

彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年11月1日

申能股份 (600642.SH)/12.12元

战略有进有退，增发支持扩张

公用事业·电力
目标估值：13~14元
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2996
总股本(万股)	288963
已上市流通股(万股)	288963
总市值(亿元)	350
流通市值(亿元)	350
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	7.5
资产负债率	37.6%
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	14	33	119
相对表现	5	8	23



相关报告

- 1、《申能股份(600642)——投资收益大幅增加，业绩略超预期》
2009/08/20
- 2、《深度报告——火电盈利大幅回升，天然气业务快速增长》
2009/07/27
- 2、《申能股份(600642)——规模高质量扩张的效益将逐步显现》
2009/04/30

三季度实现每股收益 0.116 元，略低于预期，低于预期的主要原因是三季度发生 7000 万的勘探费用；略调低 09~11 年每股收益至 0.61 元、0.68、0.73 元。公司拟增发不超过 3.5 亿股，投资相关项目；收购集团持有中天合创 12.5% 的股权，参予超大型煤化工项目；放弃对天然气管网公司增资，持股比例降至 50%。

- q **三季度实现每股收益 0.116 元，略低于预期。**公司前三季度实现营业收入 108.7 亿元，同比增长 19%；归属于公司的净利润 14 亿元，同比增长 178%，折合每股收益 0.485 元。三季度实现每股收益 0.116 元，略低于我们的预期；低于预期的主要原因是三季度发生 7000 万的勘探费用，不考虑该项费用，则三季度每股收益为 0.14 元，符合我们的预期。
- q **受益发电量的增长，三季度收入环比增长 25%，且毛利率环比提升。**三季度上海市火电发电量环比增长 21%，是公司三季度收入环比增长 25% 的主要原因。三季度公司煤价保持相对稳定，营业成本环比只增长 22%，低于收入的增速，使得公司三季度毛利率为 19.6%，较二季度提升 2 个百分点；因此如果不考虑投资收益的影响，公司三季度主业的盈利情况还是显著好于二季度。
- q **公司拟增发 A 股不超过 3.5 亿股，投资相关项目。**公司董事会决定拟增发 A 股不超过 3.5 亿股，募集资金拟用于临港燃气电厂 4*35 万千瓦项目（已核准，65% 股比）、漕泾电厂“上大压小”新建工程 2*100 万千瓦项目（已核准，35% 股比）以及承运公司电煤运输的航运公司（49% 股比）。
- q **公司拟收购集团持有的中天合创 12.5% 股权，参予超大型煤化工项目。**中天合创由中煤、中石化、申能、满世集团合资成立，是国家煤化工产业中长期发展规划的示范工程，落址鄂尔多斯乌审旗图克镇，总投资高达 430 亿元，包括 2500 万吨/年煤矿、420 万吨/年甲醇、300 万吨/年二甲醚及配套热电联供电厂、900 多公里鄂尔多斯至唐京唐港产品输送管道和 50 公里矿区铁路专用线等单项工程。目前国家还在对煤田划拨进行审核，预计明年上半年可获核准，并全面开工。
- q **略调低 09~11 年每股收益至 0.61 元、0.68、0.73 元。**我们看好公司未来拟参予的超大型煤化工项目中天合创，此举有利于进一步拓宽公司多元化的业务，维持“审慎推荐”的投资评级；所有盈利预测暂不考虑增发的影响。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	8257	12917	16375	19307	22782
同比增长	-7%	56%	27%	18%	18%
营业利润(百万元)	2942	1153	3493	3884	4261
同比增长	21%	-61%	203%	11%	10%
净利润(百万元)	1856	593	1771	1969	2105
同比增长	8%	-68%	199%	11%	7%
每股收益(元)	0.64	0.21	0.61	0.68	0.73
PE	18.9	59.1	19.8	17.8	16.6
PB	2.5	2.7	2.5	2.3	2.2

资料来源：招商证券

1、拟公开增发投资新电厂等项目

中能股份 10 月 31 日发布公告，拟增发 A 股不超过 3.5 亿股，募集资金 25 亿元，募集资金用途如下。

（1）投入上海临港燃气电厂一期工程不超过 15 亿元

临港地区是上海市政府规划的五大发电基地之一，位于临港新城西南部，是与上海 LNG 项目相配套的燃气电厂项目，计划建设 4 台 35 万千瓦级燃气-蒸汽联合循环机组。该项目已经国家发改委正式批准。该项目动态投资 54.8 亿元，其中项目资本金 13.7 亿元，由中能股份与上海电力按 65%与 35%的比例共同组建。

据我们了解，上海市的燃气电厂采用两部制电价，由于容量电价（基本电价）较高，燃气电厂即使作为备用，也能够盈利。该电厂又是与 LNG 项目的配套电厂，气源、气价都有保证，未来盈利能力较稳定。

中能拟以募集资金投入项目公司不超过 15 亿元，其中 8.905 亿元作为注册资本金，不超过 6.095 亿元以委托贷款方式投入。

（2）投入上海漕泾电厂“上大压小”新建工程 5.88 亿元

漕泾地区是上海市政府规划的五大发电基地之一，漕泾电厂“上大压小”项目对闵行、杨树浦电厂等进行“上大压小”，在漕泾地区建 2 台百万千瓦级超超临界高效清洁燃煤机组，已经获得国家发改委的正式核准。

中能股份建设运营外高桥第二、第三发电厂的百万千瓦机组已经有丰富经验，此次投资虽然有上海电力控股，但是公司的经验也非常重要，参照外二、外三的盈利能力，我们判断，在漕泾电厂“上大压小”项目建成后，全年净利润应能达到 6 亿元以上，为中能股份贡献净利润 2.1 亿元以上。

漕泾电厂“上大压小”项目动态投资约 84 亿元，项目资本金 16.8 亿元。中能股份拟以本次募集资金投入项目公司注册资本金 5.88 亿元。

（3）组建航运公司，投入资本金 1.176 亿元

中能股份拟与中海发展股份有限公司共同出资组建航运公司，依托中海发展在船舶运营管理和航运安全等方面的优势，保障中能股份下属电厂的电煤运输。通过参股航运公司，在市场运力紧张、运价上涨的情况下可减少运输成本上升对中能股份整体业绩的影响，保持公司盈利的稳定性。

航运公司总投资约为 8 亿元，注册资本金 2.4 亿元。中能股份与中海发展分别按 49%: 51%的比例共同出资。中能股份拟以本次募集资金投入项目公司注册资本金 1.176 亿元。

（4）补充流动资金 2.944 亿元

中能股份拟将本次增发 A 股募集资金中 2.944 亿元用于补充流动资金，保证未来发展的资金需求。

为了保证募集资金投资项目的顺利进行，如募集资金到位时间与项目实施进度不一致，公司可根据项目实际进展情况，先行以自筹资金进行投入，募集资金到位后，再以募集资金置换先期投入的自筹资金。

2、受让中天合创能源公司 12.5%的股权

中能股份 2009 年 10 月 29 日与中能集团签署了《关于中天合创能源有限责任公司股权转让协议》，依据该协议，中能股份拟以人民币 1.26 亿元的价格受让中能集团持有的中天合创 12.5%的股权，于 2009 年 11 月 30 日前以现金方式一次性支付上述股权转让价款。

（1）中天合创能源公司基本情况

中天合创能源公司根据国家发改委办公厅于 2007 年 4 月 11 日下发的“发改办工业[2007]801 号”文件组建，股东分别为中煤集团、中国石化、中能集团、满世集团。

2007 年 10 月 24 日，中天合创公司注册成立，初始注册资本为 5 亿元人民币，各股东方持股比例为：中国中煤能源股份有限公司 38.75%、中国石油化工股份有限公司 38.75%、中能集团 12.5%、满世集团 10%。

中天合创能源公司该项目按照煤、化、电、运一体化模式，建设主要建设包括年产 2500 万吨煤矿项目为主的特大型煤化工项目，其中 50%的原煤用于商品煤生产，另外 50%的原煤用于煤化工产品。

（2）鄂尔多斯煤化工项目基本情况

该项目设计煤炭产能 2500 万吨/年，包括葫芦素、门克庆和陕汉毛利三个矿井：

- Ø 葫芦素矿井井田面积 98.1 平方公里，地质资源量 24.63 亿吨，产能 1200 万吨/年；
- Ø 门克庆矿井井田面积 43.8 平方公里，地质资源量 11.54 亿吨，产能 600 万吨/年；
- Ø 陕汉毛利矿井井田面积 50.9 平方公里，地质资源量 14.18 亿吨，产能 700 万吨/年。

煤化工项目包括：

- Ø 最终产品二甲醚年产 300 万吨；
- Ø 中间产品甲醇年产 420 万吨。

发电项目包括装机容量为 2×13.5 万千瓦的发电厂，为项目提供蒸汽和发电。

（3）交易价格的确定

本次股权转让价格 1.26 亿元，由两部分组成：

- Ø 中能集团在中天合创注册时认缴的 6250 万元资本金，经评估后确定价格为 6645 万元。
- Ø 中能集团在中天合创公司 09 年 6 月 25 日增资中认缴增资款 5980 万元，至中能股份与中能集团签订股权转让书日，按照七天通知存款利息计算产生利息 16.8 万元，包括利息在内，协商定价 5997 万元。

由于中能股份燃煤电厂成本中煤炭成本达到发电总成本的 70%以上，该煤化工项目有 50%的煤炭产量需要外销，两者具有互补性，对中能股份的发展非常有利。

由于股权收购是在上市公司与控股股东之间进行，属于关联交易。但是交易价格不超过上市公司净资产的 3%，在董事长决策范围内，只要独立董事发表意见，不需要股东大会批准。

3、燃气集团向天然气管网公司单向增资，公司持股降至 50%

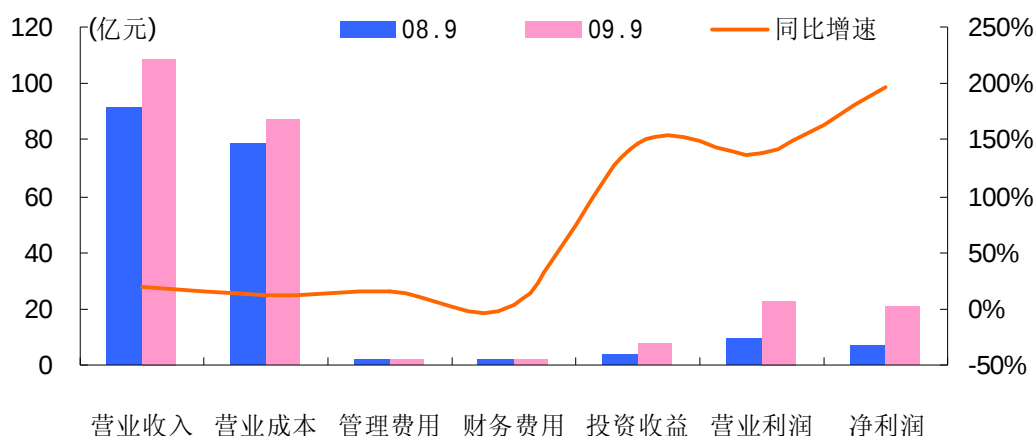
上海燃气（集团）有限公司拟以现金方式向申能股份的控股子公司上海天然气管网有限公司单向增资。增资完成后，管网公司注册资本金将由 15 亿元增加至 18 亿元，燃气集团的出资额将由 6 亿元增加至 9 亿元，申能股份的出资额仍为 9 亿元，权益比例将由 60% 下降至 50%；燃气集团的权益比例将由 40% 上升至 50%。

燃气集团是申能集团的全资子公司，2008 年底总资产 138 亿元，归属于母公司的所有者权益 71 亿元，2008 年归属于母公司的净利润为亏损 1.93 亿元。

管网公司 2008 年底总资产 45.60 亿元，所有者权益 18.12 亿元，全年度实现净利润 2.6 亿元。截至 2009 年 8 月 31 日，管网公司未经审计的总资产为 53.16 亿元，所有者权益 17.73 亿元，1-8 月份实现净利润 1.61 亿元。

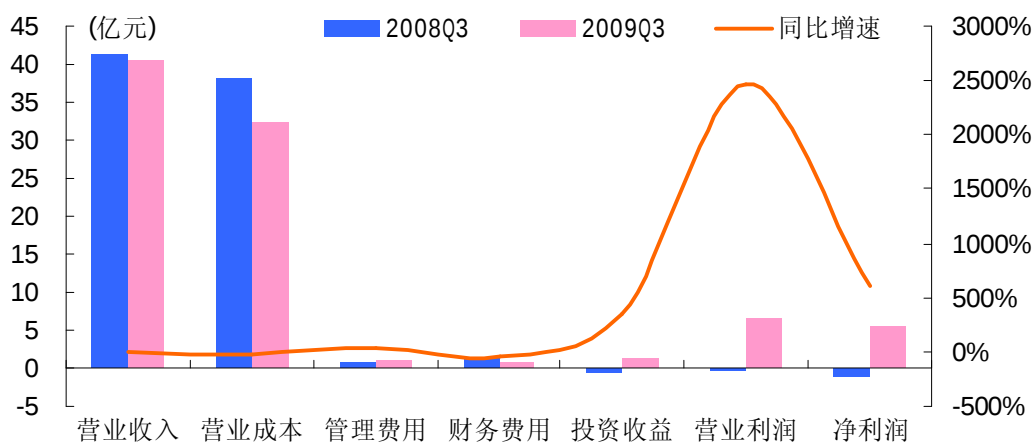
在本次增资扩股中，申能股份放弃了同比比例增资，导致权益比例下降。不过，由于申能股份负责实际运营工作，具有实际控制权，虽然双方都是持股 50%，仍由申能股份对管网公司进行并表。

图1：申能股份前三季度经营指标同比变动比较



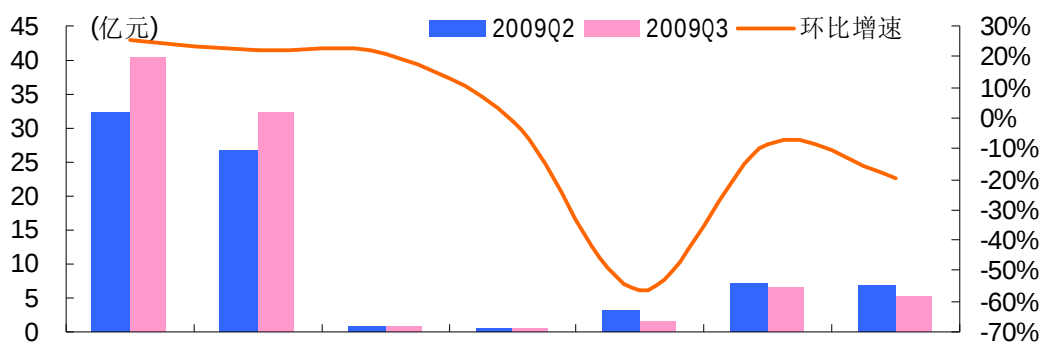
数据来源：公司公告，招商证券整理

图2：申能股份三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

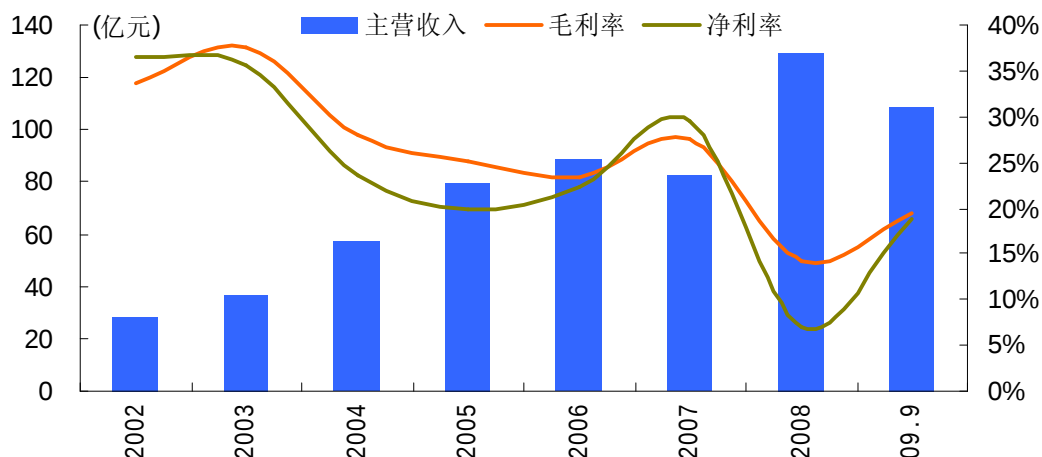
图3: 申能股份三季度经营指标环比变动比较



营业收入 营业成本 管理费用 财务费用 投资收益 营业利润 净利润

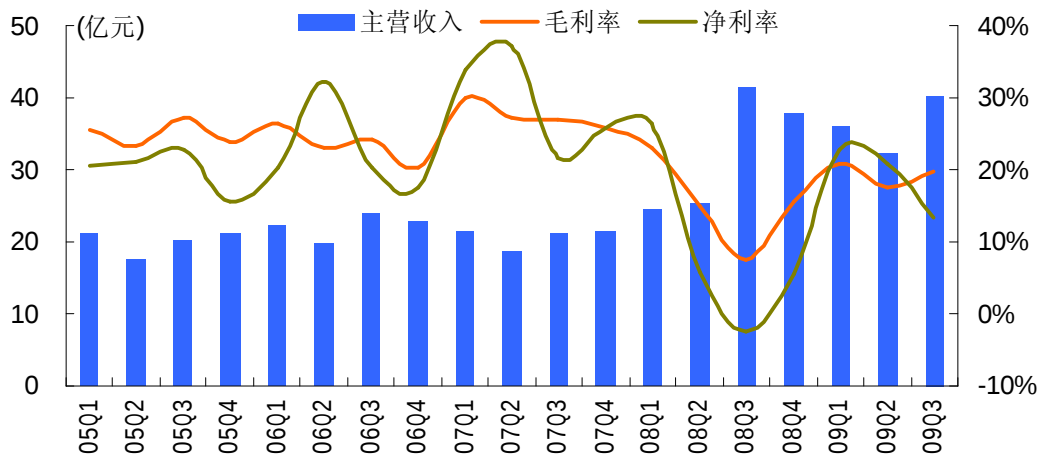
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 申能股份年度收入和利润率指标比较



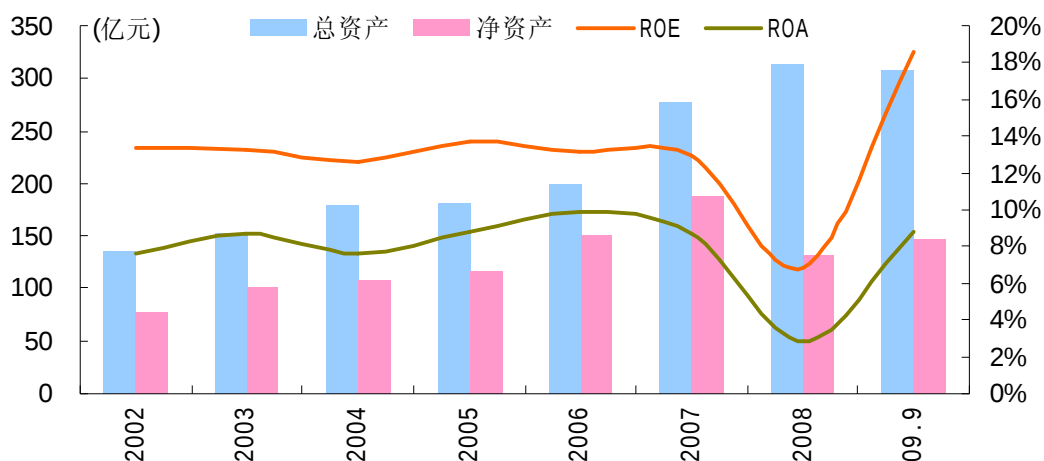
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 申能股份季度营业收入和利润率指标比较



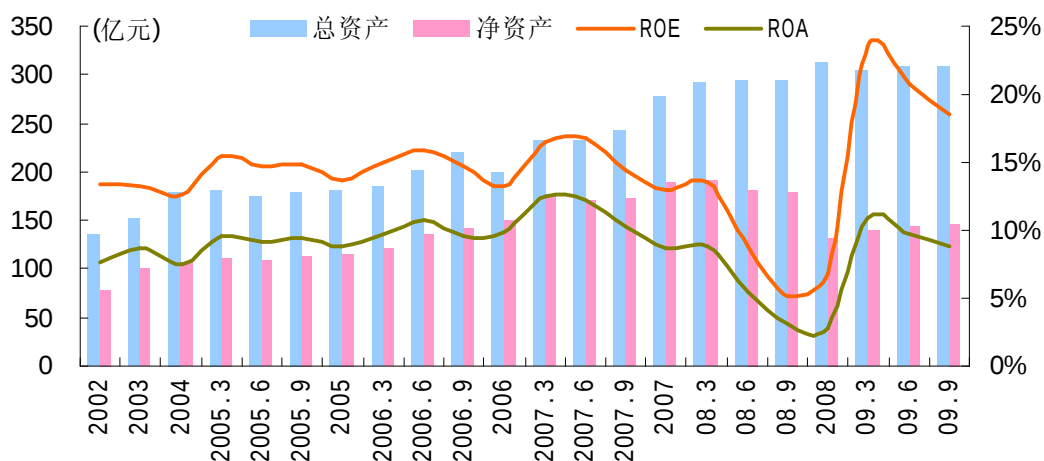
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 申能股份年度资产收益率指标比较



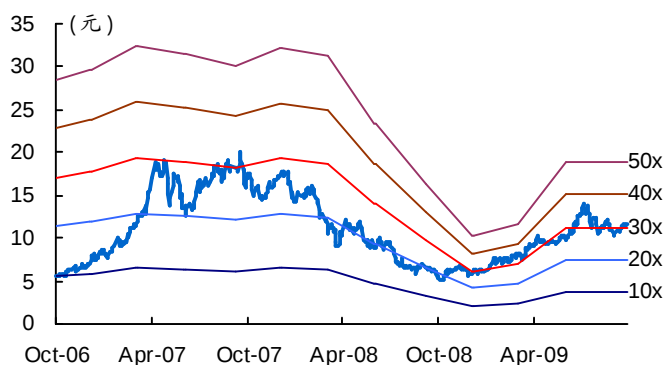
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7: 申能股份季度资产收益率指标比较



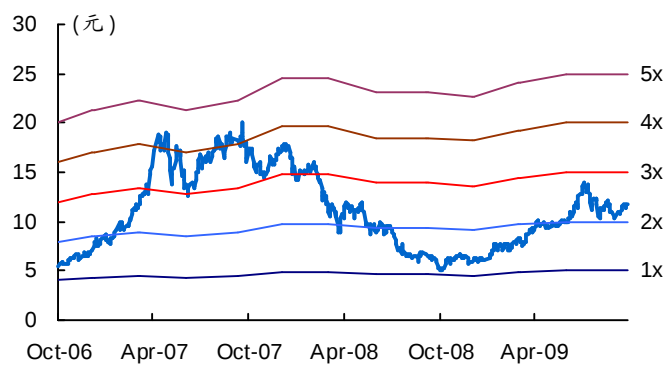
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4757	7369	9523	12296	15803
现金	3546	5487	7271	9627	12638
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	2	3	4	5
应收款项	611	1076	1343	1583	1868
其它应收款	28	157	180	212	251
存货	212	448	516	618	741
其他	352	199	210	251	301
非流动资产	23081	23957	23657	23397	22645
长期股权投资	6400	6481	6481	6481	6481
固定资产	6041	13741	13120	13038	12966
无形资产	5	3	3	3	2
其他	10635	3732	4054	3875	3196
资产总计	27838	31326	33181	35692	38448
流动负债	4998	7359	7434	8006	8728
短期借款	2055	3406	3300	3100	2900
应付账款	1185	1445	1677	2008	2408
预收账款	51	25	26	31	37
其他	1707	2484	2430	2867	3384
长期负债	3955	6139	6045	5900	5705
长期借款	3528	5220	5120	4970	4770
其他	426	919	925	930	935
负债合计	8953	13498	13478	13906	14433
股本	2890	2890	2890	2890	2890
资本公积金	3975	3404	3404	3404	3404
留存收益	7214	6853	7774	8798	9892
少数股东权益	4807	4681	5635	6695	7829
母公司所有者权益	14079	13147	14067	15091	16186
负债及权益合计	27838	31326	33181	35692	38448

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2213	1435	3538	4293	4480
净利润		593	1771	1969	2105
折旧摊销		0	1625	1582	1573
财务费用		0	382	331	268
投资收益		0	-983	-953	-973
营运资金变动		0	-208	303	372
其它		842	951	1061	1134
投资活动现金流	-1317	-3111	-1321	-1320	-820
资本支出		0	-1500	-1500	-1000
其他投资		-3111	179	180	180
筹资活动现金流	315	3617	-432	-618	-649
借款变动		0	-189	-300	-350
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	-850	-945	-1010
其他		3617	607	628	711
现金净增加额	1211	1941	1785	2356	3010

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8257	12917	16375	19307	22782
营业成本	5983	11075	12903	15446	18522
营业税金及附加	150	265	164	193	228
营业费用	3	3	3	4	5
管理费用	313	334	328	386	456
财务费用	29	372	382	331	268
资产减值损失	47	17	16	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1375	307	983	953	973
营业利润	2942	1153	3493	3884	4261
营业外收入	2	70	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
利润总额	2944	1221	3493	3884	4261
所得税	509	320	768	854	1023
净利润	2435	900	2724	3030	3239
少数股东损益	578	308	954	1060	1134
母公司所有者净利润	1856	593	1771	1969	2105
EPS (元)	0.64	0.21	0.61	0.68	0.73

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-7%	56%	27%	18%	18%
营业利润	21%	-61%	203%	11%	10%
净利润	8%	-68%	199%	11%	7%
获利能力					
毛利率	27.5%	14.3%	21.2%	20.0%	18.7%
净利率	22.5%	4.6%	10.8%	10.2%	9.2%
ROE	13.2%	4.5%	12.6%	13.0%	13.0%
ROIC	10.0%	4.2%	10.7%	11.0%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	32.2%	43.1%	40.6%	39.0%	37.5%
净负债比率	20.4%	27.8%	25.7%	23.0%	20.5%
流动比率	1.0	1.0	1.3	1.5	1.8
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	40.4	33.6	26.8	27.2	27.3
应收帐款周转率	16.1	15.3	13.5	13.2	13.2
应付帐款周转率	7.3	8.4	8.3	8.4	8.4
每股资料(元)					
每股收益	0.64	0.21	0.61	0.68	0.73
每股经营现金	0.77	0.50	1.22	1.49	1.55
每股净资产	4.87	4.55	4.87	5.22	5.60
每股股利	0.33	0.10	0.29	0.33	0.35
估值比率					
PE	18.9	59.1	19.8	17.8	16.6
PB	2.5	2.7	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	14.1	19.7	9.9	9.4	8.9

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。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：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。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

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

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。