

**买入 首次**
**申能股份 (600642)**

2015 年 1 月 28 日

## 有望成为上海市国企改革黑马

2015 年 1 月 28 日收盘价: 7.04 元

6 个月目标价: 10.08 元

 石化行业首席分析师: 邓勇  
 SAC 执业证书编号: S0850511010010  
 dengyong@htsec.com  
 021-23219404

 公用事业联系人: 张一弛  
 hjr9753@htsec.com  
 021-23219402

 公用事业联系人: 韩佳蕊  
 hjr9753@htsec.com  
 021-23212259

**要点一: 国企改革**——申能股份历史上是一家风格稳健的公司, 14 年领导换届, 带来风格转换, 我们推测未来有可能成为上海国企改革试点公司, 不排除在激励和海外业务方面拓展的可能性。

**要点二: 资产注入**——新能源投资公司注入正当时, 无论从 PE, PB 口径看, 与 A 股和 H 股的新能源公司相比均处于低位。期待燃气公司盈利反转后注入。再往后看, 集团公司下属的上海燃气集团、上海液化天然气公司、上海申能能源服务有限公司中长期都有注入上市公司的潜在可能。

**要点三: 产能释放**——公司电力装机容量 14 年较 13 年没有变化。15-16 年, 公司装机将进入快速成长期, 综合新能源并表, 预计公司 15 年装机将有接近 20% 的快速增长, 16 年的增长也接近 10%。

预测申能股份 14-16 年 EPS 分别为 0.46、0.51、0.56 元/股。参考同行估值, 考虑申能股份国企改革催化剂与产能释放, 给予 16 年 18 倍动态 PE, 对应目标价为 10.08 元, 买入评级。

(详细分析见下文)

### 1. 公司简介与业绩回顾

申能股份主业涵盖油气、电力、煤炭销售领域。油气领域主要包括石油天然气上游开采 (石油天然气公司, 开采东海平湖油气田) 和天然气中游管输 (上海天然气管网公司)。

14 年前 9 月, 申能股份收入为 186.61 亿元, 同比下降 2.28%。参考 14 年上半年收入结构, 其中油气业务受管网公司输气量增加带动有所增长, 而电力和煤碳销售则有所下滑, 主要是因为上海本地用电需求增速缓慢, 外来电挤压机组出力。14 年前三季度净利润 14.23 亿元, 同比降低 25.45%, 业绩进入低谷期。

表 1 申能股份 14 年前 3 季度收入情况 (亿元)

	营业收入				营业收入	分业务收入 (H1)		
	前 9 月	Q1	Q2	Q3	H1	油气	电力	煤碳销售
2013	190.95	70.70	54.22	66.03	124.92	70.09	44.55	10.00
2014	186.61	73.03	60.43	53.15	133.46	82.45	41.91	8.61
同比变化	-2.28%	3.29%	11.46%	-19.51%	6.83%	17.63%	-5.92%	-13.87%

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 申能股份 14 年前 3 季度毛利率情况**

	综合毛利率				综合毛利率	分业务毛利率(H1)		
	前 9 月	Q1	Q2	Q3	H1	油气	电力	燃煤
2013	12.49%	10.84%	11.27%	15.27%	11.03%	3.26%	24.58%	2.64%
2014	10.79%	9.95%	11.32%	11.32%	10.57%	4.57%	22.95%	2.90%
同比变化	-1.71%	-0.89%	0.06%	-3.94%	-0.45%	1.31%	-1.64%	0.26%

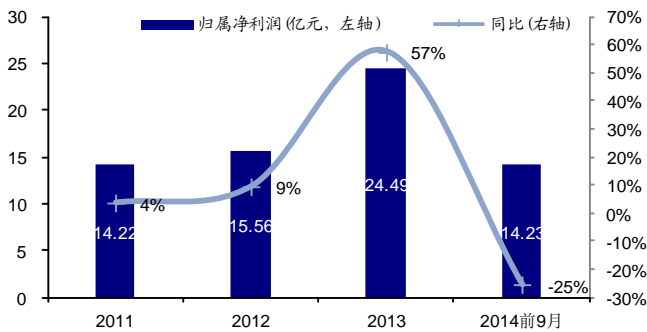
资料来源: wind, 海通证券研究所

14年前3季度毛利与投资收益双双下滑,与电力业务毛利率下降有关。申能股份13年底持有8000多万股海通证券股票(代持法人股,成本仅为几毛钱),14年四季度出售1000万股,预计全年将贡献税后投资收益超过1.5亿元。

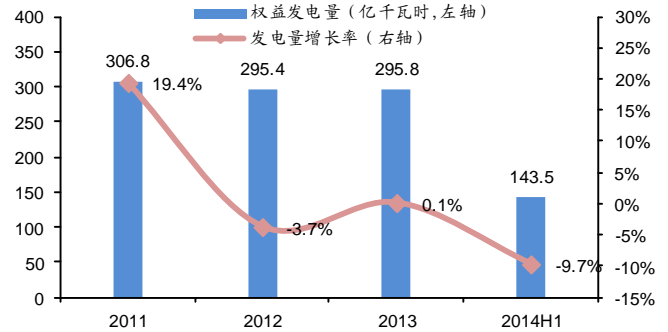
**表 3 申能股份利润拆分(亿元)**

	利润总额	毛利	投资收益	投资收益占利润总额比例	营业外收支	营业外收支占利润总额比例	所得税	所得税率
2013 前 6 月	17.72	13.77	8.50	48.00%	0.04	0.22%	1.98	11%
2014 前 6 月	17.12	14.11	7.54	44.08%	0.04	0.24%	2.17	13%
同比变化	-3.40%	2.45%	-11.30%	-3.92%	3.24%	0.02%	9.64%	1.51%
2013 前 9 月	28.91	23.85	12.54	43.39%	0.04	0.14%	3.68	13%
2014 前 9 月	22.49	20.13	9.32	41.45%	0.05	0.23%	3.27	15%
同比变化	-22.22%	-15.62%	-25.70%	-1.94%	24.41%	0.09%	-11.36%	1.78%

资料来源: wind, 海通证券研究所

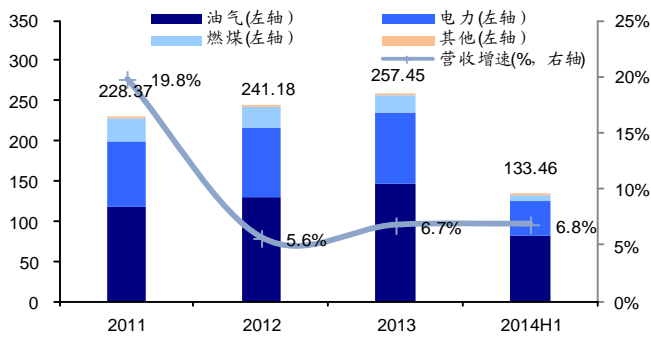
**图 1 申能股份归属净利(亿元, 2011-2014 前 9 月)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图 2 申能股份发电量(亿千瓦时, 2011-2014H1)**


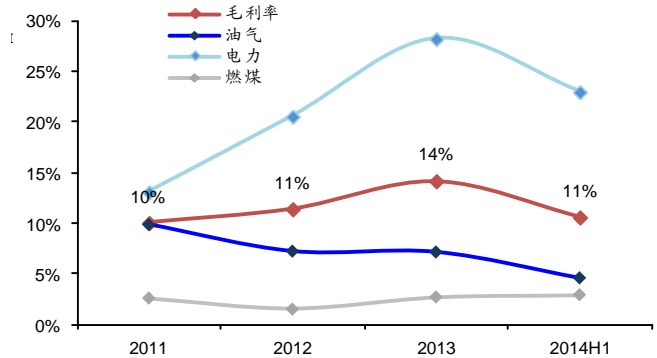
资料来源: 公司年报发债书, 海通证券研究所

图 3 申能股份分行业营业收入(亿元, 2011-2014H1)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图 4 申能股份分行业毛利率情况(2011-2014H1)



资料来源: wind, 海通证券研究所

## 2. 国企改革

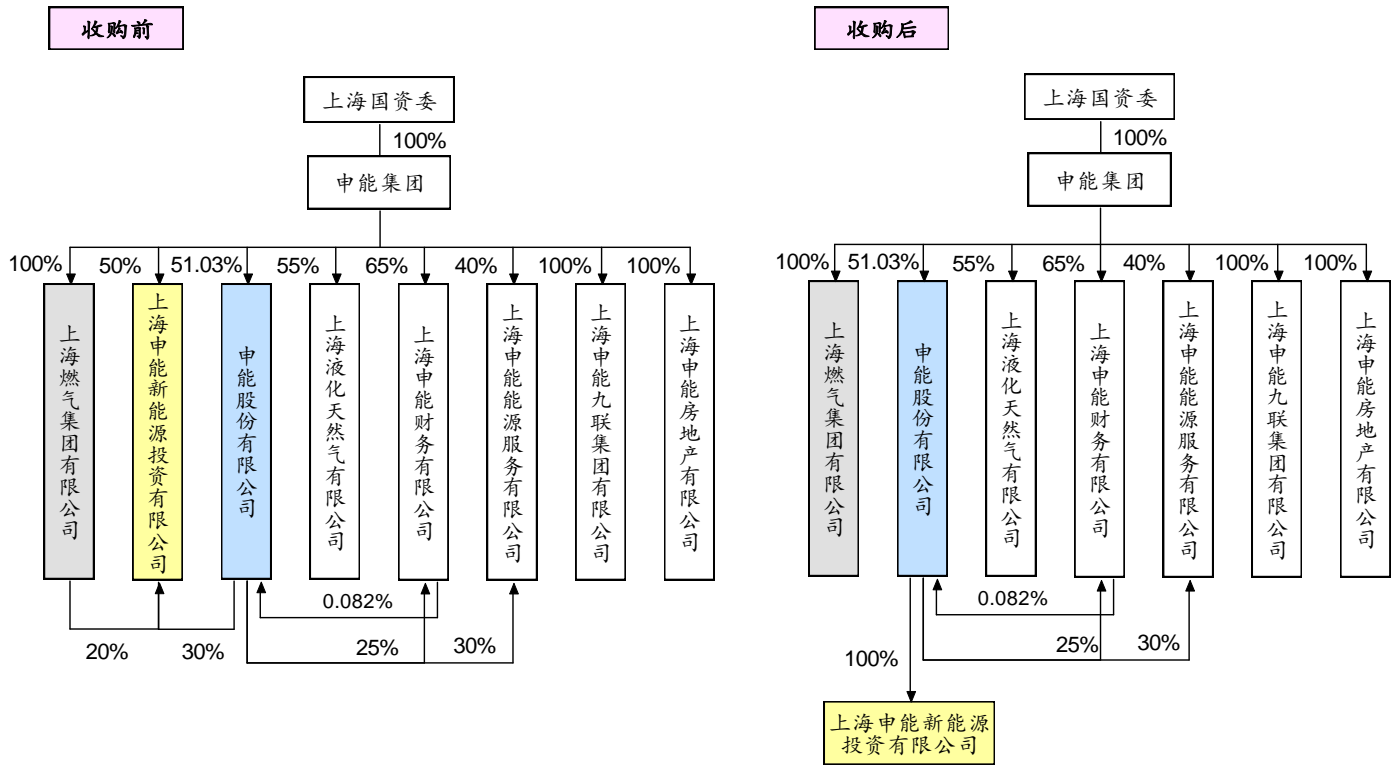
### (1) 领导换届风格转换, 上海国资改革试点

申能集团目前的董事长为原上海国资委党委书记、主任王坚。王坚于 14 年 2 月调任, 意将申能股份作为上海市国资改革的试点公司, 我们认为不能排除公司会在股权激励和海外扩张领域做出尝试。目前申能股份已经开设海外事业部, 未来或可向上海电力、深圳能源一样开展“一带一路”扩张。

### (2) 资产注入: 新能源注入正当时, 期待燃气公司盈利反转后注入

申能股份是申能集团下属上市平台, 实际控制人为上海国资委, 第一大股东申能集团持股比例为 51.03%。申能集团下盈利能力最好的为申能股份。新能源投资公司于近期开启注入, 再往后看, 上海燃气集团、上海液化天然气公司、上海申能能源服务有限公司中长期都有注入上市公司的潜在可能, 尤其是上海燃气集团与上市公司之间存在多重关联交易(申能股份的子公司管网公司向燃气集团供气, 子公司燃机电厂又从燃气电厂购气)。目前主要的阻力为几家公司盈利能力欠佳。主要原因为早年由于上海本地居民气价偏低, 而企业人员负担严重, 一直处于亏损状态。而在全中国范围看, 地方燃气公司多有 8%-10% 左右的净利率。今年受益于 14 年上海 9 月阶梯气价上调 20%, 未来燃气集团的盈利或有反转可能性。

图 5 申能集团下属公司股权结构图 (收购新能源公司前后对比)



资料来源：新能源公司收购评估书，海通证券研究所

表 4 申能集团子公司财务情况 (亿元)

	2012						2013Q1				
	总资产	总负债	净资产	营业收入	净利润	总资产	总负债	净资产	营业收入	净利润	
1 申能股份有限公司	376.15	120.97	255.18	241.18	21.99	380.98	120.74	260.24	70.7	6.77	
2 上海燃气(集团)有限公司	160.56	83.02	77.54	108.19	-2.18	160.54	82.92	77.61	30.33	-0.38	
3 上海液化天然气有限责任公司	65.31	42.44	22.87	63.59	1.27	67.14	44.38	22.76	16.5	-0.12	
4 上海申能新能源投资有限公司	15.37	4.97	10.4	1.47	0.62	19.09	8.62	10.47	0.25	0.07	
5 上海申能能源服务有限公司	3.91	1.18	2.73	0.34	-0.04	3.7	0.92	2.78	0.28	0.05	
6 申能集团财务有限公司	112.74	100.29	12.46	4.48	1.26	110.87	97.8	13.07	1.02	0.51	
7 上海申能房地产有限公司	21.9	16.69	5.22	4.62	0.64	24.77	19.53	5.24	0.37	0.03	
8 上海久联集团有限公司	15.56	2.45	13.11	0.32	0.49	15.46	2.16	13.29	0.1	0.07	
9 上海天然气管网有限公司	69.84	46.35	23.49	132.3	2.01	69.79	45.78	24	39.9	0.51	

资料来源：wind，海通证券研究所

**收购新能源公司估值不高：**公司14年12月19日公告收购上海申能新能源投资公司股权公告，交易对价为8.204亿元。上海申能新能源投资公司截止13年底，累计权益装机容量11.53万千瓦，预计至2014年底权益装机容量可达25.93万千瓦，在建筹建产能64万千瓦，12-13年的归属净利分别为5461万元和5498万元。收购估值无论从PE、PB口径看，与A股和H股的新能源公司相比均处于低位。以13年口径计算，对上市公司EPS增厚0.012元/股。14年-16年预计每年以50%以上的增速增长，保守估计对EPS的增厚将达到0.018、0.02、0.03元/股，与公司13年末0.54元/股的体量相比，占比并不大。

**表 5 上海申能新能源投资公司财务状况(亿元)**

项目	2012	2013	2014Q1-3	项目	2012	2013	2014Q1-3
资产总额	16.07	22.57	25.20	营业收入	1.47	1.80	1.74
负债总额	5.67	11.67	13.67	利润总额	0.68	0.75	0.82
净资产	10.40	10.91	11.52	净利润	0.62	0.64	0.69
归属母公司的所有者权益	10.25	10.70	11.39	归属母公司所有者的净利润	0.55	0.55	0.64

资料来源: 收购评估书, 海通证券研究所

**表 6 申能股份收购新能源公司估值情况(2014/1/27)**

	PE(2012)	PE(2013)	PB(14Q3)
<b>市盈率 PE</b>	<b>13.17</b>	<b>12.87</b>	<b>0.71</b>
行业估值(A股)	45.53	59.47	3.40
行业估值(H股)	24.02	23.96	1.50
行业估值(A/H股)	38.98	38.65	3.24

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 7 新能源同行公司可比情况(2014/1/27)**

		PE(2012)	PE(2013)	PE(TTM)	PB(MRQ)	PS(2013)
<b>A 股</b>						
000958.SZ	东方能源	-111.18	10.98	9.57	8.93	10.08
002202.SZ	金风科技	256.27	98.04	29.23	2.95	3.41
002256.SZ	彩虹精化	454.00	52.35	58.17	5.74	5.37
002309.SZ	中利科技	49.77	67.73	50.67	3.24	1.45
002516.SZ	江苏旷达	47.91	43.40	39.52	3.36	4.34
002531.SZ	天顺风能	38.98	38.65	41.80	3.39	5.16
300118.SZ	东方日升	-11.15	70.87	92.74	2.02	2.48
300274.SZ	阳光电源	165.56	66.58	62.68	5.53	5.68
600089.SH	特变电工	43.15	31.86	25.14	2.16	1.45
600537.SH	亿晶光电	-12.84	128.35	52.24	3.41	3.29
601016.SH	节能风电	100.67	99.13	115.28	6.23	17.86
601222.SH	林洋电子	32.52	26.49	23.76	3.53	4.94
<b>A 股中位数</b>		<b>45.90</b>	<b>59.16</b>	<b>46.56</b>	<b>3.47</b>	<b>4.71</b>
<b>H 股</b>						
0958	华能新能源	38.32	23.96	23.67	1.50	3.67
0916	龙源电力	21.24	26.73	34.03	1.73	2.86
1798	大唐新能源	53.83	25.39	-679.54	0.66	1.05
0735	中国电力新能源	23.04	17.16	17.03	0.60	1.99
0816	华电福新	24.02	16.93	14.40	1.88	1.87
<b>H 股中位数</b>		<b>24.02</b>	<b>23.96</b>	<b>17.03</b>	<b>1.50</b>	<b>1.99</b>
<b>中位数(包含 AH 股)</b>		<b>38.98</b>	<b>38.65</b>	<b>34.03</b>	<b>3.24</b>	<b>3.41</b>

资料来源: wind, 海通证券研究所

### 3. 电力产能14年停滞不前, 15-16年将快速提升

公司电力装机容量14年较13年没有变化, 受外来电冲击利用小时数影响, 发电量预计全年将下滑15%以上, 年报存在下行风险。15-16年, 公司装机将进入快速成长期, 多个燃机与超超临界燃煤电厂将投产, 新增装机规模为186.65万千瓦, 占已投产装机的25.65%。综合新能源并表, 预计公司15年装机将有接近20%的快速增长, 16年的增长也接近10%。

表 8 公司投产在建装机一览(2014/1/23)

		企业名称	公司持股比例	装机容量(万千瓦)	装机结构	权益装机容量(万千瓦)	预计投产时间
<b>已投产</b>							
1	超超临界燃煤机组	外高桥三发电公司	40%	200	2*100	80.00	
2	亚临界燃煤机组	吴泾二发电公司	51%	120	2*60	61.20	
3	发电供热机组	上海申能星火热电有限责任公司	75%	2.4	2*1.2	1.80	
4	超临界火力发电机组	外高桥二发电公司	40%	180	2*90	72.00	
5	亚临界燃煤供热机组	吴泾发电公司	50%	60	2*30	30.00	
6	超超临界高效清洁燃煤机组	上海上电漕泾发电有限公司	35%	200	2*100	70.00	
7	超超临界燃煤机组	华能上海石洞口发电有限责任公司	50%	132	2*66	66.00	
8	燃煤发电机组	外高桥发电公司	49%	128	4*32	62.72	
9	燃气-蒸汽联合循环机组	上海申能临港燃机发电有限公司	65%	164.6	2*40+2*42.3	106.99	
10	燃气——蒸汽联合循环机组	华能上海燃机发电有限责任公司	30%	120	3*40	36.00	
11	煤气化联合循环热电机组	上海漕泾热电有限责任公司	30%	66	2*33	19.80	
12	可逆式抽水蓄能发电机组	华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司	25%	180	30*6	45.00	
13	可逆式抽水蓄能发电机组	华东桐柏抽水蓄能有限责任公司	25%	120	4*30	30.00	
14	水堆核电机组	核电泰山联营有限公司	12%	260	4*65	31.20	
15	6重水堆核电技术	泰山第三核电有限公司	10%	145.6	2*72.8	14.56	
		<b>燃煤</b>				443.72	
		<b>燃机</b>				162.79	
		<b>水电</b>				75.00	
		<b>核电</b>				45.76	
		<b>合计</b>				<b>727.27</b>	
<b>在建</b>							
1	燃气-蒸汽联合循环机组	崇明燃气电厂项目	100%	80	2*40	80.00	15年下半年1台, 16年1台
2	超超临界燃煤机组, 年需燃煤约300万吨	安徽淮北平山电厂	51%	121	2*66	61.71	15年下半年1台, 16年1台
3	燃气-蒸汽联合循环机组	华电南桥能源中心项目	49%	86	2*43	42.14	15年
4	建设崇明岛陆域管道工程	崇明岛天然气管道工程					15年
5	2500万吨煤矿, 360万吨甲醇	中天合创煤炭深加工一期项目	12.50%				
		<b>合计</b>		<b>287.00</b>		<b>183.85</b>	

资料来源: 公司项目公告, 发债书, 海通证券研究所

表 9 申能股份未来三年电力产能预测(亿元)

	2013	2014E	2015E	2016E	
非新能源发电产能	727.55	727.55	841.95	872.06	
YoY		0.00%	15.72%	3.58%	
新能源发电产能	11.53	25.93	50.93	75.93	预计新能源公司15年年中并表, 15-17年每年新增25万千瓦
YoY		124.80%	96.41%	49.09%	
发电产能合计	727.55	727.55	867.41	947.99	
YoY		0.00%	19.22%	9.29%	

资料来源: 13年年报, 收购新能源公司评估书, 海通证券研究所

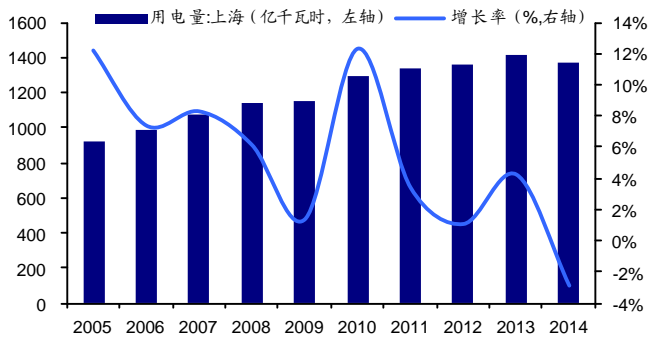
#### 4. 油气业务整体稳健增长

油气业务净利贡献的大头为天然气管道公司。管道公司收取管输费,盈利性比较未定,主要看气量增长。上海本地近3年来每年增长率在10%以上,中游管输公司盈利能力向好。石油天然气公司主要依托东海平湖油气田项目,业绩相对较为平稳,受油价回调影响,预计增长受限。

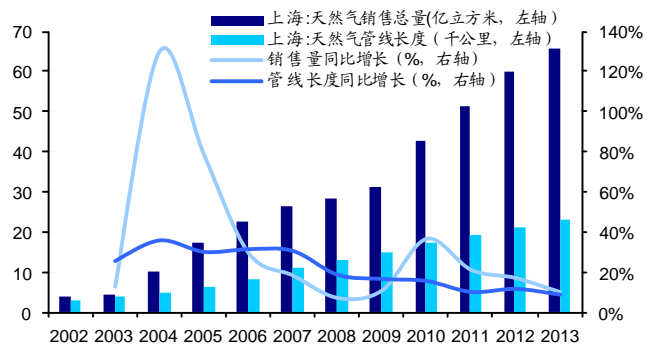
**表 10 申能股份石油天然气、天然气管道公司经营情况**

	2011	2012	2013		2011	2012	2013
	石油天然气公司				天然气管道公司		
原油开采量(万吨)	8.12	5.27	7.94	供气量(亿立方米)	54	62.63	68.71
天然气开采量(亿立方米)	3.01	2.89	2.35	供气单价(元/立方米)	2.12	2.11	2.23
收入(亿元)	11.75	10.69	9.48	收入(亿元)	114.67	132.30	152.89
净利润(亿元)		2.09	1.26	净利润(亿元)		2.01	2.33

资料来源: wind, 海通证券研究所

**图 6 上海地区用电量及增长情况(2005-2014)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图 7 上海天然气销售量及管线长度(2002-2013)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

预测申能股份 14-16 年 EPS 分别为 0.46、0.51、0.56 元/股。参考同行估值,考虑申能股份地方国企改革催化剂与产能释放,给予 16 年 18 倍动态 PE,对应目标价为 10.08 元,买入评级。

**表 11 同行电力公司估值情况(2015/1/27)**

	全国性发电公司					中位数	地方发电公司				中位数
	华能国际	华电国际	大唐发电	国投电力	国电电力		韶能股份	广州发展	闽东电力	黔源电力	
	600011	600027	601991	600886	600795		000601	600098	000993	002039	
PE(TTM)	10.64	9.92	22.22	13.11	11.80	13.54	28.23	19.38	55.55	21.38	31.13
PE(2014)	9.86	9.84	17.73	13.05	11.51	12.40	25.53	17.64	40.95	14.91	24.76
PE(2015)	<b>9.01</b>	<b>9.39</b>	<b>13.64</b>	<b>11.23</b>	<b>10.71</b>	10.80	<b>19.66</b>	<b>15.38</b>	<b>37.79</b>	<b>15.32</b>	22.04

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 12 申能股份盈利预测(亿元)

报告期	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>228.37</b>	<b>241.18</b>	<b>257.45</b>	<b>242.91</b>	<b>265.91</b>	<b>286.46</b>
<b>YoY</b>	<b>19.78%</b>	<b>5.61%</b>	<b>6.75%</b>	<b>-5.65%</b>	<b>9.47%</b>	<b>7.73%</b>
油气	117.76	129.99	147.19	150.13	159.14	167.10
电力	80.19	85.78	87.44	69.95	83.94	96.53
燃煤	30.33	25.29	22.06	22.06	22.06	22.06
其他	0.08	0.12	0.77	0.77	0.77	0.77
<b>毛利</b>	<b>22.88</b>	<b>27.45</b>	<b>36.42</b>	<b>29.40</b>	<b>32.46</b>	<b>36.36</b>
油气	11.57	9.36	10.48	10.66	10.50	11.20
电力	10.46	17.60	24.64	18.19	21.41	24.62
燃煤	0.78	0.37	0.59	0.55	0.55	0.55
其他	0.06	0.12	0.71	0.71	0.71	0.71
<b>费用</b>	<b>8.74</b>	<b>10.29</b>	<b>12.24</b>	<b>10.81</b>	<b>11.45</b>	<b>12.33</b>
营业税金	1.88	1.88	1.73	1.21	1.33	1.43
销售费用	0.06	0.06	0.08	0.08	0.08	0.09
管理费用	4.67	5.04	5.49	4.86	5.32	5.73
财务费用	2.13	3.30	4.23	3.99	3.99	4.30
资产减值损失	0.00	0.01	0.71	0.67	0.73	0.79
<b>投资/并购收益合计</b>	<b>8.86</b>	<b>8.15</b>	<b>15.17</b>	<b>14.14</b>	<b>15.00</b>	<b>15.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>21.59</b>	<b>24.34</b>	<b>37.93</b>	<b>32.73</b>	<b>36.01</b>	<b>39.03</b>
营业利润/营业总收入(%)	9.45	10.09	14.73	13.47	13.54	13.62
利润总额	22.17	24.81	38.47	33.27	36.63	40.73
营业外收入	0.61	0.51	0.72	0.72	0.79	2.50
营业外支出	0.03	0.04	0.18	0.18	0.18	0.80
营业外收支净额/营业利润(%)	2.67	1.92	1.44	1.67	1.72	4.36
所得税/利润总额(%)	12.38	11.37	14.04	15.00	15.00	15.00
净利润	19.42	21.99	33.07	28.28	31.13	34.62
<b>归属净利润</b>	<b>14.22</b>	<b>15.56</b>	<b>24.49</b>	<b>20.94</b>	<b>23.06</b>	<b>25.64</b>
<b>YoY</b>	<b>3.66%</b>	<b>9.47%</b>	<b>57.34%</b>	<b>-14.48%</b>	<b>10.08%</b>	<b>11.19%</b>
<b>EPS(元/股)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.34</b>	<b>0.54</b>	<b>0.46</b>	<b>0.51</b>	<b>0.56</b>

资料来源: wind, 海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

邓勇：石化行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国石化、中国石油、中海油服、齐翔腾达、东华能源、卫星石化、辽通化工、兴发集团、盐湖股份、湖北宜化、云天化、华鲁恒升、金正大、久联发展。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。