

近看盈利改善，远看核电项目

买入首次评级

投资要点:

- 2011 年公司两次上调上网电价，受益程度较大；
- 煤价下跌，公司盈利能力增强；
- 机组利用小时下降较为明显，但 2012 年水电出力将大幅增加。

报告摘要:

- 公司是江西国资委实际控制的电力企业，装机容量大幅增长。公司目前拥有发电装机容量 150 万千瓦。其中火电装机容量 140 万千瓦、水电装机 10 万千瓦，形成了水火并举、以电为主的多元发展格局。
- 2011 年公司两次上调上网电价，受益程度较大。2011 年 6 月 1 日和 12 月 1 日，公司下属丰电二期发电厂两次上调上网电价，电价上调将增厚每股收益 0.39 元。
- 煤价下跌，公司盈利能力增强。在煤价下跌 3%、5%、10% 的情况下，公司成本将降低 0.69、1.14、2.29 亿元，折合每股收益 0.11、0.18、0.35 元。
- 机组利用小时下降较为明显，但 2012 年水电出力将大幅增加。下游高耗能产业的减产带来用电需求减少，南方雨水偏多导致水电出力增加，长江电力送江西电量增加；以上因素导致江西当地机组利用小时面临较大压力。目前，公司正在采取多种措施，积极争取电量，尽最大可能减少利用小时数下降给公司带来的负面影响。预计 2012 年水电发电量将增长 80% 以上。可为公司增收 5800 万元左右。
- 盈利预测和投资评级。预计公司 2012-2014 年将实现净利润 1.39、2.74、3.51 亿元，每股收益 0.22、0.42、0.54 元，对应市盈率为 18、9、7 倍；2013 年估值水平低于行业平均水平。公司长期看点是丰电三期和彭泽核电项目，并拟引入战略投资者。考虑到未来成长性，给予公司买入评级，6 个月目标价 5 元。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2056.91	2589.61	2307.00	2416.00	2531.00
增长率	-5.12%	25.90%	-10.91%	4.72%	4.76%
归属净利润	-39.56	-271.54	139.31	273.73	351.05
增长率	-149.13%	-586.38%	151.30%	96.49%	28.25%
每股收益	-0.061	-0.420	0.215	0.423	0.543
PE	-62.28	-9.07	17.69	9.00	7.02

公用事业研究组

分析师:

鲁儒敏 (S1180511090001)

电话: 010-88085790

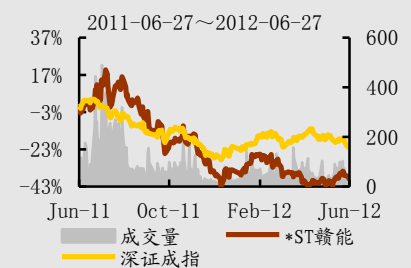
Email: lurumin@hysec.com

联系人:

蒋晓萌

电话: 010-88085790

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	5133	
20111231	5120	
20110930	5106	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

目 录

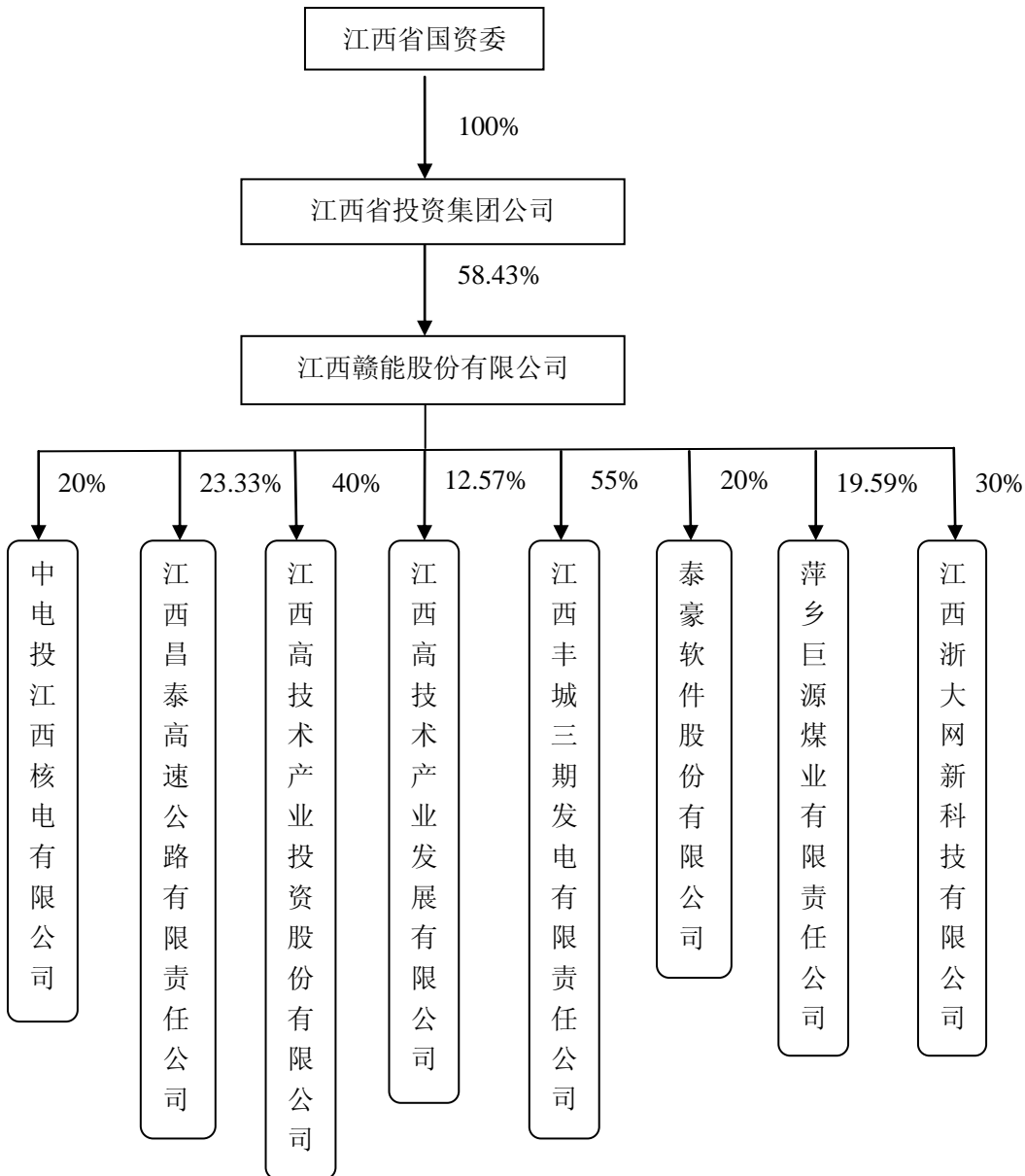
一、	地方电力龙头，实力不断壮大.....	3
(一)	江西投资集团控股的电力企业.....	3
(二)	大股东大力支持，注入优质资产.....	4
(三)	装机规模不断增长，火电为主兼有水电.....	4
(四)	收入稳定增长，成本上涨导致前两年出现亏损.....	5
二、	电价上调，受益程度较大.....	6
三、	煤价大幅下跌，大幅降低成本.....	6
四、	利用小时下降压力较大，公司正积极应对.....	7
五、	水电来水好转，水电机组盈利大幅增长.....	7
六、	长期看点是丰电三期和彭泽核电项目，拟引入战略投资者.....	8
七、	盈利预测和投资评级.....	8
(一)	假设条件.....	8
(二)	盈利预测和投资评级.....	9
图表 1:	赣能股份股权结构图.....	3
图表 2:	公司发电资产.....	4
图表 3:	公司子公司情况.....	5
图表 4:	2008-2011 年营业收入（亿元）.....	6
图表 5:	2008-2011 年归属母公司股东净利润（万元）.....	6
图表 6:	公司上网电量情况.....	6
图表 7:	公司燃料成本情况.....	6
图表 8:	全国和江西省火电机组利用小时对比情况.....	7
图表 9:	机组利用小时下降对公司每股收益的影响.....	7
图表 10:	全国和江西省水电机组利用小时数对比.....	7
图表 11:	公司 2009-2011 水电发电量和销售收入情况.....	8
图表 12:	公司业务数据预测表.....	9
图表 13:	公司盈利预测表.....	9

一、地方电力龙头，实力不断壮大

(一) 江西投资集团控股的电力企业

江西赣能股份有限公司是由江西省投资集团公司和江西省电力公司共同发起设立，1997年11月公司公开发行上市，是江西省目前唯一的电力上市企业。2007年10月，江西省投资集团公司受让江西省电力公司持有的全部公司股票，合计持有公司总股份的58.43%，为公司控股股东。

图表 1: 赣能股份股权结构图



资料来源：公司公告、宏源证券

(二) 大股东大力支持，注入优质资产

公司坚持以电为主的经营发展战略，在大股东的大力支持下，积极做优做强，力争打造一流电力上市公司。自 2006 年 3 月底完成股权分置改革以来，依照股改相关承诺，通过与大股东拥有的优质电力资产的整合，不断提高和优化公司主业资产质量，增强公司的整体实力。

逐步剥离面临关停的小火电。 2007 年 9 月，公司将所属新余发电分公司（20 万千瓦）火力发电机组的全部资产转让给大唐集团；公司将萍乡发电厂通过资产置换转让给集团，后又转让给华能集团。

陆续注入优良电力资产。 2006 年 10 月，公司与江西省投资集团公司各按 50% 比例投资组建江西丰城二期发电有限公司，该公司两台 70 万千瓦超临界机组分别于 2006 年 12 月、2007 年 5 月并网发电，成为当时江西乃至华中地区单机容量最大的火电厂。2008 年 7 月，经与控股股东协商，公司与控股股东实施重大资产置换：将公司所属萍乡发电厂（12.5 万千瓦 +13.5 万千瓦）整体资产转让给控股股东，同时控股股东将持有的江西丰城二期发电有限公司（2×70 万千瓦）50% 股权转让给公司，江西丰城二期发电有限公司变更为公司全资子公司（现已更名为“江西赣能丰城二期发电厂”）。

(三) 装机规模不断增长，火电为主兼有水电

装机容量大幅增长。公司通过内部整合、积极巩固以及稳定发展三个阶段，装机容量由最初的 25 万千瓦发展到目前拥有发电机组装机容量 150 万千瓦。其中火电装机容量 140 万千瓦、水电装机 10 万千瓦，形成了水火并举、以电为主的多元发展格局。

图表 2：公司发电资产

电厂	电源类型	机组构成	装机容量 (万千瓦)	权益比 例	权益容 量(万 千瓦)	投产日期
抱子石	水电	2×2	4	100%	4	2004 年
居龙潭	水电	2×3	6	100%	6	2007 年
丰电二期	火电	2×70	140	100%	140	2007 年
合计		150	150		150	
在建，总投资 79.5 亿元						
丰电三期	火电	2×100	200	55%	110	
		一期 2×125；二期 2×125；三期 2×150	一期 250 二期 250 三期 300			分三期，一期预计 2016 年投产。 预计总投资 600 亿元
彭泽	核电			20%	160	
预计						
烟家山	核电	预计 4×125	预计 500	24.50%	122.5	前期工作
在建合计		1500	1500		392.5	
总合计		1650	1650		542.5	

资料来源：公司公告、宏源证券

拥有全资火电厂 1 家、全资水电厂 2 家、其他参股公司 7 家。公司在积极发展传统电力项目的同时，确定了以新能源为突破口、以公用事业为补充的整体战略目标，参与了江西高技术产业投资股份有限公司、江西昌泰高速公路有限公司、泰豪软件股份有限公司等项目的投资与建设。

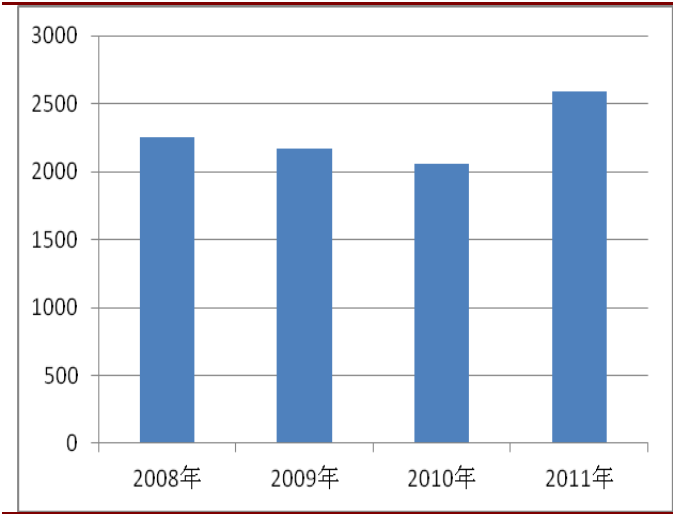
图表 3：公司子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比 例 (%)	主要产品或服务	经营情况
中电投江西核电有限公司	72727	20	核电项目的开发、建设、运营及管理；生产电力及相关产品；对外贸易经营	处于项目报批阶段
江西昌泰高速公路有限责任公司	150000	23.33	公路、桥梁及其他交通基础设施的投资、建设、管理、收费、养护管理及相关附属	2011 年实现净利润 33338.34 万元
江西高技术产业投资股份有限公司	15000	40	高技术产业的投资、管理、经营及咨询服务，综合技术服务	2011 年实现净利润 285.29 万元
江西高技术产业发展有限公司	26500	12.57	建设管理高技术产业孵化基地；对高科技企业参股投资；咨询服务	2011 年实现净利润 28.30 万元
江西丰城三期发电有限责任公司	2000	55	火力发电、节能项目开发；电力设备安装和检修、煤灰综合利用及相关业务、电力	处于项目报批阶段
泰豪软件股份有限公司	5360	20	计算机软件及相关产品的开发、生产、销售	2011 年实现净利润 3170.72 万元
萍乡巨源煤业有限责任公司	7656	19.59	煤炭开采与销售	2011 年亏损 1944.68 万元
江西浙大网新科技有限公司	2000	30	计算机软件开发、生产、销售	2011 年亏损 64.90 万元

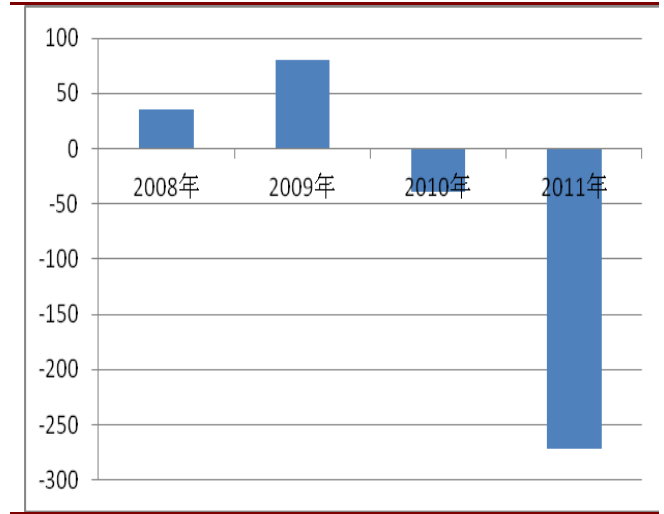
资料来源：公司公告、宏源证券

(四) 收入稳定增长，成本上涨导致前两年出现亏损

2008-2011 年，公司营业收入稳定增长，2011 年全年实现营业收入 27.58 亿元；但是江西低电价、高煤价的特点导致公司经营出现困难，2010、2011 公司分别亏损 3956、27154 万元。

图表 4: 2008-2011 年营业收入 (亿元)


资料来源: WIND、宏源证券

图表 5: 2008-2011 年归属母公司股东净利润(万元)


资料来源: WIND、宏源证券

二、电价上调, 受益程度较大

图表 6: 公司上网电量情况

项目	2009	2010	2011
实际上网电量	60	56.5	67.87
水电装机容量	10	10	10
水电利用小时	1961	2938	1756
水电机组厂用电率	0.50%	0.50%	0.50%
水电上网电量	1.95	2.92	1.75
火电上网电量	58.05	53.58	66.12

资料来源: 公司公告、宏源证券

2011 年 6 月 1 日和 12 月 1 日, 公司下属丰电二期发电厂两次上调上网电价, 初步测算, 在不考虑煤价因素和机组利用小时变动的情况下, 电价上调将促使公司 2012 年收入比 2011 年增加 2.55 亿元, 折合每股收益 0.39 元。

三、煤价大幅下跌, 大幅降低成本

在不考虑机组利用小时和电价调整的情况下, 煤价下跌 3%、5%、10% 的情况下, 公司成本将降低 0.69、1.14、2.29 亿元, 暂不考虑所得税影响, 折合每股收益 0.11、0.18、0.35 元。

图表 7: 公司燃料成本情况

项目	2009	2010	2011
燃料成本	15.07	14.52	22.86

火电上网电量	58.05	53.58	66.12
火电发电量	62.28	57.49	70.95

资料来源：公司公告、宏源证券

四、利用小时下降压力较大，公司正积极应对

江西省火电机组利用小时历来低于全国平均水平，2011 年其机组利用小时为全国平均水平的 91%。从前 5 月情况来看，全国火电机组利用小时数同比下降了 3.4%，江西省下降幅度将超过这个水平。

图表 8：全国和江西省火电机组利用小时对比情况

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011
全国	5633	5316	4911	4865	5031	5294
江西	5397	4375	4450	4400	4339	4826
比率	96%	82%	91%	90%	86%	91%

资料来源：公司公告、宏源证券

下游高耗能产业的减产带来用电需求减少，南方雨水偏多导致水电出力增加，长江电力送江西电量增加；以上因素导致江西当地机组利用小时面临较大压力。我们假定上网电价和煤价和 2011 年相比均不变，在机组利用小时数下降 5%、10%、15%、20% 情况下，公司每股收益将分别减少 0.15、0.17、0.18、0.20 元。目前，公司正在采取多种措施，积极争取电量，尽最大可能减少利用小时数下降给公司带来的负面影响。

图表 9：机组利用小时下降对公司每股收益的影响

机组利用小时	-5%	-10%	-15%	-20%
上网电量	62.81	59.51	56.20	52.90
利润变化	0.99	1.09	1.19	1.29
对 EPS 的影响	0.15	0.17	0.18	0.20

资料来源：公司公告、宏源证券

五、水电来水好转，水电机组盈利大幅增长

江西省水电约占全省发电量的 1/3，但是其机组利用小时数大幅低于全国平均水平，2011 年其机组利用小时数为全国平均水平的 58%。

图表 10：全国和江西省水电机组利用小时数对比

水电机组利用小时	2007	2008	2009	2010	2011
全国	3532	3621	3328	3429	3028
江西	1928	2365	1961	2938	1756
比率	55%	65%	59%	86%	58%

资料来源：公司公告、宏源证券

公司水电装机一共 10 万千瓦，上网电价均为 0.42 元/千瓦时（含税），公司水电业务由于库容较小，受天气影响很大，年份之间的波动程度很大。2011 年水电业务为公司贡献收入 7300 万元，但是 2012 年上半年来水比往年要多，预计 2012 年水电发电量将增长 80% 以上。可为公司增收 5800 万元左右。

图表 11：公司 2009-2011 水电发电量和销售收入情况

项目	2009	2010	2011
水电装机容量	10	10	10
江西省水电利用小时	1961	2938	1756
厂用电率	0.50%	0.50%	0.50%
水电上网电量	1.95	2.92	1.75
水电上网电价（含税）	0.42	0.42	0.42
水电销售收入	0.82	1.23	0.73

资料来源：公司公告、宏源证券

六、长期看点是丰电三期和彭泽核电项目，拟引入战略投资者

公司参股的彭泽及万安烟家山核电项目受日本地震影响审批程序暂停，短期内减轻公司的资本金支出压力，控股 55% 的丰电三期火电项目（2*100 万千瓦）目前仍然没有拿到国家发改委路条。彭泽核电因为准备时间较长，并且各方面条件较为成熟，预计将先于万安烟家山获批。彭泽核电项目公司已经投入资本金 2.2 亿元，预计后续还需 8 亿元投入，丰电三期需要资本金投入约 8 亿元，2011 年末公司账面现金余额 5.78 亿元，资产负债率高达 82%，难以支撑如此大规模的资本开支。公司拟启动以定向增发为方向的再融资工作，引入实力雄厚的战略投资者，解决持续发展的资金瓶颈。在以上两大项目获得批复之后预计该项工作将取得进展。

七、盈利预测和投资评级

（一）假设条件

- （1）2012-2014 年年火电含税上网电价 0.4852 元；水电含税上网电价 0.42 元；
- （2）2012 年全年平均煤炭价格下跌 10%；2013-2014 年煤价逐年下跌 3%；
- （3）2012 年水电机组利用小时数增长 80%，2013-2014 年利用小时与 2012 年持平；2012 年火电机组利用小时数下降 20%；2013-2014 年火电机组利用小时上升 5%、5%。

(二) 盈利预测和投资评级

图表 12: 公司业务数据预测表

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
实际上网电量	60	56.5	67.87	56.04	58.68	61.46
水电装机容量	10	10	10	10	10	10
水电利用小时	1961	2938	1756	3160.8	3161	3161
水电厂用电率	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
水电上网电量	1.95	2.92	1.75	3.14	3.14	3.14
火电上网电量	58.05	53.58	66.12	52.90	55.54	58.32
火电发电量	62.28	57.49	70.95	56.76	59.60	62.58
火电营业收入	20.85	19.36	25.26	21.94	23.03	24.19
水电营业收入	0.70	1.05	0.63	1.13	1.13	1.13
燃料成本	15.07	14.52	22.86	16.46	16.76	17.07
营业收入	21.55	20.41	25.89	23.07	24.16	25.31
营业成本	18.30	18.61	25.67	19.26	19.06	19.57
主营业务毛利	3.25	1.80	0.22	3.81	5.10	5.74

资料来源: 公司公告、宏源证券

在以上预测假设条件下, 预计公司 2012-2014 年将实现净利润 1.39、2.74、3.51 亿元, 每股收益 0.22、0.42、0.54 元, 对应市盈率为 18、9、7 倍; 2013 年估值水平低于行业平均水平。公司长期看点是丰电三期和彭泽核电项目, 并拟引入战略投资者。考虑到未来成长性, 给予公司买入评级, 6 个月目标价 5 元。

图表 13: 公司盈利预测表

利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2168	2057	2590	2307	2416	2531
减: 营业成本	1830	1861	2567	1926	1906	1957
营业税金及附加	15	13	8	7	8	8
营业费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	48	50	50	44	46	49
财务费用	278	261	314	249	203	168
资产减值损失	8	7	1	1	1	1
加: 投资收益	102	95	80	80	85	90
公允价值变动损益	3	0	-2	0	0	0

其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	95	-40	-272	159	337	438
加: 其他非经营损益	0	2	0	0	0	0
利润总额	95	-38	-272	159	337	438
减: 所得税	14	1	0	20	63	87
净利润	81	-40	-272	139	274	351
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	81	-40	-272	139	274	351
每股收益	0.12	-0.06	-0.42	0.22	0.42	0.54
市盈率 (P/E)	30.60	-62.28	-9.07	17.69	9.00	7.02

资料来源: WIND、宏源证券

分析师简介:

鲁儒敏: 宏源证券研究所公用事业行业分析师, 中国人民大学经济学硕士, 4 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511090001。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。