



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 煤电好转，气电下滑

——上海能源（600508）调研快报

2013 年 08 月 2 日

中性/维持

上海能源

调研快报

### 事件：

近期我们与上海能源的高管进行了会面，交流了公司的经营情况。

- **上半年发电量同比增长 2%。**公司改变了机组检修计划，将每年上半年的机组检修挪到下半年，以应对外送电对上海本地机组的冲击，在东部沿海火电机组发电量普遍下滑的背景下，公司上半年发电量同比增长 2%。预计下半年宏观经济开始复苏，加之近期华东地区遭遇酷热天气影响，用电量明显回升，预计下半年公司发电量与去年同期相比基本持平。
- **煤价大幅下跌推动煤电盈利回升。**上半年公司入炉煤均价同比下跌 17%，至 870 元/吨。煤价大幅下跌推动公司燃煤电厂盈利大幅回升，公司公告上半年盈利同比增长 50% 以上。
- **田集二期电厂将投产发电，可带来稳定的投资收益和现金流。**公司与淮南矿业合作经营的淮沪煤电田集二期 2\*66 万千瓦机组已经取得国家核准，预计两台机组将于今年年底至明年年初相继投产。这两台机组为超超临界机组投产后，配套的 600 万吨丁集煤矿生产原煤可完全内部消化，规避煤价持续下跌对盈利的负面影响，且丁集煤矿原煤通过铁路直运电厂，减少了运费和其他环节费用，入炉煤成本将低于其他外购煤成本；田集电厂执行“皖电东送”的上网电价，机组利用率高，盈利能力好。淮沪煤电 12 年实现净利 5.6 亿元，预计 13-15 年可实现净利 5.4、10、16 亿元，成为公司业绩增长的主要推动力。
- **天然气价格上调对燃机电厂盈利构成负面影响。**上半年天然气价格上调，公司控股及参股燃机电厂成本上升，华电望亭、镇海天然气电厂盈利能力大幅下滑。
- **其他项目进展较慢。**12 年闵行 2\*40 万千瓦燃气机组已经取得发改委路条，目前对该项目方案有所调整，后期将开工建设，预计两年内可投产；漕泾二期 2\*100 万千瓦机组在开始前期工作，预计后期取得路条以及核准的可能性较大；漕泾清洁能源项目进展不大，短期内将不会对公司业绩构成贡献。
- **盈利预测与评级。**煤价大幅下跌带动公司燃煤电厂盈利大幅回升，田集电厂二期将于今明两年陆续投产，发电量增加及煤炭销售内部化可带来公司投资收益的大幅增加；但天然气价格上调导致公司自有及参股燃气机组盈利下滑，对利润的影响较大。预计公司 2013 年-2015 年 EPS 为 0.58 元、0.70 元和 0.83 元，对应 PE 分别为 7X、6X、5X，维持“中性”评级。

分析师：弓永峰

010-66554025

gongyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060005

分析师：刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

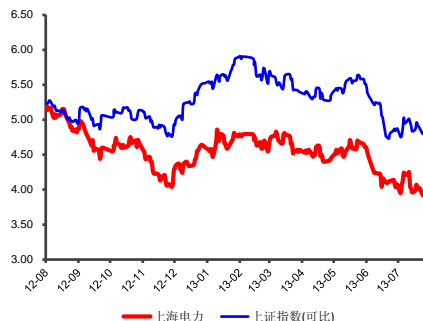
执业证书编号：

S1480513050002

### 交易数据

52 周股价区间（元）	4.99/3.9
总市值（亿元）	96
流通市值（亿元）	10
总股本/流通 A 股（万股）	239,081
流通 B 股/H 股（万股）	25,493
52 周日均换手率	1.43

### 52 周股价走势图



资料来源：wind

### 相关研究报告

表 1：公司装机投放预测表

	公司	机组类型	装机	权益装		11A	12A	13E	14E	15E
			容量	权益	机					
分公司	吴泾热电厂	热电联供	60	100%	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
控股	上电漕泾	燃煤	200	65%	130.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
	江苏阚山	燃煤	120	55%	66.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
	外高桥公司	燃煤	128	51%	65.3	128.0	128.0	128.0	128.0	128.0
	上电天台山	风电	1	51%	0.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	漕泾热电	热电联供	66	36%	23.7	65.8	65.8	65.8	65.8	65.8
	宿迁公司	太阳能	1	51%	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
参股	淮沪煤电	燃煤	126	50%	63.0	126.0	126.0	126.0	126.0	252.0
	吴泾发电	燃煤	60	50%	30.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
	吴泾第二发电	燃煤	120	49%	58.8	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
	华电望亭	燃气	78	45%	35.1	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0
	镇海天然气	燃气	78	37.50%	29.3	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0
	临港燃机	燃气	165	35%	57.6	164.6	164.6	164.6	164.6	164.6
	外高桥第三	燃煤	200	30%	60.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
	外高桥第二	燃煤	180	20%	36.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0
	盐城热电	燃煤	3	15%	0.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	可控装机		575.8			575.8	575.8	575.8	575.8	575.8
权益装机			716.2			716.2	716.2	716.2	716.2	779.2
权益增速							0.0%	0.0%	0.0%	8.8%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：公司利用小时数及上网电量假设条件

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
平均利用小时数	5,761	5,314	5,527	5,527	5,527
合并口径发电量	345.7	306.0	318.2	318.2	318.2
售电量(亿 kwh)	327.1	290.2	311.8	311.8	311.8
售电单价（元/kkwh）	-	405.3	405.3	405.3	405.3

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：分公司盈利预测假设

		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
控股电厂						
净利润						
上电漕泾	65%	21,061.0	33,157.0	46,419.8	46,419.8	46,419.8
江苏阚山	55%	-13,962.0	-7,941.0	7,941.0	7,941.0	7,941.0
外高桥公司	51%	24.0	5,854.0	17,562.0	17,562.0	17,562.0

上电天台山	51%	-	-638.0	-638.0	-638.0	-638.0
漕泾热电	36%	29,537.0	24,568.0	31,938.4	31,938.4	31,938.4
宿迁公司	51%	-	794.0	794.0	794.0	794.0
归属母公司净利	-	16,656.1	29,094.1	55,074.4	55,074.4	55,074.4
EPS	-	0.08	0.14	0.26	0.26	0.26
<b>参股电厂</b>						
<b>净利润</b>						
淮沪煤电	50%	42,935.0	56,167.7	54,367.5	101,424.8	156,727.1
吴泾发电	50%	-17,246.2	-9,967.6	-2,990.3	-2,990.3	-2,990.3
吴泾第二发电	49%	-15,848.1	9,628.3	14,442.5	14,442.5	14,442.5
外高桥第二发电	20%	29,138.3	40,733.2	61,099.8	61,099.8	61,099.8
外高桥第三发电	30%	30,688.3	53,601.4	80,402.0	80,402.0	80,402.0
盐城热电	15%	559.3	1,014.3	1,521.4	1,521.4	1,521.4
华电望亭	45%	23,565.7	25,772.8	5,154.6	5,154.6	5,154.6
镇海天然气	38%	8,070.5	8,857.5	-8,857.5	-1,771.5	1,771.5
临港燃机	35%	859.6	8,857.5	2,657.2	2,657.2	2,657.2
上海友好航运	50%	1,498.9	-2,091.1	-2,927.5	-2,927.5	-2,927.5
盐城市房地产		1,391.2	725.6	1,451.1	1,451.1	1,451.1
归属母公司净利		35,434.6	69,461.2	68,378.9	94,564.8	123,544.6
EPS		0.17	0.32	0.32	0.44	0.58

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表		单位: 百万元			
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	5,160	4,354	3,670	3,955	4,269	营业收入	17,376	15,044	13,658	13,658	13,658
货币资金	2,268	1,729	-	-	-	营业成本	14,457	11,216	9,785	9,804	9,789
应收账款	33	21	820	820	820	营业税金及附加	72	61	56	56	56
其他应收款						营业费用	0	0	0	0	0
预付款项						管理费用	580	697	574	593	587
存货						财务费用	986	1,163	908	902	896
其他流动资产	2,838	2,591	2,850	3,136	3,449	资产减值损失	-	-	-	-	-
非流动资产合	26,443	27,213	29,530	30,481	30,440	公允价值变动收	-0	-2	-	-	-
长期股权投资						投资净收益	387	703	914	1,188	1,188
固定资产	18,573	18,142	16,891	17,158	17,823	营业利润	-48,360	1,159	1,843	2,084	2,110
无形资产	675	730	711	791	771	营业外收入	49,183	196	196	196	196
其他非流动资						营业外支出					
资产总计	31,603	31,567	33,200	34,436	34,709	利润总额	823	1,355	2,039	2,280	2,306
流动负债合计	6,880	6,139	9,810	9,828	9,814	所得税	159	204	510	570	576
短期借款	3,367	1,437	437	437	437	净利润	664	1,151	1,529	1,710	1,729
应付账款	2,133	1,155	2,740	2,745	2,741	少数股东损益					
预收款项						归属母公司净利	463	883	1,235	1,496	1,786
一年内到期的						EBITDA	2,267	3,070	3,244	3,205	3,226
非流动负债合	15,813	15,381	14,689	14,689	14,689	BPS (元)	0.22	0.41	0.58	0.70	0.83
长期借款	9,982	11,013	11,013	11,013	11,013	主要财务比率					
应付债券	3,470	3,480	3,480	3,480	3,480		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	22,694	21,520	24,499	24,517	24,503	成长能力					
少数股东权益	3,023	3,086	1,566	1,785	1,837	营业收入增长		-13%	-9%	0%	0%
实收资本 (或	5,245	5,545	5,668	5,818	5,996	营业利润增长		-102%	59%	13%	1%
资本公积	5,245	5,545	5,668	5,818	5,996	归属于母公司净		91%	40%	21%	19%
未分配利润						获利能力					
归属母公司股	8,909	10,048	8,701	9,919	10,206	毛利率 (%)	17%	25%	28%	28%	28%
负债和所有者	31,603	31,567	33,200	34,436	34,709	净利率 (%)	4%	8%	11%	13%	13%
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润 (%)		2%	4%	5%	5%
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE (%)	7%	11%	18%	17%	17%
经营活动现金	-869	3,214	3,134	3,574	3,718	偿债能力					
净利润	664	1,151	1,529	1,710	1,729	资产负债率 (%)	72%	68%	74%	71%	71%
折旧摊销	1,143	1,193	2,035	2,110	2,235	流动比率					
财务费用	986	1,163	921	921	921	速动比率					
应付帐款的变	-	-	-	-	-	营运能力					
预收帐款的变	-	-	-	-	-	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
投资活动现金	-438	-686	-116	-1,542	-1,973	应收账款周转率	471.4	563.0	32.5	16.7	16.7
公允价值变动	-0	-2	-	-	-	应付账款周转率	4.6	9.1	7.0	5.0	5.0
长期投资						每股指标 (元)					
投资收益	387	703	914	1,188	1,188	每股收益 (最新摊	0.22	0.41	0.58	0.70	0.83
筹资活动现金	1,529	-3,071	-2,040	-758	-723	每股净现金流 (最	0.10	-0.25	0.46	0.60	0.48
短期借款	-3,589	-1,931	-1,000	-	-	每股净资产 (最新	1.70	1.81	1.54	1.70	1.70
长期借款	5,471	1,031	-	-	-	估值比率					
普通股增加	-228	299	123	150	179	P/E	19	10	7	6	5
资本公积增加						P/B	57	53	63	57	57
现金净增加额	221	-542	978	1,273	1,021	EV/EBITDA	12	13	14	15	16

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford, Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA, ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

### 刘斐

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

## 电力设备与新能源团队简介

### 弓永峰首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

### 李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 刘斐研究员

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012

年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。