

2009 年 06 月 13 日

市场数据(人民币)

市价(元)	9.52
已上市流通 A 股(百万股)	2,889.63
总市值(百万元)	27,509.29
年内股价最高最低(元)	10.30/5.11
沪深 300 指数	2906.29
上证指数	2743.76
2007 年股息率	2.81%


相关报告

- 1 《盈利恢复明显》，2009.4.30
- 2 《两个增长点推动公司业绩回暖》，2009.2.16

新能源与公用事业小组
赵乾明

 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

张帅

 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

申能股份 (600642.SH)

——秦山核电是稳定利润来源


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.627	0.642	0.205	0.615	0.634	0.733
净利润增长率	34.86%	2.49%	-68.07%	197.72%	3.04%	15.54%
先前预期每股收益(元)				0.571	0.607	0.633
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.613	0.658	0.681
市盈率(倍)	11.66	27.42	29.21	15.29	13.98	12.18
行业优化市盈率(倍)	16.33	36.43	16.21	16.21	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.33	11.01	N/A	0.08	4.88	0.83
已上市流通 A 股(百万股)	1,328.28	1,394.65	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63
总股本(百万股)	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 我们于 2009 年 6 月 12 日, 参观拜访了秦山核电二期、三期; 对秦山核电二期、三期的运营情况进行了调研。
- 6 月 11 日, 申能股份公告, 拟投资建设临港燃气一期。
- 根据此次去秦山调研结果和公司拟投资建设临港燃气的公告, 我们上调了盈利预测; 预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.615 元、0.634 元和 0.733 元。
- 申能股份目前 09xPE15.47 倍, 09xPB1.891 倍, 估值在电力板块中较低; 我们继续维持对公司的买入评级。

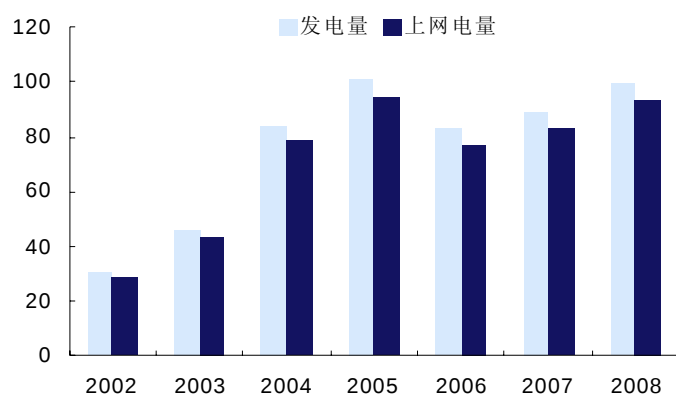
秦山二期、三期进入稳定利润贡献期

- 我们于 2009 年 6 月 12 日，参观拜访了秦山核电二期、三期。

秦山二期

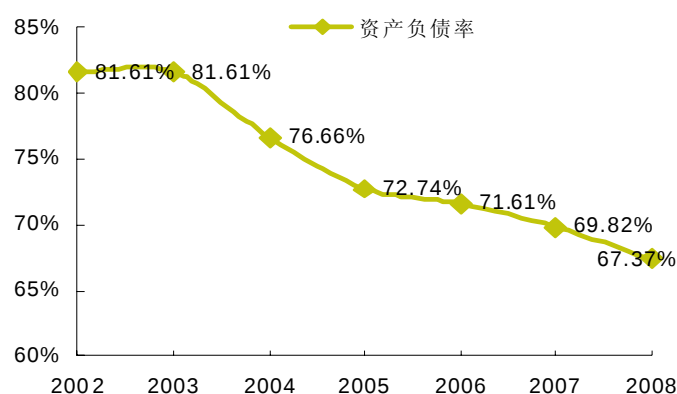
- 申能股份参股中核集团核电秦山联营有限公司（秦山二期）股权 12%；秦山二期计划装机规模为 4×65 万千瓦，其中#1-2 机组（ $2 \times 650\text{MW}$ ）分别于 2002 年 4 月和 2004 年 5 月投产发电，扩建工程#3-4 机组（ $2 \times 650\text{MW}$ ）目前正在建设中。
- 秦山二期自 2004 年开始，发电量进入稳定期，而随着国内外贷款的逐年偿还，公司资产负债率显著下降，利润稳定增加。

图表1：秦山二期历史发电量 单位：亿千瓦时



来源：国金证券研究所

图表2：秦山二期投产以来资产负债率显著下降

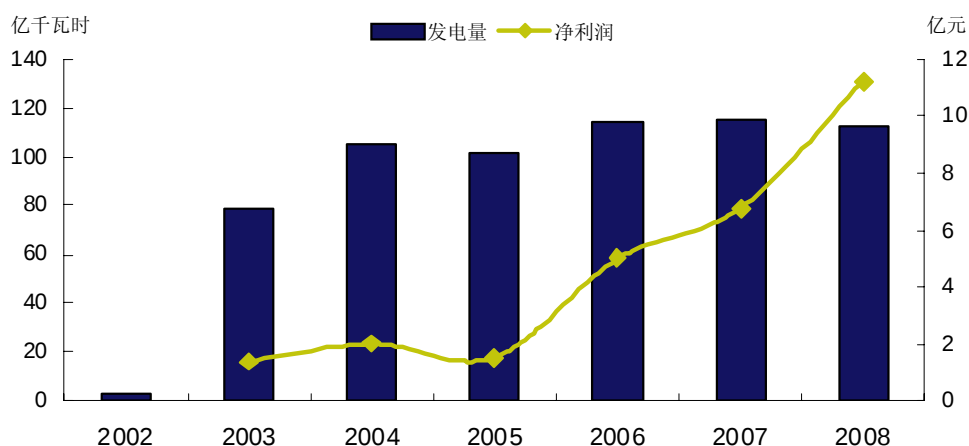


- 目前核电秦山采取的分红政策是归属于股东所有净利润基本上全部分红分掉，2008 年秦山二期销售收入 31.28 亿元，申能股份收到分红 8170 万元。
- 随着秦山二期扩建工程的建设，未来资产负债率将有所上升（目前#1-4 机组合计贷款 5 亿美元），但秦山二期电价具备上调的可能，目前二期上网电价 0.393 元/千瓦时（浙江标杆电价 0.463 元/千瓦时，秦山三期电价 0.464 元/千瓦时）；因此只要未来二期分红政策不改变，其对申能的利润贡献将继续维持稳定增加的势头。

秦山三期

- 申能股份参股中核集团秦山第三核电有限公司（秦山三期）股权 10%；秦山三期装机规模为 2×70 万千瓦，于 2003 年投产。
- 秦山三期利润自 2005 年开始每年都有较大的增长，与二期一样，净利润也完全用于分红。

图表3: 秦山三期历史发电量与净利润



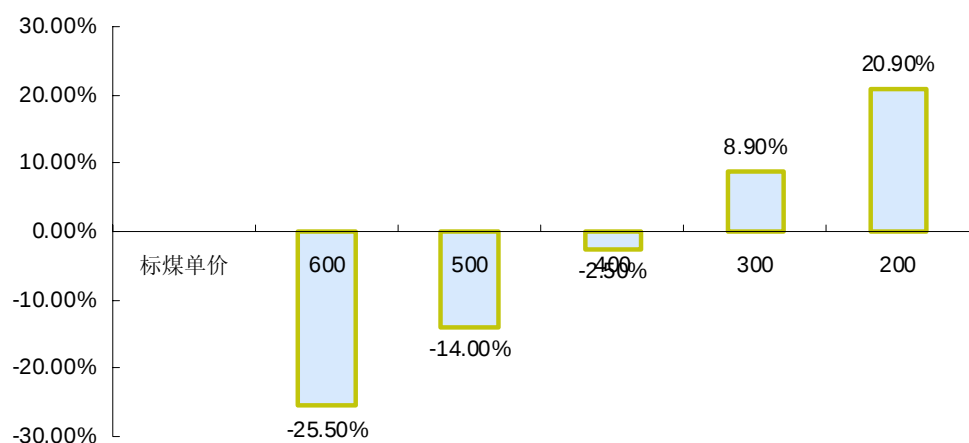
来源: 国金证券研究所

■ 秦山三期技术路线采用重水堆, 相比压水堆其优势有:

- ◆ 可以用天然铀 (铀含量 0.7%) 作燃料, 不用花巨资建设铀浓缩工厂或从国外进口浓缩铀 (铀含量 2-3%)。
- ◆ 重水堆不停堆换料, 年容量因子高, 有利于提高电站利用率。
- ◆ 重水堆可生产钴-60 等重要同位素。
- ◆ 铀耗低, 天然铀利用率比压水堆高 20-30%; 与同等发电量压水堆相比, 每年可节约 50 吨天然铀。

■ 与燃煤机组相比, 秦山三期成本优势十分明显。

图表4: 秦山三期与年运行 5500 小时亚临界燃煤机组成本比较



来源: 国金证券研究所

开始建设临港燃气一期

■ 6 月 11 日, 申能股份公告, 拟投资建设临港燃气一期。

- ◆ 临港燃气一期建设规模为 $4 \times 350\text{MW}$ 燃气-蒸汽联合循环机组, 计划总投资 54.8 亿元。
- ◆ 该项目计划于 2009 年内开工, 前两台机组力争于 2010 年内投产, 整个工程计划于 2011 年迎峰度夏前投产。
- ◆ 项目设计按年运行 2000 小时计, 设计年耗天然气 6.1 亿立方米。

上调盈利预测，维持买入评级

- 我们根据此次去泰山调研结果和公司拟投资建设临港燃气的公告，修改了盈利预测。
- 根据盈利预测模型，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.615 元、0.648 元和 0.728 元。
 - ◆ 我们预计公司 2009-2011 年销售收入分别为 16703.86 百万元、19463.61 百万元和 20966.46 百万元；同比分别增长 29.32%、16.52% 和 7.72%。
 - ◆ 我们预计公司 2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润分别为 1777.98 百万元、1873.92 百万元和 2104.51 百万元；同比增速分别为 197.72%、5.40% 和 12.31%。
- 申能股份目前 09xPE15.47 倍，09xPB1.891 倍，估值在电力板块中较低；我们继续维持对公司的买入评级。

图表5：申能股份股估值在电力板块中较低

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			PB		ROE			
			2007A	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2009E	2010E	2007A	2008A	2009E	2010E
600011.SH	华能国际	7.45	0.497	-0.307	0.321	0.395	N/A	23.21	18.86	2.297	2.055	13.00%	-10.21%	9.69%	10.51%
600027.SH	华电国际	4.74	0.204	-0.425	0.214	0.263	N/A	22.15	18.02	2.357	2.086	8.55%	-23.22%	10.48%	11.49%
000600.SZ	建投能源	6.16	0.441	0.052	0.269	0.363	118.46	22.90	16.97	1.909	1.726	13.90%	1.66%	7.85%	9.72%
600886.SH	国投电力	10.35	0.524	0.118	0.425	0.518	87.71	24.35	19.98	2.287	1.933	13.20%	3.01%	9.61%	9.91%
601991.SH	大唐发电	7.63	0.290	0.070	0.227	0.293	109.00	33.61	26.04	3.048	2.736	11.61%	3.18%	9.23%	10.25%
600021.SH	上海电力	4.59	0.211	-0.704	0.086	0.279	N/A	53.37	16.45	1.766	1.581	5.90%	-34.00%	3.32%	10.45%
600795.SH	国电电力	6.55	0.314	0.033	0.247	0.315	N/A	26.52	20.79	2.243	2.021	12.75%	1.26%	8.63%	9.91%
000543.SZ	皖能电力	7.53	0.082	0.052	0.269	0.382	144.81	27.99	19.71	1.564	1.453	12.05%	1.24%	5.35%	7.08%
600098.SH	广州控股	6.47	0.530	0.176	0.305	0.319	36.76	21.21	20.28	1.430	1.332	12.34%	4.39%	7.03%	6.88%
000027.SZ	深圳能源	10.70	0.725	0.470	0.632	0.690	22.77	16.93	15.51	1.807	1.612	14.20%	9.17%	11.06%	10.78%
000539.SZ	粤电力A	6.94	0.248	0.011	0.225	0.259	630.91	30.84	26.80	2.114	1.959	7.21%	0.34%	6.89%	7.31%
600642.SH	申能股份	9.52	0.699	0.207	0.615	0.634	46.06	15.47	15.02	1.891	1.707	14.35%	4.54%	12.22%	17.39%
平均值								27.55	19.95	2.07	1.86				

注：收盘价为6月12日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	8,866	8,257	12,917	16,704	19,464	20,966
增长率		-6.9%	56.4%	29.3%	16.5%	7.7%
主营业务成本	-6,814	-5,983	-11,075	-12,741	-14,953	-16,138
% 销售收入	76.9%	72.5%	85.7%	76.3%	76.8%	77.0%
毛利	2,052	2,274	1,842	3,963	4,511	4,828
% 销售收入	23.1%	27.5%	14.3%	23.7%	23.2%	23.0%
营业税金及附加	-94	-150	-265	-334	-389	-419
% 销售收入	1.1%	1.8%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-2	-3	-3	-5	-6	-6
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-198	-313	-334	-501	-584	-629
% 销售收入	2.2%	3.8%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,759	1,808	1,240	3,123	3,532	3,773
% 销售收入	19.8%	21.9%	9.6%	18.7%	18.1%	18.0%
财务费用	-138	-29	-372	-371	-239	-136
% 销售收入	1.6%	0.3%	2.9%	2.2%	1.2%	0.7%
资产减值损失	0	-47	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	963	1,375	307	909	748	746
% 税前利润	38.1%	44.2%	25.1%	24.8%	18.5%	17.0%
营业利润	2,584	3,107	1,158	3,661	4,041	4,383
营业利润率	29.1%	37.6%	9.0%	21.9%	20.8%	20.9%
营业外收支	-57	1	67	5	3	3
税前利润	2,527	3,108	1,225	3,666	4,044	4,386
利润率	28.5%	37.6%	9.5%	21.9%	20.8%	20.9%
所得税	-458	-509	-320	-916	-1,011	-1,096
所得税率	18.1%	16.4%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,069	2,599	905	2,749	3,033	3,289
少数股东损益	258	578	308	971	1,201	1,172
归属于母公司的净利	1,811	2,021	597	1,778	1,832	2,117
净利率	20.4%	24.5%	4.6%	10.6%	9.4%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,811	2,435	900	2,749	3,033	3,289
少数股东损益	258	0	0	0	0	0
非现金支出	1,148	970	1,243	1,220	1,261	1,302
非经营收益	-786	-1,280	117	-464	-389	-387
营运资金变动	135	89	-825	-1,703	107	56
经营活动现金净流	2,566	2,213	1,435	1,802	4,012	4,261
资本开支	-2,131	-3,854	-3,155	750	-1,006	-1,007
投资	266	26	-475	-1	0	0
其他	436	2,511	519	909	748	746
投资活动现金净流	-1,429	-1,317	-3,111	1,658	-258	-261
股权募资	1,492	329	20	0	0	0
债权募资	-308	1,845	5,527	-4,046	0	1
其他	-1,157	-1,859	-1,931	-474	-737	-737
筹资活动现金净流	26	315	3,617	-4,520	-737	-736
现金净流量	1,163	1,211	1,941	-1,060	3,016	3,263

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3,251	3,546	5,487	4,427	7,443	10,706
应收款项	709	648	1,235	1,259	1,466	1,580
存货	184	212	448	384	451	486
其他流动资产	364	352	199	193	226	244
流动资产	4,507	4,757	7,369	6,262	9,586	13,016
% 总资产	20.4%	17.1%	23.5%	21.3%	29.5%	36.5%
长期投资	3,977	7,940	7,767	7,353	7,352	7,352
固定资产	13,553	13,594	14,898	15,813	15,554	15,256
% 总资产	61.3%	48.8%	47.6%	53.7%	47.8%	42.8%
无形资产	55	5	3	12	19	25
非流动资产	17,586	23,081	23,957	23,179	22,927	22,635
% 总资产	79.6%	82.9%	76.5%	78.7%	70.5%	63.5%
资产总计	22,093	27,838	31,326	29,442	32,514	35,651
短期借款	1,869	2,141	3,489	0	0	0
应付款项	2,129	2,636	1,673	2,060	2,418	2,609
其他流动负债	192	435	2,485	1,960	2,017	2,049
流动负债	4,190	5,213	7,647	4,020	4,435	4,658
长期贷款	2,277	3,528	5,220	5,220	5,220	5,221
其他长期负债	871	212	632	0	0	0
负债	7,339	8,953	13,498	9,240	9,655	9,879
普通股股东权益	12,053	14,079	13,147	14,549	16,005	17,747
少数股东权益	2,701	4,807	4,681	5,653	6,854	8,026
负债股东权益合计	22,093	27,838	31,326	29,442	32,514	35,651

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.627	0.699	0.207	0.615	0.634	0.733
每股净资产	4.171	4.872	4.550	5.035	5.539	6.141
每股经营现金净流	0.888	0.766	0.497	0.624	1.388	1.474
每股股利	0.250	0.320	0.330	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	15.03%	14.35%	4.54%	12.22%	11.45%	11.93%
总资产收益率	8.20%	7.26%	1.91%	6.04%	5.63%	5.94%
投入资本收益率	7.62%	6.11%	3.44%	9.21%	9.43%	9.13%
增长率						
主营业务收入增长率	11.32%	-6.86%	56.43%	29.32%	16.52%	7.72%
EBIT增长率	1.44%	2.71%	-31.42%	151.94%	13.09%	6.84%
净利润增长率	34.86%	11.59%	-70.45%	197.72%	3.04%	15.54%
总资产增长率	22.64%	26.01%	12.53%	-6.01%	10.43%	9.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.9	28.1	23.8	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	9.5	12.1	10.9	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	50.4	60.3	43.3	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	400.7	267.0	388.3	311.6	253.2	221.2
偿债能力						
净负债/股东权益	3.81%	11.25%	18.07%	3.92%	-9.73%	-21.28%
EBIT利息保障倍数	12.7	62.8	3.3	8.4	14.8	27.7
资产负债率	33.22%	32.16%	43.09%	31.38%	29.69%	27.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	3	3
买入	0	0	5	7	9
持有	1	1	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	3.00	2.33	2.00	1.96	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-16	买入	7.85	8.92 ~ 8.92
2 2009-04-30	买入	9.35	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。