

电力研究小组
 联系人: 彭全刚
 010-88087783
 pengqg@maschina.com.cn

2009年4月30日

申能股份 (600642.SH)/9.4元

规模高质量扩张的效益将逐步显现

公用事业·电力

11~11.5

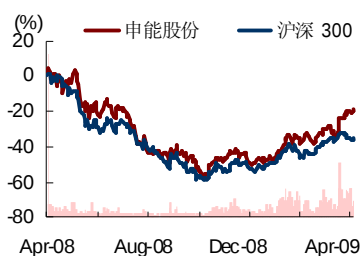
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2468
总股本(万股)	288963
已上市流通股(万股)	288963
总市值(亿元)	272
流通市值(亿元)	272
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	38.2%
主要股东	申能(集团)有限公司
主要股东持股比例	50.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	68	-10
相对表现	11	11	21



相关报告

申能股份 2008 年实现净利润 5.9 亿元, 折合每股收益 0.21 元。2009 年一季度实现净利润 5.6 亿元, 折合每股收益 0.19 元, 一季度盈利已经接近 08 年全年水平, 在电力上市公司中非常突出。外高桥三期投产后的规模效益将逐步显现, 作为少数股东投资核电和抽水蓄能电站盈利良好, 预计 09、10 年每股收益分别为 0.52 元、0.65 元, 首次给予“审慎推荐”的投资评级。

q **盈利能力大幅回升, 规模扩张增加利润。**一季度公司实现营业收入 36 亿元, 同比增加 47%, 主要是外高桥三期 2 台百万千瓦机组投产带来的规模增加以及上调电价的影响。供营业成本同比上涨 51%, 主要来自于规模的扩张和燃料成本的增加。受外高桥三期发电投产后借款利息费用化的影响, 公司财务费用同比增长 556%。尽管 08 年一季度是全年盈利最好的一个季度, 09 年一季度净利润仍然同比增长 28%, 显示出较强的盈利能力。

q **收入环比下降 5%, 净利润环比大增 296%。**与 08 年四季度相比, 公司收入下降 5%, 但与此同时成本下降更快, 降幅达到 11%。受降息的影响, 同时公司基金进行财务管理, 公司财务费用环比下降 37%。08 年四季度由于参股的火电企业多数亏损, 公司投资收益为 -0.14 亿元; 而 09 年一季度由于采用成本法核算的核电、抽水蓄能电站分红到账, 投资收益大幅上升为 3.3 亿元。虽然投资收益的总数与 08 年一季度基本持平, 但是结构上有较大变化, 公司参股的火电企业在 08 年多数亏损, 而核电企业贡献利润大幅增加。。

q **规模效益明显, 经济效益领先。**公司外高桥二期、三期都是全国最先进的火电机组, 煤耗水平远低于全国平均水平。其中外高桥三期全年供电煤耗仅为 287 克/千瓦时, 12 月份供电煤耗仅为 280 克/千瓦时, 达到世界领先水平。较低的煤耗水平形成了公司的核心竞争力, 经济效益远好于同行, 在行业回暖的过程中也能提前恢复盈利。。

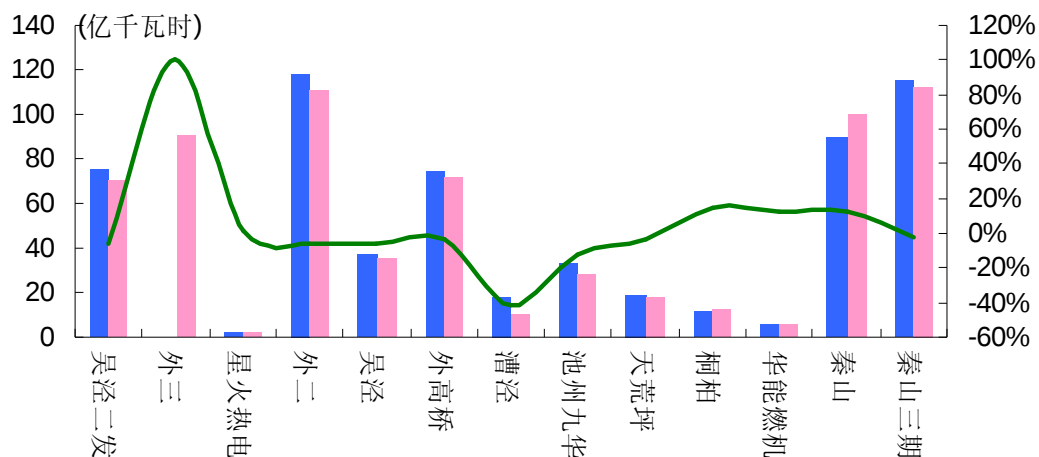
q **看好公司未来发展, 给予“审慎推荐-A”的投资评级。**预计公司 2009、2010 每股收益分别为 0.52 元和 0.65 元, 按照 20 倍市盈率计算, 每股价值 10.4 元。公司持有的海通证券、交通银行、广深铁路等金融资产折合每股价值 0.6 元, 合计每股价值在 11 元以上, 首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	8868	8257	12917	14467	16203
同比增长	11%	-7%	56%	12%	12%
营业利润(百万元)	2453	3107	1158	1779	2220
同比增长	19%	27%	-63%	54%	25%
净利润(百万元)	1746	2021	597	1497	1868
同比增长	30%	16%	-70%	151%	25%
每股收益(元)	0.60	0.70	0.21	0.52	0.65
PE	15.6	13.5	45.6	18.2	14.6
PB	2.2	1.9	2.1	1.9	1.8

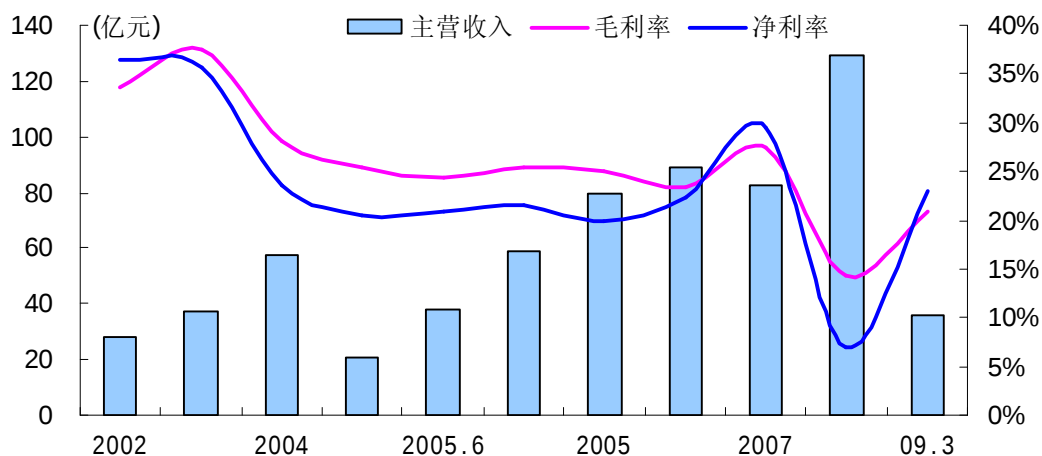
资料来源: 招商证券

图1: 申能股份发电量变化情况



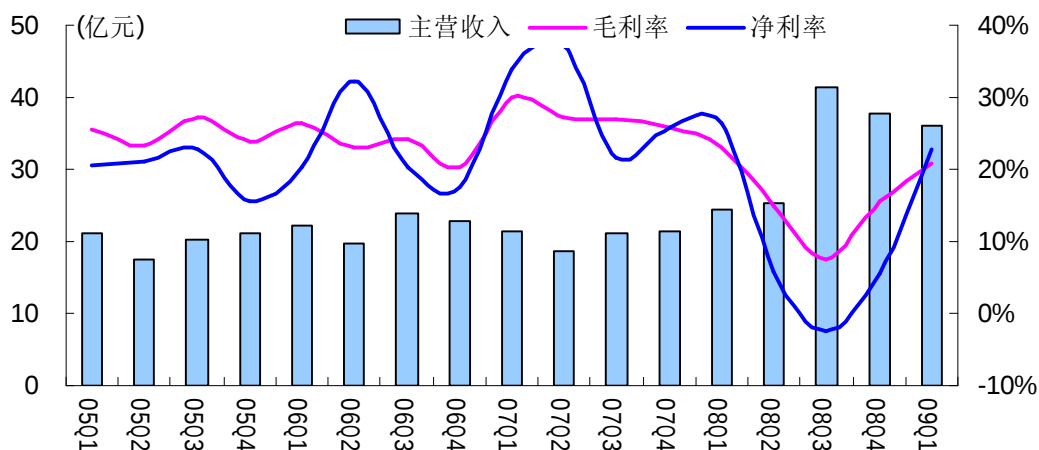
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 申能股份年度收入和利润率指标比较



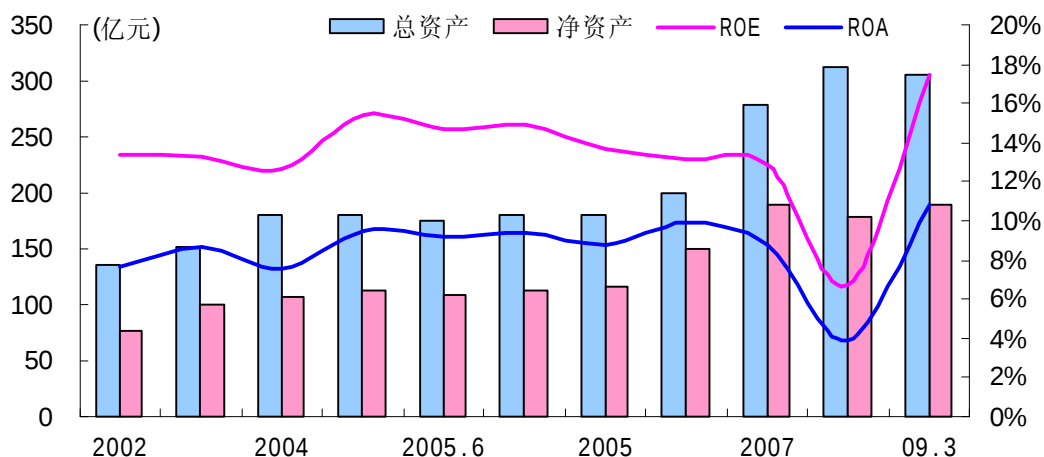
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 申能股份季度收入和利润率指标比较



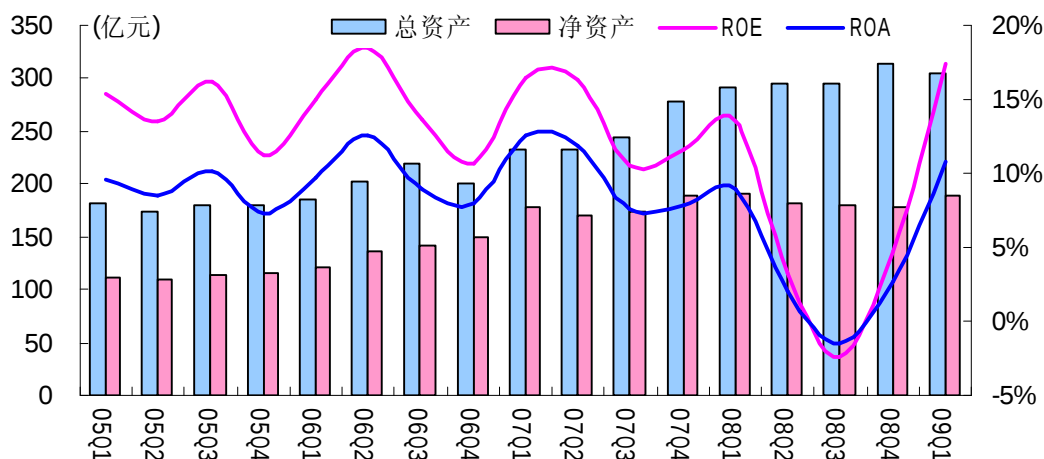
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 申能股份年度资产收益率指标比较



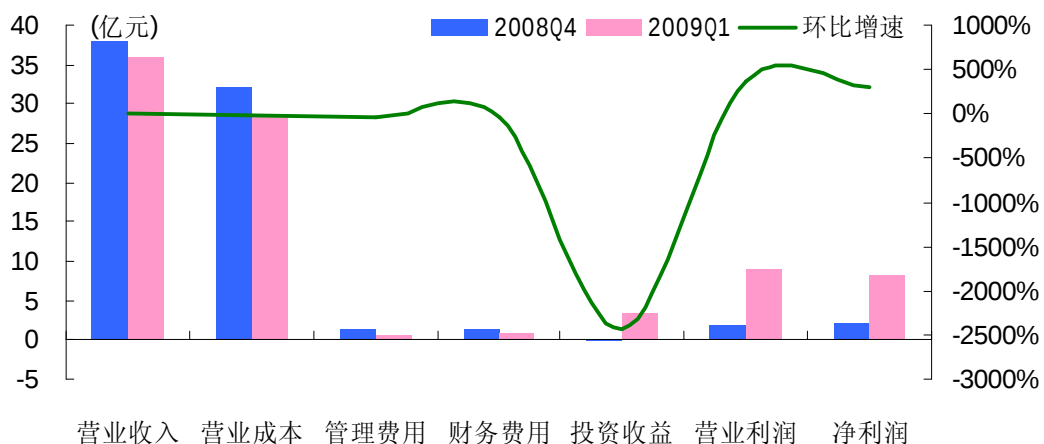
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 申能股份季度资产收益率指标比较



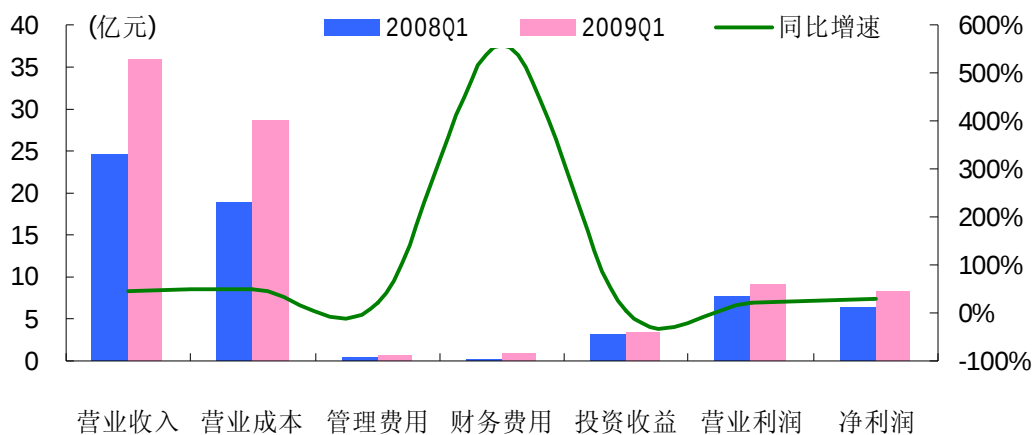
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 申能股份季度经营指标环比变动比较



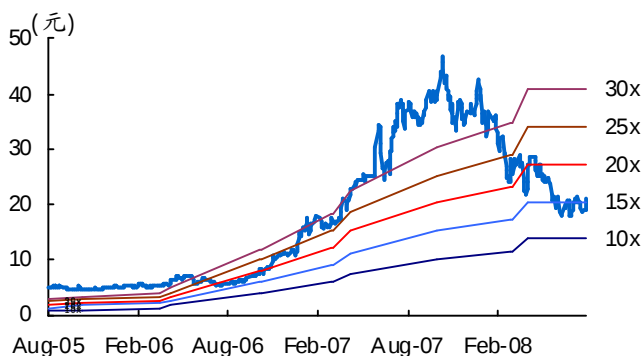
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7: 申能股份季度经营指标同比变动比较



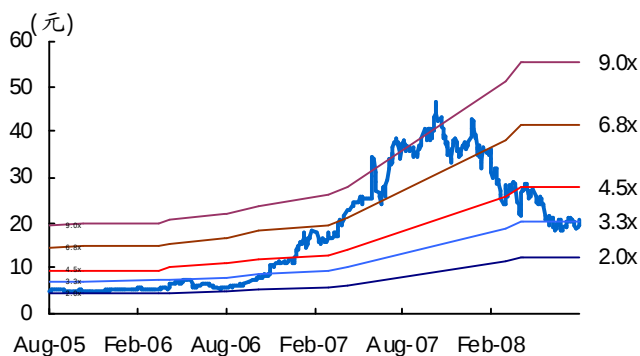
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图 8: 申能股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 9: 申能股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	2924	4757	7369	15897	17144
现金	2334	3546	5487	5500	5500
交易性投资	27	0	0	0	0
应收票据	6	9	2	289	324
应收款项	413	611	1076	3544	3970
其它应收款	30	28	157	723	810
存货	85	212	448	4941	5534
其他	29	352	199	898	1006
非流动资产	17068	23081	23957	19578	18307
长期股权投资	6719	6400	6481	6481	6481
固定资产	5712	6041	13741	12044	10773
无形资产	0	5	3	3	2
其他	4637	10635	3732	1051	1051
资产总计	19992	27838	31326	35475	35451
流动负债	3339	4998	7359	11464	10214
短期借款	1549	2055	3406	6173	4300
应付账款	455	1185	1445	1996	2236
预收账款	22	51	25	2995	3354
其他	1313	1707	2484	300	324
长期负债	1668	3955	6139	5120	5020
长期借款	780	3528	5220	5120	5020
其他	888	426	919	0	0
负债合计	5008	8953	13498	16584	15234
股本	2890	2890	2890	2890	2890
资本公积金	3100	3975	3404	3404	3404
留存收益	6282	7214	6853	7901	9208
少数股东权益	2713	4807	4681	4697	4715
母公司所有者权益	12272	14079	13147	14195	15502
负债及权益合计	19992	27838	31326	35475	35451

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	2555	2213	1435	-3834	2488
净利润			597	1497	1868
折旧摊销			0	1563	1397
财务费用			0	623	504
投资收益			0	-550	-650
营运资金变动			0	-7294	-639
其它			838	328	8
投资活动现金流	-1418	-1317	-3111	2529	-100
资本支出			0	-100	-100
其他投资			-3111	2629	0
筹资活动现金流	26	315	3617	1318	-2388
借款变动			0	2685	-1973
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	-449	-560
其他			3617	-917	146
现金净增加额	1163	1211	1941	13	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	8868	8257	12917	14467	16203
营业成本	6788	5983	11075	9982	11180
营业税金及附加	94	150	265	29	32
营业费用	2	3	3	434	486
管理费用	193	313	334	2170	2430
财务费用	141	29	372	623	504
资产减值损失	109	47	17	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	910	1375	307	550	650
营业利润	2453	3107	1158	1779	2220
营业外收入	4	2	70	0	0
营业外支出	5	1	3	0	0
利润总额	2453	3108	1225	1779	2220
所得税	448	509	320	267	333
净利润	2005	2599	905	1512	1887
少数股东损益	259	578	308	15	19
母公司所有者净利润	1746	2021	597	1497	1868
EPS (元)	0.60	0.70	0.21	0.52	0.65

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	11%	-7%	56%	12%	12%
营业利润	19%	27%	-63%	54%	25%
净利润	30%	16%	-70%	151%	25%
获利能力					
毛利率	23.5%	27.5%	14.3%	31.0%	31.0%
净利率	19.7%	24.5%	4.6%	10.3%	11.5%
ROE	14.2%	14.4%	4.5%	10.5%	12.0%
ROIC	12.2%	10.7%	4.3%	6.7%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	32.2%	43.1%	46.7%	43.0%
净负债比率	11.7%	20.4%	27.8%	32.1%	26.6%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.4	1.7
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	53.1	40.4	33.6	3.7	2.1
应收帐款周转率	15.3	16.1	15.3	6.3	4.3
应付帐款周转率	8.8	7.3	8.4	5.8	5.3
每股资料(元)					
每股收益	0.60	0.70	0.21	0.52	0.65
每股经营现金	0.88	0.77	0.50	-1.33	0.86
每股净资产	4.25	4.87	4.55	4.91	5.36
每股股利	0.18	0.14	0.10	0.16	0.19
估值比率					
PE	15.6	13.5	45.6	18.2	14.6
PB	2.2	1.9	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	11.8	10.7	15.6	10.9	10.5

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。