

上海电力 (600021)

## 新能源发电规模扩大，盈利显著提升

### ——上海电力 2019 年中报点评

	周妍 (分析师)	张爱宁 (研究助理)
	010-59312768	010-83939820
	zhouyan016534@gtjas.com	zhangaining@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880118090014

#### 本报告导读:

受益于新能源发电规模扩大，以及投资收益增加，公司上半年业绩显著提升。

#### 投资要点:

- **投资建议:** 综合考虑利用小时、电价、煤价变化，下调 19/20 年、新增 21 年 EPS 至 0.56、0.64、0.77 元 (调整前 19/20 年为 0.57/0.65 元)。考虑到公司业绩弹性较大，给予公司 2019 年略高于行业平均的 25 倍 PE，维持目标价 13.91 元，维持“增持”。
- **事件:** 2019H1 营收 115.38 亿元，同比增长 4.55%，归母净利润 6.24 亿元，同比增长 71.2%；2019Q2 营收 57.10 亿元，同比增长 7.54%，归母净利润 3.55 亿元，同比增长 89.6%。业绩略超预期。
- **利润增长主要受益于新能源发电利润提升及投资收益增加。** 1) 新增装机投产，新能源发电利润显著提升：受益于新增机组投产，2019H1 风电装机 202.7 万千瓦，光伏装机 239.41 万千瓦，分别同比增长 35.9%、33.9% (已扣除收购浙江新能源公司的影响)，2019H1 风电发电量 23.26 亿千瓦时 (同比+61.1%)，光伏发电量 13.77 亿千瓦时 (同比+35.7%)。上半年国家电投江苏电力公司、上海电力新能源公司净利润分别同比增长 2.06 亿、0.27 亿。2) 处置股票获得投资收益，拉动归母净利大幅增长。2019H1 投资收益 4.34 亿元，同比增加 1.86 亿元，主要因为上半年处置海通证券股票获得投资收益 1.71 亿元。
- **新能源发展步伐加快，海上风电发展势头良好。** 目前公司将海上风电作为重点发展方向，江苏蒋家沙海上风电项目已经开工，目前已完成 4 台风机吊装。山东渤中海上风电项目已获得山东省能源局同意开展前期研究论证工作的函，年内力争核准。此外浙江洞头、江苏启东、上海奉贤等一批海上风电项目有序推进中。
- **风险因素:** 用电需求不达预期，煤价上涨超预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,048	22,579	23,314	24,581	25,799
(+/-)%	13%	19%	3%	5%	5%
经营利润 (EBIT)	2,598	3,453	4,338	5,150	5,645
(+/-)%	-10%	33%	26%	19%	10%
净利润 (归母)	994	2,769	1,455	1,664	2,010
(+/-)%	-9%	179%	-47%	14%	21%
每股净收益 (元)	0.38	1.06	0.56	0.64	0.77
每股股利 (元)	0.18	0.20	0.22	0.25	0.31

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	13.6%	15.3%	18.6%	21.0%	21.9%
净资产收益率 (%)	7.5%	17.4%	8.5%	9.2%	10.4%
投入资本回报率 (%)	3.8%	5.8%	5.6%	6.7%	7.2%
EV/EBITDA	11.5	8.4	6.9	6.3	5.5
市盈率	20.9	7.5	14.3	12.5	10.3
股息率 (%)	2.3%	2.5%	2.8%	3.2%	3.9%

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 13.91**

上次预测: 13.91

当前价格: 7.95

2019.08.30

#### 交易数据

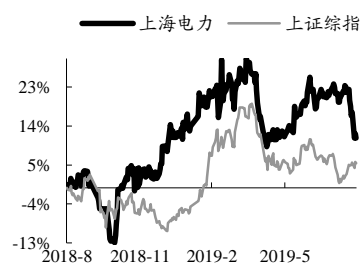
52 周内股价区间 (元)	6.15-9.95
总市值 (百万元)	20,806
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,617/2,347
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	90%
日均成交量 (百万股)	4.06
日均成交值 (百万元)	34.42

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,617
每股净资产	5.97
市净率	1.3
净负债率	275.30%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.10
Q2	0.10	0.14
Q3	0.13	0.14
Q4	0.79	0.18
全年	1.06	0.56

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-1%	12%
相对指数	-7%	0%	6%

#### 相关报告

《拟合作开发电厂地块，2018 年业绩有望显著增厚》2019.01.04

《业绩环比改善符合预期，期待江苏公司收购落地》2017.10.26

模型更新时间: 2019.08.30

**股票研究**

公用事业  
电力

上海电力 (600021)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **13.91**

上次预测: 13.91

**当前价格:** 7.95

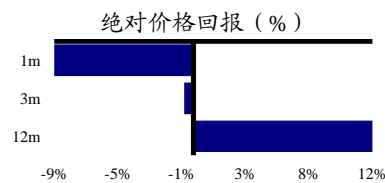
公司网址

www.shanghaipower.com

**公司简介**

公司是国家电力投资集团有限公司最主要的上市公司之一,是上海最主要的电力能源企业之一,也是中国电力诞生的见证者,是中国电力大发展的参与者,是“奉献绿色能源,服务社会公众”的倡导者。

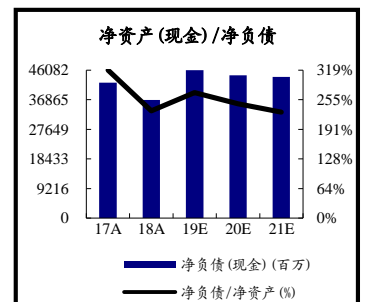
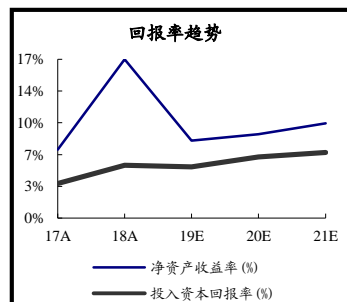
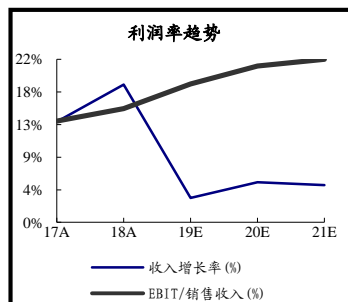
公司致力于能源高效利用、清洁能源、新能源、综合智慧能源科技研发、电力供应和服务业等领域的发展。



52 周价格范围 6.15-9.95  
市值 (百万) 20,806

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	19,048	22,579	23,314	24,581	25,799
营业成本	15,245	17,737	17,399	17,801	18,444
税金及附加	139	186	184	192	206
销售费用	1	0	1	1	1
管理费用	1,124	1,279	1,393	1,438	1,504
<b>EBIT</b>	<b>2,598</b>	<b>3,453</b>	<b>4,338</b>	<b>5,150</b>	<b>5,645</b>
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资收益	1,021	2,737	800	600	600
财务费用	1,696	2,150	2,419	2,641	2,538
<b>营业利润</b>	<b>1,914</b>	<b>3,950</b>	<b>2,719</b>	<b>3,109</b>	<b>3,706</b>
所得税	447	590	554	606	675
少数股东损益	516	644	784	896	1,082
<b>净利润</b>	<b>994</b>	<b>2,769</b>	<b>1,455</b>	<b>1,664</b>	<b>2,010</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	4,321	4,256	2,258	2,331	1,869
其他流动资产	1,387	1,381	1,561	1,561	1,561
长期投资	9,857	12,394	12,394	12,394	12,394
固定资产合计	56,942	66,487	71,162	76,066	80,100
无形及其他资产	6,959	7,659	7,113	7,079	7,013
<b>资产合计</b>	<b>84,639</b>	<b>98,670</b>	<b>99,565</b>	<b>105,352</b>	<b>109,064</b>
流动负债	32,252	38,220	40,428	38,320	36,744
非流动负债	32,569	34,155	36,919	38,919	39,919
股东权益	13,214	15,902	17,042	18,040	19,247
<b>投入资本(IC)</b>	<b>52,192</b>	<b>50,765</b>	<b>61,995</b>	<b>62,282</b>	<b>64,033</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	2,005	2,944	3,477	4,165	4,634
折旧与摊销	2,741	3,433	5,393	5,165	6,040
流动资金增量	3,815	158	-144	500	78
资本支出	-8,251	-9,963	-9,448	-9,978	-9,947
<b>自由现金流</b>	<b>310</b>	<b>-3,428</b>	<b>-723</b>	<b>-149</b>	<b>805</b>
经营现金流	4,281	6,351	8,804	10,209	11,088
投资现金流	-7,988	-10,979	-8,648	-9,378	-9,347
融资现金流	4,543	4,487	-2,154	-757	-2,204
<b>现金流净增加额</b>	<b>836</b>	<b>-140</b>	<b>-1,998</b>	<b>74</b>	<b>-463</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	13.5%	18.5%	3.3%	5.4%	5.0%
EBIT 增长率	-10.1%	32.9%	25.6%	18.7%	9.6%
净利润增长率	-8.9%	178.5%	-47.4%	14.3%	20.8%
利润率					
毛利率	20.0%	21.4%	25.4%	27.6%	28.5%
EBIT 率	13.6%	15.3%	18.6%	21.0%	21.9%
净利润率	5.2%	12.3%	6.2%	6.8%	7.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	7.5%	17.4%	8.5%	9.2%	10.4%
总资产收益率(ROA)	1.2%	2.8%	1.5%	1.6%	1.8%
投入资本回报率(ROIC)	3.8%	5.8%	5.6%	6.7%	7.2%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	11	9	9	10	10
应收账款周转天数	69	68	57	65	64
总资产周转天数	1489	1482	1552	1521	1517
净利润现金含量	4.31	2.29	6.05	6.14	5.52
资本支出/收入	43%	44%	41%	41%	39%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.6%	73.3%	73.2%	71.9%	70.3%
净负债率	319.1%	231.3%	270.4%	246.5%	228.3%
<b>估值比率</b>					
PE	20.9	7.5	14.3	12.5	10.3
PB	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.5	8.4	6.9	6.3	5.5
P/S	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
股息率	2.3%	2.5%	2.8%	3.2%	3.9%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		