



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

业绩回顾

研究报告

2010年4月30日

电力

研究部

陈俊华

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207050043

chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210020001

lijie@cicc.com.cn

审慎推荐

申能股份(600642.CH)

投资收益带动业绩提升

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	8,257	12,917	15,395	16,011	17,366
(+/- %)	(7)	56	19	4	8
主营业务利润	2,124	1,576	2,492	2,527	2,734
(+/- %)	8	(26)	58	1	8
营业利润	2,942	1,153	2,615	2,631	2,953
(+/- %)	14	(61)	127	1	12
净利润	1,856	593	1,601	1,745	1,972
(+/- %)	2	(68)	170	9	13
每股收益 (元)	0.64	0.21	0.55	0.54	0.61
(+/- %)	2	(68)	170	(3)	13
市盈率 (X)	14.5	45.5	16.9	17.3	15.3
市净率 (X)	2.1	2.0	2.0	1.6	1.5
ROE (%)	13.2	4.5	10.5	9.1	9.7
股息收益率 (%)	3.4	3.5	1.1	3.0	2.9

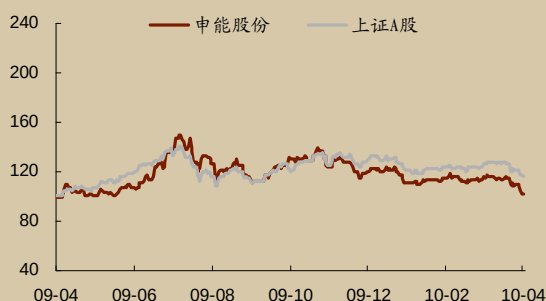
股票信息

A-股	
股票代码	600642.CH
当前股价	Rmb9.34
日成交量 (百万股)	7.61
52周最高价/最低价	Rmb14.32/9.12
总市值 (百万元)	26,989
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]	-6.69	-11.30	-8.03	-10.79
[上证A股指数]	-3.76	-8.33	-4.07	-12.52
[电力板块指数]	-0.20	-6.30	-5.10	-5.20

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

N/A

一季度业绩符合预期:

1 季度公司实现净利润 6.2 亿元, 合 EPS0.21 元; 同比提升 11%, 环比提升 208%。业绩提升主要源自投资收益大幅上升。1 季度业绩展我们全年盈利预测的 36%。

正面:

- 投资收益 4.9 亿元, 同比提升 51%。占当季净利的 80%。其中, 来自于联营和合营企业的收益为 1.3 亿元, 占总投资收益的 27%; 现金分红超过 2 亿元。
- 净负债率由 09 年末的 34% 下降至 30%。

负面:

- 1 季度 EBIT 同比下降 16% 至 5.6 亿元。当季公司收入同比增长 47%, 除电力业务外, 管网业务和煤炭销售业务量亦提升, 但该两项业务利润率仍显著低于火电业务, 导致当季 EBIT 利润率仅为 11%, 较去年同期降 8 个百分点。

发展趋势:

电力业务值得期待。1) 我们对上海地区火电利用率持乐观态度: 2-3 季度火电机组利用小时维持高位, 燃料成本稳定。预计外高桥机组, 外二、外三机组 2010 年贡献利润将超过 5 亿元, 是公司利润的稳定器。2) 漕泾电厂 (2*100 万 kw) 机组上半年有望实现双投, 下半年公司电量同比会大幅提升。3) 2011 年电力业务收益将大幅提升: 漕泾电厂全年贡献产能, 以及秦山核电二期扩建 (2*65 万 kw) 将于投产。

分红和资产处置收益将减少, 投资收益将环比回落。

增发事宜有望年中实施。扩容不超过 3.5 亿股, 用于漕泾电厂、临港电厂等, 进一步降低公司负债率。

盈利预测调整:

维持当前盈利预测。预计 2010、11 年净利润为 17.5 和 19.8 亿元。按增发后股本, 对应 EPS0.54 元和 0.61 元。

估值与建议:

维持审慎推荐。看好长期利润稳健性, 短期缺乏股价催化剂。

图表 1：2010 年第 1 季度业绩分析

(人民币 百万元)	年度数据			季度数据							中金点评
	FY08	FY09	YoY	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	QoQ	YoY	
主营业务收入	12,917	15,395	19%	3,603	3,225	4,041	4,527	5,286	17%	47%	一季度收入同比增长47%。主要源自电量、管网业务和煤炭销售业务量均有所提升
其中：电力业务	5,256	6,690									
石油天然气业务	6,655	6,666									
燃煤销售业务	996	2,036									
主营业务成本	11,075	12,795	16%	2,852	2,662	3,247	4,034	4,603	14%	61%	
其中：电力业务	5,082	5,100	0%								
石油天然气业务	5,004	5,696	14%								
燃煤销售业务	983	2,000	104%								
主营税金附加	265	108	-59%	18	14	39	38	20	-46%	15%	
主营业务利润	1,576	2,492	58%	733	549	755	454	662	46%	-10%	
主营业务利润率	12%	16%		20%	17%	19%	10%	13%			
电力业务毛利率	3%	24%									
石油天然气毛利率	25%	15%									
燃煤销售毛利率	1%	2%									
销售费用	3	5	54%	0	1	1	1	1	-10%	128%	
管理及其他费用	355	475	34%	62	82	168	165	98	-41%	57%	
EBIT	1,219	2,012	65%	671	466	587	288	564	95%	-16%	
EBIT利润率	9%	13%		19%	14%	15%	6%	11%			
财务费用	372	316	-15%	92	71	70	83	75	-9%	-18%	
投资收益	307	919	199%	327	324	141	128	493	287%	51%	投资收益4.9亿元，同比提升51%。占当季净利的80%。其中，来自于联营和合营企业的收益为1.3亿元，占总投资收益的27%；现金分红超过2亿元。
营业利润	1,153	2,615	127%	906	718	657	333	982	195%	8%	
营业利润率	9%	17%		25%	22%	16%	7%	19%			
营业外收入	70	24	-66%	1	2	9	12	2	-79%	124%	
营业外支出	3	1	-81%	0	0	0	1	0	-93%	293%	
利润总额	1,221	2,638	116%	907	720	667	344	984	186%	9%	
所得税	320	303	-5%	82	44	123	54	157	189%	92%	
实际税率	26%	11%		9%	6%	18%	16%	16%			
少数股东损益	308	735	139%	268	168	210	89	211	135%	-21%	
净利润	593	1,601	170%	557	509	334	200	616	207%	11%	
净利润率	5%	10%		15%	16%	8%	4%	12%			
每股盈利(元)	0.205	0.554	170%	0.193	0.176	0.116	0.069	0.213	207%	11%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：盈利预测及其主要假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主要假设					
控股发电量 (亿千瓦时)	76	163	175	186	188
发电量增速	9%	113%	8%	6%	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	0.20	0.20
平均标煤单价 (元/吨)	530	741	652	684	698
利用小时波动率	9%	0%	-12%	6%	1%
综合税率	17%	26%	11%	22%	22%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	8,257	12,917	15,395	16,011	17,366
主营业务成本	5,983	11,075	12,795	13,196	14,320
主营业务利润	2,124	1,576	2,492	2,527	2,734
减: 管理费用	525	355	475	480	521
财务费用	29	372	316	367	338
营业利润	2,942	1,153	2,615	2,631	2,953
利润总额	2,944	1,221	2,638	2,654	2,977
所得税	509	320	303	374	417
少数股东权益	578	308	735	535	588
净利润	1,856	593	1,601	1,745	1,972
每股盈利 (元)	0.64	0.21	0.55	0.54	0.61
每股股利 (元)	0.31	0.33	0.10	0.28	0.27
资产负债表					
货币资金	3,546	5,487	3,675	7,870	9,118
应收帐款	611	1,076	1,526	1,587	1,721
存货	212	448	425	442	480
其他流动资产	389	359	946	984	1,067
流动资产合计	4,757	7,369	6,572	10,883	12,386
长期投资	7,456	7,352	8,751	9,023	9,620
固定资产	15,086	16,136	15,926	16,441	16,604
资产合计	27,838	31,326	31,666	36,417	38,681
短期借款	2,055	3,406	4,647	4,833	5,242
应付帐款	1,185	1,445	1,196	1,244	1,350
应交税金	208	185	178	185	201
其他应付款	178	204	180	187	203
一年内到期长期负债	86	83	85	88	95
其他流动负债	1,501	2,325	368	383	415
流动负债合计	5,213	7,647	6,654	6,920	7,506
长期借款	3,528	5,220	4,138	4,138	4,138
负债合计	8,953	13,498	11,375	11,634	12,235
少数股东权益	4807	4681	4998	5533	6121
股本	2,890	2,890	2,890	3,240	3,240
储备和未分配利润	11,189	10,257	12,404	16,010	17,085
股东权益合计	14,079	13,147	15,294	19,250	20,325
负债及股东权益合计	27,838	31,326	31,666	36,417	38,681
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	2,213	1,435	2,736	3,228	3,438
投资活动产生的现金流量	-1,317	-3,111	-1,288	-1,060	-1,386
筹资活动产生的现金流量	315	3,617	-3,260	2,027	-804

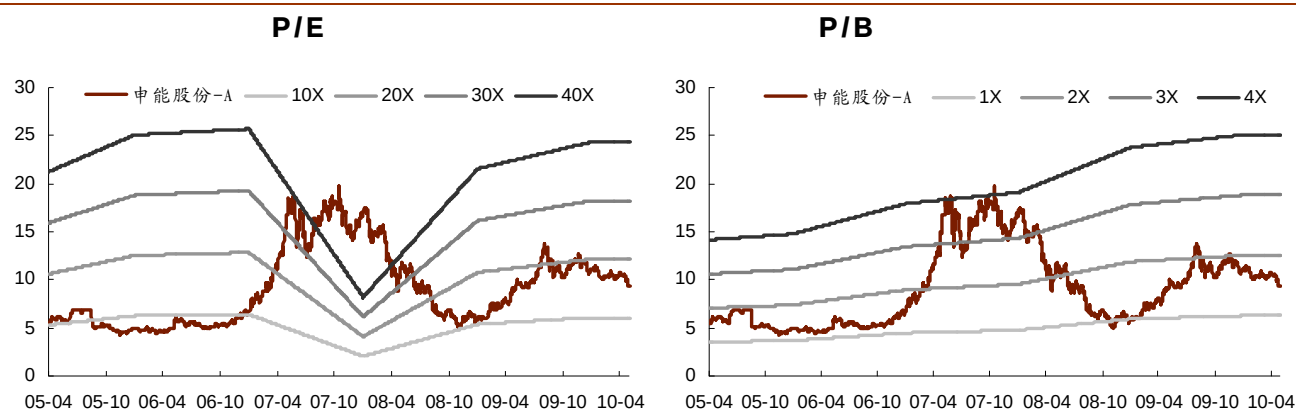
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

	Price 2010-4-29 (Rmb)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	2009E	EPS 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E	2009E	P/B(x) 2010E	2011E
A 股														
国电电力	8.00	审慎推荐	5,448	5,448	44	0.29	0.38	0.46	27.3	21.1	17.6	2.8	2.2	2.0
内蒙华电	8.09	审慎推荐	1,981	573	16	0.20	0.35	0.44	39.7	22.8	18.4	4.7	3.9	3.5
华能国际	6.73	审慎推荐	12,055	2,878	72	0.42	0.40	0.44	16.0	16.9	15.4	2.0	1.7	1.6
粤电力A	7.20	审慎推荐	2,659	1,987	17	0.44	0.39	0.41	16.4	18.3	17.6	2.0	1.9	1.8
深圳能源	12.12	审慎推荐	2,202	599	27	0.91	0.80	0.81	13.4	15.1	15.0	2.0	1.9	1.8
长江电力	13.26	审慎推荐	11,000	4,909	146	0.42	0.62	0.67	31.6	21.5	19.8	2.4	2.2	2.1
申能股份	9.34	审慎推荐	2,890	2,890	27	0.55	0.54	0.61	17.0	17.3	15.3	2.0	1.6	1.5
广州控股	7.53	中性	2,059	2,059	16	0.34	0.36	0.38	22.1	21.0	20.0	1.7	1.6	1.6
国投电力	8.05	审慎推荐	1,995	1,055	16	0.27	0.32	0.37	30.2	25.3	21.8	1.7	1.6	1.6
华电国际	4.61	审慎推荐	6,771	4,590	27	0.17	0.12	0.14	26.9	37.4	32.5	2.0	1.9	1.8
建投能源	6.30	中性	914	914	6	0.08	0.16	0.18	80.9	38.8	35.3	2.0	1.9	1.8
京能热电	9.09	审慎推荐	573	573	5	0.30	0.40	0.48	30.0	22.9	18.8	3.0	2.6	2.4
上海电力	5.20	中性	2,140	2,140	11	0.18	0.19	0.25	28.9	27.9	20.9	1.9	1.7	1.6
大唐发电	7.86	中性	12,310	4,505	80	0.13	0.14	0.16	62.6	56.0	48.8	3.6	3.2	3.1
平均值									31.6	25.9	22.6	2.4	2.1	2.0
中间值									28.1	22.1	19.3	2.0	1.9	1.8
H/B 股														
	(HK\$)	目标价(HK\$)			(HK\$ bn)		(HK\$)							
粤电力-B	4.32	审慎推荐 5.80	2,659	665	19	0.50	0.46	0.49	8.7	9.4	8.9	1.1	1.0	0.9
华润电力	15.68	审慎推荐 19.00	4,683	4,683	74	1.14	1.23	1.36	13.8	12.7	11.6	1.9	1.8	1.6
华能国际	4.43	审慎推荐 5.50	12,055	3,055	82	0.48	0.46	0.52	9.2	9.6	8.5	1.1	1.0	0.9
华电国际	1.88	审慎推荐 2.40	6,771	1,431	31	0.20	0.14	0.17	9.6	13.1	11.1	0.7	0.7	0.6
大唐发电	3.26	中性 3.50	12,310	3,316	91	0.14	0.16	0.19	22.8	20.0	17.0	1.3	1.1	1.1
中国电力*	1.81		5,107	3,606	9	0.12	0.17	0.20	14.7	10.6	8.8	0.7	0.6	0.6
中电控股*	54.80		2,406	2,408	132	3.62	3.79	3.93	15.1	14.5	13.9	1.9	1.8	1.7
香港电灯*	46.00		2,134	2,134	98	3.17	3.24	3.31	14.5	14.2	13.9	1.9	1.8	1.7
平均值									18.9	15.0	13.3	1.5	1.3	1.2
中间值									14.6	12.9	11.3	1.4	1.2	1.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5：A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：公司数据、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

国贸写字楼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

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。