

赣能股份 (000899)

证券研究报告
2019年03月11日

短期看增值税降低改善公司业绩，长期看江西用电紧张、丰电三期复工

江西省属火电企业，煤价波动、增值税降低使公司业绩具有较大改善空间

公司为江西省属发电企业，目前第一大股东为江投集团，第二大股东为国投电力。公司主营业务为火力，目前运营丰城二期火力发电厂装机容量 2 × 70 万千瓦，另有 10 万千瓦水电；此外公司尚有丰电三期 2 × 100 万千瓦超超临界发电机组在建，受“11.24”特大安全事故影响，该项目前仍处于停建阶段。动力煤价格波动使得公司业绩具备较大弹性，近几年公司发电量、上网电量、营业收入保持稳定，但在动力煤价格波动的影响下，公司归母净利润弹性较大。投资收益明显提升公司盈利能力，公司对昌泰高速持股比例 23.33%，昌泰高速经营情况良好，为公司带来较好的投资收益。2019 年政府工作报告提出将制造业增值税率从 16% 降低至 13%，公司火电含税上网电价不变的情况下，增值税率下降将提高公司业绩。

江西省电力市场活跃，电力供需紧张，对新增电源需求强烈

近几年，江西省二产稳定增长，三产和居民用电量高增长，省内全社会用电量逐年提高，“十三五”前三年年均增速达 9.54%；2018 年，省内全社会用电量 1428.77 亿千瓦时，同比增长 10.4%。同期，省内新增装机容量增速缓慢，存量机组利用小时逐年提升。受资源条件等因素限制，江西省电源较为单一，以火电为主，其他电源较少；近几年新增装机主要为利用小时数较低的新能源装机，因此等效装机容量实则增速较慢，存量机组利用小时明显提升；2018 年，全省统调火电机组利用小时数 5197 小时，居全国第一。短期内，江西省用电紧张程度难以缓解，新增电源需求强烈。

丰电三期可解江西用电燃眉之急，公司正全力推进项目复工

丰电三期为公司全资子公司，将建设 2 × 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组，工程动态总投资约 76.7 亿元，其中项目资本金为 15.3 亿元，约占动态投资的 20%。停工前丰电三期工程总体进度顺利，项目投资 17 亿元。江西省用电紧张，公司正全力推进丰电三期项目复工，开工所需的 42 项支持性文件已办理完成 41 项，取齐必要支持性文件后，公司将提交复工申请，争取早日复工。公司 18 年融资 35 亿，目前资产负债率仅为 38.21%，资产负债率较低，具备融资空间，因此未来项目建设可采用多种融资方式。

盈利预测：我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 25.25、26.85、27.48 亿元，归母净利润分别为 2.04、2.54、2.67 亿元，对应 EPS 为 0.21、0.26、0.27 元/股。采用相对估值法对公司估值：近 52 周内，火电上市公司中龙头企业华能国际最低 PB 为 1.21X，最高 PB 为 1.60X，考虑公司实际经营情况，我们给予公司 2019 年 1.5X PB，目标股价 7.26 元，给予“买入”评级。

此外，我们按照 4800 年利用小时、840 元/吨入炉煤价测算得到丰电三期完全投产后将增加公司归母净利润 3.5 亿元。

风险提示：煤价持续高位波动，省内用电量不达预期，电价下调

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,176.56	2,126.27	2,525.11	2,684.92	2,747.65
增长率(%)	(14.73)	(2.31)	18.76	6.33	2.34
EBITDA(百万元)	816.88	510.35	579.35	658.22	680.95
净利润(百万元)	378.24	16.45	204.37	254.24	267.22
增长率(%)	(34.17)	(95.65)	1,142.36	24.40	5.11
EPS(元/股)	0.39	0.02	0.21	0.26	0.27
市盈率(P/E)	13.36	307.23	24.73	19.88	18.91
市净率(P/B)	1.06	1.13	1.10	1.07	1.03
市销率(P/S)	2.32	2.38	2.00	1.88	1.84
EV/EBITDA	12.03	14.86	10.53	8.74	8.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	5.18 元
目标价格	7.26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	975.68
流通 A 股股本(百万股)	975.67
A 股总市值(百万元)	5,054.01
流通 A 股市值(百万元)	5,053.99
每股净资产(元)	4.77
资产负债率(%)	38.21
一年内最高/最低(元)	5.72/3.64

作者

于夕蒙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 江西省属火电企业，业绩受动力煤价格弹性大.....	4
1.1. 江西省属电力企业，主营火力发电业务.....	4
1.2. 动力煤价格波动使公司业绩具备较大弹性，投资收益提升公司盈利能力；增值税率降至 13%，火电业绩将大幅改善.....	4
2. 江西省电力市场活跃，电力供需紧张.....	6
2.1. 江西省用电量高速增长，18 年增速高达 10.42%.....	6
2.2. 江西省电源结构单一，装机增速较慢，火电利用小时高速增长.....	7
3. 丰电三期可解江西用电燃眉之急，公司正全力推进项目复工.....	10
3.1. 丰电三期将建设 200 万千瓦超超临界燃煤发电机组，公司正全力推进项目复工10	
3.2. 丰电三期完全投产盈利模型及敏感性分析.....	11
4. 盈利预测.....	11

图表目录

图 1：公司历年上网电量与同比增长率（单位：亿千瓦时）.....	5
图 2：历年上网电价变动情况（单位：元/千瓦时）.....	5
图 3：赣能股份营业收入与同比增长率（单位：亿元）.....	5
图 4：赣能股份归母净利润与同比增长率（单位：亿元）.....	5
图 5：公司归母净利润与秦皇岛动力煤具有良好的负相关性.....	5
图 6：昌泰高速营业收入.....	6
图 7：昌泰高速净利润.....	6
图 8：江西省全社会用电量（单位：亿千瓦时）.....	6
图 9：江西省用电量增速与全国用电量增速的对比.....	6
图 10：江西省各产业用电量占比.....	7
图 11：江西省第一产业用电量及增速（单位：亿千瓦时）.....	7
图 12：江西省第二产业用电量及增速（单位：亿千瓦时）.....	7
图 13：江西省第三产业用电量及增速（单位：亿千瓦时）.....	7
图 14：江西省城乡居生活用电量及增速（单位：亿千瓦时）.....	7
图 15：江西省 6000 千瓦及以上全部装机容量及同比增速.....	8
图 16：江西省 6000 千瓦及以上火电装机容量及同比增速.....	8
图 17：江西省 6000 千瓦及以上水电装机容量及同比增速.....	8
图 18：江西省 6000 千瓦及以上其他装机容量及同比增速.....	8
图 19：江西省 6000 千瓦及以上全部利用小时（单位：小时）.....	9
图 20：江西省 6000 千瓦及以上火电利用小时（单位：小时）.....	9
图 21：江西省 6000 千瓦及以上水电利用小时（单位：小时）.....	9
图 22：江西省 6000 千瓦及以上风电利用小时（单位：小时）.....	9
图 23：江西省内发电量（亿千瓦时）.....	9
图 24：江西省外购电量（亿千瓦时）.....	9

图 25: 公司资产负债率.....	10
表 1: 公司主要发电资产梳理	4
表 2: 2010 年以来江西省核准电厂	8
表 3: 丰电三期项目受煤价和利用小时影响的敏感性分析	11
表 4: 丰电三期项目受煤价和利用小时影响的敏感性分析	11
表 5: 公司当前业绩受煤价和利用小时影响的敏感性分析	12
表 6: 公司当前业绩受煤价和利用小时影响的敏感性分析	12

1. 江西省属火电企业，业绩受动力煤价格弹性大

1.1. 江西省属电力企业，主营火力发电业务

公司为江西省属发电企业，原控股股东江西省投资集团（以下简称“江投集团”）对公司持股比例为 58.43%。2015 年，公司非公开发行股票，国投电力增持公司股票，持股比例为 33.72%，成公司第二大股东；截止到 2019 年 1 月 31 日，江投集团对公司持股比例为 39.12%，为公司第一大股东。

公司主营业务为火力、水力发电。目前已投产运营火电厂一家、水电厂两家，总装机容量为 150 万千瓦，其中（1）丰城二期火力发电厂装机容量 2×70 万千瓦，位于江西省丰城市；（2）居龙潭水电厂装机容量分别为 2×3 万千瓦，位于江西省赣州市；抱子石水电厂装机容量 2×2 万千瓦，位于江西省九江市修水县。

公司尚有丰城三期发电厂在建，设计装机容量为 2×100 万千瓦超超临界发电机组，受“11.24”特大安全事故影响，该项目于 2016 年 11 月 24 日停工，目前仍处于停建阶段。

另外，公司受托管理控股股东江投集团下辖江西东津发电有限责任公司，协议一年一签；托管期限内，公司按照东津发电年度可供股东分配利润的 10%向江投集团收取股权托管的报酬，并由江投集团在托管期限结束后 1 个月内一次性支付给公司；如果东津发电未分配利润为负数，公司不收取报酬；东津发电厂装机容量为 2×3 万千瓦。

表 1：公司主要发电资产梳理

资产性质	资产	所属公司	所在地区	权益比例	装机容量 (万千瓦)	机组构成
火电	丰城二期电厂	母公司直属	江西丰城区	100%	140	2*70 万千瓦
	丰城三期电厂 (停建, 申请复工中)	母公司直属	江西丰城市	100%	200	2*100 万千瓦
水电	居龙潭水电厂	母公司直属	江西赣州市	100%	6	2*3 万千瓦
	抱子石水电厂	母公司直属	江西九江市修水县	100%	4	2*2 万千瓦
	东津水电厂	母公司直属	江西九江市修水县	代管, 江投集团持股 97.68%	6	2*3 万千瓦
核电	彭泽核电厂	江西核电	江西彭泽	20%	500	-
合计					150	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

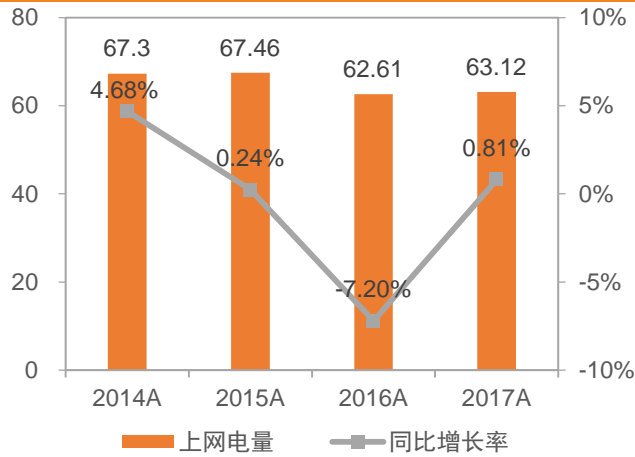
1.2. 动力煤价格波动使公司业绩具备较大弹性，投资收益提升公司盈利能力；增值税率降至 13%，火电业绩将大幅改善

火电为公司主要业务。公司目前水电装机容量仅为 10 万千瓦，而火电装机容量 140 万千瓦；江西省内水电库容较小，因此水电利用小时受气候影响较大，2018 年省内水电机组利用小时仅为 1831 小时，而火电利用小时高达 5200 小时以上，因此火电为公司主要业务。

动力煤价格波动使得公司业绩具备较大弹性。近几年公司发电量、上网电量、营业收入保持稳定，但在动力煤价格波动的影响下，公司归母净利润弹性较大。公司煤炭主要采购来源及占比情况：2017 年，前三大供应商为神华销售集团有限公司华中分公司（28.42%）、中煤华中能源有限公司（11.08%）、江西江能物贸有限公司（6.33%）。此外，2017 年公司业绩较差，主要原因为：公司进行了环保新标准的脱硫脱硝除烟除尘超净排放改造，原有环保设备进行了处置，发生了一次性减值，公司非流动资产损毁报废损失 1.6 亿；公司已经按照环保要求全部升级完毕，达到了目前国家环保要求。

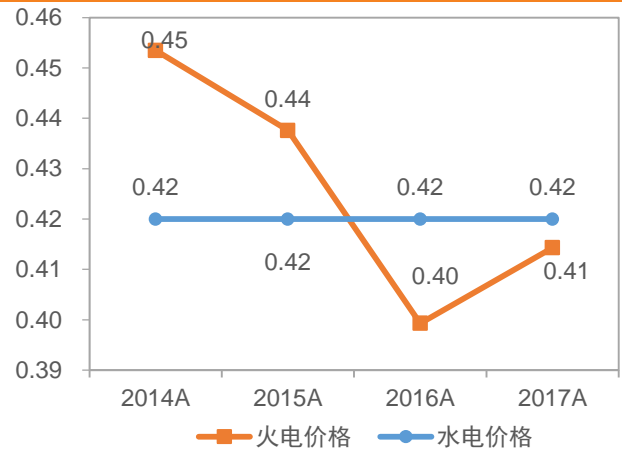
江西省电力市场化程度较低，未来仍有较大提升空间。目前公司上网电量中约有 30%为市场电，未来随着江西省电力市场化逐步放开，预计市场电比例将会进一步提高，届时将会进一步提高全社会用电量增长。

图 1：公司历年上网电量与同比增长率（单位：亿千瓦时）



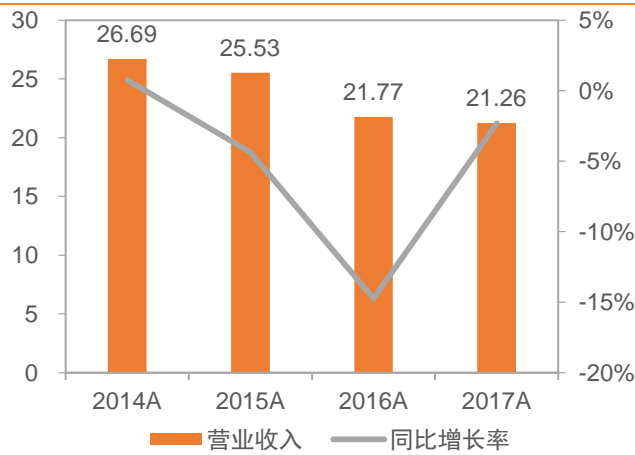
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：历年上网电价变动情况（单位：元/千瓦时）



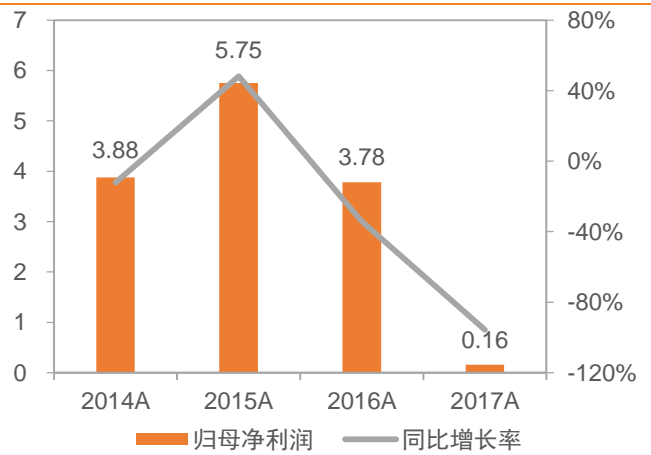
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：赣能股份营业收入与同比增长率（单位：亿元）



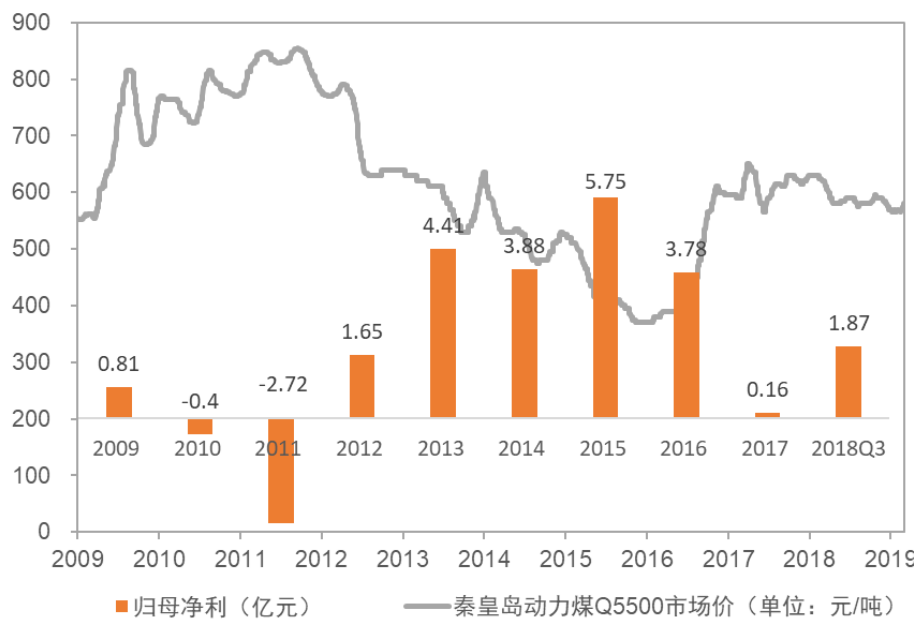
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：赣能股份归母净利润与同比增长率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司归母净利润与秦皇岛动力煤具有良好的负相关性

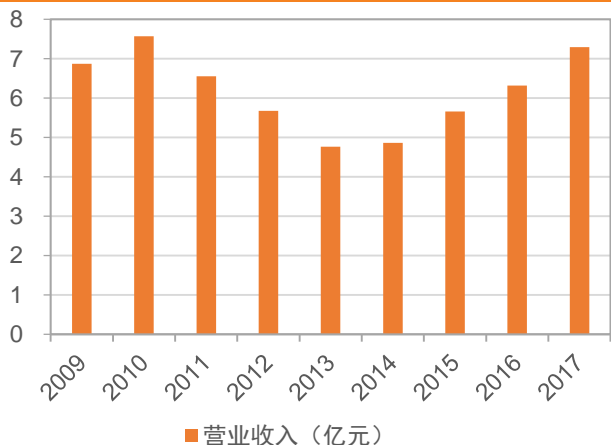


资料来源：wind，天风证券研究所

公司参股企业江西昌泰高速公路有限责任公司，初始投入资金 35000 万元，占股 23.33%。目前，参股公司生产经营稳定，能为公司带来较好的投资收益。

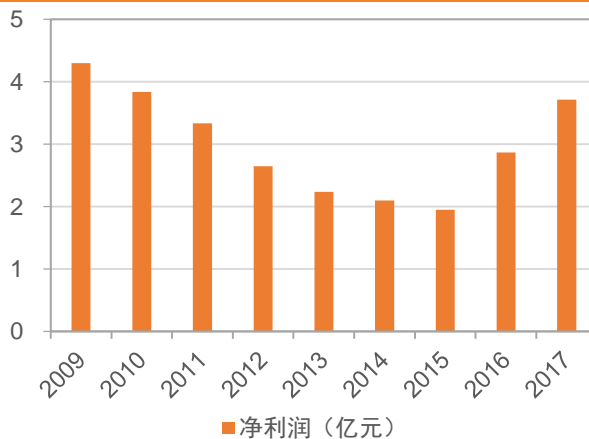
2019 年政府工作报告提出将制造业增值税率从 16%降低至 13%，公司火电含税上网电价不变的情况下，增值税率下降将提高公司业绩。

图 6：昌泰高速营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：昌泰高速净利润



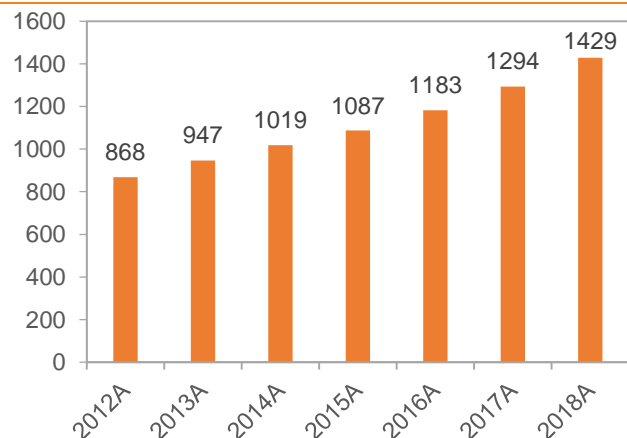
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 江西省电力市场活跃，电力供需紧张

2.1. 江西省用电量高增长，18 年增速高达 10.42%

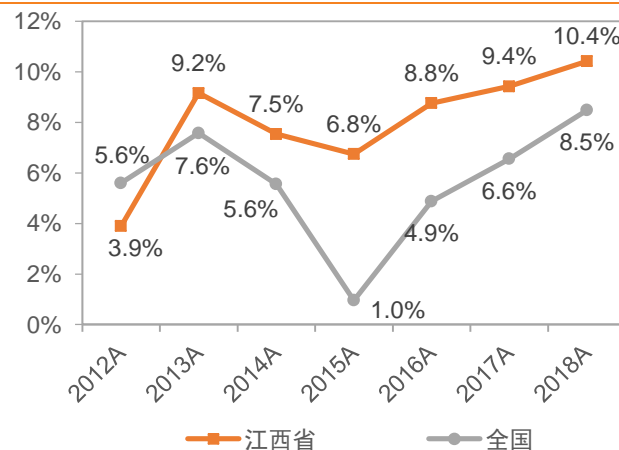
近几年，江西省全社会用电量逐年提高，“十三五”前三年年均增速达 9.54%。2018 年，省内用电量继续保持快速增长，全年全社会用电量 1428.77 亿千瓦时，同比增长 10.4%。

图 8：江西省全社会用电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：中电联，天风证券研究所

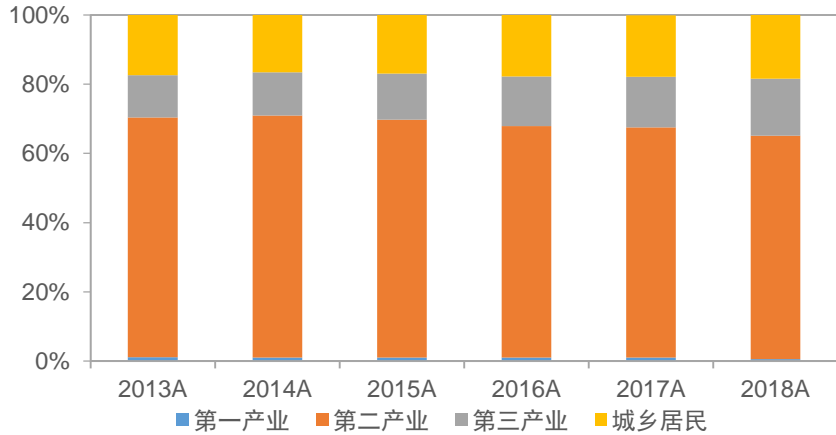
图 9：江西省用电量增速与全国用电量增速的对比



资料来源：中电联，天风证券研究所

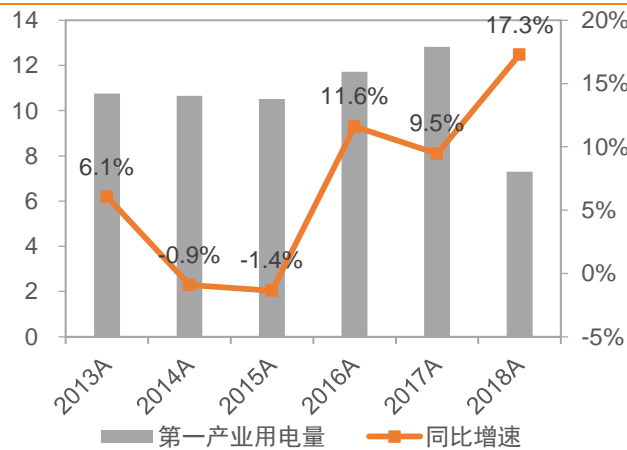
近几年，江西省用电量高增长的原因主要是，二产稳定增长，三产和居民用电量高增长。2018 年，江西省第一产业用电量 7.3 亿千瓦时，同比增长 17.28%；第二产业用电量 922.89 亿千瓦时，同比增长 7.84%，第二产业中工业用电量 904.06 亿千瓦时，同比增长 7.38%；第三产业用电量 236.01 亿千瓦时，同比增长 16.66%；城乡居民生活用电量 262.57 亿千瓦时，同比增长 14.32%。

图 10：江西省各产业用电量占比



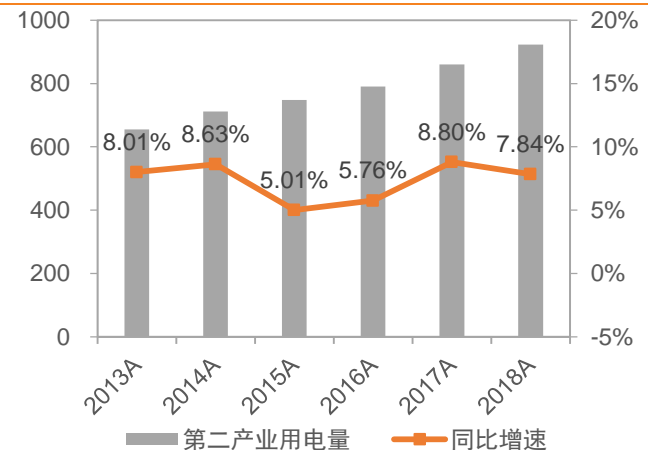
资料来源：江西省发改委网站，天风证券研究所

图 11：江西省第一产业用电量及增速（单位：亿千瓦时）



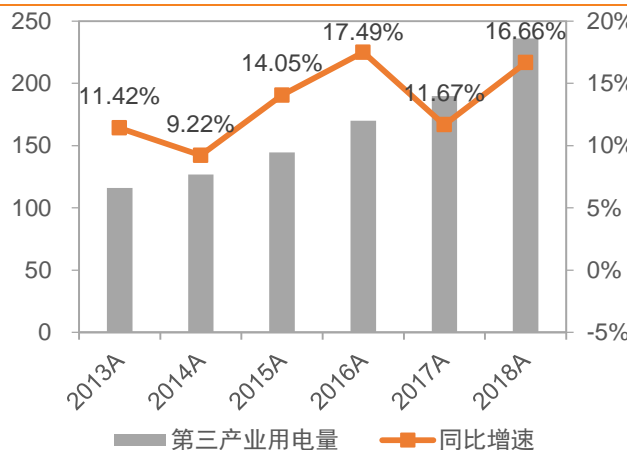
资料来源：江西省发改委网站，天风证券研究所

图 12：江西省第二产业用电量及增速（单位：亿千瓦时）



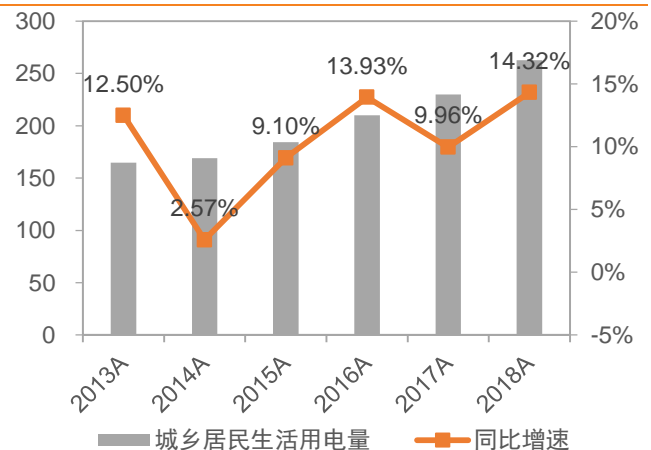
资料来源：江西省发改委网站，天风证券研究所

图 13：江西省第三产业用电量及增速（单位：亿千瓦时）



资料来源：江西省发改委网站，天风证券研究所

图 14：江西省城乡居民生活用电量及增速（单位：亿千瓦时）



资料来源：江西省发改委网站，天风证券研究所

2.2. 江西省电源结构单一，装机增速较慢，火电利用小时高增长

受资源条件等因素限制，江西省电源较为单一，以火电为主，其他电源较少；近几年新增装机主要为利用小时数较低的新能源装机，因此等效装机容量实则增速较慢。截至 2018 年年底，省内全口径新增发电装机容量 387 万千瓦；其中：水电 12 万千瓦，火电 232 万

千瓦，风电 57 万千瓦，太阳能 87 万千瓦。2018 年新增火电装机 200 多万千瓦，主要为神华国华九江电厂 2 台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组于 2018 年 6 月 28 公告投产。

江西省电力市场活跃。江西用电量增长较快，2018 年用电量增速 10.4%；电源较为单一，主要靠火电，近几年新投产火电机组较少，存量机组利用小时明显提升。

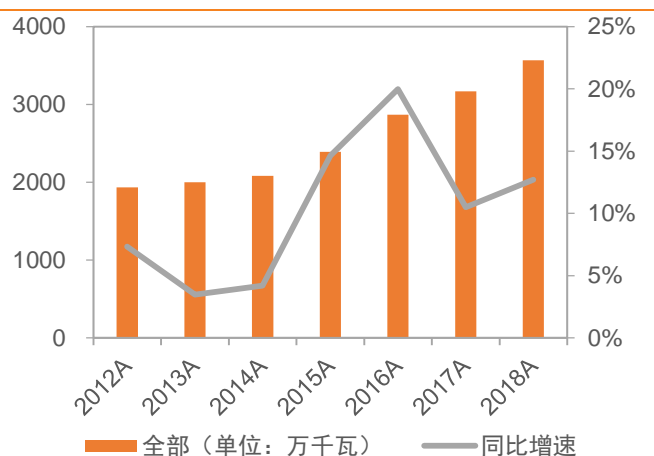
目前江西省在建火电较少，根据江西省发改委行政审批新闻，2010 年以来核准的火电厂如表所示。短期来看，目前江西省用电紧张程度难以缓解，新增电源需求强烈。

表 2：2010 年以来江西省核准电厂

电厂	装机容量	机组类型	核准公告时间	建设状态
神华国华九江电厂	200 万千瓦	2 台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组	2014 年 12 月 05 日	2018 年 6 月 28 公告投产
江西丰城三期电厂	200 万千瓦	2 台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组	2015 年 8 月 19 日	停产，正在申请复工
华能瑞金电厂二期	200 万千瓦	2 台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组	2015 年 8 月 19 日	未开工
中电投江西分宜电厂	132 万千瓦	2 台 66 万千瓦超超临界燃煤发电机组	2015 年 9 月 10 日	未开工

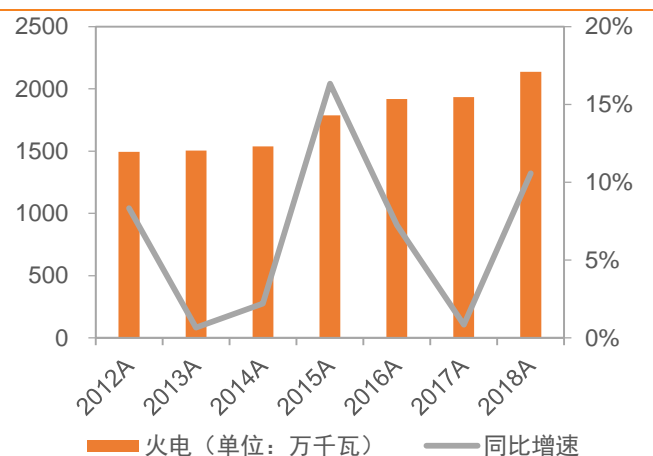
资料来源：江西省发改委网站，天风证券研究所

图 15：江西省 6000 千瓦及以上全部装机容量及同比增速



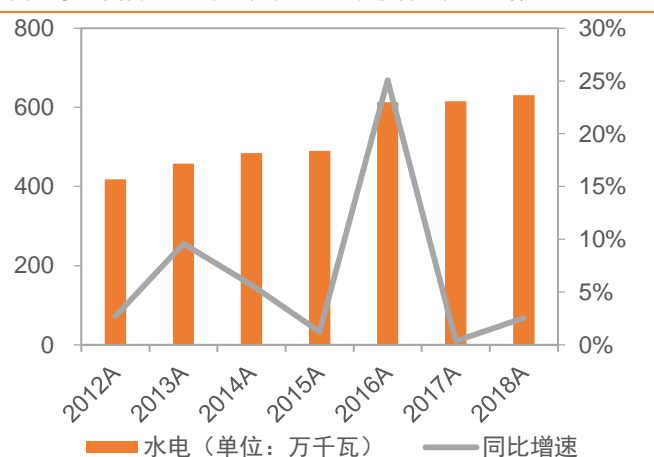
资料来源：中电联，天风证券研究所

图 16：江西省 6000 千瓦及以上火电装机容量及同比增速



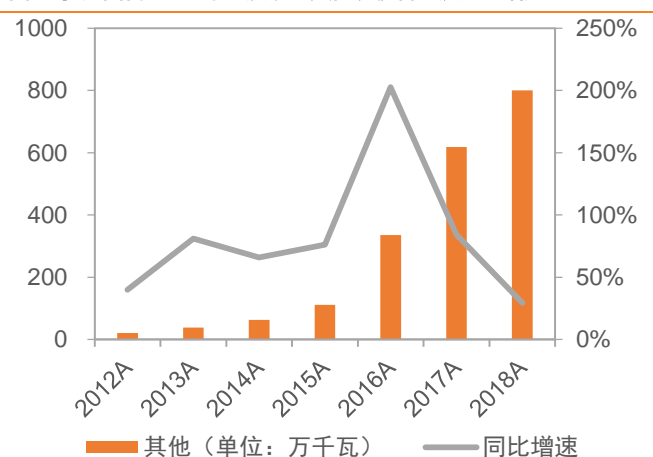
资料来源：中电联，天风证券研究所

图 17：江西省 6000 千瓦及以上水电装机容量及同比增速



资料来源：中电联，天风证券研究所

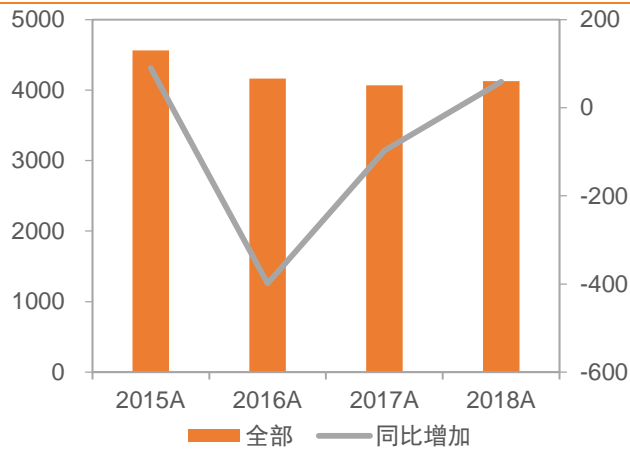
图 18：江西省 6000 千瓦及以上其他装机容量及同比增速



资料来源：中电联，天风证券研究所

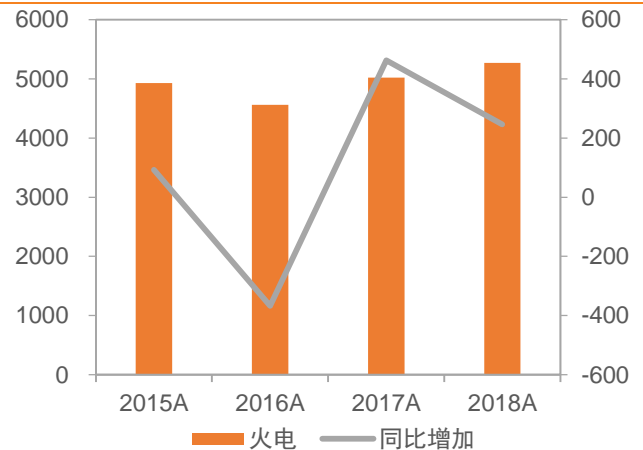
由于水电、风电、太阳能发电受到天气、气候影响较大，因此用电量高增长的情况下，火电利用小时能够快速提升。在省内用电量高增长，但有效装机容量增速较缓的情况下，江西省火电利用小时明显提升。2018 年，全省统调火电机组利用小时数 5197 小时，居全国第一。

图 19: 江西省 6000 千瓦及以上全部利用小时 (单位: 小时)



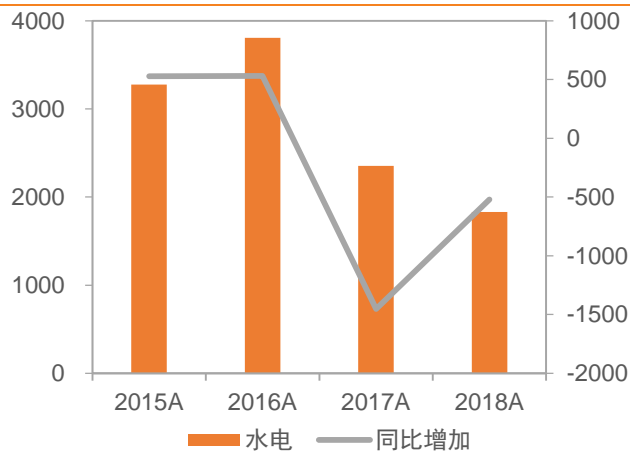
资料来源: 中电联, 天风证券研究所

图 20: 江西省 6000 千瓦及以上火电利用小时 (单位: 小时)



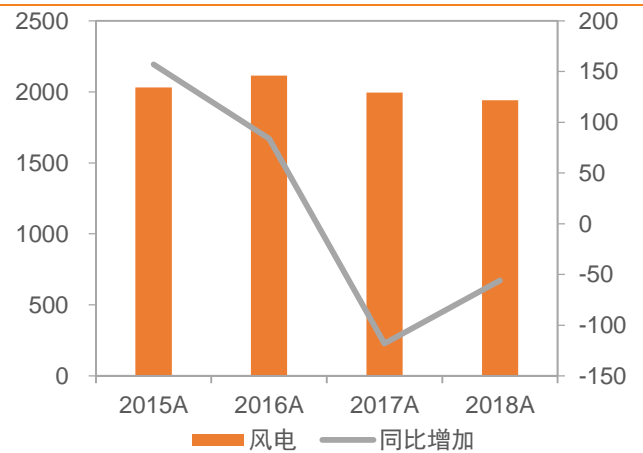
资料来源: 中电联, 天风证券研究所

图 21: 江西省 6000 千瓦及以上水电利用小时 (单位: 小时)



资料来源: 中电联, 天风证券研究所

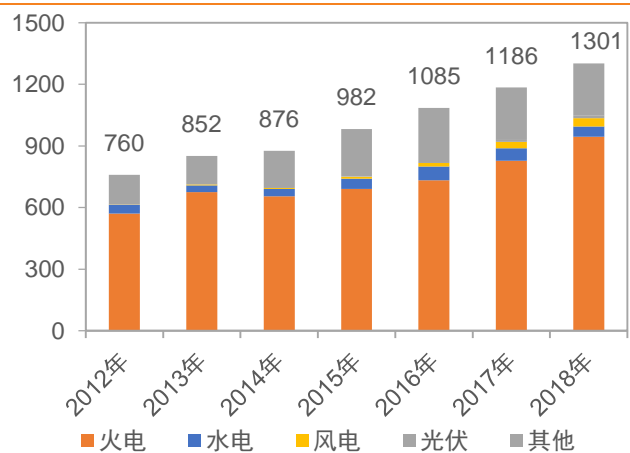
图 22: 江西省 6000 千瓦及以上风电利用小时 (单位: 小时)



资料来源: 中电联, 天风证券研究所

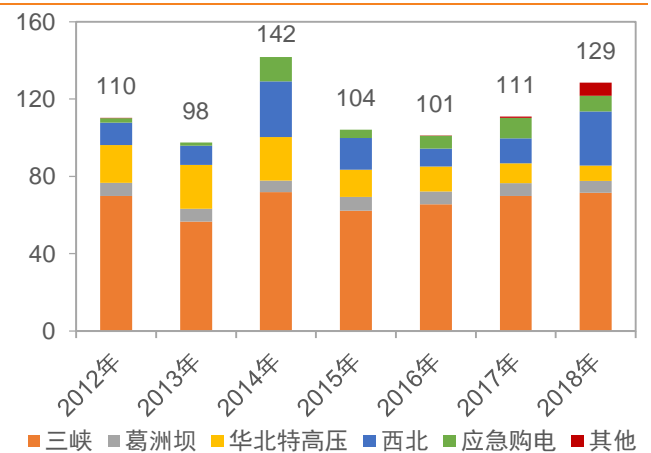
为满足省内用电需求, 江西省近几年根据省内用电情况引起外购电。2012 年以来, 外购电在全社会用电量中的占比为 8.55%-13.91%; 2018 年, 外购电在全社会用电量中的占比约为 9%, 目前三峡水电在外购电中占比较高, 2021 年后, 江西省有望引进雅砻江中游水电, 届时将明显缓解省内用电紧张状况, 但短期内新增电量仍主要靠省内机组满足。

图 23: 江西省内发电量 (亿千瓦时)



资料来源: 江西省发改委网站, 天风证券研究所

图 24: 江西省外购电量 (亿千瓦时)



资料来源: 江西省发改委网站, 天风证券研究所

3. 丰电三期可解江西用电燃眉之急，公司正全力推进项目复工

3.1. 丰电三期将建设 200 万千瓦超超临界燃煤发电机组，公司正全力推进项目复工

丰电三期将建设 200 万千瓦超超临界燃煤发电机组，2016 年特大安全事故后停工至今。2015 年，公司以 1213 万元收购江投集团所持有的丰电三期 45% 股权，公司进而持有丰电三期 100% 股权。2015 年 7 月，丰电三期获批，项目建于丰电二期工程厂区北面，建设 2×100 万千瓦超超临界、二次中间再热、凝汽式燃煤发电机组。工程动态总投资约 76.7 亿元，其中项目资本金为 15.3 亿元，约占动态投资的 20%。受“11·24”特大安全事故影响，该项目于 2016 年 11 月 24 日停工，至今仍未复工。

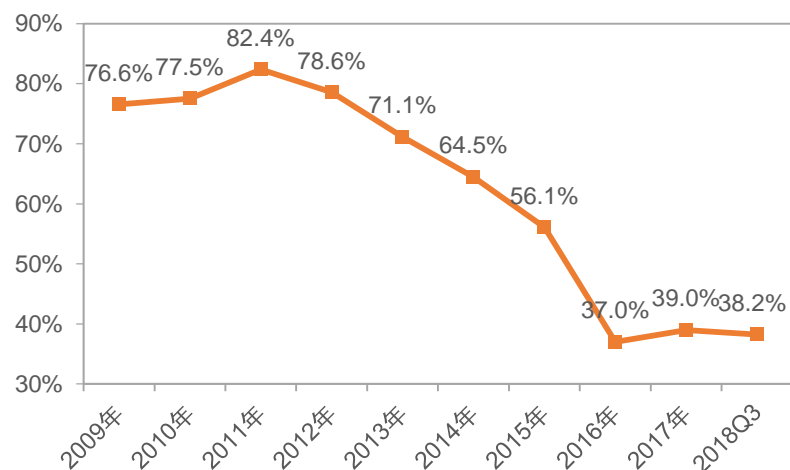
停工前丰电三期工程总体进度顺利，项目投资 17 亿元。丰电三期项目于 2016 年 1 月 14 日完成初步设计审查，同年 8 月 16 日完成工程司令图设计审查。截至 2018 年 6 月 30 日，三大主机设计工作基本完成，累计出版各专业施工图 401 份，完成图纸总量的 43.4%。丰电三期项目原采用 EPC 总承包管理模式，截至 2018 年 6 月 30 日，累计完成 EPC 计划招标项目 151 项，完成计划项目总量的 82.07%，其中，完成设备采购招标 139 项，完成设备招标总量的 88%。已签订合同 106 项，其中，设备采购合同 94 项。

丰电三期停工前项目建设进度：截至 2018 年 6 月 30 日止，完成#7 锅炉第四层第三段钢架吊装、#8 锅炉第一层钢架吊装；完成烟囱建设 77 节、冷却塔同步建设；除循环水泵房外，其余建筑工程基础浇筑均已出 0 米，完成建筑总体形象进度 20%，安装总体形象进度 12%，工程总体形象进度 17%。完成铁路总体形象进度 40%。截止 2018 年 6 月 30 日，累计完成投资 17 亿元，完成资金支出 12.5016 亿元（包含归还贷款本金 1.2 亿元）。

江西省用电紧张，公司正全力推进丰电三期项目复工。近几年，随着江西省经济发展，省内用电需求高增长，但同时省内电源建设缓慢，导致用电紧张；随着省内经济发展，未来用电需求将持续提升；电力资源紧张恐将限制江西省经济增长，因此省内用电矛盾急需得到解决。目前，公司正全力推进丰电三期项目复工工作，开工所需的 42 项支持性文件已办理完成 41 项，取齐必要支持性文件后，公司将提交复工申请，争取早日复工。

公司 18 年融资 35 亿，目前资产负债率仅为 38.21%，项目建设融资空间较大。丰电三期项目原计划投资 76.7 亿元，停工前完成投资 17 亿元，待项目复工后，公司将面临较大的资本开支。随着复工的持续推进，公司已经着手为项目建设准备资金；2018 年 4 月，公司发行 15 亿中期票据，20 亿超短融资券。截止到 2018 年三季报，公司资产负债率仅为 38.21%，公司资产负债率较低，具备融资空间，因此未来项目建设可采用多种融资方式。

图 25：公司资产负债率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 丰电三期完全投产盈利模型及敏感性分析

丰电三期项目装机容量 200 万千瓦，且为超超临界机组，具有较低的度电煤耗，我们按照 4800 年利用小时、840 元/吨入炉煤价测算得到丰电三期完全投产后给公司带来归母净利润为 3.5 亿元，且净利润随煤价、利用小时变动如下表所示：

表 3：丰电三期项目受煤价和利用小时影响的敏感性分析

净利润（亿元）		煤价（元/吨）											
3.5	900	880	860	840	830	820	800	780	760	740	720	700	
4300	1.57	1.89	2.21	2.53	2.69	2.85	3.17	3.49	3.81	4.14	4.46	4.78	
4400	1.74	2.07	2.40	2.72	2.89	3.05	3.38	3.71	4.04	4.37	4.70	5.03	
4500	1.91	2.25	2.58	2.92	3.09	3.26	3.59	3.93	4.26	4.60	4.94	5.27	
4600	2.08	2.43	2.77	3.11	3.29	3.46	3.80	4.15	4.49	4.83	5.18	5.52	
4700	2.26	2.61	2.96	3.31	3.49	3.66	4.01	4.36	4.71	5.07	5.42	5.77	
4800	2.43	2.79	3.15	3.50	3.68	3.86	4.22	4.58	4.94	5.30	5.66	6.02	
4900	2.60	2.97	3.33	3.70	3.88	4.07	4.43	4.80	5.16	5.53	5.90	6.26	
5000	2.77	3.15	3.52	3.89	4.08	4.27	4.64	5.02	5.39	5.76	6.14	6.51	
5100	2.95	3.33	3.71	4.09	4.28	4.47	4.85	5.23	5.61	6.00	6.38	6.76	
5200	3.12	3.51	3.90	4.28	4.48	4.67	5.06	5.45	5.84	6.23	6.62	7.01	
5300	3.29	3.69	4.08	4.48	4.68	4.88	5.27	5.67	6.06	6.46	6.86	7.25	

资料来源：天风证券研究所整理

表 4：丰电三期项目受煤价和利用小时影响的敏感性分析

归母净利润变动		煤价（元/吨）											
百分比	900	880	860	840	830	820	800	780	760	740	720	700	
4300	-55.3%	-46.2%	-37.0%	-27.8%	-23.2%	-18.7%	-9.5%	-0.3%	8.9%	18.0%	27.2%	36.4%	
4400	-50.4%	-41.0%	-31.6%	-22.3%	-17.6%	-12.9%	-3.5%	5.9%	15.3%	24.7%	34.0%	43.4%	
4500	-45.5%	-35.9%	-26.3%	-16.7%	-11.9%	-7.1%	2.5%	12.1%	21.7%	31.3%	40.9%	50.5%	
4600	-40.6%	-30.8%	-20.9%	-11.1%	-6.2%	-1.3%	8.5%	18.3%	28.1%	37.9%	47.7%	57.5%	
4700	-35.6%	-25.6%	-15.6%	-5.6%	-0.6%	4.5%	14.5%	24.5%	34.5%	44.6%	54.6%	64.6%	
4800	-30.7%	-20.5%	-10.2%	0.0%	5.1%	10.2%	20.5%	30.7%	40.9%	51.2%	61.4%	71.7%	
4900	-25.8%	-15.3%	-4.9%	5.6%	10.8%	16.0%	26.5%	36.9%	47.4%	57.8%	68.3%	78.7%	
5000	-20.9%	-10.2%	0.5%	11.1%	16.5%	21.8%	32.5%	43.1%	53.8%	64.4%	75.1%	85.8%	
5100	-15.9%	-5.1%	5.8%	16.7%	22.1%	27.6%	38.4%	49.3%	60.2%	71.1%	82.0%	92.8%	
5200	-11.0%	0.1%	11.2%	22.3%	27.8%	33.4%	44.4%	55.5%	66.6%	77.7%	88.8%	99.9%	
5300	-6.1%	5.2%	16.5%	27.8%	33.5%	39.1%	50.4%	61.7%	73.0%	84.3%	95.6%	106.9%	

资料来源：天风证券研究所整理

4. 盈利预测

我们预计 2018-2020 年公司

- (1) 火电利用小时分别为 5200、5460、5733 小时；
- (2) 水电利用小时分别为 1831、2000、2200 小时；
- (3) 火电含税标煤单价分别为 895、860、840 元/吨；

在此假设情境下，考虑公司市场电比例不断扩大，2019 年增值税降低至 13%带来公司业绩增长，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 25.25、26.85、27.48 亿元，归母净利润

润分别为 2.04、2.54、2.67 亿元，对应 EPS 为 0.21、0.26、0.27 元/股。此外，考虑到煤价波动、利用小时变动对公司业绩影响较大，我们对公司当前业绩受煤价和利用小时影响的敏感性进行分析，如表 5、表 6 所示。

我们采用相对估值法对公司估值。近 52 周内，火电上市公司中龙头企业华能国际最低 PB 位 1.21X，最高 PB 为 1.60X，考虑公司实际经营情况，我们给予公司 2019 年 1.5X PB，目标股价 7.26 元，给予“买入”评级。

以上盈利预测并未考虑丰电三期投产后对公司的业绩提升。我们按照 4800 年利用小时、840 元/吨入炉煤价测算得到丰电三期完全投产后给增加公司归母净利润 3.5 亿元。

表 5：公司当前业绩受煤价和利用小时影响的敏感性分析

净利润（百万元）		煤价（元/吨）									
		910	900	890	880	860	840	820	800	780	760
利用小时	204.37										
	5050	173.5	187.1	200.7	214.3	241.6	268.8	296.0	323.2	350.4	377.7
	5100	176.8	190.5	204.3	218.0	245.5	273.0	300.5	328.0	355.5	383.0
	5150	180.1	194.0	207.8	221.7	249.5	277.2	305.0	332.7	360.5	388.3
	5200	183.4	197.4	211.4	225.4	253.4	281.4	309.5	337.5	365.5	393.5
	5250	186.6	200.8	214.9	229.1	257.4	285.7	314.0	342.3	370.6	398.8
	5300	189.9	204.2	218.5	232.8	261.3	289.9	318.4	347.0	375.6	404.1
	5350	193.2	207.6	222.0	236.4	265.3	294.1	322.9	351.8	380.6	409.4
	5400	196.5	211.0	225.6	240.1	269.2	298.3	327.4	356.5	385.6	414.7

资料来源：天风证券研究所整理

表 6：公司当前业绩受煤价和利用小时影响的敏感性分析

净利润变动百分比		煤价（元/吨）									
		910	900	890	880	870	860	850	840	830	820
利用小时	5050	-15.1%	-8.4%	-1.8%	4.9%	18.2%	31.5%	44.8%	58.2%	71.5%	84.8%
	5100	-13.5%	-6.8%	0.0%	6.7%	20.1%	33.6%	47.0%	60.5%	73.9%	87.4%
	5150	-11.9%	-5.1%	1.7%	8.5%	22.1%	35.6%	49.2%	62.8%	76.4%	90.0%
	5200	-10.3%	-3.4%	3.4%	10.3%	24.0%	37.7%	51.4%	65.1%	78.9%	92.6%
	5250	-8.7%	-1.8%	5.2%	12.1%	25.9%	39.8%	53.6%	67.5%	81.3%	95.2%
	5300	-7.1%	-0.1%	6.9%	13.9%	27.9%	41.8%	55.8%	69.8%	83.8%	97.8%
	5350	-5.5%	1.6%	8.6%	15.7%	29.8%	43.9%	58.0%	72.1%	86.2%	100.3%
	5400	-3.9%	3.2%	10.4%	17.5%	31.7%	46.0%	60.2%	74.5%	88.7%	102.9%

资料来源：天风证券研究所整理

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,020.78	165.80	202.01	214.79	219.81
应收账款	463.01	407.54	443.29	386.26	462.67
预付账款	42.74	6.40	33.89	20.49	32.42
存货	146.33	124.94	183.84	139.18	188.48
其他	93.67	1,012.41	439.57	509.94	680.55
流动资产合计	1,766.52	1,717.09	1,302.60	1,270.67	1,583.93
长期股权投资	1,103.53	1,178.90	1,178.90	1,178.90	1,178.90
固定资产	3,646.01	3,476.04	3,476.68	3,424.91	3,328.70
在建工程	450.78	421.08	288.65	221.19	162.71
无形资产	2.96	2.81	2.39	1.96	1.53
其他	597.89	523.54	436.33	500.36	486.60
非流动资产合计	5,801.15	5,602.38	5,382.94	5,327.32	5,158.45
资产总计	7,567.68	7,319.47	6,685.54	6,597.99	6,742.38
短期借款	1,050.00	1,390.00	1,464.06	1,195.03	1,178.95
应付账款	382.83	342.56	373.19	428.45	394.96
其他	221.26	247.80	266.59	245.22	253.20
流动负债合计	1,654.09	1,980.36	2,103.85	1,868.70	1,827.11
长期借款	1,135.00	865.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.90	5.53	7.73	7.72	6.99
非流动负债合计	1,144.90	870.53	7.73	7.72	6.99
负债合计	2,798.99	2,850.89	2,111.58	1,876.42	1,834.10
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	975.68	975.68	975.68	975.68	975.68
资本公积	2,433.48	2,433.54	2,433.54	2,433.54	2,433.54
留存收益	3,769.09	3,492.90	3,598.28	3,745.89	3,932.60
其他	(2,409.56)	(2,433.54)	(2,433.54)	(2,433.54)	(2,433.54)
股东权益合计	4,768.69	4,468.58	4,573.96	4,721.57	4,908.28
负债和股东权益总	7,567.68	7,319.47	6,685.54	6,597.99	6,742.38

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	378.24	16.45	204.37	254.24	267.22
折旧摊销	232.74	229.09	192.35	199.73	205.16
财务费用	111.34	109.95	100.00	100.00	100.00
投资损失	(65.50)	(107.99)	(125.07)	(113.07)	(120.73)
营运资金变动	(678.76)	(936.84)	596.74	19.59	(326.62)
其它	393.75	1,074.33	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	371.80	384.98	968.40	460.49	125.02
资本支出	482.74	109.02	57.79	80.01	50.73
长期投资	73.26	75.38	0.00	0.00	0.00
其他	(1,115.30)	(1,121.85)	7.27	(46.95)	20.00
投资活动现金流	(559.30)	(937.46)	65.07	33.07	70.73
债权融资	2,385.00	2,485.00	1,686.73	1,412.59	1,402.35
股权融资	2,065.43	(118.54)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
其他	(3,493.49)	(2,668.96)	(2,583.99)	(1,793.36)	(1,493.09)
筹资活动现金流	956.95	(302.50)	(997.26)	(480.77)	(190.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	769.45	(854.98)	36.21	12.78	5.02

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,176.56	2,126.27	2,525.11	2,684.92	2,747.65
营业成本	1,575.51	1,863.87	2,164.81	2,239.53	2,291.99
营业税金及附加	25.57	15.99	25.25	26.85	27.48
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	53.89	71.12	71.12	71.12	71.12
财务费用	91.65	94.69	100.00	100.00	100.00
资产减值损失	2.94	2.00	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.50	107.99	125.07	113.07	120.73
其他	(131.00)	(217.73)	(250.13)	(226.13)	(241.46)
营业利润	492.49	188.32	286.99	358.48	375.79
营业外收入	7.84	0.39	0.50	0.50	0.50
营业外支出	15.39	171.84	15.00	20.00	20.00
利润总额	484.95	16.87	272.49	338.98	356.29
所得税	106.71	0.41	68.12	84.75	89.07
净利润	378.24	16.45	204.37	254.24	267.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	378.24	16.45	204.37	254.24	267.22
每股收益(元)	0.39	0.02	0.21	0.26	0.27

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-14.73%	-2.31%	18.76%	6.33%	2.34%
营业利润	-34.44%	-61.76%	52.39%	24.91%	4.83%
归属于母公司净利润	-34.17%	-95.65%	1142.36%	24.40%	5.11%
获利能力					
毛利率	27.61%	12.34%	14.27%	16.59%	16.58%
净利率	17.38%	0.77%	8.09%	9.47%	9.73%
ROE	7.93%	0.37%	4.47%	5.38%	5.44%
ROIC	8.84%	4.99%	4.63%	6.12%	6.58%
偿债能力					
资产负债率	36.99%	38.95%	31.58%	28.44%	27.20%
净负债率	0.51%	-13.58%	4.37%	4.72%	5.07%
流动比率	1.07	0.87	0.62	0.68	0.87
速动比率	0.98	0.80	0.53	0.61	0.76
营运能力					
应收账款周转率	5.76	4.88	5.94	6.47	6.47
存货周转率	19.12	15.68	16.36	16.62	16.77
总资产周转率	0.32	0.29	0.36	0.40	0.41
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.02	0.21	0.26	0.27
每股经营现金流	0.38	0.39	0.99	0.47	0.13
每股净资产	4.89	4.58	4.69	4.84	5.03
估值比率					
市盈率	13.36	307.23	24.73	19.88	18.91
市净率	1.06	1.13	1.10	1.07	1.03
EV/EBITDA	12.03	14.86	10.53	8.74	8.44
EV/EBIT	16.83	26.96	15.77	12.54	12.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com