

电源结构优化，盈利显著回升

——上海电力(600021.SH) 2019年半年报点评

公司简报

◆事件:

上海电力发布2019年半年报。2019H1公司营业收入115亿元，同比增长4.6%；归母净利润6.2亿元，同比增长71.2%（考虑同一控制下企业合并追溯调整）；EPS 0.24元。

◆**电源结构不断优化**：截至2019H1公司控股装机容量1529万千瓦，同比增长14.6%。其中2019Q2，公司新增控股装机容量10.4万千瓦。公司近年来致力于能源结构转型，受新能源机组投产等因素影响，公司装机结构不断优化。截至2019H1，公司煤电/气电/风电/光伏装机比重分别为55%/16%/13%/16%；煤电装机占比同比下滑8个百分点、新能源（风电、光伏）装机占比同比提升8个百分点。

◆**成本改善推动盈利回升**：2019H1公司发电量236亿千瓦时，同比下滑1.5%（经调整）；其中煤电发电量同比下滑10.6%（经调整）。若不考虑追溯调整影响，我们测算2019Q2公司发电量110亿千瓦时，同比持平；其中煤电发电量同比下滑13.6%。受下游电力需求放缓、上海地区“原煤总量控制”、外来电挤压等多因素影响，煤电总体表现不佳，但清洁能源机组有效贡献发电增量。此外，2019年以来煤价总体同比回落。上海电煤价格指数2019H1同比回落13.7%，其中2019Q2同比下降8.9%。公司2019H1到厂标煤价同比降低10.4%。受益于成本改善，公司盈利能力有效提升。公司2019Q2毛利率29.7%，同比/环比提升5.9/9.4个百分点；归母净利润3.6亿元，同比/环比增长31.8%/31.4%；扣非归母净利润3.5亿元，同比/环比增长59.5%/461%。

◆**盈利预测与投资评级**：根据2019H1业绩等情况，小幅上调公司2019-2021年盈利预测，预计公司2019-2021年的EPS分别为0.56、0.64、0.71元（调整前分别为0.55、0.63、0.70元），当前股价对应PE分别为14、12、11倍，对应PB分别为1.3、1.2、1.1倍。我们看好煤价下行对业绩的提振及新能源板块对利润的增量贡献，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：机组投产进度慢于预期，上网电价下行的风险，煤价涨幅超预期，机组利用小时数低于预期，汇兑损益的风险，KE公司收购终止的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,844	22,579	23,447	24,958	25,220
营业收入增长率	17.4%	19.8%	3.8%	6.4%	1.0%
净利润(百万元)	928	2,769	1,462	1,670	1,866
净利润增长率	1.3%	198.4%	-47.2%	14.2%	11.7%
EPS(元)	0.35	1.06	0.56	0.64	0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.3%	17.4%	8.9%	9.5%	10.0%
P/E	22	8	14	12	11
P/B	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月29日

增持(维持)

分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光(执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

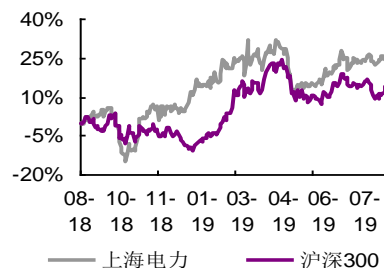
总股本(亿股)：26.17

总市值(亿元)：208.06

一年最低/最高(元)：5.92/9.58

近3月换手率：10.18%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.64	-4.30	0.00
绝对	-8.41	-1.09	11.47

资料来源：Wind

相关研报

非经常性损益贡献显著，看好海上风电发展——上海电力(600021.SH) 2018年年报暨2019一季报点评

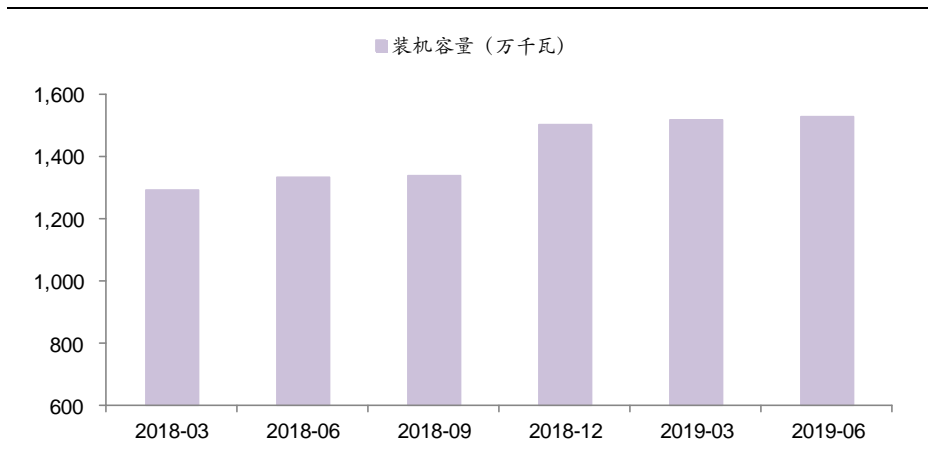
.....2019-04-29

旧貌换新颜，杨树浦电厂土地价值将现——上海电力(600021.SH)跟踪报告

.....2018-12-04

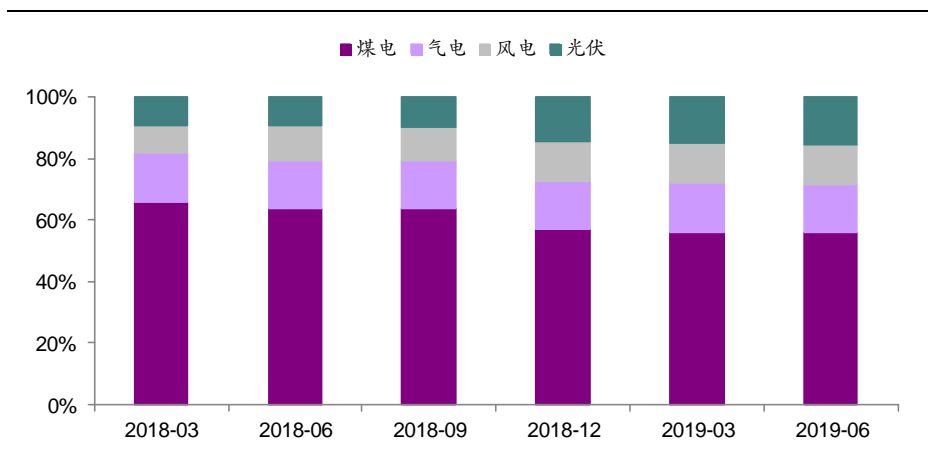
1、附图

图 1：公司装机容量



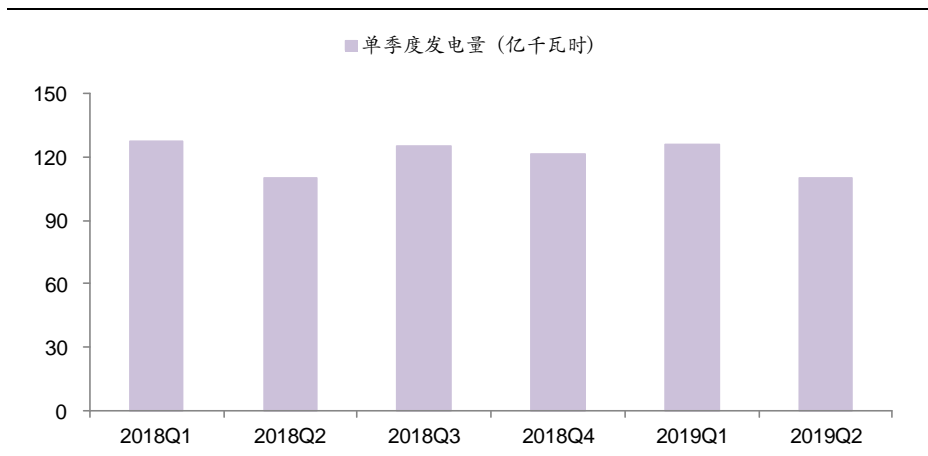
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司装机结构



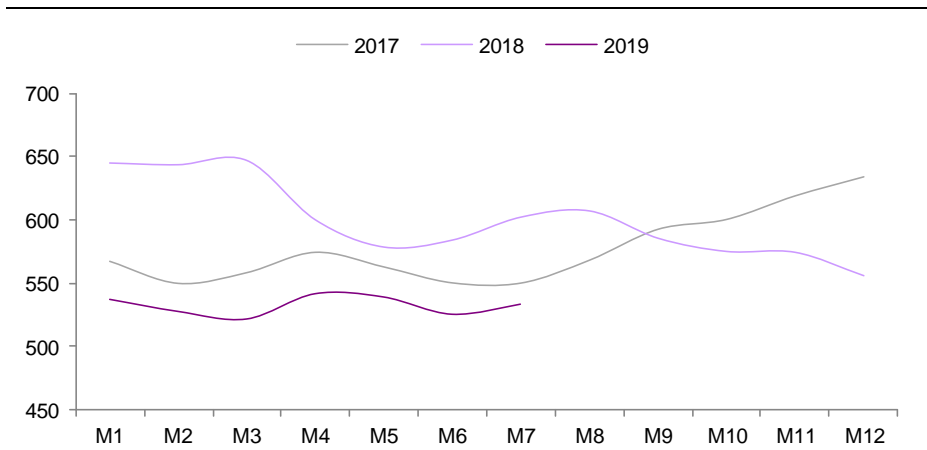
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司单季度发电量

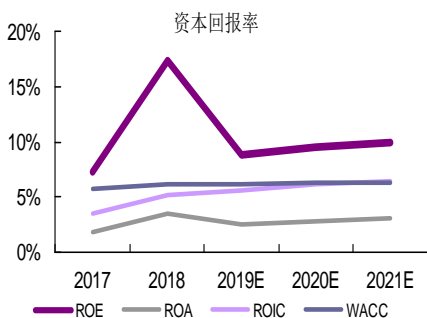
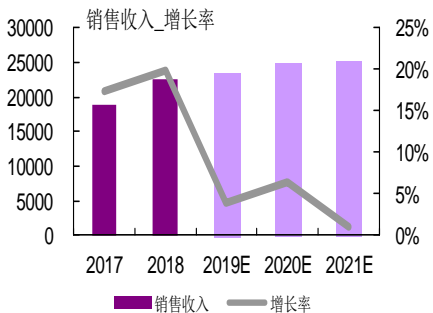
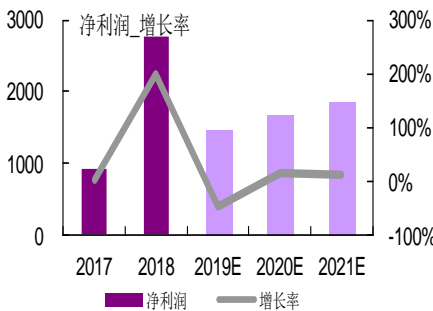
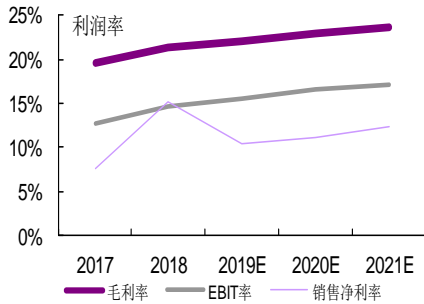


资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：上海电煤价格指数（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,844	22,579	23,447	24,958	25,220
营业成本	15,145	17,737	18,292	19,243	19,243
折旧和摊销	2,674	3,433	4,190	4,531	4,811
营业税费	138	186	193	206	208
销售费用	1	0	0	0	0
管理费用	1,145	1,279	1,328	1,414	1,429
财务费用	1,651	2,150	1,673	1,784	1,591
公允价值变动损益	-1	0	0	0	0
投资收益	1,021	2,737	900	900	900
营业利润	1,834	3,950	2,858	3,264	3,647
利润总额	1,876	4,003	2,858	3,264	3,647
少数股东损益	501	644	975	1,113	1,244
归属母公司净利润	928	2,769	1,462	1,670	1,866

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	80,914	98,670	100,500	102,204	102,886
流动资产	10,256	12,016	12,520	13,396	13,530
货币资金	4,242	4,256	4,455	4,742	4,792
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,914	4,477	4,649	4,949	5,000
应收票据	14	46	48	51	52
其他应收款	235	935	971	1,092	1,104
存货	411	504	519	547	547
可供出售投资	646	505	505	505	505
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9,152	11,821	12,181	12,540	12,899
固定资产	46,882	58,571	62,744	64,840	65,783
无形资产	2,123	3,104	2,949	2,801	2,661
总负债	61,685	72,345	72,602	72,139	70,416
无息负债	16,525	31,305	31,539	31,942	31,949
有息负债	45,160	41,040	41,063	40,197	38,466
股东权益	19,229	26,325	27,898	30,065	32,470
股本	2,410	2,617	2,617	2,617	2,617
公积金	6,383	7,487	7,633	7,798	7,798
未分配利润	4,386	6,553	7,005	7,893	9,055
少数股东权益	6,480	10,423	11,398	12,511	13,755

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,152	6,351	7,329	8,013	8,536
净利润	928	2,769	1,462	1,670	1,866
折旧摊销	2,674	3,433	4,190	4,531	4,811
净营运资金增加	6,262	-11,338	236	473	126
其他	-5,712	11,487	1,441	1,339	1,733
投资活动产生现金流	-6,273	-10,979	-4,616	-4,460	-4,460
净资本支出	-6,540	-9,963	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	9,152	11,821	-360	-360	-360
其他资产变化	-8,885	-12,836	744	900	900
融资活动现金流	2,975	4,487	-2,514	-3,266	-4,026
股本变化	270	208	0	0	0
债务净变化	21,382	-4,120	23	-865	-1,731
无息负债变化	603	14,779	234	403	7
净现金流	797	-100	199	287	50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.44%	19.82%	3.85%	6.44%	1.05%
净利润增长率	1.26%	198.38%	-47.19%	14.20%	11.73%
EBITDA 增长率	12.80%	32.44%	16.26%	10.97%	5.42%
EBIT 增长率	-2.34%	36.94%	10.23%	14.23%	4.60%
估值指标					
PE	22	8	14	12	11
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	13	10	9	8	8
EV/EBIT	28	21	20	18	17
EV/NOPLAT	36	25	23	21	20
EV/Sales	4	3	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	19.63%	21.44%	21.99%	22.90%	23.70%
EBITDA 率	26.96%	29.80%	33.36%	34.78%	36.28%
EBIT 率	12.77%	14.59%	15.49%	16.62%	17.21%
税前净利润率	9.96%	17.73%	12.19%	13.08%	14.46%
税后净利润率 (归属母公司)	4.92%	12.26%	6.24%	6.69%	7.40%
ROA	1.77%	3.46%	2.42%	2.72%	3.02%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.28%	17.41%	8.86%	9.51%	9.97%
经营性 ROIC	3.40%	5.11%	5.51%	6.19%	6.44%
偿债能力					
流动比率	0.34	0.31	0.33	0.35	0.37
速动比率	0.32	0.30	0.31	0.34	0.36
归属母公司权益/有息债务	0.28	0.39	0.40	0.44	0.49
有形资产/有息债务	1.74	2.32	2.36	2.46	2.59
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.35	1.06	0.56	0.64	0.71
每股红利	0.18	0.33	0.24	0.27	0.30
每股经营现金流	1.59	2.43	2.80	3.06	3.26
每股自由现金流(FCFF)	-3.17	2.94	0.78	0.97	1.29
每股净资产	4.87	6.08	6.30	6.71	7.15
每股销售收入	7.20	8.63	8.96	9.54	9.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼