

赣能股份 (000899)

证券研究报告

2019年12月09日

丰电三期 200 万千瓦火电被移出停建名单，复工迈出关键一步！

事件

近日，国家发改委、国资委和能源局联合下文《关于将赣能丰城三期扩建项目移出江西省 2017 年煤电停建项目名单的通知》(发改能源[2019]1868 号)，通知同意将赣能丰电三期扩建 2×100 万千瓦项目移出江西省 2017 年煤电停建项目名单。

丰电三期复工迈出关键一步！新项目投产后公司装机容量将增 133%

丰城三期扩建项目是由公司投资建设的江西省电力建设重点工程，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。受“11·24”特大安全事故影响，该项目于 2016 年 11 月 24 日停工。

本次项目被移出停建名单，复工迈出关键一步。公司在完成专项评估并取得合法性文件后，将尽快开工。根据公司与中南院签订的 EPC 补充合同，项目复工后工期为 20+4 个月。

公司为江西省属发电企业，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；丰电三期投产后，公司装机容量将增加 133%。

江西省电力供需紧张，对新增电力需求强，新项目利用小时有保障

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%；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，江西省电源以火电为主，机组利用小时高：2018 年为 5269 小时，居全国第一；2019 年 1-10 月为 4189 小时，仅次于内蒙古（4443 小时）。丰电三期投产后可解江西用电燃煤之急，公司将全力推进项目复工，预计机组利用小时有保障。

2015 年定增募集资金、在手现金充足，资产负债率低，具备融资空间

根据项目建设前期规划，丰电三期工程动态总投资约 76.7 亿元，其中项目资本金为 15.3 亿元，约占动态投资的 20%。2015 年公司定增募集资金净额约 21.5 亿元，目前资金充足，能够满足后续建设的资本金需求；2015 年定增募集资金后，公司资产负债率维持在 40%以下，目前具备较大的融资空间，因此未来项目建设可采用多种融资方式。预计项目将顺利推进。

盈利预测：我们预计 2019-2021 年公司归母净利润为 3.42、3.72、4.04 亿元，EPS 为 0.35、0.38、0.41 元/股。维持“买入”评级。

风险提示：煤价上涨，电价下调，用电量下滑，丰电三期复建不及预期

| 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) | 276.98 | 24.17 | 13.34 | 12.24 | 11.27 |
| 市净率(P/B) | 1.02 | 0.98 | 0.94 | 0.90 | 0.86 |
| 市销率(P/S) | 2.14 | 1.77 | 1.61 | 1.57 | 1.56 |
| EV/EBITDA | 14.86 | 8.24 | 6.95 | 5.96 | 5.24 |

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 | 4.67 元 |
| 目标价格 | 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) | 4,556.42 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,556.40 |
| 每股净资产(元) | 4.94 |
| 资产负债率(%) | 33.07 |
| 一年内最高/最低(元) | 6.31/4.19 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 于夕蒙 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518050001 | |
| yuximeng@tfzq.com | |
| 金欣欣 | 联系人 |
| jinxxin@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《赣能股份-季报点评:三季报业绩同比+50%，丰电三期有望复建》2019-10-28
- 《赣能股份-半年报点评:H1 归母净利润同比增 88%，Q2 毛利率环比提升，期待丰电三期新进展》2019-08-30
- 《赣能股份-公司点评:Q1 电量同比增加、煤价同比下跌，业绩同比预增 226%-333%》2019-04-12



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 | 1,140.28 | 1,539.73 | 1,797.82 | 营业收入 | 2,126.27 | 2,567.64 | 2,829.14 | 2,909.05 | 2,927.83 |
| 应收票据及应收账款 | 432.38 | 372.06 | 692.75 | 233.73 | 698.73 | 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 | 987.57 | 10.75 | 425.32 | 473.01 | 290.65 | 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 | 2,422.51 | 2,458.99 | 2,943.56 | 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 1,178.90 | 1,316.84 | 1,316.84 | 1,316.84 | 1,316.84 | 财务费用 | 94.69 | 110.48 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 固定资产 | 3,476.04 | 3,223.52 | 3,235.92 | 3,194.43 | 3,107.62 | 资产减值损失 | 2.00 | 0.16 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 在建工程 | 421.40 | 430.00 | 294.00 | 224.40 | 164.64 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 2.81 | 28.91 | 27.79 | 26.66 | 25.54 | 投资净收益 | 107.99 | 112.47 | 122.32 | 120.65 | 133.32 |
| 其他 | 523.22 | 819.58 | 628.06 | 656.95 | 701.53 | 其他 | (217.73) | (225.38) | (244.63) | (241.30) | (266.63) |
| 非流动资产合计 | 5,602.38 | 5,818.85 | 5,502.60 | 5,419.29 | 5,316.17 | 营业利润 | 188.32 | 210.24 | 475.08 | 516.26 | 557.64 |
| 资产总计 | 7,319.47 | 7,579.89 | 7,925.12 | 7,878.28 | 8,259.74 | 营业外收入 | 0.39 | 1.37 | 1.31 | 1.43 | 1.31 |
| 短期借款 | 1,390.00 | 1,720.00 | 1,820.00 | 1,870.00 | 1,920.00 | 营业外支出 | 171.84 | 9.97 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 应付票据及应付账款 | 262.72 | 165.72 | 412.24 | 160.91 | 369.48 | 利润总额 | 16.87 | 201.64 | 456.39 | 497.69 | 538.95 |
| 其他 | 327.64 | 510.41 | 422.36 | 440.69 | 454.89 | 所得税 | 0.41 | 13.13 | 114.83 | 125.32 | 134.74 |
| 流动负债合计 | 1,980.36 | 2,396.13 | 2,654.60 | 2,471.60 | 2,744.37 | 净利润 | 16.45 | 188.50 | 341.56 | 372.37 | 404.21 |
| 长期借款 | 865.00 | 525.00 | 425.00 | 325.00 | 225.00 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 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 |
| 其他 | 5.53 | 1.68 | 5.70 | 4.30 | 3.89 | 每股收益(元) | 0.02 | 0.19 | 0.35 | 0.38 | 0.41 |
| 非流动负债合计 | 870.53 | 526.68 | 430.70 | 329.30 | 228.89 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,850.89 | 2,922.81 | 3,085.30 | 2,800.90 | 2,973.26 | | | | | | |
| 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 | 3,864.14 | 4,101.70 | 4,310.80 | 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 | 4,839.82 | 5,077.38 | 5,286.48 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 7,319.47 | 7,579.89 | 7,925.12 | 7,878.28 | 8,259.74 | 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% | 7.06% | 7.33% | 7.65% |
| | | | | | | ROIC | 4.99% | 4.79% | 8.22% | 8.28% | 9.23% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 38.95% | 38.56% | 38.93% | 35.55% | 36.00% |
| | | | | | | 净负债率 | 51.90% | 30.03% | 27.99% | 18.16% | 11.84% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.87 | 0.73 | 0.91 | 0.99 | 1.07 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.80 | 0.65 | 0.86 | 0.91 | 1.03 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 4.62 | 6.38 | 5.31 | 6.28 | 6.28 |
| | | | | | | 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 | 0.36 | 0.37 | 0.36 |
| | | | | | | 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 | 0.25 | 0.64 | 0.52 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.58 | 4.77 | 4.96 | 5.20 | 5.42 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 276.98 | 24.17 | 13.34 | 12.24 | 11.27 |
| | | | | | | 市净率 | 1.02 | 0.98 | 0.94 | 0.90 | 0.86 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 14.86 | 8.24 | 6.95 | 5.96 | 5.24 |
| | | | | | | EV/EBIT | 26.96 | 15.15 | 9.19 | 7.82 | 6.81 |

| 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 | (937.17) | 485.88 | (263.62) | 83.01 | (60.92) |
| 其它 | 1,074.66 | (636.87) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 经营活动现金流 | 384.98 | 307.73 | 240.36 | 626.94 | 507.68 |
| 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 | 2,495.00 | 2,461.67 | 2,423.89 |
| 股权融资 | (118.54) | (110.48) | (100.00) | (100.00) | (100.00) |
| 其他 | (2,668.96) | (2,488.67) | (2,723.82) | (2,629.81) | (2,656.78) |
| 筹资活动现金流 | (302.50) | (34.15) | (328.82) | (268.14) | (332.90) |
| 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 | (26.15) | 399.44 | 258.10 |

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 |