

2011-05-02

电力、煤气及水等公用事业

申能股份 600642.SH

煤价上涨 业绩稍低于预期

◇ 事件：公司公布年报

◆2010 年业绩稍低于市场预期：

2010 年公司实现营业收入 190.67 亿元，同比增长 23.8%，实现归属于上市公司股东的净利润为 13.72 亿元，同比下降 14.3%，基本每股收益为 0.468 元，稍低于市场预期。其中，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 11.13 亿元，同比下降 29.9%。

公司业绩低于市场预期的主要原因是燃料价格的上涨。2010 年公司燃料价格上涨 17% 左右。

◆油气业务增长 清洁能源贡献大

油气业务增长：2010 年公司油气业务实现收入 94.59 亿元，同比增长 41.9%，利润贡献增长 16%。公司油气业务增长的主要原因是天然气管网公司供气量大幅增长 34%。

清洁能源贡献大：清洁能源已成为公司利润的重要来源之一。2010 年公司投资的核电、燃机电厂、抽水蓄能等盈利良好，合计利润贡献达到 3.53 亿元，约占电力业务利润贡献的 50% 和公司净利润的 26%。

◆项目储备丰富，未来仍有增长

公司的主要在建和储备项目有：临港燃机电厂（4*35 万千瓦，65%）1# 于今年 1 月份投产，2# 即将投产；泰山二期扩建（2*65 万千瓦，16%）3# 于 10 年 10 月投产，4# 正在调试中；崇明燃气电厂获准开展前期工作、安徽平山项目正在推进、新能源公司的风电项目进展顺利；公司参股的上海漕泾 IGCC 项目、闵行燃机项目等也在准备中。另外，油气开发取得重大突破，也将成为公司未来的利润增长点之一。

◆华东地区用电紧张 维持“增持”评级：

我们预计 2011 年全国电力需求旺盛，而华东地区电力供需形势将更为紧张，华东地区的火电机组平均利用小时有可能超过 6000 小时，该地区的火电机组盈利有可能改善（若煤炭价格得到控制）。由于公司机组性能优越，将更加受益。

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.45 元、0.50 元和 0.52 元，目前估值安全，给予“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	15,395	19,067	21,356	24,544	26,115
营业收入增长率	19.19%	23.85%	12.01%	14.93%	6.40%
净利润（百万元）	1,601	1,372	1,430	1,566	1,646
净利润增长率	170.09%	-14.31%	4.28%	9.47%	5.11%
EPS（元）	0.51	0.44	0.45	0.50	0.52
ROE（归属母公司） （摊薄）	10.47%	7.75%	7.60%	7.91%	7.92%
P/E	18	21	20	18	17
P/B	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	11	12	20	18	17

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	9.02 元
目标价格	10.00 元
目标期限	12 个月

分析师：

崔玉芹 (执业证书编号：S0930510120016)

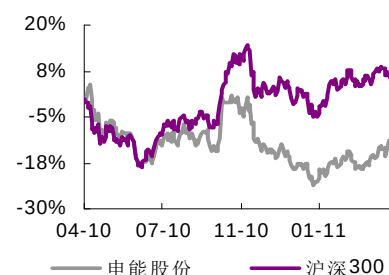
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	3,153
总市值(百万元)	28,436
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	9.83/7.14
近 3 月日均成交量(百万股)	19.37
主要股东	申能(集团)有限公司

股价表现(12 个月)



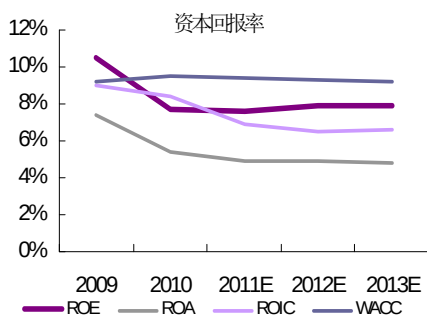
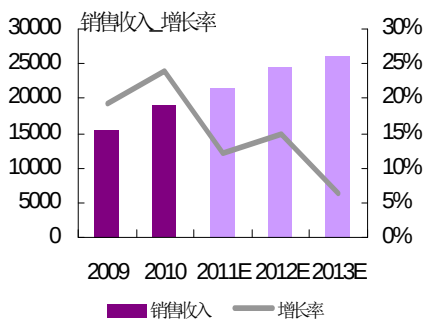
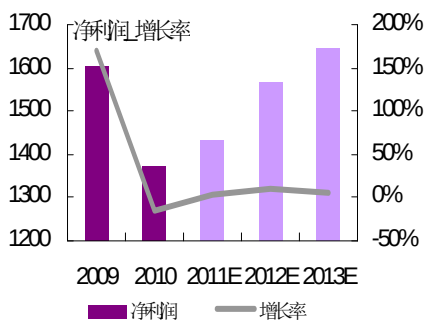
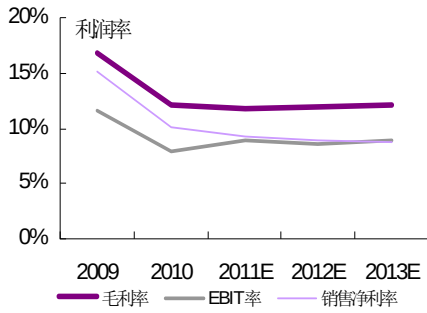
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.15	11.03	-14.55
绝对收益	8.71	14.78	-10.46

相关报告：

增发顺利完成

..... 2010-10-31

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,395	19,067	21,356	24,544	26,115
营业成本	12,795	16,752	18,833	21,634	22,953
折旧和摊销	1,146	1,137	68	201	326
营业税费	108	114	149	172	183
销售费用	3	4	4	5	5
管理费用	381	402	534	614	653
财务费用	316	292	199	246	331
公允价值变动损益	0	0	-66	0	0
投资收益	919	953	690	757	812
营业利润	2,615	2,179	2,326	2,625	2,798
利润总额	2,638	2,179	2,326	2,625	2,798
少数股东损益	735	556	536	611	656
归属母公司净利润	1,600.71	1,371.60	1,430.37	1,565.78	1,645.75

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	31,666	35,889	40,520	44,832	48,183
流动资产	6,572	9,418	10,716	12,153	13,749
货币资金	3,675	7,617	6,834	7,717	9,061
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,526	870	2,093	2,405	2,559
应收票据	1	4	4	5	5
其他应收款	565	55	278	295	287
存货	425	606	942	1,082	1,148
可供出售投资	1,664	829	0	0	0
持有到期金融资产	301	0	0	0	0
长期投资	6,786	7,474	7,543	7,619	7,700
固定资产	14,372	13,759	15,949	17,798	19,372
无形资产	1	1	1	1	1
总负债	11,375	12,317	15,298	18,022	19,725
无息负债	2,505	5,784	8,048	8,673	8,976
有息负债	8,870	6,534	7,249	9,349	10,749
股东权益	20,291	23,572	25,223	26,809	28,458
股本	2,890	3,153	3,153	3,153	3,153
公积金	10,193	11,950	11,950	11,950	11,950
未分配利润	2,212	2,603	3,718	4,694	5,687
少数股东权益	4,998	5,867	6,402	7,013	7,669

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,736	2,986	1,752	1,937	2,198
净利润	1,601	1,372	1,430	1,566	1,646
折旧摊销	1,146	1,137	68	201	326
净营运资金增加	3,882	-3,262	205	727	342
其他	-3,893	3,739	49	-556	-116
投资活动产生现金流	-1,288	-1,560	-2,737	-2,318	-1,269
净资本支出	1,564	2,228	5,000	3,000	2,000
长期投资变化	6,786	7,474	-69	-76	-81
其他资产变化	-9,638	-11,263	-7,668	-5,243	-3,188
融资活动现金流	-3,260	2,516	202	1,264	416
股本变化	0	263	0	0	0
债务净变化	161	-2,336	716	2,100	1,400
无息负债变化	-2,285	3,279	2,264	625	303
净现金流	-1,812	3,942	-783	883	1,344

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	19.19%	23.85%	12.01%	14.93%	6.40%
净利润增长率	170.09%	-14.31%	4.28%	9.47%	5.11%
EBITDA 增长率	40.77%	-9.72%	-32.83%	17.54%	14.20%
EBIT 增长率	109.04%	-15.49%	5.93%	11.18%	9.63%
估值指标					
PE	18	21	20	18	17
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	11	12	20	18	17
EV/EBIT	17	20	21	20	19
EV/NOPLAT	20	22	25	24	23
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	16.89%	12.14%	11.81%	11.86%	12.11%
EBITDA 率	19.00%	13.85%	9.22%	9.43%	10.12%
EBIT 率	11.55%	7.88%	8.90%	8.61%	8.87%
税前净利润率	17.14%	11.43%	10.89%	10.70%	10.71%
税后净利润率 (归属母公司)	10.40%	7.19%	6.70%	6.38%	6.30%
ROA	7.38%	5.37%	4.85%	4.86%	4.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.47%	7.75%	7.60%	7.91%	7.92%
经营性 ROIC	9.01%	8.38%	6.86%	6.50%	6.58%
偿债能力					
流动比率	1.03	1.26	1.50	1.56	1.70
速动比率	96.72%	117.64%	136.62%	142.32%	155.92%
归属母公司权益/有息债务	1.72	2.71	2.60	2.12	1.93
有形资产/有息债务	3.56	5.48	5.59	4.80	4.48
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.51	0.44	0.45	0.50	0.52
每股红利	0.18	0.10	0.19	0.21	0.22
每股经营现金流	0.87	0.95	0.56	0.61	0.70
每股自由现金流(FCFF)	-0.77	1.19	-1.14	-0.56	-0.03
每股净资产	4.85	5.62	5.97	6.28	6.59
每股销售收入	4.88	6.05	6.77	7.79	8.28

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任公用事业行业分析师。

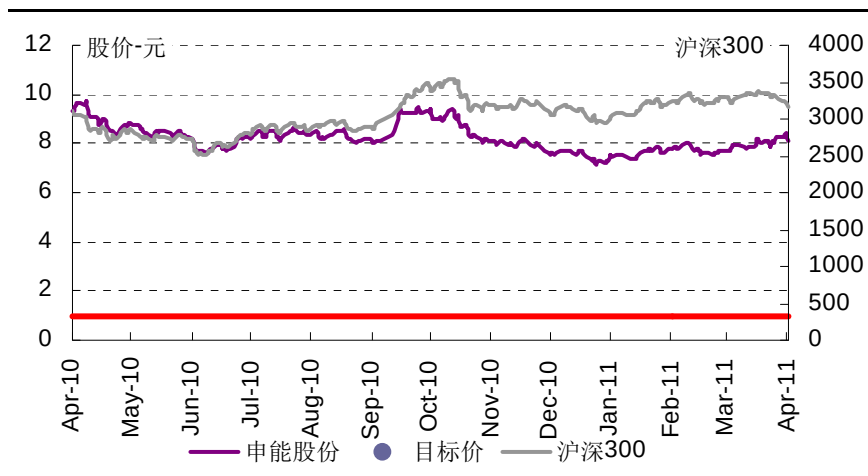
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

申能股份（600642）

分析师：崔玉芹



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-04-30	9.41	12.00	增持
2009-08-06	13.53	20.00	买入
2009-08-20	11.46	20.00	买入
2009-08-25	12.43	20.00	买入
2009-11-02	12.12	14.50	增持
2010-02-11	10.58	12.00	增持
2010-08-31	8.50	9.80	增持
2010-10-31	9.02	9.60	增持

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。