

申能股份

600642

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/03
RMB7.92	

基础数据

总股本（百万股）	2890
流通 A 股（百万股）	2890
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	24013

财务数据

市净率 (X)	1.79
TRACING P/E (X)*	25.31
EPS (元)	0.17
股息率 (%)	3.97

*最近四季盈利计算。

相关研究

天然气管网业务是重要增量

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	8257.1	9129.1	10760.4	11804.3	15717.1
(+/-%)	-6.9	49.0	30.3	9.7	33.1
归属母公司净利润(百万元)	1856.1	503.5	351.6	503.1	638.2
(+/-%)	8.2	-64.3	-81.1	43.1	26.9
EPS(元)	0.64	0.17	0.28	0.41	0.52
P/E(倍)	12.9	47.7	28.3	19.3	15.2

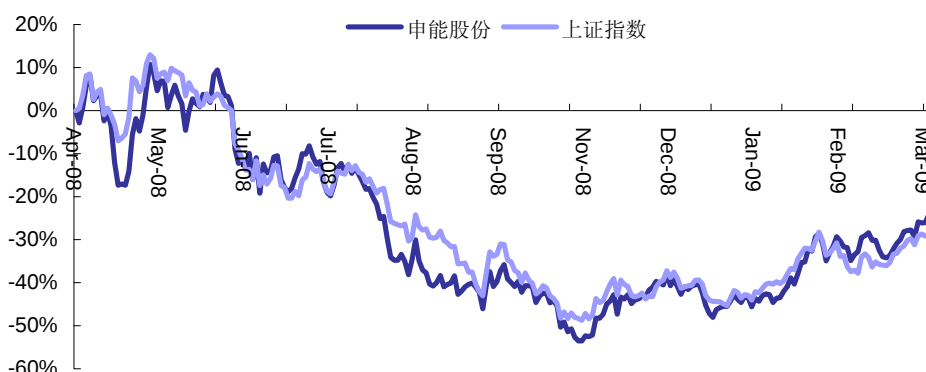
■ 无论从收入利润的构成还是从对业务的控制力上，公司已是一个综合能源供应商。从净利润贡献率来看，石油天然气业务基本与电力业务平分秋色，特别是在 2008 年燃煤成本大幅上升的情况下，公司的石油天然气业务成为公司盈利的重要支撑。

■ 天然气管网业务将是重要的业绩增长来源。上海天然气管网公司（控股 60%）经营上海市的高压天然气管网业务，随着“川气东送”和马来西亚 LNG 气源的增加，供气量将大幅增长，按照规划，上海市 2009 天然气供气量 40 亿立方米，2010 年 60 亿立方米，2015 年将达 100 亿立方米。该业务的最大不确定性在于：由于 LNG 价格将远高于国内气源，因此如果终端天然气价格不能及时上调，则公司的天然气管网业务将面临“增收不增利”的风险。上海石油天然气公司（控股 40%）经营平湖油气田的勘探开采，近年来原油和天然气的开采量呈逐年缓慢下降的趋势。

■ 电力业务未来两年有稳定增量。除了 2008 年投产的外高桥三期百万机组外，公司的在建拟建电力项目还包括临港新区的燃气电厂、石洞口二期扩建、长江口、秦山核电二期扩建及芜湖核电。

■ 按照当前市场情况，我们给予电力业务 20 倍 PE，石油天然气业务 25 倍 PE。按照我们 2009 年的盈利预测，公司的合理价值为 8.95 元；如果按照 2010 年计算，则合理价值在 9.55-11.55 元。目前公司股票价格 7.92 元，给予“增持”评级。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 王 爽
 +755-82493570
 wangshuang@lhqz.com

业务构成：综合能源供应

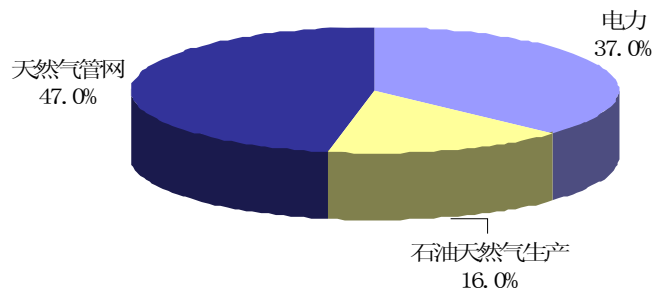
申能股份的主营业务由“电力业务”和“石油天然气业务”两大部分构成。其中，石油天然气业务还可细分为石油天然气的生产和天然气管网运营，前者由控股40%的上海石油天然气公司经营，后者由控股60%的上海天然气管网公司经营。电力业务方面，公司以参股电厂为主，目前只有外高桥三期、吴泾第二、星火热电（仅2.4万千瓦）是控股电厂。

石油天然气业务已成为公司主要的收入来源

图1显示，目前，石油天然气业务已成为公司主要的收入来源，2008年上半年在总营业收入占比63%，其中管网业务占总营业收入的47%，而电力业务占比37%。从净利润贡献率来看，石油天然气业务也基本与电力业务平分秋色，特别是在2008年燃煤成本大幅上升的情况下，公司的石油天然气业务成为公司盈利的重要支撑，2008年上半年净利润贡献率达56.7%。

无论从收入利润的构成还是从对业务的控制力上，应该说，公司已是一个综合能源供应商，不能简单归入电力企业。

图1、申能股份营业收入构成（2008年中期）



来源：公司报告

表1、分业务盈利比较（单位：百万元）

	2007	收入	毛利	净利润	净利润贡献率
电力业务		1947.6	736.0	1130.1	46.4%
石油天然气业务		4033.4	1534.2	815.0	33.5%
	2008H1	收入	毛利	净利润	净利润贡献率
电力业务		1845.3	162.4	215.7	27.1%
石油天然气业务		3140.2	1534.2	451.0	56.7%

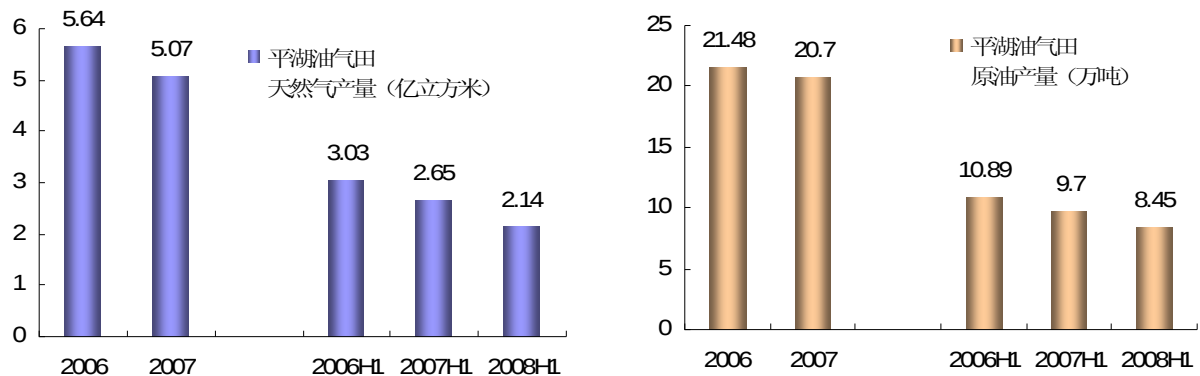
来源：公司报告、联合证券研究所（注：二者净利润加总不等于100%的原因是，申能资产管理公司贡献了较多投资收益）

石油天然气业务：管网公司增长空间大

平湖油气田产量逐年下降，收入受价格影响大

公司控股 40% 的上海石油天然气公司经营平湖油气田的勘探开采，探明储量原油 800 万吨，天然气 108 亿立方米，1998 年 11 月油田投产，1999 年 4 月气田投产，截至目前已开采原油 370 万吨和天然气 30 亿立方米。随着油气田的不断开采，近年来开采量呈逐年缓慢下降的趋势（图 2），年下降幅度在 12-15% 左右。该部分业务受价格影响较大，原油基本是市场定价，天然气虽为政府定价但近年也随市场变动。因此，虽然产量下降，但收入的变化不很确定。

图 2、平湖油气田近年油气产量



来源：公司报告

管网公司的供气增量，价格问题是增利关键

上海天然气管网公司经营上海市的高压天然气管网业务，类似于天然气长输业务。气源目前分为“东气”和“西气”，“东气”来自平湖油气田（约占 18%），“西气”来自西气东输一线，2007 年供气量为 27.76 亿立方米，预计 2008 年供气量为 30 亿立方米。销售的下游客户如表 2 所示。

按照规划，上海市 2010 年的供气量将比现在翻一番，实际可能略少

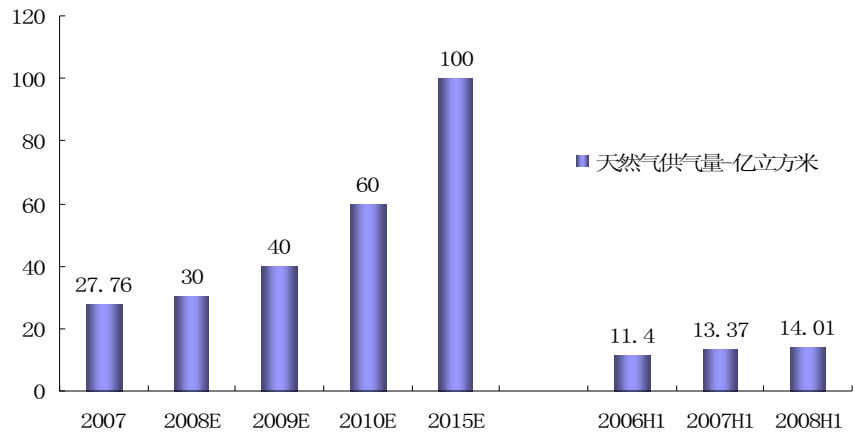
目前，上海市的城市居民天然气并不普及，居民天然气用户约占 50%，工业用气也比较紧缺，主要原因是气源不足，因此，只要解决气源问题，上海的天然气用量就会有很大增长。“川气东送”和进口 LNG 未来将成为上海市新的气源供应，按照规划，上海市 2009 年天然气供气量 40 亿立方米，2010 年 60 亿立方米，2015 年将达 100 亿立方米，也就是说，如果实现的话，2010 年的供气量将比现在翻一番。不过，结合当前的经济危机，我们认为天然气量的规划可能无法达到，我们预计 2009 年供气量 27 亿立方米，2010 年为 48 亿立方米。

表 2、上海天然气管网公司（申能控股 60%）的供气用户

用户	比例
上海燃气集团（主要向城市居民供应）	60%
燃气电厂	17%
直供大工业用户（如宝钢等）	23%

来源：公司信息

图 3、天然气管网公司天然气供应量及上海市规划



来源：公司信息

川气东送即将实现

即将进入上海的两个气源是川气东送和洋山进口 LNG:

(1) “川气东送”年输送天然气 120 亿立方米，预计最迟今年 6 月底一期 20 亿立方米天然气生产和运输能力就可以实现，到 2010 年之前全部 120 亿立方米天然气生产和运输可以实现。

图 4、川气东送路线图



来源：人民网

洋山 LNG 基础设施已建成

(2) 洋山 LNG 项目分二期，总规模为年进口 600 万吨 LNG，一期包括 LNG 接收站和海底输气干线，建设规模为每年满足进口 300 万吨 LNG，每年向上海市区供应约 40 亿立方米 LNG。码头主体工程 and 海底输气管线铺设工程已于 2008 年底竣工，工程计划于 2009 年 2 月投入试运行。该项目由中能集团（占 55% 股份）、中海油（占 45% 股份）负责。目前进口 LNG 气源是马来西亚 LNG，马来西亚是全球第二大 LNG 供应商，马来西亚国家石油公司也是中海油的 LNG 供应商。

进口 LNG 价格大大高于国内气源

进口 LNG 的定价方式不同于其他国内气源，国内天然气定价由政府掌握，例如西气东输的价格是参照原油、LPG 和煤炭价格每年调整，但年调整幅度不超过 8%。而国际 LNG 近年虽然谈判定价的灵活性较高，但基本还是以原油价格为基础，2008 年国际原油价格高涨，LNG 价格也由过去平均 3.35 美元/MBtu 涨到约 8 美元/MBtu。目前中国主要城市天然气门站价格仅为每立方米 1-2 元（中能拿到的城市门站价格大约 1.5 元/立方米），而按照目前的 LNG 到岸价格，城市门站价格要

天然气管输价格不上调，燃气管网业务可能“增收不增利”

达到每立方米 2.8 元。

目前马来西亚 LNG 的价格尚未确定，但 2006 年媒体曾报道中海油谈判定价在 5-6 美元/MBtu，这一价格是远高于国内气源的。如果天然气管输价格不能及时上调，则公司的天然气管网业务将面临“增收不增利”的风险。2007 年公司天然气管网收入为 37.1 亿元，净利润 2.4 亿元，净利润率约 6.5%，毛利率约 18%。

电力业务：有稳定增量

2008 年 3 月和 6 月公司控股电厂外高桥三期电厂投产，2 台 100 万千瓦的高效能机组成为公司带来利润增长，2008 年供电煤耗 287 克/千瓦时，2008 年 12 月至 2009 年 1 月份供电煤耗 280 克/千瓦时，外三将成为公司盈利最好的机组。

公司的在建拟建电力项目如表 3 所示。临港新区的燃气电厂靠近洋山港，预计将会采用进口 LNG，价格问题是这个电厂的盈利关键，我们预计该电厂将于 2010 年投产，目前已获得发改委同意开展前期工作。秦山核电二期扩建工程将于 2010-2011 年投产，将为公司带来更多的分红，我们预计完全投产后年分红在 1 亿元左右。

表 3、申能股份电力资产一览

控股电厂	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益比例
吴泾第二	120	2*60	51%
星火热电	2.4	2*1.2	75%
外高桥三期	200	2*100	40%
参股电厂			
外高桥	120	4*30	49%
外高桥二期	180	2*90	40%
吴泾发电	60	2*30	50%
漕泾热电	60	2*30	30%
华能燃机		3*39	30%
华东天荒坪抽水蓄能	180	6*30	25%
浙江桐柏抽水蓄能	120	4*30	25%
池州九华	60	2*30	20%
在建拟建			
临港燃气	160	4*40	开展前期工作
华能石洞口二期扩建	120	2*60	待核准
长江口（崇明岛）	60	2*30	筹建
芜湖核电	200	2*100	筹建
秦山核电联营二期扩建	132	2*66	12%

来源：公司公告

盈利预测与估值

主要预测假设：1、2009 年市场煤价与当前持平，合同煤价格上涨 8-10%，电力业务毛利率恢复至 2008 年一季度水平；2、2009 年总发电量同比下降 8%，2010 年比 2009 年回升 2%；3、不计入证券投资的收益、不计申能资产管理公司的投资收益；4、秦山核电与秦山第三核电 2009-2010 年分红为每年 4 亿元；4、临港

燃气电厂于 2010 年投产发电；5、管网公司 2009 年供气量 27 亿立方米，2010 年为 48 亿立方米；6、石油天然气业务综合毛利率比 2008 年下降 4 个百分点，2010 年设置两种情况（不变、下降 5 个百分点）；6、石油天然气公司 2009-2010 年收入同比下降 15%和 5%。

表 4、持有证券明细

持有证券	持有股数	初始投资额	每股成本	4 月 3 日收盘
海通证券	92,772,348	121,428,400	1.31	13.89
交通银行	20,589,900	24,981,280	1.21	6.89
广深铁路	28,122,498	105,740,592	3.76	4.57

来源：2008 年中期报告

估值与评级：我们认为，应分两部分进行估值，按照当前市场情况，电力业务给予 20 倍 PE，石油天然气业务给予 25 倍 PE。按照我们 2009 年的盈利预测，公司的合理价值为 8.95 元；如果按照 2010 年计算，则合理价值在 9.55-11.55 元（对 2010 年的预测情景二未在表 5 中列出，每股收益 0.44 元，其中天然气业务 0.15 元）。目前公司股票价格 7.92 元，给予“增持”评级。

表 5、利润表预测

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入				
营业收入	8257.1	10760.4	11804.3	15717.1
电力	2683.6	4480.0	6365.3	7272.0
石油天然气	5567.6	6280.4	5439.0	8445.1
营业成本	5983.3	8849.9	9379.7	12501.0
电力	1947.6	4076.8	5028.5	5744.9
石油天然气	4033.4	4773.1	4351.2	6756.0
营业税金及附加	150.3	203.7	230.9	298.6
销售费用	2.7	2.0	3.0	4.0
管理费用	313.2	341.9	394.3	502.9
财务费用	28.8	185.0	170.0	160.0
资产减值损失	46.6	0	0	0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0	0
投资净收益	1374.9	320.9	556.2	561.0
其中：对联营合营企业的投资收益		169.4	556.2	561.0
二、营业利润				
营业利润	2942.5	1500.9	2185.5	2815.5
营业外收入	2.0	25.0	25.0	25.0
营业外支出	0.8	4.0	4.0	4.0
三、利润总额				
利润总额	2943.6	1521.9	2206.5	2836.5
所得税费用	509.1	350.0	529.6	709.1
未确认的投资损失	0.0			
四、净利润				
净利润	2434.6	1171.8	1676.9	2127.4
少数股东损益	578.5	820.3	1173.9	1489.2
归属于母公司所有者的净利润	1856.1	351.6	503.1	638.2
每股收益	0.64	0.28	0.41	0.52
（其中：电力业务）			0.26	0.29
（其中：石油天然气业务）			0.15	0.23

来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。