

公用事业

2016年12月12日

上海电力 (600021)

——清洁装机快速提升 海外业务持续发力

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

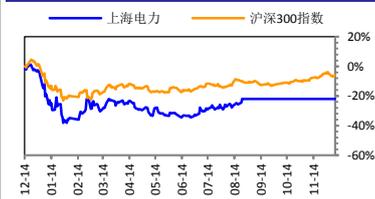
投资要点：

市场数据： 2016年12月09日	
收盘价(元)	11.73
一年内最高/最低(元)	15.7/9.35
市净率	2.4
息率(分红/股价)	2.13
流通A股市值(百万元)	25099
上证指数/深证成指	3232.88/10789.62

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日	
每股净资产(元)	4.96
资产负债率%	69.87
总股本/流通A股(百万)	2140/2140
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
叶旭晨 A0230515030001
yexc@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **区域电力龙头装机结构持续优化，度电煤耗持续下降+清洁能源布局缓解煤价上涨冲击。**公司为华东地区电力龙头，近年积极在国内和海外布局优质电力资产，装机量持续增加推动公司业绩持续增长。截至2016年三季度末公司控股装机容量达954万千瓦，其中煤电648万千瓦，气电207万千瓦，风电57万千瓦，光伏42万千瓦。今年下半年以来煤炭价格快速上涨给公司业绩带来压力，目前公司火电机组装机结构优质，煤电控股装机量中60万千瓦以上大机组占比超过69.75%，公司积极开展科学掺烧，今年上半年公司度电煤耗仅为282.92克/千瓦时，远低于全国平均水平，有助于缓解煤价上涨冲击。近年来公司新能源业务发展加速，上半年新能源板块累计完成营业收入4.23亿元，同比增长81.04%，未来新能源项目投产进度进一步加快，渐成公司业绩增长亮点。
- **增发收购集团全资控股的江苏公司，显著优化上市公司在华东地区的装机结构及布局。**江苏公司目前全部机组均为风电、光伏项目，合计65.7万kW，均在江苏境内运行。江苏公司在建机组主要是50万千瓦海上风电以及2*100万kW超超临界大型煤电机组。江苏省经济发达且为缺电省份，2015年电力缺口达1400万kW，清洁能源没有弃光、弃风现象，火电运行效率在全国名列前茅，大幅高于全国平均水平。2017年新增机组投运后，有望大幅提高江苏公司业绩规模。
- **收购巴基斯坦KE公司海外扩张提速，KE公司业绩弹性、增长空间兼具。**受国内用电需求放缓和国家“一带一路”战略影响，公司近年来积极拓展海外业务，顺利完成了马耳他气电和日本光伏等标杆性项目，截至2016年中公司海外资产总额已达到70.97亿元。公司近期将收购巴基斯坦KE公司66.40%股权，该公司为巴基斯坦卡拉奇地区发输配售一体化电力龙头，2015财年(2014.7-2015.6)实现净利润17.33亿人民币，占上海电力同期指标比例为77.71%，通过本次收购公司盈利水平显著提升，海外业务实现跨越式发展。巴基斯坦当地常年电力短缺，卡拉奇地区电力需求旺盛，KE公司目前装机量为2243MW，一半左右电量尚需向其他电力供应商购买。随着卡拉奇地区电力需求持续上升，KE公司业绩增长空间巨大。与此同时，KE公司目前的输配电设备老化严重，近年来开始升级改造，但是输配电损耗仍然处于23%的高位水平。公司入主KE后，有望引入国内先进电力设备和管理经验，为KE公司业绩带来弹性。
- **盈利预测与评级：**公司为国电投旗下区域电力龙头，近年来装机结构不断优化。本次定增收购集团旗下江苏公司将显著优化公司在华东地区的装机结构和布局，现金收购巴基斯坦KE公司将大幅增加公司盈利水平，海外业务实现跨越式发展。考虑到上述定增收购和现金收购，假设巴基斯坦KE公司收购案于17年一季度末完成，我们预测公司16-18年归母净利润分别为11.65亿元、16.52亿元、26.56亿元，考虑到此次增发，对应的16-18年EPS分别为0.54、0.63和1.02元/股。对应的16、17、18年PE分别为22倍、19倍、12倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17,006	11,772	15,270	27,705	36,361
同比增长率(%)	5.62	-7.33	-10.21	81.43	31.24
净利润(百万元)	1,332	818	1,165	1,652	2,656
同比增长率(%)	0.51	-10.29	-12.57	41.80	60.77
每股收益(元/股)	0.62	0.38	0.54	0.64	1.02
毛利率(%)	25.9	25.2	28.1	28.6	29.9
ROE(%)	13.0	7.7	10.1	9.2	12.9
市盈率	19		22	18	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们认为公司为国电投旗下区域电力龙头，近年来秉承“做精上海，做强国内，做优海外”的方针，积极布局国内和海外电力资产，装机结构不断优化。考虑到本次定增收购集团旗下江苏公司，以及现金收购巴基斯坦 KE 公司，我们预计公司 16-18 年归母净利润分别为 11.65 亿元、16.52 亿元、26.56 亿元，考虑到此次增发，对应的 16-18 年 EPS 分别为 0.54、0.63 和 1.02 元/股。对应的 16、17、18 年 PE 分别为 22 倍、19 倍、12 倍。采用相对估值法，行业同类可比公司 16 年、17 年和 18 年的 PE 分别为 26、17 和 13 倍，考虑到公司传统电力业务装机结构优质，收购集团旗下江苏公司大幅度改善华东地区装机布局，现金收购的巴基斯坦 KE 公司未来兼具成长空间和业绩弹性，我们认为公司 18 年 12 倍 PE 有所低估，未来随着海外扩张不断推进公司估值有望得到提升。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

预计 2017 年上半年完成定增收购江苏公司和现金收购巴基斯坦 KE

有别于大众的认识

大众普遍预期公司传统火电装机量占比较大，受煤价上涨冲击较大。我们认为，公司目前火电机组结构优质，同时大力发展煤炭掺烧技术，公司目前煤耗水平仅为 282.92 克/千瓦时，远低于全国平均水平，有助于公司应对煤价上涨带来的压力。另外，公司秉承“做精上海，做强国内，做优海外”的方针，积极布局国内和海外发电资产，电源结构，和装机区域布局不断优化。公司本身的新能源业务投产进度加快，逐渐成为业绩亮点。本次定增收购的江苏公司风电在运规模 50.64 万千瓦，在建规模 50.08 万千瓦；光伏在运装机规模 15.42 万千瓦，公司新能源装机规模大幅增加，帮助公司应对煤价上涨带来的业绩压力。

市场对 KE 这家海外公司的认识并不全面，我们分析认为公司本次收购的 KE 公司，兼具收入增长空间和业绩弹性。巴基斯坦当地常年电力短缺，卡拉奇地区为巴基斯坦重要经济中心，用电需求旺盛，目前 KE 公司近一半销售电量需要外购。KE 公司目前装机量为 2243MW，据测算到 2020 年卡拉奇地区用电峰值负荷、平均负荷将分别达到 3983MW 和 2529MW，用电需求存在较大增长空间。KE 公司当前输配电网络设备老旧，输配电损耗严重，目前 KE 公司输配电损耗率为 23%，具备下降空间。公司入主后有望通过改善管理，升级输配电网络，增强 KE 公司盈利能力。

股价表现的催化剂

煤价大幅回落；海外扩张不断落地

核心假设风险

煤炭价格上涨幅度超预期；未能顺利完成江苏公司、KE 公司资产收购

目录

1. 区域电力龙头 装机结构持续优化	6
1.1 区域电力龙头 立足华东走向海外	6
1.2 装机结构不断优化 缓解煤价上涨冲击	7
2. 集团资产重组加速 打包整合江苏公司	10
2.1 集团能源项目储备丰富 资产证券化率有望提升	10
2.2 收购江苏公司 优化电源结构和布局	11
3. 现金收购巴基斯坦 KE 海外业务扩张提速	13
3.1 积极拓展国际业务 海外再造上海电力	13
3.2 收购巴基斯坦 KE 海外业务实现跨越式发展	14
3.3 需求旺盛损耗改善 KE 业绩增长可期	16
4. 清洁装机快速提升 海外业务持续发力	18

图表目录

图 1: 公司实际控制人为国家电力投资集团	6
图 2: 公司近五年营收及同比增速 (亿元)	7
图 3: 公司近五年归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 4: 公司 2016H 主要业务收入结构.....	7
图 5: 2012-2016H1 公司煤价和电力业务毛利率情况	7
图 6: 今年以来动力煤价格快速上涨.....	8
图 7: 公司度电煤耗水平持续下降 (单位: 克/千瓦时)	9
图 8: 公司新能源装机占比逐年提高.....	10
图 9: 2015 年国家电投集团发电装机结构 (单位: 万 kW)	10
图 10: 国家电投集团发电装机结构 2020 年规划 (单位: 万 kW)	10
图 11: 江苏公司盈利情况 (单位: 百万元)	12
图 12: 江苏公司毛利率水平.....	12
图 13: 2013-2016H1 公司海外地区收入、毛利增长情况.....	14
图 14: 本次交易完成后 KE 公司股权结构图	15
图 15: KE 公司近年来发电、售电业务情况.....	16
图 16: 卡拉奇地区 2016-2023 年峰值负荷预测	16
图 17: 2014 财年至今 KE 公司营收增长情况	17
图 18: 2014 财年至今 KE 公司净利润增长情况.....	17
图 19: 2011 财年至今 KE 公司输配电损耗.....	17
表 1: 公司主要已经投产火电机组结构优质	8
表 2: 2015 年国家电投集团及控股上市公司发电装机结构 (单位: 万 kW)	11
表 3: 江苏公司发电项目投运情况.....	11
表 4: 江苏公司机组利用效率高于当地平均水平.....	12
表 5: 募投增产项目分析.....	13
表 6: 巴基斯坦 KE 公司主要发电站资产	15
表 7: 可比公司估值表	18
表 8: 分行业营业收入预测 (单位: 百万元)	18

表 9: 分行业营业成本预测 (单位: 百万元)	19
表 10: 盈利预测表 (单位: 百万元, 元/股)	19

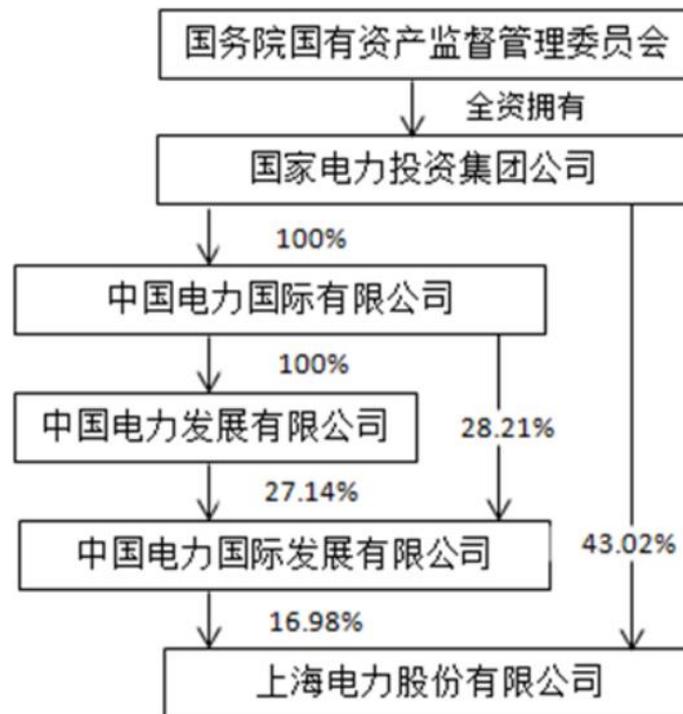
1. 区域电力龙头 装机结构持续优化

1.1 区域电力龙头 立足华东走向海外

国电投旗下区域电力龙头，产业布局逐步辐射全国走向海外。公司于 2003 年 10 月上市，实际控制人为五大发电集团之一的国家电力投资集团。截至 2016 年 10 月底，国电投通过自身和旗下的中电国际，合计持有公司 60% 股份。公司是华东地区电力龙头，是上海装机容量和发电量最大的电力生产企业之一，装机容量和发电量均占到上海地区 30% 以上。

公司核心业务包括发电（煤电、气电、风电、光伏）以及部分供热业务，公司原有装机主要为在上海地区的火电机组，后按照公司“做精上海、做强全国、做精海外”的方针，公司传统火电业务逐步拓展到了上海周边的安徽、江苏、浙江等地，14 年公司收购马耳他 D3 发电项目，正式进军海外火电市场；与此同时，公司积极开拓新能源发电业务，目前在上海周边和新疆、青海、内蒙、宁夏等省份，以及日本等国家均有布局。

图 1：公司实际控制人为国家电力投资集团

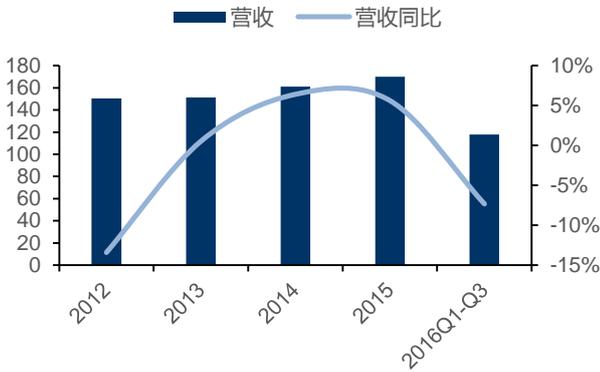


资料来源：公司公告，申万宏源研究

装机容量持续增加、结构不断优化推动公司业绩增长。近年来公司通过新建和并购等方式，持续增加参控股装机容量。截至 2016 年三季度末公司控股装机容量达到 954 万千瓦，其中煤电 648 万千瓦，气电 207 万千瓦，风电 57 万千瓦，光伏 42 万千瓦。装机量的持续

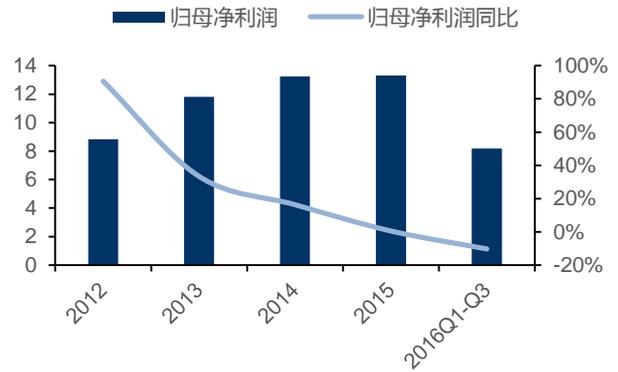
提升推动公司业绩增长，2015年公司营业收入达170亿，实现归母净利润3.32亿元，公司整体业绩水平迈上新台阶。今年前三季度公司实现营业收入117.72亿元，归母净利润8.19亿元，分别同比下滑7.33%和10.29%。这主要是由于上海地区用电需求回落，以及投资收益减少所致。

图 2：公司近五年营收及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：公司近五年归母净利润及同比增速（亿元）

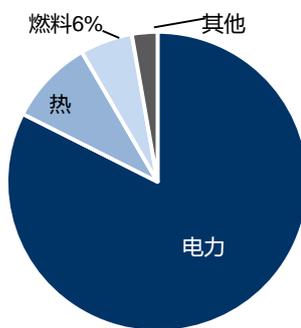


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 装机结构不断优化 缓解煤价上涨冲击

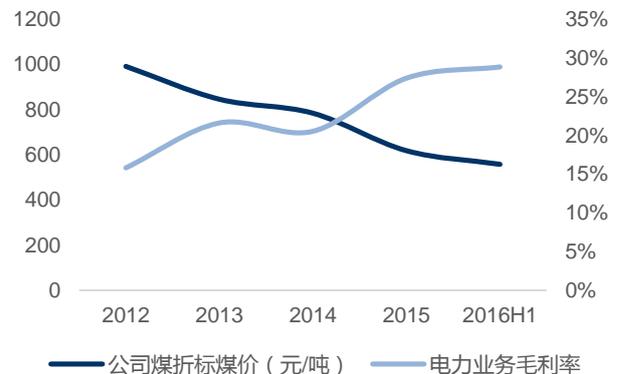
电力为公司收入主要来源，过去几年受益于煤价下跌毛利率水平持续上升。公司业务包括电力、热力、燃料、技术维护、运输等几大板块，其中最核心的是电力和热力供应。今年上半年公司电力业务实现收入61.57亿元，热力业务实现收入6.85亿元，电力业务和热力业务营收占比分别为81.58%和9.07%。截至目前，公司控股装机954万千瓦，其中煤电装机量达648万千瓦，占比超过67.92%。过去几年中，受益于煤价下跌，公司煤电成本不断下降，带动公司电力业务毛利率水平不断上升。

图 4：公司 2016H 主要业务收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

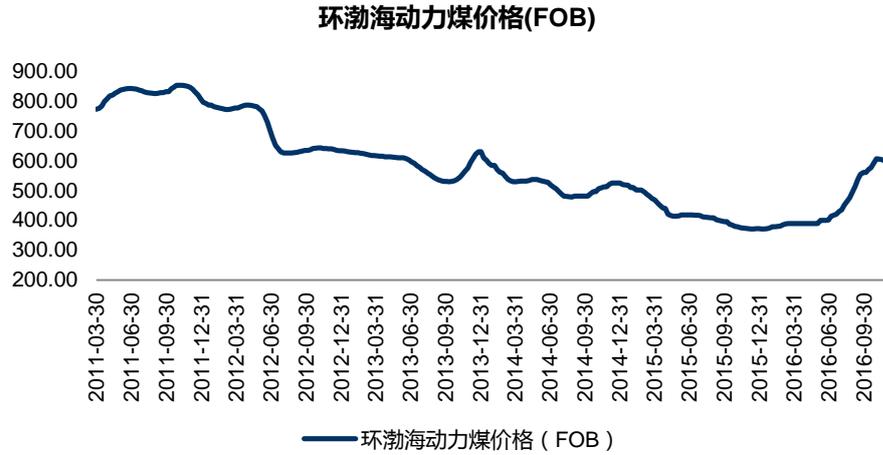
图 5：2012-2016H1 公司煤价和电力业务毛利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

今年初以来，随着煤炭供给侧改革持续推进，煤炭行业供求关系转变，煤价开始步入新一轮上升周期。尤其是今年下半年以来，煤价快速上涨，给火电企业带来巨大压力。

图 6: 今年以来动力煤价格快速上涨



资料来源: 公开资料, 申万宏源研究

公司火电机组结构优质, 度电煤耗水平持续下降有助缓解煤价上涨压力。截至 2016 年三季度, 公司煤电装机量合计 648 万千瓦, 气电装机量合计 207 万千瓦。公司自 2007 年以来逐步关停盈利能力不佳的小火电, 大力发展高效煤电机组以及燃机机组, 目前公司煤电控股装机量中 60 万千瓦以上大机组占比超过 69.75%。与此同时, 公司大力发展煤炭掺烧技术, 逐步加大科学掺烧力度, 截至今年上半年公司在沪电厂煤炭掺烧率已达 44.56%, 有效降低了公司煤耗水平。今年上半年公司度电煤耗仅为 282.92 克/千瓦时, 远低于全国平均水平, 有助于公司应对煤价上涨带来的压力。

表 1: 公司主要已经投产火电机组结构优质

区域	项目名称	装机结构	装机量 (万 kw)	持股比例	权益装机 (万 kw)
上海	上海上电漕泾发电有限公司	2*1000MW 超超临界燃煤机组	200	65%	130
上海	吴泾热电厂	2*300MW 热电联供燃煤机组	60	100%	60
上海	上海外高桥发电有限责任公司	4*320MW 燃煤机组	128	51%	65.28
江苏	江苏阚山发电有限公司	2*600MW 超超临界燃煤机组	120	55%	66
安徽	淮沪电力有限公司	2*660MW 超超临界燃煤机组	132	51%	67.32
煤电装机合计			640		389
上海	罗泾燃机发电厂	2*193MW 联合循环机组	39.12	100%	39.12
浙江	浙能长兴天然气热电有限公司	2*400MW 联合循环热电联产机组	86.98	51%	44.36
上海	上海漕泾热电有限责任公司	330MW+328MW 燃气发电机组	65.8	36%	23.69
马耳他	马耳他 D3 发电有限公司	8*18MW 油改气+12MW 汽轮机	14.98	90%	13.48
气电装机合计			207		121

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7：公司度电煤耗水平持续下降（单位：克/千瓦时）

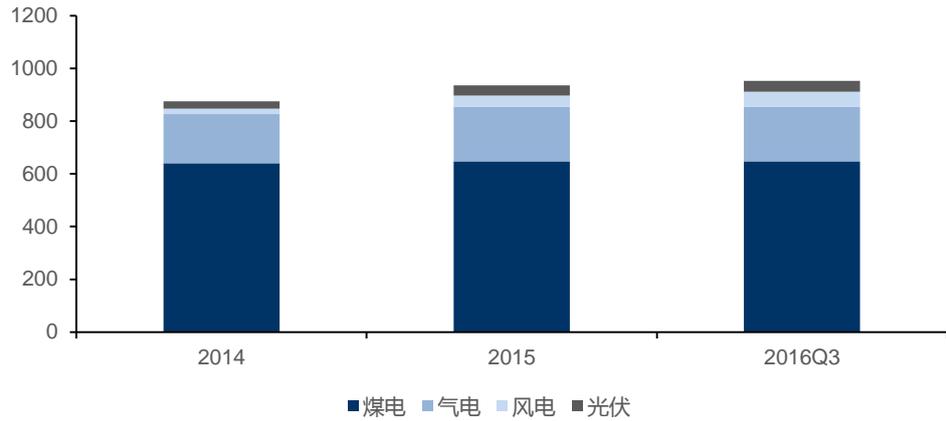


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司目前百万级机组已经全部完成了超低排放改造，其他机组的超低排放改造也正陆续完成。今年上半年公司在 1000MW 等级机组成功实施超低排放改造基础上，结合机组和煤种特点，进一步优化脱硫塔选型设计等技术路线，实现向 300MW、600MW 级机组的推广应用，上半年已经完成了 3 台机组的改造任务，经改造后机组的三项污染物排放指标均已达燃机排放标准。受益于公司超低排放陆续完成，公司火电装机均享受较高水平上网电价。

新能源装机量稳步增加，助力转型渐成增长亮点。目前传统火电项目增长受限，公司近年来大力推进风电、光伏业务发展，新能源是公司转型升级的重点方向之一，公司风电、光伏装机量占比逐年提高。今年年初以来，公司新能源项目投产速度加快，今年上半年公司新能源新增产能 7.48 万千瓦，核准 12.99 万千瓦，开工 3.79 万千瓦，在建规模 49.83 万千瓦。上半年新能源板块累计完成营业收入 4.23 亿元，同比增长 81.04%；完成发电量 6.33 亿千瓦时，同比增长 87.64%；实现利润、净利润同比分别增长 147.73%、203.69%，占公司利润总额和净利润总额的比例分别为 6.66%、6.61%。截至今年三季度末，公司风电控股装机 56.99 万千瓦，占比 5.98%；光伏控股装机 41.88 万千瓦，占比 4.39%。未来随着公司新能源项目投产速度进一步加快，帮助公司不断优化电源结构，在煤价上涨压力之下逐渐成为公司业绩增长亮点。

图 8: 公司新能源装机占比逐年提高



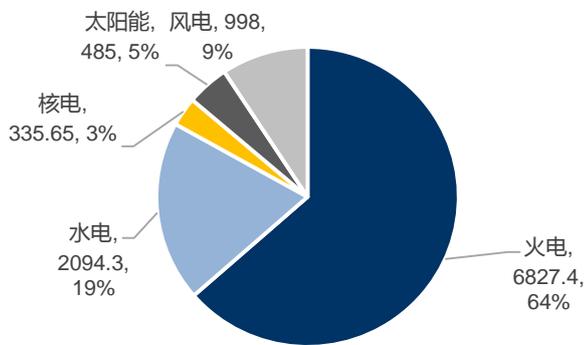
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2. 集团资产重组加速 打包整合江苏公司

2.1 集团能源项目储备丰富 资产证券化率有望提升

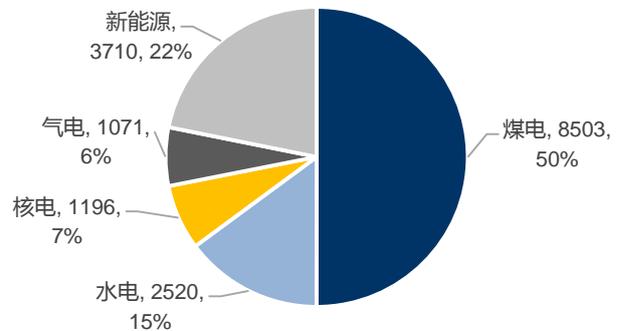
国家电力投资集团于 2015 年 6 月, 由中国电力投资集团公司与国家核电技术公司合并重新组建。国家电投是全国唯一同时拥有水电、火电、核电、新能源资产的综合能源企业集团, 业务涵盖电力、煤炭、铝业、物流、金融、环保、高新产业等领域。截至 2015 年, 电力总装机容量 1.07 亿 kW, 其中火电 6827.4 万 kW, 水电 2094.3 万 kW, 核电 335.65 万 kW, 太阳能发电 485 万 kW, 风电 998 万 kW。全部电力装机容量中, 清洁能源占比 40.06%。截至 2015 年底, 集团在手新能源核准 761 万 kW。根据国家电投发展规划, 到 2020 年风、光等新能源装机将较 2015 年增长 150%。

图 9: 2015 年国家电投集团发电装机结构 (单位: 万 kW)



资料来源: 国家电投集团官网, 申万宏源研究

图 10: 国家电投集团发电装机结构 2020 年规划 (单位: 万 kW)



资料来源: 国家电投集团官网, 申万宏源研究

截至 2015 年底，国家电投集团的电力资产证券化率约 33%，且低于其他五大发电集团的资产证券化水平（国电 57%、大唐 56%、华电 48%、华能 42%）。

表 2：2015 年国家电投集团及控股上市公司发电装机结构（单位：万 kW）

国家电投集团	中国电力 02380. HK	中国电力 新能源 0735. HK	东方能源 000958. SZ	吉电股份 000875. SZ	露天煤业 002128. SZ	上海电力 600021. SH	上市公司 体外	上市公司 体外装机 比重	
火电	6827.4	1313.56	36	85.9	281.5	180	854.88	4075.56	60%
水电	2094.3	296.24	59.58	-	-	-	-	1738.48	83%
核电	335.65	-	-	-	-	-	-	335.65	100%
太阳能	485	-	14	41.37	14.17	2	39.68	373.78	77%
风电	998	15.66	142.95	14.85	94.1	-	46.99	683.45	68%
合计	10740.15	1625.46	260	142.12	389.77	182	941.55	7199.25	67%

资料来源：国家电投集团官网，上市公司公告，申万宏源研究

集团尚未清晰分类定位上市公司发展方向，各上市平台基本以区位为重点发展方向。从装机结构及规模上看，国电投集团下属的上市公司尚无明显的功能定位，区位发展方向更为明显。

本次交易注入江苏公司 100% 股权，奠定了上海电力在华东地区的优势地位。

2.2 收购江苏公司 优化电源结构和布局

公司以发行股份以及支付现金方式向国家电投收购其持有的江苏公司 100% 股权，并募集配套资金。江苏公司 100% 股权的预估值约 30.1 亿元，评估增值率为 25.62%。

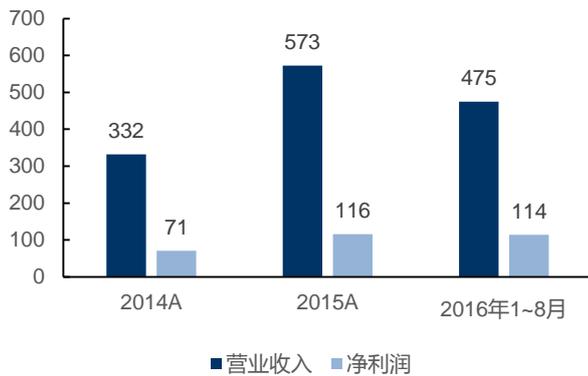
江苏公司当前在运装机容量全部为风电和光伏发电，与上市公司新能源转型发展方向相契合。江苏公司拥有徐州贾汪风电、滨海振东风电、滨海滨淮风电、滨海头瞿风电、东海海风、建湖光伏、大丰光伏、常熟光伏、洪泽光伏等电力业务资产。截至 2016 年 8 月，已投产运行风电和光伏装机容量分别为 50.64、15.02 万 kW，待建风电项目 4 个（合计 60.08 万 kW）。2013~2015 年，上海电力清洁能源装机比例分别为 28.86%、26.92% 和 30.79%，呈逐年上涨趋势。2016 年，公司在日本投产光伏项目，成为中国企业在 G7 国家第一个实现投产并盈利的项目。

表 3：江苏公司发电项目投运情况

	截至 16 年 8 月装机容量（万 kW）	2015 年发电量（亿 kWh）	2015 年毛利率
风电	50.64	7.45	65.51%
光伏	15.02	1.65	51.30%

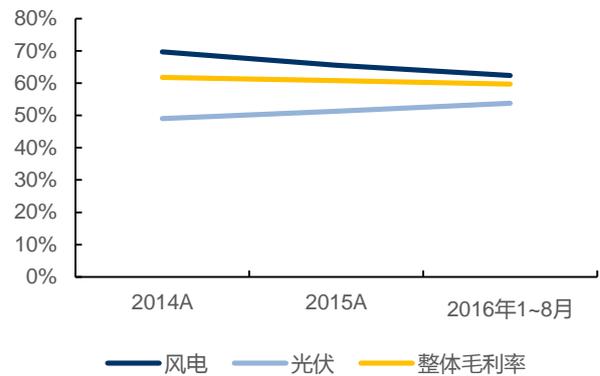
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11: 江苏公司盈利情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 12: 江苏公司毛利率水平



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

所属区位优势发达, 发电机组无弃风、弃光现象, 利用效率高。江苏公司发电机组所处的江苏省经济发达, 且各级政府对清洁能源支持力度较大。江苏公司发电机组未发生过“弃风”、“弃光”现象, 亦未有因电网原因导致的上网受限情况, 公司风电利用效率高于江苏省平均水平。

表 4: 江苏公司机组利用效率高于当地平均水平

	2014A		2015A	
	江苏公司	江苏省	江苏公司	江苏省
风电	2600.57	2064	2074.9	1753
光伏	1171.75	-	1263.58	-

资料来源: 公司公告, 中电联, 申万宏源研究

收购有利于解决华东地区的潜在同业竞争问题。公司在境内外从事发电、供热及电力服务业务, 并以发电业务为主, 境内业务区域范围主要包括上海市、江苏省等华东地区。本轮收购将实现对国家电投在江苏省内主要新能源资产及部分火电资产的整合, 有利于解决潜在的同业竞争问题, 同时国家电投出具了避免同业竞争的承诺。

2017 年预计建成投产 2*100 万 kW 燃煤发电机组, 江苏装机规模大幅提升。本次交易募集配套资金不超过 20.92 亿元, 扣除发行费用后, 配套资金将优先用于支付购买资产的现金对价, 剩余部分将用于募投项目建设。其中投入最多的是中电投协鑫滨海新建 2*100 万 kW 燃煤发电工程项目。该项目目前属于工程建设期, 预计 2017 年建成投产。投运后, 拟采用东北的蒙东褐煤和西北的神府煤的混煤作为设计和校核煤种, 燃煤由矿区到电厂的运输方式为铁海联运, 煤源由港务公司负责提供, 已签订每年提供 600 万吨原煤的供煤协议。

表 5：募投增产项目分析

配套募集资金用途	所需资金总额 (万元)	拟使用配套资金金额 (万元)	装机容量 (MW)
支付现金对价	-	31,200	
滨海北 H2 海上风电 400MW 项目	120,000	120,000	400
中电投协鑫滨海新建 2*1000MW 燃煤发电工程项目	71,400	31,000	2000
滨海北 H1 海上风电 100MW 项目	30,000	16,300	100
滨海头瞿风电场三期 50.4MW 项目	5,600	5,350	50.4
滨海振东风电场三期 50.4MW 项目	5,600	5,350	50.4
合计	232,600	209,200	2600.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

江苏省整体缺电，新增煤电机组有望大幅提升江苏公司盈利规模。江苏是华东电网未来主要的缺电地区之一，2015 年江苏电网电力缺口约有 1400 万 kW。苏北地区复合增长高于平均增速，盐城电网电力缺口逐年增大。中电投协鑫滨海新建的 2*100 万 kW 燃煤发电工程项目可填补江苏电网电力缺口，缓解供电压力。

新增火电机组为超超临界机组，符合江苏省“十三五”规划，上市公司的装机结构及布局将实现进一步优化。江苏“十三五”期间制定的规划为，以清洁能源开发为主导，坚持“大火电、大港口、大新能源等”为主线，积极发展以海上风电为龙头的新能源，同步发展风电、太阳能、分布式能源。

2015 年江苏省火电平均利用小时数为 5125h，全国各省市中排名第三，高出全国平均 796h。2016 年年初至 10 月，江苏省累计火电利用小时数为 4237h，较 15 年同期仅下降 5 小时，全国排名第二，高出全国平均水平 832h。如以年利用小时数 5000h 计，新增机组年发电量 100 亿 kWh。以今年 10 月底江苏省电煤价格指数测算，煤电度电利润约 0.02 元/kWh，新增煤电机组可贡献业绩约 1 亿元。

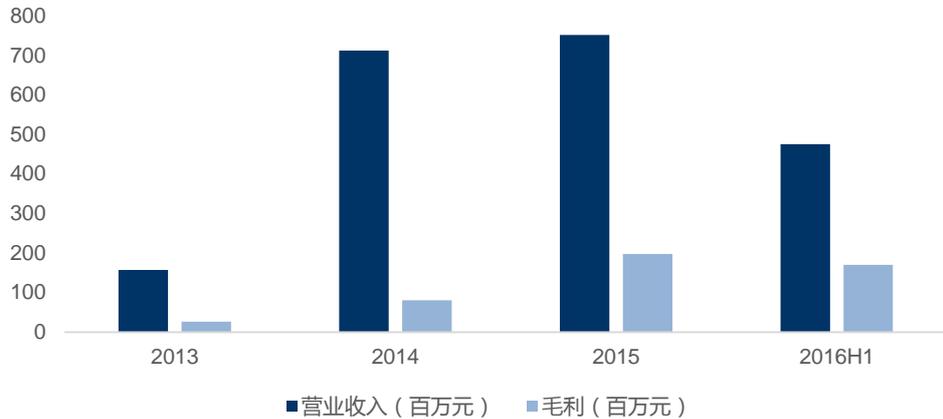
3. 现金收购巴基斯坦 KE 海外业务扩张提速

3.1 积极拓展国际业务 海外再造上海电力

国内用电需求增长放缓，积极拓展海外发电项目。近几年国内用电需求增速放缓，公司为积极响应国家“一带一路”战略，大力拓展境外项目，计划在海外再造一个上海电力，争取在 2020 年之前海外地区装机量达到 800 万千瓦以上。公司在海外市场顺利完成了一系列标杆性项目，其中日本大阪光伏项目成为中国企业在 G7 国家第一个实现投产并盈利的项目；参股马耳他能源公司和控股德利马拉三期电站，成为公司在欧洲的第一个落地项目；公司还承接了伊拉克、土耳其等国家电站运维业务，并不断延伸海外能源服务范围。

随着公司海外业务稳步推进，公司来自海外地区的收入逐渐增加。今年上半年，公司国际业务实现营业收入 4.75 亿元，已占公司总营收的 6.29%。截至 2016 年中，公司海外资产总额约 70.97 亿元，同比增长 56.34%。

图 13：2013-2016H1 公司海外地区收入、毛利增长情况



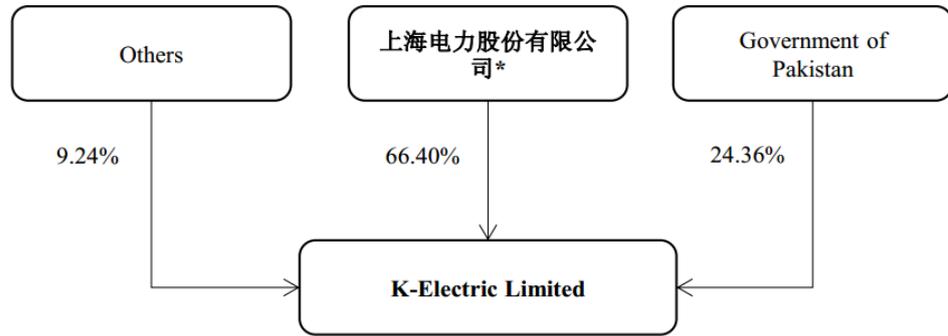
资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外业务发展思路明确，相关项目稳步推进。公司海外开拓海外项目思路明确，因地制宜同时结合国内的成本优势，在发达国家主要以发展新能源项目为主，强调项目的收益率；在发展中国家结合当地快速上升的用电需求，提供煤电、气电解决方案。目前国内相关电力技术成熟设备制造能力强，项目建造成本和后期运维成本均具备竞争力。综合来看，海外资产整体盈利性高于国内。目前公司各海外项目正稳步推进，今年上半年日本兵库三田 4.8MW 光伏项目实现投产商运，茨城筑波 30MW 光伏项目开始建设，我们预计未来还将有更多项目落地。

3.2 收购巴基斯坦 KE 海外业务实现跨越式发展

收购巴基斯坦 KE 公司，布局巴基斯坦电力市场。根据公司公告，公司将以现金约 17.70 亿美元收购巴基斯坦卡拉奇地区电力龙头 KE 公司 66.40% 的股份，并将视情况支付 0.27 亿美元奖励。整个交易将分两步进行，第一步公司将以 16.51 亿美元收购 KE 公司 61.40% 的股份，第二步交易将在第一步交易的 17 个月后收购剩下的 5% 的股份，对价与 KE 公司业绩挂钩。交易完成后，上海电力将成为 KE 公司第一大股东，持有其 66.40% 的股份，KE 第二大股东为巴基斯坦政府，拥有 KE 公司 24.36% 的股份。目前，该收购事宜已经获得了巴基斯坦竞争委员会批准，正在稳步推进。

图 14：本次交易完成后 KE 公司股权结构图



*按照SPA协议约定，交易主体可为上海电力或其子公司

资料来源：公司公告，申万宏源研究

KE 公司为当地发输配售一体化电力龙头，区位优势明显资源禀赋优质。KE 公司为巴基斯坦最大城市卡拉奇区域的电力龙头，现拥有 5 座发电站，总装机容量达 2243MW，约占巴基斯坦总装机容量的 10%，外购电力容量为 1043MW；公司拥有 1,249 公里架空线和电缆线路；拥有 21817 个各类变电站，19944 千米配电线路，覆盖面积 6500 平方千米，通过 28 个配电中心供电给 250 万用户，覆盖人群超过 2000 万人，为卡拉奇地区能源供应主导者。

表 6：巴基斯坦 KE 公司主要发电站资产

发电站名称	装机容量	投产年份	燃料
Bin Qasim 1 (BQPS 1)	1,260MW	1983-1996	重油燃料/天然气
Bin Qasim 2 (BQPS 2)	560MW	2012	天然气
Korangi CCGP	247MW	2008-2009	天然气
GE Jenbacher SITE (SGTPS 电站)	88MW；完成改造后 97.5MW	2009	天然气
GE JenbacherKorangi (KTGTPS 电站)	88MW；完成改造后 97.5MW	2009	天然气
合计	2243MW		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

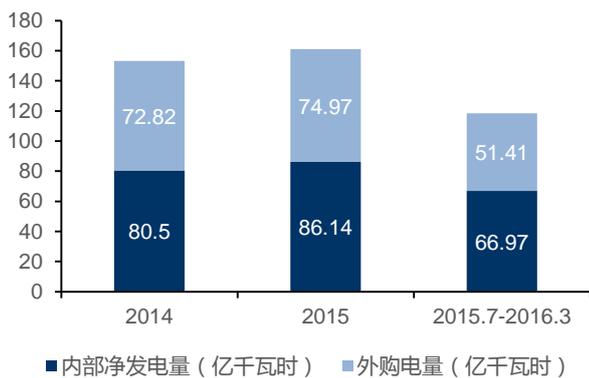
并购巴基斯坦 KE 公司将大幅提升公司资产规模、盈利水平，公司海外扩张实现跨越式发展。截至 2016 年 3 月 31 日，KE 公司总资产和净资产折合人民币分别为 220.78 亿元，93.19 亿元(汇率为 1:0.06171)，占上海电力同期相应指标的比例分别达 40.59%、56.98%。KE 公司 2015 财年(2014.7-2015.6)实现营业收入 116.46 亿元人民币，实现净利润 17.33 亿元人民币，占上海电力同期相应指标的比例分别为 68.48%、77.71%。本次并购一旦顺利完成，将大幅提升公司资产规模、盈利水平，同时公司海外扩张也将实现跨越式发展。

3.3 需求旺盛损耗改善 KE 业绩增长可期

巴基斯坦当地用电需求旺盛，KE 公司收入增长空间巨大。近年来巴基斯坦 GDP 保持良好增长态势，2015 年巴基斯坦 GDP 达 2700 亿元，同比增长 10.92%；经济快速增长带来巨大的电力需求。巴基斯坦国内电力严重短缺，自 2003 年开始进口电力，仍然无法满足国内电力需求。根据世界银行统计，巴基斯坦 2013 年人均用电量不足世界平均水平的六分之一，未来增长空间巨大。

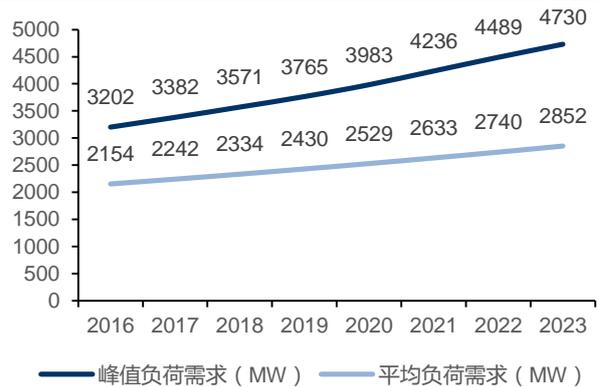
卡拉奇地区为巴基斯坦重要经济中心，用电需求旺盛。作为卡拉奇地区主要的电力供应商，KE 公司近年来发电数量不断上升，仍无法满足当地用电需求，公司接近一半的销售电量需要从其他供应商处购买。根据收购预案披露，KE 公司目前已经收到卡拉奇地区至 2020 年新增约 2.5GW 的负荷的申请。另经上海电力设计院预测，卡拉奇地区的电力峰值负荷在 2023 年预计将超过 4.5GW，具有较大的增长潜力。KE 公司作为卡拉奇地区主要的电力供应商，未来收入增长空间巨大。

图 15: KE 公司近年来发电、售电业务情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

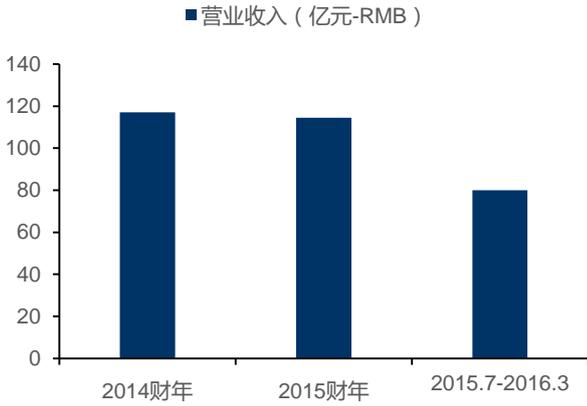
图 16: 卡拉奇地区 2016-2023 年峰值负荷预测



资料来源：公司公告，申万宏源研究

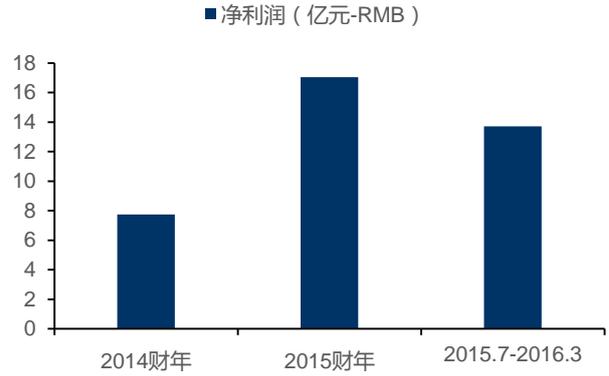
KE 公司近年来业绩较佳，受益用电需求上升收入有望持续增长。KE 公司作为巴基斯坦卡拉奇地区电力龙头，受益于当地用电需求持续上升，营收、净利润不断增长。其中 2015 财年营业收入下降主要为政府补贴电价下调所致，截至目前政府补贴仅占到公司最终电价水平的 11.36%，未来受到政府进一步下调补贴影响有限。KE 公司整体盈利能力较强，未来随着当地用电需求不断增加，业绩有望持续增长。

图 17: 2014 财年至今 KE 公司营收增长情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 18: 2014 财年至今 KE 公司净利润增长情况

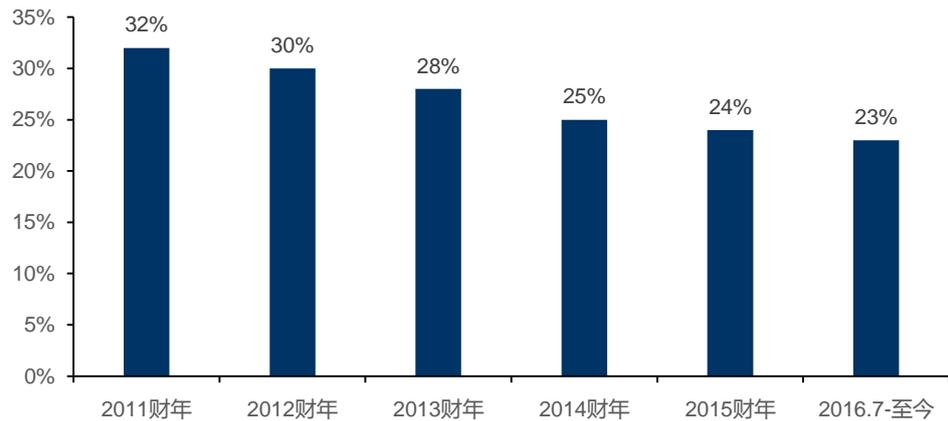


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 巴基斯坦卢比兑人民币汇率以 1: 0.06017 计

输配电损耗改善空间较大, 上海电力入主有望明显降低损耗释放业绩。KE 公司业务范围内卡拉奇电网输电网络分为三个电压等级, 即 220kV, 132kV 和少量的 66kV 输电网络, 包括合计约 1249 公里架空线和电缆线路。此外, KE 公司还拥有 64 座变电站, 133 台主变压器等输电配套设施。这些设备大多数较为老旧, 导致输配电损耗巨大, 2013 年以来 KE 公司逐步加强变电站和输电线路的运行维护, 更换老旧设备, 使得 KE 公司输配电损耗率逐步降低, 自 2011 财年的 32% 降低至目前的 23%, 未来仍存在较大改善空间。上海电力在马耳他项目上, 已有将国内先进管理经验, 技术引入当地, 顺利降低当地输配电损耗的成功经验。本次入主 KE 公司, 有望通过改善管理, 升级输配电网络, 增强 KE 公司盈利能力。

图 19: 2011 财年至今 KE 公司输配电损耗



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 清洁装机快速提升 海外业务持续发力

我们认为公司为国电投旗下区域电力龙头，近年来秉承“做精上海，做强国内，做优海外”的方针，积极布局国内和海外发电资产，装机结构不断优化。考虑到本次定增收购集团旗下江苏公司，以及现金收购巴基斯坦 KE 公司，我们预计公司 16-18 年归母净利润分别为 11.65 亿元、16.52 亿元、26.56 亿元，考虑到此次增发，对应的 16-18 年 EPS 分别为 0.54、0.63 和 1.02 元/股。对应的 16、17、18 年 PE 分别为 22 倍、19 倍、12 倍。

本文采用相对估值法，选取国电投下属电力平台以及其他区域型电力平台作为估值比较，行业同类可比公司 16 年、17 年和 18 年的 PE 分别为 26 倍、17 倍、13 倍，考虑到公司传统电力业务装机结构优质，收购集团旗下江苏公司大幅度改善华东地区装机布局，现金收购的巴基斯坦 KE 公司未来兼具成长空间和业绩弹性，我们认为公司 18 年 12 倍 PE 有所低估，未来随着海外扩张不断推进公司估值有望得到提升。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS (元)				PE			
		2016/12/11	(亿元)	2015	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
000875.SZ	吉电股份	6.48	95	0.08	0.08	0.17	0.32	80	81	38	20
000958.SZ	东方能源	15.39	85	0.81	0.68	0.79	-	19	23	20	-
000883.SZ	湖北能源	4.80	312	0.18	0.32	0.36	-	27	15	13	-
000600.SZ	建投能源	9.38	168	1.18	1.09	1.12	1.17	8	9	8	8
000543.SZ	皖能电力	8.06	144	0.65	0.54	0.64	0.73	12	15	13	11
600642.SH	申能股份	6.02	274	0.47	0.42	0.47	0.49	13	14	13	12
行业平均								26	17	13	
600021.SH	上海电力	11.73	251	0.62	0.54	0.63	1.02	22	19	12	

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：分行业营业收入预测（单位：百万元）

营业收入	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
电力	12347	12930	13594	12444	13165	13362
热力	1006	1104	1361	1260	1305	1350
江苏公司	-	-	-	-	2141	6451
KE 公司	-	-	-	-	9528	13632
燃料	6521	5948	1017	1017	1017	1017
维护检修	899	1535	412	400	400	400
技术服务	85	133	121	100	100	100
其他	63	344	302	50	50	50
内部抵销	-5993	-6267	-	-	-	-
合计	15132	16102	17006	15270	27705	36361

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：分行业营业成本预测（单位：百万元）

营业成本	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
电力	9,679	10,276	9871	8641	10091	10342
热力	765	838	1026	935	1091	1119
江苏公司	-	-	-	-	966	3948
KE 公司	-	-	-	-	6225	8673
燃料	6365	6480	1011	1013	1013	1013
维护检修	426	808	302	320	320	320
技术服务	29	58	55	40	40	40
其他	10	49	258	38	38	38
内部抵销	-5804	-6078	-	-	-	-
合计	15132	16102	17006	10985	19784	25491

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 10：盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	15,132	16,102	17,006	15,270	27,705	36,361
二、营业总成本	13,840	15,077	15,191	13,384	24,299	31,097
其中：营业成本	11,827	12,601	12,599	10,985	19,784	25,491
营业税金及附加	99	93	93	84	152	199
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	766	967	980	886	2,493	3,272
财务费用	1,147	1,409	1,437	1,442	1,870	2,134
资产减值损失	1	6	82	(13)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	841	817	842	638	422	340
三、营业利润	2,132	1,842	2,657	2,524	3,828	5,605
加：营业外收入	77	692	249	100	100	100
减：营业外支出	165	36	60	0	0	0
四、利润总额	2,044	2,498	2,845	2,624	3,928	5,705
减：所得税	357	546	616	606	1,069	1,636
五、净利润	1,687	1,952	2,230	2,018	2,859	4,069
少数股东损益	547	627	897	854	1,207	1,413
归属于母公司所有者的净利润	1,140	1,326	1,332	1,165	1,652	2,656
六、基本每股收益	0.55	0.62	0.62	0.54	0.63	1.02
全面摊薄每股收益	0.53	0.62	0.62	0.54	0.63	1.02

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。