

2010 年 02 月 11 日

市场数据(人民币)

市价(元)	10.58
已上市流通A股(百万股)	2,889.63
总市值(百万元)	30,572.30
年内股价最高最低(元)	13.98/7.47
沪深 300 指数	3214.13
上证指数	2982.50
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《优质的电力蓝筹股》，2009.8.20
- 2 《秦山核电是稳定利润来源》，2009.6.14

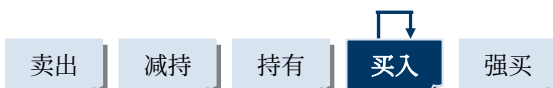
分析师:赵乾明

(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

申能股份 (600642.SH)

——09 年增长、10 年下降，皆源自煤价


公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.642	0.205	0.554	0.250	0.383	0.436
净利润增长率	2.49%	-68.07%	170.09%	-57.13%	53.37%	13.80%
先前预期每股收益(元)					0.679	0.781
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.628	0.700	0.700
市盈率(倍)	27.42	29.21	29.21	42.35	27.61	24.27
行业优化市盈率(倍)	36.43	14.98	14.98	22.45	22.45	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	15.55	29.70	29.70	N/A
PE/G(倍)	11.01	N/A	N/A	N/A	0.52	1.76
已上市流通A股(百万股)	1,394.65	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63
总股本(百万股)	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63	2,889.63

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件：申能股份公布年报

- 申能股份公布年报，2009 年摊薄 EPS 为 0.554 元，基本符合我们预期。
 - ◆ 2009 年公司实现营业收入 15395.27 百万元；同比增长 19.19%；归属于上市公司股东的净利润为 1600.71 百万元，同比增长 170.09%。
 - ◆ 公司积极提高发电份额，2009 年完成全口径发电量 459 亿千瓦时，权益发电量 213 亿千瓦时，较上年均有所增长。
 - ◆ 2009 年石油天然气公司销售原油 9.1 万吨、天然气 4 亿立方米，实现净利润 2.87 亿元；天然气管网公司全年供气 33.3 亿立方米，实现净利润 2.09 亿元。

我们的点评与分析
成也煤价、败也煤价，10 年盈利压力大

- 公司取得 09 年净利润 170% 的增长，主要归功于 09 年到厂煤价均价的同比大幅下跌。
- 但现货动力煤价格在 09 年四季度大幅上涨，**2009 年 12 月申能主要电厂到厂标煤不含税均价高达 860 元**，这一煤价已经逼近很多小机组的盈亏平衡线。
- 我们对公司下属主力电厂盈利情况进行了测算，在经历 09 年盈利的回暖后，推升的煤价又给 2010 年盈利前景蒙上一层阴影。

图表1：下属电厂2007-2010 年净利润 单位：亿元

	2007	2008	2009	2010E
吴泾第二	3.19	-0.65	1.92	-0.16
外高桥第二	6.92	3.08	5.70	1.52
外高桥第三		-2.66	6.06	1.86
吴泾发电	0.83	-1.34	0.77	-0.42
外高桥发电	2.24	-2.00	2.42	-0.01
星火热电	0.06	-0.11	0.14	-0.05
池州九华	0.00	-2.19	-1.24	-2.70
上海燃机	0.67	1.24	1.50	1.43
漕泾热电	1.04	0.98	1.89	1.83
天荒坪	1.25	1.48	1.81	1.51
华东桐柏	0.19	0.20	0.15	0.24

来源：国金证券研究所

- 拆分公司 2010-2011 年盈利增长点，未来利润增长驱动因素有三；但即使这样，如果煤价维持在这一水平而电价又不调整，公司仍面临着较大的盈利增长压力。
 - ◆ 管网公司售气量仍将继续增长，2010 年上海市的天然气规划目标是 60 亿方的销量，距 09 年公司销量有接近翻番的空间。
 - ◆ 上海漕泾电厂“上大压小”新建工程、上海临港燃气电厂一期工程等项目陆续投产带来利润增量。
 - ◆ 秦山核电二期扩建工程第一台机组将于 2010 年内并网，2011 年分红将增加。

图表2：临港燃机盈利预测

项目	2010E	2011E	2012E
Total Capacity (MW)	700	1400	1400
装机明细 (MW)	2×350	4×350	4×350
权益 (%)	65.00%	65.00%	65.00%
Per Capacity (MW)	455.00	910.00	910.00
Generation (亿千瓦时)	0.70	7.00	10.17
Internal Consumption Rate (%)	5.00%	5.00%	5.00%
Revenue from Generation (百万元)	375.41	923.61	1021.45
Utilization (hours)	100	500	726
Generation (亿千瓦时)	0.70	7.00	10.17
On-grid Generation (亿千瓦时)	0.67	6.65	9.66
Tariff(T) (元/千瓦时)	0.5874	0.5874	0.5874
Net income	33.10	8.50	9.91

来源：国金证券研究所

图表3：上电漕泾盈利预测

项目	2010E	2011E	2012E
Total Capacity (MW)	2000.0	2000.0	2000.0
装机明细 (MW)	2×1000	2×1000	2×1000
权益 (%)	65.00%	65.00%	65.00%
Per Capacity (MW)	1300.00	1300.00	1300.00
Generation (亿千瓦时)	111.11	111.11	111.11
Internal Consumption Rate (%)	4.00%	4.00%	4.00%
Revenue from Generation (百万元)	4073.27	4073.27	4073.27
Utilization (hours)	5555	5555	5555
Generation (亿千瓦时)	111.11	111.11	111.11
On-grid Generation (亿千瓦时)	106.66	106.66	106.66
Tariff(T) (元/千瓦时)	0.4468	0.4468	0.4468
Net income	152.92	152.54	152.15

2010 年上海地区利用小时不用过分担心

- 2010 年上海地区将有上电漕泾 2×100 万千瓦和华能石洞口二厂二期 2×60 万千瓦机组投产，市场有担心是否会对上海地区利用小时产生较大冲击，我们认为大可不必过分担心这点。
 - ◆ 华能石洞口电厂二期 2×60 万千瓦机组正在进行 168 小时试运营，预计明年可投入发电；但要注意的是两台机组尚未获得国家发改委核准，因此核准前其上网电量并不能得到充足的保证。
 - ◆ 基于安全性等原因，外来电占比不会迅速增加，之前每年外来电比例稳定在 30%左右，我们预计明年上海外来电占比 30%-40%。
 - ◆ 上电漕泾本质上仍算上大压小项目，与其投产相对应的是明年将关停杨树浦、闵行和吴泾电厂共 114.5 万千瓦的装机。

- 考虑到世博会期间，部分工矿企业停产对用电需求的影响，我们假设公司下属电厂除外二、外三大机组外，同比下降 3%。

图表4：下属电厂历史利用小时及预测

Utilization (小时)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Wujingdier 吴泾第二	6800	6515	6068	6233	5873	5167	5012	5012	5012
Wujing 吴泾	6138	6293	5940	6262	5855	5267	5109	5109	5109
Waigaoqiao 外高桥	6814	6624	6168	6210	5951	5275	5117	5117	5117
Waigaoqiao2 外高桥2	3856	6122	5953	6560	6156	5561	5561	5561	5561
Waigaoqiao3 外高桥3	0	0	0	0	4537	5590	5590	5590	5590
Xinghuorediar 星火热电	5667	5933	5238	5958	6042	5833	5833	5833	5833
Tianhuangpin 天荒坪	1392	1466	1317	1061	1022	1006	1006	1006	1006
Hedianqinsha 核电秦山	0	8443	6904	7421	8300	8300	8300	8300	8300
Qinshandisan 秦山第三核电	0	7231	8184	8244	8029	8029	8029	8029	8029
Caojingredian 漕泾热电	0	0	1578	2306	1333	2282	2282	2282	2282
Zhejiangtongt 浙江桐柏	0	0	399	920	1050	850	850	850	850
Chizhoujiuhua 池州九华	0	902	5177	5483	4800	4217	4006	4006	4006
Shanghai ranji 上海燃机	0	0	351	456	513	726	726	726	726
Lingangranji 临港燃机							100	500	726

来源：国金证券研究所

更新盈利预测

- 根据年报披露的信息，我们更新了盈利预测，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.250 元、0.383 元和 0.436 元。
 - ◆ 我们预计公司 2010-2012 年销售收入分别为 19406.45 百万元、26571.45 百万元和 27990.09 百万元；同比分别增长 26.05%、36.92% 和 5.34%。
 - ◆ 我们预计公司 2010-2012 年归属于母公司所有者的净利润分别为 721.85 百万元、1107.13 百万元和 1259.87 百万元；同比增速分别为-57.13%、53.37%和 13.8%。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	9
买入	0	1	1	3	18
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.83	1.70

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-16	买入	8.07	8.92~8.92
2 2009-04-30	买入	9.35	N/A
3 2009-06-14	买入	9.50	N/A
4 2009-08-20	买入	12.09	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。