融资成本进入下降通道 煤电盈利保持较好水平

上海电力（600021.SH）

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

公司发布季报，2016 年一季度实现营业收入 41.96 亿元，同比下滑 2.57%，归属上市公司股东净利润 3.33 亿元，同比增长 12.11%，归属上市公司股东的扣非经常性损益的净利润 3.22 亿元，同比增长 19.55%，每股收益 0.1558 亿元。

2. 我们的分析与判断

（一）毛利率提升，煤电盈利水平在较好位置

年初以来动力煤期货增长 30%、现货增长约 10%，现在均在 400 元/吨左右，而 2015 年上半年价格在 520-410 元/吨。根据 2015 年年报，燃料成本占煤电总成本的 62%。燃料价格下降，公司一季度毛利率提高至 27.7%，同比环比分别提升 2.7 和 2.8 个百分比。我们认为因煤炭产能过剩 50%，其中长期价格走势来自于需求的变化而非短期补库存和供给挤压预期。需求不好，煤价继续低位；需求好，煤价起，利用小时数起。因此，煤电盈利水平仍会在较好位置，特别是今年上半年。

（二）享受宽松货币政策、海外融资的红利

公司一方面享受国内宽松货币政策下的低利率，通过增资中电投融和融资租赁有限公司增加融资渠道，另一方面通过在香港设立上海电力金融公司获得更低的融资成本，如 2015 年 8 月 11 日折价发行的面值总额 5 亿美元的 5 年期公司债，固定票面利率为 3.625%，大幅低于国内的贷款利率。一季度公司财务费用率下降至 6.5%，2011Q4 以来最低。

（三）资产质优是公司超行业增长的主要因素

华能国际、大唐发电 2016Q1 的收入分别下滑 16%和 14%，归母净利润下滑 22%和 12%。公司收入微降、盈利增长的主要原因是资产集中在上海、江苏、安徽、浙江等电力负荷中心，利用小时数有保障。

3. 投资建议

上半年煤价支持燃煤企业提升同比盈利水平，公司电力资产质优发电量有望持续好于行业水平，业绩有望持续超市场预期。对比行业内其他公司，公司增长点还包括新能源业务的拓展、一带一路和国企改革。我们预计 2016-2017 年公司每股收益分别为 0.77 元和 0.93 元，维持“推荐”评级。

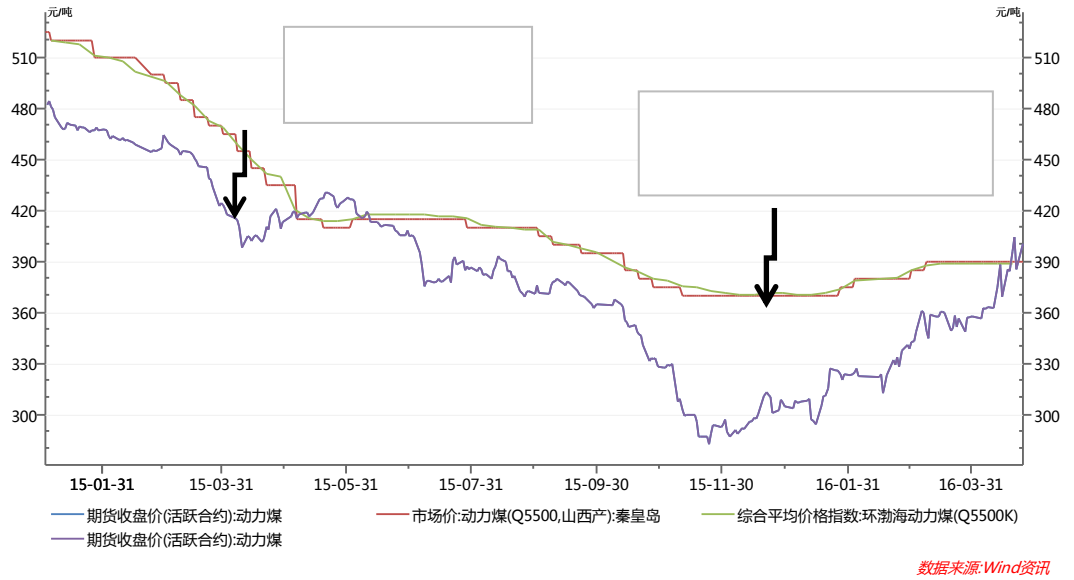
分析师

张 玲
☎：（8610）6656 8643
✉：zhangling_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130514020003
特此鸣谢
于化鹏：（8610）83571395
（yuhuapeng@chinastock.com.cn）
对本报告的编制提供信息

相关研究

1、行业深度_特高压：穿透雾霾，特高压建设明显加快，全球互联，打造电力版一带一路 2015.03.03
2、行业深度_能源互联网：未来能源互联网 2015.06.01
3、行业简评_张家口可再生能源示范区规划出台改善弃风、弃光，刺激长远发展 2015.07.31
4、行业跟踪_特高压：上半年已开工两交两直，四方股份首获直流订单 2015.08.16
5、行业简评_新能源汽车：新能源汽车行业 8 月产量点评：产量持续井喷，保持超高景气度 2015.09.10
6、行业深度_光热：光热产业正处于大爆发的前夜 2015.10.13
7、行业深度_电改：售电侧放开大幕开启 新市场主体有望涌现 2015.10.19
8、行业跟踪_光热：示范项目即将落地 行业获实质性进展 2015.11.17
9、行业简评_核电：年内已核准 8 台机组 核电建设将加速进行 2015.12.18
10、行业简评_新能源：供给侧改革为清洁能源发展提供不竭动力 2015.12.16
11、行业简评_核电：月内开工 3 台机组 核电巨头争抢开工 2015.12.30
12、行业深度_核电：二代加谢幕三代成主流，核电建设开启又一高峰 2015.12.23
13、行业深度_年度策略：经济新常态下改革催生新增长方式 2015.12.27
14、行业深度_电池材料：结构调整转型升级先锋，新能源汽车持续高增长 2016.03.03
15、公司简评_上海电力：上海电力龙头，一带一路先行者 2016.03.25
16、公司简评_上海电力：土耳其访问大漕泾电力，推进煤电等的能源合作 2016.03.28
17、公司简评_上海电力：国际化的综合能源供应商 2016.03.29
18、公司简评_上海电力：新能源项目持续投产贡献业绩 2016.04.07
19、公司简评_上海电力：煤价虽涨，业绩有望持续超预期 2016.04.26

图、煤炭价格走势以及电价下调



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

表、已公告的火电企业一季报情况

证券代码	证券简称	2016Q1 收入（亿元）	2015Q1 收入（亿元）	同比	2016Q1 归母利润（亿元）	2015Q1 归母利润（亿元）	同比	2016 年净利润率	2015 年净利润率
600483.SH	福能股份	10.8	10.8	0.7%	1.5	1.0	40.1%	13.5%	9.7%
000600.SZ	建投能源	25.2	24.6	2%	6.5	5.4	20.3%	25.9%	22.1%
600023.SH	浙能电力	81.2	96.4	-16%	14.7	12.7	16.1%	18.1%	13.2%
600021.SH	上海电力	42.0	43.1	-3%	3.3	3.0	12.1%	7.9%	6.9%
600719.SH	大连热电	3.6	3.8	-6%	0.8	0.8	10.1%	23.1%	19.8%
000875.SZ	吉电股份	12.2	12.9	-6%	1.3	1.2	9.5%	10.4%	9.0%
600396.SH	金山股份	16.2	12.4	31%	1.4	1.4	3.2%	8.9%	11.2%
600027.SH	华电国际	168.5	160.2	5%	18.2	18.0	1.2%	10.8%	11.2%
001896.SZ	豫能控股	10.8	7.0	54%	0.9	0.9	-10.4%	7.8%	13.5%
601991.SH	大唐发电	131.5	153.4	-14%	6.8	7.8	-11.9%	5.2%	5.1%
600011.SH	华能国际	288.2	342.8	-16%	39.5	50.3	-21.6%	13.7%	14.7%
000720.SZ	新能泰山	6.4	6.9	-7%	0.2	0.3	-31.2%	3.4%	4.6%
600509.SH	天富能源	8.8	9.5	-8%	0.8	1.3	-38.9%	9.0%	13.6%
000037.SZ	*ST 南电 A	2.4	2.6	-6%	-0.5	-0.9	-47.7%	-18.9%	-34.2%
600780.SH	通宝能源	12.5	15.1	-17%	0.5	1.4	-63.0%	4.2%	9.3%
600863.SH	内蒙华电	16.7	22.2	-24.7%	0.04	0.12	-68.5%	0.2%	0.5%

资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

张玲，电力设备与新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359liusiyao@chinastock.com.cn