

电力行业

申能股份 (600642)

买入

电、气、油并举，资产质量较高，估值优势明显

2009 年 9 月 30 日

公司研究/调研简报

收盘价 (元) 10.42 元

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

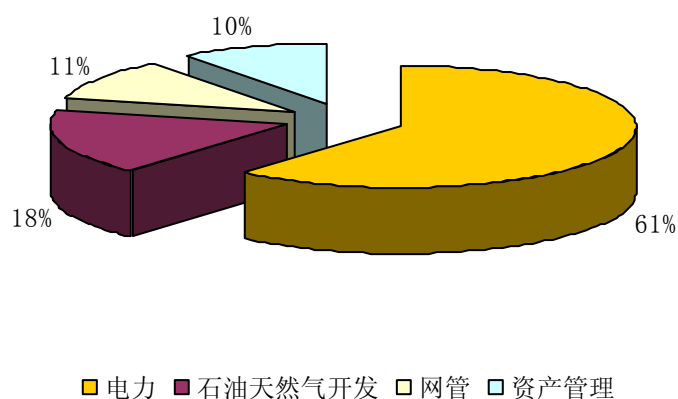
焦春成

sxzqyjfb@i618.com.cn

一、公司基本情况

● 公司的主营业务主要包括电力、油气开采、天然气输。另外，公司参股申能资产管理，进行金融投资，并取得了较好的收益，公司 2009 年上半年的利润结构见图 1，电力业务目前是公司的主要利润来源，贡献公司利润超过 60%。

图 1：公司 2009 年上半利润构成情况



资料来源：公司公告

二、电力业务——主要的利润源

基本情况

● 截至 2009 年 6 月，公司合并报表电厂装机容量为 302 万千瓦，权益装机 472 万千瓦，基本上都是 30 万千瓦以上的机组，具备较强的盈利能力，详见表 1。随着外高桥三期的投产并运营稳定，电力业务贡献公司利润进一步提高，2009 年上半年贡献公司利润超过 60%，电力行业的运行环境对公司利润影响较大。

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

表 1：公司主要电力资产及上半年经营数据

企业名称	权益	装机容量	机组结构	发电量 (亿千瓦时)	发电小时	净利润 (亿元)	归属利润
上海吴泾第二发电有限责任公司	51	120	2×60	32.02	2668.33	1.79	0.913
上海外高桥第二发电有限责任公司	40	180	2×90	45.65	2536.11	2.74	1.096
上海外高桥第三发电有限责任公司	40	200	2×100	49.37	2468.50	2.96	1.184
上海吴泾发电有限责任公司	50	60	2×30	17.08	2846.67	0.96	0.480
上海外高桥发电有限责任公司	49	120	4×30	31.32	2610.00	1.62	0.794
上海申能星火热电有限责任公司	75	2.4	2×1.2	0.66	2750.00	0.13	0.098
安徽池州九华发电有限公司	20	60	2×30	10.5	1750.00	-0.70	-0.140
华能上海燃机发电有限责任公司	30	120	3×40	1.2	100.00	0.92	0.276
上海漕泾热电有限责任公司	30	60	2×30	3.0	500.00	0.97	0.291
华东天荒坪抽水蓄能	25	180	6×30	6.6	366.67	0.88	0.220
华东桐柏抽水蓄能发电	25	120	4×30	4.8	400.00	0.19	0.048
核电秦山联营有限公司	12	120	2×60	51.2	4266.67	4.48	0.538
秦山第三核电有限公司	10	140	2×70	57.6	4114.29	7.02	0.702

资料来源：公司公告

发电小时近两年不容乐观

- **凉夏影响公司 3 季度发电量：**由于上海地区今年夏天天气比较凉爽，公司 3 季度电量不是很理想，全年发电小时有望保持在 5000 小时以上，高于上海当地的约 4700 小时。
- **近两年上海地区机组投产较多：**明后两年内上海地区可能投产的机组较多，包括上海漕泾电厂（2*100）、石洞口二期扩建（2*60）、吴泾热电厂（2*30）等机组，而小火电关停约 100 万千瓦，上海将新增火电机组约 280 万千瓦，增幅超过 10%。
- **发电小时近两年不容乐观：**由于上海地区的产业结构用电量需求增速较为平稳，预计明年用电需求增速在 5%-10%之内，考虑到外来电的增加，预计 2010 年上海地区火电发电小时降幅在 5%-10%之间。
- **2010-2011 年发电小时有望触底：**上海地区外来电的增加主要在今明两年，未来增量将趋缓，而除了我们以上提及的今明两年可能投产的机组外，近几年上海地区火电新核准机组基本没有，预计随着 2010-2011 年上海用电需求的逐步增加，上海地区火电机组的发电小时有望触底回升。

燃料成本管理较好

- 公司今年标煤价格约 680 元/吨，其中进口比例约为 30%，进口较国内平均便宜 60-70 元/吨，总体看公司燃料成本控制较好，要好于地区平均水平，有利于公司电力业务实现较高的盈利。

曹泾发电、石洞口二期是公司近期的增长点

- **曹泾发电：**参股 35%曹泾发电 2*100 万千瓦机组将于 2010 年投产。外高桥三期 2*100 万千瓦机组上半年实现盈利 2.96 亿元，预计全年实现盈利有望达到 6 亿元。曹泾发电与外高桥三期机组类型相同，运行稳定后的盈利预计与外高桥三期接近，预计也在 5-6 亿元/年左右，对应全年公司权益利润约 1.75-2.1 亿元/年左右，贡献公司每股收益约 0.06-0.07 元左右，增厚公司每股收益约 10%，是公司利润近期的一个增长点。
- **石洞口二期将：**公司参股 50%的石洞口二期也将于 2010 年投产，如果能够通过法改委审批顺利运营的话，也将对公司业绩有较大贡献。

表 2：近期投产项目

名称	装机容量	机组结构	投资	权益	工期（进展）
石洞口二期扩建	120	2×60	59	50	前期，2008-2010
曹泾发电	200	2×100	70	35	2010 年投产
合计			70		

资料来源：公司公告

核电将获得稳定的投资收益，新项目有望持续推进

- 核电在利用小时和盈利能力方面比火电具备更大的优势，受到国家政策鼓励，具备较强的盈利能力，目前运营的核电项目的净利率基本上在 25%以上。
- **核电获得稳定投资收益：**公司在核电业务虽然没有控股项目，但在电力公司中属于参股核电较多的企业。公司参股的秦山核电联营和秦山核电三期项目 2008 年实现了净利润 8.29 亿元和 9.62 亿元，于 09 年上半年实施 2008 年的分红，公司分别分得 1.08 亿元和约 8170 万元，增加了公司的投资收益约 2 亿元，贡献公司每股收益约 0.07 元。核电项目分红的大幅增长得益于 2008 年 4 月开始实行的核电增值税返还政策。2009 年上半年两个项目分别实现净利润 4.48 亿元和 7.02 亿元。该两个核电项目目前运营稳定，进入分红期，预计未来保持稳定的分红。
- **未来规划较目前的规模翻番：**公司未来规划的核电项目包括核电秦

山二期扩建和安徽芜湖核电项目，权益装机容量 32 万千瓦，较目前将翻番，详见表 2-3。其中，安徽芜湖核电项目参股比例 20%，达到了权益法核算的标准，贡献公司利润将直接和当期实现利润相关。预计该两个项目运行稳定后将贡献公司投资收益也将超过 2 亿元，对应每股收益约 0.1 元，公司储备的核电项目为未来增长提供了空间。

表3：公司核电资产情况

名称	装机容量	机组结构	权益	权益装机容量	
核电泰山公司	120	2×60	12	14.4	成本法
泰山第三核电公司	140	2×70	10	14	成本法
合计				28.4	

资料来源：公司公告

表4：公司近期规划核电项目

名称	装机容量	机组结构	投资	权益	工期（进展）
核电泰山二期扩建	130	2×65	158	12	2006-2011
安徽芜湖核电项目	400	4×100	500	20	前期
合计				32	

资料来源：公司公告

三、油气开采——期待勘探有所突破

- **油气产量逐年下滑：**公司控股子公司上海石油天然气公司（持股比例 40%）负责东海平湖油气田项目的开发与建设。东海平湖油气田是我国东海海域第一个发现并投入开发的复合型油气田，目前开采的是放鹤亭区块和八角亭区块，1998 年正式投产，2001 年达到年采原油 58.93 万吨的高峰后逐年下降，2008 年原油产量下降到 14.6 万吨，而与之对应的利润情况也逐步下滑，详见表 5。该油田目前处于成熟期，油气储量逐年减少，预计未来基本维持在原油年产 15 万吨、天然气年产 4 亿立方米的水平。石油天然气业务的盈利能力较强，在石油价格正常的情况下该业务的毛利率在 50%-60%之间，但由于产量有限，利润增长寄希望于原油价格的上涨。
- **产量下滑对整体业绩影响有限：**需要强调的是随着公司电力业务规模的扩张电力业务贡献公司利润的半壁江山，油气业务贡献利润目前只占比仅 11%，该业务的进一步下滑对公司整体的利润冲击较小。

- **下半年利润有望环比好转：**上半年公司石油产量仅 3.99 万吨，同比下降幅度较大，部分原因由于上半年石油价格较低放缓开采，主要原因还是由于油气开采进入成熟期产量下降。石油价格的下跌以及产量的下降造成了油气业务实现的利润也同比大幅降低，上半年仅实现利润 1.87 亿元。下半年石油价格较为平稳，预计产量较上半年环比有所提升，总体实现利润环比也有所提升，但不会有太大突破。
- **油气业务发展要寄希望于未来进一步勘探进展：**平湖油气田二期扩建工程已在 2007 年进行三维地震勘探，投产时间尚不确定。若该油井若能成功开采，将提升公司油气产量，油气业务将摆脱目前逐年下滑的局面。从长远看东海地区的石油储量有限，公司的油气业务将遇到瓶颈。由于公司具备油气勘探和开采方面的人员配备，未来公司考虑通过合作的方式寻找新的开采项目，但由于公司在油气开采方面实力有限预计很难拿到控股权。

表 5：公司近期油气开采量及实现利润情况

	2005	2006	2007	2008	2009H
石油（万吨）	25.27	21.48	20.7	14.6	3.99
天然气（亿立方米）	5.95	5.64	5.07	4.3	2.06
石油天然气实现利润（万元）	8.19	7.73	5.75	6.5	1.87

资料来源：公司公告

三、网管业务迎来高速增长期，定价决定盈利水平

- **基本情况：**公司控股子公司上海天然气管网有限公司负责统一投资、建设和管理上海天然气主干输气管网系统，负责落实“西气东输”天然气及其他各种气源的统一接收工作，在上海地区具备垄断性，供应上海地区各直供大用户和各区域性燃气销售公司，目前管网的供气规模在 30 亿立方米左右。
- **天然气输送业务迎来高速增长期：**目前制约管网供应规模的主要因素是气源问题，而随着“川气东送”和进口液化天然气（LNG）09 年下半年进入上海，气源问题将得以解决，上海天然气管网有限公司该项业务在上海地区具备垄断性，公司天然气输送业务将迎来高速增长期。根据上海市能源规划，天然气在一次能源中所占比重将逐步提高，在“十一五”期间由 2005 年的 3%提升到 2010 年的 7%，达到年供应 55-60 亿立方米/年，年均增长 24%~26%，到 2015 年达到年供气量 100 亿立方

米，年均增长约 12%。

● **定价决定未来盈利水平：**公司目前的管网输送价格约 0.3 元/立方米，对应的毛利率水平约 7%-8%，目前“川气东送”和进口液化天然气(LNG)的价格尚未敲定，公司新增部分的盈利空间也尚未确定。预计“川气东送”和进口液化天然气(LNG)到上海的价格较“西气东送”的价格要高，如果不能有效提高终端用户价格，公司的盈利空间可能将进一步压缩。但我们认为经过多方博弈维持目前 0.3 元/立方米管网输送价格水平的可能性还是很大的，而随着规模的增长，公司管网部分的盈利能力有望进一步提升。

● **天然气管网输送部分利润有望高速增长：**目前管网部分的利润约 2.5-2.6 亿左右，见表 6，根据上海的天然气规划，预计利润近 5 年有望保持 10%以上的增长速度。

表 6：公司天然气供气量及利润情况

	2005	2006	2007	2008	2009H
供天然气	18.66		27.76	29.83	14.01
供天然气实现净利润	1.01	1.999	2.4	2.6	1.17

资料来源：公司公告

三、投资建议

● 根据我们测算，2009-2010 年 EPS 为 0.65 元、0.71 元，公司近期确定性的增长点较多，如 2010 年持有权益比例 35%曹泾发电的投产、50%石洞口二期的投产等。此外，公司未来确定性增长点也较多，包括临港燃气（4*35）、秦山联营二期扩建、安徽芜湖核电项目，以及随着天然气气源的到位而带来的供气业务增量。而安徽平山煤电一体化（2*60 万千瓦机组及 240 万吨煤矿）、长江口发电（2*30）等储备项目如若得到核准也将进一步提升公司的增长空间。此外公司优秀的管理能力也应获得一定的估值溢价。按照行业目前平均的 PE 水平，我们给与公司 20 倍 PE 水平，合理价格在 13-14 元左右，首次给与“买入”的投资评级。



四、投资风险

- 煤炭价格上涨风险
- 电价下调风险
- 上海用电量持续低迷

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。