

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

2010年2月11日

申能股份(600642.SH)/10.58元

后备项目稳步推进，煤价上涨值得重视

公用事业·电力

目标估值: 11~12元

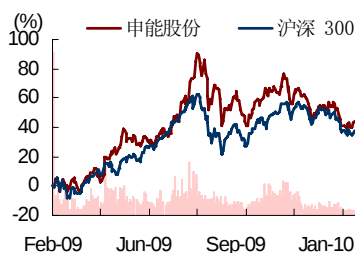
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2983
总股本(万股)	288963
已上市流通股(万股)	288963
总市值(亿元)	306
流通市值(亿元)	306
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	35.9%
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	-5	-18	50
相对表现	3	-9	12



相关报告

- 1、《三季报点评——战略有进有退，增发支持扩张》2009/10/31
- 2、《中报点评——投资收益大幅增加，业绩略超预期》2009/08/20
- 3、《深度报告——火电盈利大幅回升，天然气业务快速增长》2009/07/27
- 4、《申能股份(600642)——规模高质量扩张的效益将逐步显现》2009/04/30

申能股份全年实现每股收益 0.55 元，其中，四季度仅贡献 0.04 元，略低于预期，主要是四季度主营业务成本增速大大超出收入增速。合同煤价上涨将对公司业绩产生一定的负面影响，略调低 2010~2011 年每股收益至 0.51 元、0.57 元，维持“审慎推荐”的投资评级。

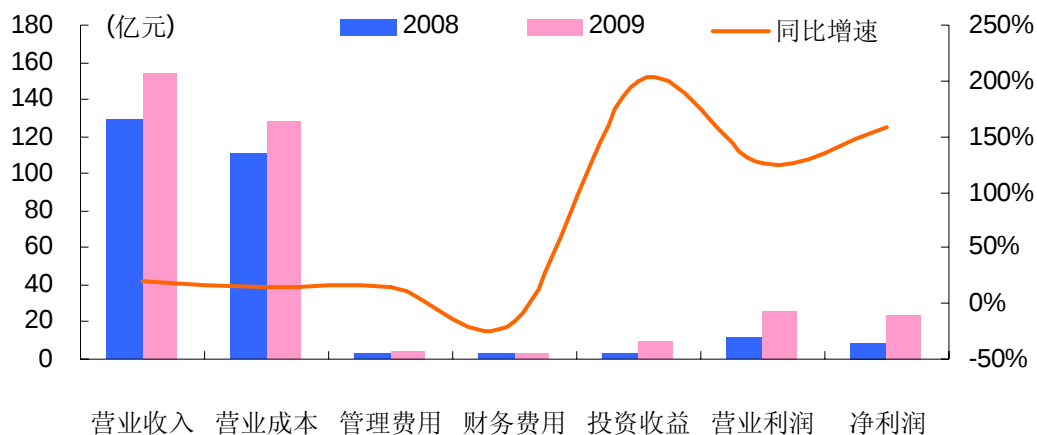
- **2009 年实现每股收益 0.55 元，略低于预期。**公司全年实现营业收入 153.95 亿元，同比增长 19%；归属于公司的净利润 16 亿元，同比增长 170%，折合每股收益 0.55 元。公司收入的增加主要来自于外高桥第三发电厂全年运营，发电量比 2008 年明显提升。利润大幅增长主要是燃料成本下降、平均结算电价上升导致发电业务毛利率增加 20 多个百分点，以及参股企业业绩提升带来的投资收益大幅增加。
- **四季度成本上升较快，值得引起重视。**四季度公司营业收入环比增长 12%，考虑到 11 月份以后电价已经有所下调，说明公司四季度发电量还比较好。但是四季度营业成本环比增加 24%，增幅是收入增长的 2 倍，四季度单季每股收益只贡献 4 分钱。除了一部分检修费用和管理费用集中在年底体现之外，我们判断四季度煤价大幅上涨仍是公司成本大幅增加的主要原因。如果四季度的经营状况延续时间较长，2010 年的经营状况就很不乐观。
- **漕泾电厂投产将贡献投资收益，后备项目稳步推进。**公司与上海电力联合投资的漕泾电厂“上大压小”2×100 万千瓦火电机组（公司持股 35%）已经投产一台，另一台预计在年内投产，这一项目是与外二、外三同等量级的优质电厂，将为公司带来可观的投资收益。另外，公司参股的秦山核电二期扩建工程一台机组也有望在年内投产，多个燃机项目正在稳步推进，从公司参股的华能燃机盈利情况来看，上海的燃机项目盈利能力较强。
- **调低 2010、2011 年每股收益至 0.51 元、0.57，维持“审慎推荐”投资评级。**对公司 2010 年业绩影响最大的是煤价上涨，预计公司平均煤价涨幅与全国持平，在 40 元/吨左右，按全年用煤 800 万吨计算，这将直接减少公司净利润 1.5 亿元左右。不过，漕泾电厂投产将增加公司的投资收益，同时，公司在 2010 年要完成增发融资的既定目标，有释放业绩的动机，我们维持“审慎推荐”的投资评级，目标价为 11~12 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营收入(百万元)	8257	12917	15395	17566	19196
同比增长	-7%	56%	19%	14%	9%
营业利润(百万元)	2942	1153	2615	2923	3341
同比增长	21%	-61%	127%	12%	14%
净利润(百万元)	1856	593	1601	1463	1651
同比增长	8%	-68%	170%	-9%	13%
每股收益(元)	0.64	0.21	0.55	0.51	0.57
PE	19.6	61.5	22.8	24.9	22.1
PB	2.6	2.8	2.4	2.3	2.2

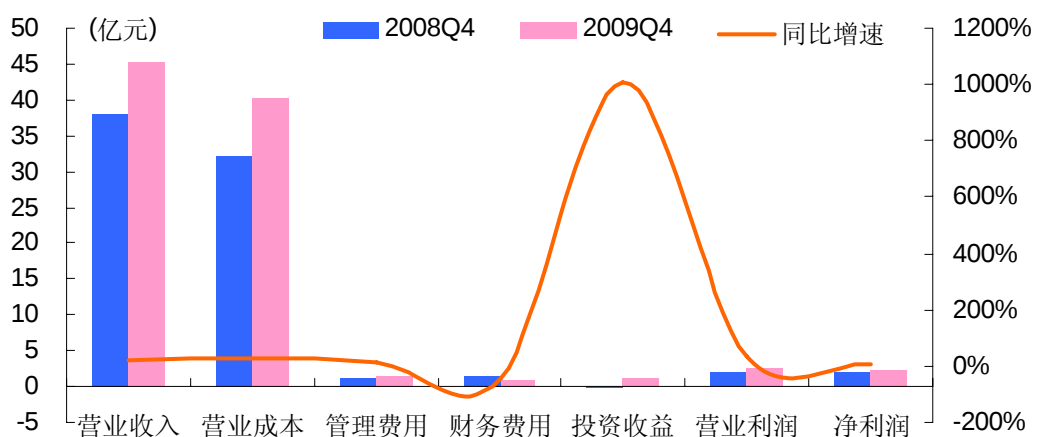
资料来源：招商证券

图1: 申能股份2009年经营指标同比变动比较



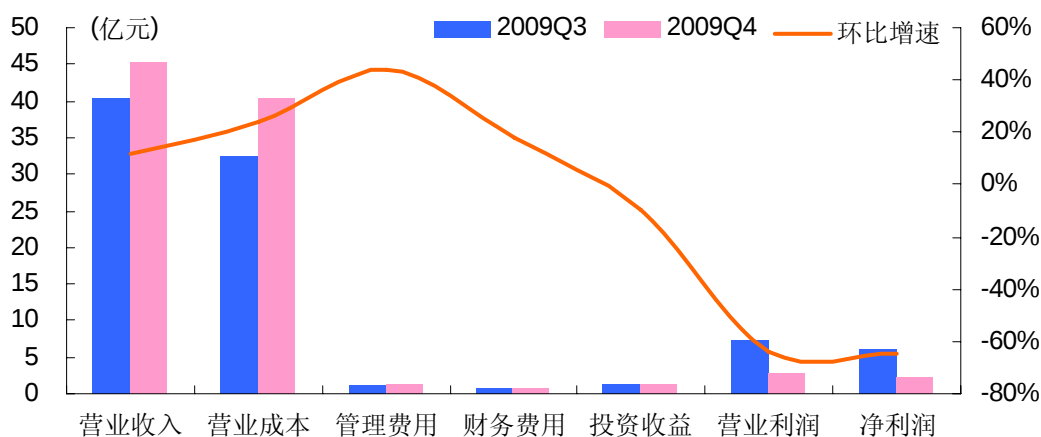
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 申能股份四季度经营指标同比变动比较



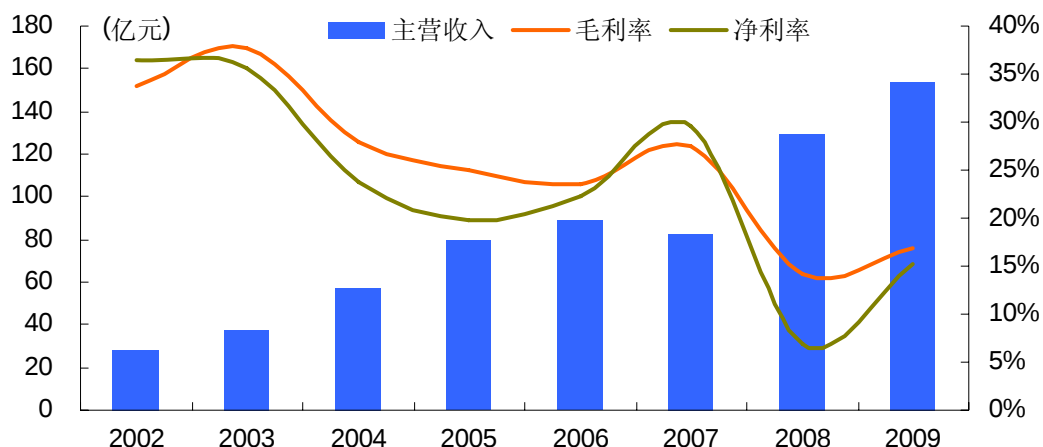
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 申能股份四季度经营指标环比变动比较



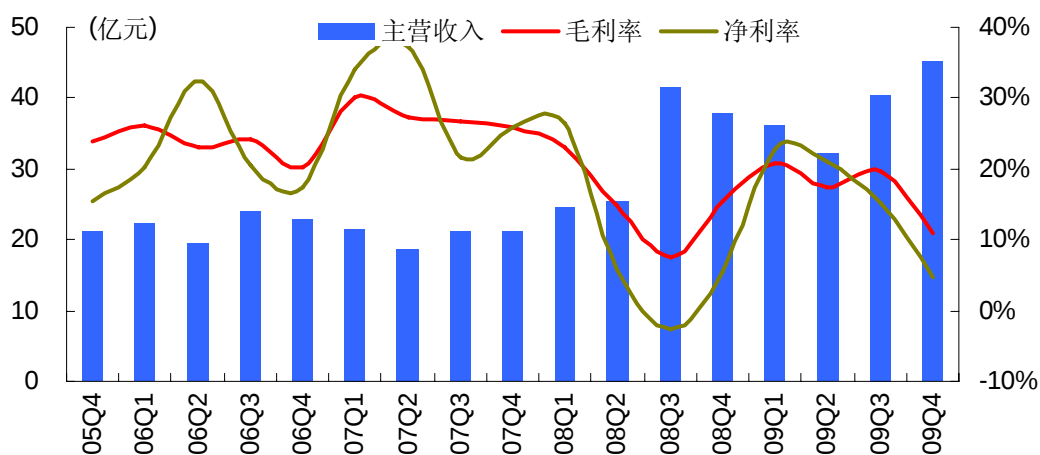
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 申能股份年度收入和利润率指标比较



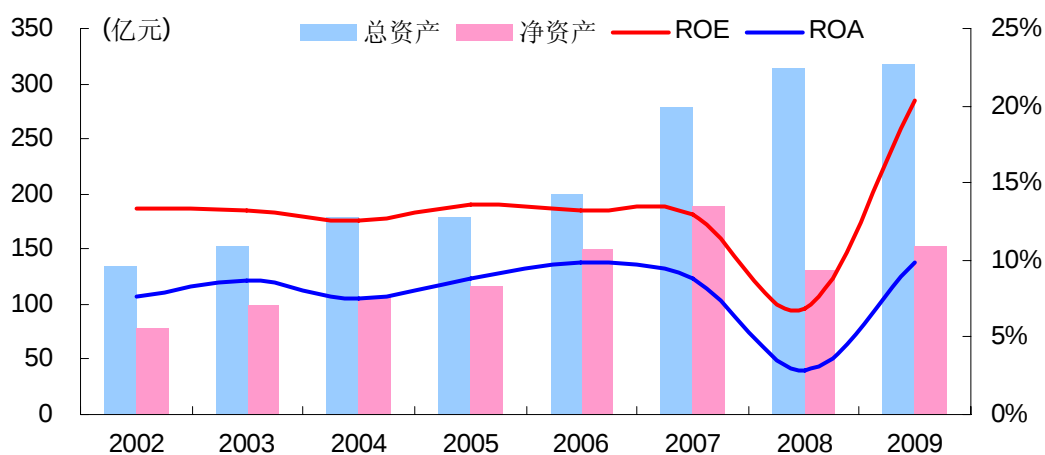
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 申能股份季度营业收入和利润率指标比较



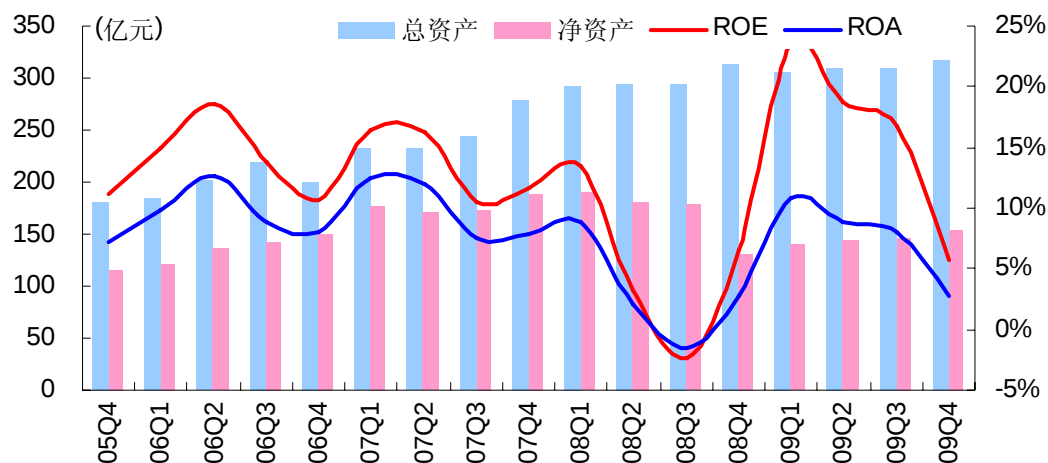
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 申能股份年度资产收益率指标比较



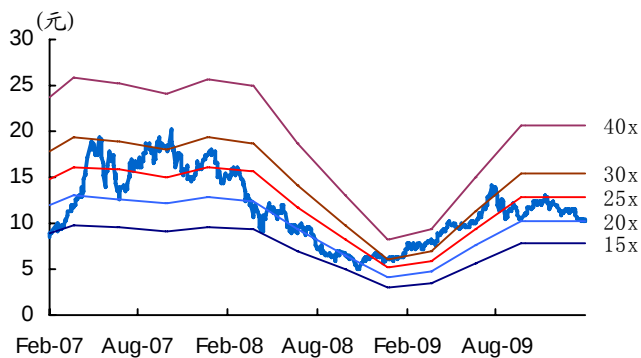
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：申能股份季度资产收益率指标比较



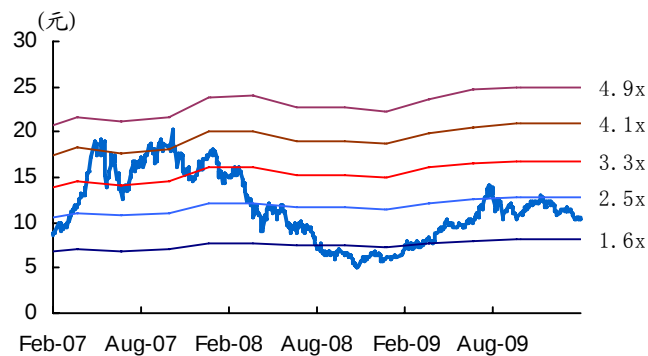
数据来源：公司公告，招商证券整理

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	2009	2010E	2011E
流动资产	4757	7369	6572	10880	13570
现金	3546	5487	3675	8428	10885
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	2	1	4	4
应收款项	611	1076	1526	1440	1574
其它应收款	28	157	565	193	211
存货	212	448	425	579	637
其他	352	199	380	235	259
非流动资产	23081	23957	25094	23613	22736
长期股权投资	6400	6481	6786	6786	6786
固定资产	6041	13741	14372	14143	13946
无形资产	5	3	1	1	1
其他	10635	3732	3935	2682	2003
资产总计	27838	31326	31666	34493	36306
流动负债	4998	7359	6355	7735	7996
短期借款	2055	3406	4647	3100	2900
应付账款	1185	1445	1196	1883	2070
预收账款	51	25	52	29	32
其他	1707	2484	459	2723	2994
长期负债	3955	6139	5020	4918	4723
长期借款	3528	5220	4138	3988	3788
其他	426	919	882	930	935
负债合计	8953	13498	11375	12653	12719
股本	2890	2890	2890	2890	2890
资本公积金	3975	3404	4239	4239	4239
留存收益	7214	6853	8165	8926	9784
少数股东权益	4807	4681	4998	5785	6674
母公司所有者权益	14079	13147	15294	16055	16913
负债及权益合计	27838	31326	31666	34493	36306

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	2213	1435	2736	6664	3746
净利润				1463	1651
折旧摊销				1724	1699
财务费用				309	233
投资收益				-700	-900
营运资金变动				3307	177
其它				560	887
投资活动现金流	-1317	-3111	-1288	-263	-820
资本支出				-1500	-1000
其他投资				1237	180
筹资活动现金流	315	3617	-3260	-1648	-469
借款变动				-1632	-350
普通股增加				0	0
资本公积增加				0	0
股利分配				-702	-792
其他				687	673
现金净增加额	1211	1941	-1812	4754	2457

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	8257	12917	15395	17566	19196
营业成本	5983	11075	12795	14487	15926
营业税金及附加	150	265	108	176	192
营业费用	3	3	3	4	4
管理费用	313	334	381	351	384
财务费用	29	372	316	309	233
资产减值损失	47	17	13	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1375	307	919	700	900
营业利润	2942	1153	2615	2923	3341
营业外收入	2	70	24	0	0
营业外支出	1	3	1	0	0
利润总额	2944	1221	2638	2923	3341
所得税	509	320	303	672	802
净利润	2435	900	2336	2251	2539
少数股东损益	578	308	735	788	889
母公司所有者净利润	1856	593	1601	1463	1651
EPS (元)	0.64	0.21	0.55	0.51	0.57

主要财务比率

	2007	2008	2009	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-7%	56%	19%	14%	9%
营业利润	21%	-61%	127%	12%	14%
净利润	8%	-68%	170%	-9%	13%
获利能力					
毛利率	27.5%	14.3%	16.9%	17.5%	17.0%
净利率	22.5%	4.6%	10.4%	8.3%	8.6%
ROE	13.2%	4.5%	10.5%	9.1%	9.8%
ROIC	10.0%	4.2%	8.9%	8.6%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	32.2%	43.1%	35.9%	36.7%	35.0%
净负债比率	20.4%	27.8%	28.0%	21.0%	19.0%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.4	1.7
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.3	1.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	40.4	33.6	29.3	28.8	26.2
应收帐款周转率	16.1	15.3	11.8	11.8	12.7
应付帐款周转率	7.3	8.4	9.7	9.4	8.1
每股资料(元)					
每股收益	0.64	0.21	0.55	0.51	0.57
每股经营现金	0.77	0.50	0.95	2.31	1.30
每股净资产	4.87	4.55	5.29	5.56	5.85
每股股利	0.33	0.10	0.20	0.24	0.27
估值比率					
PE	19.6	61.5	22.8	24.9	22.1
PB	2.6	2.8	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	12.9	18.1	12.2	10.0	9.4

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。