

中性 首次

宝新能源 (000690)

2011 年 8 月 8 日

项目陆续进入集中投产期, 关注明年业绩释放情况

2011 年 8 月 5 日收盘价 4.69 元。

6 个月目标价: 5.00 元

公用事业行业高级分析师: 陆凤鸣
SAC 执业证书编号: S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

联系人: 汤砚卿
tyq6066@htsec.com
021-23219768

事件: 公司 2011 年上半年实现营业总收入 16.87 亿元, 同比增长 19.15%, 利润总额 1.61 亿元, 同比增长 1.94%。上半年毛利率 19.98%, 同比下降 1.52 个百分点, 净利率 6.65%, 同比降低 2.17 个百分点。基本每股收益 0.07 元, 与去年持平。2011 年上半年不进行利润分配。

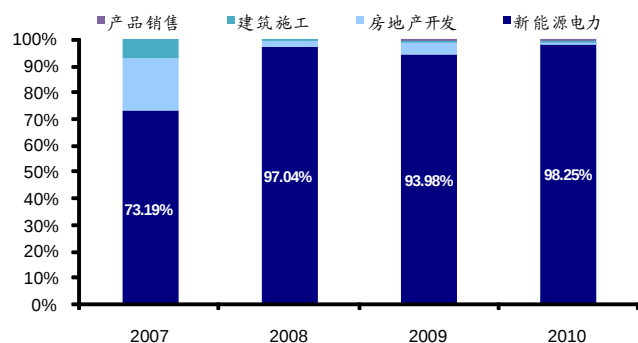
总体评价: 公司上半年收入增长主要得益于其火电机组发电量上升所带来的发电业务收入增长, 但是由于煤价持续居高不下, 其电力业务毛利率略有下滑。公司未来两年将进入项目集中投产期, 预计陆上风电二期在 2011 年底建成, 梅树园火电三期在 2012 年下半年投产, 山水地产项目从 2012 年开始对外销售。在煤价维持高位, 房价受调控涨幅有限的情况下, 预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.15 元、0.25 元, 对应当前股价 4.69 元, 动态 PE 为 30 倍、19 倍。相较于火电同行, 已经较为充分地反映其未来的成长性, 给予“中性”评级。

1. 公司基本情况

(1) 业务现状

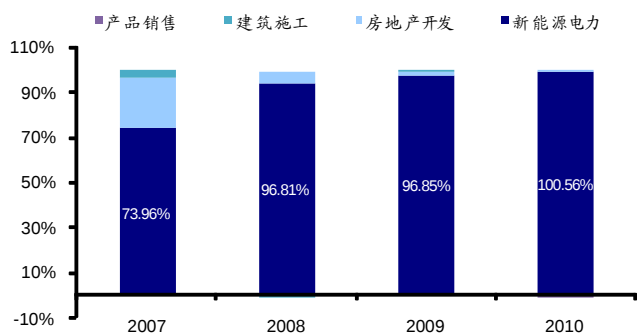
公司主营业务包括发电、房地产开发、建筑施工以及产品销售, 其中发电业务收入占绝大部分。2007 年以来, 火电业务在公司的收入及毛利润占比进一步增加。公司目前旗下电力资产包括火电和风电两部分; 截至 2010 年底, 公司已投运火电机组 87 万千瓦、风电机组 4.8 万千瓦, 在建火电机组 60 万千瓦、风电机组 4.95 万千瓦。

图 1 各业务贡献收入占比 (2007-2010)



资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

图 2 各业务贡献毛利润占比 (2007-2010)



资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

表1 公司电力资产一览表(2010)

资产名称		机组容量(万千瓦)	投产日期
火电	梅县荷树园电厂	一期	2×13.5
		二期	2×30
		三期(在建)	2×30
风电	陆丰甲湖湾风电场	一期	4.80
		二期(在建)	4.95

资料来源:公司公告,海通证券研究所

(2) 近期动态

2011年上半年,公司发行4亿元中期票据,用于优化债务结构。此外,下属火电厂上网电价上调0.18分/千瓦时,公司预计对今年收入将增厚1665万元。

表2 公司2011年上半年重大公告一览

公告日期	内容概要
3月8日	公司2011年第一期中期票据发行文件获得中国银行间市场交易商协会备案通过。根据有关规定,公司将于两周内在全国银行间债券市场公开发行2011年第一期中期票据,发行规模为人民币4亿元、期限为5年,每张面值为100元。本期中期票据募集资金将用于置换银行贷款,优化债务结构,使企业获得稳定的中长期资金;补充流动资金
3月15日	公司2011年第一期中期票据于2011年3月14日成功发行,票面利率6.27%,期限为5年,实际募集资金4亿元已经到账。
5月5日	公司2010年度利润分配及资本公积金转增股本方案为:以2010年末总股本1726612500股为基数,向全体股东每10股派发现金红利0.30元(含税,扣税后,个人、证券投资基金、合格境外机构投资者实际每10股派0.27元),共计分配利润51798375元,剩余未分配利润结转以后年度分配。本次不送红股也不进行资本公积金转增股本。
5月18日	近日,宝新能源收到南方电网的电话通知,公司下属梅县荷树园电厂一、二期工程发电机组上网结算电价在原基础上上调0.18分/千瓦时(含税)。以上电价调整自2010年1月1日起执行。按照公司2010年度实际上网电量测算,本次电价调整可增加公司营业收入850.30万元。根据企业会计准则第14号文件的有关规定,上述调整后增加的2010年电费收入自公司收到之日起计入2011年损益。同时,根据2011年度电量计划测算,本次电价调整预计增加公司营业收入约815万元。因此,本次电价调整合计将影响公司2011年营业收入约1665万元,对公司今年经营业绩产生正面影响。

资料来源:公司公告,海通证券研究所

2. 财务报表分析

(1) 收入情况——售电量上涨带动发电业务收入增加

2011年上半年,公司实现营业总收入16.87亿元,同比增加19.15%。收入占比最大的新能源电力(92%)业务,销售量比去年同期上涨11%,同时售电均价亦有所提升,导致该项业务收入同比增加11.4%。此外,收入占比较小的建筑施工和产品销售业务收入也同比上涨428.3%、25.8%。

表3 公司主营业务收入情况(2010H1-2011H1)

营业总收入(亿元)		新能源电力			建筑施工	产品销售
		收入(亿元)	售电量(亿度)	售电均价(元/度)	收入(亿元)	收入(亿元)
2010H1	14.16	13.86	25.90	0.6262	0.26	0.04
2011H1	16.87	15.44	28.77	0.6280	1.38	0.04
YOY	19.15%	11.40%	11.08%	0.29%	428.3%	25.8%

注:售电量和售电均价均为估计值(风电发电量估计在火电的1/75左右,因此0.689元/度的上网电价对售电均价的影响忽略不计)

资料来源:公司2011年半年报,海通证券研究所

(2) 盈利情况——煤价持续走高, 拉低发电业务毛利率

2011 年上半年, 公司综合毛利率为 19.98%, 同比下降 1.52 个百分点。最主要的原因是煤炭价格居高不下, 电价上涨难以对冲连续攀升的燃料成本, 导致新能源电力业务毛利率同比下降 1.34%, 并带动公司总体盈利能力小幅下滑。

表 4 公司主营业务盈利情况 (2010H1-2011H1)

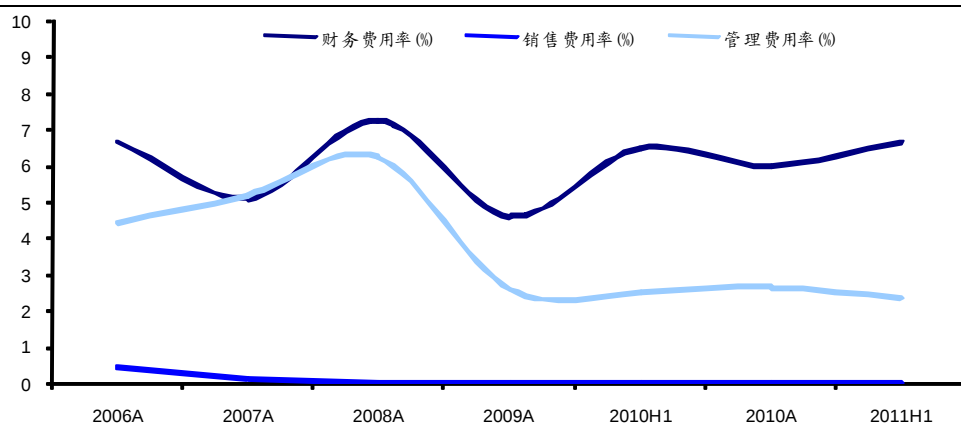
	综合毛利率 (%)	分业务毛利率 (%)		
		新能源电力	建筑施工	产品销售
2010H1	21.50	22.05	-6.54	-9.11
2011H1	19.98	20.71	13.99	-51.60
YOY	-1.52	-1.34	20.53	-42.50

资料来源: 公司 2011 年半年报, 海通证券研究所

(3) 期间费用——财务费用率已高于历史平均水平

2011 年上半年, 公司三项费用总和为 9%, 基本与去年同期持平。由于国家不断收紧信贷政策、调高贷款利率, 企业财务成本相应上升, 财务费用率同比小幅上涨至 6.7%, 已略高于 5.9% 的历史平均水平。

图 3 公司三项费用率情况 (2006-2011H1)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

(4) 投资收益——占营业利润比例仅 1.7%

公司本期取得的投资收益较上期增加 155.63 万元, 增加比例为 133%, 主要原因是本期持有交易性金融资产取得的投资分红较上期增加。但总体来看, 投资收益占营业利润比例不大, 仅为 1.7%。与去年同期一样, 2011 年上半年公司不存在对联营、合营企业的投资收益。

表 5 投资收益占营业利润比例 (2010H1-2011H1)

	投资净收益 (亿元)	占营业利润比例 (%)	对联营企业和合营企业的投资收益 (亿元)	占营业利润比例 (%)
2010H1	0.01	0.73	0.00	0.00
2011H1	0.03	1.70	0.00	0.00
YOY	133%	0.96	0	0

资料来源: 公司 2011 年半年报, 海通证券研究所

(5) 主要财务指标

2011 年上半年, 由于资产周转率、净利率同比齐降, 导致 ROE 同比减少 0.73 个百分点。财务成本增加、以及新增基建项目所需贷款增加, 导致公司偿债能力同比略有下降。

表 6 公司主要财务指标 (2010H1-2011H1)

	营运能力-存货周转率	偿债能力-已获利息倍数	成长性-在建工程/固定资产	综合指标-ROE (%)
2010H1	4.48	2.74	0.02	4.19
2011H1	2.10	2.43	0.18	3.46
YOY	-2.38	-0.30	0.16	-0.73

资料来源: 公司 2011 年半年报, 海通证券研究所

3. 主要看点与盈利预测

(1) 主要看点: 高电价、低煤价, 火电盈利远好于同行

公司火力发电机组采用煤矸石掺烧技术, 属于资源综合利用, 享有相对较高的上网电价; 并且比起传统的燃煤机组, 其发电享受优先调度上网政策, 因此机组利用小时数高于所在地——广东省的行业平均水平。

表 7 公司火电机组上网电价、机组利用小时数与当地平均水平比较 (2007-2010)

机组种类	项目\年份	2007	2008	2009	2010Q3
火电	上网电价 (元/千瓦时)	0.5832	0.6392	0.6342	0.6262
	广东省平均 (元/千瓦时)	0.4532	0.5042	0.4962	0.4962
	机组利用小时数	7665	6232	6386	4985
	广东省火电平均	5021	4872	4759	4967

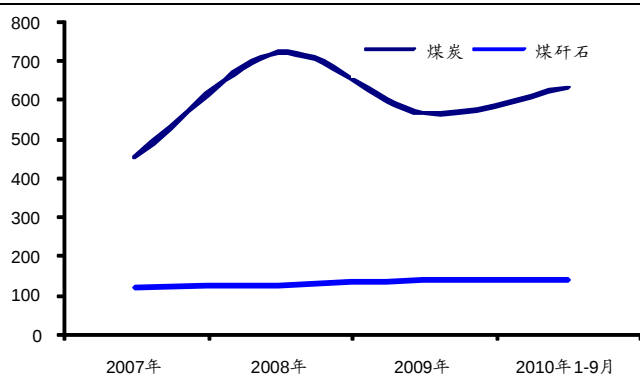
注: 上网电价均为含脱硫电价

资料来源: 公司 2011 年第一期中期票据募集说明书, 海通证券研究所

此外, 对比火电同行, 公司的煤矸石发电具有一定的燃料成本优势。其循环流化床机组中燃煤 (热值较低的劣质煤) 和煤矸石大约以 3:2 的比例掺烧。而煤矸石价格相对电煤较低, 且价格波动较小, 2007 年至今呈现小幅上涨趋势, 涨幅不到 20%; 而同期公司购煤价格波幅较大, 且迄今已上涨约 40%。

即使在电煤价格持续高企的行业背景下, 公司发电业务的盈利能力仍明显优于同行。

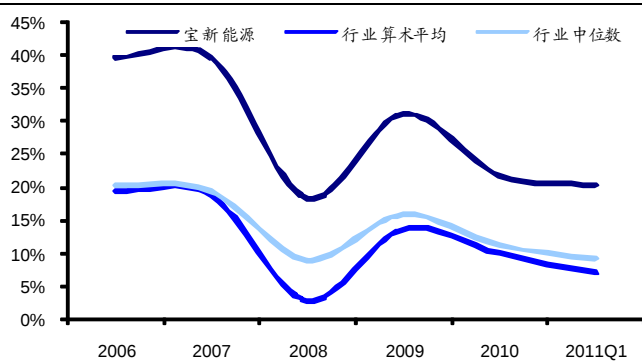
图 4 公司煤炭及煤矸石的采购单价(元/吨, 2007-2010/9)



注：均为含税价

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 公司历年毛利率与行业水平对比(2006-2011Q1)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

(2) 业绩增长点：电力在建项目投产、地产业务进入收获期

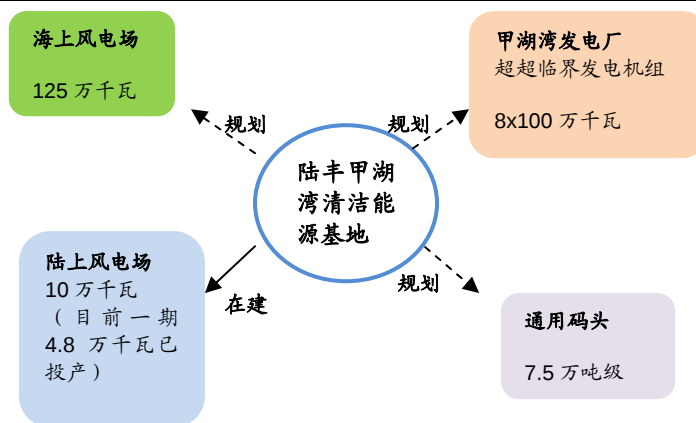
展望未来两年，公司的收入增长动力有两个方面：

一是目前正在建的陆丰甲湖湾风电二期、梅县荷树园三期将在 2011、2012 年陆续投产。全部投产后，公司机组容量从目前的 91.8 万千瓦，增加至 156.75 万千瓦，增幅达 70%。

二是其在 2009 年以 6 亿元竞得梅县 95.19 万平方米商住用地使用权，用于开发梅县山水城项目。预计该项目将在 2012 年-2013 年对公司贡献收入。

远期来看，公司规划的“陆丰甲湖湾清洁能源基地”建设 125 万千瓦的海上风电场，及 800 万千瓦大型火电机组。如果该项目正式批准，将为公司带来巨大的成长空间。目前该项目仍处初期规划阶段，具体进展仍需进一步跟踪。

图 6 陆丰甲湖湾清洁能源基地远景规划



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 8 关于陆丰甲湖湾清洁能源基地项目的进度公告

公告日期	内容概述
2008/2/28	公司与陆丰市人民政府在汕尾市隆重举行陆丰甲湖湾海上风电场(1250MW)项目、陆丰甲湖湾发电厂(8×1000MW 超超临界发电机组)项目、陆丰甲湖湾煤电及通用码头(7.5 万吨级)项目建设合同书签字仪式
2008/4/9	公司规划投资的广东陆丰甲湖湾发电厂一期工程 2×1000MW 超超临界发电机组(以下简称陆丰甲湖湾发电厂一期工程)初步可行性研究报告,在广东省陆丰市东陆酒店召开的“陆丰甲湖湾发电厂一期工程 2×1000MW 超超临界发电机组初步可行性研究报告审查会”上,通过了由项目评审单位中国国际工程咨询公司组织的专家评审。
2010/5/5	举行广东东陆丰海上风电场风能资源评估报告专家评审会。与会后有专家接受媒体采访时认为,根据公司规划建设的海上风电场装机规模和目前市场平均的建设成本,预计投资规模有可能超过 200 亿元,陆丰甲湖湾清洁能源基地总投资有可能超过 565 亿元。

资料来源:公司公告,海通证券研究所

(3) 盈利预测与评级

根据公司目前在建工程的投产进度,假设其陆上风电二期在 2011 年底建成,梅树园火电三期在 2012 年下半年投产,房地产业务在 2012 年开始对外销售。在煤价维持高位,房价受调控涨幅有限的情况下,预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.15 元、0.25 元,对应当前股价 4.69 元,动态 PE 为 30 倍、19 倍。相较于火电同行,已经较为充分地反映其未来的成长性,给予“中性”评级。

4. 风险提示

- (1) 在建机组投产时间的不确定性
- (2) 原材料价格波动可能导致生产成本升高

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣

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：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水、国电清新、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。