

公司研究

调研简报

首次评级：短期_中性，长期_A

聚焦电力主业，未来增长靠核电

——赣能股份(000899)调研简报

核心观点

近日，我们调研了赣能股份，与公司高管就公司经营现状和未来发展等问题进行了交流。

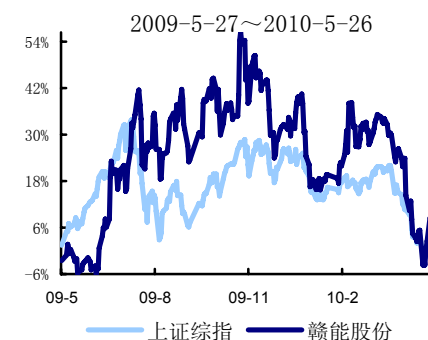
利用小时下降和煤炭价格上涨压制公司短期业绩。公司发电机组总装机容量 150 万千瓦，约占江西省全网同期统调装机容量的 10.96%。其中火电装机容量 140 万千瓦，水电装机容量 10 万千瓦。2009-2010 年江西省网内新增发电容量约 250 万千瓦及三峡送电持续增加等因素，将影响现有发电机组平均利用小时数进一步下降，煤炭价格呈现增长态势，10 年全年来看，预计动力煤价格上涨 10%，公司毛利率将在 09 年基础上进一步下降。

优质项目建成仍需时日，但会带来公司业绩大幅增长。公司重点发展的三大项目分别是一个大型火电项目和两个核电项目，在不考虑上调上网电价的情况下，预计丰电三期给公司年均贡献净利润为 5000 万元，彭泽核电项目贡献 2.6 亿元净利润，相当于公司 09 年净利润的 4 倍，将大幅提升公司业绩。

引入战略投资者实现双重目的。公司希望通过股权融资方式引入战略投资者，主要定位于煤炭或者电力类央企，一方面缓解公司资金压力，另一方面为实现强强联合，在投资、项目、管理等方面加强合作。

业绩预测和投资评级。公司战略定位仍然是集中精力发展电力主业，近期主要目标是推进丰电三期、彭泽和烟家山核电项目，但是丰电三期、核电项目还需要 3-4 年才能贡献业绩。预计公司 2010-12 年每股收益分别是 0.12、0.21、0.26 元，对应静态市盈率分别为 52、30、24 倍，给予“中性-A”投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	64667.78
流通A股(万股)	28071.59
52周内股价区间(元)	5.4-10.88
总市值(亿元)	39.71
总资产(亿元)	63.93
每股净资产(元)	2.72
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	2256.30	2167.90	2340.00	2480.00
同比增速(%)	252.06%	-3.92%	7.94%	5.98%
净利润(百万)	35.71	80.52	76.05	133.07
同比增速(%)	2.46%	125.48%	-5.55%	74.98%
EPS(元)	0.055	0.125	0.118	0.206
P/E	112.09	49.71	52.64	30.08

研究员：巩俊杰

电话：010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号：S0940208040096

联系人：鲁儒敏

电话：010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

近日，我们调研了赣能股份，与公司高管就公司经营现状和未来发展等问题进行了交流。

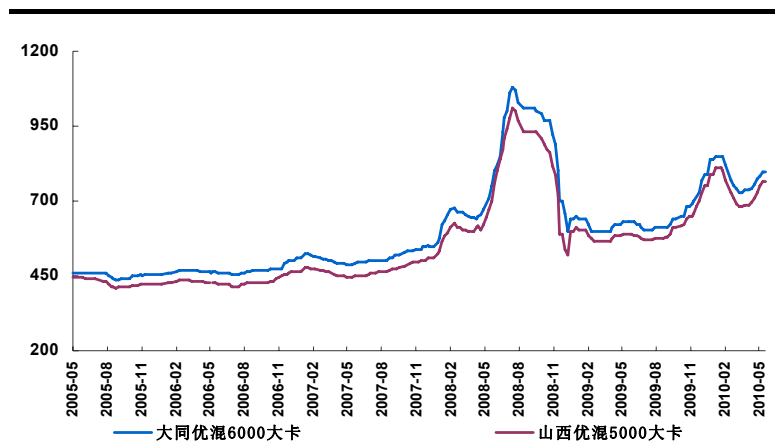
1、利用小时下降和煤炭价格上涨压制公司短期业绩

公司发电机组总装机容量 150 万千瓦，约占江西省全网同期统调装机容量的 10.96%。其中火电装机容量 140 万千瓦，水电装机容量 10 万千瓦。

2009-2010 年江西省网内新增发电容量约 250 万千瓦及三峡送电持续增加等因素，将影响现有发电机组平均利用小时数进一步下降。但是，机组利用小时也面临着一定利好。随着江西省经济社会发展规划和国务院鄱阳湖生态经济区规划的实施，江西将掀起新一轮基础设施建设高潮，预计江西省 2010 年 GDP 增长将超过 11%；加上江西省承接沿海制造业转移趋势，省内电力需求无疑将随之增加，公司面临的经济社会环境将得到一定程度的改善。

煤炭价格呈现增长态势。公司发电燃煤采购全部委托江西省投资集团公司控股的江西省投资电力燃料有限责任公司统一组织供应，煤炭主要来自安徽、河南、陕西及江西省内。09 年前三季度公司的销售毛利率稳定在 18%，但随着煤炭价格的上涨，09 年第四季度和 10 年第一季度，公司销售毛利率快速下降至 9% 和 13%。10 年全年来看，预计动力煤价格上涨 10%，公司毛利率将在 09 年基础上进一步下降。

图 1：国内动力煤价格走势



资料来源：煤炭资源网，国都证券研究所

2、优质项目建成仍需时日，但会带来公司业绩大幅增长

公司重点发展的三大项目分别是一个大型火电项目和两个核电项目。

丰电三期（2*100 万千瓦）由公司与集团共同出资 79.5 亿元建设，赣能股份和集团分别占比 55%、45%。目前已经通过省发改委并已经上报至国家发改委审核。如果能够顺利获批，将在 1-2 年内投产。

公司计划参股江西彭泽核电项目和万家山核电。彭泽核电由中电投集团公司控股开发，公司计划参股 20%。预计投资额 600 亿元，首期工程规划装机 500 万千瓦，建设 4 台 125 万千瓦机组，后期续建 2 台 150 万千瓦机组，总装机容量将达 800 万千瓦，发电量相当于目前江西省的发电总和；09 年 3 月，核电项目前期最关键的“两评”报告--《江西彭泽核电厂厂址安全分析报告》和《江西彭泽核电厂环境影响报告书》已获得通过，正在等待国务院最终批准。拿到路条到建成投产，大概需要 4 年时间。

公司与中核集团、赣粤高速共同出资开发万安烟家山核电厂项目。该项目进展较缓慢，处于前期工作阶段。三方出资比例拟为：中核集团出资比例为 51%，本公司和赣粤高速共同出资比例为 49%，公司和赣粤高速的最终比例由江西省发展和改革委员会（能源局）确定。

在不考虑上调上网电价的情况下，预计丰电三期给公司年均贡献净利润为 5000 万元，彭泽核电项目贡献 2.6 亿元净利润，相当于公司 09 年净利润的 4 倍，将大幅提升公司业绩。

3、引入战略投资者实现双重目的

公司在 08 年 7 月实施了资产置换，置入了丰电二期机组，二期使用银行贷款比例较高，进一步提升了公司的资产负债率。07-09 年公司的资产负债率分别为 30%、79%、77%，财务费用较高对公司业绩构成拖累。公司希望通过股权融资方式引入战略投资者，主要定位于煤炭或者电力类央企，一方面缓解公司资金压力，另一方面为实现强强联合，在投资、项目、管理等方面加强合作。

4、业绩预测和投资评级

公司战略定位仍然是集中精力发展电力主业，近期主要目标是推进丰电三期、彭泽和烟家山核电项目，但是丰电三期、核电项目还需要 2-4 年才能贡献业绩。预计公司 2010-12 年每股收益分别是 0.12、0.21、0.26 元，对应静态市盈率分别为 52、30、24 倍，给予“中性-A”投资评级。

表 1：赣能股份盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	641	2256	2168	2340	2480	2604
减：营业成本	598	1905	1830	2010	2115	2220
营业税金及附加	4	18	15	16	17	18
管理费用	60	67	48	113	120	126
财务费用	29	311	278	225	188	157
资产减值损失	1	0	8	0	0	0
加：投资收益	87	93	102	100	103	106
公允价值变动损益	1	-17	3	0	0	0
营业利润	38	32	95	76	143	189
加：其他非经营损益	6	0	0	0	0	0
利润总额	44	32	95	76	143	189
减：所得税	0	4	14	0	10	21
净利润	44	28	81	76	133	168
减：少数股东损益	9	-8	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	35	36	81	76	133	168
每股收益 (EPS)	0.05	0.06	0.12	0.12	0.21	0.26
市盈率 (P/E)	114	111	49	52	30	24

资料来源：Wind 资讯，国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			