

2025 年 04 月 01 日

上海电力 (600021.SH)

投资评级：买入（维持）

——业绩符合预期 兼具弹性与成长性

投资要点：

- **事件：1) 公司发布 2024 年度报告**，全年实现营收 427.34 亿元，同比增长 0.78%；全年实现归母净利润 20.46 亿元，同比增长 28.46%；单四季度营收 101.68 亿元，同比下滑 6.8%；单四季度归母净利润亏损 4.13 亿元，2023 年同期为 1.23 亿元。公司 2024 年归母净利润处于业绩预告中值。2) 公司发布 2024 年利润分配方案，拟每股派息 0.28 元（含税），占归母净利润（扣除永续债利息）的 45.36%。
- **2024 年业绩增长受益于煤价下降，单四季度业绩下滑受减值与汇兑损益拖累**。公司全年业绩增长主要系煤价下降，境内燃煤机组盈利改善，根据年报，2024 年公司入厂标煤单价（含税）降至 1072.41 元/吨，同比下降 7.32%。另外公司在年底计提约 2.9 亿信用减值，系吴泾发电盈利不佳，燃料公司对其应收账款减值。单四季度看，公司财务费用同比增长约 2 亿，考虑到单四季度利息费用同比下降，财务费用增长或主要系海外电站汇兑损益影响。
- **手握华东六台百万煤电机组在建，享受高电价与煤价弹性**。公司为国家电投集团旗下江浙沪三省常规能源整合平台，手握 6 台百万煤电机组指标，目前在建 4 台，预计剩余两台于近期陆续开工，6 台或在 2026 年前后投产，其中机组 2 台位于江苏滨海海基地，4 台位于上海本地，同时享受华东区域高电价与沿海电厂煤价弹性。公司已投产的境内火电机组主要分布在上海与安徽（外送上海），主要供上海用户消纳。2025 年上海地区年度中长期交易电价较为平稳，预计公司煤电机组或在 2025 年点火价差向上；另一方面在将来的现货市场中，百万煤电机组或享有比较优势。
- **新能源电价稳健，在建装机风电为主**。截至 2024 年底，公司总装机 2465 万千瓦，其中煤电 985、气电 362、风电 485、光伏 633 万千瓦，2024 年风电光伏分别新增 98、122 万千瓦，风电不含税电价为 0.6350 元/千瓦时，同比下降 0.0019 元/千瓦时；光伏不含税电价为 0.7586 元/千瓦时，同比下降 0.0739 元/千瓦时，风电电价在风电装机新增 25% 的情况下，保持稳健；光伏电价下降绝对值较多或与新增平价项目较多有关。公司确定了“深耕上海，站稳周边，推进海外，全力打造西部规模化清洁能源大基地，打造千万千瓦级新能源航母”的新能源发展思路，目前在建风电 218.9 万千瓦、光伏 174.5 万千瓦，2024 年新能源核准（备案）588.9 万千瓦。公司在建风电多于光伏，或体现其谨慎投资重视回报率的态度。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 24.58、27.05、30.78 亿元，扣除永续债利息约 3 亿元后，当前股价对应的 PE 分别为 12、11、9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：电价不及预期，风况不及预期，煤价上涨超预期。**

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

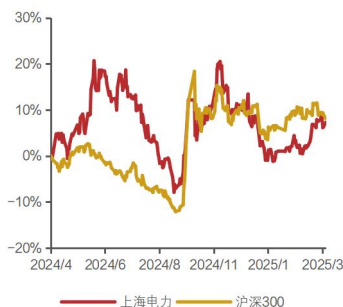
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 31 日

收盘价（元）	9.25
一年内最高/最低（元）	10.74/7.91
总市值（百万元）	26,054.88
流通市值（百万元）	24,208.77
总股本（百万股）	2,816.74
资产负债率（%）	71.90
每股净资产（元/股）	6.88

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	42,402	42,734	43,765	45,690	51,863
同比增长率（%）	8.28%	0.78%	2.41%	4.40%	13.51%
归母净利润（百万元）	1,593	2,046	2,458	2,705	3,078
同比增长率（%）	396.51%	28.46%	20.11%	10.09%	13.76%
每股收益（元/股）	0.57	0.73	0.87	0.96	1.09
ROE（%）	5.73%	7.04%	8.04%	8.41%	9.05%
市盈率（P/E）	16.36	12.73	10.60	9.63	8.47

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,911	4,039	6,063	6,201
应收票据及账款	26,022	21,600	22,549	25,596
预付账款	1,474	1,161	1,212	1,375
其他应收款	1,320	1,386	1,447	1,643
存货	1,048	1,097	1,144	1,315
其他流动资产	2,070	1,834	1,906	2,139
流动资产总计	37,845	31,116	34,321	38,269
长期股权投资	18,444	19,801	21,159	22,516
固定资产	102,808	108,514	118,489	124,638
在建工程	13,797	19,199	16,251	12,485
无形资产	7,266	7,028	6,789	6,529
长期待摊费用	582	543	505	468
其他非流动资产	8,636	8,615	8,595	8,597
非流动资产合计	151,533	163,700	171,787	175,234
资产总计	189,378	194,816	206,108	213,503
短期借款	22,647	27,647	30,647	27,647
应付票据及账款	9,783	8,799	9,179	10,550
其他流动负债	36,490	24,879	25,954	29,807
流动负债合计	68,919	61,325	65,780	68,004
长期借款	54,653	63,653	66,653	67,653
其他非流动负债	12,584	12,584	12,584	12,584
非流动负债合计	67,238	76,238	79,238	80,238
负债合计	136,157	137,563	145,018	148,242
股本	2,817	2,817	2,817	2,817
资本公积	8,411	8,411	8,412	8,414
留存收益	17,850	19,325	20,948	22,795
归属母公司权益	29,078	30,552	32,177	34,025
少数股东权益	24,143	26,701	28,914	31,236
股东权益合计	53,221	57,253	61,091	65,261
负债和股东权益合计	189,378	194,816	206,108	213,503

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,163	3,723	3,626	4,106
折旧与摊销	7,091	7,641	8,423	9,067
财务费用	3,473	3,650	4,080	4,166
投资损失	-1,531	-1,435	-1,435	-1,435
营运资金变动	-5,552	-7,737	273	1,414
其他经营现金流	528	1,620	1,620	1,620
经营性现金净流量	8,172	7,463	16,588	18,939
投资性现金净流量	-13,532	-18,701	-15,402	-11,403
筹资性现金净流量	4,440	9,367	838	-7,397
现金流量净额	-1,071	-1,872	2,023	138

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,734	43,765	45,690	51,863
营业成本	32,702	32,124	33,510	38,516
税金及附加	336	331	346	392
销售费用	0	0	0	0
管理费用	2,202	2,320	2,422	2,749
研发费用	208	216	226	256
财务费用	3,473	3,650	4,080	4,166
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-286	-350	-457	-519
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,531	1,435	1,435	1,435
公允价值变动损益	2	0	1	2
资产处置收益	-10	36	36	36
其他收益	182	184	184	184
营业利润	5,231	6,428	6,305	6,921
营业外收入	194	141	141	141
营业外支出	229	140	140	140
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,196	6,430	6,306	6,923
所得税	1,033	1,415	1,387	1,523
净利润	4,163	5,015	4,919	5,400
少数股东损益	2,117	2,558	2,214	2,322
归属母公司股东净利润	2,046	2,458	2,705	3,078
EPS(元)	0.73	0.87	0.96	1.09

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	0.78%	2.41%	4.40%	13.51%
营业利润增长率	18.10%	22.89%	-1.92%	9.77%
归母净利润增长率	28.46%	20.11%	10.09%	13.76%
经营现金流增长率	10.35%	-8.69%	122.28%	14.18%
盈利能力				
毛利率	23.47%	26.60%	26.66%	25.73%
净利率	9.74%	11.46%	10.77%	10.41%
ROE	7.04%	8.04%	8.41%	9.05%
ROA	1.08%	1.26%	1.31%	1.44%
估值倍数				
P/E	12.73	10.60	9.63	8.47
P/S	0.61	0.60	0.57	0.50
P/B	1.34	1.25	1.16	1.07
股息率	0.00%	3.77%	4.15%	4.73%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。