

收入增长超预期，财务杠杆控制有力，整体盈利能力持续修复

—上海电力 (600021) 年度点评报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2023年3月31日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

事件

公司发布2022年年报：2022年年度实现营业收入391.61亿元，同比上涨27.00%；实现毛利75.15亿元，同比增长63.03%；实现归属母公司净利润3.21亿元，同比上涨111.47%。

❖ 2022年收入增长超出我们的预期，但利润增长低于我们的预期

2022年年度实现营业收入391.61亿元，同比上涨27.00%；实现毛利75.15亿元，同比增长63.03%；实现归属母公司净利润3.21亿元，同比上涨111.47%。全年实现综合毛利率19.19%，与2021年全年相比提高了4.14个百分点，与2022年第四季度相比降低了0.86个百分点。

公司2022年收入增长超出我们的预期，但利润增长低于我们的预期，主要是公司发电业务收入增速远超我们预期。2022年度，公司累计发电637.28亿千瓦时，同比增长6.67%，但营业收入同比增长27.00%，主要是公司平均销售电价超预期上涨。同时，公司全年综合毛利率19.19%，净利率4.05%，略低于我们21.15%和5.05%的预期。

❖ 公司电力业务收入超预期增长主要是销售电价超预期，但公司财务费用控制得当，整体费用率同比明显下降

2022年1-12月，公司完成合并口径发电量637.28亿千瓦时，同比上升6.67%，上网电量609.16千瓦时，同比上升7.57%。公司合并口径煤折标煤单价(含税)1461.32元/吨，同比上升17.86%。

公司着力抓好燃料保供控价，致力于提高燃煤长协履约率，在沪区域煤价对标差距大幅缩小，同时加强厂内管理，严控热值差和损耗，降控燃料成本。同时公司电力均价上涨超预期，区域优势明显。但电力业务毛利率修复仍略低于我们的预期。公司降杠杆与政策争取成效显著，财务费用增长明显放缓。2022年末资产负债率72.63%，同比下降3.13个百分点，公司2022年财务费用增加值低于我们的预期，财务费用率以及整体费用比率同比继续下降，表现好于我们预期。

❖ 盈利预测

公司2022年利润表现低于我们的预测，我们根据公司2022年的经营情况，适当调整盈利预测。预计公司2023-2025年，可实现营业收入483.93、598.73和741.55亿元，归属母公司净利润5.77、8.16和11.99亿元，总股本28.17亿股，对应EPS 0.20、

0.29 和 0.43 元。2023 年 3 月 30 日，股价 9.79 元，对应市值 276 亿元，2023-2025 年 PE 约为 48、34 和 23 倍。

❖ 风险提示：新能源项目建设不及预期风险，绿电交易与溢价不及预期风险，可再生能源补贴回款低于预期的风险，经济恢复低于预期，电价上行低于预期。

盈利预测与估值				
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	39161.11	48392.80	59872.88	74155.43
+/-%	27.85%	23.57%	23.72%	23.85%
净利润(百万)	320.77	576.87	816.33	1199.07
+/-%	116.94%	79.84%	41.51%	46.89%
EPS(元)	0.11	0.20	0.29	0.43
PE	85.97	47.80	33.78	23.00

资料来源：公司公告，预测截止日期 2023 年 3 月 30 日，川财证券研究所

盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表

会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5796.53	5888.57	7468.14	19357.12	23949.15	29662.17	营业收入	24202.84	30631.32	39161.11	48392.80	59872.88	74155.43
应收票据及账款	9487.76	14468.08	15583.55	22034.43	27261.60	33764.80	营业成本	17625.00	26021.61	31646.07	38090.56	46541.67	56914.79
预付款项	320.95	977.71	878.52	1085.62	1343.16	1663.57	税金及附加	182.39	199.68	230.88	285.31	352.99	437.20
其他应收款	1230.10	1041.73	1349.91	1668.13	2063.86	2556.19	销售费用	0.68	0.79	0.35	0.44	0.54	0.67
存货	338.06	1296.40	1244.42	1497.84	1830.16	2238.07	管理费用	1584.25	1758.88	1708.02	2110.66	2611.36	3234.30
其他流动资产	1028.18	1767.72	1558.38	1867.27	2251.39	2729.28	研发费用	148.12	186.36	197.29	243.80	301.64	373.59
流动资产总计	18201.58	25440.20	28082.92	47510.42	56969.33	72614.07	资产减值损失	-524.26	-597.77	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	14461.26	15129.71	15943.18	16554.26	17131.46	17744.39	信用减值损失	-141.24	-162.64	6.98	8.62	10.67	13.21
固定资产	65546.76	84323.97	96655.63	102071.89	106997.00	111430.94	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
在建工程	19292.07	19397.70	8701.46	7251.22	5800.97	4350.73	投资收益	659.64	374.48	687.00	647.55	613.68	649.41
无形资产	3081.53	4470.18	4814.86	4012.38	3209.91	2407.43	公允价值变动损益	-1.05	1.17	1.50	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	383.33	227.06	115.34	57.67	0.00	0.00	资产处置收益	1.34	1.44	90.98	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8080.32	7719.94	6671.69	9333.78	10316.14	11298.51	其他收益	158.95	162.54	184.91	184.91	184.91	184.91
非流动资产合计	110745.26	131268.55	132902.15	139281.20	143455.48	147232.00	营业利润	2496.32	-1017.19	2481.17	4514.26	6415.18	9453.57
资产总计	128946.84	156708.75	160985.07	186791.62	202154.81	219846.07	营业外收入	83.17	66.27	108.53	108.53	108.53	108.53
短期借款	13770.73	17237.01	15570.74	19559.60	23580.00	26369.62	营业外支出	76.93	146.66	43.29	43.29	43.29	43.29
应付票据及账款	6136.66	11840.28	9094.51	10946.54	13375.24	16356.29	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	23880.16	24660.15	18173.01	21902.27	26778.53	32768.13	利润总额	2502.55	-1097.58	2546.41	4579.50	6480.42	9518.81
流动负债合计	43787.55	53737.44	42838.26	52408.41	63733.77	75494.04	所得税	591.25	583.78	959.79	1726.10	2442.59	3587.82
长期借款	38964.09	50003.60	60766.60	74149.60	74149.60	74149.60	净利润	1911.31	-1681.36	1586.62	2853.40	4037.83	5931.00
其他非流动负债	11518.09	15160.31	13320.80	13320.80	13320.80	13320.80	归属母公司股东净利	1022.10	211.96	1265.85	2276.53	3221.50	4731.92
非流动负债合计	50482.18	65163.90	74087.41	87470.40	87470.40	87470.40	EPS(元)	0.32	-0.67	0.11	0.20	0.29	0.43
负债和股东权益合计	128946.84	156708.75	160985.07	186791.62	202154.81	219846.07							

现金流量表

会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营活动利润	1911.31	-1681.36	1586.62	2294.06	3499.60	5370.50	营收增长率	2.16%	26.56%	27.85%	23.57%	23.72%	23.85%
折旧与摊销	4226.05	4808.00	5810.18	5911.76	6402.92	6836.41	营业利润增长率	0.32%	-140.75%	343.92%	81.94%	42.11%	47.36%
财务费用	2319.49	3260.41	3868.70	3988.86	4458.76	4588.84	EBIT增长率	-4.49%	-55.15%	196.61%	33.57%	27.67%	28.96%
投资损失	-659.64	-374.48	-687.00	-647.55	-613.68	-649.41	EBITDA增长率	0.99%	-22.96%	75.38%	18.44%	19.76%	20.77%
营运资金变动	-1334.77	-5221.77	1464.31	-1957.22	708.08	768.92	归母净利润增长率	-7.60%	-312.92%	116.94%	79.84%	41.51%	46.89%
其他经营现金流	810.14	620.82	-38.81	897.70	863.83	899.56	经营现金流增长率	22.65%	-80.59%	750.38%	-12.63%	46.07%	16.29%
经营性现金净流量	7273.16	1411.61	12004.01	10487.61	15319.51	17814.82	盈利能力						
资本支出	11999.39	7890.94	10472.01	9000.00	9000.00	9000.00	毛利率	27.18%	15.05%	19.19%	21.29%	22.27%	23.25%
长期投资	-1984.20	-2976.34	-986.97	0.00	0.00	0.00	净利润率	7.90%	-5.49%	4.05%	5.90%	6.74%	8.00%
其他投资现金流	-25950.17	-19701.72	-18182.16	-20981.62	-19289.12	-19302.59	营业利润率	10.31%	-3.32%	6.34%	9.33%	10.71%	12.75%
投资性现金净流量	-15934.99	-14787.11	-9327.11	-11981.62	-10289.12	-10302.59	ROE	4.53%	-10.74%	1.51%	2.64%	3.60%	5.02%
短期借款	-2357.30	3466.29	-1666.27	3988.86	4020.40	2789.62	ROA	0.69%	-1.21%	0.20%	0.31%	0.40%	0.55%
长期借款	12255.24	11039.51	10763.01	13382.99	0.00	0.00	ROIC	5.10%	3.92%	3.75%	4.45%	4.87%	5.94%
普通股增加	0.00	0.00	199.58	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
资本公积增加	51.07	352.78	1046.89	0.00	0.00	0.00	P/E	31.01	-14.56	85.97	47.80	33.78	23.00
其他筹资现金流	-1959.33	-1490.22	-11569.11	-3988.86	-4458.76	-4588.84	P/S	1.14	0.90	0.70	0.57	0.46	0.37
筹资性现金净流量	7989.68	13368.35	-1225.90	13382.99	-438.36	-1799.22	P/B	1.68	1.91	1.71	1.65	1.58	1.47
现金流量净额	-701.51	-125.63	1476.18	11888.98	4592.04	5713.02	股息率	1.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：同花顺iFinD

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月, 前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司, 是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长, 现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念, 矢志服务客户、服务社会, 创造了良好的经济效益和社会效益; 目前, 公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务, 以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明