

赣能股份（000899）：

主业经营短期缺乏亮点 关注战略投资者引进及远期业绩爆发增长

中性（维持）

电力行业

2010年5月20日

联系人：车玺 010-66045572 chex@txsec.com**事件描述：**

近日，我们对赣能股份进行了实地调研，就公司主业运营，核电等规划项目进展，以及未来融资需求等发展问题与公司高管进行了交流。我们得到的主要结论是：

- 主业短期内缺乏基本面向好的驱动因素；
- 规划优质项目顺利推进及引入战略投资者是公司打开经营窘况的突破口；
- 短期关注核电等项目获批进程与股权融资引入战略投资者，长期关注4年后业绩爆发增长。

调研信息简报：**1. 主业方面：短期缺乏基本面向好的驱动因素。**

公司当前装机结构为2*70万千瓦火电+10万千瓦小水电，火电在今年面临燃料成本上涨和省内利用小时下滑的双重压力。

（1）江西省2009-2010年“上大压小”项目集中投产，加上三峡电站送电量在2010年达到顶峰，因此省内火电利用小时下滑不可避免。明年开始，省内发电装机容量增速开始放缓，供给压力缓解，利用小时有望开始回升。此外，江西省承接东南沿海地区加工产业转移，对于电力需求的拉动效果已有所显现，未来还将持续，但是短期内不能完全消化新增装机的压力，也无法大幅拉升发电机组利用率，我们预计2010年公司丰城二期电厂利用小时同比将下滑2.3%，2011年同比开始增长。

（2）根据我们推算，公司电厂2009年采购标煤单价较2008年上涨8%，与沿海等其他地区电厂的单位燃料成本变化趋势不同步。公司预计2010年单位燃煤成本同比继续上涨，我们认为涨幅可能在3%左右，小于行业平均水平，拖累主业毛利率2个百分点左右。

公司当前相对较高的资产负债率和长期借款比重导致其高财务成本压力，短期无法缓解。在新项目贡献业绩前，公司的净利润仍将主要来自于参股23.33%的昌泰高速公路逐年稳定增长的投资收益。

2. 规划优质项目顺利推进及引入战略投资者是公司打开经营窘况的突破口。

公司目前有三块项目储备：1个控股火电和2个参股核电，其中参股20%的彭泽核电一期（2*125万千瓦）和丰城三期火电（2*100万千瓦）均已完成前期工作或省内核准，并已上报至国家发改委等待批复开建，我们预计这两个项目2010年底前核准开建的可能性较大，预计丰城三期和彭泽核电分别于2013和2014年开始投产，因此公司近2-3年内缺乏业绩增长。根据我们简单匡算，丰城三期和彭泽核电项目达产后分别可为公司贡献净利润1.8亿元和4.5亿元，合计相当于公司2009年归属母公司所有者净利润的7.9倍，公司业绩将在2014年之后出现大规模爆发式增长，且确定性较强。

公司近2-3年内新项目投入资本金支出额较大，面临已经较大的财务成本压力，公司计划采取股权融资，同时引入国字号的战略投资者（煤炭或电力行业龙头），一方面解决新项目投入资金短缺问题，另一方面改善公司的治理环境，为发电（能源）主业做大做强打开空间，公司此项计划的进展需要持续关注。

3. 短期关注核电等项目获批进程与股权融资引入战略投资者，长期关注4年后业绩爆发增长。

总体来看，公司现有业务经营缺乏亮点，短期投资的看点在于股权融资和引入战略投资者，该事件的启动或成为公司股价的催化剂，核电等新项目获得核准的进程也需充分关注。此外，控参股高规格火电与核电项目投产后对公司的业绩贡献是远期的投资看点，万安烟家山核电以及彭泽核电站一期往后的扩建项目是公司2013-2014年启动业绩增长后的持续成长动力，建议长期关注。

4. 盈利预测与风险提示。

我们暂时维持对公司近三年的盈利预测，预计2010-2012年EPS分别是0.06元、0.13元和0.14元，对应2010-05-19收盘价5.49元，动态PE分别是86倍、44倍和38倍，暂时维持“中性”评级。

公司的主要风险在于规划项目获得国家发改委核准受阻；后期引入战略投资者或股权融资遇到困难；新项目投产时间大幅延迟；以及江西省内电力需求下滑、燃煤价格上涨幅度超出预期导致公司存量资产盈利能力下滑等。



图表：赣能股份盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	170759	225630	216790	212278	220983	225820
增长率(%)	136.30%	32.13%	-3.92%	-2.08%	4.10%	2.19%
毛利率(%)	12.77%	15.59%	15.58%	13.47%	15.88%	16.36%
减：营业成本	148954	190464	183015	183676	185886	188875
营业税金及附加	1317	1829	1509	1478	1538	1572
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	11028	6679	4844	4670	4641	4516
财务费用	22270	31114	27750	27596	29833	30486
期间费用率(%)	19.50%	16.75%	15.03%	15.20%	15.60%	15.50%
资产减值损失	69	24	755	0	0	0
加：公允价值变动净收益	93	-1711	321	0	0	0
投资收益	11672	9349	10231	10018	10429	10657
营业利润	-1115	3157	9468	4876	9515	11028
增长率(%)	-117.06%	-383.14%	199.90%	-48.50%	95.13%	15.90%
加：营业外收入	605	46	35	0	0	0
减：营业外支出	35	49	9	0	0	0
利润总额	-545	3154	9494	4876	9515	11028
减：所得税	-1998	385	1442	731	1427	1654
实际所得税率(%)	366.61%	12.21%	15.19%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	1453	2769	8052	4145	8087	9374
归属母公司净利润	551	3571	8052	4145	8087	9374
增长率(%)	-90.75%	548.09%	125.48%	-48.53%	95.13%	15.90%
净利润率(%)	0.32%	1.58%	3.71%	1.95%	3.66%	4.15%
少数股东损益	902	-802	0	0	0	0
总股本（万股）	64668	64668	64668	64668	64668	64668
每股收益（元）	0.01	0.06	0.12	0.06	0.13	0.14

数据来源：公司年报，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040