

上海电力

600021

增持/ 上调评级

股 价	2009/02/13
RMB3.96	

基础数据

总股本（百万股）	2140
流通 A 股（百万股）	956
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	3787

财务数据

市净率 (X)	1.26
TRACING P/E (X)*	-7.58
EPS (元)	-0.58
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

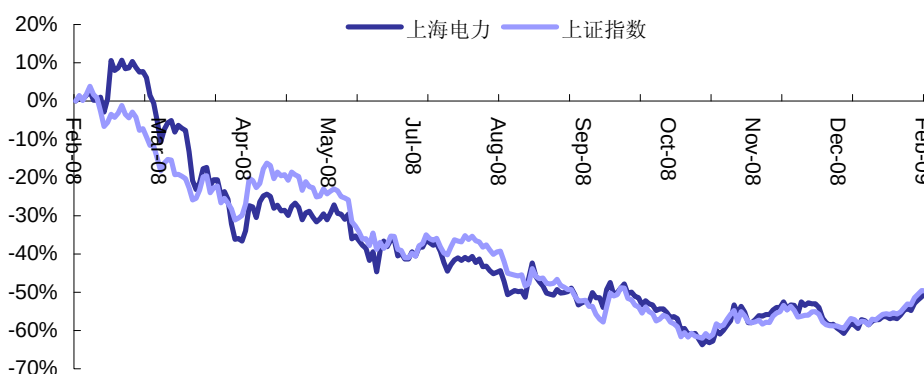
相关研究

巨大转变指日可待

经营预测与估值	2007A	2008Q3	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7787.3	6774.3	8954.0	8626.0	9471.0	11587.5
(+/-%)	-1.2	16.5	15.0%	-3.7%	9.8%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	451.2	-1248.6	(1908.2)	283.1	515.3	920.6
(+/-%)	12.1	-488.9	-	扭亏	82.0%	78.7%
EPS(元)	0.21	-0.58	-0.89	0.13	0.24	0.43
P/E(倍)	18.8	-6.8	-	30	16	9

- 小火电是沉重的包袱、资本的杀手，其对利润的吞噬是上海电力多年来沉重的包袱，也是上海电力一直被市场视作二线电力公司而不被市场重视的主要原因。
- 从 2007 年，应上海市的能源发展规划以及世博会召开的规划，上海电力开始逐步实施“以大代小”，这将给公司带来巨大的转变，它不仅将扩大公司的装机规模，还可以使公司彻底摆脱先前的包袱，提高资产质量和盈利能力，从而提高公司内在价值与股东的回报率。2006 年底上海电力权益装机 434.6 万千瓦，其中小机组占比 42.7%，到 2010 年权益装机将达 805 万千瓦，小机组仅占公司权益装机的 5.1%。
- 上海电力多年来受到小火电包袱的制约，不能在公司的发展上迈进，而包袱一旦放下，公司将可以将全部精力都放在未来的发展上，在迈入一线电力公司行列之后，将会“开动机器”，在未来的持续发展和增长上做出业绩。
- 我们认为，上海电力具有巨大的价值改善空间，这一改善从业绩上将逐步释放，为公司带来业绩的持续高增长，应给予上海电力高于一线电力公司的估值水平，2009-2010 年的一年时期内，动态市盈率在 15-20 倍较为合理，对应合理价格在每股 6.45-8.6 元。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 王 爽
 +755-82493570
 wangshuang@lhq.com

内在价值的巨大提升指日可待

小火电是沉重的包袱、资本的杀手

小火电对利润的吞噬是上海电力多年来沉重的包袱，也是上海电力一直被市场视作二线电力公司而不被市场重视的主要原因。例如：2005 年外高桥二期新投产增加的盈利基本被老电厂的亏损所抵消。

目前公司全资拥有的小火电包括吴泾热电（350MW）、闵行发电（815MW）、杨树浦发电（359MW），2007 年之前还拥有南市发电（145MW）

2008 年小机组对公司 价值的毁损巨大

由于小火电的煤耗要远远高于大机组，因此，在 2008 年煤炭价格高涨的情况下，小机组的收入无法覆盖变动成本，而上海电力的小火电机组处于上海负荷中心，又兼有供热任务，虽然巨亏还不得不照常发电，不能停机，所以在 2008 年这些小火电机组简直就成了公司的“资本杀手”。2008 年前三季度，占公司权益装机容量不足 20% 的小火电机组亏损额达 6.75 亿元，占上海电力总亏损 12.5 亿元的 54%。

彻底转变源自“上大压小”，还带来增量

以大代小的明细

从 2007 年，应上海市的能源发展规划以及世博会召开的规划，上海电力开始逐步实施“以大代小”的转变，随着小火电的关停，大型高效机组将陆续投产。按照规划：吴泾热电以大代小的 2×30 万 kw 热电联供的项目已动工，因供热需要，原吴泾热电（12.5 万 kw）将待新项目投产后关停；闵行、杨树浦电厂实施“拆二建一”，新建 2×100 万 kw 大漕泾项目，已于 2008 年 8 月 6 日获得发改委核准，原闵行（81.5 万 kw）、杨树浦（35.9 万 kw）电厂将逐步关停；南市发电厂因世博会占地拆迁，已于 2007 年 10 月 1 日正式退役，并获得了 9.5 亿元的补偿。

图表 1 列示了“以大代小”的项目明细，2010 年彻底的转变实现之后，公司不但可以甩开“包袱”，而且还可以获得更多的装机规模，新投产的大机组比关停的小机组的规模高出将近一倍（图表 1）。

图表 1：“以大带小”项目明细

项目名称	装机容量	持股比例	权益装机	关停与投产时间
关停小机组权益装机共 144.4 万千瓦				
南市	14.5	100%	14.5	2007 年 10 月 1 日正式退役
吴泾热电	12.5	100%	12.5	2010.5.世博会之前关停
闵行	81.5	100%	81.5	2010.5.世博会之前关停
杨树浦	35.9	100%	35.9	2010.5.世博会之前关停
“以大代小”项目权益装机共 260 万千瓦				
吴泾热电	2×30	100%	60	2010.5.世博会之前投产
大漕泾项目	2×100	100%	200	2010.5.世博会之前投产

来源：上市公司

内在价值呈跨越式提升

“上大压小”将给公司带来巨大的转变，它不仅将扩大公司的装机规模，还可以使公司彻底摆脱先前的包袱，提高资产质量和盈利能力，从而提高公司内在价值与股东的回报率。

小火电厂的成本及管理费用远远高于大机组：

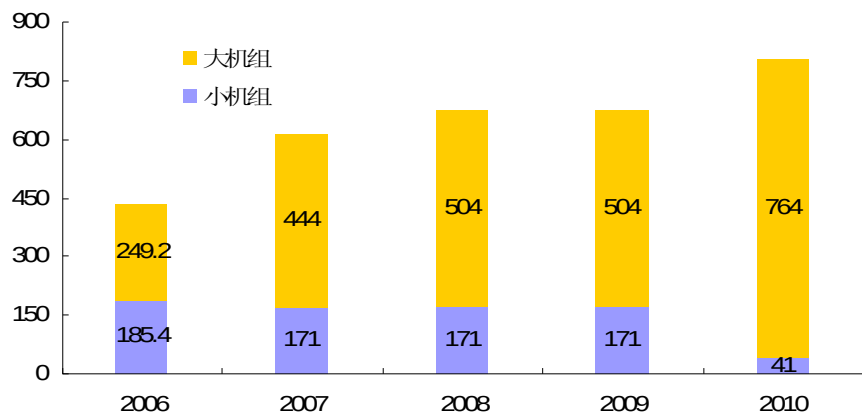
小火电与大型机组相比较

第一、在燃煤成本方面，小火电机组煤耗比大机组要高约 20%，例如 5-10 万千瓦的燃煤机组供电煤耗可高于 400 克/千瓦时，而 60 万千瓦的机组约 345 克/千瓦时，目前超超临界的 100 万千瓦机组低于 300 克/千瓦时，在 2008 年煤价高涨的情况下，更突出显示了煤耗带来的燃煤成本的差别，2008 年百万千瓦的火电机组还产生了正的盈利。第二、人工成本方面，小火电厂约 1000 人，而大型火电厂也就 200-300 人。

装机总量和构成的变化

2006 年底上海电力权益装机 434.6 万千瓦，其中小机组 185.4 万千瓦，占比 42.7%；到 2010 年小机组全部关停，大机组全部投产之后，上海电力权益装机将达 805 万千瓦，比 2008 年的 675 万千瓦增长 19%，并且，小机组只剩下徐州阡山，仅占公司权益装机的 5.1%。（图表 2）

图表 2：上海电力权益装机构成（单位：万千瓦）



来源：上市公司

世博会助推转型尽快成行

上海电力“上大压小”项目也是配合 2010 年 5 月 1 日上海召开世博会的项目，必须赶在它之前完成。因此，公司的彻底转变最晚在世博会之时，并且，公司目前正在争取能够提前完成。可以说，在世博会的推动下，公司的巨大转变是指日可待了。

“放下包袱”才能“开动机器”

上海电力多年来受到小火电包袱的制约，不能在公司的的发展上迈进，而包袱一旦放下，公司将可以将全部精力都放在未来的发展上。

近两年来，公司已经进行了一些发展上的动作，例如淮沪煤电联营项目和收购江苏八菱集团。淮沪煤电联营项目集煤炭电力于一体，在 2008 年电力的冬天获得了较为稳定的盈利。2008 年初，公司董事会决定同江苏省盐城市人民政府合作重组江苏八菱集团，并以此作为双方在电力等公用事业和基础设施建设的良好合作开端，虽然目前八菱集团的盈利能力偏弱，但上海电力更注重苏北地区今后的发展，盐城海岸线长度占江苏省海岸线总长度的 56%，是风电和电源点建设的理想场所。

更值得期待的是，公司的控股股东中电投是除了中核、中广核之外唯一一家拥有核电自主经营资格的集团，在目前已在申请的安徽芜湖核电项目中，上海电力将可能占有 14%的股权。

我们认为，公司在迈入一线电力公司行列之后，将会“开动机器”，在未来的持续发展和增长上做出业绩。

盈利预测及估值

主要预测假设：

- 1、2009 年电煤市场均价维持当前水平，合同价格上涨 8%，2010 年、2011 年维持 2009 年水平。
- 2、2009 年公司下属电厂发电量下降 5-8%，2010 年、2011 年维持 2009 年发电量水平。

我们认为，上海电力具有巨大的价值改善空间，这一改善从业绩上将逐步释放，为公司带来业绩的持续高增长，应给予上海电力高于一线电力公司的估值水平，2009-2010 年的一年时期内，动态市盈率在 15-20 倍较为合理，对应合理价格在每股 6.45-8.6 元。

图表 3：上海电力利润表预测

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
一、营业收入					
营业收入	7787.3	8954.0	8626.0	9471.0	11587.5
营业成本	6754.2	9755.1	7332.1	7860.9	9270.0
营业税金及附加	31.1	24.8	25.9	28.4	34.8
销售费用	4.3	4.6	5.0	5.0	5.0
管理费用	476.5	390.7	376.4	284.1	347.6
财务费用	332.9	720.4	648.3	648.3	648.3
投资净收益	404.1	(341.0)	256.7	256.7	256.7
二、营业利润					
营业利润	594.4	(2262.7)	495.0	900.9	1538.5
营业外收入	175.5	15.5	0.0		
营业外支出	5.5	93.5	0.0		
三、利润总额					
利润总额	764.3	(2340.7)	495.0	900.9	1538.5
所得税	61.2	4.1	59.4	108.1	184.6
四、净利润					
净利润	703.1	(2344.9)	435.6	792.8	1353.8
少数股东损益	251.8	(436.7)	152.5	277.5	433.2
归属于母公司所有者的净利润	451.2	(1908.2)	283.1	515.3	920.6
五、全面摊薄每股收益	0.29	-0.89	0.13	0.24	0.43

来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。