

赣能股份 (000899)

证券研究报告

2019年03月21日

丰城三期项目移出“黑名单”，复工最大障碍或已消除

事件：丰城三期项目已移出安全生产失信联合惩戒“黑名单”

公司近日发布公告：2019年1月，国务院安委会办公室第一评估组对“11·24”事故整改情况进行了现场评估，评估组根据公司及丰城三期电厂检查评估情况反馈了相关整改意见。2019年3月18日，中华人民共和国应急管理部发布了《中华人民共和国应急管理部公告》(2019年第6号)，公司丰城三期电厂已移出安全生产失信联合惩戒“黑名单”。

点评：复工最大障碍或已消除！

江西丰城电厂三期扩建工程是由公司投资建设的江西省电力建设重点工程，建设2×1000MW超超临界、二次中间再热、凝汽式燃煤发电机组。受“11·24”特大安全事故影响，该项目于2016年11月24日停工；2017年10月，项目因手续不全被国家有关部门列入停建名单。

“11·24”事故以来，公司始终将丰电三期复工视为头等要务。公司上下深刻反思事故教训，狠抓安全生产，彻底排查消除各类隐患，切实堵塞安全漏洞，深入推进事故专项整改工作。公司多次赴省委省政府、华中能源监管局、省应急管理厅及省直主管部门汇报工作进展，做好“11·24”事故整改闭环工作。同时，公司全力做好复工前各项准备工作，认真履行项目申报手续。目前，复工49项支持性文件已经完成48项，只剩1项（烟塔建筑工程施工许可证核发）正在办理。

我们认为，此次丰城三期项目被移出安全生产失信联合惩戒“黑名单”，是安全监管部经过年初的评估后对公司的整改情况给予的正面评价，意味着至少在主要方面和关键问题上已经基本认可了公司的整改工作。对于项目复工，我们认为，经过公司的努力，最大的障碍或已消除。

近几年江西省用电需求快速增长，18年用电量增速10.4%；全省电力供需偏紧，18年全省统调火电机组利用小时数5197小时，居全国第一。19年1-2月，江西省用电量增速7.21%（超过全国水平2.75个百分点），火电利用小时数835小时（超过全国水平105小时）。我们认为，当前江西省电力消纳的外部环境也有利于项目早日复工，以缓解供需偏紧的现状。

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。维持目标价7.26元，维持“买入”评级。

此外，我们按照年利用小时4800小时、入炉煤价840元/吨测算得到：丰城电厂三期若完全投产，将增加公司归母净利润约3.5亿元。

风险提示：项目复工进度不及预期，江西省用电需求下滑，煤价高涨

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)	14.99	344.60	27.74	22.30	21.21
市净率(P/B)	1.19	1.27	1.24	1.20	1.15
市销率(P/S)	2.60	2.67	2.24	2.11	2.06
EV/EBITDA	12.03	14.86	11.59	9.67	9.35

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（维持评级）
当前价格	5.81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)	5,668.69
流通A股市值(百万元)	5,668.67
每股净资产(元)	4.77
资产负债率(%)	38.21
一年内最高/最低(元)	5.96/3.64

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《赣能股份-首次覆盖报告: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》 2019-03-11



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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	14.99	344.60	27.74	22.30	21.21
市净率	1.19	1.27	1.24	1.20	1.15
EV/EBITDA	12.03	14.86	11.59	9.67	9.35
EV/EBIT	16.83	26.96	17.36	13.89	13.38

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