

韶能股份 (000601)

水电价格影响有限，售电提供新增长点

——韶能股份更新报告

	王威 (分析师)	王锐 (研究助理)	车奎 (分析师)
	021-38676694	010-59312759	010-59312829
	wangw@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com	chexi@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

本报告导读：

水电价格下调影响有限；售电并非暴利行业，但为公司提供新业绩增长点。维持增持评级。

投资要点：

- **投资建议：**湖南水电价格下调对 2015 年全年业绩影响有限；公司取得售电许可，我们认为售电市场并非长期暴利行业，但售电为公司提供新业绩增长点。维持公司 2016-2017 年盈利预测，EPS 为 0.50、0.68 元，维持目标价 13.60 元，维持增持评级；
- **湖南水电价格下调对公司业绩影响有限。**公司水电 67 万 KW，其中湖南水电 36 万 KW；2015 年来水较好，湖南小水电站年利用小时数可增长 30%；由于水电成本基本不变（人工管理、折旧、财务等），因此增加利用小时数的发电量可基本转化为净利润。我们预计 2015 年水电新增净利润 1.3-1.6 亿元，此次电价下调仅减少营业收入 2000 万元，净利润仅在几百万元，因此降价对公司影响程度有限；
- **售电并非长期暴利行业，但为公司提供业绩新增长点。**公司取得售电许可，假设售电公司每度电获得 5-10 厘净利润，短期内可获得较高回报；但长期来看，售电公司若通过售电获取暴利，则违背了电改初衷；售电交易量越来越大，那么对应的利润理应越少，从而逐步推进市场化，合适的用户找到合适的用电提供商，在市场化过程中，客户议价与售电公司之间的博弈仍将持续，较高回报将逐步回归理性。公司地处广东、是售电改革的先行之地，未来公司是否保持盈利将取决于供电质量以及增值服务等；
- **重申推荐逻辑。**水电提供主要业绩贡献，新能源汽车转型是未来看点；
- **风险因素。**新能源汽车板块业绩增长、天然气板块外延拓展低于预期。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,010	3,007	4,139	5,293	7,302
(+/-)%	29%	0%	38%	28%	38%
经营利润 (EBIT)	561	614	966	1,204	1,608
(+/-)%	2%	10%	57%	25%	34%
净利润	262	281	538	735	1,032
(+/-)%	26%	7%	91%	37%	40%
每股净收益 (元)	0.24	0.26	0.50	0.68	0.95
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.23	0.32	0.45

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	18.6%	20.4%	23.3%	22.7%	22.0%
净资产收益率 (%)	6.9%	7.1%	12.7%	15.9%	19.9%
投入资本回报率 (%)	6.0%	5.9%	9.8%	13.3%	18.0%
EV/EBITDA	16.1	14.5	10.3	8.1	6.0
市盈率	41.3	38.5	20.1	14.7	10.5
股息率 (%)	2.0%	2.0%	2.3%	3.2%	4.5%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：13.41

上次预测：13.41

当前价格：10.01

2016.09.14

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.42-14.00
总市值 (百万元)	10,816
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,081/1,080
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1828.81
日均成交值 (百万元)	188.69

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,161
每股净资产	3.85
市净率	2.6
净负债率	69.60%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.03	0.15
Q2	0.09	0.20
Q3	0.09	0.08
Q4	0.04	0.07
全年	0.26	0.50

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	12%	-19%
相对指数	0%	5%	-33%

相关报告

《向朝阳领域进军》2016.06.22

模型更新时间: 2016.09.14

股票研究

公用事业

电力

韶能股份 (000601)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 13.41

上次预测: 13.41

当前价格: 10.01

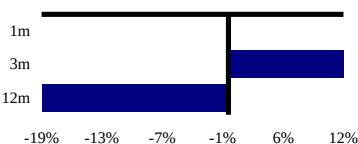
公司网址

www.shaoneng.com.cn

公司简介

公司是一家以电力为主业, 兼有建材、环保产业等于一体的综合性集团企业。公司地处粤北地区, 具有丰富的水力资源, 公司还是粤北地区最大的水泥生产企业, 公司下属的乐昌铝制品厂是广东省生产铝制品龙头企业之一。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.42-14.00

市值 (百万)

10,816

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

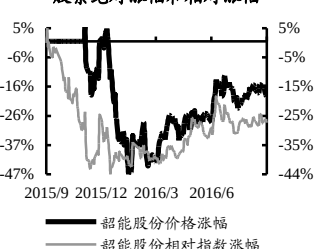
EV/EBITDA

P/S

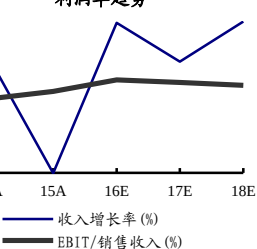
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,010	3,007	4,139	5,293	7,302
营业成本	2,181	2,078	2,787	3,595	5,013
税金及附加	21	25	34	44	61
销售费用	79	89	103	132	183
管理费用	168	200	248	318	438
EBIT	561	614	966	1,204	1,608
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	1	1	1
财务费用	244	196	179	157	117
营业利润	311	404	788	1,049	1,492
所得税	65	119	227	310	435
少数股东损益	9	20	39	53	75
净利润	262	281	538	735	1,032
货币资金、交易性金融资产	264	253	1,035	1,323	1,825
其他流动资产	65	87	0	0	0
长期投资	6	7	7	7	7
固定资产合计	7,178	7,049	6,581	6,125	5,678
无形资产及其他资产	237	232	173	170	168
资产合计	8,612	8,508	9,200	9,144	10,187
流动负债	1,397	1,483	2,079	1,578	1,995
非流动负债	3,218	2,826	2,598	2,600	2,603
股东权益	3,776	3,949	4,234	4,625	5,173
投入资本(IC)	7,579	7,460	7,090	6,513	6,413
NOPLAT	453	441	693	864	1,154
折旧与摊销	336	356	339	328	318
流动资金增量	-429	-42	-272	26	-489
资本支出	-207	-232	204	181	181
自由现金流	153	522	964	1,400	1,164
经营现金流	760	834	910	1,273	1,035
投资现金流	-389	-205	205	182	182
融资现金流	-385	-640	-334	-1,166	-714
现金流净增加额	-13	-11	782	288	502
收入增长率	28.6%	-0.1%	37.7%	27.9%	38.0%
EBIT 增长率	1.9%	9.5%	57.3%	24.7%	33.5%
净利润增长率	26.5%	7.4%	91.3%	36.7%	40.3%
利润率					
毛利率	27.5%	30.9%	32.7%	32.1%	31.4%
EBIT 率	18.6%	20.4%	23.3%	22.7%	22.0%
净利率	8.7%	9.3%	13.0%	13.9%	14.1%
净资产收益率(ROE)	6.9%	7.1%	12.7%	15.9%	19.9%
总资产收益率(ROA)	3.0%	3.3%	5.8%	8.0%	10.1%
投入资本回报率(ROIC)	6.0%	5.9%	9.8%	13.3%	18.0%
存货周转天数	55	59	59	59	59
应收账款周转天数	31	36	36	36	36
总资产周转天数	1049	1039	781	632	483
净利润现金含量	2.90	2.97	1.69	1.73	1.00
资本支出/收入	7%	8%	-5%	-3%	-2%
资产负债率	53.6%	50.7%	50.8%	45.7%	45.1%
净负债率	95.0%	82.8%	60.8%	33.6%	16.1%
PE	41.3	38.5	20.1	14.7	10.5
PB	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.1	14.5	10.3	8.1	6.0
P/S	3.6	3.6	2.6	2.0	1.5
股息率	2.0%	2.0%	2.3%	3.2%	4.5%

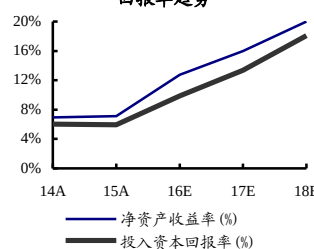
股票绝对涨幅和相对涨幅



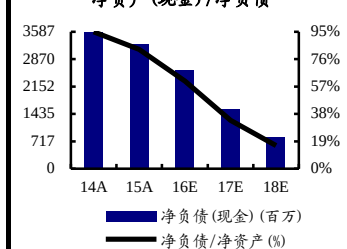
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		