

赣能股份 (000899)

证券研究报告

2019年08月30日

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

公司发布 2019 半年报，上半年营收 12.6 亿元，同比增 5.46%，其中 Q1、Q2 分别同比增 15.9%、减 3.8%；毛利率 21.92%，去年同期为 12.44%，其中 Q1、Q2 分别为 20%、24%；**归母净利润 1.9 亿元，同比增 88.42%，其中 Q1、Q2 分别同比增 275.4%、33.31%，Q2 增速回落**；扣非归母净利润 1.8 亿元，同比增 97.51%；EPS 为 0.19 元/股，去年同期为 0.1 元/股。上半年公司业绩大幅增长，主要原因为：**电量增长、除税上网电价提高、动力煤价格下跌；Q2 增速回落，主要原因为：丰水期水电超发挤压火电电量。**

江西水电超发挤压火电，推测公司 Q2 火电电量下滑导致单季营收下降

上半年江西省用电需求维持高增长，全省用电量 704 亿千瓦时，同比增 7.54%，高于全国 2.54 个百分点。今年江西省降雨量大、水库来水较好，水电超发挤压火电电量。我们测算 Q1、Q2 水电发电量分别同比增 24.8%、28.4%，火电分别同比增 3.6%、1%，Q2 水电发电量增速进一步提高、叠加火电机组检修，火电发电量增速下滑明显。上半年，公司总发电量 35.5 亿千瓦时，同比增 2.66%，其中，火电电量同比略减少，丰电二期发电量 33.1 亿千瓦时，市场电占比约 24.6%；水电发电量同比大幅增长，居龙潭水电厂发电量 1.5 亿千瓦时、抱石水电厂发电量 0.9 亿千瓦时。结合江西全省发电情况，我们判断公司 Q2 火电电量有所下滑，并带动 Q2 营业收入同比下滑。此外，上半年公司火电含税上网基础电价为 0.4143 元/千瓦时，与去年持平，4 月 1 号起增值税税率从 16% 下调到 13%，因此火电含税上网电价同比提高，增厚公司营业收入。

煤价继续温和下跌、水电增发，Q2 毛利率环比增加 4pct、业绩持续修复

江西省发改委数据显示，Q1 省内火电企业入厂标煤均价每吨 906 元，H1 火电机组平均采购标煤单价（含税费、运费）为 903 元/吨，较去年同期下降 147 元/吨，Q2 动力煤价格相比 Q1 进一步下跌；结合江西省电煤价格指数来看，上半年指数呈逐月下降趋势。Q1/Q2 公司销售毛利率为 20%、24%，我们推测主要原因为：**①标煤单价下降，燃料成本减少；②除税上网电价同比提高；③此外，水电由于没有燃料成本，毛利率一般高于火电，因此其发电占比提高也增厚销售毛利率。我们判断下半年随着动力煤价格的下跌，在利用小时有一定保障的情况下，公司业绩有望持续改善。**

丰电三期工程进度提升至 19.78%，公司正全力推进复工

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，目前复工 49 项支持性文件仅剩 1 项正在办理。2019 年半年报披露该项目工程进度 19.78%，相比 2018 年半年报的 5.72% 已有较大进展。今年 3 月，项目被移出“黑名单”，复工的最大障碍或已消除。

盈利预测：我们预计 2019-2020 年公司归母净利润为 3.42、3.72 亿元，EPS 为 0.35、0.38 元/股，维持“买入”评级。

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)	286.47	25.00	13.80	12.66	11.66
市净率(P/B)	1.05	1.01	0.97	0.93	0.89
市销率(P/S)	2.22	1.84	1.67	1.62	1.61
EV/EBITDA	14.86	8.24	7.16	6.16	5.42

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	4.83 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)	4,712.52
流通 A 股市值(百万元)	4,712.51
每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	35.42
一年内最高/最低(元)	6.31/3.64

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
jinxinxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《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
- 2 《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
- 3 《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



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	1,140.28	1,539.73	1,797.82
应收票据及应收账款	432.38	372.06	692.75	233.73	698.73
预付账款	6.40	11.51	35.61	6.78	29.26
存货	124.94	200.28	128.54	205.75	127.09
其他	987.57	10.75	425.32	473.01	290.65
流动资产合计	1,717.09	1,761.04	2,422.51	2,458.99	2,943.56
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	421.40	430.00	294.00	224.40	164.64
无形资产	2.81	28.91	27.79	26.66	25.54
其他	523.22	819.58	628.06	656.95	701.53
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	7,925.12	7,878.28	8,259.74
短期借款	1,390.00	1,720.00	1,820.00	1,870.00	1,920.00
应付票据及应付账款	262.72	165.72	412.24	160.91	369.48
其他	327.64	510.41	422.36	440.69	454.89
流动负债合计	1,980.36	2,396.13	2,654.60	2,471.60	2,744.37
长期借款	865.00	525.00	425.00	325.00	225.00
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	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
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	3,864.14	4,101.70	4,310.80
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	4,839.82	5,077.38	5,286.48
负债和股东权益总	7,319.47	7,579.89	7,925.12	7,878.28	8,259.74

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

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,126.27	2,567.64	2,829.14	2,909.05	2,927.83
营业成本	1,863.87	2,265.54	2,274.96	2,312.71	2,302.73
营业税金及附加	15.99	19.29	28.29	27.61	27.65
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
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	122.32	120.65	133.32
其他	(217.73)	(225.38)	(244.63)	(241.30)	(266.63)
营业利润	188.32	210.24	475.08	516.26	557.64
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	456.39	497.69	538.95
所得税	0.41	13.13	114.83	125.32	134.74
净利润	16.45	188.50	341.56	372.37	404.21
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	341.56	372.37	404.21
每股收益(元)	0.02	0.19	0.35	0.38	0.41

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-2.31%	20.76%	10.18%	2.82%	0.65%
营业利润	-61.76%	11.64%	125.97%	8.67%	8.02%
归属于母公司净利润	-95.65%	1045.91%	81.20%	9.02%	8.55%
获利能力					
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	286.47	25.00	13.80	12.66	11.66
市净率	1.05	1.01	0.97	0.93	0.89
EV/EBITDA	14.86	8.24	7.16	6.16	5.42
EV/EBIT	26.96	15.15	9.46	8.08	7.05

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