

# 清洁能源装机占比稳步提升，全年业绩有望迎来修复

上海电力(600021)

## 事件

### 上海电力发布 2021 年年报和 2022 年一季报

上海电力发布 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入 306.31 亿元，同比增加 26.48%；实现归母净利润-18.93 亿元，同比减少 312.67%；实现扣非归母净利润-18.68 亿元，同比减少 329.62%。加权 ROE 为-13.15%，同比减少 17.87 个百分点。公司 2022 年第一季度实现营业收入 83.81 亿元，同比增加 16.38%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比减少 62.19%；实现扣非归母净利润-0.08 亿元，同比减少 103.30%。加权 ROE 为 0.48%，同比减少 0.95 个百分点。

## 简评

### 成本倒挂致使火电板块亏损，政策发力保障煤价合理区间

公司为国电投旗下上市平台，是上海市主要的综合能源供应商和最大的热能供应商，发电业务是公司的核心业务。截至 2022 年 3 月底，公司控股装机容量 1909.45 万千瓦，其中煤电 852.8 万千瓦，占比 44.66%。2021 年，受电煤供需失衡影响，市场电煤价格快速攀升，全年公司合并口径煤折标煤单价（含税）1238.48 元/吨，同比上升 67.42%。全年火电发电量 475.58 亿千瓦时，收入 170.24 亿元，同比增长 15.52%；发电成本 176.48 亿元，同比增长 57.25%，导致公司火电板块出现亏损。2022 年 2 月发改委 303 号文明确规模以上发电供热企业 100%长协煤且秦港下水煤价格需落入 570-770 元/吨合理区间，该政策将于 5 月 1 日正式执行。考虑到后续煤炭成本有望受控，我们预计今年火电业务能够保持相对稳定的盈利能力，大幅亏损风险较小。

### 清洁能源装机占比稳步提升，新增项目释放产能表现优异

公司深入贯彻落实国家“双碳”目标，持续优化能源结构，截至 2021 年底，公司新能源控股装机容量 765.89 万千瓦，同比增长 31.22%。其中风电 379.84 万千瓦、占总装机 19.94%，光伏发电 386.05 万千瓦、占总装机 20.26%。另有气电 286.62 万千瓦，公司清洁能源占比 55.24%，同比上升 6.11 个百分点。2021 年新增新能源项目释放产能贡献利润，公司风电完成发电量 81.77 亿千瓦时，同比上升 63.92%，实现收入 51.9 亿元，同比增加 76.36%；光伏发电完成 40.07 亿千瓦时，同比上升 14.95%，实现收入 33.09 亿元，同比增加 16.07%。2021 年风电利用小时 2638 小时，同比增加 508 小时，贡献毛利润 37.17 亿元，同比增加 90.32%；光伏利用小时 1280 小时，同比增加 45 小时，贡献毛利润 21.49 亿元，同比增加 18.27%。2022 年一季度公司另新增光伏装机 4.15 万千瓦，公司新能源发电业务持续拓展，将成为公司长期增长动力。

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440519060004

发布日期：2022 年 04 月 29 日

当前股价：8.5 元

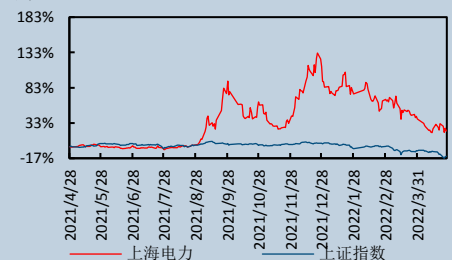
目标价格 6 个月：17 元

## 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
12 月最高/最低价 (元)	-15.34/-7.97	-32.0/-19.66	24.57/38.14
总股本 (万股)			261,716.42
流通 A 股 (万股)			261,716.42
总市值 (亿元)			222.46
流通市值 (亿元)			222.46
近 3 月日均成交量 (万股)			6,857.11
主要股东			
国家电力投资集团有限公司			40.2%

## 股价表现



## 相关研究报告

22.03.29	【中信建投电力】上海电力(600021): 绿电乘风而起, 煤电苦尽甘来, 激励改革跃龙门
22.03.11	【中信建投电力】上海电力(600021): 绿电乘风而起, 煤电苦尽甘来, 激励改革跃龙门
22.01.17	【中信建投电力】上海电力(600021): 公司修订激励计划, 全年发电量增 21%

### 煤价高企拖累经营表现，开展基础设施公募 REITs 注入新血液

公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额 15.57 亿元，同比减少 78.61%，主要系发电标准煤单价较上年同期增长，导致购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期增加所致。公司期间费用率为 17%，同比提升 0.26 个百分点，整体保持平稳态势。为盘活存量资产，降低资产负债率，公司拟以江苏公司持有的滨海海上风电项目开展基础设施公募 REITs 申报发行。通过发行基础设施公募 REITs，公司将实现搭建可持续扩充的权益资金融资通道，提升公司新能源产业的滚动投资能力，补充现金流增强公司可持续经营能力。

### 一季度电价上涨顺利落地保障火电盈利能力，区域全年来风波动有望平滑

公司一季度实现归母净利润 1.01 亿，扣非归母净亏损 800 万，一季度非经常性损益主要受非流动资产处置及政府补助影响。从生产情况来看，公司 2022 年一季度完成发电 145.36 亿千瓦时，同比下降 0.55%，其中煤电完成 101.46 亿千瓦时，同比下降 3.35%，气电完成 13.36 亿千瓦时，同比上升 30.33%，风电完成 20.96 亿千瓦时，同比下降 7.35%，光伏发电完成 9.59 亿千瓦时，同比上升 15.18%；上网电量 139.01 亿千瓦时，同比下降 0.27%；上网电价均价（含税）0.58 元/千瓦时，同比提升 7 分/千瓦时，主要系火电涨价所致。风电发电量同比减少主要由于一季度江苏海风来风较弱，公司新能源利用小时有所下滑，装机增长并未显著提升风电发电量及盈利；此外受 3 月份疫情影响，公司火电利用小时受到一定影响，整体上对扣非业绩略有拖累。后续我们预期区域来风波动有望平滑，全年风电利用小时不会有大幅下滑。考虑到二季度公司受疫情影响较为严重，我们在当前电价煤价平衡假设下，按照火电利用小时下降 20% 的预期，测算疫情影响二季度火电业绩约 1 亿左右，影响较为轻微，相对可控。整体上随着长协煤履约率提升，新能源利用小时回归正常，公司业绩有望逐级改善。

### 政策落地减轻火电压力，绿电稳步发展增厚利润，维持“买入”评级

公司股权激励计划已获得国务院国资委批准，后续落地后有望进一步激发管理层主观能动性，确保国有资产实现又快又好发展。近期煤炭保供动作力度不减，煤炭价格已有回落趋势，我们认为 2022 年公司火电电价中枢显著上移的情况下，公司近年火电业务盈利能力有望得到较好恢复。公司坚持大力发展新能源电源，持续优化公司电源结构，有望长期增厚公司利润。我们预测公司 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 20.45 亿元、29 亿元、35.3 亿元，归属普通股股东利润分别为 19.14 亿元、27.7 亿和 33.98 亿元，对应 EPS 为 0.73 元/股、1.06 元/股、1.3 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**煤价上涨的风险；新能源装机进展不及预期的风险；新能源电源出力波动的风险。

**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>32261.8</b>	<b>32929.4</b>	<b>35036.9</b>
<b>营业成本</b>	<b>17625.0</b>	<b>26021.6</b>	<b>23934.2</b>	<b>22840.2</b>	<b>23561.9</b>
营业税金及附加	182.4	199.7	210.3	214.7	228.4
销售费用	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
管理费用	1584.2	1758.9	1846.8	1939.2	2036.1
财务费用	2319.5	3260.4	3423.4	3594.6	3774.3
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	800.0	800.0	800.0
其他收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	2496.3	-1017.2	3636.2	5129.9	6225.3
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	3569.6	5063.2	6158.6
所得税	591.2	583.8	843.3	1196.2	1455.0
净利润	1911.3	-1681.4	2726.2	3867.0	4703.6
少数股东损益	1022.1	212.0	681.6	966.8	1175.9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>889.2</b>	<b>-1893.3</b>	<b>2044.7</b>	<b>2900.3</b>	<b>3527.7</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>1914.4</b>	<b>2770.0</b>	<b>3397.5</b>
<b>EPS（摊薄）</b>	<b>0.34</b>	<b>-0.72</b>	<b>0.73</b>	<b>1.06</b>	<b>1.30</b>

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

**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，现任电力公用事业首席分析师，曾作为团队核心成员，获得 2019-2020 年新财富电力公用事业入围、2018-2020 年金牛奖电力公用最佳行业分析师、2019-2020 年 WIND 最佳电力公用分析师第一、水晶球前五等奖项。

## 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。

本报告由中信建投(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