

赣能股份(000899.sz)

公司治理结构发生逆转的小型发电公司

谢军 电力行业 研究员

电话: 020-87555888-663

eMail: xi@gf.com.cn

资产重组后公司全资拥有江西省最好的燃煤火电机组

2007-2008 年公司将旗下两个小火电厂合计 46 万千瓦转售出去,从集团置换丰电二期 50% 股权,目前公司发电装机容量 150 万千瓦,其中水电 10 万千瓦,火电 140 万千瓦,子公司丰电二期两台 70 万千瓦火电目前是江西省单机最大的统调燃煤火电机组。

集团后续注资为公司打开上升空间

为解决集团与公司同业竞争和关联交易问题,集团承诺将目前控股电厂丰电一期(4 台 30 万千瓦火电)和东津发电厂(6 万千瓦水电)注入上市公司,同时将燃料电力公司也注入到上市公司。注入后公司可控发电装机容量增加 126 万千瓦,发电规模增长 84%。

煤价和利率下降对公司利润影响弹性大

公司煤炭采购由集团燃料电力公司完成,中间只收 1-2 元/吨手续费。根据公司敏感性测算,在发电小时数 4000 小时,公司标煤单价每下降 1%,利润增加近 15%。同时基准利率每下降一个百分点,公司 2009 年可以节省财务费用 4700 万元,增厚每股收益约 6.5 分/股。

江西省电力市场限制公司未来发展前景

江西省用电需求不到全国 2% 份额,预计 2010 年江西省电力需求 655 亿千瓦时,“十一五”年均用电需求增长 10.8%,需新增发电装机 600 万千瓦;未来两年仍将面临电力过剩局面,同时公司丰电三期将延迟至“十二五”开工。

盈利预测与投资建议

预计 2008-2010 年公司净利润-0.62 亿元、1.78 亿元和 1.89 亿元,每股收益-0.11、0.33 和 0.35 元/股。2009 年动态 PE 为 14.13 倍, PB 为 1.83 倍。公司估值基本合理,给与“持有”评级。

		悲观	中性	乐观
煤价	元/吨	693	616	577
发电小时数	小时	3910	4000	4133
EPS	元/吨	0.16	0.35	0.47

风险提示: 江西省电力需求下降风险;煤价维持高位风险;江西省电价下调风险。

公司评级

持有

当前价格(元)	4.60
目标价格(元)	5.20
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	.00%	1.67%	-73.01%
上证综指	-2.39%	.04%	-61.63%

股票数据

总股本(万股)	54,803.20
流通 A 股(万股)	22,775.46
主要股东:	

江西省投资集团公司

主要股东持股比例	58.43%
流通 A 股比例	41.56%

财务比率

ROE	2.27%
ROA	1.53%
资产负债率	30.24%
每股净资产(元)	2.80

2007 年报数据。

资产置换后公司发电资产质量显著提高

公司于1997年在深交所上市，上市11年来，公司发电资产质量在2007年和2008年两年内发生重大逆转。2007年8月，公司将旗下小火电新余电厂全部资产转让给大唐国际；2008年6月，公司和集团转换发电资产，将公司面临关停的小火电萍乡电厂26万机组和集团丰电二期（140万千瓦）50%股权进行置换。两次资产整合后，公司火电资产质量明显改善。

2007年投产的丰电二期目前已成为公司全资子公司，该公司两台70万千瓦机组是江西省单机最大的燃煤火电机组，供电煤耗322克/千瓦时，电厂运行人员260人左右。

表1：公司下属电厂

下属电厂	权益	装机结构	装机容量 (万千瓦)	备注
萍乡发电厂	100.00%	1×12.5+1×13.5	26	2008年6月转让给集团
新余发电厂	100.00%	2×10	20	2007年8月出售给大唐发电
抱子石水电厂	100.00%	2×2	4	2004年投产
赣能居龙滩水电厂	100.00%	2×3	6	2007年投产
丰电二期	100.00%	2×70	140	2007年投产，2008年6月从集团获取50%股权
目前装机容量			150	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表2：江西省统调机组

下属电厂	装机结构（台数×单位装机）	装机容量（万千瓦）	控股股东
黄金埠电厂	2×60	120	国电集团
九江电厂	13.5+12.5+2×20+2×35	136	国电集团
南昌电厂	13.5+12.5	26	中国电力投资集团
贵溪电厂	4×12.5+2×30	120	中国电力投资集团
分宜电厂	10+20	30	中国电力投资集团
景德镇电厂	2×12.5+2×5+15	50	中国电力投资集团
萍乡电厂	12.5+13.5	26	华能集团
井冈山电厂	2×30	60	华能集团
华能瑞金电厂	2×35	70	华能集团
新余电厂	2×20	40	大唐集团
丰城电厂一期	4×30	120	江西投资集团
丰城电厂二期	2×70	140	江西投资集团
合计		938	

数据来源：江西省电力公司、广发证券发展研究中心

根据2009年丰电二期净利润敏感性分析，2009年丰电二期的年均发电小时数在4000-4100小时，标煤单价（含税）在810元/吨以下，公司丰电二期就可以实现盈利。

表 3: 丰电二期净利润与标煤单价（含税）、发电小时数敏感性分析

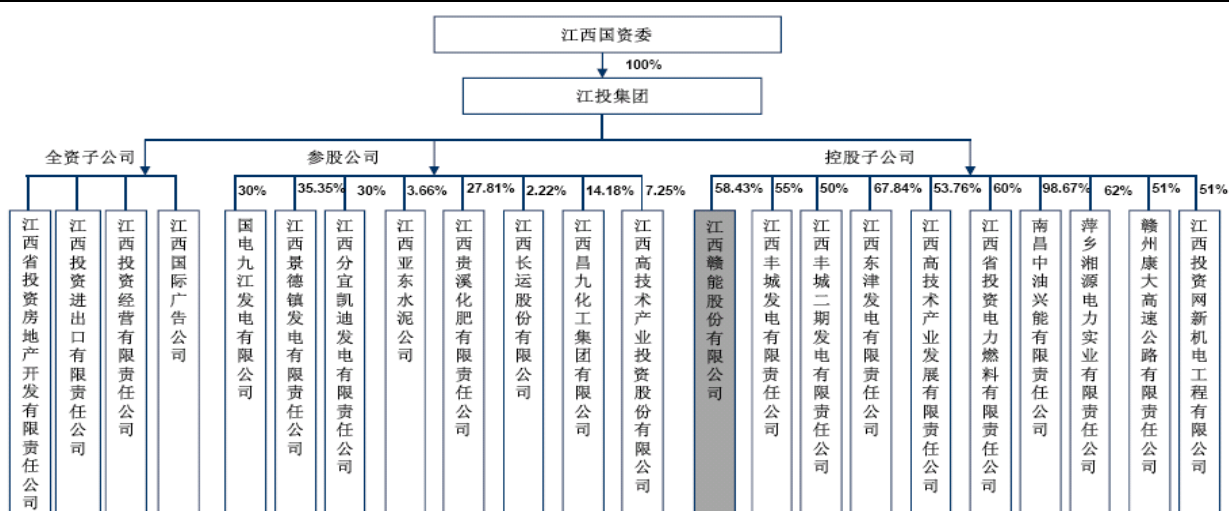
	936	878	819	761	702	644
5500	-3,776	5,002	13,780	22,558	31,336	40,114
5000	-7,053	927	8,907	16,887	24,867	32,847
4500	-10,329	-3,147	4,035	11,217	18,399	25,581
4000	-13,606	-7,222	-838	5,546	11,930	18,314
3500	-16,883	-11,297	-5,711	-125	5,461	11,047
3000	-20,159	-15,371	-10,583	-5,795	-1,007	3,781

数据来源：广发证券发展研究中心

集团后续发电资产注入打开公司上升空间

集团公司江西省投资集团是江西省国资委的国有独资公司，是江西省政府授权经营的投资主体和国有资产经营主体，主要经营能源、交通运输、经营性项目的固定投资、高新技术、基础设施投资等。

图1：集团公司下属资产



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

根据集团公司发展战略，今后集团发电资产将全部注入到上市公司。其中丰电一期和东津发电有限公司是下步注入的重点。集团发电资产的注入后，公司控股装机容量从目前的150万千瓦增加到276万千瓦，发电规模增长84%。除公司发电规模增长外，集团发电资产的注入主要可以解决公司与集团的同业竞争问题；另外，如丰电一期和集团燃料公司如期完成注入，公司可以完全解决与集团的关联交易，使公司火电资产变得更加清晰。

但从注入资产的质量来看，丰电一期的盈利能力必将低于丰电二期，关键看收购价格的高低。

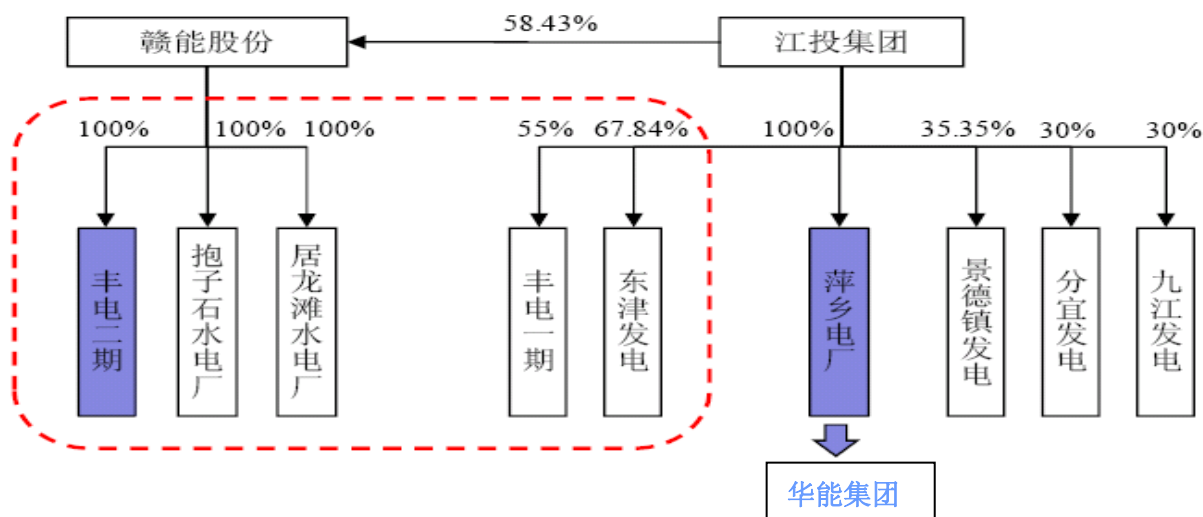
丰电一期四台30万千瓦机组分别在1996-1998年投产，2005-2007年分别实现净利润0.64亿元、1.04亿元和0.28亿元。但截至2007年末，丰电一期尚有累计3亿元亏损。

表3: 集团其他电力资产

下属电厂	权益	装机结构	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	备注
萍乡发电厂	100.00%	1 × 12.5+1 × 13.5	26	26	准备出售给华能集团
丰电一期	55.00%	4 × 30	120	66	1996-1998 年投产, 预注入上市公司
东津发电有限公司	97.84%	2 × 35	6	6	预注入上市公司
国电九江电厂	30.00%	2 × 2	70	21	
景德镇发电有限公司	35.35%	2 × 12.5+ 2 × 5+10	50	18	
分宜凯迪发电有限公司	30.00%		10	3	
合计			282	140	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图2: 集团电力资产整合图



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表4: 丰电一期主要财务状况 (万元)

	2005 年	2006 年	2007 年
总资产	601,938.68	658,825.05	370,544.14
权益	46,518.09	57,312.30	60,209.07
营业收入	204,233.50	203,396.66	185,231.18
净利润	6,394.63	10,368.19	2,800.85

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

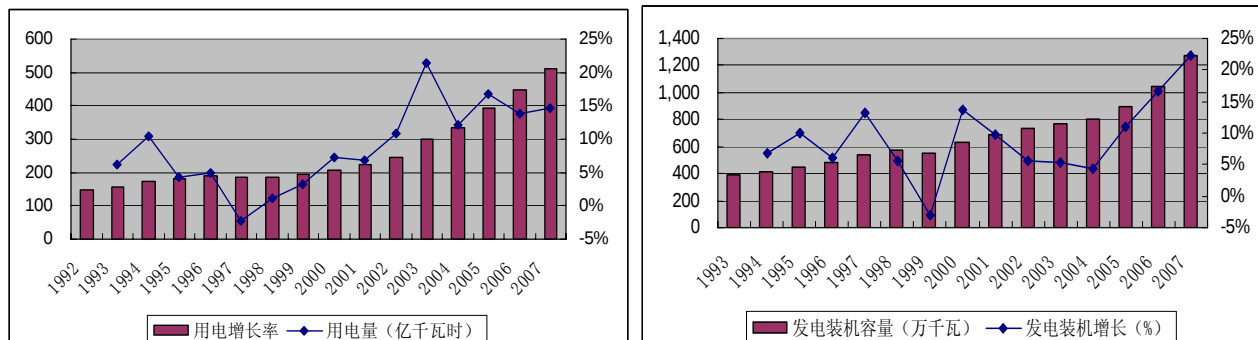
江西用电需求决定公司未来发展空间有限

2007年江西省全社会用电量511亿千瓦时, 占全国用电需求的1.57%, 是全国用电需求较小的省份之一。

2007年江西省发电装机容量为1275万千瓦, 其中, 水电339万千瓦,

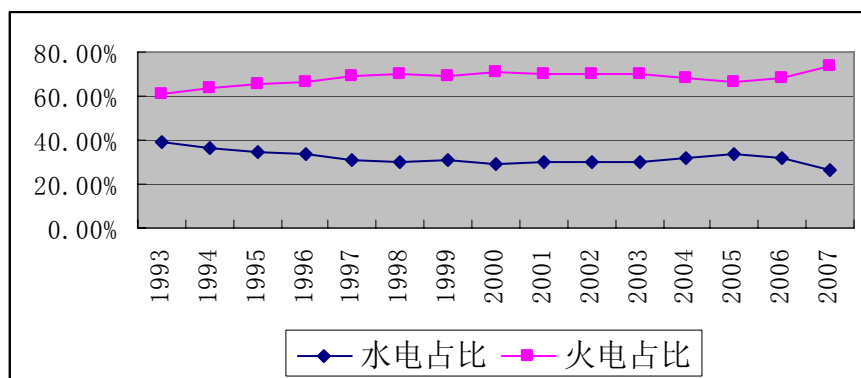
火电935万千瓦，水电和火电占比分别为26.59%和73.33%。从1993年-2007年发电装机结构来看，水电比重从1993年38.7%下降到2007年26.59%；火电装机比重从1993年61.3%增加到2007年的73.33%。

图3: 江西省用电需求和发电装机情况 (1993年-2007年)



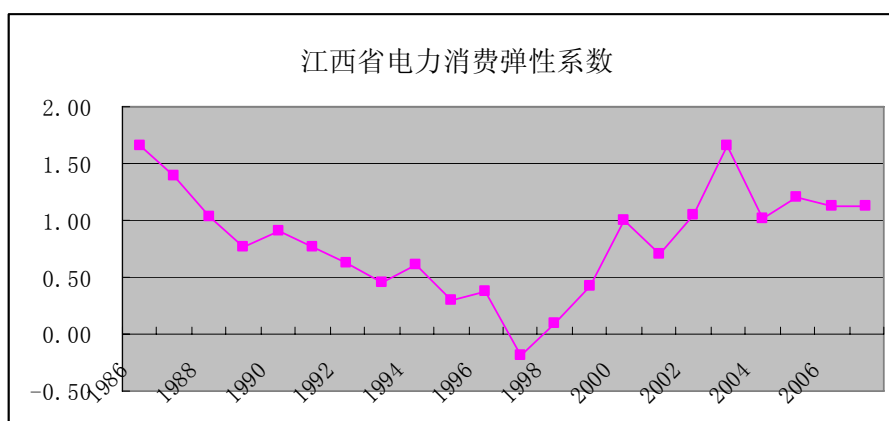
数据来源: 中电联、广发证券发展研究中心

图4: 江西省1986-2007年发电装机结构



数据来源: 中电联、广发证券发展研究中心

图5: 江西省1986-2007年电力消费弹性系数

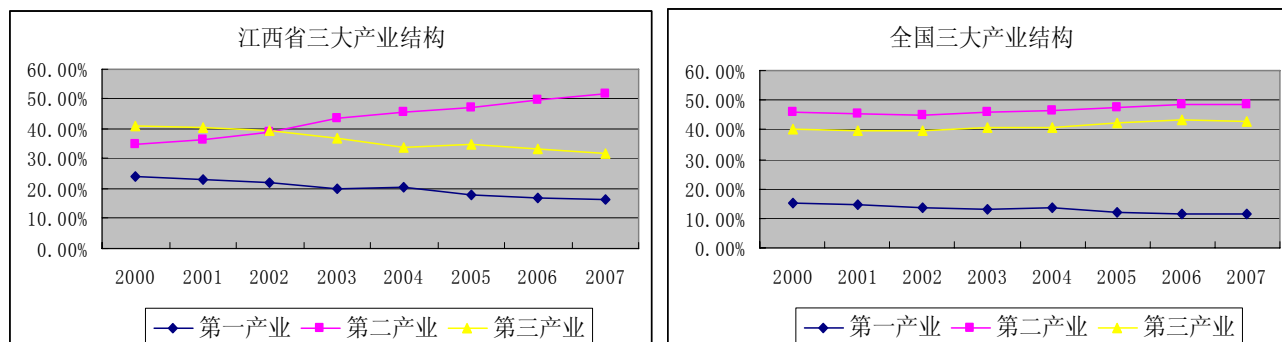


数据来源: 中电联、广发证券发展研究中心

从电力消费弹性系数来看, 1986年-2007年江西省电力消费弹性系数平均值为0.82, 2000-2007年平均值为1.11; 而同期全国电力消费弹性系数分别为1.07和1.32。江西省电力消费弹性系数低于全国平均值, 是与江西省的产业结构相吻合。历史上, 江西是农业大省, 第一产业比重远高于

全国水平，第二产比重总体低于全国水平。但近三年情况来看，江西省工业发展较快，第二产业的比重逐步提升，并在2007年开始超过全国第二产业比重。

图6：江西省2000-2007年三大产业结构



数据来源：Wind数据、广发证券发展研究中心

根据江西省“十一五”发展规划，2010年江西省电力需求655亿千瓦，年均用电需求增长10.8%，需要新增发电装机容量600万千瓦，其中三峡送江西省容量为163万千瓦。

表 5：江西省在建火电（万千瓦）

	装机结构	装机容量	控股业主
新昌电厂	2 × 60	120	中国电力投资集团公司
华能井冈山电厂二期	2 × 60	60	华能集团
萍乡电厂扩建	2 × 30	60	华能集团
分宜电厂扩建	1 × 30	30	中国电力投资集团公司
合计		270	

数据来源：广发证券发展研究中心

短期内，受国内外宏观经济影响，江西省2008年前11月用电需求同比增长7.48%，增速下降7.07个百分点，但好于全国用电情况。

从需求增速和发电装机增速来看，我们认为江西省未来两年电力过剩仍将持续，发电小时数还将保持在低位，同时，用电需求的下降使得公司丰电三期2台100万千瓦机组的批复将延期到“十二”期间。

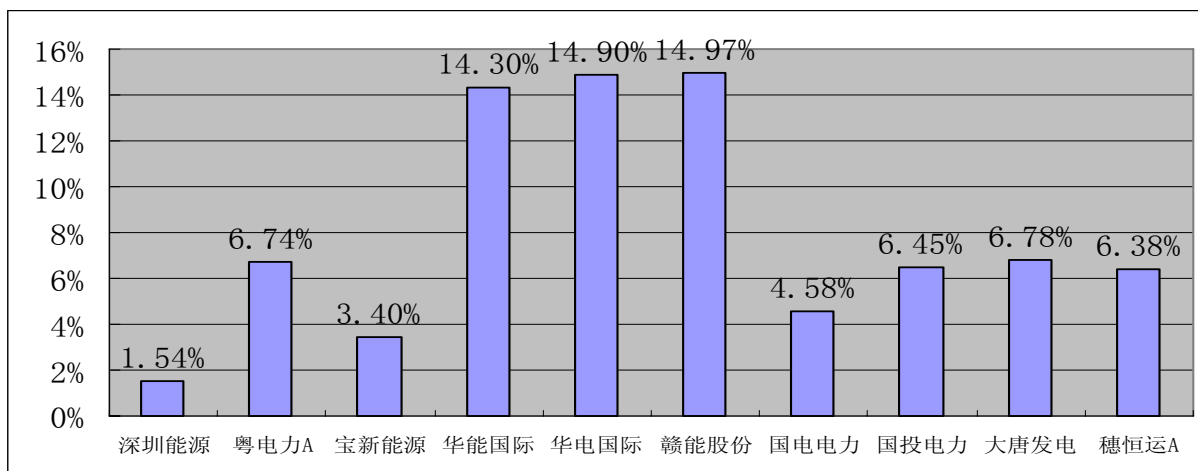
煤价和利率下降对公司利润影响弹性均较大

江西省煤炭累计探明储量资源量17.5亿吨，在全国位居第23位，约占全国总量的0.13%，且江西煤的煤质较差，含灰分和含硫量均较高。因此，全省火电用煤大部分需要从河南、安徽、山东、山西和陕西等地通过京九、京广、皖赣和浙赣线运入。

公司煤炭采购通过集团60%控股的电力燃料公司完成。燃料公司卖给公司丰电二期只收取1-2元/吨的手续费。2007年，丰二综合标煤单价629元/吨（含税），2008年综合标煤单价预计上涨到770元/吨（含税），同比上涨40%左右。根据公司敏感性测算，在发电小时数4000小时，公司

标煤单价每下降1%，利润增加近15%。

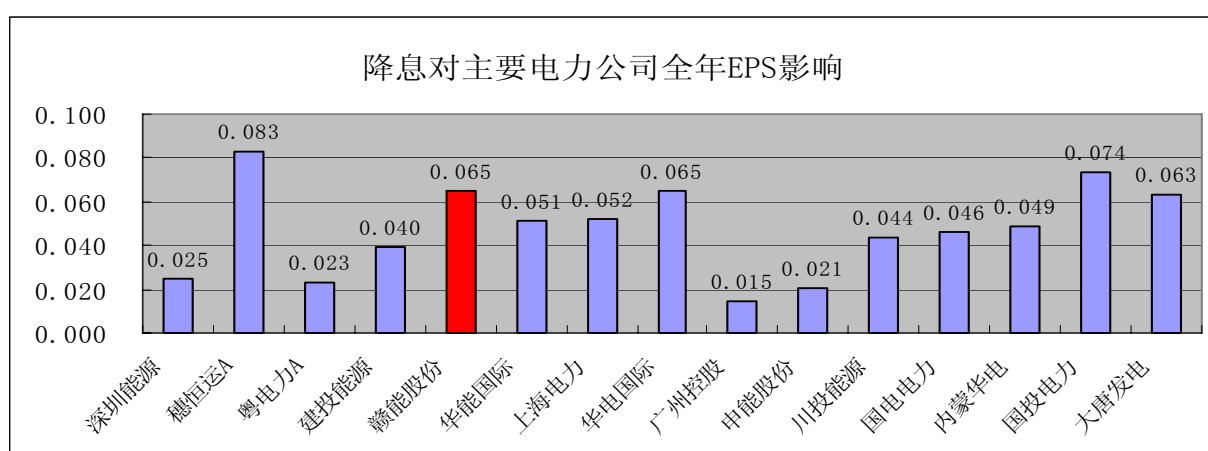
图7：标煤煤价下降1%对主要火电公司2009年利润敏感性分析



数据来源：广发证券发展研究中心

截至2008年三季度，公司有长期贷款31亿元，短期贷款16亿元，基准利率每下降一个百分点，公司2009年可以节省财务费用4700万元，增厚每股收益约6.5分/股，利率下降对公司的影响在火电行业上市公司中位居前列。

图8：降息一个百分点对主要火电公司2009年利润影响



数据来源：Wind数据、广发证券发展研究中心

稳定的公路投资收益

公司拥有昌泰高速公路有限公司23.33%的股权，该公司成立于2003年8月18日，注册资本15亿元，由江西赣粤高速公路股份有限公司76.67%控股。主要负责147.73公里樟吉高速公路的运营管理。2004-2007年分别为公司贡献投资收益4473、4258、5092和8779万元，分别占公司同期利润的103.57%、122.14%、81.73%和251.89%。因此，昌泰高速公路是公司近五年最主要的利润来源。在不出现特许情况下，预计未来昌泰高速公路仍将为公司带来近8500万元稳定的投资收益。

盈利预测与投资评级

假设条件:

- 1、2008-2010年丰二发电小时数4350小时、4000小时和4000小时;
- 2、2008-2010年标煤单价(不含税)770、631和631元/吨;
- 3、电价不变
- 4、投资收益每年8000万元;
- 4、刨子石和居龙潭发电小时数为2500小时和3000小时。

根据上述条件,预计2008-2010年公司净利润-0.62亿元、1.78亿元和1.89亿元,每股收益-0.11、0.33和0.35元/股。2009年动态PE为14.13倍,PB为1.83倍。公司估值基本合理,给与“持有”评级。

表 6: 公司盈利预测 (百万元)

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	640.89	1,994.37	1,971.41	1,971.41
营业成本	597.85	1,863.53	1,513.67	1,513.67
营业税金及附加	3.83	17.95	17.74	17.74
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.55	79.77	98.57	98.57
财务费用	28.69	318.00	210.00	195.00
投资净收益	87.38	80.00	80.00	80.00
营业利润	38.22	-204.88	211.42	226.42
加: 营业外收入	6.05	3.99	2.17	2.17
减: 营业外支出	0.35	1.99	2.37	2.37
利润总额(元)	43.92	-202.89	211.22	226.22
减: 所得税	0.05	-70.72	32.81	36.56
净利润(元)	43.87	-132.17	178.42	189.67
减: 少数股东损益	9.02	-70.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	34.85	-62.17	178.42	189.67
每股收益				
(一) 基本每股收益(元)	0.06	-0.11	0.33	0.35

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 7: 2009 年公司情景分析

		悲观	中性	乐观
煤价	元/吨	693	616	577
发电小时数	小时	3910	4000	4133
EPS	元/吨	0.16	0.35	0.47

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、江西电力需求下降风险;
- 2、煤炭维持高价风险;
- 3、江西省电价下调风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

赣能股份(000899)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。