

# 土耳其火电如期释放利润，国内发电业务拖累业绩表现

上海电力(600021)

## 核心观点

公司 2022 年实现扭亏为盈，主要得益于土耳其煤电项目投产并实现盈利叠加公司清洁能源发电规模和效益增长。2022 年公司发电量同比提升 6.7%，上网电价同比提升 19.2%，市场交易结算电量同比提升 63%。2022 年公司新增装机 186 万千瓦时，其中火电 132 万千瓦，绿电 54 万千瓦。22Q4 公司业绩环比三季度下滑，我们判断主要系国内火电燃料成本提升及年末管理费用集中计提导致增亏，叠加光伏发电量不及预期所致。

## 事件

### 上海电力发布 2022 年业绩预告

上海电力发布 2022 年业绩预告，预计公司 2022 年度扭亏为盈，实现归母净利润 3.01~3.53 亿元，扣非归母净利润 1.26 亿元~1.47 亿元。公司扭亏为盈的主要原因为 1) 境外发电项目的经营规模和利润贡献快速增长，土耳其煤电项目投产并实现盈利；2) 公司加快绿色转型，清洁能源发电装机规模和效益实现增长。

## 简评

### 全年电量稳健提升，土耳其煤电维持高负荷发电

电量方面，2022 年公司完成发电量 637 亿千瓦时，同比上升 6.7%，其中煤电/气电/风电/光伏分别完成 428、69、90、51 亿千瓦时，同比变化+3.4%、+11.3%、+9.7%、+27.2%，电量增长主要由土耳其煤电机组和新投绿电容量拉动。上网电量完成 609 亿千瓦时，同比上升 7.6%；上网电价均价 0.62 元/千瓦时，同比上升 19.2%。市场交易方面，2022 年市场交易结算电量 418 亿千瓦时，同比上升 63%，其中现货交易电量 0.94 亿千瓦时。

单 22Q4 来看，国内煤电/土耳其煤电/气电/海上风电/陆上风电/光伏分别完成上网电量 89、25、17、11、12、11 亿千瓦时，同比变化-7.1%、无、+28.3%、+40.8%、-11.9%、+10.5%，环比变化-18.4%、+99.2%、-32.5%、+14.4%、+18.2%、-31.1%。具体来看，22Q4 国内火电不再承担顶峰责任，电量环比明显下滑；土耳其煤电受益于装机翻倍增长带动电量提升，利用小时数维持高位；风电来风环比改善；光伏光照环比恶化。

### 胡努特鲁电厂提前投产，清洁能源装机规模不断提升

装机方面，2022 年公司新增装机 186 万千瓦，其中土耳其胡努特鲁电厂装机 132 万千瓦，陆上风电 9 万千瓦，光伏 45 万千瓦。截至 2022 年 12 月底，公司控股装机容量为 2092 万千瓦，清洁能源占装机规模的 52.91%，其中煤电 985 万千瓦、占比 47.08%，气电 288 万千瓦、占比 13.75%，风电 388 万千瓦、占比 18.57%，光伏发电 431 万千瓦、占比 20.60%。

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440519060004

发布日期：2023 年 01 月 13 日

当前股价：9.92 元

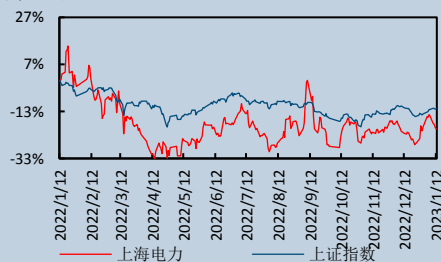
目标价格 6 个月：13 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.22/2.58	5.76/-0.41	-20.51/-9.19
12 月最高/最低价 (元)		15.22/7.85
总股本 (万股)		281,674.36
流通 A 股 (万股)		261,716.42
总市值 (亿元)		279.42
流通市值 (亿元)		259.62
近 3 月日均成交量 (万股)		4,147.21
主要股东		
国家电力投资集团有限公司		44.43%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 22.10.29 【中信建投电力】上海电力(600021): 三季度确立业绩反转拐点，土耳其电厂加速释放利润
- 22.08.29 【中信建投电力】上海电力(600021): 二季度电量减少拖累煤电表现，清洁能源占比不断提升
- 22.04.28 【中信建投电力】上海电力(600021): 上海电力：清洁能源装机占比稳步提升，全年业绩有望迎来修复

### 光照较差叠加煤价上涨，Q4 业绩不及预期

22Q4 公司单季归母净利润预计为 0.8~1.3 亿元，低于我们此前预期。分业务板块来看，海外电厂板块符合预期。电量方面，2022 年 10 月 3 日土耳其电厂二号机组投产，项目装机规模翻倍，22Q4 土耳其电厂上网电量为 25.3 亿千瓦时，环比提升 99.2%；电价方面，2022 年三季度以来土耳其电价加速上涨，6、7、8、9、10、11、12 月(截至 12 月 15 日)平均电价分别为 2.34、2.33、3.07、3.85、3.47、3.44、3.57 里拉/千瓦时，以人民币计价折合 0.92、0.9、1.16、1.47、1.34、1.32、1.34 元/千瓦时，四季度电价均价为 1.33 元/千瓦时，同比上涨 13.28% (0.16 元/千瓦时)。国内绿电表现不及预期，22Q4 公司海上风电、陆上风电、光伏上网电量分别变化 +1.4 亿千瓦时、+1.86 亿千瓦时、-4.84 亿千瓦时，风电电量如期改善，但光伏发电量大幅下滑拖累绿电板块业绩表现。国内火电表现不及预期，22Q4 国内燃料成本持续走高，国内火电或环比亏损加大，拖累整体业绩表现。

### 土耳其电价保持高景气，一季度国内火电有望迎来修复，维持“买入”评级

截至 2022 年 1 月 10 日，土耳其市场电价均价为 3470 里拉/兆瓦时，较 22Q4 均价环比上涨 1.6%，海外电厂盈利能力有望持续。据百川盈孚数据显示，2022 年 9 月、10 月、11 月、12 月我国动力煤现货均价分别为 1370 元/吨、1537 元/吨、1424 元/吨、1318 元/吨，11 月以来现货价格明显降低，考虑到煤电电厂用煤周期，我们判断 23Q1 公司综合燃料成本大概率下降，国内火电有望迎来业绩修复。我们预测公司 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 3.33 亿元、19.55 亿元、23.66 亿元，归属普通股股东利润分别为 2.03 亿元、18.25 亿和 22.36 亿元，对应 EPS 为 0.07 元/股、0.65 元/股、0.79 元/股，维持“买入”评级。

### 风险提示：

**煤价上涨的风险：**由于目前火电长协煤履约率不达 100%的政策目标，因此火电燃料成本仍然受到市场煤价波动的影响。如果现阶段煤价大幅上涨，则将造成火电燃料成本提升。

**土耳其电厂盈利能力下滑的风险：**土耳其电厂盈利能力受到当地电价、燃料成本、发电量等因素的影响，如果国际局势、地缘政治关系、国际能源价格、土耳其电力供需形势等情况发生变化，则土耳其电厂存在盈利能力下滑的风险，

**新能源装机进展不及预期的风险：**新能源发电装机受到政策指引、下游需求、上游材料价格等多因素影响，装机增速具备不确定性，存在装机增速不及预期的风险。

**新能源电源出力波动的风险：**新能源的分散性、不稳定性和利用的高成本性制约着新能源发电项目的发展。新能源发电项目面临着在资源、技术、经济、管理、市场等多方面问题，其投资建设和管理模式也存在诸多差异和不确定性。

**表 1：上海电力盈利预测（单位：百万元，元）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>24202.8</b>	<b>30631.3</b>	<b>38285.9</b>	<b>41912.9</b>	<b>40779.3</b>
<b>营业成本</b>	<b>17625.0</b>	<b>26021.6</b>	<b>30805.1</b>	<b>30840.7</b>	<b>28139.8</b>
营业税金及附加	182.4	199.7	232.5	273.2	265.8
销售费用	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
管理费用	1584.2	1758.9	2134.8	2608.2	2917.1
财务费用	2319.5	3260.4	4030.3	4873.6	5520.4
资产减值损失	-524.3	-597.8	10.0	10.0	10.0
公允价值变动收益	-1.0	1.2	0.0	0.0	0.0
投资净收益	659.6	374.5	1000.0	1050.0	1100.0
营业利润	2496.3	-1017.2	2072.2	4356.2	5025.2
营业外收入	83.2	66.3	80.0	80.0	80.0
营业外支出	76.9	146.7	146.7	146.7	146.7
利润总额	2502.6	-1097.6	2005.6	4289.5	4958.6
所得税	591.2	583.8	368.5	937.9	1110.9
净利润	1911.3	-1681.4	1637.1	3351.6	3847.7
少数股东损益	1022.1	212.0	1303.9	1396.7	1481.7
<b>归属母公司净利润</b>	<b>889.2</b>	<b>-1893.3</b>	<b>333.2</b>	<b>1955.0</b>	<b>2365.9</b>
永续债利息	130.2	130.2	130.2	130.2	130.2
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>759.0</b>	<b>-2023.6</b>	<b>203.0</b>	<b>1824.7</b>	<b>2235.7</b>
<b>EPS（摊薄）</b>	<b>0.29</b>	<b>-0.77</b>	<b>0.07</b>	<b>0.65</b>	<b>0.79</b>

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

**高兴：**高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

## 研究助理

**罗焱曦** 13813379531 luoyanxi@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心  
 B 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号  
 南塔 2106 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务  
 中心 B 座 22 层  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk