

审慎推荐-A (维持)

上海电力 600021.SH

发电量上升带动业绩增长，清洁能源和海外项目成亮点

目标估值: 元  
当前股价: 11.66 元  
2016 年 03 月 31 日

基础数据

上证综指	3004
总股本 (万股)	213974
已上市流通股 (万股)	213974
总市值 (亿元)	249
流通市值 (亿元)	249
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	13.0
资产负债率	69.7%
主要股东	国家电力投资集团公
主要股东持股比例	43.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-19	-27
相对表现	-17	-20	-6



相关报告

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

彭全刚

010-57601860  
pengqg@cmschina.com.cn  
S1090511030016

研究助理

孙曙光

010-57601861  
sunsq@cmschina.com.cn

事件:

近日, 公司公告 2015 年业报。全年公司累计实现营收 170.06 亿元, 同比增加 5.62%, 归属净利润 13.32 亿元, 同比增长 0.51%。

评论:

1、公司 2015 年扣非归属净利润 10.25 亿元, 同比增长 57.52%, 符合市场预期:

公司 2015 年全年实现营收 170.06 亿元, 同比增加 5.62%。营业成本 125.99 亿元, 同比减少 0.02%。营业利润 26.57 亿, 同比增长 44.25%。归属净利润 13.32 亿元, 同比增长 0.51%。基本每股收益 0.6227 元, 同比增长 0.52%。扣非归属净利润 10.25 亿元, 同比增长 57.52%。公司归属净利润增长幅度小于营业利润增长幅度的主要原因是 2014 年因非流动资产处置获得 5.43 亿元, 导致 2014 年营业外净收入为 6.56 亿元, 而 2015 年的营业外净收入只有 1.89 亿元。

2、电力销售和热力供应两大业务是公司营收增长的主要原因:

2015 年公司电力销售收入达到 135.94 亿元, 占公司营收 79.94%, 同比增长 5.14%, 热力业务收入达到 13.61 亿元, 占公司营收 8.00%, 同比增长 28.90%。两者合计销售收入达到 149.55 亿元, 同比增长 6.93%, 绝对数量增加了 9.69 亿元, 占公司营收增加量 9.04 亿元的 107.19%。公司 2015 年发电量 352.30 亿千瓦时, 同比增长 9.86%, 增长的主要原因是公司新并购了淮沪电力、马耳他 D3 电厂以及新项目投产, 此外 2014 年水电发电量较多, 对上海当地火电挤占较多, 这种情况在 2015 年有所缓解。虽然电价自 2015 年 4 月 20 号有所下调, 但由于发电量增加, 公司电力销售收入最终增长 5.14%。2015 年公司供热量完成 1388.56 万吉焦, 同比增长 24.43%。

3、煤价下降提升电力业务毛利率:

2015 年由于煤炭价格大幅下跌, 秦皇岛煤价 (Q5500) 比去年同期降低 18.4%。公司密切关注煤炭市场变化, 及时调整采购策略和库存安排, 不断降低燃料成本, 2015 年公司入厂标煤单价同比下降 18.9%, 相应节省燃料成本 12.39 亿元。尽管电价下调对毛利率有负面影响, 但由于燃料成本的大幅下降, 公司 2015 年电力业务的毛利率水平为 27.39%, 同比增加 5.98 个百分点。

4、清洁能源占比不断提升:

2015 年公司风电发电量 3.38 亿千瓦时, 同比增加 52.73%, 收入 1.74 亿元, 同比增加 54.56%; 光伏发电 3.26 亿千瓦时, 同比增加 60.06%, 收入 3.15 亿元, 同比增加 51.26%。两者合计收入为 4.89 亿元, 占公司营收 3.60%, 贡献了营收总量 25.35%。未来公司清洁能源装机占比将进一步提高。截止 2015 年底, 公司控股装机容量为 936.27 万千瓦, 清洁能源占装机规模的 30.79%。公司开工项目 57.98 万千瓦, 其中清洁能源占比 98.59%; 核准项目 114.9 万千瓦, 其中清洁能源占比 89.56%。

### 5、积极布局海外，再造一个海外“上海电力”：

公司按照“做精上海、做优国内、做强海外”的发展思路，电力服务业率先实现了“走出去”战略，先后承接了赤道几内亚、伊拉克、土耳其等国火电机组委托运营等海外电站服务。在电力项目方面，海外项目也布局全球，其中日本光伏项目投产，成为中国企业在 G7 国家第一个实现投产并盈利的项目；参股马耳他能源公司和控股德利马拉三期电站，成为公司在欧洲的第一个落地项目。

### 6、维持“审慎推荐”评级：

假定煤价下降 10%、火电利用小时下降 5%，考虑到未来几年公司的装机增长，预测 2016-2018 年公司归属净利润分别为 12.99、13.52 以及 13.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.61、0.63 以及 0.65，对应目前股价的估值分别为 19.1、18.5 和 17.9。

**风险提示：煤价大幅度反弹、利用小时下降幅度超预期**

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	7372	8529	4969	4810	4960
现金	2524	4254	1295	1088	1119
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	108	44	38	39	40
应收款项	2620	2488	2135	2163	2232
其它应收款	562	554	479	485	501
存货	447	293	247	250	258
其他	1112	896	775	785	810
<b>非流动资产</b>	39972	43461	45702	47794	49748
长期股权投资	5746	7056	7056	7056	7056
固定资产	25251	27719	30100	32318	34383
无形资产	902	1300	1170	1053	948
其他	8073	7386	7375	7367	7361
<b>资产总计</b>	<b>47344</b>	<b>51991</b>	<b>50671</b>	<b>52604</b>	<b>54708</b>
<b>流动负债</b>	13374	12734	9619	9690	9878
短期借款	3307	1924	2583	2564	2528
应付账款	1826	1509	1306	1323	1365
预收账款	76	32	27	28	29
其他	8166	9269	5703	5776	5957
<b>长期负债</b>	19640	23505	23505	23505	23505
长期借款	13834	12985	12985	12985	12985
其他	5806	10520	10520	10520	10520
<b>负债合计</b>	<b>33014</b>	<b>36240</b>	<b>33124</b>	<b>33196</b>	<b>33384</b>
股本	2140	2140	2140	2140	2140
资本公积金	4393	4093	4093	4093	4093
留存收益	3227	4024	4936	5890	6872
少数股东权益	4570	5494	6377	7285	8219
归属于母公司所有者权益	9759	10257	11169	12123	13106
<b>负债及权益合计</b>	<b>47344</b>	<b>51991</b>	<b>50671</b>	<b>52604</b>	<b>54708</b>

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	2691	4631	3958	4639	4906
净利润	1326	1332	1312	1348	1387
折旧摊销	1557	1847	2046	2195	2334
财务费用	1445	1483	1036	988	987
投资收益	(817)	(842)	(842)	(842)	(842)
营运资金变动	(1442)	(50)	(475)	42	105
其它	623	860	881	909	936
<b>投资活动现金流</b>	(4202)	(654)	(4289)	(4289)	(4289)
资本支出	(4030)	(2272)	(4289)	(4289)	(4289)
其他投资	(173)	1618	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2505	(2391)	(2629)	(558)	(586)
借款变动	140	(5854)	(2035)	(19)	(36)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	885	(300)	0	0	0
股利分配	(211)	(400)	(400)	(394)	(404)
其他	1691	4162	(195)	(146)	(145)
<b>现金净增加额</b>	<b>994</b>	<b>1586</b>	<b>(2960)</b>	<b>(207)</b>	<b>32</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	16102	17006	14710	14902	15379
营业成本	12601	12599	10898	11040	11393
营业税金及附加	93	93	81	82	84
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	967	980	848	859	886
财务费用	1409	1437	1036	988	987
资产减值损失	6	82	82	82	82
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	817	842	842	842	842
<b>营业利润</b>	1842	2657	2607	2693	2787
营业外收入	692	249	249	249	249
营业外支出	36	60	60	60	60
<b>利润总额</b>	2498	2845	2795	2882	2976
所得税	546	616	600	627	656
<b>净利润</b>	1952	2230	2195	2255	2320
少数股东损益	627	897	883	908	934
<b>归属于母公司净利润</b>	1326	1332	1312	1348	1387
<b>EPS (元)</b>	0.62	0.62	0.61	0.63	0.65

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	6%	6%	-14%	1%	3%
营业利润	-16%	44%	-2%	3%	4%
净利润	12%	1%	-2%	3%	3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.7%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
净利率	8.2%	7.8%	8.9%	9.0%	9.0%
ROE	13.6%	13.0%	11.7%	11.1%	10.6%
ROIC	6.8%	8.5%	7.6%	7.3%	7.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.7%	69.7%	65.4%	63.1%	61.0%
净负债比率	38.2%	33.9%	30.7%	29.6%	28.4%
流动比率	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	26.3	34.1	40.4	44.5	44.9
应收帐款周转率	7.3	6.7	6.4	6.9	7.0
应付帐款周转率	7.7	7.6	7.7	8.4	8.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.62	0.62	0.61	0.63	0.65
每股经营现金	1.26	2.16	1.85	2.17	2.29
每股净资产	4.56	4.79	5.22	5.67	6.12
每股股利	0.11	0.19	0.18	0.19	0.19
<b>估值比率</b>					
PE	18.8	18.7	19.0	18.5	18.0
PB	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	5.5	4.5	4.7	4.5	4.3

## 分析师承诺

负责本研究报告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。

**朱纯阳：**中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师，电力煤气及水等公用事业行业分析师。

**张晨：**清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**孙曙光：**北京大学博士，曾就职于国家电网北京市电力公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券电力、煤气及水等公用事业行业分析师。

**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。现为招商证券研发中心执行董事、电力、煤气及水等公用事业行业分析师。

**团队荣誉：**《新财富》2008~2014 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009~2013 年最佳分析师、《中国证券报》2010~2012 年“中国证券业金牛分析师”。

## 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

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。