

# 上海电力 (600021.SH)

经营业绩显著改善，新能源发展加快推进

买入

## 核心观点

**收入大幅增长，净利润扭亏为盈。**2022年，公司实现营业收入391.61亿元(+27.00%)，归母净利润3.21亿元，扣非归母净利润1.38亿元。公司收入增长主要系风电、太阳能发电装机容量和发电量较上年同期增长，以及土耳其EMBA公司负责建设的胡努特鲁燃煤电站项目投运所致。公司归母净利润扭亏为盈，主要系公司风电、光伏发电量增加以及电价上涨所致。2022年，公司平均上网电价为0.55元/KWh，同比增长21.73%。

**进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行，助力公司火电业务盈利修复。**随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内煤炭供应的补充作用增强。需求方面，非化石能源电量占比将在2023年继续提高，煤炭消费增速或将进一步放缓。政策保障下电煤中长期合同签订履约率将得到提升，预计煤炭市场供需将有所缓解，未来煤价中枢将有所下移，公司火电业务盈利有望迎来进一步修复。

**风光新能源装机规模稳步增长，项目储备资源充足，未来加快建设驱动业绩增长。**2022年，公司新增风光新能源装机容量53.32万千瓦，其中新增风电、光伏装机容量8.57、44.75万千瓦。截至2022年，公司控股装机容量为2091.53万千瓦，其中煤电、气电、风电、光伏发电装机容量分别为984.8、287.52、388.41、430.80万千瓦。资源储备方面，公司在新疆、甘肃、内蒙古等实现储备项目容量超过1300万千瓦。根据公司经营计划，2023年，公司在如期推动火电项目开发建设的同时，确保国内新能源实现核准790万千瓦、开工460万千瓦、投产680万千瓦(含并购项目340万千瓦)，力争实现核准1100万千瓦、开工600万千瓦、投产1000万千瓦(含并购项目540万千瓦)；此外，境外新增落地项目100万千瓦左右。

**风险提示：**用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；新能源项目投运不及预期；行业政策变化。

**投资建议：**由于公司加快新能源项目开发及煤价下行预期下火电盈利改善，上调盈利预测。我们预计2023-2025年公司营业收入分别为406.5、453.2、492.7亿元(2023、2024年原值为401.1、413.8亿元)，同比增长3.8%、11.5%、8.7%；归母净利润分别为26.5、32.9、38.9亿元(2023、2024年原值为24.6、31.8亿元)，同比增长752.1%、24.2%、18.4%；EPS为0.94、1.17、1.38元，当前股价对应PE为10.6、8.5、7.2x。给予公司2023年12-13倍PE，对应11.28-12.22元/股合理价值，较目前股价有15%-24%的溢价空间，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 30,631  | 39,161  | 40,645  | 45,320  | 49,271  |
| (+/-%)      | 26.6%   | 27.8%   | 3.8%    | 11.5%   | 8.7%    |
| 净利润(百万元)    | -1893   | 321     | 2646.73 | 3286.83 | 3893.01 |
| (+/-%)      | -312.9% | -116.9% | 725.1%  | 24.2%   | 18.4%   |
| 每股收益(元)     | -0.72   | 0.11    | 0.94    | 1.17    | 1.38    |
| EBIT Margin | 8.6%    | 14.2%   | 11.1%   | 14.4%   | 14.8%   |
| 净资产收益率(ROE) | -10.2%  | 1.6%    | 11.9%   | 13.5%   | 14.5%   |
| 市盈率(PE)     | -13.7   | 87.3    | 10.6    | 8.5     | 7.2     |
| EV/EBITDA   | 19.5    | 12.7    | 13.4    | 12.9    | 13.0    |
| 市净率(PB)     | 1.48    | 1.32    | 1.21    | 1.10    | 0.99    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 买入(维持)         |
| 合理估值       | 11.28 - 12.22元 |
| 收盘价        | 9.85元          |
| 总市值/流通市值   | 27745/25779百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 12.92/7.85元    |
| 近3个月日均成交额  | 411.34百万元      |

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

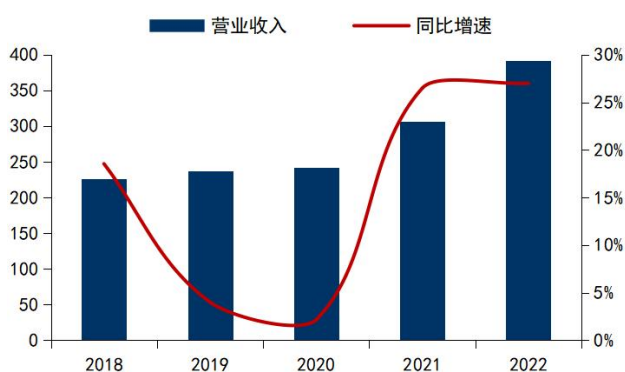
### 相关研究报告

《上海电力(600021.SH)-盈利有所改善，新能源建设稳步推进》  
——2022-11-06

**收入大幅增长，净利润扭亏为盈。**2022年，公司实现营业收入391.61亿元（+27.00%），归母净利润3.21亿元，扣非归母净利润1.38亿元。公司收入增长主要系风电、太阳能发电装机容量和发电量较上年同期增长，以及土耳其EMBA公司负责建设的胡努特鲁燃煤电站项目投运所致。公司归母净利润扭亏为盈，主要系公司风电、光伏发电量增加以及电价上涨所致。2022年，公司平均上网电价为0.55元/KWh，同比增长21.73%。

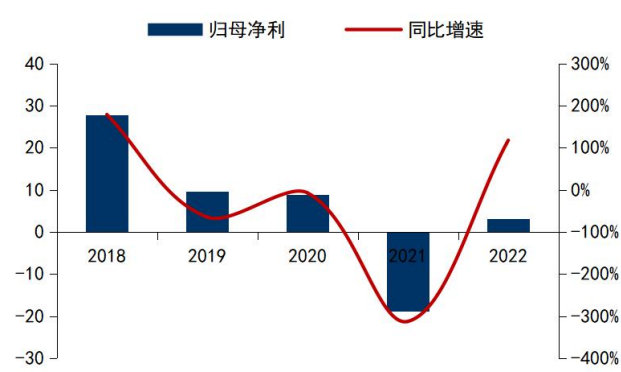
**公司整体发电量稳步增长，光伏发电量增长显著。**2022年，公司发电量637.28亿千瓦时（+6.67%），上网电量609.16亿千瓦时（+7.57%）。分不同电源来看，2022年，煤电发电量427.60亿千瓦时（+3.40%），气电发电量69.05亿千瓦时（+11.32%），风电发电量89.67亿千瓦时（+9.66%），光伏发电量50.96亿千瓦时（+27.19%）。

图1：上海电力营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

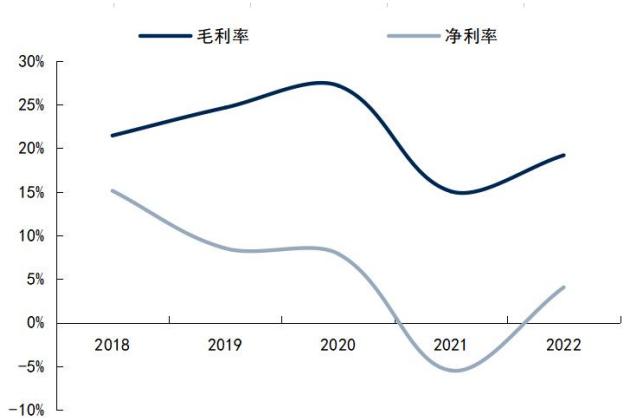
图2：上海电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

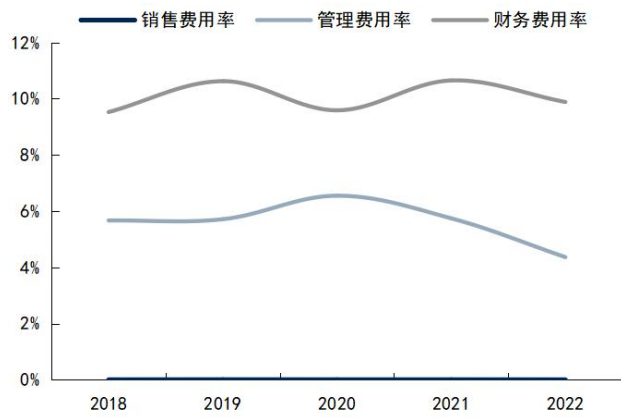
**毛利率改善，费用率下降，净利率转正。**2022年，公司毛利率为19.19%，同比增加4.14pct，主要系风光新能源发电量增加以及电价上涨影响所致。费用率方面，公司管理费用率为4.36%，同比减少1.38pct；财务费用率为9.88%，同比减少0.77pct。净利率方面，公司净利率为4.05%，同比增加9.54pct，主要受毛利率上升及费用率下降影响所致。

图3：上海电力毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

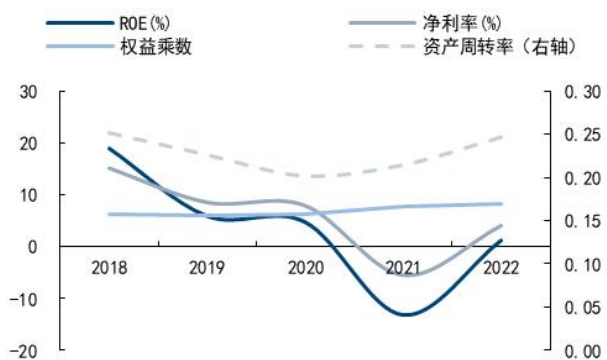
图4：上海电力三项费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**ROE 显著改善，经营性净现金流大幅增加。**2022 年，公司 ROE 为 1.22%，同比增加 14.37pct，主要系公司净利率大幅提升影响所致。现金流方面，2022 年，公司经营性净现金流为 121.42 亿元，同比增长 679.96%，主要系土耳其 EMBA 公司负责建设的胡努特鲁燃煤电站项目、江苏公司新增风电项目本年投产运营，导致发电业务收入增加所致；公司投资性现金流出 93.27 亿元，同比减少 36.84%，主要系土耳其 EMBA、江苏公司等单位购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金较同比减少所致；公司融资性净现金流-12.26 亿元，同比减少 109.17%，主要系公司借款量减少以及提前偿还部分融资租赁款所致。

图5：上海电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：上海电力现金流情况 (亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行，助力公司火电业务盈利修复。**近年来，政策性保供将持续发力，推动煤炭先进产能继续核增释放，但由于前两年核增产能已释放大部分，大幅增产空间有限。国际市场方面，随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内补充作用增强。需求方面，非化石能源电量占比将在 2023 年继续提高，煤炭消费增速将进一步放缓。2023 年，政策保障下电煤中长期合同签约履约率将得到提升，预计煤炭市场供需将有所缓解，煤炭价格中枢有所下移，公司火电业务盈利有望迎来进一步修复。

**风光新能源装机规模稳步增长，项目储备资源充足，未来加快建设驱动业绩增长。**2022 年，公司新增风光新能源装机容量 53.32 万千瓦，其中新增风电、光伏装机容量 8.57、44.75 万千瓦。截至 2022 年，公司控股装机容量为 2091.53 万千瓦，其中：煤电 984.8 万千瓦、气电 287.52 万千瓦、风电 388.41 万千瓦、光伏发电 430.80 万千瓦。资源储备方面，公司在新疆、甘肃、内蒙古等实现储备项目容量超过 1300 万千瓦。根据公司经营计划，2023 年，公司在如期推动火电项目开发建设的同时，确保国内新能源实现核准 790 万千瓦、开工 460 万千瓦、投产 680 万千瓦 (含并购项目 340 万千瓦)，力争实现核准 1100 万千瓦、开工 600 万千瓦、投产 1000 万千瓦 (含并购项目 540 万千瓦)；境外新增落地项目 100 万千瓦左右。

**新兴业态加速发展，贡献业绩新增量。**公司大力发展新兴业务，2022 年实现国内首套 10 万吨级燃煤燃机烟气碳捕集项目暨长兴岛 CCUS 项目一期工程实现投产试运行。“雪炭行动”成效显著，浙江湖州综合智慧零碳电厂一期工程、上海金山综合智慧零碳电厂试点项目以及江苏公司泗洪光储、大有风储项目等实现投运。上海嘉定国际汽车城加氢站项目实现开工，上港零碳无人驾驶换电重卡、水城南路家乐福停车场充电站等项目有序推进。

**投资建议：**由于公司加快新能源项目开发及煤价下行预期下火电盈利改善，上调盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 406.5、453.2、492.7 亿

元（2023、2024 年原值为 401.1、413.8 亿元），同比增长 3.8%、11.5%、8.7%；归母净利润分别为 26.5、32.9、38.9 亿元（2023、2024 年原值为 24.6、31.8 亿元），同比增长 752.1%、24.2%、18.4%；EPS 为 0.94、1.17、1.38 元，当前股价对应 PE 为 10.6、8.5、7.2x。给予公司 2023 年 12-13 倍 PE，对应 11.28-12.22 元/股合理价值，较目前股价有 15%-24%的溢价空间，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

| 代码        | 公司简称  | 股价    | 总市值<br>亿元 | EPS   |       |      |      | PE  |     |     |     | PEG<br>(22E) | 投资<br>评级 |
|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|------|------|-----|-----|-----|-----|--------------|----------|
|           |       |       |           | 21A   | 22E   | 23E  | 24E  | 21A | 22E | 23E | 24E |              |          |
| 000539.SZ | 粤电力 A | 5.87  | 308       | -0.60 | -0.57 | 0.39 | 0.56 | -10 | -10 | 15  | 10  | 0.15         | 买入       |
| 600863.SH | 内蒙华电  | 3.32  | 217       | 0.08  | 0.37  | 0.49 | 0.55 | 42  | 9   | 7   | 6   | 0.02         | 买入       |
| 600483.SH | 福能股份  | 12.20 | 238       | 0.65  | 1.31  | 1.49 | 1.66 | 19  | 9   | 8   | 7   | 0.09         | 无        |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：福能股份为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |               |               |               |               |               | 利润表（百万元）       |                |               |               |                |                |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
|                  | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                | 2021           | 2022          | 2023E         | 2024E          | 2025E          |
| 现金及现金等价物         | 5889          | 7468          | 9800          | 6580          | 6811          | 营业收入           | 30631          | 39161         | 40645         | 45320          | 49271          |
| 应收款项             | 15308         | 16490         | 19342         | 22809         | 26147         | 营业成本           | 26022          | 31646         | 34161         | 36373          | 39353          |
| 存货净额             | 1296          | 1244          | 1315          | 1379          | 1461          | 营业税金及附加        | 200            | 231           | 240           | 267            | 290            |
| 其他流动资产           | 2728          | 2880          | 2989          | 3333          | 3624          | 销售费用           | 1              | 0             | 0             | 0              | 0              |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>25440</b>  | <b>28083</b>  | <b>33447</b>  | <b>34101</b>  | <b>38043</b>  | 管理费用           | 1927           | 1976          | 1797          | 2226           | 2422           |
| 固定资产             | 101547        | 102805        | 102719        | 134826        | 158661        | 财务费用           | 3260           | 3869          | 3124          | 3773           | 4901           |
| 无形资产及其他          | 4470          | 4815          | 5349          | 5987          | 6651          | 投资收益           | 374            | 687           | 737           | 887            | 887            |
| 投资性房地产           | 10122         | 9340          | 9340          | 9340          | 9340          | 资产减值及公允价值变动    | (597)          | 2             | (119)         | (1283)         | (638)          |
| 长期股权投资           | 15130         | 15943         | 17076         | 17948         | 18887         | 其他收入           | (17)           | 354           | (141)         | (15)           | 183            |
| <b>资产总计</b>      | <b>156709</b> | <b>160985</b> | <b>167930</b> | <b>202202</b> | <b>231582</b> | 营业利润           | (1017)         | 2481          | 1799          | 2269           | 2736           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 23718         | 23342         | 23108         | 25298         | 27594         | 营业外净收支         | (80)           | 65            | 165           | 265            | 265            |
| 应付款项             | 11840         | 9095          | 9614          | 10081         | 10680         | 利润总额           | (1098)         | 2546          | 1965          | 2534           | 3001           |
| 其他流动负债           | 18179         | 10401         | 10928         | 11584         | 12293         | <b>所得税费用</b>   | <b>584</b>     | <b>960</b>    | <b>295</b>    | <b>507</b>     | <b>600</b>     |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>53737</b>  | <b>42838</b>  | <b>43650</b>  | <b>46963</b>  | <b>50566</b>  | 少数股东损益         | 212            | 1266          | (977)         | (1260)         | (1492)         |
| 长期借款及应付债券        | 47950         | 58281         | 60975         | 88329         | 111407        | 归属于母公司净利润      | (1893)         | 321           | 2647          | 3287           | 3893           |
| 其他长期负债           | 17214         | 15807         | 18077         | 20264         | 21280         |                |                |               |               |                |                |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>65164</b>  | <b>74087</b>  | <b>79052</b>  | <b>108592</b> | <b>132687</b> | 现金流量表（百万元）     |                |               |               |                |                |
| <b>负债合计</b>      | <b>118901</b> | <b>116926</b> | <b>122702</b> | <b>155555</b> | <b>183253</b> | 净利润            | (1893)         | 321           | 2647          | 3287           | 3893           |
| 少数股东权益           | 20174         | 22776         | 22092         | 21210         | 20166         | 资产减值准备         | 71             | (598)         | 1120          | 265            | 255            |
| 股东权益             | 17633         | 21284         | 23136         | 25437         | 28162         | 折旧摊销           | 4808           | 5810          | 6734          | 7635           | 8923           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>156709</b> | <b>160985</b> | <b>167930</b> | <b>202202</b> | <b>231582</b> | 公允价值变动损失       | 71             | (598)         | 1120          | 265            | 255            |
|                  |               |               |               |               |               | 财务费用           | 3260           | 3869          | 3124          | 3773           | 4901           |
| 关键财务与估值指标        |               |               |               |               |               | 营运资本变动         | 1569           | (11834)       | (1959)        | (2752)         | (2403)         |
| 每股收益             | (0.72)        | 0.11          | 0.94          | 1.17          | 1.38          | 其它             | (3069)         | 19041         | 583           | 1740           | 2715           |
| 每股红利             | 0.11          | 0.04          | 0.28          | 0.35          | 0.41          | <b>经营活动现金流</b> | <b>1557</b>    | <b>12142</b>  | <b>10245</b>  | <b>10439</b>   | <b>13637</b>   |
| 每股净资产            | 6.74          | 7.56          | 8.21          | 9.03          | 10.00         | 资本开支           | (11533)        | (8633)        | (8330)        | (40646)        | (33676)        |
| ROIC             | 5%            | 3%            | 4%            | 4%            | 4%            | 其它投资现金流        | (220)          | 220           | 0             | 0              | 0              |
| ROE              | -10%          | 2%            | 12%           | 14%           | 15%           | <b>投资活动现金流</b> | <b>(14787)</b> | <b>(9327)</b> | <b>(9463)</b> | <b>(41517)</b> | <b>(34615)</b> |
| 毛利率              | 15%           | 19%           | 16%           | 20%           | 20%           | 权益性融资          | 6334           | 8627          | 0             | 0              | 0              |
| EBIT Margin      | 9%            | 14%           | 11%           | 14%           | 15%           | 负债净变化          | 8986           | 3331          | 2694          | 27354          | 23079          |
| EBITDA Margin    | 24%           | 29%           | 28%           | 31%           | 33%           | 支付股利、利息        | (288)          | (99)          | (794)         | (986)          | (1168)         |
| 收入增长             | 27%           | 28%           | 4%            | 12%           | 9%            | 其它融资现金流        | (4473)         | (15496)       | (235)         | 2190           | 2296           |
| 净利润增长率           | -313%         | -117%         | 725%          | 24%           | 18%           | <b>融资活动现金流</b> | <b>13368</b>   | <b>(1226)</b> | <b>1549</b>   | <b>27858</b>   | <b>21209</b>   |
| 资产负债率            | 89%           | 87%           | 86%           | 87%           | 88%           | <b>现金净变动</b>   | <b>92</b>      | <b>1580</b>   | <b>2332</b>   | <b>(3220)</b>  | <b>231</b>     |
| 股息率              | 1.0%          | 0.4%          | 2.8%          | 3.5%          | 4.2%          | 货币资金的期初余额      | 5797           | 5889          | 7468          | 9800           | 6580           |
| P/E              | (13.7)        | 87.3          | 10.6          | 8.5           | 7.2           | 货币资金的期末余额      | 5889           | 7468          | 9800          | 6580           | 6811           |
| P/B              | 1.5           | 1.3           | 1.2           | 1.1           | 1.0           | 企业自由现金流        | 0              | (11190)       | 269           | (30525)        | (21319)        |
| EV/EBITDA        | 19.5          | 12.7          | 13.4          | 12.9          | 13.0          | 权益自由现金流        | 0              | (23355)       | 73            | (3999)         | 134            |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032