

赣能股份 (000899)

证券研究报告

2019年03月27日

18年业绩大幅改善，期待19年增值税率降低、煤价下跌、丰电三期复工

事件：

公司发布2018年报：全年营收25.68亿元，同比增20.76%；归母净利润1.89亿元，同比增1045.91%；EPS 0.19元/股，同比增850%。公司业绩同比高增长，主要原因为：①18年公司发电业务经营情况较好；②17年公司按照环保新标准进行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，营业外支出共计1.72亿，严重拖累17年业绩。公司年度利润分配预案为：每10股派发现金红利1.20元（含税）。

18年公司发电量同比增18%，燃煤标杆电价同比提高，高煤价拖累毛利率

2018年省内用电量继续保持近几年的高增速，同比增10.4%，利用小时高达4126小时，其中火电利用小时5269小时。公司发电量也随着省里用电量高增长，全年发电量74.52亿千瓦时，同比增18.05%；售电量70.66亿千瓦时，同比增17.63%。2017年7月，江西省燃煤标杆上网电价上调0.015元/千瓦时，公司上网电价同步有所提高。但由于2018年动力煤价格仍高位波动，公司发电毛利率仅为10.67%，同比下滑0.72pct。此外，公司管理费用同比增5.23%，财务费用同比增16.67%，投资收益同比增加4.15%。

19年增值税率降低、煤价下跌将改善公司业绩，公司将控股能源销售公司

2019年政府工作报告提出将制造业增值税率从16%降至13%，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。2019年以来，受宏观经济、国家调控等因素影响，动力煤供需紧张态势有所缓和，煤价同比有所下跌，期待煤价下跌修复公司盈利能力。公司拟与江西天然气、江西设计院共同投资成立江西赣能能源销售有限公司，以进入配售电、增值服务及综合能源利用领域，公司出资2550万元，将持有合资公司51%股份。

丰城三期项目移出“黑名单”，复工最大障碍或已消除

丰电三期为公司全资项目，将建设2×100万千瓦超超临界燃煤发电机组，“11·24”特大安全事故后被列入停建名单。公司积极推进复工，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。2019年1月，国务院安委会办公室对“11·24”事故整改情况进行现场评估并反馈整改意见。2019年3月18日，丰城三期项目被移出“黑名单”。我们认为，此次丰电三期项目被移出“黑名单”，意味着项目整改工作被相关部门认可，复工的最大障碍或已消除。江西省当前用电形势紧张，丰电三期可以有效缓解省内电力供需偏紧的现状。此外，目前公司资产负债率仅为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：预计公司2019-2020年归母净利润为2.54、2.67亿元，EPS为0.26、0.27元/股。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：复工不达预期，煤价上涨，用电量不达预期，电价下调

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,126.27 | 2,567.64 | 2,684.92 | 2,747.65 | 2,752.49 |
| 增长率(%) | (2.31) | 20.76 | 4.57 | 2.34 | 0.18 |
| EBITDA(百万元) | 510.35 | 588.88 | 643.13 | 667.92 | 715.45 |
| 净利润(百万元) | 16.45 | 188.50 | 254.24 | 267.22 | 299.29 |
| 增长率(%) | (95.65) | 1,045.91 | 34.87 | 5.10 | 12.00 |
| EPS(元/股) | 0.02 | 0.19 | 0.26 | 0.27 | 0.31 |
| 市盈率(P/E) | 332.14 | 28.99 | 21.49 | 20.45 | 18.26 |
| 市净率(P/B) | 1.22 | 1.17 | 1.13 | 1.07 | 1.02 |
| 市销率(P/S) | 2.57 | 2.13 | 2.03 | 1.99 | 1.99 |
| EV/EBITDA | 14.86 | 8.24 | 9.68 | 8.46 | 7.56 |

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 | 5.60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) | 5,463.80 |
| 流通A股市值(百万元) | 5,463.77 |
| 每股净资产(元) | 4.77 |
| 资产负债率(%) | 38.56 |
| 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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《赣能股份-公司点评:丰城三期项目移出“黑名单”，复工最大障碍或已消除》2019-03-21
- 《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) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 165.80 | 1,166.43 | 214.79 | 219.81 | 220.20 |
| 应收账款 | 407.54 | 306.41 | 619.60 | 173.29 | 620.99 |
| 预付账款 | 6.40 | 11.51 | 34.88 | 7.13 | 28.36 |
| 存货 | 124.94 | 200.28 | 123.42 | 207.87 | 119.86 |
| 其他 | 1,012.41 | 76.40 | 438.93 | 483.27 | 363.84 |
| 流动资产合计 | 1,717.09 | 1,761.04 | 1,431.63 | 1,091.37 | 1,353.25 |
| 长期股权投资 | 1,178.90 | 1,316.84 | 1,316.84 | 1,316.84 | 1,316.84 |
| 固定资产 | 3,476.04 | 3,223.52 | 3,235.92 | 3,194.43 | 3,107.62 |
| 在建工程 | 421.08 | 429.67 | 293.80 | 224.28 | 164.57 |
| 无形资产 | 2.81 | 28.91 | 27.79 | 26.66 | 25.54 |
| 其他 | 523.54 | 819.91 | 628.26 | 657.07 | 701.60 |
| 非流动资产合计 | 5,602.38 | 5,818.85 | 5,502.60 | 5,419.29 | 5,316.17 |
| 资产总计 | 7,319.47 | 7,579.89 | 6,934.23 | 6,510.66 | 6,669.42 |
| 短期借款 | 1,390.00 | 1,720.00 | 1,351.80 | 794.77 | 591.33 |
| 应付账款 | 342.56 | 316.67 | 455.38 | 327.64 | 411.04 |
| 其他 | 247.80 | 359.46 | 275.60 | 293.97 | 308.20 |
| 流动负债合计 | 1,980.36 | 2,396.13 | 2,082.79 | 1,416.38 | 1,310.57 |
| 长期借款 | 865.00 | 525.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 5.53 | 1.68 | 5.70 | 4.30 | 3.89 |
| 非流动负债合计 | 870.53 | 526.68 | 5.70 | 4.30 | 3.89 |
| 负债合计 | 2,850.89 | 2,922.81 | 2,088.49 | 1,420.68 | 1,314.46 |
| 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 | 2,433.54 | 2,433.54 | 2,433.54 | 2,433.54 | 2,433.54 |
| 留存收益 | 3,492.90 | 3,681.40 | 3,870.06 | 4,114.30 | 4,379.28 |
| 其他 | (2,433.54) | (2,433.54) | (2,433.54) | (2,433.54) | (2,433.54) |
| 股东权益合计 | 4,468.58 | 4,657.08 | 4,845.74 | 5,089.98 | 5,354.96 |
| 负债和股东权益总 | 7,319.47 | 7,579.89 | 6,934.23 | 6,510.66 | 6,669.42 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 16.45 | 188.50 | 254.24 | 267.22 | 299.29 |
| 折旧摊销 | 229.09 | 268.60 | 184.73 | 192.21 | 197.70 |
| 财务费用 | 109.95 | 114.10 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 投资损失 | (107.99) | (112.47) | (112.99) | (120.65) | (133.32) |
| 营运资金变动 | (936.84) | 485.83 | (301.83) | 188.94 | (221.07) |
| 其它 | 1,074.33 | (636.82) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 384.98 | 307.73 | 124.16 | 627.71 | 242.61 |
| 资本支出 | 109.02 | 192.56 | 55.97 | 81.40 | 50.41 |
| 长期投资 | 75.38 | 137.94 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,121.85) | 396.55 | (2.99) | (40.75) | 32.91 |
| 投资活动现金流 | (937.46) | 727.05 | 52.99 | 40.65 | 83.32 |
| 债权融资 | 2,485.00 | 2,565.00 | 1,601.80 | 1,061.44 | 870.21 |
| 股权融资 | (118.54) | (110.48) | (100.00) | (100.00) | (100.00) |
| 其他 | (2,668.96) | (2,488.67) | (2,630.58) | (1,624.78) | (1,095.75) |
| 筹资活动现金流 | (302.50) | (34.15) | (1,128.78) | (663.34) | (325.54) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (854.98) | 1,000.63 | (951.64) | 5.02 | 0.39 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2,126.27 | 2,567.64 | 2,684.92 | 2,747.65 | 2,752.49 |
| 营业成本 | 1,863.87 | 2,265.54 | 2,239.53 | 2,291.99 | 2,267.41 |
| 营业税金及附加 | 15.99 | 19.29 | 26.85 | 27.48 | 27.52 |
| 营业费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 71.12 | 74.84 | 71.12 | 71.12 | 71.12 |
| 财务费用 | 94.69 | 110.48 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 资产减值损失 | 2.00 | 0.16 | 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 | 107.99 | 112.47 | 112.99 | 120.65 | 133.32 |
| 其他 | (217.73) | (225.38) | (225.97) | (241.30) | (266.63) |
| 营业利润 | 188.32 | 210.24 | 358.40 | 375.71 | 417.75 |
| 营业外收入 | 0.39 | 1.37 | 1.31 | 1.43 | 1.31 |
| 营业外支出 | 171.84 | 9.97 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 利润总额 | 16.87 | 201.64 | 339.71 | 357.14 | 399.06 |
| 所得税 | 0.41 | 13.13 | 85.47 | 89.93 | 99.76 |
| 净利润 | 16.45 | 188.50 | 254.24 | 267.22 | 299.29 |
| 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 | 16.45 | 188.50 | 254.24 | 267.22 | 299.29 |
| 每股收益(元) | 0.02 | 0.19 | 0.26 | 0.27 | 0.31 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -2.31% | 20.76% | 4.57% | 2.34% | 0.18% |
| 营业利润 | -61.76% | 11.64% | 70.47% | 4.83% | 11.19% |
| 归属于母公司净利润 | -95.65% | 1045.91% | 34.87% | 5.10% | 12.00% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 12.34% | 11.77% | 16.59% | 16.58% | 17.62% |
| 净利率 | 0.77% | 7.34% | 9.47% | 9.73% | 10.87% |
| ROE | 0.37% | 4.05% | 5.25% | 5.25% | 5.59% |
| ROIC | 4.99% | 4.79% | 6.55% | 6.35% | 7.36% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 38.95% | 38.56% | 30.12% | 21.82% | 19.71% |
| 净负债率 | -13.58% | 4.30% | -16.69% | 5.34% | 2.60% |
| 流动比率 | 0.87 | 0.73 | 0.69 | 0.77 | 1.03 |
| 速动比率 | 0.80 | 0.65 | 0.63 | 0.62 | 0.94 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.88 | 7.19 | 5.80 | 6.93 | 6.93 |
| 存货周转率 | 15.68 | 15.79 | 16.59 | 16.59 | 16.80 |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.34 | 0.37 | 0.41 | 0.42 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.02 | 0.19 | 0.26 | 0.27 | 0.31 |
| 每股经营现金流 | 0.39 | 0.32 | 0.13 | 0.64 | 0.25 |
| 每股净资产 | 4.58 | 4.77 | 4.97 | 5.22 | 5.49 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 332.14 | 28.99 | 21.49 | 20.45 | 18.26 |
| 市净率 | 1.22 | 1.17 | 1.13 | 1.07 | 1.02 |
| EV/EBITDA | 14.86 | 8.24 | 9.68 | 8.46 | 7.56 |
| EV/EBIT | 26.96 | 15.15 | 13.57 | 11.87 | 10.45 |

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 |