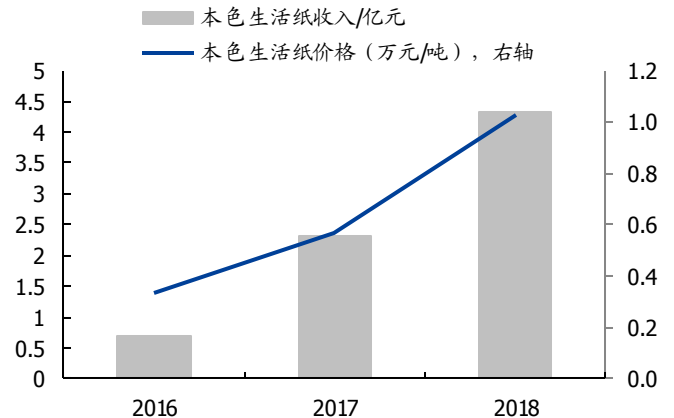
- ✓ **技改提升制浆产能。**2019 公司推进了碱回收环保节能升级技改项目的改造工作, 该项目于 2019 年下半年完成, 制浆产能比技改前提升 25%左右。
- ✓ **整合销售渠道, 扩大销售规模。**在纸餐具资源整合的基础上, 整合本色消费类用纸销售资源, 提高市场占有率。

图表 24: 本色生活纸销量不断提升



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 25: 本色生活纸单价及收入不断提升



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

5、盈利预测

公司作为广东韶关地区的水电龙头, 水电上网结算有保障、生物质装机不断提升, 同时生态餐具和纸制品逐步打开新市场, 成长能力突出。预计 2019 至 2021 年归母净利润分别为 5.0/6.7/8.5 亿元, 对应 PE 估值分别为 12.1X/9.2X/7.2X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5.1、收入预测

- ✓ **水电:** 截至 2019 年底, 公司水电装机 68 万千瓦, 广东整体清洁能源占比较低, 预

计 2020、2021 公司水电业务上网电量、电价及结算有保障。

- ✓ **生物质发电：**随着翁源一期及二期项目、翁源三期及四期项目、新丰旭能三期及四期项目、耒杨综合利用发电厂 2 号锅炉及发电机组转型为生物质能发电机组项目的陆续投产，预计生物质发电收入也将大幅提升。
- ✓ **餐盘&纸制品：**随着新丰年产 6.8 万吨生态植物纤维制品一期项目、以及南雄二园区生态植物纤维餐具一期项目的投产，公司生态餐具及纸制品收入也将大幅提升。

图表 26: 收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入/亿元	30.1	30.1	32.0	35.9	34.3	37.6	48.0	67.7
		0%	6%	12%	-4%	10%	28%	41%
电力/亿元	17.1	17.7	20.3	17.3	14.2	17.3	24.0	29.2
		4%	15%	-15%	-18%	22%	39%	22%
纸及纸制品/亿元	2.2	2.6	2.7		8.2	8.4	12.1	26.6
		18%	4%			3%	44%	120%
贸易及服务/亿元	6.5	4.9	4.9	8.4	4.6	4.6	4.6	4.6
		-25%	0%	71%	-45%	0%	0%	0%
变速箱、齿轮系列产品/亿元	4.5	3.5	3.1	3.0	4.2	4.2	4.2	4.2
		-22.2%	-11.4%	-3.2%	40.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务/亿元	0.7	0.6	0.7	7.2				
		-14%	17%	929%				
其他主营业务/亿元					3.1	3.1	3.1	3.1
						0%	0%	0%

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

5.2、毛利率预测

公司 2018 年电力毛利率大幅下滑主要是由于来水量波动导致，2019 年上半年公司电力毛利率 53.7%，预计 2019 年全年发电毛利率大幅回升。2020-2021 年随着生物质发电占比提升，公司电力毛利率将进一步提升。假设其他板块毛利率与 2018 年持平。

图表 27: 毛利率预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合毛利率	27.5%	30.9%	34.8%	28.1%	22.3%	29.3%	30.6%	28.3%
电力毛利率	40.4%	43.4%	47.5%	43.1%	34.4%	47.5%	47.5%	47.5%
纸及纸制品毛利率	4.4%	5.0%	10.1%		13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
贸易及服务毛利率	3.9%	4.6%	4.5%	5.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
变速箱、齿轮系列产品毛利率	17.2%	27.1%	25.7%	25.4%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%
其他业务毛利率	26.4%	29.9%	17.9%	19.0%				
其他主营业务毛利率					17.5%	17.5%	17.5%	17.5%

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

5.3、可比公司估值

从可比公司角度，韶能股份 2017、2018 年发电收入分别占比 48%、41%，从电力 PE 及 PB 估值来看，公司估值有一定优势。同时，在公司生物质项目投产及生态纸制品业务的拓展下，公司有望高速增长，公司当前股价对应 2020 年估值得 9.2X，我们认为的合理估值为 12 倍，股价具备上行空间，给予公司“买入”评级。

- ✓ **梅雁吉祥**：水电收入占比 56%，水电项目多分布在广东。
- ✓ **粤水电**：主营水利水电工程、市政工程及水利发电，项目主要分布在广东。
- ✓ **长江电力**：国内最大的水电上市公司，主要管理三峡电站、葛洲坝电站、溪洛渡电站、向家坝电站等长江流域梯级电站。
- ✓ **郴电国际**：水电收入占比 78%，项目多为小水电，主要分布在湖南。

图表 28: 可比公司 PE 估值

	2018	2019E	2020E	2021E
韶能股份	20.1	12.1	9.2	7.2
梅雁吉祥	247.1	/	/	/
粤水电	16.3	14.9	12.4	10.3
长江电力	17.8	17.9	17.7	17.4
郴电国际	57.1	/	/	/

资料来源：wind 一致预期、PE、PB 估值日期选取 2020 年 1 月 18 日、国盛证券研究所

图表 29: 可比公司 PB 估值

	2018	2019E	2020E	2021E
韶能股份	1.35	1.25	1.15	1.03
长江电力	2.8	2.7	2.5	2.4

资料来源：wind 一致预期、PE、PB 估值日期选取 2020 年 1 月 18 日、国盛证券研究所

风险提示

1、广东、湖南小水电发电量风险。

广东、湖南小型水电站受来水影响较大，历史来水量呈现周期性波动，发电量波动性较大。

2、生物质发电项目投产进度不及预期。

公司在建的生物质发电项目受发电设施建设调试等综合因素影响，建设进度可能不及预期。

3、环保餐具外销不及预期。

目前公司的生态餐具主要出口给发达国家，贸易战背景下，市场结构调整及业务拓展具有不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com