

目标具备国际竞争力的跨国公司

上海电力 (600021.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

国资委、各省市、国家电投等迅速传达贯彻中央经济工作会议精神(新华社、国资委、东方网、国家电投网站)。

2. 我们的分析与判断

(一) 中央经济工作会议强调要深化国企改革、电力等领域混改迈出实质性步伐、继续实施一带一路建设

2016年12月召开的中央经济工作会议总结了2016年经济工作,阐明经济工作指导思想,部署了2017年经济工作。会议强调要深化国企改革,按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求,在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域混合所有制改革迈出实质性步伐。会议指出,要继续实施“一带一路”建设三大战略,要有重点地推动对外开放,推进“一带一路”建设,发挥好政策性、开发性、商业性金融作用。

(二) 国资委传达会议精神,要求培育一批具有国际竞争力的跨国公司

毫不动摇振兴实体经济是国资委传达贯彻中央经济工作会议精神的四个要求之一。中央企业要坚持创新驱动发展,大力发展高端装备制造,积极培育战略性新兴产业,加快形成经济发展新动能。利用国际国内两个市场、两种资源,努力在国际分工中占据更有利的地位,培育一批具有国际竞争力的跨国公司。

(三) 集团2016年十项改革试点承担两项,十三五资产证券化率由28%提升至75%

2016年,国家继续以《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》为引领,深入推进了包括(1)落实董事会职权、(2)市场化选聘经营管理者、(3)推行职业经理人制度、(4)企业薪酬分配差异化改革、(5)国有资本投资、运营公司、(6)中央企业兼并重组(7)部分重要领域混合所有制改革、(8)混合所有制企业员工持股、(9)国有企业信息公开工作、(10)剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题等十项改革试点,其中,公司控股股东国家电投集团承担了中央企业兼并重组和国有企业信息公开工作两项试点。

集团于2015年7月由中电投和国家核电合并重新组建而成,是全国唯一同时拥有核电、火电、新能源资产的综合型能源企业。重组后,集团具备了核电、新能源、技术创新资源、国际化发展新动能,十三五目标总装机规模1.7亿千瓦,清洁能源比重50%,资产证券化水平由28%提升至75%左右。

分析师

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏: (8610) 83571395

(yuhuapeng@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

相关研究

- 1、公司简评_上海电力:上海电力龙头,一带一路先行者 2016.03.25
- 2、公司简评_上海电力:土耳其访问大漕泾电力,推进煤电等的能源合作 2016.03.28
- 3、公司简评_上海电力:国际化的综合能源供应商 2016.03.29
- 4、公司简评_上海电力:新能源项目持续投产贡献业绩 2016.04.07
- 5、公司简评_上海电力:煤价虽涨,业绩有望持续超预期 2016.04.26
- 6、公司简评_上海电力:煤炭需求低迷,煤价低位,一季度高盈利水平或持续 2016.05.16
- 7、公司简评_上海电力:结构优化将缓解煤价上涨压力 海外收购及资产重组值得 2016.08.26
- 8、公司跟踪_上海电力:现金收购KE公司不摊薄股本 大量资本开支增添工程利润 2016.12.19
- 9、公司点评_上海电力:“国际化、综合化、清洁化、平台化”四化实现重大突破 2016.01.05

（四）公司将成为集团资产证券化和国际化的重要平台

首先，集团目前资产证券化率 28% 左右，距离 2020 年 75% 目标相去甚远。与吉电股份、东方能源注入三级单位新能源资产、中国电力注入二级单位火电资产相比，此次注入公司的江苏公司为集团二级单位新能源资产。我们预计公司将在集团证券化进程中平台优势将进一步明晰。

其次，公司 2012 年就提出由国内资源向依托统筹国内海外两种资源转变，国家 2013 年提出的一带一路战略加快了公司国际化进程。

（1）公司在日本目前已有在运光伏 7.2MW，在建 124.5MW。公司在发达国家的发展目标也是清洁能源，期待后续海外清洁能源项目的落地。

（2）公司 2014 年收购的马耳他项目，其投资协议马耳他有史以来最大的外国直接投资协议。通过公司卓越的管理能力，新马耳他能源公司线损由 14% 逐步降低至目前 7%，2015 年盈利 1500 万欧元，2016 年 1 月至 10 月盈利 3600 多万欧元，预计全年盈利超过 4000 万欧元，权益利润超过 1 亿元人民币。

（3）现金收购巴基斯坦 KE 使得公司 50% 以上利润来自于海外，突破了国内发展限制，具备了抵御国内火电周期的能力。巴基斯坦是伊斯兰世界的政治人口大国，KE 项目、埃及项目、土耳其项目、伊拉克项目将构成公司在伊斯兰世界发展的基石，将成为国家一带一路战略的重要组成部分。

成功收购巴基斯坦 KE 也是国家电投集团国际化发展的里程碑事件。公司国际化发展经验及人财物的支持将成为集团国际化发展的重要保障。目前集团承担着缅甸伊江水电 2000 万千瓦装机容量项目和南非、保加利亚、土耳其核电的开发任务，相信公司将在其中发挥重要平台作用。

3. 投资建议

收购巴基斯坦 KE 公司和集团资产标志着“国际化、综合化、清洁化、平台化”公司四化转型的重大突破。

扣除财务费用后，KE 公司海外现金收购增厚一倍业绩，10 倍以内给予充足安全边际。增发收购集团江苏公司增厚 3 亿利润，集团在持股 60% 的情况下仍参与增发，看好公司长期发展。一带一路步入丰收期、集团加速混改值得期待，不考虑收购和增发摊薄的情况下，我们预计 2016 至 2018 年公司分别实现每股收益 0.77、0.93、1.15 元，对应 12 月 16 日 12.65 的收盘价，PE 分别为 17X、14X、11X，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

公司内部管理的改善、财务费用率的下降、火电业务占比的下降，无法缓解煤炭上涨带来的成本压力。KE 公司或集团江苏公司收购失败。

表、公司财务预测表

| 资产负债表 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 利润表 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 2524 | 4254 | 4513 | 4999 | 5827 | 营业收入 | 16102 | 17006 | 18050 | 19998 | 23309 |
| 应收票据 | 108 | 44 | 47 | 52 | 60 | 营业成本 | 12601 | 12599 | 13263 | 14466 | 16650 |
| 应收账款 | 2620 | 2488 | 2641 | 2926 | 3411 | 营业税金及附加 | 93 | 93 | 99 | 109 | 128 |
| 预付款项 | 990 | 326 | 326 | 326 | 326 | 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 562 | 554 | 722 | 800 | 932 | 管理费用 | 967 | 980 | 1040 | 1153 | 1344 |
| 存货 | 447 | 293 | 1272 | 1387 | 1597 | 财务费用 | 1409 | 1437 | 1097 | 1117 | 1134 |
| 其他流动资产 | 11 | 411 | 411 | 411 | 411 | 资产减值损失 | 6 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| 长期股权投资 | 5746 | 7056 | 7056 | 7056 | 7056 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 25251 | 27719 | 31262 | 31216 | 31144 | 投资收益 | 817 | 842 | 842 | 968 | 1113 |
| 在建工程 | 3341 | 4750 | 6750 | 8750 | 10750 | 汇兑收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 工程物资 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 1842 | 2657 | 3310 | 4039 | 5085 |
| 无形资产 | 902 | 1300 | 1300 | 1300 | 1300 | 营业外收入 | 692 | 249 | 249 | 249 | 249 |
| 长期待摊费用 | 16 | 51 | 51 | 51 | 51 | 营业外支出 | 36 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 资产总计 | 47344 | 51991 | 59095 | 62018 | 65610 | 税前利润 | 2498 | 2845 | 3499 | 4227 | 5274 |
| 短期借款 | 3307 | 1924 | 5224 | 3538 | 2390 | 减：所得税 | 546 | 616 | 757 | 915 | 1141 |
| 应付票据 | 3 | 0 | 0 | 0 | 1 | 净利润 | 1952 | 2230 | 2742 | 3313 | 4133 |
| 应付账款 | 1826 | 1509 | 3634 | 3963 | 4562 | 归属于母公司净利润 | 1326 | 1332 | 1639 | 1980 | 2470 |
| 预收款项 | 76 | -48 | -48 | -48 | -48 | 少数股东损益 | 627 | 897 | 1104 | 1333 | 1663 |
| 应付职工薪酬 | 67 | 80 | 80 | 80 | 80 | 基本每股收益 | 0.62 | 0.62 | 0.77 | 0.93 | 1.15 |
| 应交税费 | -351 | -366 | -366 | -366 | -366 | | | | | | |
| 其他应付款 | 632 | -311 | -311 | -311 | -311 | | | | | | |
| 其他流动负债 | 6588 | 6200 | 5752 | 4917 | 3496 | 财务指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 长期借款 | 13834 | 12985 | 13285 | 15385 | 17185 | 成长性 | | | | | |
| 预计负债 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 | 营收增长率 | 6% | 6% | 6% | 11% | 17% |
| 负债合计 | 33014 | 36240 | 40737 | 40644 | 40474 | EBIT 增长率 | 0% | 37% | 9% | 17% | 22% |
| 股东权益合计 | 14329 | 15751 | 18358 | 21374 | 25136 | 归属净利润增长 | 0% | 0% | 23% | 21% | 25% |
| 归属母公司权益合计 | 9759 | 10257 | 11760 | 13443 | 15542 | 盈利性 | | | | | |
| 总股本 | 2140 | 2140 | 2140 | 2140 | 2140 | 销售毛利率 | 22% | 26% | 27% | 28% | 29% |
| 现金流量表 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 销售净利率 | 12% | 13% | 15% | 17% | 18% |
| 净利润 | 1952 | 2230 | 2742 | 3313 | 4133 | ROE | 14% | 13% | 14% | 15% | 16% |
| 折旧与摊销 | 1557 | 1847 | 1022 | 1047 | 1072 | ROIC | 5% | 6% | 6% | 6% | 7% |
| 经营活动现金流 | 2691 | 4631 | 5235 | 4487 | 4681 | 估值倍数 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -4202 | -654 | -3000 | -3000 | -3000 | P/E | 5 | 8 | 17 | 14 | 11 |
| 融资活动的现金流 | 2505 | -2391 | 2258 | -1000 | -853 | P/B | 0.7 | 1.0 | 2.3 | 2.0 | 1.7 |
| 现金净变动 | 994 | 1586 | 4493 | 487 | 828 | P/S | 0.4 | 0.6 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| 期初现金余额 | 1474 | 2524 | 4254 | 4513 | 4999 | | | | | | |
| 期末现金余额 | 2468 | 4109 | 8747 | 4999 | 5827 | | | | | | |

数据来源：公司数据，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

张玲，电力设备与新能源行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深圳广州：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn