

彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2010年2月2日

宝新能源(000690.SZ)/10.13元

产融结合，双轮驱动

公用事业·电力

目标估值: 12.3元

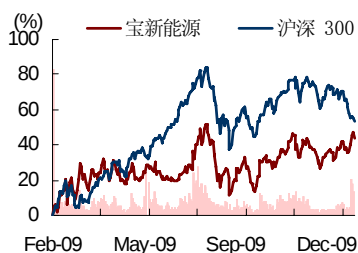
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2941
总股本(万股)	115108
已上市流通股(万股)	113204
总市值(亿元)	117
流通市值(亿元)	115
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	17.2
资产负债率	53.9%
主要股东	宁远喜
主要股东持股比例	31.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-4	50
相对表现	15	6	-8



相关报告

- 1、《三季报点评: 煤价上涨侵蚀利润, 存在电价下调预期》2009/10/13
- 2、《中报点评: 发电主业盈利提升, 未来成长相对确定》2009/07/22
- 3、《年报点评: 规模扩张和煤价下跌推动 09 年业绩增长》2009/03/01
- 4、《一季报点评: 发电主业盈利提升, 未来成长相对确定》2008/07/22
- 5、《年报点评: 08 年发电装机增加两倍以上》2008/02/04

公司产融结合、双轮驱动的战略已经初见成效, 金融投资在湛江市商业银行再下一城。我们对电力和金融分别估值, 电力业务每股价值 10.4 元, 金融业务每股价值 1.9 元, 合计每股价值 12.3 元, 维持“强烈推荐”的投资评级。

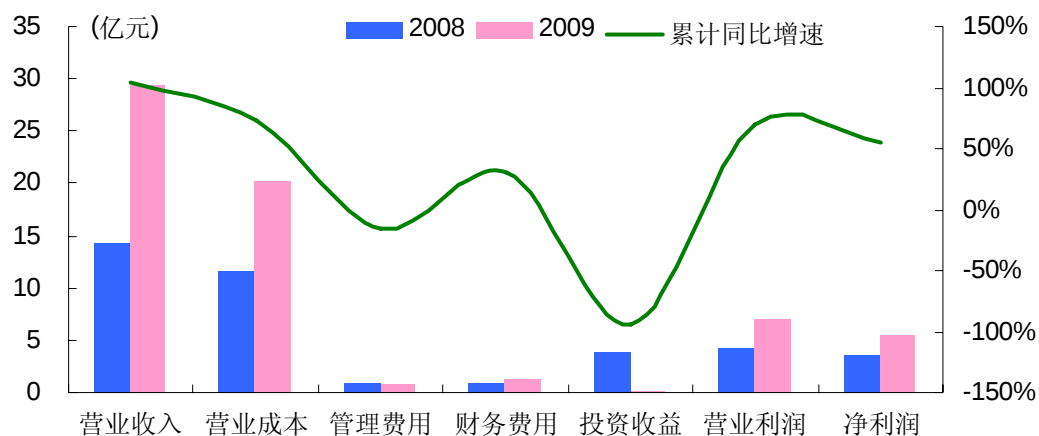
- **2009 年实现每股收益 0.49 元, 符合预期。**按合并口径计算, 宝新能源 2009 年实现营业收入 29.4 亿元, 同比增长 105%; 营业利润 7.1 亿元, 同比增长 69%; 归属于母公司的净利润 5.6 亿元, 同比增长 55%, 折合每股收益 0.49 元, 符合我们的预期。宝新能源推出 10 送 3 转增 2 派 1 的分配方案, 送转后公司总股本达到 17.3 亿股。
- **主业收入增长拉动全年业绩大幅提升。**由于荷树园电厂二期在 2008 年投产, 2009 年电厂产能扩大两倍, 装机达到 87 万千瓦。受此影响, 公司主要下属子公司宝丽华电力有限公司的收入和利润同比大幅提升。虽然 2009 年出售股票的投资收益大幅减少, 依靠主业利润增长, 公司净利润依然大幅增长。
- **燃料成本压力再次显现, 四季度环比利润略有下降。**公司第四季度收入比第三季度增长 12%, 反映出发电量形势较好。但是四季度营业成本增长更快, 增速达到 17%, 对公司经营形成一定压力。受此影响, 公司四季度净利润环比下降 30%。
- **“产融结合、双轮驱动”战略初见成效。**公司荷树园三期即将核准, 建成后总装机将达到 147 万千瓦。陆丰甲湖风电场一期工程已经投产, 二期正在建设, 建成后风电装机超过 10 万千瓦。股权投资方面已经投资长城证券 2.1 亿元、湛江商行 5.6 亿元、持有上市公司股权 1.9 亿元, 未来增值空间较大。在当前火爆的市场行情下, 房地产业务将成为主业的有效补充。
- **预计 10~11 年摊薄每股收益 0.35、0.40 元。**预计公司 10、11 年净利润分别为 5.99、6.96 亿元, 按照现有股本计算每股收益分别为 0.52、0.60 元, 股本增加后每股收益分别为 0.35、0.40 元。按照 10 年电力业务 20 倍 PE 每股价值 10.4 元, 长城证券按照每股 10 元、湛江商行按照每股 4 元计算, 金融资产每股价值 1.86 元, 公司价值 12.3 元, 维持“强烈推荐”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1283	1436	2941	2953	3407
同比增长	27%	12%	105%	0%	15%
营业利润(百万元)	342	422	713	732	872
同比增长	28%	23%	69%	3%	19%
净利润(百万元)	331	361	558	599	696
同比增长	26%	9%	54%	7%	16%
每股收益(元)	0.44	0.32	0.48	0.35	0.40
PE	17.7	24.3	16.1	22.5	19.3
PB	2.1	3.7	3.0	3.6	3.2

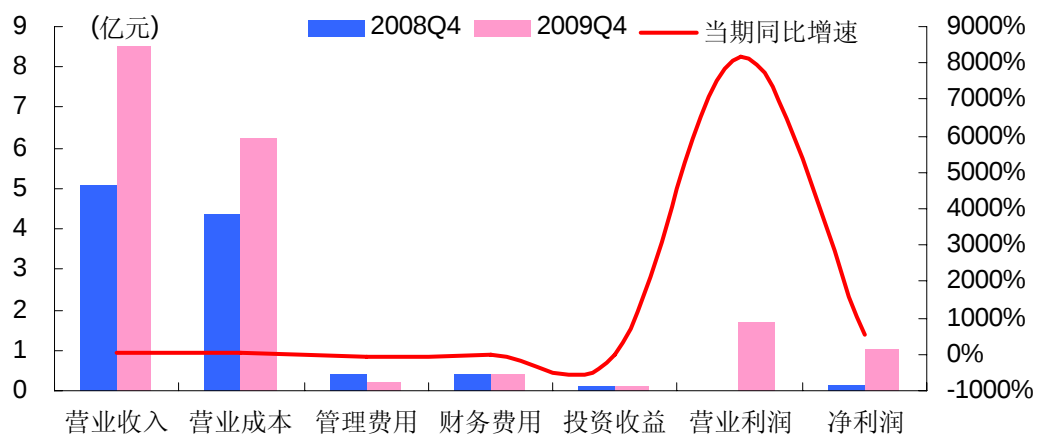
资料来源: 招商证券研发中心

图1: 宝新能源年度经营指标同比变动比较



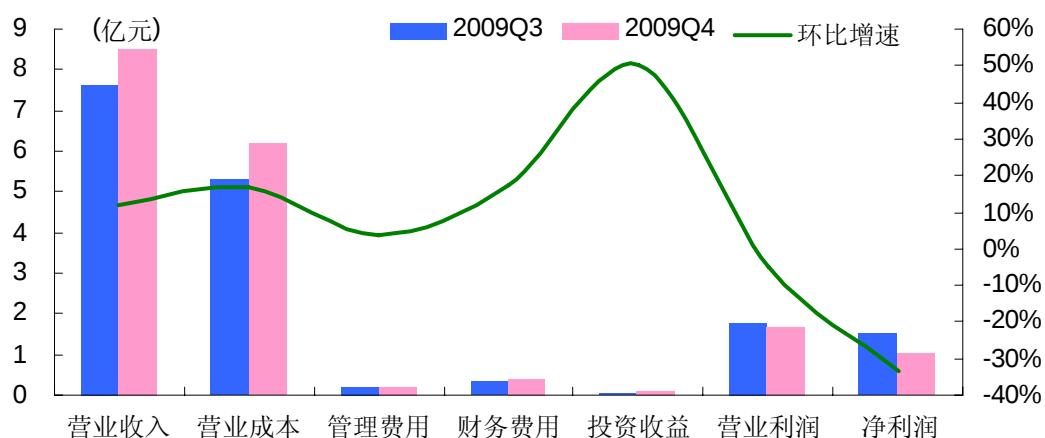
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 宝新能源四季度经营指标同比变动比较



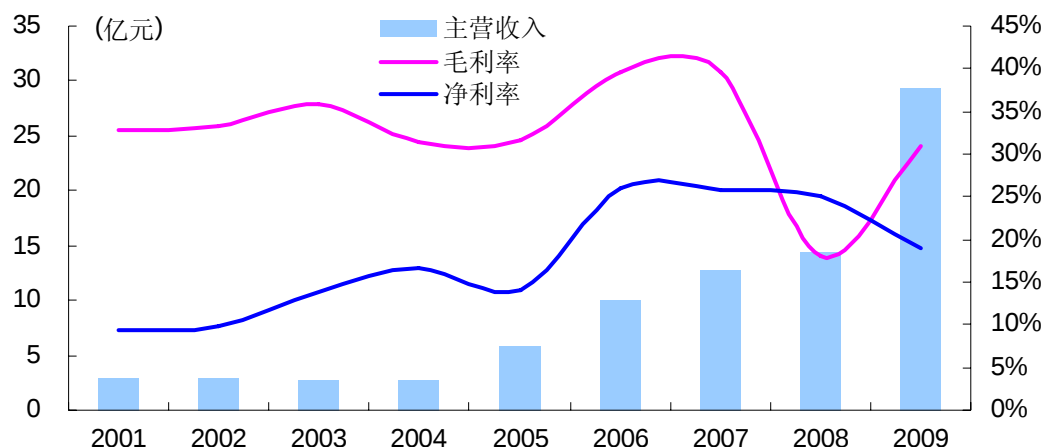
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 宝新能源四季度经营指标环比变动比较



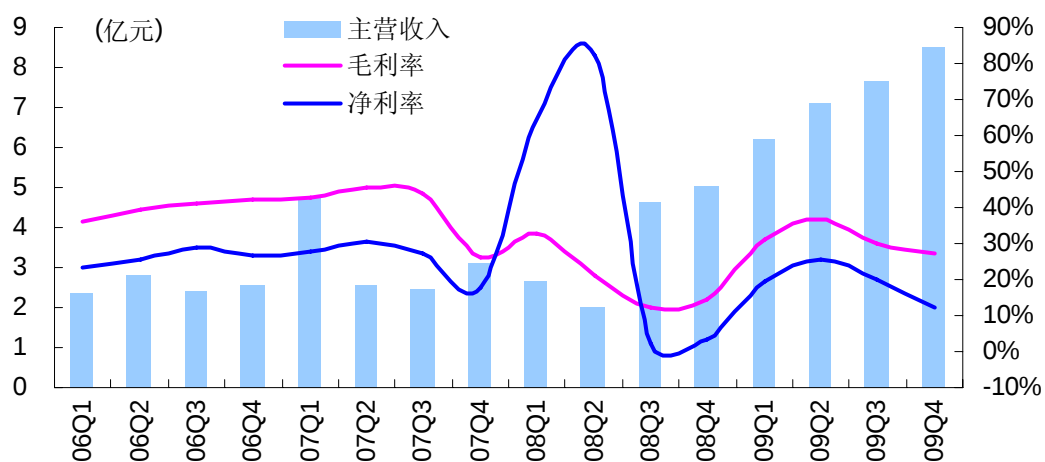
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 宝新能源年度收入和利润率指标比较



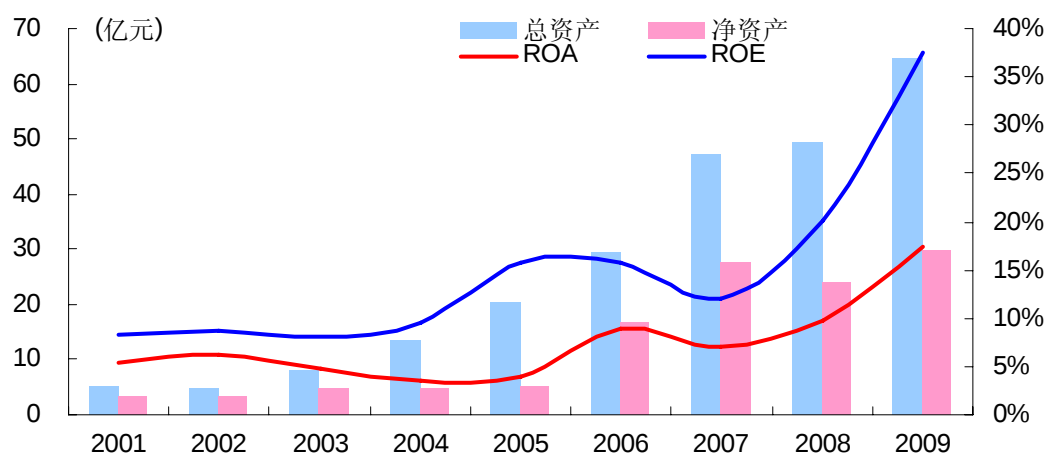
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 宝新能源季度营业收入和利润率指标比较



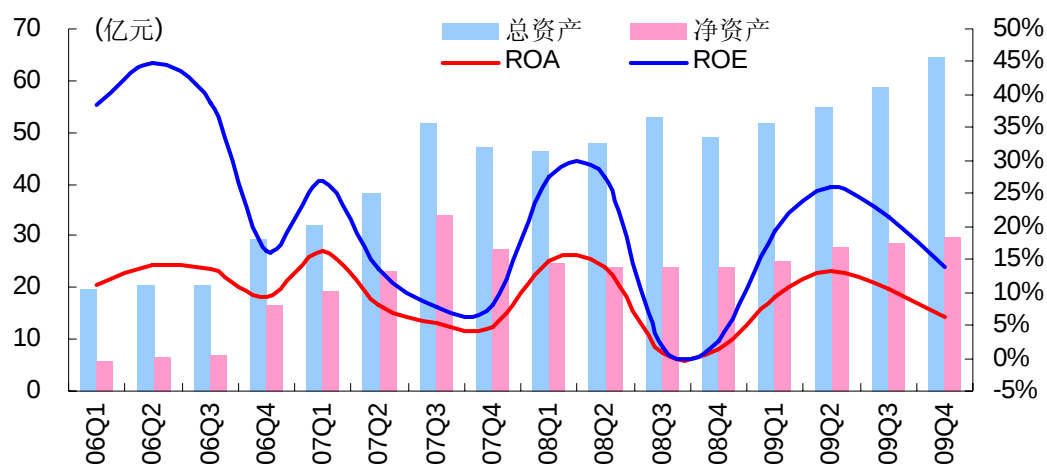
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 宝新能源年度资产收益率指标比较



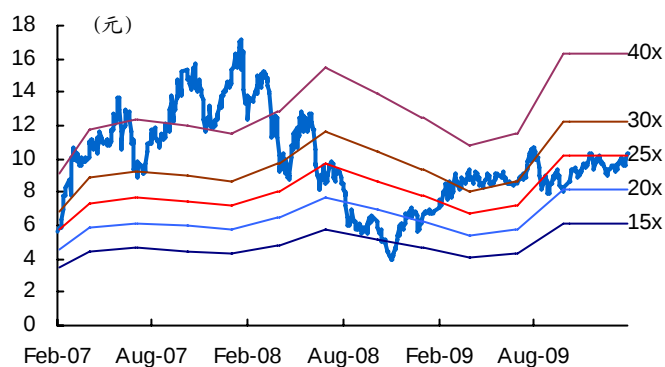
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：宝新能源季度资产收益率指标比较



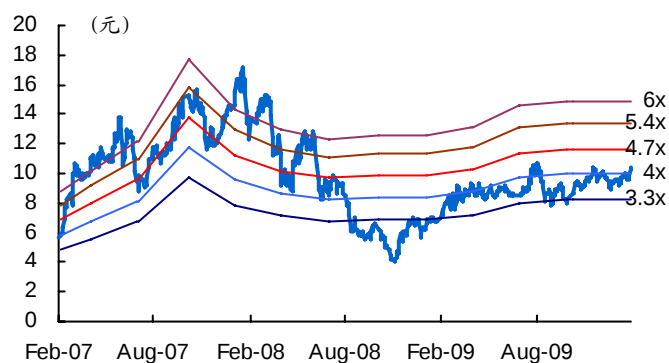
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：宝新能源历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图9：宝新能源历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	792	916	2257	3222	3864
现金	425	259	169	2169	2650
交易性投资	0	25	189	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	176	395	311	421	486
其它应收款	3	6	539	15	17
存货	188	220	269	541	624
其他	1	11	780	76	88
非流动资产	3929	4003	4187	3755	3582
长期股权投资	210	210	210	210	210
固定资产	1194	3220	3755	3366	3207
无形资产	226	196	158	143	128
其他	2300	377	64	36	36
资产总计	4721	4919	6444	6977	7446
流动负债	422	391	924	731	713
短期借款	360	0	330	600	600
应付账款	20	12	145	57	66
预收账款	5	10	1	19	22
其他	36	369	448	55	25
长期负债	1543	2128	2547	2508	2508
长期借款	1313	2128	2538	2508	2508
其他	230	0	9	0	0
负债合计	1964	2519	3471	3239	3221
股本	752	1127	1151	1727	1727
资本公积金	1419	498	559	329	329
留存收益	587	774	1263	1682	2169
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2757	2400	2973	3738	4225
负债及权益合计	4721	4919	6444	6977	7446

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	427	-91	984	1559	1042
净利润				599	696
折旧摊销				448	417
财务费用				175	162
投资收益				-80	-80
营运资金变动				327	-158
其它				90	5
投资活动现金流	-1579	-404	-1699	101	-240
资本支出				-100	-240
其他投资				201	0
筹资活动现金流	505	329	626	340	-321
借款变动				270	-30
普通股增加				576	0
资本公积增加				-230	0
股利分配				-180	-209
其他				-96	-82
现金净增加额	-647	-166	-89	2000	480

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1283	1436	2941	2953	3407
营业成本	775	1176	2028	1898	2190
营业税金及附加	43	11	28	30	34
营业费用	2	0	0	6	7
管理费用	66	90	76	192	221
财务费用	65	104	136	175	162
资产减值损失	0	-3	29	0	0
公允价值变动收益	0	-17	49	50	50
投资收益	10	381	20	30	30
营业利润	342	422	713	732	872
营业外收入	0	0	2	0	0
营业外支出	0	2	4	2	2
利润总额	342	420	711	730	870
所得税	11	59	153	131	174
净利润	331	361	558	599	696
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	331	361	558	599	696
EPS (元)	0.44	0.32	0.48	0.35	0.40

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	27%	12%	105%	0%	15%
营业利润	28%	23%	69%	3%	19%
净利润	26%	9%	54%	7%	16%
获利能力					
毛利率	39.6%	18.1%	31.0%	35.7%	35.7%
净利率	25.8%	25.1%	19.0%	20.3%	20.4%
ROE	12.0%	15.0%	18.8%	16.0%	16.5%
ROIC	8.9%	10.0%	11.4%	10.8%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	41.6%	51.2%	53.9%	46.4%	43.3%
净负债比率	35.4%	43.3%	44.5%	45.0%	41.7%
流动比率	1.9	2.3	2.4	4.4	5.4
速动比率	1.4	1.8	2.2	3.7	4.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.4	0.5
存货周转率	4.0	5.8	8.3	4.7	3.8
应收帐款周转率	9.3	5.0	8.3	8.1	7.5
应付帐款周转率	66.9	72.8	25.8	18.8	35.7
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.32	0.48	0.35	0.40
每股经营现金	0.57	-0.08	0.85	0.90	0.60
每股净资产	3.67	2.13	2.58	2.16	2.45
每股股利	0.14	0.06	0.40	0.10	0.12
估值比率					
PE	17.7	24.3	16.1	22.5	19.3
PB	2.1	3.7	3.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	29.0	21.5	12.7	10.1	9.5

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。