



**买入**

**38% ↑**

目标价格:人民币 17.43

600021.CH

价格:人民币 12.66

目标价格基础:29倍 17年市盈率

板块评级:中立

# 上海电力

## 开拓海外电力市场, 打造“一带一路”标杆

公司积极开拓海外市场, 目前海外业务已经贡献净利润的 18.3%, 并且净利润显著高于国内业务。公司拟 10.3 倍 PE 收购巴基斯坦 KE 电力公司, 由于巴基斯坦缺电严重, KE 公司盈利能力强, 预计并表后公司归属净利润实现翻番, 并后续有大量 EPC 业务订单。公司拟收购集团的江苏公司, 将成为集团的东南地区资产平台。我们给予其买入的首次评级, 目标价格 17.43 元。

### 支撑评级的要点

- **上海地区电力龙头, 海外电力业务先行者。**公司是上海地区最大的发电企业, 目前清洁能源装机比例已经超过三分之一。截至 2016 年底, 公司海外资产总额 77.59 亿元, 同比增长 17.86%, 海外营收 11.05 亿元, 同比增长 47.1%; 海外净利润为 3.02 亿元, 同比增长 89.29%, 占公司净利润的 18.3%。海外业务的净利率水平为 27.3%, ROA 为 3.9%, 分别高于国内业务的 9.0% 和 3.5%。
- **国际化进程加速, 打造一带一路标杆。**公司拟以 17.7 亿美元的价格收购巴基斯坦 KE 公司 66.4% 的股权, 收购 PE 为 10.33, 显著低于行业平均水平。KE 公司是发、输、配电业务的垂直一体化上市公司, 预计 2016 年公司实现净利润 3.6 亿美元, 扣除掉收购对价带来的财务费用, 净收益为 10.5 亿元, 是公司 2016 年归属净利润的 115%。完成并表后, 上海电力大部分的利润将会来自海外。
- **受益国企改革, 整合集团优质资产。**公司拟以 30.1 亿元的价格收购集团的江苏分公司 100% 股权, 对应收购 PE 为 20.76, 并募资资金 20.9 亿元用于支付收购对价和募投项目建设。江苏公司目前用风电和光伏装机 56 万千瓦, 没有弃风弃光现象, 净利率高达 24.1%, 远高于公司 10.3%。预计在 2016 年实现净利润 1.45 亿, 是公司归属净利润的 15.8%。

### 评级面临的主要风险

- 收购 KE 公司进展缓慢; 增发募资进度不及预期; 市场波动。

### 估值

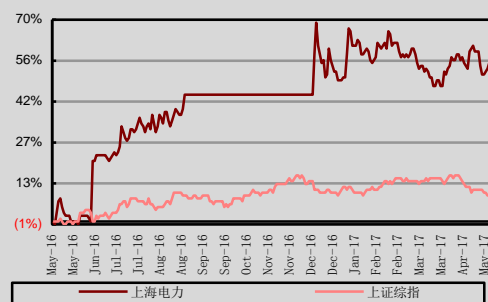
- 我们预计公司 2017-2019 年的每股收益分别是 0.60、1.03 和 1.27 元, 对应当前股价的市盈率分别为 21.1、12.3 和 10.0 倍, 首次覆盖给予买入评级, 目标价为 17.43 元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,700,634	1,604,644	2,012,224	2,734,612	3,122,927
变动(%)	6	(6)	25	36	14
净利润(人民币 百万)	133,244	91,646	156,950	269,416	331,998
全面摊薄每股收益(人民币)	0.623	0.428	0.600	1.030	1.270
变动(%)	0.5	(31.2)	40.1	71.7	23.2
全面摊薄市盈率(倍)	20.3	29.6	21.1	12.3	10.0
价格/每股现金流量(倍)	5.8	6.8	16.1	4.0	3.9
每股现金流量(人民币)	2.16	1.87	0.79	3.18	3.28
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.1	2.3	1.8	0.5	(0.2)
每股股息(人民币)	0.250	0.180	0.252	0.433	0.534
股息率(%)	2.0	1.4	2.0	3.4	4.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.8	(1.0)	(3.2)	56.0
相对上证指数	5.5	5.3	0.0	47.3

发行股数(百万)	2,140
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	27,089
3个月日均交易额(人民币 百万)	187
净负债比率(%) (2017E)	97
主要股东(%)	
国家电力投资集团公司	43

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2017 年 5 月 9 日收市价为标准

### 相关研究报告

《上海电力 2016 年报点评: 业绩下降符合预期, 收购 KE 实现海外再造一个上海电力》2017.4.10

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

公用事业: 电力

李怡棉\*

(8610)66229366

yimian.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516040001

\*孙曙光为本报告重要贡献者

## 目录

<b>上海地区电力龙头，海外电力业务先行者 .....</b>	<b>4</b>
上海地区最大发电公司 .....	4
积极转型新能源发电，清洁能源比重稳步提升 .....	5
供热业务发展趋势平稳 .....	6
国际化步伐加快，海外项目成为重要盈利增长点 .....	6
<b>国际化进程加速，打造一带一路标杆 .....</b>	<b>7</b>
收购巴基斯坦 KE 公司，海外再造上海电力 .....	7
巴基斯坦电力需求强劲，一带一路未来市场空间广阔 .....	10
<b>受益国企改革，整合集团优质资产 .....</b>	<b>12</b>
国务院鼓励国有企业改革，提高资产证券化水平 .....	12
收购集团旗下江苏公司，受益国企改革 .....	12
<b>盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>15</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>16</b>
<b>研究报告中所提及的有关上市公司 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司 2016 年主营业务各项收入占比.....	4
图表 2. 公司 2016 年主营业务收入分地区情况.....	4
图表 3. 公司 2013-2016 年营业收入情况.....	5
图表 4. 公司 2013-2016 年净利润情况.....	5
图表 5. 公司 2016 年装机结构.....	6
图表 6. 上海电力海外资产情况.....	7
图表 7. KE 公司股权结构方框图.....	8
图表 8. 市场可比公司及估值（截至 2016 年 3 月 31 日）.....	8
图表 9. KE 公司发电及外购电情况.....	9
图表 10. KE 公司营业收入结构.....	9
图表 11. KE 公司电价构成情况.....	10
图表 12. 巴基斯坦人均用电量与世界人均用电量比较.....	10
图表 13. 巴基斯坦总人口及其增长率.....	10
图表 14. 江苏公司估值情况.....	12
图表 15. 江苏公司营业收入及净利润情况.....	13
图表 16. 江苏公司营业收入构成情况.....	13
图表 17. 江苏公司主要发电指标情况.....	14
损益表(人民币 百万).....	17
资产负债表(人民币 百万).....	17
现金流量表(人民币 百万).....	17
主要比率 (%).....	17

## 上海地区电力龙头，海外电力业务先行者

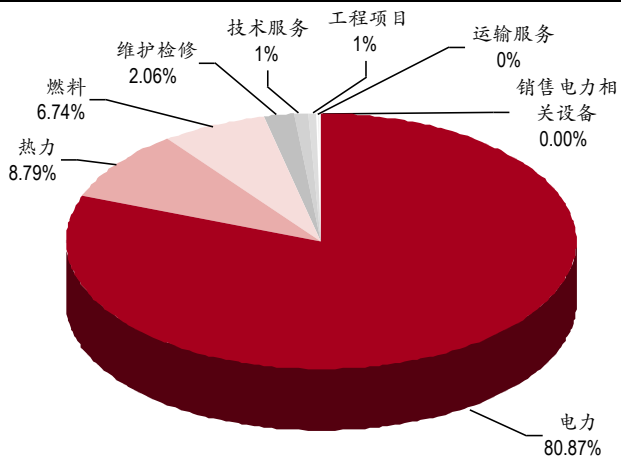
### 上海地区最大发电公司

公司是一家大型发电公司，主营发电业务，为上海地区最大的电力生产企业。截至 2016 年年底，公司控股装机容量为 980.49 万千瓦。公司致力于能源高效利用、清洁能源、新能源、现代电力服务业以及循环经济等领域的发展。通过不断开拓、改革和创新，公司业务涵盖高效燃煤火力发电、燃气发电和风电、太阳能发电及分布式供能等领域；产业布局遍及全国，并逐步向海外开拓。

公司主营业务包括发电、供热、电力服务等。其中发电业务是公司的核心业务，在加快煤电低碳高效发展的基础上，公司大力发展风电、太阳能发电等可再生新能源产业，大力提高可再生能源的发电比重。按照“做精上海、做优国内、做强海外”的发展思路，公司发电产业发展已经辐射全国。热力业务是公司的重要业务。公司售热业务集中于上海地区，热力收入主要来自公司所属漕泾热电、吴泾热电厂、外高桥发电等电厂，主要服务对象为重点工业企业以及电厂所在地区居民。在提供电力能源的同时，公司围绕发电主业，依托人才、技术、运行管理等多种内在优势，扩大电站管理、技术服务、运营、检修维护等能源服务市场。

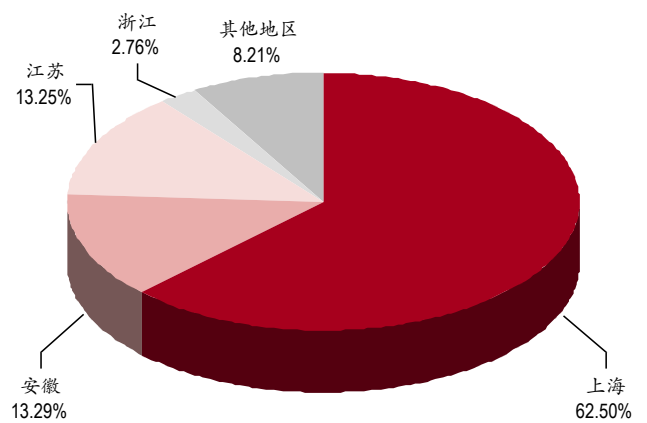
2016 年公司火电力业务营收为 128.06 亿元，同比降低 5.80%；供热业务营收为 13.91 亿元，同比增加 2.22%；燃料业务营收为 10.67 亿元，同比增加 4.91%；维护检修业务营收为 3.26 亿元，同比降低 20.92%；其他业务营收 2.45 亿元，同比降低 41.85%。

图表 1. 公司 2016 年主营业务各项收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 公司 2016 年主营业务收入分地区情况

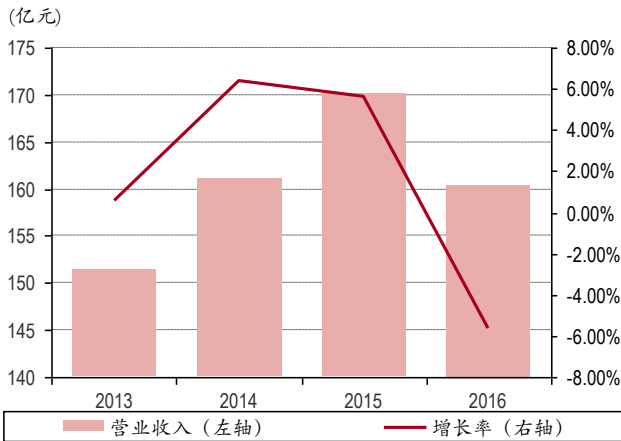


资料来源：公司公告，中银证券

公司的发电和供热等主要业务都集中在华东地区，特别是上海地区。2016 年，上海地区的营业收入占据了公司总收入的 60% 以上。

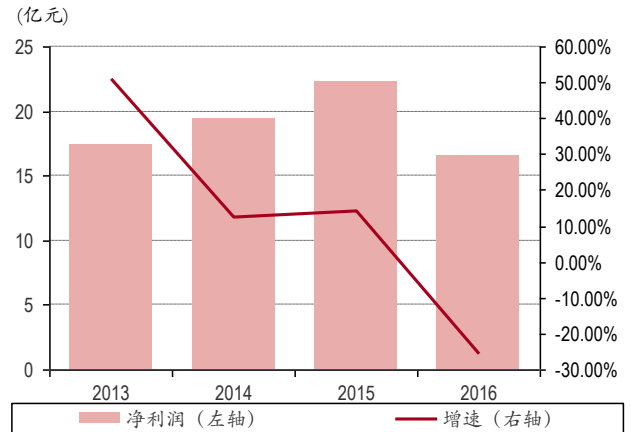
2016年，公司全年完成发电量346.40亿千瓦时，供热量1471.53万吉焦；实现归属于母公司净利润9.16亿元，同比减少31.22%；归属于母公司每股净资产4.81元，同比增长0.32%，基本每股收益0.43元，加权平均净资产收益率8.77%；扣除非经常性损益后，实现归属于母公司净利润8.39亿元，同比减少18.12%。2016年公司业绩下滑的主要原因在于煤电上网电价下降、煤价短期内巨幅上涨、发电利用小时数持续下降等诸多不利因素，造成公司减少收益12.20亿元，如还原上述因素按可比口径计算，公司实现利润增长18.80%。

图表 3. 公司 2013-2016 年营业收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

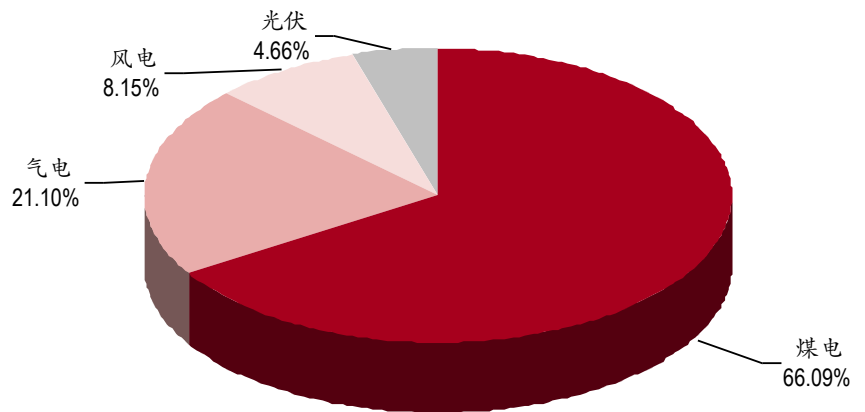
图表 4. 公司 2013-2016 年净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

### 积极转型新能源发电，清洁能源比重稳步提升

发电业务是公司的核心业务。按照“做精上海、做优国内、做强海外”的发展思路，公司发电产业发展已经辐射全国。在加快煤电低碳高效发展的基础上，公司大力发展风电、太阳能发电等可再生新能源产业，大力提高可再生能源的发电比例。2013年至2015年，公司清洁能源装机占总装机容量分别为28.86%、26.92%及30.79%，整体呈上涨趋势。2016年公司控股装机容量为980.49万千瓦，清洁能源占装机规模的33.91%，其中：煤电648万千瓦，占比66.09%，气电206.88万千瓦，占比21.10%，风电79.94万千瓦，占比8.15%，光伏发电45.67万千瓦，占比4.66%。并且随着日本光伏项目的投产，该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，成为公司在向能源高效利用、清洁能源、新能源转型的境外标杆项目，为保障公司新能源业务发展提供有力的外部支撑。

**图表 5. 公司 2016 年装机结构**


资料来源：公司公告，中银证券

2016 年，公司新能源业务完成利润 1.17 亿元，同比增长 263.07%，其中风电板块实现利润 0.68 亿元，同比增加 533.03%，光伏板块实现利润 0.48 亿元，同比增加 126.61%。新能源发电方面，风电完成 8.16 亿千瓦时，同比增长 141.29%，光伏发电完成 5.15 亿千瓦时，同比增长 57.61%。截至 2016 年底，公司建成投产新能源项目 44.22 万千瓦，装机容量突破百万，达 125.61 万千瓦，增幅 54.33%，创历史新高。公司的新能源项目核准规模 41.61 万千瓦，开工 41.79 万千瓦，在建 37.47 万千瓦。预计未来新能源项目增长态势良好，

### 供热业务发展趋势平稳

供热业务是公司的重要业务，2016 年公司供热量 1,471.53 万吉焦，供热业务收入 13.91 亿元，同比增长 2.22%，收入占比从 2013 年的 4.81% 稳步上升至 2016 年的 8.79%，供热业务贡献利润 3.68 亿元，同比增长 14.95%。公司供热业务集中于上海地区，热力收入主要来自公司所属漕泾热电、吴泾热电厂、外高桥发电等电厂，主要服务对象为重点工业企业以及电厂所在地区居民。公司全面贯彻上海市大力推行小型燃煤锅炉关停替代工作，不断扩大集中供热量，在上海市公共热力市场的占有率为 56.3%。公司热电联供机组容量较大、效率较高。公司所属漕泾热电拥有国内最大的燃气蒸汽联合循环热电联供机组，其供热量、供热参数等均在业内领先，处于国内外同类设备领先水平。

### 国际化步伐加快，海外项目成为重要盈利增长点

海外、供热、新能源、电站服务业等板块的利润水平持续增长，公司业务结构进一步优化，整体抗风险能力进一步提升。其中海外开拓成效显著。公司正式签署收购巴基斯坦 KE 公司 66.4% 股权的买卖协议，并获得中国发改委和商务部的批准，该项交易将在外方满足交割先决条件后按照买卖协议的相关约定实施交割。日本兵库三田光伏实现投产商运，茨城筑波光伏实现部分并网。马耳他 D3 电厂油改气一期工程完成轻油改造。黑山风电完成“四通一平”。坦桑尼亚气电、莫桑比克煤电、埃及煤电、南非气电等项目前期工作正积极推进。2016 年末公司海外资产总额 77.59 亿元，同比增长 17.86%，海外营收 11.05 亿元，同比增长 47.1%；海外净利润为 3.02 亿元，同比增长 89.29%，占公司净利润的 18.3%。海外业务的净利率水平为 27.3%，ROA 为 3.9%，分别高于国内业务的 9.0% 和 3.5%。

## 国际化进程加速，打造一带一路标杆

### 收购巴基斯坦 KE 公司，海外再造上海电力

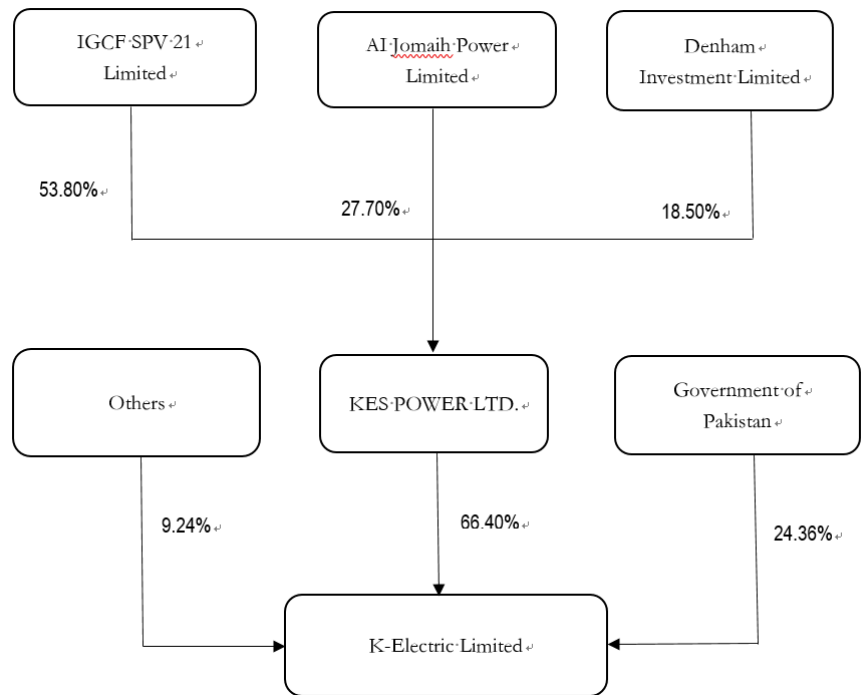
公司结合自身实际，发挥地域优势，制定了“立足上海、面向华东、拓展海外”的战略布局，积极开拓海外业务。着眼于国外矿产资源，大力“引进来”，着眼于国外发电市场，主动“走出去”，为公司提升资源掌控力和核心竞争力、保障公司在上海和华东的业务发展提供有力的外部支撑。目前，公司海外业务涉及资源开发、海外投资和电力服务，产业涉及火电、气电、新能源、水电和煤炭等，海外布局遍及日本、澳大利亚、坦桑尼亚、伊拉克、印度尼西亚、土耳其等国家。“十三五”期间，公司制定的海外发展计划着眼于完善在孟中印缅、中国—中亚—西亚、中巴等六大经济走廊的市场布局，拓展“一带一路”沿线重要国家市场，力争在“十三五”期间完成再造一个“上海电力”的战略计划。

图表 6. 上海电力海外资产情况

公司名称	权益比例(%)	所处行业	主营业务	实收资本 (万元)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	净利润 (万元)
上海电力能源发展(香港)有限公司	100.00	电力	电力生产、销售	78,817.13	510,682.03	118,111.63	22,975.50
上海电力日本株式会社	100.00	电力	光伏发电	24,612.62	130,540.21	45,187.32	(5,540.61)
土耳其 EMBA 发电有限公司	78.21	电力	电力生产、销售	112,129.78	113,142.29	110,130.21	12,677.27
新马耳他能源公司	33.33	电力	电力生产、销售	223,668.00	666,783.67	308,173.10	27,396.46
上坦发电有限公司	60.00	电力	电力生产、销售	2,033.76	2,133.26	422.18	(822.45)

资料来源：公司公告，中银证券

2016年10月28日，公司2016年第十一次临时董事会通过公司以现金方式收购 KES Power Limited 持有的 K-Electric Limited 18,335,542,678 股的股份，约占 KE 公司总发行股本的 66.40%，可支付对价为 17.70 亿美元，构成重大资产重组，并视 KE 公司经营情况给予交易对方或其指定方奖励金合计不超过 0.27 亿美元。

**图表 7. KE 公司股权结构方框图**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 8. 市场可比公司及估值（截至 2016 年 3 月 31 日）**

可比公司	所在国	业务领域	可比因素	EV/EBITDA
Hub Power Company	巴基斯坦	发电	本国能源行业龙头，市场价值可比。	8.19
Tata Power	印度	发输配电	NEPRA 在设计其电价结构大部分借鉴了邻国印度，因此能源行业体系可比。	6.34
Tenaga Nasional Berhad	马来西亚	发输配电	受制于巴基斯坦及南亚区域内有限的可比公司，我们将筛选范围扩充至东南亚发展中国家中与标的公司主业领域完全可比，即同时覆盖发电、输电和配电的公司。	7.63

资料来源：公司公告，中银证券

市场法下，选取中东及东南亚规模以上的 3 家电力行业上市公司展开比较。基于市场可比上市公司分析，上述 3 家同类上市公司 EV/EBITDA 平均值为 7.39，KE 公司未来 12 个月预期 EBITDA 为 4.89 亿美元，由此得出 KE 公司整体企业价值为 34.31-36.12 亿美元之间，扣除 8.07 亿元净负债，KE 公司 100% 股权价值为 26.24-28.05 亿美元，对应 KE 公司 66.40% 股权价值区间为 17.43-18.63 亿美元。



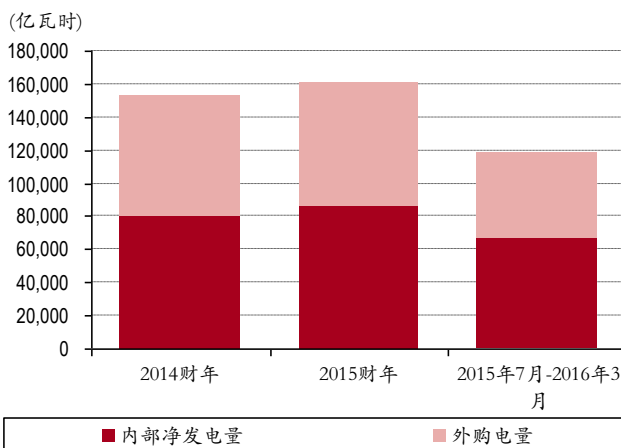
KE 公司是从事发、输、配售电业务的垂直一体化上市公司，拥有卡拉奇及其毗邻地区的发电、输电及配电业务许可。截至 2016 年 3 月 31 日，KE 公司总资产和净资产规模分别为 220.78 亿元、93.19 亿元，占上市公司同期相应指标的比例分别达 40.59%、56.98%；2015 年实现营业收入、净利润分别为 116.46 亿元、17.33 亿元，占上海电力 2015 年度相应指标的比例分别达 68.48%、77.71%。通过本次交易，有利于大幅提升公司的资产规模，增强盈利能力。公司的产业布局将自发电向输配电领域延伸并实现在南亚地区的提前布局，有利于公司积累海外尤其是“一带一路”沿线电力行业的业务及管理经验，深入与当地市场环境、经营环境、法律环境进行融合，持续推动公司在“一带一路”范围内的战略布局。通过内生式发展和“走出去”相结合的方式，为实现公司“十三五”战略奠定基础。

发电业务方面，公司拥有 5 座发电站，装机规模达到 2243MW，约占巴基斯坦总装机容量的 10%，并在巴基斯坦经济发达的卡拉奇地区拥有领导地位。同时，KE 公司还对外采购电力满足用户需求，外购电力容量为 1043MW。

输配电业务方面，公司拥有约 1249 公里架空线和电缆线路；21,817 个各类变电站，19,944 千米配电线路，覆盖面积 6,500 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 2,000 万人，为卡拉奇地区能源供应主导者。

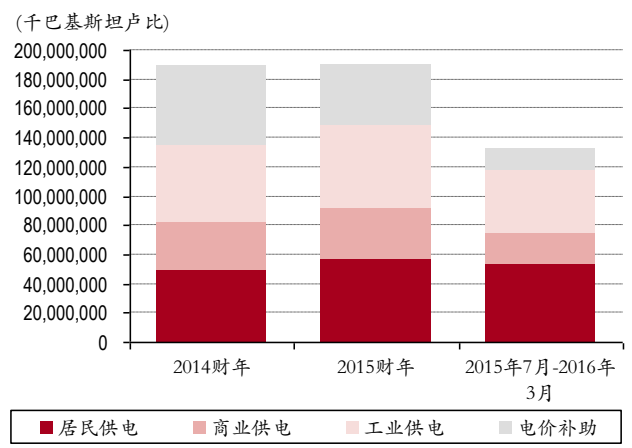
售电业务方面，2014 年、2015 年及 2015 年 7 月至 2016 年 3 月，KE 公司可供销售电量分别达 153,320 亿瓦时、161,110 亿瓦时和 118,380 亿瓦时。KE 公司的营业收入主要来源于居民用电、工业用电和商业用电。2014 财年、2015 财年及 2015 年 7 月至 2016 年 3 月分别实现营业收入 18.57 亿美元、18.17 亿美元和 12.70 亿美元，整体相对较稳定。（注：美元对巴基斯坦卢比的汇率来源于万得，系截至 2016 年 3 月 31 日的汇率（1 美元=104.7548 巴基斯坦卢比））

图表 9. KE 公司发电及外购电情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. KE 公司营业收入结构



资料来源：公司公告，中银证券

根据巴基斯坦当地法规，KE 公司的电费定价及日常经营受巴基斯坦电力监管局 (NEPRA) 监管。KE 公司目前执行的多年期电价 (MYT) 协议由 NEPRA 批准并于 2009 年 7 月 1 日生效，有效期为 7 年。MYT 主要由三个部分组成：基础电价+周期性成本变动调整+年度运维成本调整（基于 CPI）。MYT 协议于 2016 年 6 月到期，近期，巴基斯坦国家电力监管局 (NEPRA) 在其网站上公布了 KE 公司的新多年电价机制 (MYT)。该新 MYT 不符合买卖双方预期。目前，KE 公司已向 NEPRA 申请复议，并已向当地法院申诉且获得法院判令，明确 KE 公司在获得新 MYT 复议结果前，原 MYT 将一直适用。

**图表 11. KE 公司电价构成情况**

项目 (巴基斯坦卢比/千瓦时)	2015 年 7 月至 2016 年 3 月	2015 年度	2014 年度
最终电价	14.56	15.48	16.99
其中：用户电价	12.94	12.08	12.15
补助电价	1.62	3.4	4.84

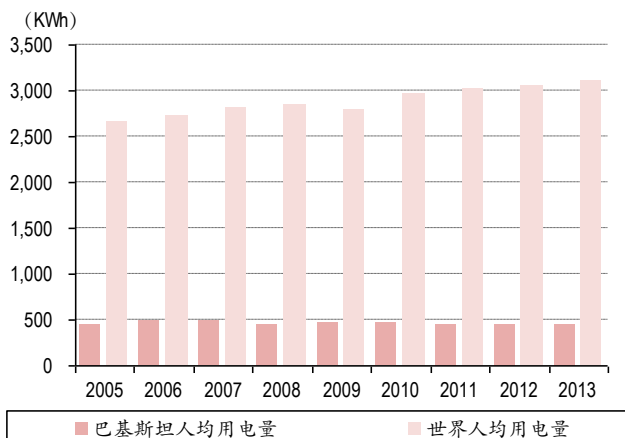
资料来源：公司公告，中银证券

由于巴基斯坦政府逐年减少电价补贴，KE 公司对于政府补助的依赖逐年降低，由 2013 财年的 41% 下降为 2016 年当期的 11%。由于巴基斯坦政府致力于统一全国电价，电价补贴下降的趋势将会一直延续。与此同时，KE 公司通过降低成本及损耗等方式提升了经营效率，使得营业收入有所增加。未来，鉴于卡拉奇电力需求旺盛，预计随着电费增加及效率提高，预计 KE 公司的售电收入将进一步提高，对于政府的依赖性将进一步下降。

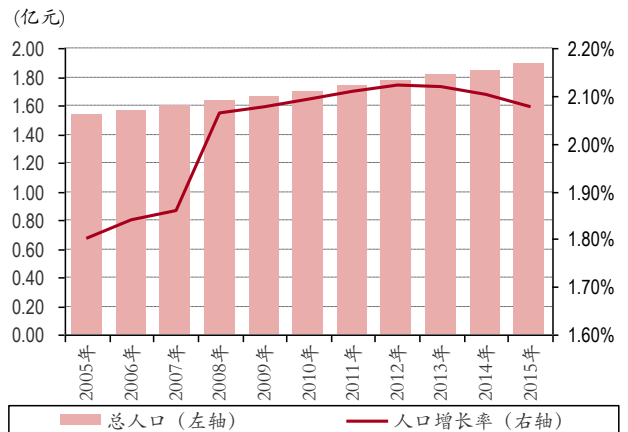
2016 年 KE 公司预计全年可实现净利润 3.6 亿美元。如果按照 7.0 的汇率计算，KE 公司 2016 年净利润约为 25.2 亿元，66.4% 的股权对应 16.7 亿元。扣除掉收购对价带来的财务费用，净收益为 10.5 亿元，是公司归属净利润的 115%，预计收购完成后将增厚公司业绩超过一倍。2017 年完成并表后，上海电力大部分的利润将会来自海外。

### 巴基斯坦电力需求强劲，一带一路未来市场空间广阔

近年巴基斯坦 GDP 保持了良好的增长态势。根据世界银行统计数据，2015 年，巴基斯坦 GDP 达 2,700 亿美元，同比增长 10.92%。电力供需方面，巴基斯坦电力需求与发电量存在较大差距，电力供需矛盾明显，巴基斯坦从 2003 年开始进口电力，但仍不能解决供需矛盾。巴基斯坦国家输配电有限公司辖区实际电力需求约 1,800-2,000 万千瓦，实际发电能力约 1,200-1,400 万千瓦，缺电达 600 万千瓦。根据世界银行统计数据，2013 年巴基斯坦人均用电量尚不足世界平均水平的六分之一，远低于亚洲平均水平，且低于非洲水平。2014-15 财年，巴基斯坦进口电力规模达 443GWh。根据巴基斯坦 2016 年人口报告，巴基斯坦年均人口增长率约为 1.89%，预计到 2050 年巴基斯坦全国总人口将达 3.42 亿人，成为全球第 5 人口大国。国民经济和国家人口的稳步增长意味着巴基斯坦未来的电力需求增长潜力巨大。

**图表 12. 巴基斯坦人均用电量与世界人均用电量比较**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 13. 巴基斯坦总人口及其增长率**


资料来源：万得，中银证券

巴基斯坦《2013年国家电力政策》提出，希望在2017年消除电力短缺并从2018年开始出现电力盈余。目前，巴基斯坦正在建设火电、风电、光伏等电力项目。根据巴基斯坦财政部《2015-16财年经济调查报告》，2015-16财年，巴基斯坦政府共为电力项目开发安排3,171.8亿卢比资金。同时，政府向电力企业提供大量补贴。除资金支持外，巴基斯坦政府也为本国电力行业制定了详尽的中长期发展规划并策划国有电力部门的私有化以提升运营效率。电力短缺已经成为制约巴基斯坦经济增长的重要原因之一，巴基斯坦政府高度重视电力行业的发展。在巴基斯坦国家经济委员会通过的《巴基斯坦2016-17财年预算》中，电力行业是财年发展重点，总投资规模预计为4,100亿卢比，其中1,570亿卢比来自政府预算资金，2,530亿卢比来自水电开发署、国家输电公司和发电企业等。

“一带一路”覆盖国家总人口达到46亿，大部分国家跟巴基斯坦类似，人均用电量和发达国家差距甚远，具有广阔的市场潜力。“一带一路”覆盖国家的电网升级改造潜力巨大。“一带一路”覆盖的大部分亚洲国家的电力传输损耗都比较高，如KE公司的线损率高达20%以上。未来可通过线路优化升级实现损耗降低、成本降低，有利于进一步提升经营效益。因此，沿线国家电力需求增长以及对电力技术设备升级将创造出广阔的市场空间。本次交易有利于公司布局“一带一路”沿线相关电力基础项目，提升相关国家的市场份额和市场影响力。

## 受益国企改革，整合集团优质资产

### 国务院鼓励国有企业改革，提高资产证券化水平

2015年以来，中共中央、国务院先后出台了《关于深化国有企业改革的指导意见》、《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》等一系列国企改革文件，鼓励国有企业积极实行改革、提高国有资本流动性。国资委亦出台文件要求“央企要加大资本运作力度，推动资产证券化”。提高国有资产证券化率是国资国企改革的重要手段之一。

2015年6月，国务院国资委发布《关于进一步做好中央企业增收节支工作有关事项的通知》，要求“央企要加大内部资源整合力度，推动相关子企业整合发展，并加大资本运作力度，推动资产证券化，用好市值管理手段，盘活上市公司资源，实现资产价值最大化”。2015年9月，中共中央、国务院下发《关于深化国有企业改革的指导意见》，明确提出“支持企业依法合规通过证券交易、产权交易等资本市场，以市场公允价格处置企业资产，实现国有资本形态转换，变现的国有资本用于更需要的领域和行业”。

### 收购集团旗下江苏公司，受益国企改革

2016年10月，公司发布公告拟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，并向不超过10名特定投资者发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过209,200.00万元。本次交易完成后，江苏公司将成为上海电力的全资子公司，江苏公司及其下属的其他新能源资产将注入上海电力。

江苏公司业务涉及陆地和海上风力发电、光伏发电、燃煤发电、港口物流。2014年、2015年及2016年1-8月，江苏公司分别实现营业收入3.32亿元、5.73亿元及4.75亿元；实现净利润0.71亿元、1.16亿元及1.14亿元，整体呈稳定增长趋势，预计2016年全年可实现净利润1.45亿元，是公司归属净利润的15.8%，预计收购完成后将贡献公司接近五分之一的利润。

截至2016年9月末，上海电力的资产负债率为69.87%，与可比上市公司的平均水平相当。本次交易有利于扩大上海电力的净资产规模，募集配套资金有利于上海电力做出长期的资金使用安排，进一步为上海电力的长远发展提供保障。

图表 14. 江苏公司估值情况

项目	市盈率 (TTM)	市净率
可比公司平均值	26.01	1.93
同行业可比交易平均值	19.43	1.61
江苏公司 100%股权	20.76	1.25

资料来源：公司公告，中银证券

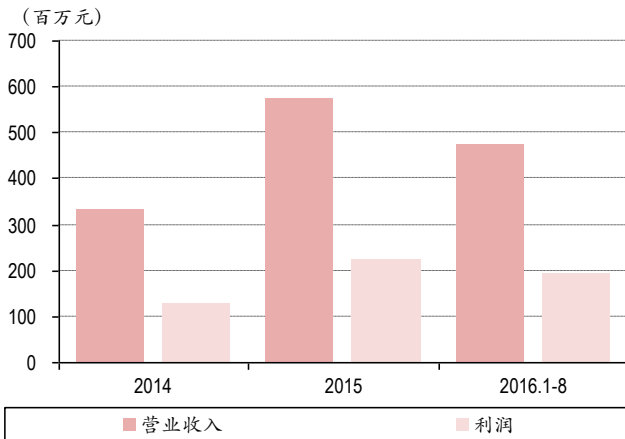
(注1：可比公司选取中银万国行业分类，火电行业及新能源发电行业上市公司作为比较基准。  
 注2：同行业可比交易采用2015年以来A股上市公司并购火电、风电、光伏发电等能源资产交易。  
 注3：江苏公司市盈率为评估价值/2016年预测净利润；市净率为评估价值/评估基准日标的资产账面价值。)

根据上表，江苏公司 100% 股权的预估结果对应的市净率为 1.25，均低于可比上市公司和可比交易的平均估值水平（分别为 1.93 和 1.61）；可比交易的市盈率平均值为 19.43 倍，江苏公司 100% 股权的预估结果对应的市盈率为 20.76 倍，与同行业可比交易市盈率均值接近，但明显低于可比公司的均值 26.01 倍。考虑到江苏公司在建项目较多，且百万机组项目和新能源电力项目投产后预计盈利能力突出，其盈利及业绩将在未来逐步释放，本次收购将会为公司带来可观的溢价。

江苏公司当前在运装机容量全部为风电和光伏发电。2015 年，江苏公司头晋二期风电场、振东二期风电场、东海马陵山风电场、贾汪风电场、建湖五期光伏电场正式投产运营，江苏公司的在运装机容量增至 56.06 万千瓦，营业收入较上年增长超过 45%，发展迅速。江苏“十三五”期间制定了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。本次收购完成后，公司可以继续顺应低碳经济，着力发展新能源产业，进一步提升公司清洁能源占比，并填补公司海上风电空白，公司电源结构和布局将进一步优化，有助于增强公司的竞争力和持续经营能力，提高可持续发展能力。

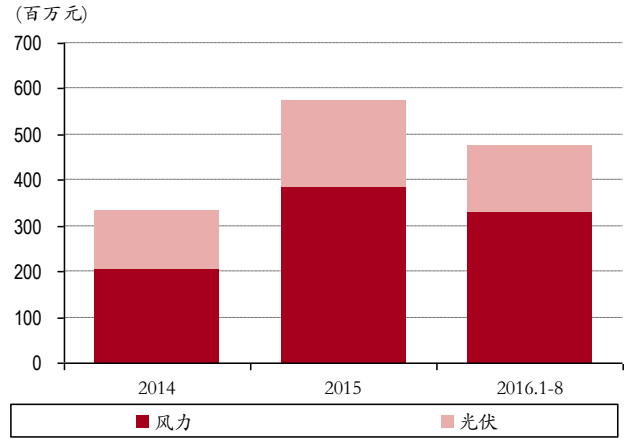
2014 年、2015 年及 2016 年 1-8 月，江苏公司分别实现营业收入 3.32 亿元、5.73 亿元及 4.75 亿元；实现净利润 0.71 亿元、1.16 亿元及 1.14 亿元。其中，2015 年度较 2014 年度增加 24,073.77 万元，增幅达 72.50%；2016 年 1-8 月较 2015 年同期增长 7,653.13 万元，增幅 19.20%。主营业务收入持续增长主要由于发电项目的不断完工投入生产所致。

图表 15. 江苏公司营业收入及净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 江苏公司营业收入构成情况



资料来源：公司公告，中银证券

目前江苏公司已投运的发电资产均为风电资产和光伏发电资产，全部在江苏省境内。风电资产由下属的滨海新能源、东海风电、贾汪新能源、滨海风力和滨海海上风五家子公司负责运营，已投产风力发电项目 8 个，总装机容量 40.64 万千瓦，待建风力发电项目 4 个，总装机容量 60.08 万千瓦。光伏发电资产由下属的大丰光伏、建湖光伏、洪泽光伏、常熟光伏、高邮新能源和涟水新能源六家项目公司负责运营。已投产光伏发电项目 12 个，总装机容量 15.42 万千瓦。燃煤发电资产由下属的中电投协鑫滨海发电有限公司负责建设运营，目前属于在建工程，装机容量为 200.00 万千瓦，预计 2017 年投产运行后，燃煤发电将成为江苏公司主营业务的重要组成部分和新的利润增长点。

**图表 17. 江苏公司主要发电指标情况**

项目	2016 年 1-8 月	2015 年度	2014 年度
可控装机容量 (万千瓦)	66.06	54.80	32.98
其中: 风电 (万千瓦)	50.64	40.22	19.40
光伏 (万千瓦)	15.42	14.58	13.58
发电量 (亿千瓦时)	7.56	9.09	6.40
其中: 风电 (亿千瓦时)	6.25	7.45	5.05
光伏 (亿千瓦时)	1.31	1.65	1.35
上网电量 (亿千瓦时)	7.35	8.87	6.17
其中: 风电 (亿千瓦时)	6.04	7.24	4.83
光伏 (亿千瓦时)	1.31	1.64	1.34
发电机组平均利用小时 (小时)	1,144.90	1,863.33	2,065.66
其中: 风电 (小时)	1,234.07	2,074.90	2,600.57
光伏 (小时)	852.05	1,263.58	1,171.75
平均上网电价 (元/千瓦时)	0.65	0.65	0.67
其中: 风电 (元/千瓦时)	0.54	0.53	0.52
光伏 (元/千瓦时)	1.12	1.15	1.22

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 盈利预测与投资建议

我们假定 KE 公司在下半年并表，年底之前完成增发募资收购江苏公司，预计预计 2017-2019 年公司的每股收益分别为 0.60、1.03 和 1.27 元，对应当前 12.99 的股价，估值分别为 21.1、12.3 和 10.0 倍，考虑到公司后续在巴基斯坦开展电力 EPC 工程带来的利润，首次覆盖给予 **买入** 评级，目标价为 17.43 元，强烈推荐。

## 风险提示

收购 KE 公司进展缓慢；增发募资进度不及预期；市场波动。



**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,700,634	1,604,644	2,012,224	2,734,612	3,122,927
销售成本	(1,269,226)	(1,251,996)	(1,427,189)	(1,811,023)	(2,093,172)
经营费用	78,191	97,299	63,441	17,923	(6,544)
息税折旧前利润	509,600	449,947	648,475	941,512	1,023,21
折旧及摊销	(184,457)	(203,580)	(195,403)	(195,403)	(195,403)
经营利润(息税前利润)	325,143	246,368	453,073	746,109	827,808
净利息收入/(费用)	(143,654)	(115,028)	(156,814)	(184,410)	(118,430)
其他收益/(损失)	103,052	85,008	74,256	74,313	74,371
税前利润	284,540	216,349	370,514	636,012	783,749
所得税	(61,561)	(50,991)	(87,327)	(149,902)	(184,722)
少数股东权益	89,736	73,711	126,237	216,694	267,029
净利润	133,244	91,646	156,950	269,416	331,998
核心净利润	137,330	94,546	157,321	269,800	332,395
每股收益(人民币)	0.623	0.428	0.600	1.030	1.270
核心每股收益(人民币)	0.642	0.442	0.602	1.032	1.271
每股股息(人民币)	0.250	0.180	0.252	0.433	0.534
收入增长(%)	6	(6)	25	36	14
息税前利润增长(%)	34	(24)	84	65	11
息税折旧前利润增长(%)	28	(12)	44	45	9
每股收益增长(%)	1	(31)	40	72	23
核心每股收益增长(%)	(7)	(31)	36	71	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	482,434	369,252	413,479	561,810	641,544
应收帐款	308,615	298,202	423,432	589,924	562,806
库存	29,297	52,065	40,582	76,884	58,903
其他流动资产	32,602	29,341	41,194	48,236	55,142
<b>流动资产总计</b>	<b>852,947</b>	<b>748,861</b>	<b>918,688</b>	<b>1,276,854</b>	<b>1,318,396</b>
固定资产	3,246,940	3,523,871	3,332,396	3,140,920	2,949,445
无形资产	130,026	132,093	128,168	124,242	120,317
其他长期资产	887,613	1,054,330	1,053,238	1,030,633	1,046,067
<b>长期资产总计</b>	<b>4,264,579</b>	<b>4,710,295</b>	<b>4,513,801</b>	<b>4,295,796</b>	<b>4,115,828</b>
<b>总资产</b>	<b>5,199,075</b>	<b>5,555,257</b>	<b>5,439,847</b>	<b>5,579,576</b>	<b>5,440,719</b>
应付帐款	150,981	214,350	201,657	325,791	283,922
短期债务	192,380	309,443	762,029	958,284	369,515
其他流动负债	930,070	1,161,826	973,569	1,049,690	1,077,484
<b>流动负债总计</b>	<b>1,273,431</b>	<b>1,685,620</b>	<b>1,937,254</b>	<b>2,333,766</b>	<b>1,730,922</b>
长期借款	1,933,786	1,862,963	1,383,315	697,825	710,842
其他长期负债	416,751	421,393	335,338	391,161	382,630
股本	213,974	213,974	261,474	261,474	261,474
储备	822,790	837,248	839,927	996,118	1,188,589
<b>股东权益</b>	<b>1,036,764</b>	<b>1,051,222</b>	<b>1,101,401</b>	<b>1,257,592</b>	<b>1,450,063</b>
少数股东权益	549,397	556,303	682,539	899,233	1,166,262
<b>总负债及权益</b>	<b>5,199,075</b>	<b>5,555,257</b>	<b>5,439,847</b>	<b>5,579,576</b>	<b>5,440,719</b>
每股帐面价值(人民币)	4.85	4.91	4.21	4.81	5.55
每股有形资产(人民币)	4.24	4.30	3.72	4.33	5.09
每股净负债/(现金)(人民币)	4.98	4.79	4.25	1.54	(1.04)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	284,540	216,349	370,514	636,012	783,749
折旧与摊销	184,457	203,580	195,403	195,403	195,403
净利息费用	143,654	115,028	156,814	184,410	118,430
运营资本变动	(33,873)	7,587	(142,457)	(28,371)	(22,327)
税金	28,175	22,720	(87,327)	(149,902)	(184,722)
其他经营现金流	(143,859)	(164,254)	(286,769)	(6,628)	(33,733)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>463,095</b>	<b>401,009</b>	<b>206,178</b>	<b>830,924</b>	<b>856,800</b>
购买固定资产净值	39,811	2,068	2	2	2
投资减少/增加	(46,861)	(24,218)	72,683	72,683	72,683
其他投资现金流	(58,382)	(134,157)	88,306	(4)	(4)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(65,432)</b>	<b>(156,308)</b>	<b>160,992</b>	<b>72,681</b>	<b>72,681</b>
净增权益	(53,493)	(38,515)	(65,960)	(113,226)	(139,526)
净增债务	(49,327)	(200,769)	153,824	(527,489)	(610,544)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(136,273)	(111,167)	(371,396)	(114,663)	(99,897)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(239,094)</b>	<b>(350,424)</b>	<b>(283,480)</b>	<b>(755,275)</b>	<b>(849,747)</b>
现金变动	158,570	(105,723)	83,690	148,331	79,734
期初现金	252,363	425,423	329,489	413,179	561,510
公司自由现金流	397,663	244,701	367,170	903,606	929,481
权益自由现金流	491,991	158,960	677,808	560,526	437,367

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	30.0	28.0	32.2	34.4	32.8
息税前利润率(%)	19.1	15.4	22.5	27.3	26.5
税前利润率(%)	16.7	13.5	18.4	23.3	25.1
净利率(%)	7.8	5.7	7.8	9.9	10.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.4	0.5	0.5	0.8
利息覆盖率(倍)	2.3	2.1	2.9	4.0	7.0
净权益负债率(%)	107.2	114.6	97.1	50.8	16.8
速动比率(倍)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	20.3	29.6	21.1	12.3	10.0
核心业务市盈率(倍)	19.7	28.7	21.0	12.3	10.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	27.2	39.4	29.0	16.9	13.7
市净率(倍)	2.6	2.6	3.0	2.6	2.3
价格/现金流(倍)	5.8	6.8	16.1	4.0	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.1	2.3	1.8	0.5	(0.2)
<b>周转率</b>					
存货周转天数	10.6	11.9	11.8	11.8	11.8
应收帐款周转天数	68.4	69.0	65.4	67.6	67.4
应付帐款周转天数	35.8	41.6	37.7	35.2	35.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	40.1	42.0	42.0	42.0	42.0
净资产收益率(%)	13.4	8.8	14.6	22.8	24.5
资产收益率(%)	5.1	3.5	6.3	10.4	11.5
已运用资本收益率(%)	0.9	0.6	1.0	1.7	2.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

上海电力 (600021.CH/人民币 12.37,未有评级)

以2017年5月5日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371