

申能股份(600642)

天然气传输业务面临爆发增长

——申能股份投资价值分析报告

✍ 崔健 CFA
☎ 86-22-28451618
✉ bhzcqj@hotmail.com

核心观点:

- 天然气传输规模将爆发增长
- 油气开采即将有新产能投产

投资要点:

● 上海本地能源类公司

申能股份由申能电力开发公司改制设立, 主业为电力、石油天然气的投资建设和经营管理。公司是上海市政府能源项目投资、建设、运营主体, 因此在上海地区具有较强的竞争主导优势。

● 电力和石油天然气业务两翼齐飞

在电力业务方面, 公司目前可控装机容量为 502.4 万千瓦, 占上海发电机组装机容量总容量的 1/3; 权益发电机组装机容量为 474.5 万千瓦。公司控制上海石油天然气有限公司 40% 的股权, 该公司主要负责东海平湖油气田项目的开发与建设, 目前年供气能力约 4-5 亿立方米, 年生产原油 15 万吨左右。在油气业务方面, 公司还控制上海天然气管网有限公司 50% 股权, 该公司主要负责上海地区天然气高压主干管网的建设和经营, 是上海地区天然气主干网唯一运营商, 因此区域自然垄断优势明显。

● 发电和天然气传输规模将加快增长 油气开采即将有新产能投产

目前公司在建可控机组装机容量为 260 万千瓦, 权益装机容量为 237.22 万千瓦, 预计 2010 和 2011 年依靠自建装机容量同比复合增长率将在 22% 以上。公司新矿井勘探工作已取得实质进展, 预计 2010 年一季度“平湖十井”开采矿井将会投入使用, 从而为公司石油天然气开采业务带来增长。2010 年, 上海市天然气的供应量将达到 55 亿-60 亿立方米, 2011 年以后, 上海的天然气供应量将超过 100 亿立方米。

● 估值及投资建议

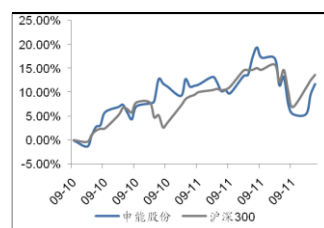
预计 2009-2011 年公司分别实现每股收益 0.69、0.81、0.96 元, 综合绝对估值和相对估值的结果, 我们认为公司未来一年合理的价值区间为 11.94~20.25 元。发电、天然气价格的市场化改革都将成为公司股价的催化剂, 我们首次给予公司“买入”的投资评级。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	
主营收入	8,257	12,917	14,227	21,018	
(+/-)%	-7%	56%	10%	48%	
经营利润 (EBIT)	1808	1240	2406	3547	
(+/-)%	1%	-31%	94%	47%	
净利润	1856	593	1990	2334	
(+/-)%	8%	-68%	236%	17%	
每股净收益 (元)	0.64	0.21	0.69	0.81	
每股股利 (元)	0.33	0.10	0.69	0.34	
利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	27.54%	14.26%	20.05%	19.31%	19.31%
ROE(%)	9.83%	3.32%	9.69%	10.01%	10.01%
ROIC (%)	6.05%	3.38%	7.13%	9.68%	9.68%
PE	18.59	58.22	17.33	14.79	14.79
PB	2.45	2.62	2.32	2.13	2.13
EV/EBITDA	15.17	17.19	12.80	9.49	9.49

评级: 买入
上次评级: 首次评级
目标价格: ¥ 20.25
上次预测:
当前价格: ¥ 12.17
2009.12.2

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.1928
2Q/2009	0.1762
3Q/2009	0.1155
4Q/2009E	0.21

最近两个月走势图



公司简介

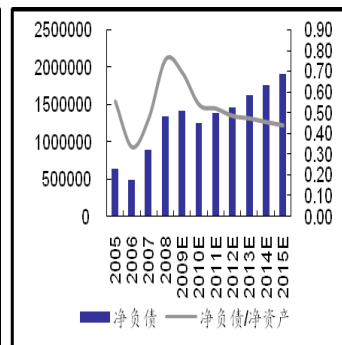
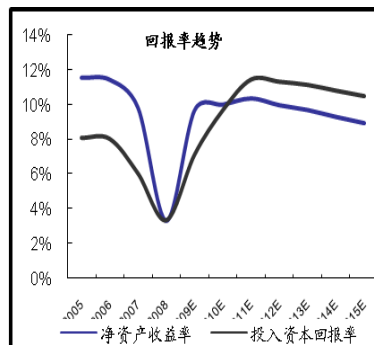
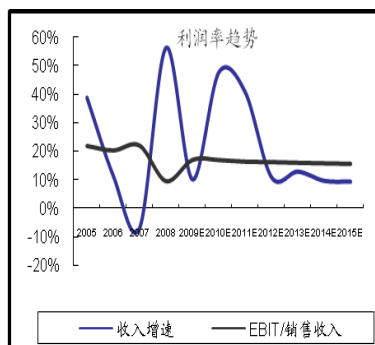
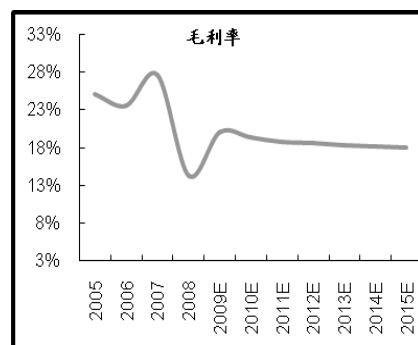
申能股份是上海市政府能源项目投资、建设、运营主体, 主业为电力、石油天然气的投资建设和经营管理。

相关报告

首次

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3546	5487	5975	4204	5923	营业收入	8257	12917	14227	21018	29615
应收票据	9	2	3	4	6	营业成本	5983	11075	11375	16960	24065
应收账款	611	1076	1185	1750	2466	营业税金及附加	150	265	100	147	207
预付款项	58	197	236	323	478	销售费用	3	3	3	5	7
其他应收款	28	157	78	128	201	管理费用	313	334	343	359	503
存货	212	448	333	498	809	财务费用	29	372	362	310	254
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	47	17	0	0	0
长期股权投资	6400	6481	6481	6481	6481	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	6041	13741	15714	19891	20525	投资收益	1375	307	1310	1336	1203
在建工程	7175	1051	3327	3924	3332	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	379	105	497	1697	2597	营业利润	2942	1153	3354	4573	5781
无形资产	5	3	2	2	1	营业外收支净额	1	67	20	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	2944	1221	3373	4574	5782
资产总计	27838	31326	34701	39772	43689	减：所得税	509	320	371	823	1156
短期借款	2055	3406	4529	1056	600	净利润	2435	900	3002	3751	4625
应付票据	1223	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	1856	593	1991	2333	2776
应付账款	1185	1445	1484	2212	3139	少数股东损益	578	308	1012	1418	1850
预收款项	51	25	39	47	69	基本每股收益	0.64	0.21	0.69	0.81	0.96
应付职工薪酬	4	5	7	10	14	稀释每股收益	0.64	0.21	0.69	0.81	0.96
应交税费	208	185	657	977	1266	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	178	204	204	204	204	成长性					
其他流动负债	0	1991	1991	1991	1991	营收增长率	-6.9%	56.4%	10.1%	47.7%	40.9%
长期借款	3528	5220	4320	5070	5820	EBIT 增长率	0.9%	-31.4%	94.1%	47.4%	36.2%
预计负债	214	287	287	287	287	净利润增长率	8.2%	-68.1%	235.7%	17.3%	18.9%
负债合计	8953	13498	14240	12525	13942	盈利性					
股东权益合计	18885	17828	20541	23297	26755	销售毛利率	27.5%	14.3%	20.0%	19.3%	18.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	22.5%	4.6%	14.0%	11.1%	9.4%
净利润	2435	900	3002	3752	4625	ROE	9.8%	3.3%	9.7%	10.0%	10.4%
折旧与摊销	923	1227	964	1051	1134	ROIC	6.05%	3.38%	7.14%	9.68%	11.45%
经营活动现金流	2213	1435	3639	3913	4677	估值倍数					
投资活动现金流	-1317	-3111	-2690	-1664	-1797	PE	18.6	58.2	17.3	14.8	12.4
融资活动现金流	315	3617	-429	-3996	-1133	P/S	4.2	2.7	2.4	1.6	1.2
现金净变动	1211	1941	519	-1747	1747	P/B	2.5	2.6	2.3	2.1	1.9
期初现金余额	2334	3546	5487	5975	4204	股息收益率	1.9%	2.7%	0.8%	2.9%	3.4%
期末现金余额	3546	5487	6006	4229	5951	EV/EBITDA	15.2	17.2	12.9	9.5	7.4

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Dividend	92468	28896	99483	116685	138724	151919	167389	180812	194854	209533	224215
PV (Dividend)	98363	28743	92528	101480	112793	115500	118998	120194	121095	121762	121833
股票价值	4,236,491.40		Ke	6.9%	估值		永续增长率 g				
每股价值	14.66		Kd	5.3%			2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
			t	25%	无债股权成本 Ke	5.44%	18.13	20.62	24.13	29.45	38.45
			Rf	2.25%		5.94%	15.71	17.50	19.90	23.28	28.40
			E(Rm)	7.00%		6.44%	13.84	15.17	16.90	19.21	22.46
			Rm - Rf	5%		6.94%	12.35	13.38	14.66	16.32	18.55
			D/A	21.2%		7.44%	11.14	11.94	12.93	14.17	15.77
			E/A	78.8%		7.94%	10.13	10.78	11.55	12.51	13.70
			Beta	0.99		8.44%	9.28	9.81	10.43	11.18	12.10



目 录

1.公司简介	6
1.1 上海本地能源类公司	6
1.2 依靠生产能源和投资盈利	6
1.3 小非减持的压力仍在	6
2.从事能源生产及服务 成长依然可以持续	7
2.1 电力和石油天然气业务两翼齐飞	7
2.1.1 电力业务以上海地区为主	7
2.1.2 石油天然气产能趋降 天然气传输规模不断增长	9
2.2 发电和天然气传输规模将加快增长 油气开采即将有新产能投产	11
2.2.1 继续投建新机组 增发降低财务费用	11
2.2.2 新矿井将投入使用 天然气传输规模将爆发增长	13
2.2.3 收购股权 产业链向煤炭及化工延伸	14
3.股权投资提高业绩弹性	14
4.竞争优势	15
5.风险因素	15
5.1 勘探风险	15
5.2 政策风险	15
6.盈利预测	15
6.1 关键假设	15
6.2 盈利预测	16
7.估值及投资建议	16
7.1 绝对	16
7.2 相对	17
7.3 投资建议	18

图 目 录

图 1	综合性能源公司	6
图 2	公司与实际控制人之间的产权控制关系	7
图 3	权益装机容量机组类型广泛	8
图 4	装机地区分布以上海地区为主	8
图 5	装机容量保持增长	8
图 6	电力业务收入情况	9
图 7	电力业务毛利率受煤炭影响波动剧烈	9
图 8	油气开采量不断下降	10
图 9	天然气供气量受制于气源不足增长放缓	10
图 10	石油天然气开采传输业务不断增长	11
图 11	天然气传输业务比重加大毛利率水平有下降趋势	11
图 12	仅考虑在建项目预计未来 3 年装机容量增长情况	12
图 13	申能资产管理公司投资业绩优良	15

表 目 录

表 1	公司股权结构状况	6
表 2	已投产可控机组装机情况	7
表 3	石油天然气开采能力及储量状况	9
表 4	在建工程情况	11
表 5	前期项目保证远期发展目标	12
表 6	公司增发投资计划	13
表 7	重要参数假设	16
表 8	DDM 模型敏感性分析	17
表 9	A 股同类上市公司估值状况	17

1. 公司简介

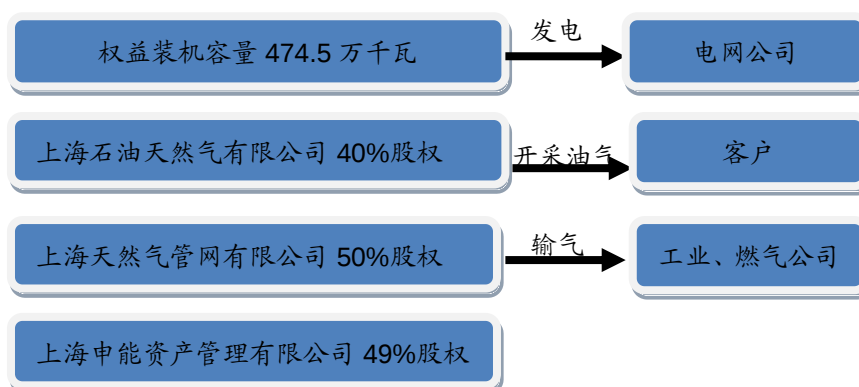
1.1 上海本地能源类公司

申能股份由申能电力开发公司改制设立，1993 年 4 月在上海证券交易所上市，系全国电力能源行业第一家上市公司，主业为电力、石油天然气的投资建设和经营管理。公司是上海市政府能源项目投资、建设、运营主体，因此在上海地区具有较强的竞争主导优势。

1.2 依靠生产能源和投资盈利

公司属于综合性能源公司，生产和销售电力、热力，开采和销售石油、天然气，此外公司还提供天然气城市主干网传输服务。除能源类业务外，公司还拥有上海申能资产管理有限公司 49%的股权，该公司主要职责是策划制定金融资产的整合和运作方案，为系统内部企业提供投资咨询。

图 1 综合性能源公司



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

1.3 小非减持的压力仍在

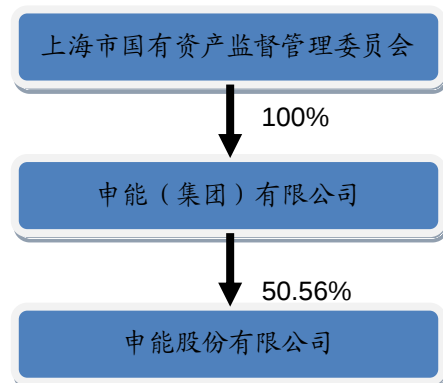
目前申能股份总股本为 28.90 亿股，公司控股股东是申能（集团）有限公司，实际控制人是上海市国有资产监督管理委员会。公司已于 2008 年 8 月 18 日实现全流通，最新的前十大流通股东中仍有三家原小非股东，小非减持的压力依然存在，而大股东并没有减持的意愿。

表 1 公司股权结构状况

股东名称	持有股份数量
申能(集团)有限公司	1,461,029,508
兖州煤业股份有限公司	22,323,900
上海久事公司	17,367,250
上海国际信托有限公司	10,818,085
A 股其他流通股	1,378,092,911
合计	2,889,631,654

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 2 公司与实际控制人之间的产权控制关系



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

2.从事能源生产及服务 成长依然可以持续

2.1 电力和石油天然气业务两翼齐飞

2.1.1 电力业务以上海地区为主

在电力业务方面，公司目前可控装机容量为 502.4 万千瓦，占上海发电机组装机总容量的 1/3；权益发电机组装机容量为 474.5 万千瓦。

表 2 已投产可控机组装机情况

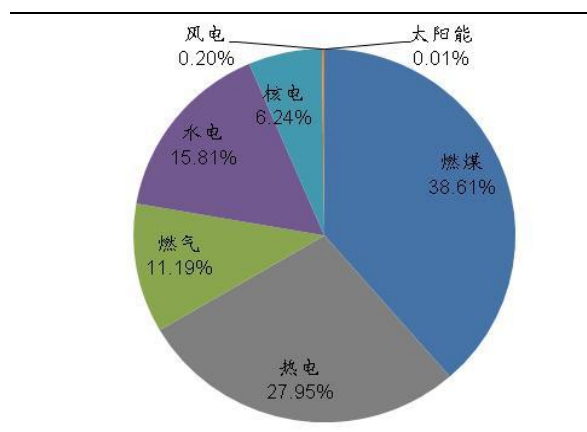
电厂名称	机组类型	机组构成	装机容量	权益	权益装机容量	投产时间
吴泾第二发电	燃煤	2×60	120.00	51.00%	61.20	2000.7、2001.5
外高桥第二发电	热电	2×90	180.00	40.00%	72.00	2004.4、2004.9
外高桥第三发电	燃煤	2×100	200.00	40.00%	80.00	2008.3、2008.6
申能星火热电	热电	2×1.2	2.40	75.00%	1.80	1998
可控合计			502.40			
电厂名称	机组类型	机组构成	装机容量	权益	权益装机容量	投产时间
吴泾发电有限责任公司	燃煤	2×30	60.00	50.00%	30.00	1992
安徽池州九华发电有限公司	燃煤	2×30	60.00	20.00%	12.00	2005.9、2005.12
外高桥发电有限责任公司	热电	4×30	120.00	49.00%	58.80	1998.3
华能上海燃机发电	燃气	3×39	117.00	30.00%	35.10	2006
漕泾热电	燃气热电	2×30	60.00	30.00%	18.00	2005.8、2005.12
华东天荒坪抽水蓄能	水电	6×30	180.00	25.00%	45.00	2000
华东桐柏抽水蓄能发电	水电	4×30	120.00	25.00%	30.00	2006
核电泰山联营	核电	2×65	130.00	12.00%	15.60	2002、2004
泰山第三核电	核电	2×70	140.00	10.00%	14.00	2002、2003
启东	风电	61×0.15	9.15	10.50%	0.96	2008
崇明前卫村	太阳能		0.1	9.00%	0.01	2007.9
临港太阳能	太阳能		0.1	30.00%	0.03	2008.8

权益合计					474.50	
------	--	--	--	--	--------	--

资料来源：公司网站、公司公告、公司调研

从机组类型看，以火电为主并且类型众多，火电包括燃煤、燃煤热电、燃气和燃气热电，此外还有水电、核电、风电和太阳能发电，其中水电均是抽水蓄能式电厂。

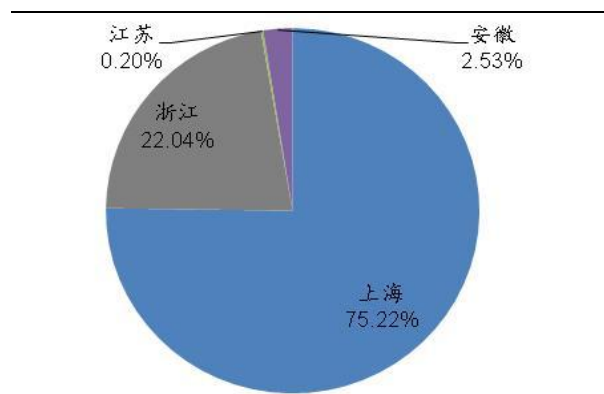
图 3 权益装机容量机组类型广泛



资料来源：公司网站、公司公告、公司调研、渤海证券研究所整理

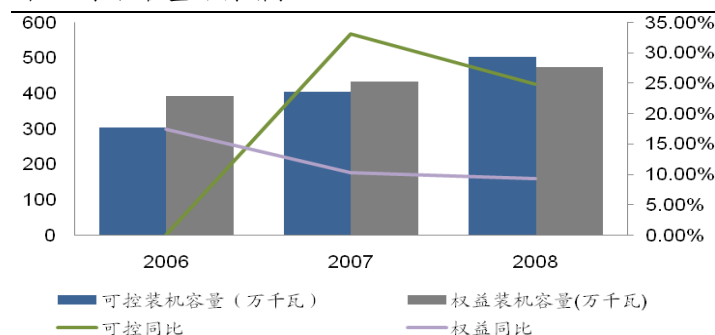
从地区分布看，公司投产机组分布于上海、江苏、浙江、安徽四个省市，并以上海为主。

图 4 装机地区分布以上海地区为主



资料来源：公司网站、公司公告、公司调研、渤海证券研究所整理

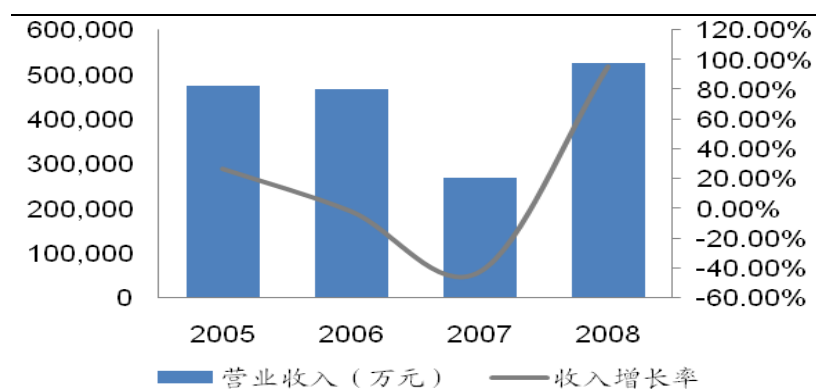
图 5 装机容量保持增长



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

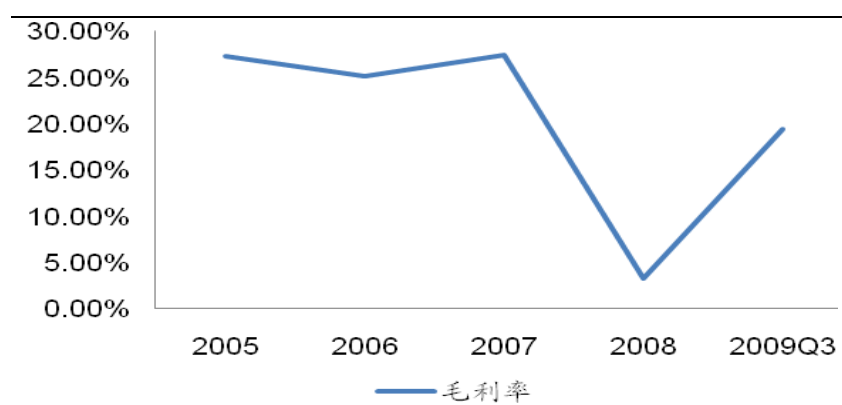
近几年公司通过自建和收购电厂股权的方式实现了装机容量的稳定增长，但从增速来看，受制于地域的限制增速比较缓慢。

图6 电力业务收入情况



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理 注：2007年以后采用新会计准则外二、吴泾没有并表

图7 电力业务毛利率受煤炭影响波动剧烈



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

2.1.2 石油天然气产能趋降 天然气传输规模不断增长

石油天然气开采

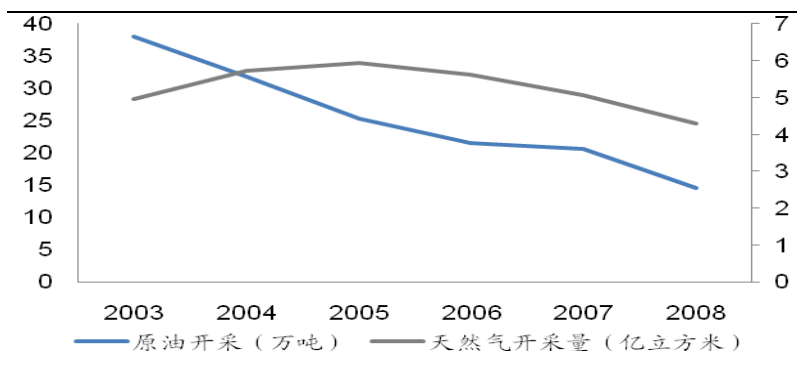
在油气业务方面，公司控制上海石油天然气有限公司 40%的股权，该公司主要负责东海平湖油气田项目的开发与建设，目前年供气能力约 4-5 亿立方米，年生产原油 15 万吨左右。东海平湖油气田于 1999 年投入运营，经过 10 年开采已经进入开采中期，产能呈现自然下降的趋势。公司石油产品销售基本实现市场化，主要销售给中国石油化工集团公司的骨干企业；天然气全部供给上海，由于国内天然气价格尚未市场化因此价格偏低。

表3 石油天然气开采能力及储量状况

矿井名称	权益	石油储量 (万吨)	天然气储量 (亿立方米)	年天然气产能 (万立方米)	年原油产能 (亿吨)
东海平湖油气田	40.00%	800	108	4.38	15

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 8 油气开采量不断下降



资料来源：公司公告

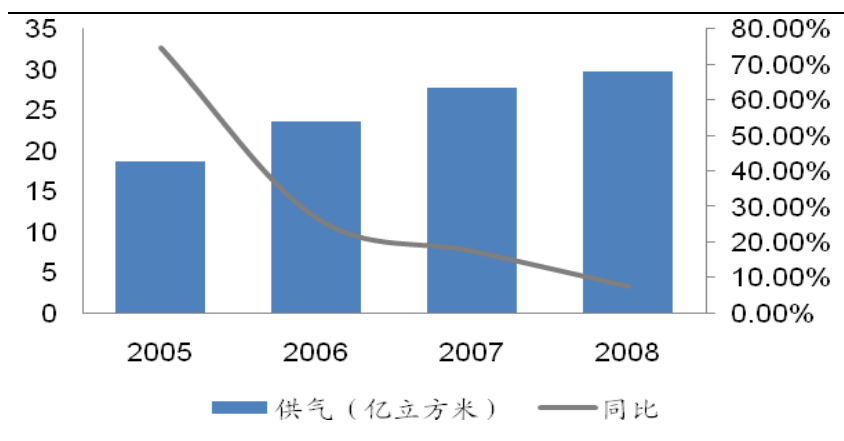
天然气传输

在油气业务方面，公司还控制上海天然气管网有限公司 50% 股权，该公司主要负责上海地区天然气高压主干管网的建设和经营，是上海地区天然气主干网唯一运营商，因此区域自然垄断优势明显。其利模式是赚取购销差价，目前平均购销价差约 0.3 元/立方米。

天然气是上海能源供应的重要组成部分，目前上海市共有人工煤气、天然气和液化石油气三种气源，并在持续推进人工煤气向天然气转换的工作。2007 年上海燃气用户数达到 506 万，其中人工煤气用户 203 万户，天然气用户 226 万户，液化气用户 77 万户。2008 年，上海消费天然气 29.8 亿立方米、人工煤气 19.2 亿立方米、液化石油气 11.7 万吨，天然气消费量仅占一半，未来提升的空间依然很大。

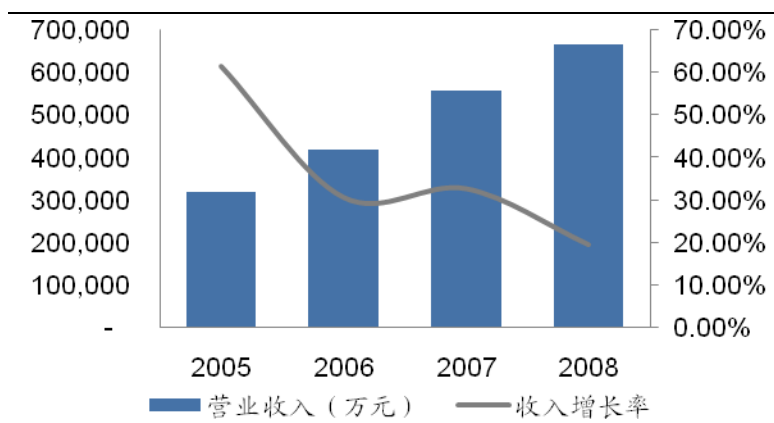
公司目前传输的天然气来源主要包括“西气东输”和“东海平湖天然气”，由中石油运营的西气东输一线工程，是目前上海最主要的天然气气源。2004 年 1 月，西气东输天然气开始供应上海，目前已达到供应能力的上限，按照供气合同 2008 年的供气量为 23.7 亿立方米，占上海当年天然气供气量的 79.53%。

图 9 天然气供气量受制于气源不足增长放缓



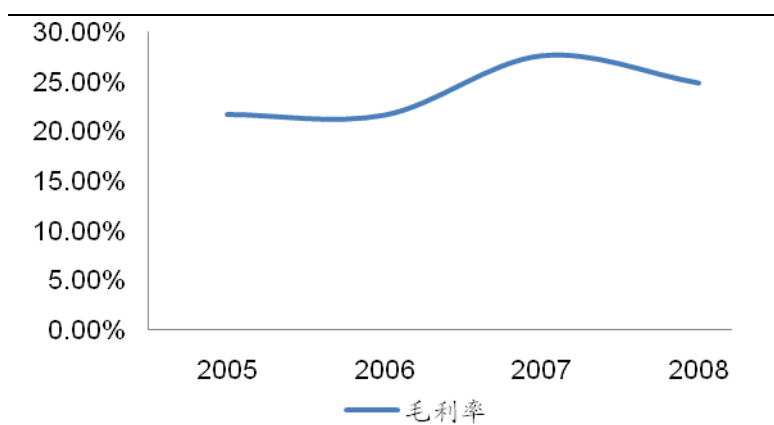
资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 10 石油天然气开采传输业务不断增长



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 11 天然气传输业务比重加大毛利率水平有下降趋势



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

2.2 发电和天然气传输规模将加快增长 油气开采即将有新产能投产

2.2.1 继续投建新机组 增发降低财务费用

上海“十一五能源规划”提出将规划市内、市外电源分别占全市电力供应能力的 2/3 和 1/3 左右。市内电源规划形成 5+X 格局：即五大发电基地(外高桥、石洞口、吴泾-闵行、漕泾和临港)和若干个调峰与热电联产电厂，发展分布式供能系统。市外电源规划形成 2+X 格局：一是华东电网内的安徽煤电基地，二是华东电网外的三峡和金沙江水电，此外还包括华东电网内的核电、抽水蓄能等电源。

公司按照上海电力发展规划的要求，积极推进新机组的建设和申请工作，目前公司在建可控机组装机容量为 260 万千瓦，是现有可控机组装机容量的 51.75%；权益装机容量为 237.22 万千瓦，是现有权益机组装机容量的 49.99%。这些机组将在未来 2 年投产，预计 2010 和 2011 年依靠自建公司装机容量同比复合增长率将在 22% 以上，装机规模增长的势头得以延续。

表 4 在建工程情况

电厂名称	机组类型	机组构成 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	权益	权益装机容量 (万千瓦)	投产时间
临港燃气发电一期	燃气	4×35	140	65%	91.00	2010-2011
石洞口二期扩建	燃煤	2×60	120	50%	60.00	2010
漕泾电厂	燃煤	2×100	200	35%	70.00	2010
秦山二期扩建	核电	2×65	130	12%	15.60	2010、2011
长兴岛	风电		2	30%	0.60	2010
世博太阳能	太阳能		0.2	9%	0.02	2009
可控合计			260			
权益合计					237.22	

资料来源：公司公告、公司调研、渤海证券研究所整理 注：临港燃气最终规划为 14-16 台

除上述在建项目外，公司还有前期项目处于运作阶段，可控机组规模为 180 万千瓦，权益机组规模为 196.8 万千瓦，前期项目储备为公司后续发展提供了保证。

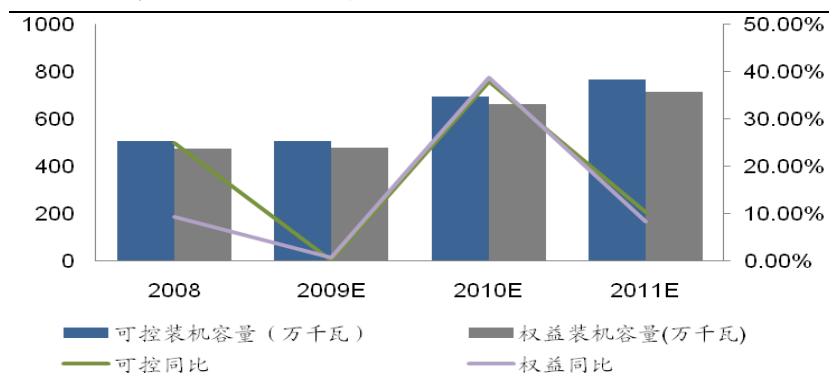
表 5 前期项目保证远期发展目标

电厂名称	机组类型	机组构成	装机容量	权益	权益装机容量
漕泾 IGCC	整体煤气化燃气-蒸汽联合循环	2×40	80	49%	39.20
闵行燃气发电	燃气	2×35	70	35%	24.50
安徽芜湖核电	核电	2×100	200	20%	40.00
长江口电厂	燃煤	2×30	60	55%	33.00
安徽平山煤电一体化	燃煤	2×60	120	50%	60.00
临港新城	风电		0.7	14.70%	0.10
崇明青草沙	风电	0.15×92	13.95		
可控合计			180		
权益合计					196.80

资料来源：公司公告、公司调研、渤海证券研究所整理 注：漕泾 IGCC 规模为预计数字

公司计划在 2010 年实现发电权益装机规模达到 600 万千瓦，2015 年权益装机容量达到 1000 万千瓦左右。从在建工程和前期项目规模看，2015 年的目标仅存在 90 万千瓦的缺口，我们认为实现这一远期目标的难度不大。

图 12 仅考虑在建项目预计未来 3 年装机容量增长情况



资料来源：渤海证券研究所

增发进行中

公司计划增发不超过 3.5 亿股，募集 25 亿元，投资目标有 4 个方向。截至 2009 年三季度末，公司资产负债率仅为 36.11%，从历史上看公司始终将资产负债率控制在较低水平，因此本次增发是为了应对未来几年大规模的投资，如果融资顺利完成将有助于公司财务费用的控制。

表 6 公司增发投资计划

项目名称	权益	募集资金投入金额(亿元)	内部收益率
上海临港燃气电厂一期工程项目	65%	15	9.31%
上海漕泾电厂“上大压小”新建工程	35%	5.88	9.30%
航运公司	49%	1.176	15.00%
补充流动资金		2.944	

资料来源：公司公告

2.2.2 新矿井将投入使用 天然气传输规模将爆发增长

石油天然气开采

公司仅拥有东海平湖油气田 40% 的权益，由于公司没有石油开发的牌照，未来石油天然气开采业务增量主要来源于该油气田的勘探和新矿井扩产，平湖油气田目前探明天然气地质储量已增至 170.51 亿立方米，比公司公告数据提升 57.88%，可开采量和时间明显增多。公司新矿井勘探工作已取得实质进展，预计 2010 年一季度“平湖十井”开采矿井将会投入使用，从而为公司石油天然气开采业务带来增长。

除东海平湖油气田的勘探开发外，公司还试图通过参股的方式参与其他油气田的开发，但是受制于体制原因，公司未来取得新油田股权的难度很大。

天然气传输

目前上海地区天然气主干管网一期高压管网总长约 438 公里，二期约 150 公里也已基本投入使用，预计上海地区管网建设和优化要持续到 2020 年。目前公司传输能力充裕，未来几年天然气传输业务增长速度主要取决于上海地区天然气供应量。上海市规划到 2015 年人工煤气将基本完成向天然气的转换，到 2020 年城市管道燃气将全面实现天然气化。根据上海市能源发展“十一五”规划，2010 年全市能源消费总量要控制在 1 亿吨标准煤左右，天然气比重将从 3% 增加到 7%，到 2020 年将上海市天然气比重将提高到 15% 左右，从而达到或接近世界中等发达国家水平，政府导向型的发展方式较为明显。

上海规划形成西气、川气、进口 LNG 和东海气等多气源供应格局。西气东输一线和东海气已基本到达供应极限，未来进口 LNG、川气和西气东输二线将是天然气供应的主要增量来源。上海 LNG 接收站项目规划每年可接收 LNG 达 600 万吨，共分两期建设，其中一期工程已建成并投入使用，设计能力为 300 万吨/年，对应每年可供应天然气约 40 亿立方米，是上海的第三大气源也是未来供气

的主要来源。由中石化运营的川气东送工程，是上海的第四大气源，中国石化旗下的四川普光气田即将投产，将于12月通过一条输气管道向上海供气，2010年，普光气田对上海地区天然气的供应配额为19亿立方米。预计2010年开始供气的西气东输二线工程，将是上海的第五大气源，同样由中石油运营，西气东输二线从新疆霍尔果斯口岸至长三角和珠三角地区，年设计输气能力300亿立方米，其中的20亿立方米将为上海所用。

综合以上五大天然气来源，2010年，上海市天然气的供应量将达到55亿-60亿立方米，2011年以后，上海的天然气供应量将超过100亿立方米。

国内天然气交易尚未市场化，新增气源采购成本不断提高，但是销售价格为地方政府定价调整滞后，购销价格的谈判制约了供气量的增长。例如，川气东送的出厂价为1.408元/立方米，到上海的管输价格0.84元/立方米，到上海的成本是2.248元/立方米，按照中石油的估计该工程于2011年输送至上海的天然气成本将在每立方米3.2-3.4元左右，而上海目前天然气销售均价为2.5元/立方米，管网公司和燃起公司难以取得盈利。“川气东送”本应在2009年9月份实现局部通气，年底全线贯通，但到目前为止价格谈判仍在进行中。LNG目前已有货物到港，但其价格至少在2元/立方米以上甚至将高达3元/立方米，销售价格调整成为制约供气量增长的唯一障碍。

2.2.3 收购股权 产业链向煤炭及化工延伸

10月31日，公司公告称拟以1.26亿元受让中能集团持有的中天合创12.5%的股权，该项目按照煤、化、电、运一体化模式建设，主要包括年产2500万吨煤矿项目和配套煤化工业务，煤化工计划用煤量为开采量的50%。

该股权收购计划的公布预示公司开始迈出了延伸产业链的第一步，煤炭、煤化工业务也将成为公司未来的发展点。中天合创发展项目目前处于建设期，未来投产和扩产将为公司贡献一定的投资收益。

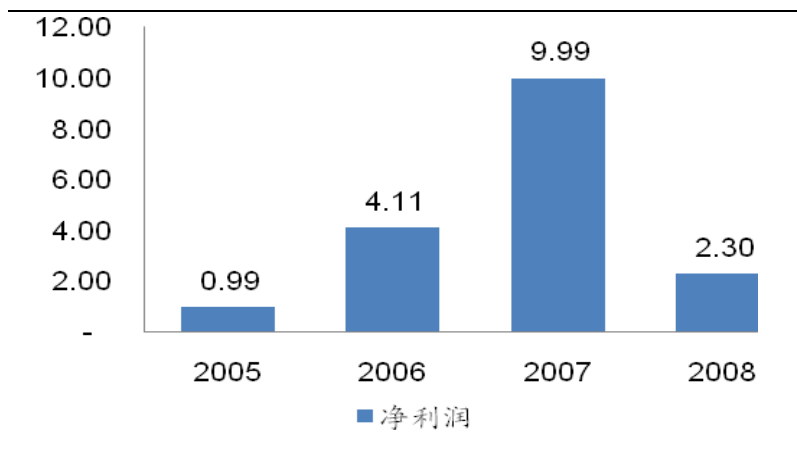
3. 股权投资提高业绩弹性

公司持有上海中能资产管理有限公司49%的股权，该公司除为集团及股份公司策划制定金融资产整合和运作方案，为系统内部企业提供投资咨询业务外，还从事证券市场投资业务，从投资业绩来看业绩优良。

截至9月30日，公司持有的可供出售金融资产包括9,277.23万股海通证券股份、2,058.99万股交通银行股份和2,812.25万股广深铁路股份，账面浮赢为5.73亿。此外公司还持有非上市金融企业股权，包括投资中能财务12,500万元、投资上海国际信托投资有限公司2亿元和投资申银万国证券股份有限公司2,000万元等。

股权投资为公司贡献了投资收益，二级市场的波动也将提高公司的业绩弹性。

图 13 中能资产管理公司投资业绩优良



资料来源：公司公告

4.竞争优势

公司是上海市政府能源项目投资、建设、运营主体，在资源获得和项目审批方面具备地方政府支持的优势。而且公司位于电力负荷中心，尽管西电东送和上海电力需求增长放缓使得公司机组利用小时出现逐年下降的趋势，但是由于接近负荷中心为了用电的安全，其利用小时将保持高于西电东送（5000 小时）的利用水平。

5.风险因素

5.1 勘探风险

东海平湖油气田是公司唯一石油天然气资源，该油气田已进入开发中期，产能的稳定和提高需要新资源的开发，因此存在矿井勘探风险。

5.2 政策风险

电力、天然气和天然气传输价格制定尚未实现市场化，电力定价机制不能改革公司火电业务将不能摆脱两头受压的不利局面，难以稳定电力业务盈利预期。目前我国天然气的定价机制是，上、中游由国家定价，下游由地方政府定价，公司天然气销售价格偏低，管网公司购销价差存在下降甚至倒挂的风险。

6.盈利预测

6.1 关键假设

- 1、不考虑可能推出的电价体制改革，维持 11 月 20 日电价调整后的上网电价；
- 2、公司 2009 年全年入炉标煤成本 691 元/吨，2010 年增长 10%达到 760.1 元/吨，之后平均每年上涨 1%；
- 3、2009-2011 年，并表发电机组平均利用小时数分别为 6000、5800、5600 小时；
- 4、公司电力业务未来 3 年按计划扩产，2015 年底可控装机容量达到 1000 万千瓦；
- 5、平湖十井投产顺利未来 3 年能够保证石油天然气开采业务维持 6 亿元以上净利润；
- 6、天然气供应量 2009、2010、2011 年分别达到 32、55、100 亿立方米，天然气顺利调价，天然气管网公司净利润率水平维持在 5%左右；
- 7、公司分红率为当年可分配利润的 50%，
- 8、公司增发价格尚未确定，暂时不予考虑。

6.2 盈利预测

上述假设条件下，预计 2009-2011 年公司分别实现营业收入 142.27、210.18 和 296.15 亿元，同比分别增长 10.14%、47.74%和 40.9%；分别实现归属于母公司净利润 19.91、23.33 和 27.76 亿元，同比分别增长 235.9%、17.2%和 19%，对应每股收益分别为 0.69、0.81、0.96 元/股。

7.估值及投资建议

7.1 绝对

公司历史上分红比例基本稳定在 50%左右，因此我们认为公司适用于采用 DDM 模型进行绝对估值。

表 7 重要参数假设

参数名称	假设数值
无风险利率 R_f	2.25%
目标债务比率	40.00%
R_m	7.00%
长期增长率	3.00%
$\beta_e(\text{levered})$	0.99
k_e	6.94%

资料来源：Wind、渤海证券研究所

在上述假设参数下，公司当前合理价值为 14.66 元/股，敏感分析显示，公司合理的价值区间为

请务必阅读正文之后的免责条款部分

11.94~19.21 元/股。

表 8 DDM 模型敏感性分析

		永续增长率 g				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
股权成本 Ke	5.44%	18.13	20.62	24.13	29.45	38.46
	5.94%	15.71	17.50	19.90	23.28	28.40
	6.44%	13.84	15.18	16.90	19.21	22.46
	6.94%	12.35	13.38	14.66	16.32	18.55
	7.44%	11.14	11.94	12.93	14.17	15.77
	7.94%	10.13	10.78	11.55	12.51	13.70
	8.44%	9.28	9.81	10.43	11.18	12.10

资料来源：渤海证券研究所

7.2 相对

截至 12 月 1 日, A 股火电企业 2009 年平均动态市盈率为 32.83 倍, 2010 年平均动态市盈率为 22.12 倍, 静态市净率为 3.2 倍, 申能股份估值低于行业平均水平, 2009 年 12 月 1 日, 沪深 300TTM 市盈率为 27.89 倍, 静态市净率为 3.31 倍。综合国内同类公司及蓝筹股当前的估值水平, 我们认为申能股份 2010 年合理的市盈率区间为 20~25 倍, 合理的价值区间为 16.2~20.25 元/股。

表 9 A 股同类上市公司估值状况

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2008	09E	10E			2008	09E	10E	
600011	华能国际	-0.31	0.43	0.51	3.30	8.16	na	19.17	15.97	2.47
600027	华电国际	-0.43	0.22	0.25	1.99	5.58	na	25.36	22.32	2.81
600396	金山股份	0.03	0.14	0.43	3.02	9.10	303.33	64.27	21.14	3.02
600642	申能股份	0.21	0.68	0.81	5.09	11.94	58.24	17.56	14.74	2.35
600863	内蒙华电	-0.40	0.20	0.34	1.64	8.10	na	40.14	23.69	4.95
600886	国投电力	0.12	0.25	0.44	3.77	10.22	86.83	40.88	23.23	2.71
601991	大唐发电	0.07	0.16	0.36	2.18	9.37	133.86	58.56	25.70	4.30
000027	深能源 A	0.47	0.93	0.83	5.79	13.82	29.40	14.79	16.58	2.39
000543	皖能电力	0.02	0.20	0.24	5.25	9.96	524.21	49.90	42.38	1.90
000600	建投能源	0.05	0.20	0.26	3.21	7.04	140.80	36.10	26.80	2.19
000690	宝新能源	0.32	0.54	0.53	2.49	9.86	30.84	18.19	18.57	3.95
000531	穗恒运 A	-0.20	1.03	1.14	3.38	18.47	na	17.93	16.20	5.46
600578	京能热电	0.26	0.32	0.43	2.96	11.03	42.42	34.60	25.62	3.73
600795	国电电力	0.03	0.33	0.44	2.82	7.27	220.30	22.21	16.71	2.58
	火电平均							32.83	22.12	3.20

资料来源：Wind 渤海证券研究所

综合绝对估值和相对估值的结果, 我们认为公司未来一年合理的价值区间为 11.94~20.25 元。

7.3 投资建议

由于有大量的非主业投资收益及石油天然气产量的不断下降,在估值方面市场给予公司一定的折价。我们认为作为市场中独特的综合性能源企业,当前市场给予公司的定价偏低,非能源类投资收益其实也是公司的经常业务之一,该部分至少应当享有券商类的估值水平;东海平湖油田新矿井的开采将消除市场对公司资源枯竭的担心。发电、天然气价格的市场化改革都将成为公司股价的催化剂,我们首次给予公司“买入”的投资评级。

分析师覆盖股票范围

崔健：电力行业研究员

重点覆盖上市公司：华能国际、大唐发电、国电电力、华电国际、长江电力、申能股份、国投电力、京能热电、穗恒运 A、明星电力、滨海能源。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779	银行行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	非银行金融行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	中药/制剂/药商业行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	原料药/生物药/医疗器械行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785	
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	可转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	宏观产业研究 张雷 +86 22 2845 1705
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn