

# 非经常性损益贡献显著，看好海上风电发展

## ——上海电力(600021.SH) 2018 年报暨 2019 一季报点评

公司简报

◆ **事件：**上海电力发布 2018 年年报及 2019 年一季报。2018 年公司实现营业收入 226 亿元，同比增长 18.5%（经重述）；归母净利润 27.7 亿元，同比增长 179%（经重述）；扣非归母净利润 5.2 亿元，同比增长 111%（经重述）。2019Q1 公司营业收入 58.3 亿元，同比增长 1.8%（经重述）；归母净利润 2.7 亿元，同比增长 182%（经重述）；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比减少 20.3%（经重述）。

◆ **非经常性损益对利润贡献显著：**公司 2018 年非经常性损益 22.5 亿元，占归母净利润的比例 81.4%。2018 年公司非经常性损益主要系杨树浦电厂地块开发项目贡献，该项目 2018Q4 产生非货币性资产交换损益约 20.8 亿元（项目合作情况详见我们 2018 年 12 月发布的报告《旧貌换新颜，杨树浦电厂土地价值将现——上海电力(600021.SH) 跟踪报告》）。公司自 2019 年起执行新金融工具准则，受海通证券公允价值变动收益及处置部分股票的投资收益影响，公司 2019Q1 非经常性损益 2.1 亿元，占归母净利润的比例 77.1%。

◆ **能源转型加速，看好海上风电发展：**近年来公司致力于能源转型工作。公司 2018 年新增装机 175.2 万千瓦，其中风电、光伏新增装机分别为 83.5、59.7 万千瓦。截至 2018 年底，公司新能源（风电、光伏）控股装机占比 27.5%，同比提升 9.3 个百分点。2018 年公司大力开展海上风电项目开发，截至 2018 年底，公司海上风电存量、开工、核准装机分别为 80、30、140 万千瓦。在传统火电发展放缓的情况下，海上风电等新能源业务有望贡献利润增量。

◆ **盈利预测与投资评级：**根据公司发电量、煤价及项目进度等情况，不考虑 KE 公司收购的影响，下调公司 2019、2020 年的预测归母净利润至 14.4、16.5 亿元（调整前分别为 14.8、16.8 亿元），新增 2020 年的预测归母净利润为 18.4 亿元。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.55、0.63、0.70 元，当前股价对应 PE 分别为 16、14、13 倍。我们看好煤价下行及海上风电项目发展，维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**机组投产进度慢于预期，上网电价下行的风险，煤价涨幅超预期，机组利用小时数低于预期，汇兑损益的风险，KE 公司收购终止的风险等。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,844	22,579	23,447	24,958	25,220
营业收入增长率	17.4%	19.8%	3.8%	6.4%	1.0%
净利润(百万元)	928	2,769	1,442	1,648	1,844
净利润增长率	1.3%	198.4%	-47.9%	14.3%	11.9%
EPS(元)	0.35	1.06	0.55	0.63	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.3%	17.4%	8.8%	9.4%	9.9%
P/E	25	8	16	14	13
P/B	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 26 日

## 增持(维持)

### 分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebcn.com

### 联系人

于鸿光

021-52523819

yuhongguang@ebcn.com

### 市场数据

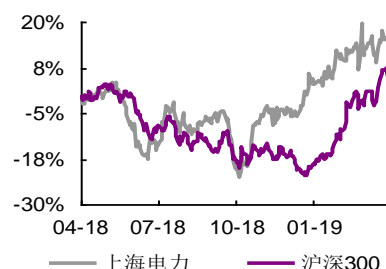
总股本(亿股)：26.17

总市值(亿元)：231.36

一年最低/最高(元)：6.15/9.95

近 3 月换手率：23.32%

### 股价表现(一年)



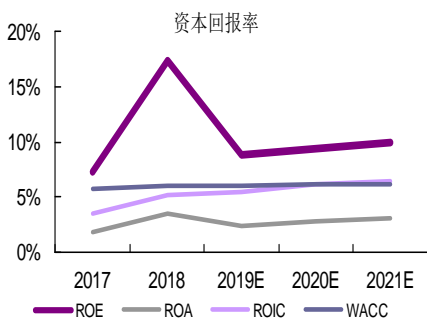
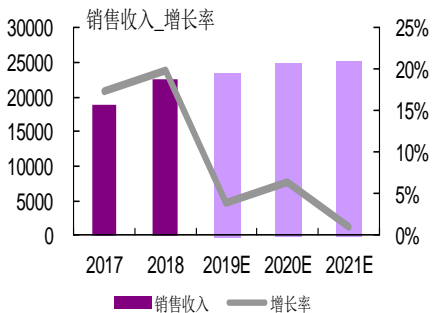
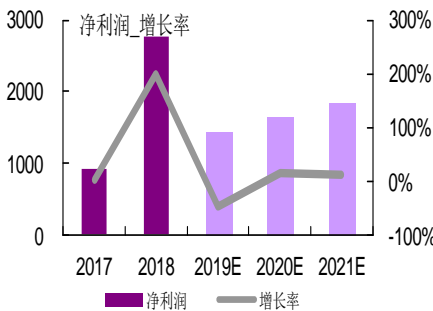
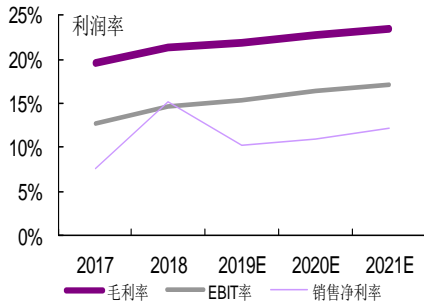
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.05	-19.94	6.65
绝对	1.27	2.22	10.17

资料来源：Wind

### 相关研报

旧貌换新颜，杨树浦电厂土地价值将现——上海电力(600021.SH) 跟踪报告  
 ..... 2018-12-04  
 发电量同比提升，看好海上风电发展——上海电力(600021.SH) 2018 年半年报点评  
 ..... 2018-08-28  
 能源转型海外扩张，老牌电企发展迈入新篇章——上海电力(600021.SH) 投资价值分析报告  
 ..... 2018-05-25



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>18,844</b>	<b>22,579</b>	<b>23,447</b>	<b>24,958</b>	<b>25,220</b>
营业成本	15,145	17,737	18,330	19,284	19,284
折旧和摊销	2,674	3,433	4,190	4,531	4,811
营业税费	138	186	193	206	208
销售费用	1	0	0	0	0
管理费用	1,145	1,279	1,328	1,414	1,429
财务费用	1,651	2,150	1,673	1,785	1,594
公允价值变动损益	-1	0	0	0	0
投资收益	1,021	2,737	900	900	900
<b>营业利润</b>	<b>1,834</b>	<b>3,950</b>	<b>2,819</b>	<b>3,222</b>	<b>3,604</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,876</b>	<b>4,003</b>	<b>2,819</b>	<b>3,222</b>	<b>3,604</b>
少数股东损益	501	644	961	1,099	1,229
<b>归属母公司净利润</b>	<b>928</b>	<b>2,769</b>	<b>1,442</b>	<b>1,648</b>	<b>1,844</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>80,914</b>	<b>98,670</b>	<b>100,502</b>	<b>102,206</b>	<b>102,888</b>
流动资产	10,256	12,016	12,522	13,398	13,532
货币资金	4,242	4,256	4,455	4,742	4,792
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,914	4,477	4,649	4,949	5,000
应收票据	14	46	48	51	52
其他应收款	235	935	971	1,092	1,104
存货	411	504	521	548	548
可供出售投资	646	505	505	505	505
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9,152	11,821	12,181	12,540	12,899
固定资产	46,882	58,571	62,744	64,840	65,783
无形资产	2,123	3,104	2,949	2,801	2,661
<b>总负债</b>	<b>61,685</b>	<b>72,345</b>	<b>72,637</b>	<b>72,203</b>	<b>70,507</b>
无息负债	16,525	31,305	31,554	31,958	31,965
有息负债	45,160	41,040	41,083	40,245	38,542
<b>股东权益</b>	<b>19,229</b>	<b>26,325</b>	<b>27,865</b>	<b>30,004</b>	<b>32,381</b>
股本	2,410	2,617	2,617	2,617	2,617
公积金	6,383	7,487	7,631	7,796	7,798
未分配利润	4,386	6,553	6,987	7,863	9,009
少数股东权益	6,480	10,423	11,385	12,483	13,712

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,152</b>	<b>6,351</b>	<b>7,308</b>	<b>7,979</b>	<b>8,502</b>
净利润	928	2,769	1,442	1,648	1,844
折旧摊销	2,674	3,433	4,190	4,531	4,811
净营运资金增加	6,262	-11,338	223	472	126
其他	-5,712	11,487	1,454	1,327	1,721
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-6,273</b>	<b>-10,979</b>	<b>-4,616</b>	<b>-4,460</b>	<b>-4,460</b>
净资本支出	-6,540	-9,963	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	9,152	11,821	-360	-360	-360
其他资产变化	-8,885	-12,836	744	900	900
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,975</b>	<b>4,487</b>	<b>-2,493</b>	<b>-3,232</b>	<b>-3,992</b>
股本变化	270	208	0	0	0
债务净变化	21,382	-4,120	44	-838	-1,703
无息负债变化	603	14,779	249	404	7
<b>净现金流</b>	<b>797</b>	<b>-100</b>	<b>199</b>	<b>287</b>	<b>50</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	17.44%	19.82%	3.85%	6.44%	1.05%
净利润增长率	1.26%	198.38%	-47.92%	14.29%	11.85%
EBITDA 增长率	12.80%	32.44%	15.69%	11.00%	5.45%
EBIT 增长率	-2.34%	36.94%	9.06%	14.33%	4.64%
<b>估值指标</b>					
PE	25	8	16	14	13
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	14	11	10	9	8
EV/EBIT	29	22	21	18	18
EV/NOPLAT	38	26	24	21	21
EV/Sales	4	3	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	19.63%	21.44%	21.82%	22.73%	23.54%
EBITDA 率	26.96%	29.80%	33.19%	34.61%	36.12%
EBIT 率	12.77%	14.59%	15.32%	16.46%	17.05%
税前净利润率	9.96%	17.73%	12.02%	12.91%	14.29%
税后净利润率 (归属母公司)	4.92%	12.26%	6.15%	6.60%	7.31%
ROA	1.77%	3.46%	2.39%	2.69%	2.99%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.28%	17.41%	8.75%	9.41%	9.88%
经营性 ROIC	3.40%	5.11%	5.45%	6.13%	6.38%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.34	0.31	0.33	0.35	0.37
速动比率	0.32	0.30	0.31	0.34	0.36
归属母公司权益/有息债务	0.28	0.39	0.40	0.44	0.48
有形资产/有息债务	1.74	2.32	2.36	2.46	2.59
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.35	1.06	0.55	0.63	0.70
每股红利	0.18	0.33	0.23	0.27	0.30
每股经营现金流	1.59	2.43	2.79	3.05	3.25
每股自由现金流(FCFF)	-3.17	2.94	0.78	0.96	1.28
每股净资产	4.87	6.08	6.30	6.69	7.13
每股销售收入	7.20	8.63	8.96	9.54	9.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼