

投资评级 **买入** 调高

发电量上升成本下降，清洁能源+海外布局助力增长

股票数据

6个月内目标价(元)	21.00
04月01日收盘价(元)	11.59
52周股价波动(元)	9.35-35.30
总股本/流通A股(百万股)	2140/2140
总市值/流通市值(百万元)	24800/24800

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	18.7	13.9	13.3
市净率	2.4	2.1	1.8
市销率	1.47	1.44	1.34
EV/EBITDA	8.6	9.5	8.3
分红率(%)	—	—	—

相关研究

 《毛利率提升、装机并表带来业绩高速增长》
 2015.08.27

 《参股东海风电,新能源拓展再下一城》
 2015.05.19

 《“互联网+”,上海电力上演速度与激情》
 2015.04.24

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.3	22.0	-21.3
相对涨幅(%)	-4.7	10.9	-7.6

资料来源:海通证券研究所

 分析师:邓勇
 Tel:(021)23219404
 Email:dengyong@htsec.com
 证书:S0850511010010
 联系人:张一弛
 Tel:(021)23219402
 Email:zyc9637@htsec.com

投资要点:

- **公司2015年营收170.06亿元,同比增长5.62%,符合市场预期。**2015年公司实现营收170.06亿元,同比增长5.62%,毛利率同比提升4.2个百分点至25.91%,归属母公司净利润13.32亿元,同比增长0.51%,每股收益0.62元。
- **装机规模持续扩大,未来业绩增长可期。**截至2015年底,公司控股装机容量为936.27万千瓦,投产项目60.51万千瓦,核准项目114.90万千瓦。公司未来装机规模将持续扩大。
- **电力结构不断优化,清洁能源比例提升。**截至2015年底,公司清洁能源控股装机容量288.3万千瓦,占装机规模的30.79%。公司开工的清洁能源项目57.2万千瓦,占总开工项目的98.59%;核准的清洁能源项目102.9万千瓦,占总核准项目的89.56%。未来公司清洁能源装机占比将进一步提高。
- **海外布局积极推进,再造一个上海电力。**公司以在海外再造一个上海电力为目标,积极开拓海外市场。土耳其大型燃煤发电项目通过土耳其政府的核准,成为目前中国企业在该国最大的投资项目。坦桑尼亚燃气电站完成可研审批,正式获得项目开发权。埃及煤电、莫桑比克煤电以及黑山新能源项目等也取得了积极进展。
- **盈利预测与估值。**预测上海电力16-17年EPS分别为0.84、0.87元/股。考虑到公司未来几年的装机增长,给予16年25倍动态PE,对应目标价为21元,买入评级。
- **风险提示。**煤价回升、电价下调,用电需求持续下滑,利用小时低于预期。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	16101.97	17006.34	17300.00	18684.50	20397.58
(+/-)YoY(%)	6.41%	5.62%	1.73%	8.00%	9.17%
净利润(百万元)	1325.64	1332.44	1790.75	1871.07	2034.35
(+/-)YoY(%)	12.28%	0.51%	34.40%	4.49%	8.73%
全面摊薄EPS(元)	0.62	0.62	0.84	0.87	0.95
毛利率(%)	21.74%	25.91%	22.01%	22.31%	22.43%
净资产收益率(%)	13.85%	12.99%	14.86%	13.44%	12.75%

 资料来源:公司年报(2014-2015),海通证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

事件:

近日公司公告 15 年年报, 15 年公司实现营收 170.06 亿元, 同比增长 5.62%, 归属母公司净利润为 13.32 亿元, 同比增长 0.51%, 每股收益 0.62 元, 分红预案为每股派现金 0.25 元 (含税)。

点评:

发电量上升带动业绩增长, 公司 15 年业绩表现较好, 符合预期。

未来公司主要看点在于电源结构优化、海外布局推进、煤炭价格持续低迷。预测上海电力 16-17 年 EPS 分别为 0.84、0.87 元/股。考虑到公司未来几年的装机增长, 给予 16 年 25 倍动态 PE, 对应目标价为 21 元, 买入评级。

(详细分析见下文)

1. 财务分析
(1) 收入情况

15 年, 上海电力收入为 170.06 亿元, 同比上升 5.62%。其中, 电力业务营业收入 135.94 亿元, 同比上升 5.14%, 主要归因于公司开拓发电市场, 新并购了淮沪电力、马耳他 D3 电厂以及新项目投产, 新增生产能力 60.51 万千瓦, 控股装机容量同比上升 6.91%, 发电量同比上升 4.13%; 热力业务营业收入同比增加 23.28%, 主要归因于公司全面贯彻上海市大力推行小型燃煤锅炉关停替代工作, 不断扩大集中供热量, 在上海市公共热力市场的占有率为 56.3%

表 1 上海电力 15 年收入情况 (亿元)

	营业收入					分业务收入		
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	电力	热力	燃料
2014	37.59	38.02	35.33	50.08	161.02	129.30	11.04	59.48
2015	43.06	40.08	43.89	43.03	170.06	135.94	13.61	10.17
同比变化	14.57%	5.41%	24.22%	-14.07%	5.62%	5.14%	23.28%	-82.90%

资料来源: wind, 海通证券研究所

(2) 盈利情况

2015 年, 公司综合毛利率 25.91%, 同比上升 3.82 个点, 这是因为公司入厂标煤单价同比下降 18.9%, 相应降低燃料成本 12.39 亿元, 在沪电厂经济煤种掺烧率 45.26%, 降低燃料成本 1.09 亿元。

表 2 上海电力 15 年毛利率情况

	综合毛利率					分业务毛利率		
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	电力	热力	燃料
2014	21.19%	23.35%	24.99%	18.64%	21.74%	20.53%	24.08%	0.00%
2015	25.01%	29.26%	24.73%	24.92%	25.91%	27.39%	24.64%	0.52%
同比变化	3.82%	5.91%	-0.26%	6.27%	4.17%	6.86%	0.56%	0.52%

资料来源: wind, 海通证券研究所

(3) 费用方面

2015 年, 公司期间费用与 2014 年基本持平。

表 3 上海电力 15 年毛利与费用情况 (亿元)

	毛利	毛利率	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	资产减值损失	占营业收入比例
2014	35.01	21.74%	0.00	0.00%	9.67	6.01%	14.09	8.75%	0.06	0.04%
2015	44.07	25.91%	0.00	0.00%	9.80	5.76%	14.37	8.45%	0.82	0.48%
同比变化	25.90%	4.17%	227.91%	0.00%	1.37%	-0.24%	1.97%	-0.30%	1234.85%	0.44%

资料来源: wind, 海通证券研究所

(4) 其他收益

其他收益方面, 15 年投资收益为 8.42 亿元, 与上年基本持平, 营业外收入 1.89 亿元, 比 2014 年增加 2.77 亿元。

表 4 上海电力利润拆分 (亿元)

	投资收益	利润总额	占利润总额比例	营业外收支	占利润总额比例	所得税	所得税率
2014	8.41	20.96	40.11%	-0.88	-4.21%	3.57	17%
2015	8.42	28.45	29.58%	1.89	6.64%	6.16	22%
同比变化	0.12%	35.76%	-10.53%	-313.95%	10.85%	72.23%	4.58%

资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 公司看点

- (1) **装机规模持续扩大, 电源结构不断优化:** 截至 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%。未来公司清洁能源装机占比将进一步提高。装机规模的扩大和结构的优化成为公司未来业绩持续增长的保障。

表 5 主要火电上市公司装机容量

	控股装机 (万千瓦)	核准项目 (万千瓦)	开工项目 (万千瓦)
华能国际	8233	-	-
华电国际	4610		1408
大唐发电	4234	949	-
上海电力	936.27	114.90	57.98
内蒙华电	930.84	-	-
金山股份	539.63	-	9.6
华银电力	556.35		
吉电股份	389.77	40.91	107.49
深南电 A	126	-	-

资料来源: wind, 海通证券研究所

- (2) **海外布局推进:** 公司可以在海外再造一个上海电力为目标, 积极开拓海外市场。土耳其大型燃煤发电项目通过土耳其政府的核准, 成为目前中国企业在该国最大的投资项目。坦桑尼亚燃气电站完成可研审批, 正式获得项目开发权。埃及煤电、莫桑比克煤电以及黑山新能源项目等也取得了积极进展。

表 6 上海电力 2015 年海外项目进展

	项目容量 (兆瓦)	预计年发电量 (万千瓦时)	项目进展
土耳其胡努特鲁燃煤电厂项目	1.32	-	通过政府核准
坦桑尼亚 KIII 燃气电站项目	300	-	完成可研审批

黑山 MOZURA 风电项目	46	10120	2016年4月开工建设,2017年12月31日正式投产
日本兵庫三田项目	4.8	580	并网发电

资料来源: wind, 海通证券研究所

(3) **煤炭价格持续低迷:** 2015年公司入厂标煤单价同比下降 18.9%, 相应降低燃料成本 12.39 亿元, 预计未来煤炭价格将持续低迷, 使公司燃煤成本处于低位。

3. 盈利预测与估值

预测上海电力 16-17 年 EPS 分别为 0.84、0.87 元/股。考虑到公司未来几年的装机增长, 给予 16 年 25 倍动态 PE, 对应目标价为 21 元, 买入评级。

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业

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： 湘潭电化,新潮实业,神雾环保,上柴股份,上海石化,雪浪环境,胜利股份,洲际油气,中国石化,长江电力,康普顿,中天能源,国新能源,安利股份,派思股份,中国石油,新奥股份,金正大,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达,恒逸石化,建投能源,华鲁恒升

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。