

赣能股份 (000899)

证券研究报告

2019年04月12日

Q1 电量同比增加、煤价同比下跌，业绩同比预增 226%-333%

事件

公司发布 2019 年第一季度业绩预告公告：Q1 归母净利润 7366-9799 万元，同比增长 225.76%-333.35%；EPS 为 0.0755 元-0.1004 元。公司业绩同比上升的原因：Q1 公司所属火电、水电厂发电量较上年同期增加，公司营业收入增加，同时所属火电厂燃煤单位成本同比下降。

Q1 江西用电量增速高达 9.6%，三产用电带动全省用电量高增长

Q1 江西省用电量增速维持了近几年以来的高增速，全省用电量 351.92 亿千瓦时，同比增长 9.6%。从分产业看，第一产业用电 1.87 亿千瓦时，同比增长 11.2%；第二产业用电 194.67 亿千瓦时，增长 2.3%；第三产业用电 65.70 亿千瓦时，增长 18%；城乡居民生活用电 89.67 亿千瓦时，增长 22.1%。

工业用电比重继续下降，服务业用电比重逐步上升，用电结构的进一步优化，省内产业结构调整步伐加快：工业用电量 189 亿千瓦时，增长 1.7%，工业用电占全社会用电比重 53.7%，比去年全年下降 9.6 个百分点，三产用电占比 18.7%，上升 2.2 个百分点。

江西电力供需紧张，丰电三期可解用电燃眉之急，公司正全力推进复工

近几年江西省内全社会用电量逐年提高，受资源条件等因素限制，火电新增机组有限、新增新能源等效装机容量较少，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。

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，公司正积极推进复工，目前复工 49 项支持性文件仅剩 1 项(烟塔建筑工程施工许可证核发)正在办理。2019 年 3 月 18 日，丰城三期项目被移出“黑名单”；我们认为，此举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，丰电三期项目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：Q1 在发电量提升、煤价下降的影响下，公司业绩表现良好，因此我们调整对公司发电量、煤价的预测，并上调对公司的盈利预测。我们将公司 2019-2020 年归母净利润从 2.54、2.67 亿元调整为 3.42、3.72 亿元，EPS 从 0.26、0.27 元/股调整为 0.35、0.38 元/股，维持目标价 7.26 元，维持“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：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	2,829.14	2,909.05	2,927.83
增长率(%)	(2.31)	20.76	10.18	2.82	0.65
EBITDA(百万元)	510.35	588.88	759.81	808.47	855.34
净利润(百万元)	16.45	188.50	341.56	372.37	404.21
增长率(%)	(95.65)	1,045.91	81.20	9.02	8.55
EPS(元/股)	0.02	0.19	0.35	0.38	0.41
市盈率(P/E)	339.85	29.66	16.37	15.01	13.83
市净率(P/B)	1.25	1.20	1.14	1.06	1.00
市销率(P/S)	2.63	2.18	1.98	1.92	1.91
EV/EBITDA	14.86	8.24	8.34	6.94	6.24

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	5.73 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)	5,590.63
流通 A 股市值(百万元)	5,590.61
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-年报点评报告: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》 2019-03-27
- 《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)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	165.80	1,166.43	226.33	232.72	234.23	营业收入	2,126.27	2,567.64	2,829.14	2,909.05	2,927.83
应收账款	407.54	306.41	669.34	170.12	674.75	营业成本	1,863.87	2,265.54	2,274.96	2,312.71	2,302.73
预付账款	6.40	11.51	35.61	6.78	29.26	营业税金及附加	15.99	19.29	28.29	27.61	27.65
存货	124.94	200.28	128.54	205.75	127.09	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,012.41	76.40	448.74	483.71	374.27	管理费用	71.12	74.84	71.12	71.12	71.12
流动资产合计	1,717.09	1,761.04	1,508.56	1,099.08	1,439.60	财务费用	94.69	110.48	100.00	100.00	100.00
长期股权投资	1,178.90	1,316.84	1,316.84	1,316.84	1,316.84	资产减值损失	2.00	0.16	2.00	2.00	2.00
固定资产	3,476.04	3,223.52	3,235.92	3,194.43	3,107.62	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	421.08	429.67	293.80	224.28	164.57	投资净收益	107.99	112.47	122.32	120.65	133.32
无形资产	2.81	28.91	27.79	26.66	25.54	其他	(217.73)	(225.38)	(244.63)	(241.30)	(266.63)
其他	523.54	819.91	628.26	657.07	701.60	营业利润	188.32	210.24	475.08	516.26	557.64
非流动资产合计	5,602.38	5,818.85	5,502.60	5,419.29	5,316.17	营业外收入	0.39	1.37	1.31	1.43	1.31
资产总计	7,319.47	7,579.89	7,011.17	6,518.37	6,755.78	营业外支出	171.84	9.97	20.00	20.00	20.00
短期借款	1,390.00	1,720.00	1,351.70	646.64	407.22	利润总额	16.87	201.64	456.39	497.69	538.95
应付账款	342.56	316.67	467.59	322.51	427.68	所得税	0.41	13.13	114.83	125.32	134.74
其他	247.80	359.46	275.64	294.03	308.22	净利润	16.45	188.50	341.56	372.37	404.21
流动负债合计	1,980.36	2,396.13	2,094.93	1,263.18	1,143.12	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	865.00	525.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	16.45	188.50	341.56	372.37	404.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.02	0.19	0.35	0.38	0.41
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	2,100.63	1,267.48	1,147.02						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	975.68	975.68	975.68	975.68	975.68	成长能力					
资本公积	2,433.54	2,433.54	2,433.54	2,433.54	2,433.54	营业收入	-2.31%	20.76%	10.18%	2.82%	0.65%
留存收益	3,492.90	3,681.40	3,934.86	4,275.21	4,633.08	营业利润	-61.76%	11.64%	125.97%	8.67%	8.02%
其他	(2,433.54)	(2,433.54)	(2,433.54)	(2,433.54)	(2,433.54)	归属于母公司净利润	-95.65%	1045.91%	81.20%	9.02%	8.55%
股东权益合计	4,468.58	4,657.08	4,910.54	5,250.89	5,608.76	获利能力					
负债和股东权益总	7,319.47	7,579.89	7,011.17	6,518.37	6,755.78	毛利率	12.34%	11.77%	19.59%	20.50%	21.35%
						净利率	0.77%	7.34%	12.07%	12.80%	13.81%
						ROE	0.37%	4.05%	6.96%	7.09%	7.21%
						ROIC	4.99%	4.79%	8.22%	8.15%	9.35%
						偿债能力					
						资产负债率	38.95%	38.56%	29.96%	19.44%	16.98%
						净负债率	-13.58%	4.30%	-16.47%	5.19%	2.17%
						流动比率	0.87	0.73	0.72	0.87	1.26
						速动比率	0.80	0.65	0.66	0.71	1.15
						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	17.21	17.40	17.59
						总资产周转率	0.29	0.34	0.39	0.43	0.44
						每股指标(元)					
						每股收益	0.02	0.19	0.35	0.38	0.41
						每股经营现金流	0.39	0.32	0.15	0.81	0.30
						每股净资产	4.58	4.77	5.03	5.38	5.75
						估值比率					
						市盈率	339.85	29.66	16.37	15.01	13.83
						市净率	1.25	1.20	1.14	1.06	1.00
						EV/EBITDA	14.86	8.24	8.34	6.94	6.24
						EV/EBIT	26.96	15.15	11.02	9.11	8.12

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	16.45	188.50	341.56	372.37	404.21
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)	(122.32)	(120.65)	(133.32)
营运资金变动	(936.84)	485.83	(354.98)	242.22	(276.86)
其它	1,074.33	(636.82)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	384.98	307.73	148.99	786.15	291.73
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	6.34	(40.75)	32.91
投资活动现金流	(937.46)	727.05	62.32	40.65	83.32
债权融资	2,485.00	2,565.00	1,601.70	913.31	686.11
股权融资	(118.54)	(110.48)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
其他	(2,668.96)	(2,488.67)	(2,653.11)	(1,633.72)	(959.65)
筹资活动现金流	(302.50)	(34.15)	(1,151.41)	(820.41)	(373.54)
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	(940.10)	6.39	1.50

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