

上海电力 (600021)

拟合作开发电厂地块, 2018 年业绩有望显著增厚

	周妍 (分析师)	张爱宁 (研究助理)
	010-59312768	010-59312768
	zhouyan016534@gtjas.com	zhangaining@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880118090014

本报告导读:

公司拟与杨树浦置业成立合资公司开发杨树浦电厂地块, 有望增厚 2018 年净利 20 亿元, 公司 2018 年股息率有望超过 5%。

投资要点:

- **投资建议:** 考虑到开发地块有望增厚 18 年业绩, 19/20 年煤价有望下行, 上调 18/19 年、新增 20 年 EPS 至 1.09、0.57、0.65 元 (调整前 18/19 年为 0.34/0.39 元)。考虑到公司业绩弹性较大, 给予公司 2019 年略高于行业平均的 25 倍 PE, 维持目标价 14.45 元, 维持“增持”。
- **事件:** 公司拟与杨树浦置业成立合资公司 (馨懿公司) 开发杨树浦电厂地块 (上海电力持有 49% 股权, 杨树浦置业持有 51% 股权), 馨懿公司成立后, 上海电力拟以全资子公司杨电能源 100% 股权作价 21.51 亿元增资至馨懿公司, 杨树浦置业以现金 22.39 亿元增资至馨懿公司, 增资后持股比例保持不变。
- **预计增厚 2018 年净利润约 20 亿元。** 公司所属杨树浦电厂按照国家“上大压小、节能减排”政策要求, 于 2010 年 12 月底关停。2013 年上海市政府批准上海电力将电厂所在地块的工业用地属性转为商业办公用地。此次用于增资合资公司的主要资产为定海街道 122 街坊 02-1 地块, 面积 3.3 万平方米。该交易预计将增加公司 18 年净利润约 20 亿元 (换出资产公允价值与换出资产账面价值的差额计入当期损益)。
- **2018 年股息率有望超过 5%。** 公司 2018 年前三季度归母净利 7 亿元, 考虑到成立合资公司有望增加 2018 年 20 亿净利, 预计公司 2018 年全年归母净利有望达到 30 亿元, 按照 2015-2017 年现金分红占归母净利的平均比例 40% 计算, 2018 年股息率有望超过 5%。
- **风险因素:** 合资公司成立不及预期、煤价超预期上涨

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,787	18,844	22,377	22,790	23,124
(+/-)%	-1%	12%	19%	2%	1%
经营利润 (EBIT)	2,890	2,473	3,240	3,995	4,460
(+/-)%	-13%	-14%	31%	23%	12%
净利润 (归母)	1,091	928	2,856	1,484	1,707
(+/-)%	-18%	-15%	208%	-48%	15%
每股净收益 (元)	0.42	0.35	1.09	0.57	0.65
每股股利 (元)	0.18	0.20	0.44	0.23	0.26

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	17.2%	13.1%	14.5%	17.5%	19.3%
净资产收益率 (%)	8.6%	7.3%	19.1%	9.3%	10.0%
投入资本回报率 (%)	5.8%	3.7%	3.8%	4.2%	4.3%
EV/EBITDA	8.6	11.4	8.9	8.5	7.8
市盈率	17.9	21.0	6.8	13.1	11.4
股息率 (%)	2.4%	2.7%	5.9%	3.0%	3.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.45

上次预测: 14.45

当前价格: 8.01

2019.01.03

交易数据

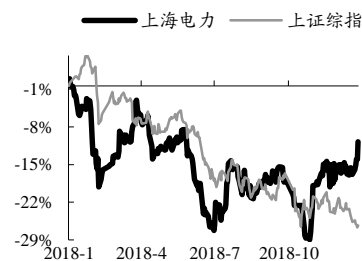
52 周内股价区间 (元)	6.15-9.38
总市值 (百万元)	20,963
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,617/856
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	33%
日均成交量 (百万股)	5.48
日均成交值 (百万元)	40.76

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	13,817
每股净资产	5.28
市净率	1.5
净负债率	271.21%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.05	0.04
Q2	0.08	0.09
Q3	0.09	0.16
Q4	0.14	0.80
全年	0.35	1.09

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	7%	-13%
相对指数	12%	19%	15%

相关报告

《业绩环比改善符合预期, 期待江苏公司收购落地》2017.10.26

《煤价拖累业绩, 期待江苏公司、KE 公司收购落地》2017.08.25

《火电寒冬已过, 有望逐渐修复》2017.07.24

模型更新时间: 2019.01.03

股票研究

公用事业
电力

上海电力 (600021)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.45**

上次预测: 14.45

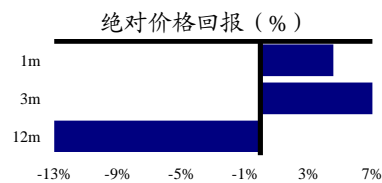
当前价格: 8.01

公司网址

www.shanghaipower.com

公司简介

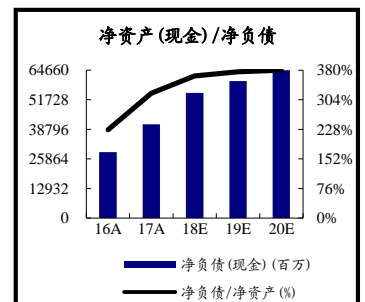
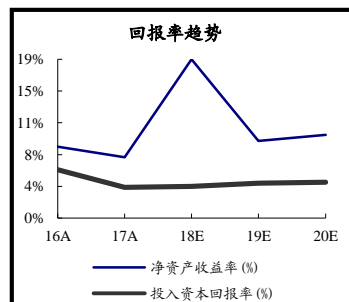
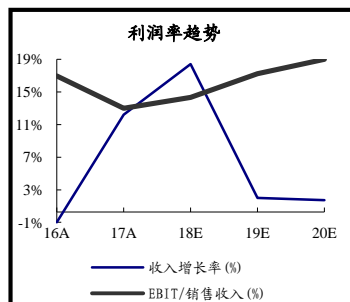
公司是一家大型发电公司, 主营发电业务, 为上海地区最大的电力生产企业。公司权益装机容量为 700.93 万千瓦。



52 周价格范围: 6.15-9.38
市值 (百万): 20,963

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	16,787	18,844	22,377	22,790	23,124
营业成本	12,689	15,145	17,623	17,219	17,084
税金及附加	136	138	156	171	168
销售费用	0	1	1	1	1
管理费用	1,068	1,145	1,357	1,406	1,411
EBIT	2,890	2,473	3,240	3,995	4,460
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资收益	727	1,021	2,900	900	900
财务费用	1,345	1,651	1,925	2,035	2,035
营业利润	2,216	1,834	4,215	2,860	3,324
所得税	515	447	974	672	785
少数股东损益	737	501	504	799	919
净利润	1,091	928	2,856	1,484	1,707
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,465	4,242	-11,231	-16,361	-21,162
其他流动资产	749	1,122	0	0	0
长期投资	8,964	9,857	9,857	9,857	9,857
固定资产合计	48,356	54,750	65,538	72,069	78,962
无形及其他资产	4,761	5,916	2,436	2,617	2,774
资产合计	70,800	80,914	71,137	73,380	75,600
流动负债	21,261	30,450	22,663	23,169	23,392
非流动负债	30,641	31,235	26,508	26,508	26,508
股东权益	12,690	12,749	14,982	15,920	16,998
投入资本(IC)	38,876	50,350	66,838	73,705	80,503
现金流量表					
NOPLAT	2,255	1,884	2,512	3,086	3,433
折旧与摊销	2,297	2,674	4,886	5,117	6,110
流动资金增量	2,073	2,474	-240	350	169
资本支出	-5,946	-6,540	-12,074	-11,733	-13,073
自由现金流	680	492	-4,917	-3,180	-3,360
经营现金流	4,586	4,152	5,530	8,789	9,955
投资现金流	-5,874	-6,273	-9,174	-10,833	-12,173
融资现金流	48	2,975	-11,829	-3,087	-2,582
现金流净增加额	-1,240	854	-15,473	-5,131	-4,801
财务指标					
成长性					
收入增长率	-1.3%	12.3%	18.7%	1.8%	1.5%
EBIT 增长率	-12.6%	-14.5%	31.0%	23.3%	11.6%
净利润增长率	-18.1%	-15.0%	207.8%	-48.0%	15.0%
利润率					
毛利率	24.4%	19.6%	21.2%	24.4%	26.1%
EBIT 率	17.2%	13.1%	14.5%	17.5%	19.3%
净利润率	6.5%	4.9%	12.8%	6.5%	7.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.6%	7.3%	19.1%	9.3%	10.0%
总资产收益率(ROA)	1.5%	1.1%	4.0%	2.0%	2.3%
投入资本回报率(ROIC)	5.8%	3.7%	3.8%	4.2%	4.3%
运营能力					
存货周转天数	12	11	9	11	10
应收账款周转天数	62	69	53	61	61
总资产周转天数	1335	1469	1240	1157	1176
净利润现金含量	4.20	4.47	1.94	5.92	5.83
资本支出/收入	35%	35%	54%	51%	57%
偿债能力					
资产负债率	73.3%	76.2%	69.1%	67.7%	66.0%
净负债率	227.4%	321.0%	365.3%	376.0%	380.4%
估值比率					
PE	17.9	21.0	6.8	13.1	11.4
PB	1.3	1.4	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.6	11.4	8.9	8.5	7.8
P/S	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
股息率	2.4%	2.7%	5.9%	3.0%	3.5%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

君安证券股份有限公司（以下简称“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的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		