

湘财证券研究所
电力与能源研究小组

研究员 吴江

Tel: 021-68634510-8009

E-Mail: wj2853@xcsc.com

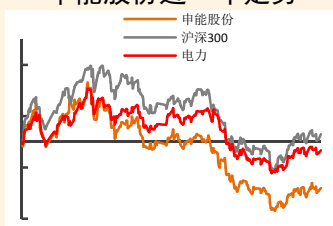
研究员 王师

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: ws2897@xcsc.com

湘财证券
申能股份系列报告

——四季度煤价上涨导致
2009 年业绩低于预期（买入）

申能股份近一年走势

□ 2010上半年业绩同比下滑约16%

公司8月31日发布2010上半年业绩：当期实现营业收入92.94亿元，同比增长约36.12%；归属母公司净利润8.96亿元，同比下滑15.94%；每股收益0.31元。

□ 点评

公司2010上半年基本每股收益为0.31元，扣除非经常性损益后的每股收益（主要为出售部分金融资产）仅为0.26元，低于我们之前的预期，我们认为主要原因如下：

1. 电力业务受困于煤炭价格

受上半年宏观经济和工业复苏带动用电需求增加的影响，公司完成全口径发电量273 亿千瓦时，同比增长 35.1%；权益发电量 124 亿千瓦时，同比增长 27.8%。但由于今年重点合同煤上涨约 10%，而市场煤炭价格也出现了近 20%的涨幅，使得公司燃料成本较去年同期显著增加，并导致公司上半年在营业收入增长 36.12%的情况下，归属上市公司净利润却出现近 16%的下滑。

2. 投资收益大幅下滑

同样受到煤炭价格上涨的影响，上半年公司对联营或合营火电企业的投资收益仅为2.39 亿元，较去年同期大幅下滑 42.5%。

3. 石油天然气业务勘探费用大幅增加

公司本期看摊费用为6975万元，是去年同期该项费用的50倍左右，影响EPS约0.024元。大幅增长的原因，石油天然气公司因未发现探明经济可采储量而发生的相关支出所致。

□ 投资建议

由于公司的火电业务受困于煤炭价格的上涨，我们调低了公司 2010-2012 年的盈利能力，EPS 分别为 0.57、0.65 和 0.70 元，对应目前股价 PE 分别 15、13 和 12 倍。我们认为，公司天然气业务成长空间巨大，合资组建航运公司有助于解决煤炭运输瓶颈问题，同时仍持有海通证券金融资产可平滑业绩。但由于燃料成本对电力业务的影响较大，且下半年煤炭价格出现大幅度回落的可能性较小，因此，我们下调公司的评级至“增持”。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15395	19090	21954	24588
收入同比(%)	19%	24%	15%	12%
归属母公司净利润	1601	1640	1891	2033
净利润同比(%)	170%	2%	15%	8%
毛利率(%)	16.9%	14.0%	14.0%	13.5%
ROE(%)	10.5%	10.0%	10.7%	10.8%
每股收益(元)	0.55	0.57	0.65	0.70
P/E	15.34	14.98	12.99	12.08
P/B	1.61	1.50	1.40	1.30
EV/EBITDA	6	5	5	5

盈利预测与财务分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6572	9443	14795	20318	营业收入	15395	19090	21954	24588
现金	3675	6450	11170	16404	营业成本	12795	16418	18880	21269
应收账款	1526	1751	2096	2296	营业税金及附加	108	134	154	172
其他应收款	565	460	660	666	营业费用	3	5	5	6
预付账款	377	312	418	501	管理费用	381	420	483	541
存货	425	362	412	400	财务费用	316	420	273	186
其他流动资产	4	108	40	52	资产减值损失	13	25	18	19
非流动资产	25094	23189	21960	20464	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6786	6543	6590	6626	投资净收益	919	1300	1300	1300
固定资产	14372	12888	11525	10110	营业利润	2615	2968	3440	3695
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	24	47	36	41
其他非流动资产	3935	3758	3844	3726	营业外支出	1	2	2	1
资产总计	31666	32632	36755	40782	利润总额	2638	3014	3474	3735
流动负债	6355	5563	6390	6634	所得税	303	542	625	672
短期借款	4647	3369	3808	3941	净利润	2336	2471	2849	3063
应付账款	1196	1642	2039	2137	少数股东损益	735	831	958	1030
其他流动负债	511	552	543	556	归属母公司净利润	1601	1640	1891	2033
非流动负债	5020	4884	5988	7464	EBITDA	4077	4841	5179	5354
长期借款	4138	4138	5138	6638	EPS (元)	0.55	0.57	0.65	0.70
其他非流动负债	882	746	850	826					
负债合计	11375	10447	12378	14098	主要财务比率				
少数股东权益	4998	5829	6787	7817	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	2890	2890	2890	2890	成长能力				
资本公积	4239	4239	4239	4239	营业收入	19.2%	24.0%	15.0%	12.0%
留存收益	8165	9227	10461	11738	营业利润	126.7%	13.5%	15.9%	7.4%
归属母公司股东权益	15294	16356	17590	18867	归属于母公司净利润	170.1%	2.5%	15.3%	7.5%
负债和股东权益	31666	32632	36755	40782	获利能力				
					毛利率(%)	16.9%	14.0%	14.0%	13.5%
现金流量表					净利率(%)	10.4%	8.6%	8.6%	8.3%
单位: 百万元					ROE(%)	10.5%	10.0%	10.7%	10.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	15.4%	18.9%	22.8%	26.2%
经营活动现金流	2736	4004	2816	3270	偿债能力				
净利润	2336	2471	2849	3063	资产负债率(%)	35.9%	32.0%	33.7%	34.6%
折旧摊销	1146	1452	1466	1473	净负债比率(%)	77.98%	72.67%	72.95%	75.64%
财务费用	316	420	273	186	流动比率	1.03	1.70	2.32	3.06
投资损失	-919	-1300	-1300	-1300	速动比率	0.97	1.63	2.25	3.00
营运资金变动	-182	498	-235	-234	营运能力				
其他经营现金流	39	463	-237	83	总资产周转率	0.49	0.59	0.63	0.63
投资活动现金流	-1288	1046	1395	1273	应收账款周转率	12	11	11	11
资本支出	1566	225	-80	-22	应付账款周转率	9.69	11.57	10.26	10.19
长期投资	-57	-70	47	36	每股指标 (元)				
其他投资现金流	220	1201	1363	1287	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.57	0.65	0.70
筹资活动现金流	-3260	-2275	510	691	每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.39	0.97	1.13
短期借款	1241	-1278	438	134	每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.66	6.09	6.53
长期借款	-1082	0	1000	1500	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	15.34	14.98	12.99	12.08
资本公积增加	835	0	0	0	P/B	1.61	1.50	1.40	1.30
其他筹资现金流	-4254	-997	-929	-943	EV/EBITDA	6	5	5	5
现金净增加额	-1812	2775	4720	5234					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。