

电力行业

报告原因: 调研报告

2009 年 10 月 16 日

市场数据: 2009 年 10 月 16

收盘价 (元)	11.54
一年内最高/最低 (元)	20.9/4
市净率	2.1
市盈率	14
流通 A 股市值 (百万元)	

基础数据: 2009 年 10 月 16 日

每股净资产 (元)	5.01
资产负债率%	40
总股本/流通 A 股 (亿)	28.9/28.9
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

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

申能股份 (600642)

增 持

电、油、气并举, 成长性不容忽视, 具备估值优势

公司研究/深度研究

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产收益 率	市盈率
2007A	8257	-6.89	1,856	8.18	0.64	29	13	17
2008A	12916	56.43	592	-68	0.20	6.97	4.5	55
2009E	15100	16	2,085	59.63	0.72	25	13.2	15
2010E	17219	14	2,280	37.25	0.79	26	13.4	14

注: “市盈率”是指目前股价除以各年每股收益

投资要点:

● **公司基本情况:** 公司的主营业务主要包括电力、油气开采、天然气输送。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, 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%。

● **发电小时近两年不容乐观, 2010-2011 年有望触底平稳:** 综合分析了上海当地装机容量增长以及外来电的情况, 我们认为 2010 年上海地区火电发电小时降幅在 5% 左右。我们认为上海地区外来电的增量近两年有限, 除了明后两年当地投产的机组外, 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平稳回升, 但长期仍然要看未来外来电的增长情况。

● **曹泾发电、石洞口二期是公司近期的增长点:** 参股 35% 曹泾发电 2*100 万千瓦机组将于 2010 年投产, 预计贡献公司每股收益约 0.06-0.07 元左右, 是公司利润近期的一个增长点。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并顺利运营的话, 也将对公司业绩有较大贡献。

● **电力业务长期成长性不容忽视:** 申能股份可控装机容量占上海市场的约 34% 左右, 是上海市重要的发电企业, 但目前从国家规划看上海地区未来用电需求的增长主要通过外送电来解决, 申能股份作为上海地方企业在上海以外的地区获得项目相对困难, 市场一直因成长性问题给与公司较低估值水平。我们认为“皖电东送”以及“蒙电东送”的火电项目公司可能能够获得参股经营的机会, 因为公司属于受电的地方企业, 在该类项目上应该具备一定的话语权, 这可能是公司电力业务长期增长的一个方向。此外, 公司将依托当地优势, 有望获得海上风电、燃机发电、ICGG 发电等新能源发电项目。

● **管网业务迎来高速增长期:** 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, 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, 公司天然气输送业务将迎来高速增长期, 我们认为近两年该业务业绩有望翻番, 随后将按照稳定的速度增长。

● **投资建议:** 我们预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.72、0.78、0.91 元, 目前对应 09 年 PE15 倍左右。由于公司的业务涉及石油、天然气、管网、电力等多项业务, 为了准确测算公司的价值, 我们分业务测算了公司的价值, 我们认为公司的价值在 13.6 元左右, 综合考虑给与“增持”的投资评级。

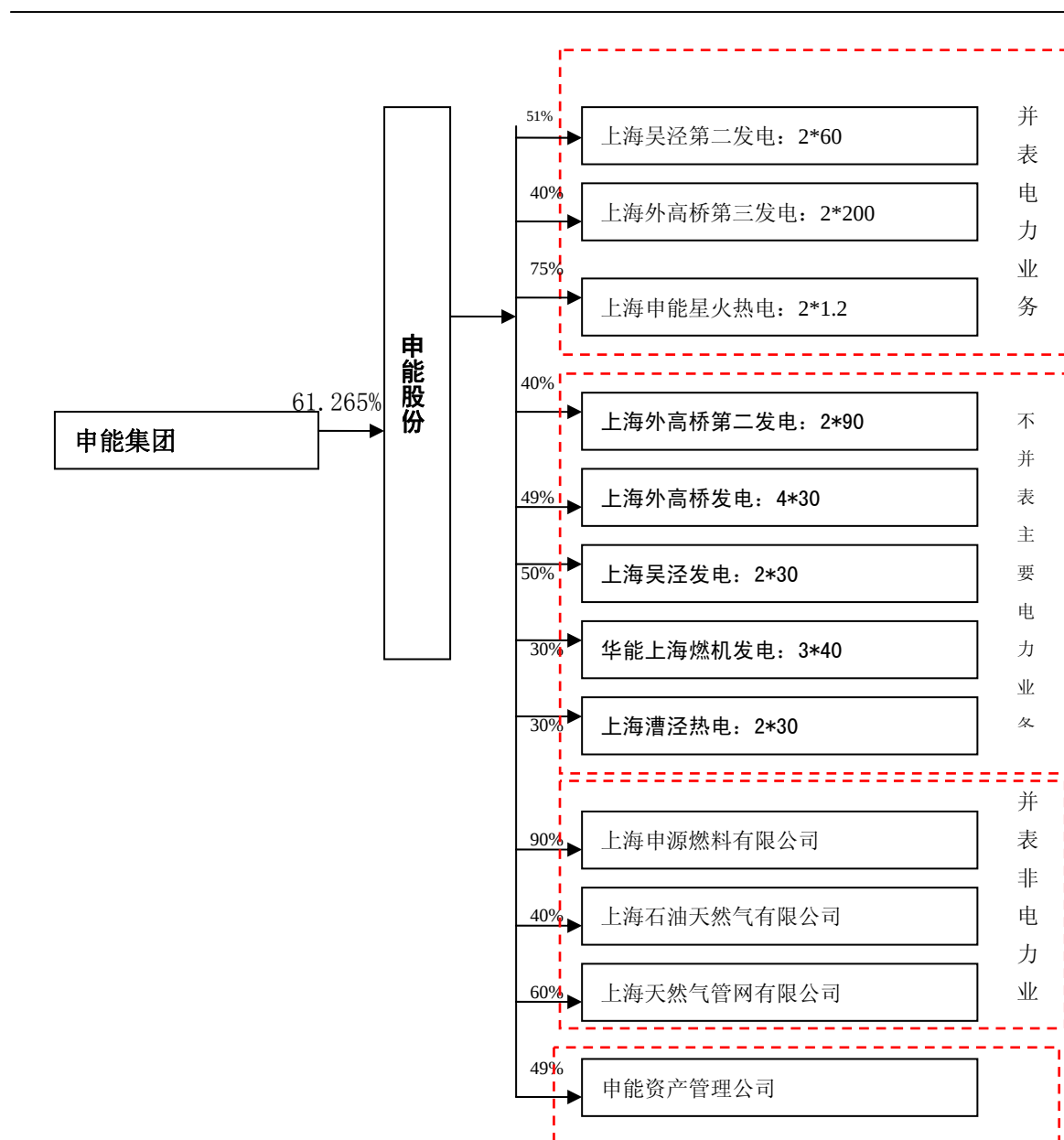
目 录

一、公司基本情况	2
二、电力业务——主要的利润源	3
（一）上海地区火电发电小时分析	4
当地装机容量增长分析	4
上海地区外送电情况及分析	4
发电小时近两年不容乐观，2010-2011 年有望触底平稳	5
（二）动力煤价格分析	5
燃料成本管理较好，煤价近期有望保持平稳	5
（三）公司电价水平分析	6
（四）电力业务成长性分析	7
曹泾发电、石洞口二期是公司近期的增长点	7
燃机发电机组未来持续增长	8
核电将获得稳定的投资收益，新项目有望持续推进	8
电力业务的长期成长性不容忽视	9
（五）电力业务盈利预测及价值估算	9
火电业务盈利测算	9
其他电力资产价值估算	11
电力业务综合价值分析	11
三、油气开采——期待勘探有所突破	11
四、网管业务迎来高速增期，定价决定盈利水平	13
五、盈利预测	14
六、投资建议	15
七、投资风险	15

一、公司基本情况

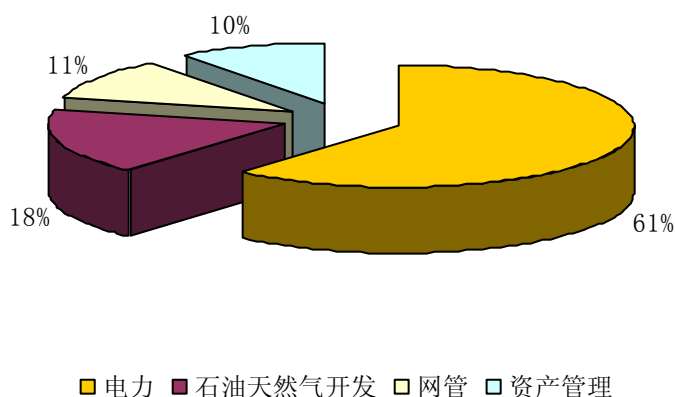
公司的主营业务主要包括电力、油气开采、天然气输。另外，公司参股申能资产管理，进行金融投资，并取得了较好的收益，公司2009年上半年的利润结构见图2，电力业务目前是公司的主要利润来源，贡献公司利润超过60%。

图 1：公司主要股东及并表资产构成（装机容量单位：万千瓦）



资料来源：山西证券（注：我们只标注了公司不并表的主要电力企业，并为标注所有）

图 2：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

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。

上海地区发电业务的经营环境将直接影响公司未来的盈利水平，发电业务主要受当地用电需求、发电小时、煤价、电价走势影响。

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

（一）上海地区火电发电小时分析

当地装机容量增长分析

- **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。上海地区目前火电的总装机容量 1683 万千瓦，假设以上测算 280 万千瓦机组均于 2010 年中期投产，即 2010 年新增有效装机容量 140 万千瓦，2010 年上海地区装机容量增速为 8.3%。2011 年新增有效装机容量 140 万千瓦，增速为 7.7%。
- **未来新增装机容量有限：**近两年投产的装机容量主要由于上大压小审批的新项目，而未来上海地区火电项目审批基本没有，装机容量增长主要集中在这两年，未来新增装机容量有限。

表 2：近两年上海地区投产的主要火电厂

名称	装机容量	机组结构	运营主体	备注
曹泾发电	200	2*100	山海电力 65%；申能股份 35%	2010 年投产
石洞口二期	120	2*60	华能、申能各参股 50%	2010 年投产，尚需法改为核准
吴泾热电	60	2*30	上海电力 100%	2010 年投产
合计	380			

资料来源：公司公告

上海地区外送电情况及分析

- **三峡增量有限：**2008 年 10 月三峡右岸电站最后一台机组正式并网发电，三峡工程设计的 26 台机组至此全部投入商业运行，预计年发电量在 847 亿度左右。三峡电站 2008 年完成发电量 808.12 亿千瓦时；2009 年前三季度完成发电量约 652.95 亿千瓦时，同比增长 7.25%，预计全年发电量在 810 亿千瓦时左右。三峡电站的机组已经基本投产未来的增量将十分有限。
- **四川向家坝水电站-上海特高压直流输电工程影响在 2012 年后：**2011 年“四川向家坝水电站-上海”特高压直流输电工程将投产，可能主要负责向家坝水及溪洛渡水电站到上海的电力输送。由于向家坝及溪洛渡水电在 2012 年后才开始陆续投产，且向华中、华东和华南等多地区送电，“四川向家坝水电站-上海”特高压直流输电工程的建成不会很快对上海地区造成很大冲击，而是持续温和增加。
- ✓ **向家坝水电工程：**总体目标是 2005 年正式开工，2008 年截流，2012 年首批机组发电，2015 年建设完工。向家坝电站装机容量 640 万千瓦（共 8 台机组，每台 80 万 KW），正常蓄水位 380 米时，保证

出电 200.9 亿千瓦时左右。

- ✓ **溪洛渡水工程**：2005 年 12 月正式开工，2007 年 11 月成功实现大江截流，2012 年首批机组发电，2015 年建设完工。装机 9 台单机 70 万千瓦机组，总装机容量 1260 万千瓦，年平均发电量 571.2 亿千瓦时。

表 3：上海地区外购电比例测算

	发电量	上网电量	用电量	外购电量	自发电量比例	外购电量比例
2004-12-31	711.34	661.5462	821.44	159.8938	80.53%	19.47%
2005-12-31	728.74	677.7282	922.65	244.9218	73.45%	26.55%
2006-12-31	710.96	661.1928	990.15	328.9572	66.78%	33.22%
2007-12-31	742	690.06	1072.38	382.32	64.35%	35.65%
2008-12-31	787	731.91	1137	405.09	64.37%	35.63%
2009-8-31	497.62	467.7628	759.04	291.2772	61.63%	38.37%

资料来源：山西证券

发电小时近两年不容乐观，2010-2011 年有望触底平稳

- **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。
- **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，考虑未来两年上海地区投产装机容量较多，预计 2010 年上海地区火电发电小时降幅在 5% 左右。
- **2010-2011 年发电小时有望触底平稳**：上海地区近几年外来电增量有限，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在 2010-2011 年触底平稳回升，但长期仍然要看未来外来电的增长情况。

（二）动力煤价格分析

燃料成本管理较好，煤价近期有望保持平稳

- **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。
- **市场煤炭价格小幅上扬**：总体看，进入 9 月份各类动力煤价格均出现了小幅上扬，但我们发现山西地区坑口煤价格波动幅度并不大，港口价格波动主要源于港口供需和中间环节成本所影响。
- **国庆安全因素可能是近期煤价小幅上涨的主要原因**：秦皇岛煤炭价格在进入 9 月份出现了小幅上涨，而且港口库存也逐步下降到了较低水平，除

除了季节性因素外，我们认为国庆安全因素也是其中的最主要因素之一。从数据看7-8月份是单日耗煤相对的高峰期，而9月份天气相对转凉单日耗煤下降，煤炭价格在7-8月份保持相对平稳，而进入9月份反而上涨，我们认为国庆因素是较为主要原因。

- **4季度煤炭价格有望较为平稳：**国庆之后，对煤矿安全的整治有可能会正常化，煤炭供应有望进一步宽松，尤其是山西地区小煤矿复产可能较之前加快速度，这将均对煤价平抑具有一定的作用，我们认为四季度动力煤价格将保持平稳，不会在延续目前的上涨势头。
- **对合同煤价格及兑现比例的影响极为有限：**9月份市场煤小幅上扬，在煤炭总体供需环境较好的情况下，我们认为对合同煤价格及兑现比例的影响极为有限，近期市场煤的小幅上扬对整个行业的燃料成本影响并不是很大。但如果4季度市场煤价格继续小幅逐步上扬的话，可能会影响下一年合同煤谈判。

图 3：华东地区到厂接受价格走势

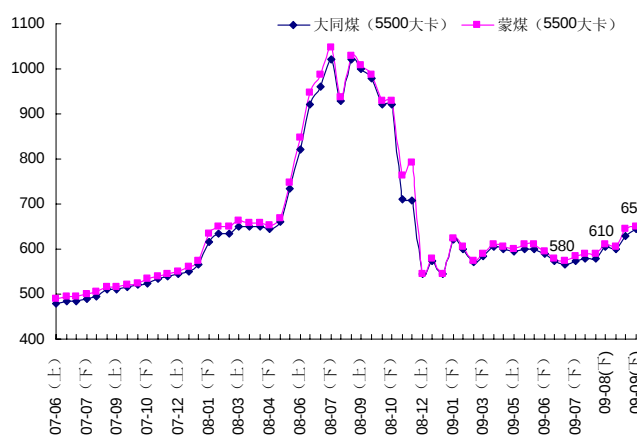
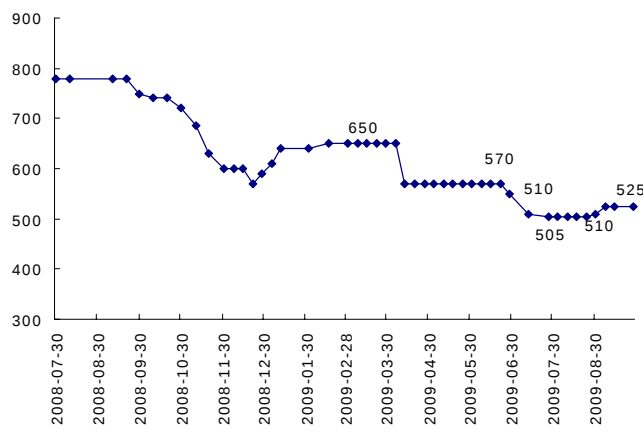


图 4：大同地区坑口煤价格走势



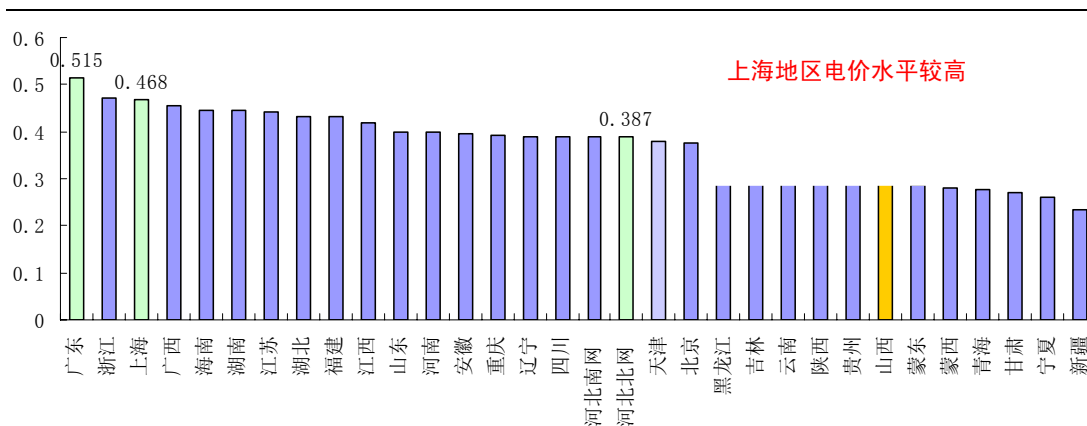
资料来源：Wind

（三）公司电价水平分析

- **火电区域盈利差异较大，电价调整预期再起：**从目前行业运行数据看各地火电点火价差相差幅度较大，这可以从上市公司毛利率情况看出，东部沿海地区毛利率普遍好于中西部地区公司。据相关媒体报道未来国家法改委根据区域点火价差情况出台相关上网电价调整方案，而目前点火价差较低的区域未来上调电价的幅度相对较大，而点火价差较高地区将难以再次上调，甚至存在下调的可能性。
- **上海地区是否存在下调电价的可能性？**目前媒体报道未来沿海地区电价可能将下调。目前看沿海地区的点火价差较高，甚至超过了07年的水平，主要原因是海运费处于历史较低水平，随着经济的回暖海运费必将回复到较为正常的水平，如若现在下调，未来将又要上调，国家将要频繁调整上网电价。此外上海地区受外来电消纳的影响，目前发电小时较

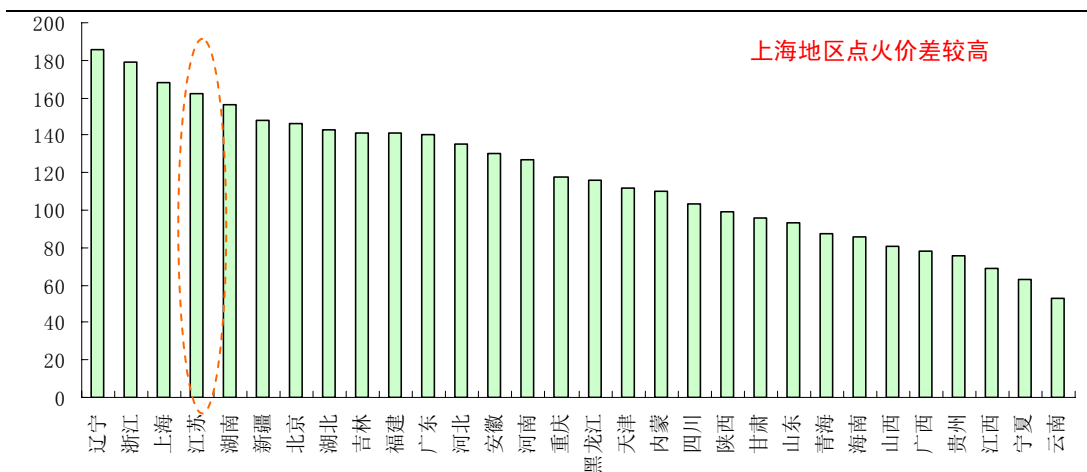
为低迷，企业的盈利能力也未恢复到07年水平，以公司为例大型优质机组中期发电业务的毛利率仅26.61%，并没有获得很高的超额利润。

图 15：区域电价情况（单位：元/千瓦时）



资料来源：山西证券

图 16：区域点火价差情况（分/千瓦时）



资料来源：山西证券

（四）电力业务成长性分析

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：** 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 4：近期投产项目

名称	装机容量	机组结构	权益比率	权益容量	工期（进展）
石洞口二期扩建	120	2×60	50	60	前期，2008-2010
曹泾发电	200	2×100	36	70	2010 年投产
合计				130	

资料来源：公司公告

燃机发电机组未来持续增长

- 公司参股比例65%的临港燃气已经通过法改委审批，前两台机组预计于2011年底投产。临港燃气的规划气源是进口液化天然气（LNG），预计定价水平较高，但预计未来核准的上网电价也较高。此外，燃气发电主要是调峰作用，如果发电小时达不到2500小时将享受国家补贴政策，具备稳定的盈利能力。以华能上海燃机发电有限责任公司（3*40）为例上半年实现盈利0.92亿元，基本相当于上海吴泾发电有限责任公司（2*30）发电上半年的盈利0.96亿元。预计4*35万千瓦机组运行成熟后能够产生2亿左右的利润，是公司未来利润增长点。
- 此外需要强调的是临港厂址按建设14-16 台35 万千瓦级燃气-蒸汽联合循环机组进行规划，考虑分期实施建设，未来将成为公司的一个增长点。

表5：近期投产项目

名称	装机容量	机组结构	权益比率	权益	工期（进展）
临港燃气	140	4×35	65	91	通过审批
合计				91	

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6：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	
核电秦山公司	120	2×60	12	14.4	成本法
秦山第三核电公司	140	2×70	10	14	成本法
合计				28.4	

资料来源：公司公告

表7：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）
核电秦山二期扩建	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

电力业务的长期成长性不容忽视

- **成长性问题市场给与公司较低估值水平：**申能股份可控装机容量占上海市场的约 34%左右，是上海市重要的发电企业，但目前从国家规划来看上海地区未来用电需求的增长主要通过外送电来解决，申能股份作为上海地区地方企业在上海获得项目相对容易，而要在上海地区以外获得项目相对困难，正因为此时场一直因成长性问题给与公司较低估值水平。
- **火电东送有望获得参股机会：**但我们认为“皖电东送”以及“蒙电东送”的火电项目公司可能能够获得参股经营的机会，原因是公司属于受电的地方企业，在该类项目上应该具备一定的话语权，这可能是公司电力业务长期增长的一个方向。以皖电东送为例，上海电力与淮南矿务局合作开发 2*60 万千瓦淮南煤电联营项目。目前公司也正在积极争取项目，目前正在规划中的有安徽平山项目 2*60 万千瓦。预计未来的蒙电东送中公司也有机会参与部分建设。
- **新能源方向扩张：**公司将依托当地优势，有望获得海上风电、燃机发电、ICGG 发电等新能源发电项目。目前公司已经规划上海漕泾 ICGC 示范项目，公司参股比例 49%。

（五）、电力业务盈利预测及价值估算

火电业务盈利测算

- **盈利测算方法：**由于公司电力业务以参股和合营为多，部分电力业务的收益主要通过投资收益贡献，为了简化我们盈利预测，我们根据权益装

机来预测公司的权益利润。具体方法是根据公司盈利资产的权益装机容量乘以电价测算权益营业收入，再根据假设的销售净利率测算净利润。

■ 假设：

- 1、公司参股 20%的安徽池州九华发电公司（2*30）万千瓦机组盈利一直不是很好，基本能够保持盈亏平衡，我们在测算公司盈利时假设该公司盈亏平衡，即不考虑该资产。不考虑该资产公司 2010 年后火电的权益装机容量为 433.8 万千瓦。
- 2、公司火电资产单机装机容量均在 30 万千瓦以上，公司旗下主要电厂中期的经营业绩看销售净利率都在 15%以上，而公司管理能力较强，如若经营环境不出现较大变化净利率维持该水平的可能性较大，假设公司销售净利率为 15%。
- 3、按目前电价测算营业收入，假设不含税电价 0.4 元。
- 4、假设公司旗下电厂平均发电小时 5000 小时。
- 5、考虑了公司 2010 年即将投产的曹泾发电和石洞口二期。

■ 测算结果：通过我们的测算方法，按照公司目前的股本测算出公司火电业务约能够贡献每股收益为 0.45 元左右。我们测算公司火电业务考虑了未来 2 年确定性新投产项目，而非目前业绩。

表 8：公司主要火电资产

名称	装机容量	机组结构	权益	权益装机容量		备注
上海吴泾第二发电	120	2×60	51	61.2	合并	
上海外高桥第三发电	200	2×100	40	80	合并	
申能星火热电有限公司	2.4	2×1.2	75	1.8	合并	
上海外高桥第二发电	180	2×90	40	72	投资收益	
上海吴泾发电有限公司	60	2×30	50	30	投资收益	
上海外高桥发电	120	4×30	49	58.8	投资收益	
安徽池州九华发电	60	2×30	20	12	投资收益	
曹泾发电	200	2*100	35	70	投资收益	2010 年投产
石洞口二期	120	2*60	50	60	投资收益	2010 年投产， 尚需法改为核准
合计				433.8		

资料来源：公司公告

表 10：2011 年公司业绩测算简表（净利率 15%）

权益装机容量	发电小时	发电量	综合不含税电价	营业收入	净利率	净利润	每股收益
433.8	5000	216.9	0.4	86.76	15%	13.014	0.45

资料来源：山西证券

表 11: 主要合营上市公司销售净利率 (2009 年上半年)

公司	业务性质	权益	营业收入	净利润	销售净利率
外高桥二电	2*90	40%	164, 204. 23	27, 371. 61	16. 67%
吴泾发电	2*30	50%	63, 622. 90	9, 616. 04	15. 11%
外高桥三电	2*100	40%	175, 728. 98	29, 561. 38	16. 82%
吴泾第二发电		51%	1, 244, 012, 136. 07	179, 401, 760. 68	14. 42%

资料来源: 公司公告

其他电力资产价值估算

公司非火电的电力业务包括燃机发电、抽水蓄能发电、核电发电等形式, 该部分资产都不属于公司控股, 盈利模式都不相同, 2008 年该部分业务贡献公司每股收益约 0. 11 元; 2009 年上半年贡献公司 0. 072 元。未来预计该部分业务贡献公司利润在 3-4 亿左右, 对应每股收益约 0. 1 元左右。

表 12: 单位: 亿元

企业名称	权益	2008 年		2009H	
		净利润	归属公司利润	净利润	归属公司利润
华能上海燃机发电有限公司	30 %	1. 24	0. 372	0. 92	0. 276
上海漕泾热电有限公司	30 %	0. 98	0. 294	0. 97	0. 291
华东天荒坪抽水蓄能有限公司	25 %	1. 48	0. 37	0. 88	0. 22
浙江桐柏抽水蓄能有限公司	25 %	0. 20	0. 05	0. 19	0. 048
核电秦山联营有限公司	12 %	8. 29	0. 9948	4. 48	0. 538
秦山第三核电有限公司	10 %	9. 62	0. 962	7. 02	0. 702
合计			3. 0428		2. 075
合计贡献公司每股收益			0. 11		0. 072

资料来源: 公司公告

电力业务综合价值分析

- 综上, 电力业务合计贡献公司每股收益在 0. 55 元左右, 给与 20 倍 PE, 对应价值为 11 元。

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。
- **油气业务价值分析：**在2006年前，石油天然气是公司的主要利润来源，随着油气产量的下降以及公司电力规模的持续增长，油气业务贡献公司利润在2009年中期占比仅18%，预计随着电力业务明年的继续增长，这一比例还将下降。不考虑二期扩建，未来该业务对公司利润贡献预计维持在0.06元左右，考虑到二期扩建开采是否成功以及开采量大小的不确定性，给与该业务15倍PE，对应公司价值约0.9元左右。

表 13：公司近期油气开采量及实现利润情况

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009E	2010E
石油（万吨）	25.27	21.48	20.7	14.6	3.99	8	8
天然气（亿立方米）	5.95	5.64	5.07	4.3	2.06	4.3	4
石油天然气实现利润（万元）	8.19	7.73	5.75	6.5	1.87	4	4
归属于公司净利润（万元）	3.276	3.092	2.3	2.6	0.748	1.6	1.6
贡献公司每股收益	0.11	0.11	0.08	0.09	0.03	0.06	0.06

资料来源：公司公告

四、网管业务迎来高速增期，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。
- **公司管网业务价值分析：**由于“川气东送”和进口液化天然气（LNG）09年下半年进入上海，预计2010年将正式能够运营，上海地区2010年天然气供应规划将达到年供应55-60亿立方米/年，基本是目前的两倍，预计未来2年内该业务的利润将会翻番，该业务近几年贡献公司每股收益约0.05元左右，预计未来两年内有望达到贡献收益0.1元，考虑到后期的成长性，给与20倍的PE，该业务的价值在2元左右。

表 14：公司天然气供气量及利润情况

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009E
供天然气	18.66		27.76	29.83	14.01	29
供天然气实现净利润	1.01	1.999	2.4	2.6	1.17	2.4
归属于公司净利润	0.606	1.1994	1.44	1.56	0.702	1.44
贡献每股收益	0.02	0.04	0.05	0.05	0.02	0.05

资料来源：公司公告

五、盈利预测

关键假设

- 假设公司的上网电价维持不变；
- 我们估计2009 年公司的平均标煤价格为680元/吨，假设2010 年标煤价格为690 元/吨（考虑到海运费的上涨）；
- 我们估计公司2009年的平均机组利用小时数为5100，假设2010年发电机组利用小时再下滑5%，为5000小时；
- 假设2009 年公司原油销售平均价格为70美元/桶；
- 假设上海天然气管网公司2009-2010 年的供气量分别为30 亿立方米、50 亿立方米；
- 假设曹泾发电于2010年中期投产；
- 假设石洞口二期扩建于2011年初投产；
- 假设2009-2011年核电分红每年2个亿。

表 15：近期投产项目

名称	装机容量	机组结构	权益比率	权益容量	工期（进展）
石洞口二期扩建	120	2×60	50	60	前期，2008-2010
曹泾发电	200	2×100	36	70	2010 年投产
合计				130	

资料来源：公司公告

表 16：盈利预测

单位：百万元	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,257.13	12,916.72	15100	17219	19492
营业成本	5,983.32	11,075.19	11906	13711	15,411
毛利率			21.15%	20.37%	20.94%
营业税金及附加	150.26	265.23	76	89	92
销售费用	2.73	3.17	3	4	4
管理费用	313.16	333.51	302	326	330
财务费用	28.78	372.1	320	310	330
资产减值损失	46.57	16.56	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1,374.94	307.05	1150.65	1238.15	1400.65
营业利润	2,942.45	1,153.47	3,643.65	4,017.15	4,725.65
营业外收入	1.96	70.43	0	0	0

营业外支出	0.79	3.24	0	0	0
利润总额	2,943.62	1,220.66	3,643.65	4,017.15	4,725.65
所得税	509.05	320.23	623.25	694.75	831.25
净利润	2,434.57	900.43	3,020.40	3,322.40	3,894.40
少数股东损益	578.45	307.77	934.875	1042.125	1246.875
归属母公司净利润	1,856.12	592.66	2,085.53	2,280.28	2,647.53
基本每股收益(元)	0.642	0.205	0.722	0.789	0.916

资料来源：山西证券

六、投资建议

- **投资建议：**我们预计公司2009-2011年的每股收益分别为0.72、0.78、0.91元，目前对应09年PE15倍左右。由于公司的业务涉及石油、天然气、管网、电力等多项业务，为了准确测算公司的价值，我们分业务测算了公司的价值，详见表17，我们认为公司的价值在13.6元左右。我们在预测时没有考虑公司所持有上市公司股权价值，综合考虑给与公司“增持”的投资评级。

表17：公司业务价值分析

业务	发电业务	网管业务	油气业务	合计
EPS（元）	0.55	0.1	0.06	
估值 PE	20	20	15	
价值（元）	11	2	0.6	13.6

资料来源：山西证券

七、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
- 海运费波动风险

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。