

# 上海电力 (600021.SH)

优于大市

煤电板块效益提升，24H1 归母净利润增长显著

## 核心观点

**营业收入微降，归母净利润实现大幅增长。**2024H1，公司实现营业收入 201.21 亿元 (-0.85%)，归母净利润 13.27 亿元 (+65.72%)，扣非归母净利润 13.16 亿元 (+71.08%)。2024 年第二季度，公司实现营业收入 95.13 亿元 (-4.41%)，归母净利润 6.93 亿元 (+48.83%)，扣非归母净利润 6.80 亿元 (+54.56%)。公司营业收入同比小幅下降的原因在于公司所属子公司土耳其公司因检修及电价波动等因素导致售电收入下降；公司归母净利润显著增长主要系煤价下降使得燃料成本同比下降影响，控股和参股煤电企业效益提升。

**煤电盈利趋于稳健，公司煤电项目储备充足，未来煤电板块业绩规模有望进一步增长。**电改持续推进，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将维持合理水平。公司目前正在建的煤电项目包括漕泾综合能源中心二期项目、上海外高桥电厂扩容替代绿色高效煤电项目、国家电投滨海三期项目等，合计装机容量为 600 万千瓦，未来项目投运后将使得公司煤电板块盈利规模进一步增加。

**新能源发展持续推进，形成新的业绩增长点。**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和开拓国际能源市场，新能源装机规模不断增加，截至 2024 年 6 月，公司风电、光伏装机容量分别为 386.61、535.76 万千瓦，占公司总装机容量的比例为 40.65%。未来公司新能源项目逐步落地，新能源板块业绩有望持续增长。

**风险提示：**电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期；行业政策变化。

**投资建议：**由于电量、电价下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 24.1/26.6/28.3 亿元（2024-2025 年原预测值为 30.5/36.2 亿元），分别同比增长 51.0%/10.4%/6.7%；EPS 分别为 0.85、0.94、1.01 元，当前股价对应 PE 为 9.8/8.9/8.4X。给予公司 2024 年 11-12xPE，公司合理市值为 265-289 亿元，对应 9.39-10.25 元/股合理价值，较目前股价有 12%-22%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,161	42,402	44,523	46,934	49,733
(+/-%)	27.8%	8.3%	5.0%	5.4%	6.0%
净利润(百万元)	321	1593	2406	2655	2832
(+/-%)	-116.9%	396.5%	51.0%	10.4%	6.7%
每股收益(元)	0.11	0.57	0.85	0.94	1.01
EBIT Margin	14.2%	15.6%	19.2%	19.1%	18.8%
净资产收益率 (ROE)	1.6%	6.5%	8.4%	8.7%	8.8%
市盈率 (PE)	73.8	14.9	9.8	8.9	8.4
EV/EBITDA	12.4	10.8	9.3	8.9	9.1
市净率 (PB)	1.11	0.85	0.80	0.76	0.71

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

联系人：崔佳诚  
021-60375416  
cuijiacheng@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值 9.39 - 10.25 元  
收盘价 8.40 元  
总市值/流通市值 23661/21984 百万元  
52 周最高价/最低价 10.66/7.21 元  
近 3 个月日均成交额 321.84 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

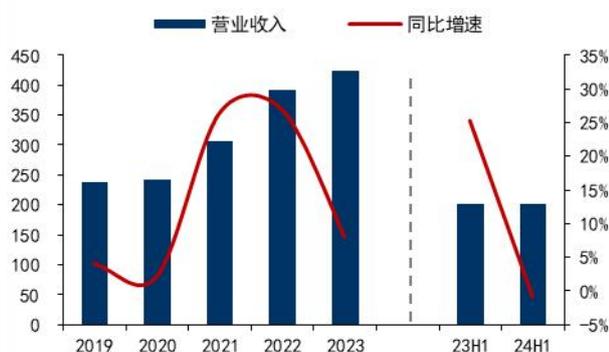
### 相关研究报告

《上海电力 (600021.SH) - 火电盈利持续改善，新能源发展有序推进》——2023-08-29  
《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

**营业收入微降，归母净利润实现大幅增长。**2024H1，公司实现营业收入 201.21 亿元（-0.85%），归母净利润 13.27 亿元（+65.72%），扣非归母净利润 13.16 亿元（+71.08%）。2024 年第二季度，公司实现营业收入 95.13 亿元（-4.41%），归母净利润 6.93 亿元（+48.83%），扣非归母净利润 6.80 亿元（+54.56%）。公司营业收入同比小幅下降的原因在于公司所属子公司土耳其公司因检修及电价波动等因素导致售电收入下降；公司归母净利润显著增长主要系煤价下降使得燃料成本同比下降影响，控股和参股煤电企业效益提升。

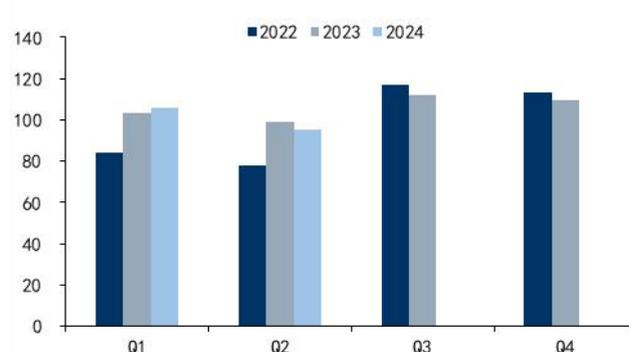
**煤电、风电发电量同比下降，气电、光伏发电量实现同比增长。**2024H1，公司完成合并口径发电量 358.82 亿千瓦时（+1.98%），其中煤电 239.11 亿千瓦时（-2.39%），气电 39.59 亿千瓦时（+36.03%），风电 50.31 亿千瓦时（-0.36%），光伏发电 29.81 亿千瓦时（+9.22%）；2024 年第二季度，公司完成合并口径发电量 168.12 亿千瓦时（-3.19%），其中煤电 112.46 亿千瓦时（-5.03%），气电 17.20 亿千瓦时（+22.25%），风电发电量 20.73 亿千瓦时（-18.10%），光伏发电量 17.73 亿千瓦时（+11.73%）。

图1: 上海电力营业收入及增速（单位：亿元）



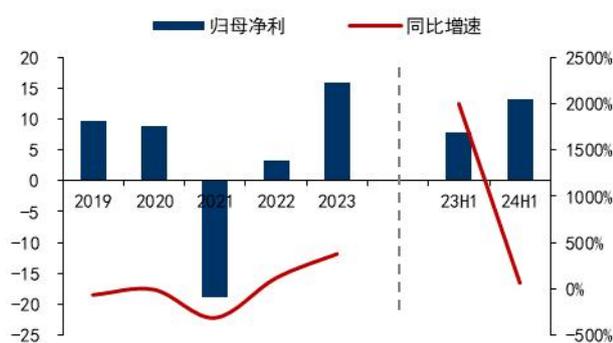
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 上海电力单季营业收入（单位：亿元）



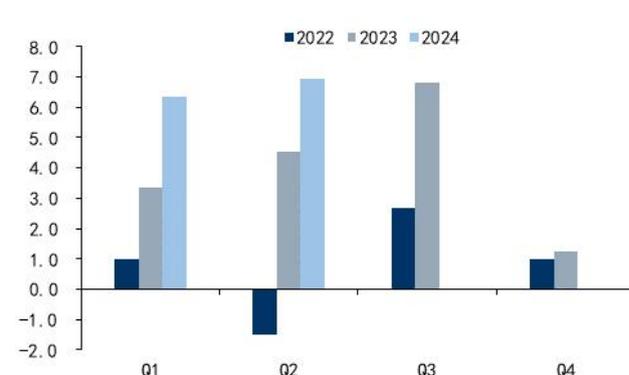
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

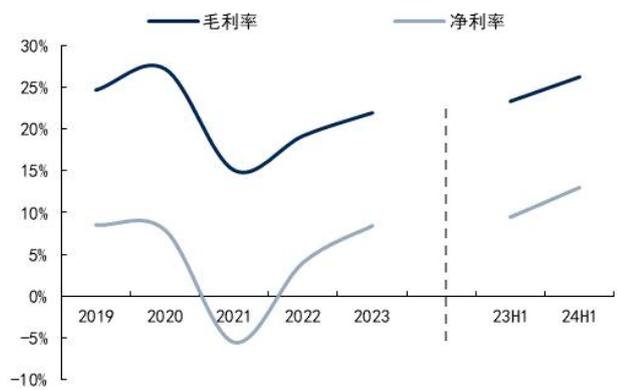
图4: 上海电力单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

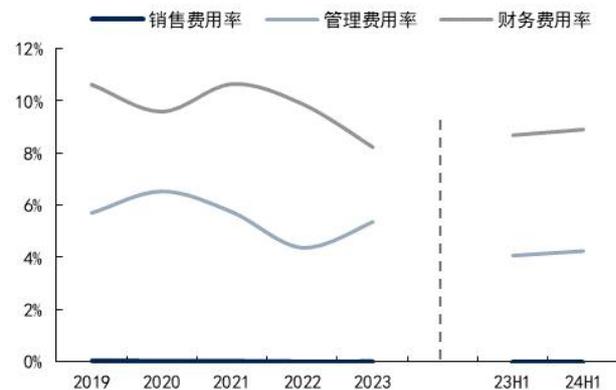
**毛利率提升，费用率增加，净利率水平上行。**2024H1，公司毛利率为 26.22%，同比增加 2.91pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降影响。费用率方面，2024H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 8.89%、4.23%，财务费用率同比增加 0.22pct、管理费用率同比增加 0.18pct，整体费用率水平有所增加。同期内，受毛利率提升影响，公司净利率较 2023 同期增加 3.53pct 至 12.97%。

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

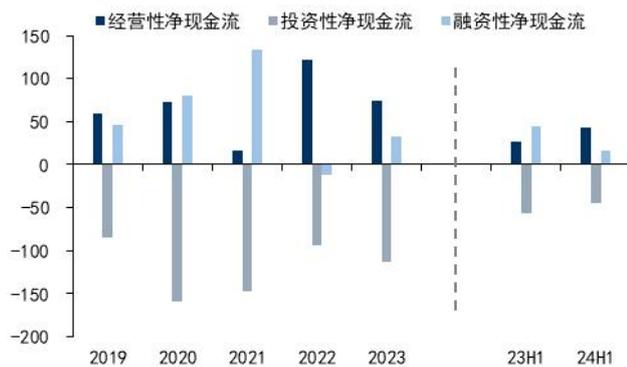
图6: 上海电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

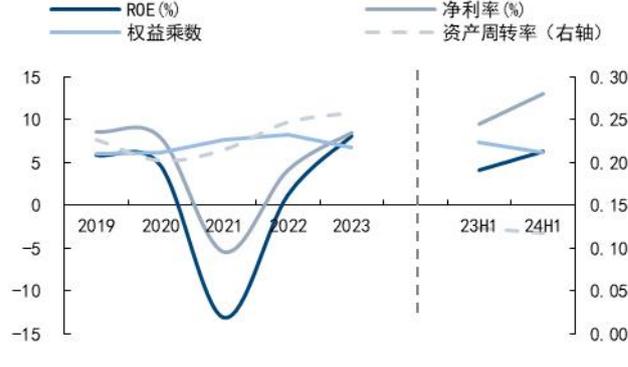
**ROE 提升，经营性净现金流改善。**2024H1，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2023 年同期增加 2.16pct 至 6.33%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 43.43 亿元，同比增长 64.97%，主要系应收账款回款率增加所致；投资性净现金流流出 44.94 亿元，同比有所下降，主要系上年同期公司所属企业江苏电力收购股权支付的现金较多所致；融资性净现金流 15.97 亿元，同比下降 63.83%，主要系公司所属企业江苏电力收到的少数股东投入资金较多所致。

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

**煤电盈利趋于稳健，公司煤电项目储备充足，未来煤电板块业绩规模有望进一步增长。**电改持续推进，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将维持合理水平。公司目前在建的煤电项目包括漕泾综合能源中心二期项目、上海外高桥电厂扩容替代绿色高效煤电项目、国家电投滨海三期项目等，合计装机容量为 600 万千瓦，未来项目投运后将使得公司煤电板块盈利规模进一步增加。

**新能源发展持续推进，形成新的业绩增长点。**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和开拓国际能源市场，新能源装机规模不断增加，截至 2024 年 6 月，公司风电、光伏装机容量分别为 386.61、535.76 万千瓦，占公司总装机容量的比例为 40.65%。未来公司新能源项目逐步落地，新能源板块业绩有望持续增长。

**投资建议：**由于电量、电价下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 24.1/26.6/28.3 亿元（2024-2025 年原预测值为 30.5/36.2 亿元），分别同比增长 51.0%/10.4%/6.7%；EPS 分别为 0.85、0.94、1.01 元，当前股价对应 PE 为 9.8/8.9/8.4X。给予公司 2024 年 11-12xPE，公司合理市值为 265-289 亿元，对应 9.39-10.25 元/股合理价值，较目前股价有 12%-22%的溢价空间，维持“优于大市”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	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)		
600011.SH	华能国际	6.96	1093	0.54	0.74	0.77	0.82	13	9	9	8	6.4%	优于大市	
600795.SH	国电电力	5.43	968	0.31	0.54	0.52	0.56	18	10	10	10	11.5%	优于大市	
000883.SZ	湖北能源	4.94	321	0.27	0.43	0.48	0.55	18	11	10	9	5.4%	优于大市	

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7468	6772	6710	7887	14970	营业收入	39161	42402	44523	46934	49733
应收款项	16490	21157	24655	27277	30265	营业成本	31646	33102	33301	35198	37562
存货净额	1244	1029	1022	1080	1159	营业税金及附加	231	379	397	419	444
其他流动资产	2880	2848	2990	3152	3340	销售费用	0	1	1	1	1
<b>流动资产合计</b>	<b>28083</b>	<b>31806</b>	<b>35377</b>	<b>39396</b>	<b>49735</b>	管理费用	1976	2512	2586	2822	2962
固定资产	102805	104017	105945	105434	106552	财务费用	3869	3484	3248	3302	3388
无形资产及其他	4815	5912	6761	7617	8508	投资收益	687	1251	1251	1251	1471
投资性房地产	9340	9103	9103	9103	9103	资产减值及公允价值变动	2	15	16	16	16
长期股权投资	15943	17735	18827	20059	21431	其他收入	354	239	320	708	793
<b>资产总计</b>	<b>160985</b>	<b>168572</b>	<b>176013</b>	<b>181609</b>	<b>195329</b>	营业利润	2481	4430	6578	7167	7657
短期借款及交易性金融负债	23342	28649	28555	25742	26542	营业外净收支	65	(26)	74	174	174
应付款项	9095	7786	7735	8172	8774	利润总额	2546	4404	6652	7341	7831
其他流动负债	10401	11395	11310	11947	12776	<b>所得税费用</b>	<b>960</b>	<b>836</b>	<b>1262</b>	<b>1393</b>	<b>1486</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>42838</b>	<b>47829</b>	<b>47600</b>	<b>45861</b>	<b>48092</b>	少数股东损益	1266	1975	2984	3293	3513
长期借款及应付债券	58281	55056	57750	61215	68187	归属于母公司净利润	321	1593	2406	2655	2832
其他长期负债	15807	15127	16330	16036	16112						
<b>长期负债合计</b>	<b>74087</b>	<b>70183</b>	<b>74080</b>	<b>77251</b>	<b>84299</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>116926</b>	<b>118012</b>	<b>121680</b>	<b>123112</b>	<b>132391</b>	净利润	321	1593	2406	2655	2832
少数股东权益	22776	22780	24869	27174	29633	资产减值准备	(598)	(13)	(1)	(0)	(0)
股东权益	21284	27780	29464	31323	33305	折旧摊销	5810	6489	7002	7508	7890
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>160985</b>	<b>168572</b>	<b>176013</b>	<b>181609</b>	<b>195329</b>	公允价值变动损失	(598)	(13)	(1)	(0)	(0)
						财务费用	3869	3484	3248	3302	3388
关键财务与估值指标						营运资本变动	(11834)	(4715)	(3762)	(1767)	(1825)
每股收益	0.11	0.57	0.85	0.94	1.01	其它	19041	4066	4086	4356	4376
每股红利	0.11	0.04	0.26	0.28	0.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>12142</b>	<b>7406</b>	<b>9730</b>	<b>12752</b>	<b>13273</b>
每股净资产	7.56	9.86	10.46	11.12	11.82	资本开支	(8633)	(8067)	(9786)	(7853)	(9900)
ROIC	3%	5%	6%	6%	6%	其它投资现金流	220	0	0	0	0
ROE	2%	6%	8%	9%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(9327)</b>	<b>(11361)</b>	<b>(10878)</b>	<b>(9086)</b>	<b>(11272)</b>
毛利率	19%	22%	25%	25%	24%	权益性融资	8627	11549	0	0	0
EBIT Margin	14%	16%	19%	19%	19%	负债净变化	3331	(3225)	2694	3466	6971
EBITDA Margin	29%	31%	35%	35%	35%	支付股利、利息	(310)	(99)	(722)	(797)	(850)
收入增长	28%	8%	5%	5%	6%	其它融资现金流	(15285)	(2119)	(94)	(2812)	800
净利润增长率	-117%	397%	51%	10%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1226)</b>	<b>3195</b>	<b>1085</b>	<b>(2489)</b>	<b>5081</b>
资产负债率	87%	84%	83%	83%	83%	<b>现金净变动</b>	<b>1580</b>	<b>(696)</b>	<b>(62)</b>	<b>1178</b>	<b>7082</b>
股息率	1.3%	0.4%	3.1%	3.4%	3.6%	货币资金的期初余额	5889	7468	6772	6710	7887
P/E	73.8	14.9	9.8	8.9	8.4	货币资金的期末余额	7468	6772	6710	7887	14970
P/B	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	0	(925)	392	5158	3723
EV/EBITDA	12.4	10.8	9.3	8.9	9.1	权益自由现金流	0	(6268)	361	3136	8750

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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