

上海电力（600021.SH）

火电盈利持续改善，新能源发展有序推进

买入

核心观点

营收稳健增长，归母净利润持续改善。2023H1，公司实现营收 202.46 亿元（+25.36%），归母净利润 7.88 亿元，扣非归母净利润 7.56 亿元，实现扭亏为盈。其中，第二季度单季营收 99.04 亿元（+27.49%），归母净利润 4.53 亿元，同比大幅改善。公司营业收入增长主要系风光新能源装机增长及土耳其胡努特鲁燃煤电项目于 2022 年 6 月投产使得发电量增加，同时上网电价同比增加亦有贡献；2023H1，公司发电量 350.41 亿千瓦时（+27.64%），上网电量 334.99 亿千瓦时（+27.72%），平均上网电价（含税）为 0.62 元/kwh（+4.60%）。公司归母净利润实现扭亏为盈主要系煤电燃料成本下降影响，2023H1 公司入厂标煤单价（含税）为 1219.67 元/吨（-12.08%）。

煤价持续处于低位，火电盈利仍有进一步改善空间。2023 年上半年，国内煤炭产能继续释放、进口煤大幅增长，煤炭供应能力稳步提升，同时由于部分行业用煤需求增幅有限，煤价逐步回落。当前，国内港口及电厂电煤库维持在较高水平，煤价处于低位，有利于公司煤电盈利持续改善。

新能源装机规模持续增长，积极拓展项目资源。2023H1，公司新能源新增装机容量 23.04 万千瓦，其中风电 4 万千瓦、光伏 19.04 万千瓦；截至 2023H1，公司风光新能源累计装机容量为 842.25 万千瓦，其中风电 392.41 万千瓦、光伏 449.84 万千瓦。2023H1，公司大力开发西部基地级新能源项目，积极推进华东区域清洁能源项目落地，加快县域能源资源开发，已获取上海 45 万千瓦海上风电、甘肃宕昌 20 万千瓦风电、广西壮族自治区 25 万千瓦风电光伏等共 90 万千瓦竞配容量，未来新能源项目投运将驱动公司业绩持续增长。

风险提示：用电量下滑；煤价上涨；电价下滑；新能源项目投运不及预期预期；行业政策变化。

投资建议：下调盈利预测，维持买入评级。由于新能源新增装机增长不及预期，下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 21.2/30.5/36.2 亿元（2023-2025 年原预测值分别为 26.5/32.9/38.9 亿元），同比增长 561.5%/43.5%/18.9%；EPS 为 0.75、1.08、1.29 元，当前股价对应 PE 为 12.2/8.5/7.2x。给予公司 2024 年 10-11 倍 PE，对应 10.81-11.89 元/股合理价值，较目前股价有 18%-29%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,631	39,161	39,515	42,010	46,101
(+/-%)	26.6%	27.8%	0.9%	6.3%	9.7%
净利润(百万元)	-1893	321	2121.93	3045.35	3621.00
(+/-%)	-312.9%	-116.9%	561.5%	43.5%	18.9%
每股收益(元)	-0.72	0.11	0.75	1.08	1.29
EBIT Margin	8.6%	14.2%	10.4%	13.7%	14.9%
净资产收益率(ROE)	-10.2%	1.6%	9.6%	12.8%	13.8%
市盈率(PE)	-12.7	80.8	12.2	8.5	7.2
EV/EBITDA	19.2	12.6	13.7	12.2	11.7
市净率(PB)	1.37	1.22	1.14	1.04	0.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

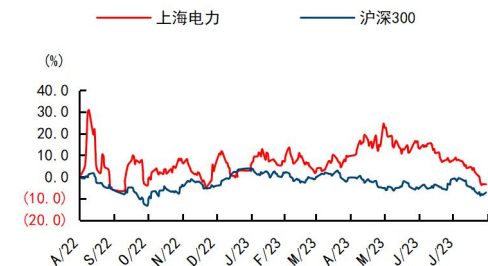
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.81 - 11.89 元
收盘价	9.20 元
总市值/流通市值	25914/24078 百万元
52 周最高价/最低价	12.92/8.80 元
近 3 个月日均成交额	509.29 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

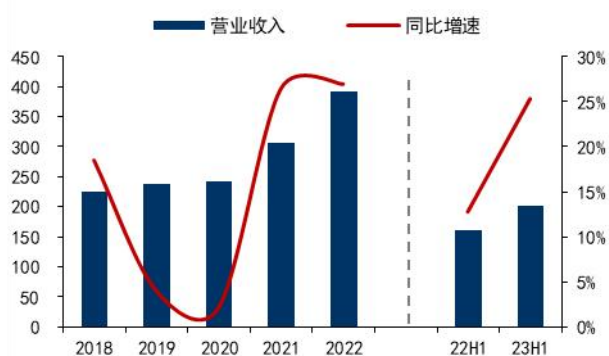
《上海电力（600021.SH）-经营业绩显著改善，新能源发展加快推进》——2023-04-07

《上海电力（600021.SH）-盈利有所改善，新能源建设稳步推进》——2022-11-06

营收稳健增长，归母净利润持续改善。2023H1，公司实现营收 202.46 亿元（+25.36%），归母净利润 7.88 亿元，扣非归母净利润 7.56 亿元，实现扭亏为盈。其中，第二季度单季营收 99.04 亿元（+27.49%），归母净利润 4.53 亿元，同比大幅改善。公司营业收入增长主要系风光新能源装机增长及土耳其胡努特鲁燃煤项目于 2022 年 6 月投产使得发电量增加，同时上网电价同比增加亦有贡献，2023H1 公司发电量 350.41 亿千瓦时（+27.64%），上网电量 334.99 亿千瓦时（+27.72%），平均上网电价（含税）为 0.62 元/kwh（+4.60%）。公司归母净利润实现扭亏为盈主要系煤电燃料成本下降影响，2023H1 公司入厂标煤单价（含税）为 1219.67 元/吨（-12.08%）。

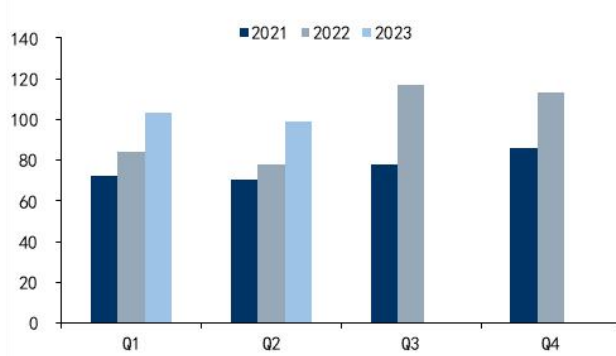
煤电发电量大幅增加，风光新能源发电量持续增长。2023H1，煤电发电量 244.61 亿千瓦时，同比增长 37.67%；气电发电量 28.73 亿千瓦时（含调试），同比增长 7.66%；风电发电量 50.14 亿千瓦时，同比增加 9.97%；光伏发电量 26.99 亿千瓦时，同比增加 9.57%。

图1：上海电力营业收入及增速（单位：亿元、%）



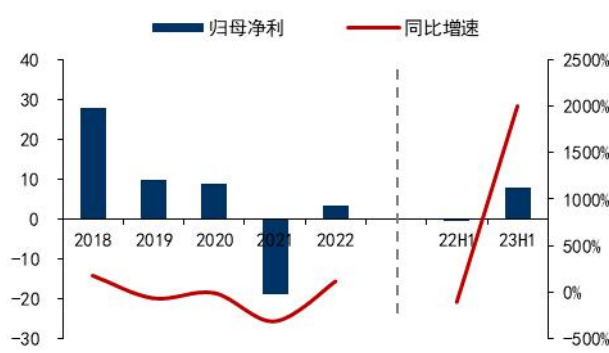
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：上海电力单季营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：上海电力归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

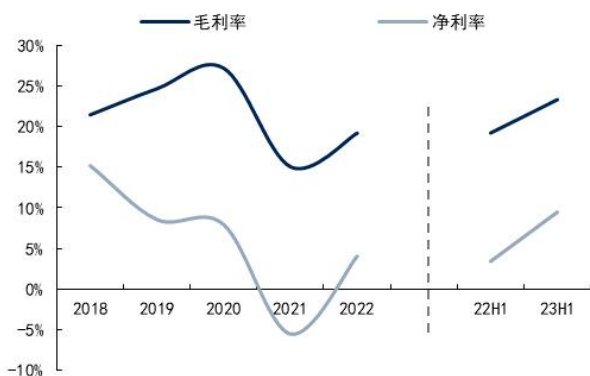
图4：上海电力单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

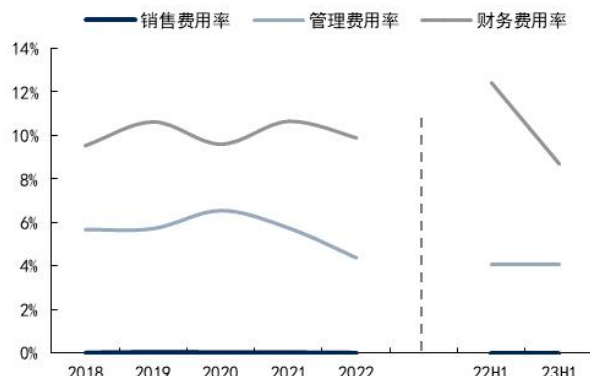
毛利率提升及费用率水平下降，净利率水平上行。2023H1，由于电价上浮及燃料成本项，公司毛利率提升，较 2022 年同期增加 4.10pct 至 23.31%。费用率方面，2023H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 8.67%、4.06%，财务费用率同比减少 3.76pct，管理费用率微升 0.01pct，整体费用率水平下降。同期内，受毛利率提升及费用率水平下降影响，公司净利率较 2022 年同期增加 6.03pct 至 9.45%。

图5: 上海电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 上海电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

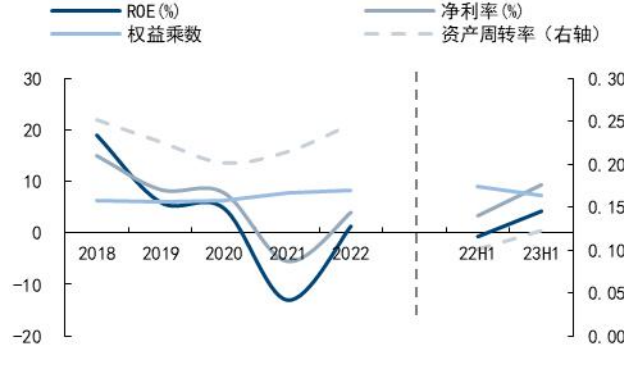
ROE 提升，经营性净现金流有所下降。2023H1，受益于公司净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 4.91pct 至 4.14%。现金流方面，2023H1，公司经营性净现金流为 26.97 亿元，同比下降 55.60%，经营性净现金流大幅下降的原因在于 2023H1 公司收到的可再生能源补贴同比减少；投资性净现金流流出 56.01 亿元，同比增加 74.52%，主要系公司所属企业江苏电力收购股权支付的现金同比增加所致；融资性净现金流 44.20 亿元，同比增加 208.77%，主要系公司所属企业江苏电力发行公募 REITs，收到的少数股东投入资金较上年同期增加所致。

图7: 上海电力现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 上海电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤价持续处于低位，火电盈利仍有进一步改善空间。2023 年上半年，国内煤炭产能继续释放、进口煤大幅增长，煤炭供应能力稳步提升，同时由于部分行业用煤需求增幅有限，煤价逐步回落。当前，国内港口及电厂电煤库维持在较高水平，现货煤价处于低位，这有利于公司煤电盈利持续改善。

新能源装机规模持续增长，积极拓展项目资源。2023H1，公司新能源新增装机容量 23.04 万千瓦，其中风电 4 万千瓦、光伏 19.04 万千瓦；截至 2023H1，公司风光新能源累计装机容量为 842.25 万千瓦，其中风电 392.41 万千瓦、光伏 449.84 万千瓦。2023H1，公司大力开发西部基地级新能源项目，积极推进华东区域清洁能源项目落地，加快县域能源资源开发，已获取上海 45 万千瓦海上风电、甘肃宕昌 20 万千瓦风电、广西自治区 25 万千瓦风电光伏等共 90 万千瓦竞配容量，未来新能源项目投运将驱动公司业绩持续增长。

综合智慧能源等三新产业持续发展，项目逐步落地。2023H1，公司持续推新兴业务，多个项目落地，综合智慧能源等三新产业取得积极进展。2023H1，公司首个、全球最大之一的上海化工区驿蓝加氢站完成股权并购协议签署，湖南华容100MW/200MWh 储能项目全容量并网，上海长兴岛一期 7 万吨燃煤机组 CCUS 项目投入商运。

投资建议：下调盈利预测，维持买入评级。由于新能源新增装机增长不及预期，下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 21.2/30.5/36.2 亿元（2023-2025 年原预测值分别为 26.5/32.9/38.9 亿元），同比增长 561.5%/43.5%/18.9%；EPS 为 0.75、1.08、1.29 元，当前股价对应 PE 为 12.2/8.5/7.2x。给予公司 2024 年 10-11 倍 PE，对应 10.81-11.89 元/股合理价值，较目前股价有 18%-29%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	投资 评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)		
000539.SZ	粤电力 A	6.33	332	-0.57	0.39	0.56	0.77	-11	16	11	8	-13.8%	买入	
000883.SZ	湖北能源	4.48	292	0.18	0.33	0.39	0.43	25	14	11	10	3.8%	买入	
600483.SH	福能股份	8.15	207	1.02	1.03	1.17	1.23	8	8	7	7	11.4%	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5889	7468	9710	9069	9394	营业收入	30631	39161	39515	42010	46101
应收款项	15308	16490	18804	21143	24465	营业成本	26022	31646	33477	34046	36810
存货净额	1296	1244	1283	1284	1386	营业税金及附加	200	231	233	248	272
其他流动资产	2728	2880	2906	3090	3391	销售费用	1	0	0	0	0
流动资产合计	25440	28083	32704	34586	38635	管理费用	1927	1976	1752	2077	2276
固定资产	101547	102805	102719	111759	121384	财务费用	3260	3869	3125	3332	3730
无形资产及其他	4470	4815	5349	5907	6498	投资收益	374	687	737	887	624
投资性房地产	10122	9340	9340	9340	9340	资产减值及公允价值变动	(597)	2	(119)	(1112)	(1306)
长期股权投资	15130	15943	17076	17948	18887	其他收入	(17)	354	(136)	1	196
资产总计	156709	160985	167187	179540	194744	营业利润	(1017)	2481	1410	2083	2526
短期借款及交易性金融负债	23718	23342	23108	23389	23280	营业外净收支	(80)	65	165	265	265
应付款项	11840	9095	9375	9383	10128	利润总额	(1098)	2546	1575	2348	2792
其他流动负债	18179	10401	10656	10779	11647	所得税费用	584	960	236	470	558
流动负债合计	53737	42838	43139	43551	45055	少数股东损益	212	1266	(783)	(1167)	(1388)
长期借款及应付债券	47950	58281	60975	69413	80534	归属于母公司净利润	(1893)	321	2122	3045	3621
其他长期负债	17214	15807	18077	20264	21280						
长期负债合计	65164	74087	79052	89677	101814	现金流量表（百万元）					
负债合计	118901	116926	122191	133228	146869	净利润	(1893)	321	2122	3045	3621
少数股东权益	20174	22776	22228	21411	20439	资产减值准备	71	(598)	1120	93	94
股东权益	17633	21284	22769	24901	27435	折旧摊销	4808	5810	6734	7309	7956
负债和股东权益总计	156709	160985	167187	179540	194744	公允价值变动损失	71	(598)	1120	93	94
关键财务与估值指标						财务费用	3260	3869	3125	3332	3730
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1569	(11834)	(1816)	(2392)	(2112)
每股收益	(0.72)	0.11	0.75	1.08	1.29	其它	(3069)	19041	719	1535	2041
每股红利	0.11	0.04	0.23	0.32	0.39	经营活动现金流	1557	12142	9999	9685	11694
每股净资产	6.74	7.56	8.08	8.84	9.74	资本开支	(11533)	(8633)	(8330)	(17002)	(18265)
ROIC	5%	3%	3%	4%	4%	其它投资现金流	(220)	220	0	0	0
ROE	-10%	2%	10%	13%	14%	投资活动现金流	(14787)	(9327)	(9463)	(17873)	(19204)
毛利率	15%	19%	15%	19%	20%	权益性融资	6334	8627	0	0	0
EBIT Margin	9%	14%	10%	14%	15%	负债净变化	8986	3331	2694	8438	11120
EBITDA Margin	24%	29%	27%	31%	32%	支付股利、利息	(288)	(99)	(637)	(914)	(1086)
收入增长	27%	28%	1%	6%	10%	其它融资现金流	(4473)	(15496)	(235)	282	(109)
净利润增长率	-313%	-117%	562%	44%	19%	融资活动现金流	13368	(1226)	1706	7547	7835
资产负债率	89%	87%	86%	86%	86%	现金净变动	92	1580	2242	(641)	325
股息率	1.1%	0.4%	2.5%	3.5%	4.2%	货币资金的期初余额	5797	5889	7468	9710	9069
P/E	(12.7)	80.8	12.2	8.5	7.2	货币资金的期末余额	5889	7468	9710	9069	9394
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	(11190)	81	(7485)	(6943)
EV/EBITDA	19.2	12.6	13.7	12.2	11.7	权益自由现金流	0	(23355)	(116)	(1431)	1084

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032