

聚焦清洁可再生能源发电的服务商

—韶能股份（000601）深度研究报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年9月27日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 公司坚持清洁能源发电经营特色，上网电量、电价及电费结算有保障

作为经济发达的省份，广东省用电需求大，统调负荷连续多年创新高。广东省电力市场容量大，省内清洁可再生能源占比低，公司水电业务和生物质能发电业务均属清洁能源，按照政策规定优先上网，且享受最低上网保护电价，公司清洁能源上网及电费结算均有保障。公司2021年水电发电量22.75亿千瓦时，发电上网率为97.85%，生物质能发电量20.53亿千瓦时，发电上网率为99.32%；2022年上半年水电发电量16.77亿千瓦时，发电上网率为97.83%，生物质能发电量5.96亿千瓦时，发电上网率为99.36%。在“碳中和、碳达峰”政策推进过程中，公司清洁能源发电业务将迎来更广阔的提升空间。

❖ 生态纸餐具及精密制造业务均属朝阳产业，未来空间广阔

公司生态纸餐具业务以出口销售为主，在原材料、能源价格、运输成本同比大幅增长的情况下，公司积极应对，促进销售，2022上半年纸餐具销量同比增长86.99%；国内市场方面，近年来国内多个省市相继出台禁塑政策。生态纸餐具作为可降解、环保、健康的生态植物纤维制品，将从禁塑政策中受益，随着国内禁塑政策的大力执行及推广、居民环保意识的提高和消费观念的升级、国内市场接受及普及程度的逐渐提升，预计全国纸餐具市场将迎来发展机遇。

公司精密制造业务抓住新能源汽车产业蓬勃发展的机遇，加快拓展新能源重卡变速箱等业务。在受上半年上海疫情影响的情况下，2022上半年公司生产的新能源重卡变速箱实现销售量6,000台左右，同比增长566%，取得佳绩。同时公司开发的新产品当中，双电机轴产品正式进入比亚迪供应体系，月产能达10000套。目前新能源汽车产业正处于高速发展阶段，新能源汽车的渗透率不断抬升，根据中汽协数据，1-8月国内新能源汽车产销分别为397万辆和386万辆，同比增长1.2倍和1.1倍，市场占有率达22.9%，其中8月份单月产销再创历史新高，分别完成69.1万辆和66.6万辆，产销同比分别增长1.2倍和1倍，市场占有率达到28%。受益于新能源汽车产业的蓬勃发展，公司精密制造业务未来有望迎来爆发期。

❖ 盈利预测

预计2022-2024年，公司营业收入分别为37.07、39.64和42.55亿元，同比增长率为-6.52%、6.92%、7.35%；归属于上市公司股东的净利润分别为0.86、0.87、0.93亿元，同比增长率为210.42%、1.66%、6.14%；截止2022年9月27日，公司股价5.14元，总股本10.81亿股，对应市值55.54亿元，2022-2024年PE约为64.66、63.60和59.93

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

倍，对应 EPS0.08、0.08、0.09 元，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：市场风险、补贴风险、生物质能燃料供应不足风险等。**

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3966.08	3707.39	3963.83	4255.16
增长率	-20.03%	-6.52%	6.92%	7.35%
净利润(百万元)	27.67	85.89	87.32	92.68
增长率	-87.08%	210.42%	1.66%	6.14%
EPS(元)	0.03	0.08	0.08	0.09
PE	200.72	64.66	63.60	59.93

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 9 月 27 日，川财证券研究所



正文目录

一、 公司发展历程、实际控制人和股权结构	5
1.1. 公司简介及发展历程	5
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构	6
二、 主营业务与竞争优势	7
2.1 主营业务分析	7
2.2 公司发展战略规划及经营计划	11
2.2.1. 发展战略规划	11
2.2.2. 未来经营计划	11
2.3 公司竞争优势	13
三、 公司近年重大资本运作	14
3.1 公司筹资情况	14
3.2 IPO 发行主要情况	14
3.3 2013 年非公开增发项目融资	14
3.4 公司近年的收购与投资	15
四、 投资建议	16
4.1 投资逻辑和观点	16
4.1.1. 公司坚持清洁能源发电经营特色，上网电量、电价及电费结算有保障 ..	16
4.1.2. 生态纸餐具及精密制造业务均属朝阳产业，未来空间广阔	16
4.2 盈利预测与估值比较	16
4.2.1. 盈利预测	16
4.2.2. 估值比较	17
风险提示	18
盈利预测	19

图表目录

图 1: 2021 年营业收入结构	7
图 2: 2021 年毛利结构	7
图 3: 历年营业收入和增长率 (单位:亿元)	8
图 4: 历年毛利率和净利率 (单位:亿元)	8
图 5: 历年毛利润和归属于上市公司股东的净利润变化 (单位:亿元)	10
图 6: 经营性现金流和货币资金	11
图 7: 历年资产负债率和流动性 (%)	11
表格 1. 公司发展历程	5
表格 2. 公司前十大股东情况 (2022 中报)	6
表格 3. 公司 2021 年营业收入和成本变化	9
表格 4. 公司重大筹资时间节点和状态	14
表格 5. IPO 发行结果	14
表格 6. 2013 定向增发项目融资	15
表格 7. 近年公司对外收购的关键时间节点和内容	15
表格 8. 近年公司对外投资的关键时间节点和内容	15
表格 9. 公司分业务收入和毛利率假设 (单位:百万元)	17
表格 10. 可比公司估值	18

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司简介及发展历程

公司全称为广东韶能集团股份有限公司，成立于1993年6月，1996年8月30日在深圳证券交易所上市。主要从事清洁能源、生态植物纤维制品、精密（智能）制造等业务。

清洁能源业务以水电和生物质能发电为主。根据2022年中报，公司在运行电力总装机116万千瓦，其中水电装机68万千瓦，分布在广东省、湖南省地区，装机规模占比58.62%；生物质能发电装机36万千瓦，均在广东省地区，装机规模占比31.03%；综合利用发电装机12万千瓦，位于湖南省耒阳市，装机规模占比10.35%。

生态植物纤维制品业务产能规模位于行业前列。分为纤维纸餐具业务和制浆、工业用纸、原纸（抄纸）业务。公司生态植物纤维纸餐具现有产能规模国内最大，以出口销售为主，作为国内生态纸餐具的主要运营商，参与制订了行业标准。随着居民环保意识的提高和消费观念的升级，生态纸餐具将逐渐替代不可降解的塑料餐具。公司生活用纸原纸（抄纸）的产能规模位于国内龙头企业一线梯队，具有较大的规模优势，但随着“双碳”政策的实施，传统高耗能的造纸行业面临挑战，原纸（抄纸）行业将从产能高速增长朝着高质量发展转型。

精密（智能）制造业务在新能源重卡及AMT重卡变速箱领域具有研发优势。公司拥有一批国际先进的高端齿轮制造、机加工、锻造、热处理及检测等先进设备，共1,300多套，装备优势突出。主要客户有：在交通机械领域有美国伊顿、比亚迪、东风汽车、中国中车、广汽乘用车；在工程机械领域有卡特彼勒、三一重工、意大利康迈尔；在农业机械领域有美国约翰迪尔、道依茨。同时公司抓住了新能源汽车产业蓬勃发展的机遇，延伸拓展了新能源汽车重卡变速箱业务。2022年上半年国内某知名厂商在新能源重卡动力总成细分市场的全国市占率为60%，宏大公司新能源重卡变速箱占该厂商产品比例在80%左右。

表格 1. 公司发展历程

时间	事件
1993年至上市前	目前本公司从事的主要是火力发电、重油发电的生产与经营，以水泥为主的建筑材料的生产与销售。
1997年	兼并韶关市孟洲坝发电厂，实现了水电运营装机零的突破；上市募集资金2.04亿元投资建设杨溪水三级电站，装机容量为2.5万千瓦，1999年建成投产。
2000年	投资建设乳源县杨溪水一级电站，总装机5万千瓦，2003年建成投产。
2001年	重组经营湖南省耒阳市遥田水电站（装机5万千瓦），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。
2002年	投资建设曲江濛湍水电厂（装机5.2万千瓦），2005年建成投产。
2004年	开工建设装机20万千瓦的湖南省怀化市辰溪县大龙潭水电站。
2012年	投资建设韶关市韶能生物质发电项目，是广东省第一个以农林剩余物作为生物

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



	质燃料直燃发电的项目。
2014 年	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
2016 年	第 2 个生物质能发电项目开工建设，并于 2017 年投入商业运行
2019 年	翁源生物质能发电一期及二期项目开工建设；华南特钢园精锻项目一期首期工程正式动工；宏乾智能装备项目正式动工；南雄二园区生态植物纤维餐具一期项目开工建设；新丰生物质能扩建工程项目 1 号、2 号机组投入商业运行；新丰生物质能发电工程三期、四期项目开工建设；翁源生物质能发电三期及四期项目开工建设。
2020 年	翁源生物质能发电一期项目发电机组投入商业运行；华南特钢园精锻项目首期工程两条智能自动化锻造生产线（1#、2#）及 9 条精车生产线投入试生产；耒阳抄纸项目一期正式开工建设；新丰生物质能发电工程三期及四期项目投入商业运行；翁源生物质能发电三期及四期项目投入商业运行。
2021 年	投资建设伊顿康明斯重卡变速箱零件制造项目；投资建设年产 2.4 万台新能源重卡变速箱项目。

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

公司无控股股东和实际控制人。目前公司股权分散，任一股东可以实际支配的上市公司股份表决权均无法对公司股东大会决议产生决定性影响，且公司持股 5%以上的股东不存在一致行动协议或一致行动安排之行为和事实，公司不存在拥有控制权的股东。

公司 8 月 26 日披露，第一大股东华利通持有的公司非限售流通股 1.41 亿股（占公司总股本的 13.11%）经司法拍卖公开竞价，由深圳智茂以最高竞价成功竞得，拍卖成交价为 10.01 亿元。9 月 10 日披露，2022 年 9 月 9 日经公司相关人员与深圳中院经办本次司法拍卖的法官电话沟通后确认，深圳智茂商业管理有限公司已缴纳拍卖款项。

表格 2. 公司前十大股东情况（2022 中报）

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例
1	深圳华利通投资有限公司	不变	215,561,897	19.95%
2	韶关市工业资产经营有限公司	不变	155,949,490	14.43%
3	深圳日昇创沅资产管理有限公司	不变	76,379,302	7.07%
4	李霞	比上期增加	23,200,000	2.15%
5	香港中央结算有限公司	比上期减少	18,094,737	1.67%
6	深圳能源集团股份有限公司	不变	16,629,750	1.54%
7	葛万来	比上期增加	16,606,373	1.54%
8	杜影霞	比上期增加	8,120,000	0.75%
9	何树华	比上期增加	7,885,000	0.73%
10	何慧清	新进	7,777,737	0.72%
	合计		546,204,286	50.55%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

二、主营业务与竞争优势

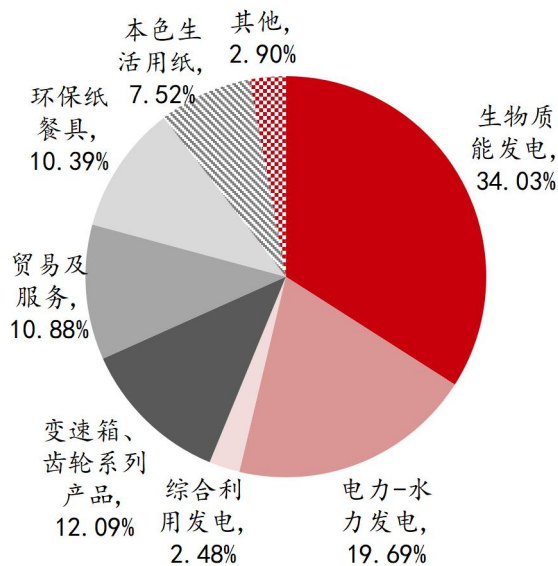
2.1 主营业务分析

公司主营业务按大类划分主要可分为电力业务、生态植物纤维制品业务和精密（智能）制造业务，其中电力业务占据主导地位。

从 2021 年年报的营收数据看，电力业务营收占总营业收入的 56.2%，其中生物质能发电占 34.03%，水力发电占 19.69%，综合利用发电占 2.48%；生态植物纤维制品业务营收占总营业收入的 17.9%，主要产品为环保纸餐具和本色生活用纸；精密（智能）制造业务营收占总营业收入的 12.1%，主要产品为变速箱、齿轮系列产品。从 2021 年公司主营业务产品毛利占比看，水力发电占比 57.02%，生物质能发电占比 30.94%，变速箱、齿轮系列产品占比 10.49%，本色生活用纸占比 1.95%，环保纸餐具业务亏损，占比-4.98%。

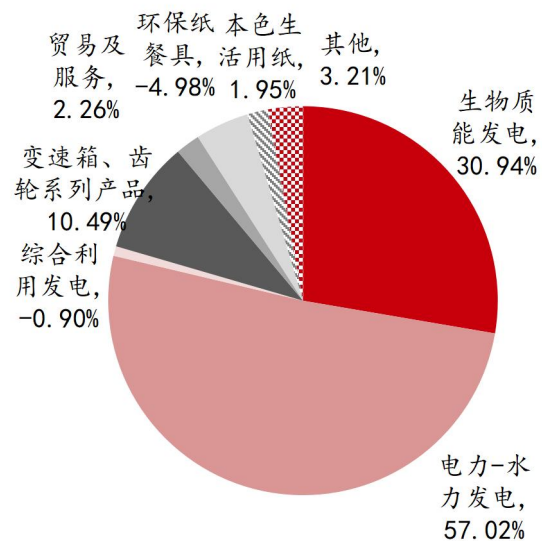
从 2022 年公司中报的营收数据看，电力业务营收占比 51.99%，环保纸餐具占比 16.83%，本色生活用纸占比 13.36%，变速箱、齿轮系列产品占比 12.87%，主营业务未发生巨大变化。

图 1：2021 年营业收入结构



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 2：2021 年毛利结构



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

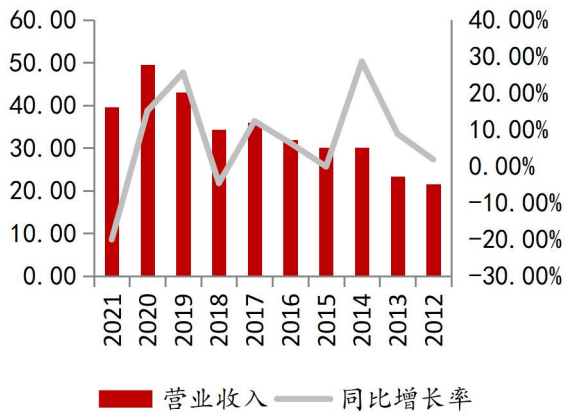
公司近年营业收入呈稳定上升趋势，但 2021 年营业收入同比下滑。2021 年营业收入为 39.66 亿元，同比下降 20.03%。从各主营业务来看，水电业务方面，公司水电站所在地区 2021 年来水情况不理想，总入库水量同比减少 11.84%，加上湖南省部分水电站上网电价下调等因素，影响了水电业务的经营业绩，2021 年水电业务营业收入同比下降 11.53%；生态纸餐具业务方面，公司主要市场布局在海外，产品以出口为主，2021 年受国外疫情持续反复的影响，国外生态纸餐具市场需求同比大幅减少，加上海运订舱“一

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



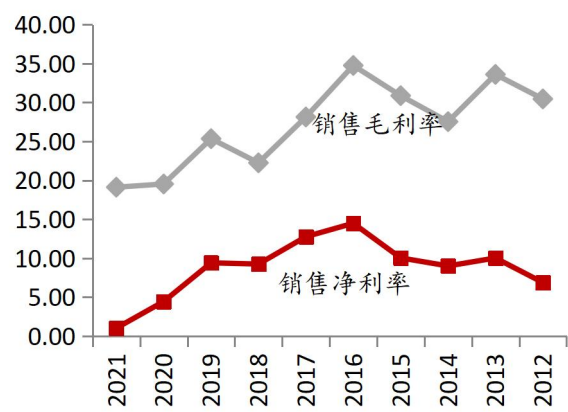
柜难求”、运价升幅近几倍的状况无根本好转，影响了公司纸餐具在手订单的正常出货及出口业务，公司 2021 年生态纸餐具销量未达预期；贸易业务方面，公司为进一步聚焦主业，逐步剥离与主业协同程度较低的其他产业，于 2021 年 3 月 31 日将主要从事与贸易行业相关的子公司汇新公司（含孙公司韶能集团韶关市银岭经贸发展有限公司、韶关市曲江汇新能源有限公司）股权转让，贸易业务的营收减少 8.43 亿，同比下降 66.15%。

图 3：历年营业收入和增长率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 4：历年毛利率和净利率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2022 年上半年来水偏丰，水电业务收入 5.90 亿元，同比上升 33.19%。上半年公司水电站所在地区降雨量及来水量同比大幅增加但存在降雨时空分布不均匀的情况：一方面来水量同比增加 47.69%，其中韶关地区来水量同比增加 119.30%；另一方面韶关地区降雨集中在 5 月中旬至 6 月中旬，该时段降雨量突破有气象记录以来历史极值，集中降雨致使公司韶关地区水电站该时段的入库水量利用率仅为 51.65%，同比下降了 34.79%。面对这种情况，公司在水电业务方面重点做好以下工作：一是以“以时间换空间，提前腾空库容”，密切关注雨水情变化，紧密协调上游水库等单位，做好联动水情调度，充分利用有利水情，最大限度提升水能的利用率；二是推进完成部分生态电站项目的建设，确保安全、稳定、高效运营；三是抓住当前新能源产业发展机遇，在部分水电站取得绿色小水电的基础上，全面推进绿色小水电站申报工作，为后续生态环保产品溯源使用绿色能源，保障及提升水电业务核心竞争力夯实基础。

受原材料供应不足及生产成本增加影响，公司生物质能发电业务经营成果不理想。疫情反复下，国内日常活动受到较大影响，生物质能原材料供应量同比大幅减少，导致公司生物质能燃料来源不充足，发电机组无法持续满负荷运行；加上煤炭等大宗商品价格持续高企，煤炭价格与生物质价格倒挂，形成生物质能燃料替代需求增加，影响了生物质能电厂燃料收购量，推高了燃料价格，增加了生产成本。上述两方面因素导致公司生物质能发电业务报告期内经营成果不理想。2022 年上半年公司生物质能发电共实现售电收入 3.8 亿元，同比下降 45.64%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



2022 上半年，生态纸餐具业务实现销售收入 3.3 亿元，同比增长 90.91%，经营业绩同比减亏并朝着良性方向发展。在原材料、能源价格同比大幅增长的情况下，公司积极应对，一是采取“以价换量”的经营策略，促进销售，纸餐具销量同比增长 86.99%；二是持续推进技术进步，不断降低主要消耗指标（电耗、蒸汽消耗、防油剂消耗等全部主要指标同比分别下降 33.40%、28.67%、18.87%，吨产品成本同比下降 27.33%），发挥机台产能（单机产能的提升取得较大进步，三是加快去库存，报告期末纸餐具库存较期初减少 33.88%；四是加大组织机构和人员优化工作，提升效率，降低人力成本。通过采取上述各项措施，在部分生产要素价格同比大幅增加的情况下，公司纸餐具订单同比增长并相应提高机台开机率，进而降低浆耗、电耗、防油剂使用量和人工成本等，在生产成本下降的同时促进订单增长，并以此形成良性循环。

2022 上半年本色生活用纸业务实现销售收入 2.62 亿元，同比增长 50.29%。在原材料、能源价格高企的背景下，公司重点推动以下工作：一是抓住浆板价格大幅上涨的有利时机，优化产品结构，增加浆板销量，提高该业务的销售收入及利润，一定程度弥补工业用纸、原纸（抄纸）、生活用纸业务经营业绩的亏损；二是协调地方政府，采取相关措施，最大程度保障未阳抄纸自备电厂有经济效益的煤炭供应，进而保障蒸汽供应，为未杨抄纸项目已投产 7 条生产线的效益发挥及未投产项目的生产调试提供保障；三是建立浆板价格日报分析制度，加强对浆板价格走势的研判，合理控制抄纸业务浆板采购成本；四是抓住时机，在对标同行价格与保证经营边际贡献的基础上，灵活采取“以量换价”等销售方式，不断拓展客户数量。

新能源重卡变速箱销量大幅增加。公司从事精密（智能）制造业务的企业抓住新能源汽车产业蓬勃发展的机遇，进一步聚焦行业重点，加快拓展新能源重卡变速箱等业务。受上半年上海疫情的影响，2022 上半年宏大公司生产的新能源重卡变速箱实现销售量 6,000 台左右，同比增长 566%，并一度实现月销售量近 1,700 台的好成绩，正常情况下下半年该项业务生产经营形势将更好；此外继续开发非美市场，优化客户结构，不断开发新产品，其中双电机轴产品正式进入比亚迪供应体系，目前月产能达 10000 套。

表格 3.公司 2021 年营业收入和成本变化

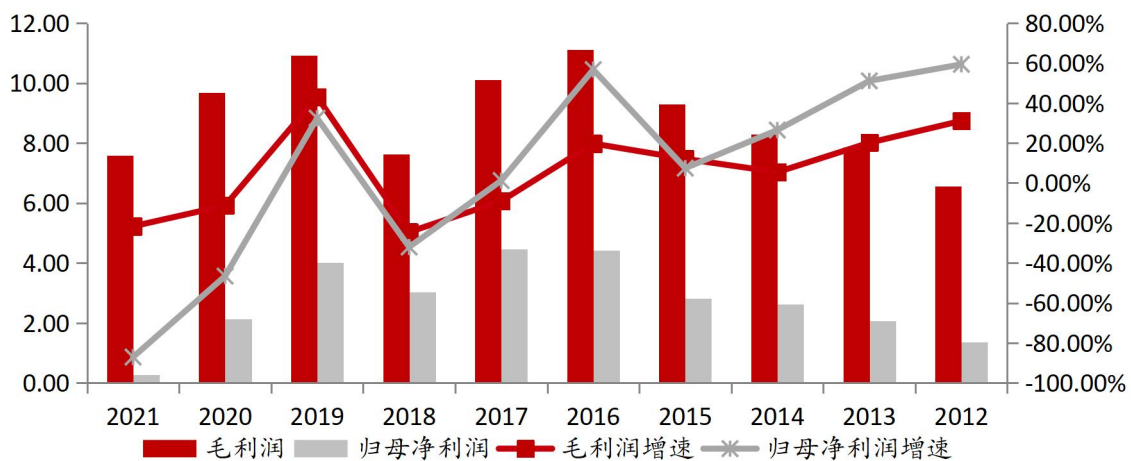
按产品分类	营业收入 (元)	营业成本 (元)	营业收入比 上年同期增减	营业成本比 上年同期增减
生物质能发电	1,349,707,715.95	1,115,054,741.00	19.81%	24.23%
水力发电	780,955,415.22	348,427,226.97	-11.53%	-5.16%
综合利用发电	98,503,602.47	105,322,488.69	-67.88%	-64.99%
汽车零配件	479,524,005.67	399,927,038.38	31.99%	32.34%
生态纸餐具	412,176,265.83	449,915,061.27	3.04%	32.07%
纸浆、原纸、成品纸	298,414,916.61	283,611,865.98	-16.86%	-22.11%
钢材、煤炭等贸易	431,649,874.41	414,491,430.41	-66.15%	-65.99%

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所



2021 年收入增长不及成本增长导致公司利润下降，预计 2022 年主营业务将迎来改善。2021 年公司毛利润 7.59 亿元，归属于上市公司股东的净利润 2767.01 万元，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润-1083.95 万元。水电业务方面，今年来水偏丰，上半年来水量同比增加 47.69%，公司加强与三防、水文、气象及上游水电站等单位的沟通，抓住水情好的机遇多发电。生态纸餐具业务方面，国外市场结合上半年销量及目前在手订单来看，预计公司 2022 年纸餐具出口销量同比大幅增加；国内市场方面随着国内禁塑政策的大力执行及推广、居民环保意识的提高和消费观念的升级、国内市场接受及普及程度的逐渐提升，预计国内纸餐具的销售量将逐步提升。精密制造业务方面，受益于当前新能源产业蓬勃发展，公司新能源汽车变速箱业务不断上量，在 2021 年年销量约 5,400 台的基础上，2022 年上半年度累计实现销量约 6,000 台左右，同比增长 566%，预计业务有望全年维持高增长。

图 5：历年毛利润和归属于上市公司股东的净利润净利润变化（单位：亿元）

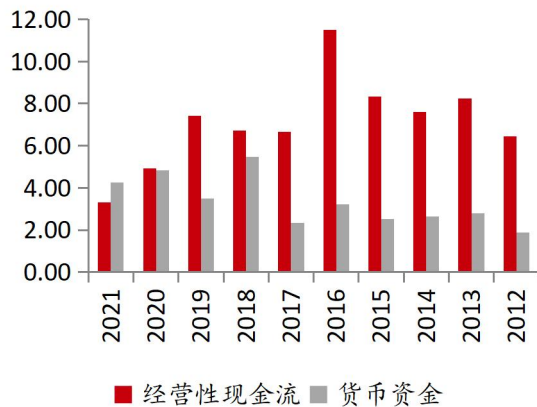


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

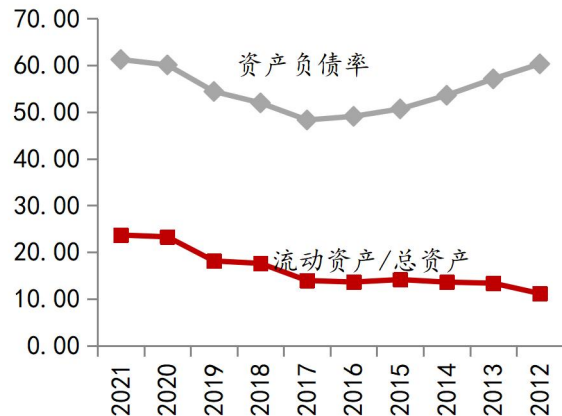
生物质发电补贴拖欠问题有望得到解决，公司经营性现金流将得到改善。公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额比上年同期减少 32.47%，主要原因为本报告期公司生物质企业收入增加，同时国家生物质发电补贴延后导致应收账款回款延后，使得公司经营净现金流净额减少。国家可再生能源电价补贴拖欠是一个共性问题，财政部于 2022 年 3 月发布《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》，明确提出推动解决可再生能源发电补贴资金缺口。3 月 25 日，财政部发布《2022 年中央本级政府性基金支出预算表》，其中中央本级政府性基金支出同比增加 4,048 亿元。目前主管部门正在就可再生能源补贴欠款事项进行系统性清查，公司已及时做好自查、电价补贴申报等前期工作。

资产负债率较高，负债中长期借款占比较高。公司资产负债率近年维持在 60%左右，2021 年总负债为 79.4 亿，长期借款为 47 亿，占比 59.2%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

图 6：经营性现金流和货币资金


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 7：历年资产负债率和流动性 (%)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.2 公司发展战略规划及经营计划

2.2.1. 发展战略规划

整顿调整低效、无效业务，聚焦、优化三大主业。公司已逐渐形成了以清洁可再生能源（新能源）、生态植物纤维制品、精密（智能）制造的投资、开发经营的发展战略，公司将紧紧围绕三大板块有序拓展业务：清洁可再生能源（新能源）板块，包括清洁能源、可再生能源（新能源）；以控股子公司绿洲（南雄）公司、绿洲（新丰）公司为核心企业，开展生态植物纤维制品的制造与经营，打造生态植物纤维制品综合制造服务商；以控股子公司宏大公司及精锻科技为核心企业，开展交通机械、工程机械零部件和总成的配套业务以及精密锻造零件的供应业务，打造华南地区精密（智能）锻造中心。

2.2.2. 未来经营计划

1、清洁可再生能源（新能源）

水电业务领域将重点做好以下工作：一是推行精细化管理，强化流域水情调度，最大限度提高水能利用率；二是抓住当前新能源产业发展机遇，全面推进旗下水电站申报绿色小水电站，并持续跟进韶关片水电企业生态流量核定与编制的工作；三是持续关注售电市场特别是可再生能源及现货市场交易的规则变化，大力拓展售电客户，优化客户结构；四是不断创新，努力降低厂用电率、减少消耗，提高水电站水头利用率，增加水电设备年利用小时数。五是做好抽水蓄能项目的调研，为公司发展储备项目。

生物质能发电业务领域将重点做好以下工作：一是抓好“开源”工作：大力拓展对外供热业务，推动并落实部分产业园、用热企业的供热项目，提高热电比及一次能源利用效率；财政部于 2022 年 3 月发布《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》，明确提出推动解决可再生能源发电补贴资金缺口。公司将抓

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



住政策机遇，做好电价补贴跟进工作，争取早日足额取得补贴；开发生物质发电企业国家核证自愿减排量（CCER）项目，及时审定备案交易，主动谋划布局开展绿证交易等相关工作。二是抓好“节流”工作：持续推动技术进步与创新，狠抓节能降耗，提高运行效率；组织做好原材料收集，保障生物质能电厂持续稳定运行。

光伏业务领域，韶关市光伏发电装机容量潜力可达 827.93 万千瓦，“十四五”期间预计韶关市全市可新增风电装机容量 378 万千瓦。于 2022 年 3 月 25 日，公司与广东大舜投资管理有限公司签订新能源项目合作开发框架协议，决定在光伏、风力、氢能、储能、节能等新能源领域开展多方位、深层次的战略合作，共同开发新能源项目。为落实《协议》达成的共识，公司与大舜公司拟共同出资设立从事新能源业务的项目公司。按照约定，项目公司注册资本 5,000 万元，公司以货币方式出资 3,250 万元。

2、生态植物纤维制品

生态纸餐具业务领域将重点做好如下工作：一是采取“以价换量”的经营策略，大力拓展市场，通过订单增长提高纸餐具生产企业的机台开机率，进而大幅降低浆耗、电耗、防油剂使用量和人工成本等，在生产成本下降的同时促进订单增长，并以此形成良性循环；二是加大开发批量大的产品，增加年销售额 1,000 万元以上的优质品种数量，提升生产组织效率；三是持续推进技术进步，不断降低主要指标消耗，发挥机台产能，提高经营组织效率；四是加大组织机构和人员优化工作，提升效率，降低人力成本；五是加大督导力度，促进分阶段目标任务的落实。

原纸（抄纸）业务领域将重点抓好以下工作：一是结合实际情况，高效统筹推进未阳抄纸项目投产，确保已投产的生产线达产达标；二是将浆板采购提升到保障生产经营高度，广开渠道，综合研判浆板购入时点及购入量，做好浆板采购，努力降低采购成本；三是在煤炭价格高企情况下，想方设法做好自备电厂的煤炭供应工作，为未阳抄纸项目提供稳定供热保障；四是以提升与保障工艺、设备、电气、流程的可靠性与稳定性为基础，持续有效做好产能利用率提升和降耗提效等工作；五是积极拓展销售渠道，培养一批有粘性的客户；六是重视质量管控，完善产品客诉流程，建立奖惩制度，明晰责任，确保产品质量稳定。

3、精密（智能）制造领域重点抓好以下工作：一是充分抓住当前新能源产业蓬勃发展的历史有利时机，加强与国内知名龙头厂商合作伙伴的关系，持续拓展新能源汽车变速箱业务不断上量；二是聚焦发展，继续优化客户结构与产品品种，增加年销售额 1,000 万元以上的优质品种数量，降低年销售额低的小批量品种比例；三是对标行业先进水平，提升钢材综合利用率与降低废品率及电耗等指标；四是持续推动现有锻造业务的资源整合，实现资源共享。

2.3 公司竞争优势

水电业务领域上网电量、电价及电费结算有保障。作为经济发达的省份，广东省规模以上的工商业企业数量多，用电需求大并保持高速增长，省内清洁能源占比低，对于清洁能源水电上网及电费结算均有保障，广东省人大出台了小水电企业最低上网保护电价的政策，公司在粤的水电企业均享受最低上网保护电价。

生物质能发电总装机规模位居全国前列，电热联产业务降本提效。公司现运营生物质能发电装机 36 万千瓦，单个发电项目装机规模全国第一，生物质能发电业务已形成一定的产业规模。此外，公司在经营好发电业务的基础上，持续推进电热联产业务：在内部产业联动方面，通过生物质能发电与餐具、抄纸（消费类生活用纸原纸）制造业务有机结合，采用电热联产的运营模式，既能提高生物质能发电的综合效能、效益，亦能降低下游纸餐具、抄纸业务的用热成本；在外部业务拓展方面，通过电热联产，可为周边工业园区用热企业提供高质量的蒸汽及其他热能，增加效益。

参与制订生态纸餐具行业标准，技术优势、规模优势、研发优势、运营优势凸显。公司纸餐具业务始于 2001 年，起步较早，积累了许多经营管理经验及专有技术，作为国内生态纸餐具的主要运营商，参与制订了行业标准。目前，公司生态植物纤维纸餐具现有产能规模国内最大，在生产工艺研发、设备单机产能、降本专有技术、产业链运营等方面具备较大优势。

公司精密制造业务客户资源优质，设备先进，具备较强的自主开发和制造优势，新能源重卡变速箱业务市占率较高。公司从事精密（智能）制造业务企业的客户资源优质，其中在交通机械领域有美国伊顿、比亚迪、东风汽车、中国中车、广汽乘用车，在工程机械领域有卡特彼勒、三一重工、意大利康迈尔，在农业机械领域有美国约翰迪尔、道依茨；在机加工产品的研发、生产方面获得上述行业内优质客户的高度认可，在汽车零部件的加工、锻造等方面形成了较强的自主开发和制造优势。在新能源重卡及 AMT 重卡变速箱业务方面具有研发优势。通过长期在重卡变速箱等汽车零部件细分市场的耕耘及获得优质客户认可，2021 年宏大公司延伸拓展了新能源汽车重卡变速箱业务。2022 年上半年国内某知名厂商在新能源重卡动力总成细分市场的全国市占率为 60%，宏大公司新能源重卡变速箱占该厂商产品比例在 80% 左右。7 月初，北京市首批氢能源重卡配套宏大公司生产的新能源重卡变速箱落地大兴区。后续宏大公司将与战略合作伙伴保持合作，进一步加快扩大产量，共同提高新能源重卡变速箱、总成的市占率。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司筹资情况

表格 4. 公司重大筹资时间节点和状态

序号	融资类别	状态	时间
1	1996 年 IPO	已完成	1996-8-14
2	1998 年配股	已完成	1998-1-14
3	2000 年配股	已完成	2000-4-22
4	2004 年配股	已完成	2004-6-4
5	2007 年非公开增发	已完成	2007-2-15
7	2013 年非公开增发	已完成	2013-3-27

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.2 IPO 发行主要情况

表格 5. IPO 发行结果

关键项目	具体内容
发行股份总数	2500 万股
发行价格	8.60 元/股
发行市盈率	12.72 倍
募集资金	实际募集资金 20718.0000 万元 投资 2260 万元用于建设偏石山水电站
IPO 募投资金项目	投资 15000 万元用于建设杨溪水三级水电站 用 2000 万元归还到期银行借款 用于补充流动资金

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.3 2013 年非公开增发项目融资

2013 年，公司以非公开增发方式融资 56,575.00 万元投资于韶关市韶能生物质发电项目，建设规模为 2 台 130t/h 水冷振动炉排高温高压锅炉，配 2 台 30MW 凝汽式汽轮发电机组和相应的附属生产设施。项目建成后，能够改善公司能源结构、提高新能源的比重、提升公司在新兴的生物质发电市场的占有率，进一步提升公司的盈利水平，增加新的利润增长点。



表格 6.2013 定向增发项目融资

序号	项目名称	计划投入募资(万元)	发行数量(股)
1	韶关市韶能生物质发电项目	56,575.00	155,000,000

资料来源:公司公告, iFinD, 川财证券研究所

3.4 公司近年的收购与投资

表格 7.近年公司对外收购的关键时间节点和内容

序号	交易标的	方式	是否关联 交易	交易金额 (万元)	公告时间
1	韶关市曲江长青环保热电有限公司 100%股权	收购	否	4875.00	2022-09-03
2	广东韶能新能源经营管理有限公司 22.13%股权	收购	否	1602.47	2018-08-31
3	江西省华丽达实业有限公司 51%股权	收购	否	5100.00	2018-04-27
4	韶能集团广东绿洲生态科技有限公司 2.03%股权	收购	否	33650.00	2018-04-27

资料来源:公司公告, iFinD, 川财证券研究所

表格 8.近年公司对外投资的关键时间节点和内容

序号	交易标的	方式	投资金额 (万元)	公告时间
1	关于设立从事新能源业务项目公司的对外投资公告	投资	3250	2022-06-29
2	关于控股子公司韶能集团韶关宏大齿轮有限公司投资建设年产 2.4 万台新能源重卡变速箱项目的对外投资公告	投资	3342	2021-12-21
3	关于设立从事工程技术业务全资子公司的对外投资公告	投资	2000	2021-12-09
4	关于全资子公司新丰旭能生物质发电有限公司投资建设新丰县马头循环经济产业园供汽管网工程项目的对外投资公告	投资	1255	2021-07-23
5	关于控股子公司韶能集团韶关宏大齿轮有限公司投资建设伊顿康明斯重卡变速箱零件制造项目的对外投资公告	投资	6753	2021-07-23
6	广东韶能集团股份有限公司关于投资建设年产 32 万吨未阳抄纸项目的对外投资公告	投资	82000	2020-04-02
7	关于投资建设翁源生物质能发电三期及四期项目的对外投资公告	投资	54985	2019-10-31
8	关于投资建设新丰生物质能发电工程三期及四期项目的对外投资公告	投资	55994	2019-10-31
9	关于投资建设年产 3.885 万吨南雄二园区生态植物纤维纸餐具一期项目的对外投资公告	投资	35100	2019-10-31

资料来源:公司公告, iFinD, 川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. 公司坚持清洁能源发电经营特色，上网电量、电价及电费结算有保障

作为经济发达的省份，广东省用电需求大，统调负荷连续多年创新高。广东省电力市场容量大，省内清洁可再生能源占比低，公司水电业务和生物质能发电业务均属清洁能源，按照政策规定优先上网，且享受最低上网保护电价，公司清洁能源上网及电费结算均有保障。公司 2021 年水电发电量 22.75 亿千瓦时，发电上网率为 97.85%，生物质能发电量 20.53 亿千瓦时，发电上网率为 99.32%；2022 年上半年水电发电量 16.77 亿千瓦时，发电上网率为 97.83%，生物质能发电量 5.96 亿千瓦时，发电上网率为 99.36%。在“碳中和、碳达峰”政策推进过程中，公司清洁能源发电业务将迎来更广阔的提升空间。

4.1.2. 生态纸餐具及精密制造业务均属朝阳产业，未来空间广阔

公司生态纸餐具业务以出口销售为主，在原材料、能源价格、运输成本同比大幅增长的情况下，公司积极应对，促进销售，2022 上半年纸餐具销量同比增长 86.99%；国内市场方面，近年来国内多个省市相继出台禁塑政策。生态纸餐具作为可降解、环保、健康的生态植物纤维制品，将从禁塑政策中受益，随着国内禁塑政策的大力执行及推广、居民环保意识的提高和消费观念的升级、国内市场接受及普及程度的逐渐提升，预计全国纸餐具市场将迎来发展机遇。

公司精密制造业务抓住新能源汽车产业蓬勃发展的机遇，加快拓展新能源重卡变速箱等业务。在受上半年上海疫情影响的情况下，2022 上半年公司生产的新能源重卡变速箱实现销售量 6,000 台左右，同比增长 566%，取得佳绩。同时公司开发的新产品当中，双电机轴产品正式进入比亚迪供应体系，目前月产能达 10000 套。目前新能源汽车产业正处于高速发展阶段，新能源汽车的渗透率不断抬升，根据中汽协数据，1-8 月国内新能源汽车产销分别为 397 万辆和 386 万辆，同比增长 1.2 倍和 1.1 倍，市场占有率达 22.9%，其中 8 月份单月产销再创历史新高，分别完成 69.1 万辆和 66.6 万辆，产销同比分别增长 1.2 倍和 1 倍，市场占有率达到 28%。受益于新能源汽车产业的蓬勃发展，公司精密制造业务未来有望迎来爆发期。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

4.2.1.1. 最新披露财务数据

2022 年上半年公司营业收入 1,961,577,186.59 元，同比减少 11.41%，归属上市公司股东的净利润 135,080,886.67 元，同比增加 2.46%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

4.2.1.2. 盈利预测假设

收入：主营业务中，水电业务受来水波动影响较大，目前主汛期已过，预计来水波动幅度较小；生物质能发电业务持续做好“开源节流”工作，业务综合成本进一步降低；海外疫情管控逐步放开，纸餐具出口业务有所恢复。

毛利率：公司持续提升各项产能利用率，降低业务成本，各主营业务毛利率均有所提高。

4.2.1.3. 盈利预测结论

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 37.07、39.64 和 42.55 亿元，同比增长率为-6.52%、6.92%、7.35%；归属于上市公司股东的净利润分别为 0.86、0.87、0.93 亿元，同比增长率为 210.42%、1.66%、6.14%；总股本 10.81 亿股，对应 EPS0.08、0.08、0.09 元，给予“增持”评级。

表格 9.公司分业务收入和毛利率假设（单位：百万元）

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	电力	2,009.48	2,315.88	2,229.17	1,961.67	1,961.67	2,020.52
	同比增长		15.25%	-3.74%	-12.00%	0.00%	3.00%
	变速箱、齿轮	408.70	363.31	479.52	479.52	503.50	553.85
	同比增长		-11.11%	31.99%	0.00%	5.00%	10.00%
	贸易及服务	779.74	1,275.03	431.65	86.33	77.70	69.93
	同比增长		63.52%	-66.15%	-80.00%	-10.00%	-10.00%
	环保纸餐具	428.68	400.02	412.18	660.31	825.38	949.19
	同比增长		-6.68%	3.04%	60.20%	25.00%	15.00%
	本色生活用纸	340.45	358.94	298.41	448.49	538.19	618.91
	同比增长		5.43%	-16.86%	50.29%	20.00%	15.00%
	其他	339.20	246.09	115.15	63.07	56.76	51.09
	同比增长		-27.45%	-53.21%	-45.23%	-10.00%	-10.00%
毛利率	电力	43.12%	32.39%	29.62%	31.00%	31.00%	31.00%
	变速箱、齿轮	17.32%	16.82%	16.60%	16.78%	16.78%	16.78%
	贸易及服务	5.02%	4.42%	3.98%	4.47%	4.47%	4.47%
	环保纸餐具	10.40%	14.84%	-9.16%	2.89%	2.89%	2.89%
	本色生活用纸	5.16%	-1.44%	4.96%	1.54%	1.54%	1.54%
	其他	15.65%	18.91%	21.12%	18.56%	18.56%	18.56%

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 9 月 27 日，川财证券研究所

4.2.2. 估值比较

截止 2022 年 9 月 27 日，公司股价 5.14 元，总股本 10.81 亿股，对应市值 55.54 亿元，2022-2024 年 PE 约为 64.66、63.60 和 59.93 倍。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

表格 10.可比公司估值

代码	公司	股价/ 元	市值/亿元	EPS/元			PE			PB	ROE
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
600900.SH	长江电力	22.70	5162.40	1.16	1.30	1.38	19.65	18.29	17.19	2.95	6.46%
000722.SZ	湖南发展	12.55	58.25	0.26	0.36	0.40	34.42	39.41	35.21	1.85	2.55%
000791.SZ	甘肃电投	5.04	68.52	0.19	0.29	0.36	35.72	19.10	15.60	1.00	2.12%
000993.SZ	闽东电力	10.91	49.96	0.26	0.58	0.71	51.76	20.52	16.73	2.30	6.42%
600025.SH	华能水电	6.99	1258.20	0.32	0.40	0.43	20.32	18.76	17.28	2.42	5.92%
600236.SH	桂冠电力	6.00	472.94	0.17	0.34	0.34	37.43	18.79	18.93	3.06	10.87%
600674.SH	川投能源	12.29	541.68	0.70	0.81	0.91	17.84	16.37	14.62	1.78	5.03%
600886.SH	国投电力	10.94	815.49	0.33	0.78	0.89	35.09	14.78	13.05	1.73	4.45%

资料来源: iFinD, 预测截止日期 2022 年 9 月 27 日, 川财证券研究所

风险提示

市场风险

目前公司水电和生物质能发电在运行总装机 104 万千瓦, 其中广东省内营收占比 35.30%, 湖南省内营收占比 14.52%。按照现行政策规定, 位于湖南省的两家从事水电业务的子公司(合计装机 22.5 万千瓦)现进入市场交易化, 位于广东省内的水电站及在湖南省内装机规模在 2.5 万千瓦以下的水电站未进入市场化交易。公司水电业务在市场交易化方面有部分电量需让利, 对经营效益可能造成影响。

补贴风险

截至 2022 年中报期末, 公司应收生物质能源电价补贴余额 15.21 亿元(为财政欠款), 导致期末计提信用减值损失同比增加, 该电价补贴何时全额收到存在不确定性。

生物质能燃料供应不足风险

受大宗商品价格高企等因素影响, 煤价大幅高于生物质燃料价, 形成生物质能原材料替代需求增加, 可能会导致出现阶段性生物质能电厂燃料收购量不足的风险。

川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明