2016-3-28

公司报告（点评报告）

评级 买入 维持

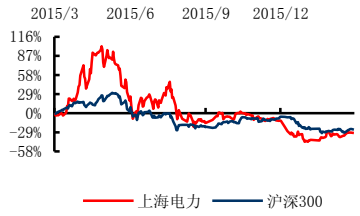
# 上海电力（600021）

# 业绩稳定增长，清洁能源+海外拓展成未来增长动力

分析师 童飞
☎ (8621)68751219
✉ tongfei1@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490515040002
联系人 张韦华
☎ (8621)68751219
✉ zhangwh1@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤
☎ （8621）68751636
✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）




资料来源：Wind

相关研究

《业绩增长符合预期，未来主要看点：海外市场开拓+核电资产注入》2015-8-26

《盈利水平已回升至较好水平，全产业链雏形初具》2013-4-22

《煤价下跌打开盈利空间，但区外送电冲击影响仍在》2012-10-29

## 报告要点

### ■ 事件描述

公司披露 2015 年年度报告，报告期内实现营业收入约 170.06 亿元，同比增长 5.62%；实现归母净利润 13.32 亿元，同比增长 0.51%；实现扣非净利润 10.25 亿元，同比增长 57.52%；基本每股收益 0.6227 元/股。

### ■ 事件评论

- **热力市场表现强劲，成本端降控明显，推动扣非后净利润增长 57.52%，真实价值显现。**报告期内，公司全年发电量完成 352.30 亿千瓦时，同比增长 9.86%；供热量完成 1388.56 万吉焦，同比增长 24.43%，供热利润同比增长 43.99%。公司在热力市场的强劲表现（在上海市公共热力市场的占有率达到 56.3%）带动营收稳增 5.62%。在成本端，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。得益于成本端降控取得实效，报告期内公司盈利能力大幅增强，扣非后净利润同比增幅达到 57.52%。

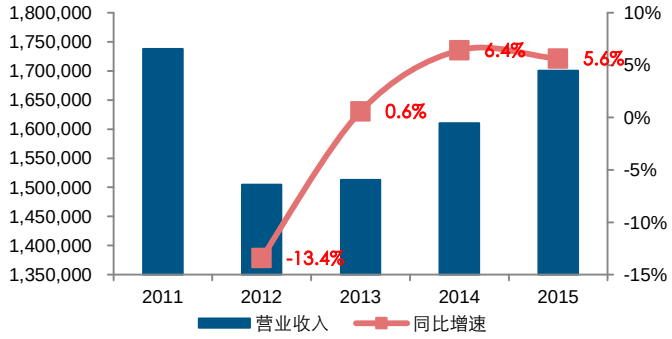
- **电源结构不断优化，可再生能源增长成亮点。**截止 2015 年底，公司控股装机容量为 936.27 万千瓦，清洁能源占比达到 30.79%，资产结构进一步优化。其中，在已开工项目和核准项目中，清洁能源分别占比 98.59%、89.56%，公司业务明显向清洁能源偏重，预计未来占比将进一步上升。从营收贡献来看，风电、光伏发电分别实现收入 1.74 亿、3.15 亿，同比增长 54.56%、51.26%，清洁能源总计 3.60%的营收占比贡献了营收增量的 25.35%，资产结构的不断优化为公司未来业绩增厚提供保障。

- **外延扩张与内涵发展并进，公司海外发展布局全球。**报告期内，公司业务在多国实现重大拓展：在日本的光伏项目顺利投产，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；土耳其大型燃煤发电项目通过核准，成为目前中国企业在该国最大的投资项目。在资本运作方面，公司 15 年 8 月成功发行 5 亿美元债，打通海外直接融资渠道，为公司外延扩张提供资金保障，降低筹资成本。

- **投资建议及估值：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.56、0.63、0.72，对应 PE 分别为 20.9 倍、18.7 倍、16.3 倍，维持“买入”评级。

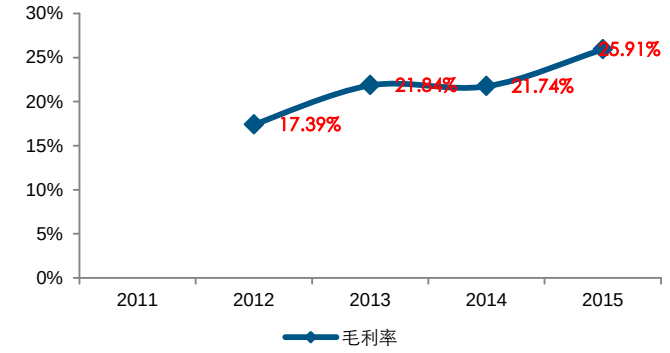
**风险提示：系统性风险，汇率风险，项目推进不及预期风险**

图 1：公司整体营业收入情况（万元）



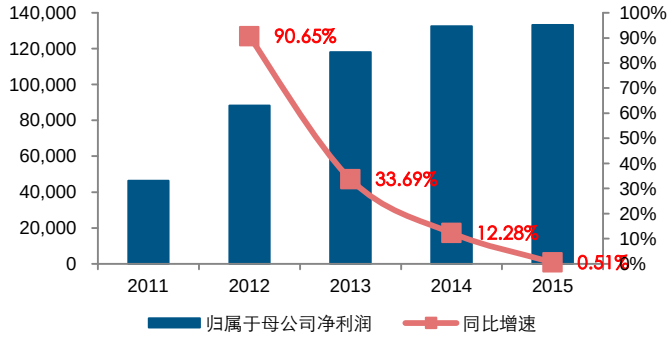

资料来源：Wind,长江证券研究所

图 2：公司毛利率情况（%）



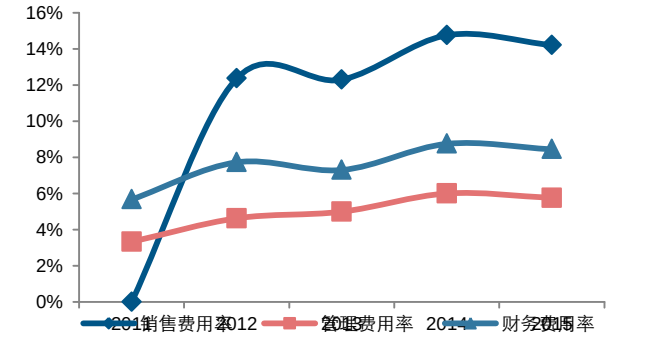

资料来源：Wind,长江证券研究所

图 3：公司归母净利润情况（万元）




资料来源：Wind,长江证券研究所

图 4：公司期间费用率情况（%）




资料来源：Wind,长江证券研究所

## 主要财务指标

| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 17006 | 15986 | 16306 | 17121 |
| 增长率(%) | 0% | -6% | 2% | 5% |
| 归属母公司所有者净利润（百万元） | 1332.4 | 1203.0 | 1342.2 | 1542.4 |
| 增长率(%) | 0% | -10% | 12% | 15% |
| 每股收益(元) | 0.623 | 0.562 | 0.627 | 0.721 |
| 净资产收益率（%） | 13.0% | 10.9% | 11.3% | 12.1% |

## 财务报表及指标预测

| 利润表（百万元） | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **17006** | **15986** | **16306** | **17121** |
| 营业成本 | 12599 | 12221 | 12343 | 12775 |
| **毛利** | **4407** | **3765** | **3962** | **4346** |
| %营业收入 | 25.9% | 23.6% | 24.3% | 25.4% |
| 营业税金及附加 | 93 | 87 | 89 | 94 |
| %营业收入 | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 管理费用 | 980 | 921 | 940 | 987 |
| %营业收入 | 5.8% | 5.8% | 5.8% | 5.8% |
| 财务费用 | 1437 | 1205 | 1092 | 996 |
| %营业收入 | 8.4% | 7.5% | 6.7% | 5.8% |
| 资产减值损失 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 842 | 830 | 836 | 837 |
| **营业利润** | **2657** | **2380** | **2677** | **3105** |
| %营业收入 | 15.6% | 14.9% | 16.4% | 18.1% |
| 营业外收支 | 189 | 189 | 189 | 189 |
| **利润总额** | **2845** | **2569** | **2866** | **3294** |
| %营业收入 | 16.7% | 16.1% | 17.6% | 19.2% |
| 所得税费用 | 616 | 556 | 620 | 713 |
| 净利润 | 2230 | 2013 | 2246 | 2581 |
| **归属于母公司所有者的净利润** | **1332.4** | **1203.0** | **1342.2** | **1542.4** |
| 少数股东损益 | 897 | 810 | 904 | 1039 |
| **EPS（元/股）** | **0.62** | **0.56** | **0.63** | **0.72** |

| 现金流量表（百万元） | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流净额** | **4631** | **4379** | **4500** | **4858** |
| 取得投资收益 | 555 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产投资 | -2270 | -160 | -163 | -171 |
| 其他 | 1616 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流净额** | **-654** | **-160** | **-163** | **-171** |
| 债券融资 | 0 | -8800 | 0 | -1500 |
| 股权融资 | 110 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 786 | 3587 | -2704 | -1523 |
| 筹资成本 | 2502 | -1663 | -1602 | -1582 |
| 其他 | -5789 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流净额** | **-2391** | **-6875** | **-4305** | **-4606** |
| **现金净流量** | **1586** | **-2656** | **32** | **82** |

| 资产负债表（百万元） | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 4254 | 1599 | 1631 | 1712 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 3042 | 2860 | 2917 | 3063 |
| 存货 | 293 | 284 | 287 | 297 |
| 预付账款 | 326 | 316 | 319 | 331 |
| 其他流动资产 | 414 | 389 | 397 | 417 |
| **流动资产合计** | **8529** | **5645** | **5832** | **6103** |
| 可供出售金融资产 | 762 | 762 | 762 | 762 |
| 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 7056 | 7886 | 8639 | 9476 |
| 投资性房地产 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 固定资产合计 | 32731 | 31016 | 29223 | 27394 |
| 无形资产 | 1300 | 1235 | 1173 | 1115 |
| 商誉 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 递延所得税资产 | 108 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1447 | 1447 | 1447 | 1447 |
| **资产总计** | **51991** | **48049** | **47134** | **46353** |
| 短期贷款 | 4618 | 8205 | 5501 | 3978 |
| 应付款项 | 1510 | 1465 | 1479 | 1531 |
| 预收账款 | 32 | 30 | 30 | 32 |
| 应付职工薪酬 | 80 | 78 | 79 | 82 |
| 应交税费 | -366 | -333 | -367 | -417 |
| 其他流动负债 | 6861 | 6642 | 6712 | 6954 |
| **流动负债合计** | **12734** | **16087** | **13436** | **12160** |
| 长期借款 | 12985 | 12985 | 12985 | 12985 |
| 应付债券 | 11950 | 3150 | 3150 | 1650 |
| 递延所得税负债 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | -1480 | -1480 | -1480 | -1480 |
| **负债合计** | **36240** | **30742** | **28090** | **25314** |
| 归属于母公司 | 10257 | 11003 | 11835 | 12791 |
| 少数股东权益 | 5494 | 6304 | 7208 | 8247 |
| **股东权益** | **15751** | **17307** | **19043** | **21038** |
| **负债及股东权益** | **51991** | **48049** | **47134** | **46353** |

| 基本指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| EPS | 0.623 | 0.562 | 0.627 | 0.721 |
| BVPS | 4.79 | 5.14 | 5.53 | 5.98 |
| PE | 18.87 | 20.90 | 18.73 | 16.30 |
| PEG | 3.77 | 4.18 | 3.75 | 3.26 |
| PB | 2.45 | 2.29 | 2.12 | 1.97 |
| EV/EBITDA | 8.49 | 8.67 | 7.80 | 6.82 |
| ROE | 13.0% | 10.9% | 11.3% | 12.1% |

## 投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 看好： | 相对表现优于市场 |
| | 中性： | 相对表现与市场持平 |
| | 看淡： | 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 买入： | 相对大盘涨幅大于 10% |
| | 增持： | 相对大盘涨幅在 5%～10%之间 |
| | 中性： | 相对大盘涨幅在-5%～5%之间 |
| | 减持： | 相对大盘涨幅小于-5% |
| | 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

# 联系我们


## 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）
电话：021-68751100　　传真：021-68751151

## 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼（430015）
传真：027-65799501

## 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室（100032）
传真：021-68751791

## 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）
传真：0755-82750808，0755-82724740


## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。