



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2010 年 1 月 12 日

电力行业

研究部

陈俊华

分析员

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

联系人

lijie@cicc.com.cn

审慎推荐

申能股份(600642.CH)

09 年业绩略低于预期，仍看好稳健成长前景

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	8,257	12,917	14,062	14,079	14,161
(+/- %)	(7)	56	9	0	1
主营业务利润	2,124	1,576	2,504	2,392	2,442
(+/- %)	8	(26)	59	(4)	2
营业利润	2,942	1,153	2,607	2,600	2,682
(+/- %)	14	(61)	126	(0)	3
净利润	1,856	593	1,561	1,753	1,793
(+/- %)	2	(68)	163	12	2
每股盈利 (元)	0.64	0.21	0.54	0.61	0.62
(+/- %)	2	(68)	163	12	2
市盈率 (X)	17.7	55.5	21.1	18.8	18.4
市净率 (X)	2.5	2.5	2.4	2.2	2.0
ROE (%)	13.2	4.5	11.3	11.5	11.0
股息收益率 (%)	2.8	2.9	0.9	2.4	2.7

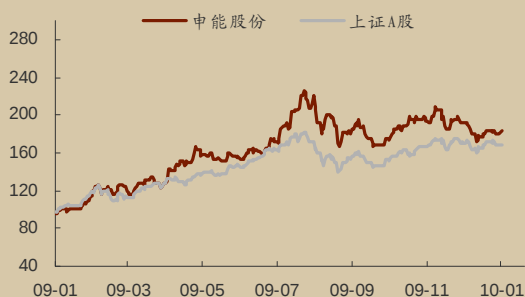
股票信息

A-股	
股票代码	600642.CH
当前股价	Rmb11.39
日成交量 (百万股)	5.78
52周最高价/最低价	Rmb14.32/5.9
总市值 (百万元)	32,913
发行股数 (百万股)	2,890
流通股数 (百万股)	2,890
主要股东 (持股比例)	申能集团 (50.6%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600642.CH]	+0.18	-3.96	+1.69	+104.67
[上证A股指数]	-2.54	-1.63	+7.47	+75.24
[电力板块指数]	-0.82	-4.44	+10.99	-1.49

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2/11/2010 2009 年年报

公司近况：

申能股份 (600642.CH) 公布业绩快报：2009 年业绩同比增长 150%左右 (2008 年 EPS:0.20 元)。

评论：

预计公司全年净利润 15.7 亿元 (合 EPS:0.54 元)，同比增长 165%；其中，四季度盈利 1.7 亿元 (合 EPS0.06 元)。四季度业绩环比下降 48%，我们分析主要源自 2 个原因：1) 电煤价格上涨，带动公司四季度毛利率较三季度环比下降 3 个百分点至 17%；2) 管理费用环比略有增加。

我们仍然看好公司 2010、11 年持续业绩成长，主要源自：

- 1) 金融资产为 2010 年业绩释放提供可能。公司持有海通证券 9300 万股、交通银行 2000 万股等将于 10 年 11 月和 5 月解禁，以目前股价计算，尚有约 18 亿 (或 EPS0.6) 投资收益未确认。
- 2) 计划增发不超过 3.5 亿 A 股，奠定持续规模扩张基础。此次募集资金主要投入上海临港燃气电厂 (4×35 万 kw，2011 年投产)、漕泾电厂 (2×100 万 kw，2010 年投产)、航运公司的建设以及补充流动资金。我们认为：(1) 增发对股本摊薄比例不超过 12%，有望预 2010 年上半年完成。(2) 保守测算，上述项目对公司 2011 年业绩增厚超过 20%，考虑股本摊薄，公司 EPS 仍有增厚。(3) 考虑目前集团持股比例仅 51%，为保持控股地位，集团将参与此次增发。

仅考虑存量资产，预计公司 2009-11 年净利润为：15.7 亿，17.5 亿和 17.9 亿。以 28.9 亿股计算，对应为 EPS0.54 元，0.61 元和 0.62 元。2011 年，若漕泾电厂全年贡献产能，仅此一项，可增厚净利润近 4 亿元，或 20%。

估值与建议：

维持审慎推荐投资评级。当前股价对应 2010、11 年市盈率为 19x 和 18x，略低于行业平均。“持续规模成长”同时，保持“稳健财务结构”，是申能区别于其他发电商的显著优势。考虑金融资产处置空间，及在建项目投产，我们认为公司 2010、11 年业绩仍有提升空间。短期内，受制于电煤价格上涨，一季度火电业务盈利环比恶化，但核电投资收益带来的现金分红仍有望带动公司一季度业绩实现环比上升。

图表 1：盈利预测及其主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主要假设					
控股发电量 (亿千瓦时)	76	163	181	184	186
发电量增速	9%	113%	11%	2%	1%
平均电价 (元/千瓦时)	0.36	0.32	0.39	0.38	0.38
平均燃料成本 (元/千瓦时)	0.17	0.22	0.19	0.19	0.19
平均标煤单价 (元/吨)	530	741	652	644	644
利用小时波动率	9%	0%	-10%	2%	1%
综合税率	17%	26%	17%	22%	22%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：历史和预测的财务指标

(单位：百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	8,257	12,917	14,062	14,079	14,161
主营业务成本	5,983	11,075	11,418	11,434	11,464
主营业务利润	2,124	1,576	2,504	2,392	2,442
减：管理费用	525	355	492	422	425
财务费用	29	372	352	325	291
营业利润	2,942	1,153	2,607	2,600	2,682
利润总额	2,944	1,221	2,619	2,612	2,694
所得税	509	320	284	364	382
少数股东权益	578	308	775	496	519
净利润	1,856	593	1,561	1,753	1,793
每股盈利 (元)	0.64	0.21	0.54	0.61	0.62
每股股利 (元)	0.31	0.33	0.10	0.27	0.30
资产负债表					
货币资金	3,546	5,487	5,512	8,883	11,732
应收帐款	611	1,076	1,171	1,172	1,179
存货	212	448	488	488	491
其他流动资产	389	359	390	391	393
流动资产合计	4,757	7,369	7,562	10,935	13,796
长期投资	7,456	7,352	7,927	7,935	7,976
固定资产	15,086	16,136	16,167	14,754	13,425
资产合计	27,838	31,326	31,710	33,679	35,252
短期借款	2,055	3,406	2,000	2,002	2,014
应付帐款	1,185	1,445	1,573	1,575	1,584
应交税金	208	185	201	201	202
其他应付款	178	204	222	222	223
一年内到期长期负债	86	83	90	90	91
其他流动负债	1,501	2,325	2,531	2,534	2,549
流动负债合计	5,213	7,647	6,617	6,625	6,663
长期借款	3,528	5,220	5,220	5,220	5,220
负债合计	8,953	13,498	12,500	12,509	12,550
少数股东权益	4807	4681	5456	5952	6471
股本	2,890	2,890	2,890	2,890	2,890
储备和未分配利润	11,189	10,257	10,864	12,328	13,341
股东权益合计	14,079	13,147	13,754	15,218	16,231
负债及股东权益合计	27,838	31,326	31,710	33,679	35,252
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	2,213	2,608	3,376	3,057	3,107
投资活动产生的现金流量	-1,317	-1,794	-678	925	798
筹资活动产生的现金流量	-121	2,179	-2,672	-611	-1,057

资料来源：公司数据、中金公司研究部

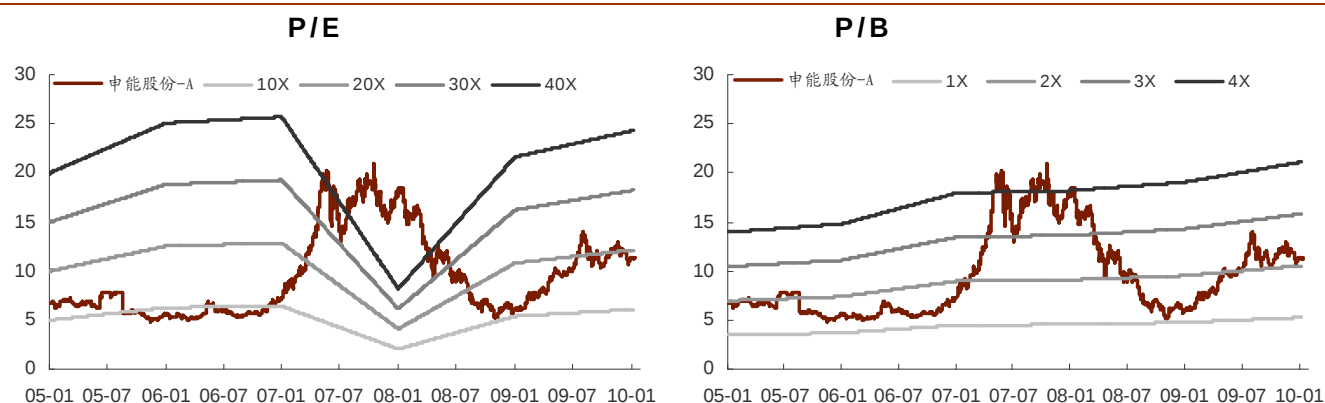
图表 3: 可比公司估值

	Price 10-1-12 (Rmb)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	2008A	EPS				P/E(x)				P/B(x)			
A 股							2009E (Rmb)	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	
国电电力	7.17	审慎推荐	5,448	5,448	39	0.03	0.32	0.38	0.46	218.4	22.7	18.9	15.8	2.8	2.5	2.0	1.8	
华能国际	7.86	审慎推荐	12,055	2,878	83	(0.31)	0.40	0.42	0.47	(25.6)	19.5	18.9	16.9	2.6	2.4	2.3	2.1	
中能股份	11.39	审慎推荐	2,890	2,890	33	0.21	0.54	0.61	0.62	55.5	21.1	18.8	18.4	2.5	2.4	2.2	2.0	
深圳能源	13.50	审慎推荐	2,202	599	30	0.47	0.96	0.81	0.82	28.7	14.1	16.7	16.5	2.6	2.3	2.1	2.0	
华电国际	5.19	审慎推荐	6,771	4,590	31	(0.38)	0.19	0.24	0.26	(13.7)	27.9	21.4	19.7	2.8	2.2	2.1	1.9	
长江电力	13.02	审慎推荐	11,000	4,909	143	0.42	0.48	0.69	0.72	31.2	27.2	18.8	18.1	2.8	2.3	2.2	2.1	
广州控股	7.56	中性	2,059	2,059	16	0.16	0.32	0.36	0.40	47.7	23.3	20.8	18.9	1.7	1.7	1.6	1.6	
上海电力	5.75	中性	2,140	2,140	12	(0.70)	0.14	0.19	0.25	(8.2)	40.6	30.8	23.1	2.8	2.1	1.9	1.8	
国投电力	9.45	审慎推荐	1,995	1,055	19	0.12	0.13	0.32	0.44	80.3	72.8	29.6	21.7	2.4	1.6	1.5	1.5	
建投能源	7.28	中性	914	547	7	0.05	0.20	0.29	0.31	143.8	35.7	25.0	23.5	2.3	2.2	2.1	1.9	
内蒙华电*	8.46	中性	1,981	573	17	(0.40)	0.21	0.24	0.45	(21.0)	39.7	35.4	18.9	5.1	4.5	4.2	3.6	
大唐发电	9.03	中性	11,780	4,413	87	0.07	0.13	0.16	0.17	129.3	70.7	56.9	52.9	4.1	4.1	3.8	3.7	
平均值										n.a	33.4	25.4	22.0	2.8	2.5	2.3	2.1	
中间值										n.a	27.2	20.8	18.9	2.6	2.3	2.1	1.9	

H/B 股	(HKS)	目标价(HKS)			(HKS bn)	(HKS)												
华能电力	4.73	审慎推荐	5.80	12,055	3,055	95	(0.35)	0.46	0.48	0.55	(13.6)	10.3	9.8	8.5	1.4	1.3	1.2	1.1
华电国际	2.23	审慎推荐	2.40	6,771	1,431	35	(0.43)	0.21	0.28	0.31	(5.2)	10.5	7.9	7.1	1.1	0.8	0.8	0.7
华润电力	15.38	中性	15.50	4,672	4,672	72	0.41	0.97	1.02	1.28	38.0	15.9	15.1	12.0	2.5	1.9	1.8	1.6
大唐发电	3.67	中性	3.50	11,780	3,279	99	0.08	0.15	0.18	0.20	46.2	25.3	19.9	18.1	1.5	1.5	1.3	1.2
中国电力*	2.08			3,606	3,606	11	(0.22)	0.16	0.19	0.24	(9.6)	13.0	10.6	8.4	0.7	0.7	0.7	0.6
中电控股*	53.25			2,406	2,408	128	4.33	3.21	3.57	3.73	12.3	16.6	14.9	14.3	1.9	2.0	1.9	1.8
香港电灯*	43.35			2,134	2,134	93	3.76	3.02	3.11	3.21	11.5	14.4	13.9	13.5	1.9	1.9	1.8	1.7
平均值										n.a	14.5	12.7	11.6	1.5	1.4	1.3	1.2	
中间值										n.a	13.7	12.3	11.4	1.4	1.4	1.3	1.2	

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。