

申能股份（600642）：高效机组调度优势明显 供气量增加促业绩成长 增持（维持）

电力行业

2009年2月23日

联系人：车玺 010-66045572 chex@txsec.com
组长：张勋 010-66045543 zhangx@txsec.com

事件描述：

近日，我们对申能股份进行了拜访，就公司火电机组的利用效率情况、天然气供应市场状况以及公司规划项目的进展情况与公司有关人员进行了交流。

评论：

1. 火电机组利用效率保持领先，煤价回落促盈利回升。

据我们了解，公司下属火电机组08年运行的平均负荷率在78%左右，我们预计公司08年机组利用小时高于6000小时，机组利用效率高于上海地区和全国范围平均水平，高效机组的调度优势较为明显。上海地区的电力消费结构特点（第二产业用电量比重低于全国约9个百分点，第三产业用电量比重高于全国约11个百分点）使得当地的电力消费量在本次经济下行周期中表现出相对的刚性。世博会的举办和迪斯尼的落户，未来上海地区第三产业的电力消费比重将继续扩大。09年上海地区几乎没有新机组投产，加之需求市场的相对稳定以及机组的优先调度优势，09年公司机组的利用小时将会得到较好的保障。尽管2010年后，上海地区外来电会有所增加，但我们认为本地区主力机组的利用小时将不会受到较大影响。

08年公司发电业务的标煤采购成本较07年增加了50%左右，公司电力业务的赢利能力大幅下滑。随着市场煤价的回落，考虑到合同煤价格小幅上涨，我们测算公司09年的标煤单价较08年下降12%左右，公司电力业务的毛利率水平将大致恢复到07年66%左右。

2. 天然气购销价差长期趋于稳定，业务量成长空间巨大。

此前公司天然气供应业务的气源来自公司唯一的油气资源——东海平湖油田和西气东送，08年开始接受少量进口LNG作为试供，09年开始将会逐渐增加进口LNG和川气东送的天然气量，预计这部分气源的购进价格将高于公司自己开采的天然气和西气东送的价格，短期内对公司天然气供应业务的盈利水平造成负面影响。但是，从天然气供应业务的本质属性来看，政府应会保证其合理的利润空间。因此我们认为，公司这项业务的盈利水平长期将会保持稳定。当前和未来一段时期，上海地区的天然气市场将持续供不应求的状态，《上海能源发展“十一五”规划》提出2010年全市天然气供应量达到55-60亿立方米，相当于目前供气量的2倍左右。作为上海天然气资源的垄断供应商，公司未来2年的业务量将会出现较快的增长。

3. 油田扩建项目勘探初见成效，大量在建机组保障公司业绩成长性。

公司所属的东海平湖油田的扩建项目，其勘探工作已有一定成果，但何时产出及产量情况当前还面临不确定性。公司投资及参股的上海临港燃气电厂一期（4*35万千瓦）项目、华能石洞口（2*60万千瓦）项目、上海申能长江口电厂（2*30万千瓦）以及芜湖核电一期（2*100万千瓦）项目均在筹备中，秦山核电二期扩建（2*65万千瓦）项目已开建，预计2010-2011年投产，公司的项目储备给未来业绩的成长打下良好基础。



4. 估值处于合理区间，暂时维持“中性”评级。

我们预计公司2008-2010年EPS分别为0.25元、0.39元和0.45元，以2月20日收盘价为基准，对应动态PE分别是30倍、19倍和17倍。考虑到公司主业的结构特性以及09年行业的运行环境，我们认为公司当前的估值水平处于合理范围，暂时维持“中性”评级。

5. 主要风险提示。

市场煤价超预期上涨将降低公司电力业务盈利能力的回升幅度，上海地区的电力需求若恶化严重将影响公司发电机组的利用效率，天然气供应量增长幅度若不达预期将减少天然气供应业务的收入和利润规模。

表 1：盈利预测表（单位：万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	825713	1091269	1454231	1618466
增长率(%)	-6.89%	32.16%	33.26%	11.29%
毛利率(%)	27.54%	16.37%	18.84%	18.52%
减：营业成本	598332	912673	1180217	1318767
营业税金及附加	15026	19858	26464	29452
销售费用	273	285	360	452
管理费用	31316	30556	43627	48554
财务费用	2878	38194	31993	29132
期间费用率(%)	4.17%	6.33%	5.22%	4.83%
加：投资收益	137494	43651	65440	80923
营业利润	294245	128697	232355	268375
增长率(%)	21.44%	-56.26%	80.54%	15.50%
加：营业外收入	196	2090	0	0
减：营业外支出	79	336	0	0
利润总额	294362	130451	232355	268375
减：所得税	50905	32613	58089	67094
实际所得税率(%)	17.29%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	243457	97838	174266	201281
归属母公司净利润	185612	73379	113273	130833
增长率(%)	8.18%	-60.47%	54.37%	15.50%
净利润率(%)	22.48%	6.72%	7.79%	8.08%
少数股东损益	57845	24460	60993	70448
每股收益（元）	0.64	0.25	0.39	0.45

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：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002