

蜕变之年

上海电力深度研究报告

报告关键点：

- 2010年“上大压小”极大提升盈利能力
- 冗员问题、煤价上涨和贾汪关停资产处置带来盈利不确定性
- 提高评级至“增持-A”评级，目标价7.5元

报告摘要：

- 公司简介：**公司于03年A股上市，控股股东为中电投集团。受制于大股东定位，集团资产注入空间较小，其主要通过新建为主、收购集团外资产为辅的方式发展。经过多年开拓，基本形成了以上海为基地、逐步向华东地区拓展的局面。
- 历史经营分析不佳：**自上市以来公司盈利能力不佳，主要有三个原因：(1)行业性因素。包括煤价上涨和利用小时下降。(2)母公司盈利黑洞，主要由于小机组、冗员和财务费用快速增加。(3)沪外地区扩张不利。
- 2010年蜕变之年：**2010年，公司基本面将发生极大变化：(1)上海地区，母公司全资电厂全部关停，漕泾发电和吴泾热电扩建投产；(2)江苏省内，“上大压小”通过关停贾汪电厂以核准阚山电厂。按行业平均经营水平，估算可增加每股盈利0.15元。
- 冗员问题短期难以解决：**我们对公司关停小机组后冗员问题的解决较市场相对悲观。我们认为3家老电厂关停后职工进入新电厂的可能性较大，在此基础上，将较大幅度降低新机组盈利能力。
- 煤价持续上涨：**我们预计10年煤价仍将上涨。保守预计2010年发电企业的综合煤价涨幅将超过10%，其中沿海地区受沿海运费的影响涨幅应高于平均水平，预计为15%。
- 10年利用小时反弹：**综合装机容量和发电量，我们预计10年上海和江苏利用小时略有反弹，分别为2.2%和7.7%，11年再次下降，降幅分别为6.4%和2.4%。
- 盈利预测：**预计09-11年EPS分别为0.18、0.24和0.32元。受制于煤价的再次大幅上涨，基本面改善形成的盈利增长空间受限。
- 风险提示：**贾汪电厂关停后的资产和12亿元担保借款如何处置将成为影响公司业绩的重大不确定因素。我们乐观预计贾汪通过出售关停容量、补偿电量收入和银行贷款重谈判等措施将有效降低对于当期业绩的一次性冲击，并因此在盈利预测中未考虑关停造成的当期损益影响。但我们会密切关注贾汪电厂的后续处理。
- 估值及评级：**综合PE、PB、EV/可控容量等数据，公司具有一定的估值优势。但考虑考虑贾汪电厂关停后的较大不确定性，我们给予“增持-A”评级，6个月目标价为7.5元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,787.3	9,260.9	10,791.6	12,328.1	13,946.9
Growth(%)	-1.2%	18.9%	16.5%	14.2%	13.1%
净利润	703.1	-1,895.5	525.5	546.8	715.1
Growth(%)	12.1%	-434.0%	-125.4%	32.0%	37.4%
毛利率(%)	2.4%	-18.7%	11.2%	13.4%	15.6%
净利润率(%)	5.8%	-16.3%	3.5%	4.1%	5.0%
每股收益(元)	0.21	-0.70	0.18	0.24	0.32
每股净资产(元)	3.58	2.07	2.61	2.84	3.13
市盈率	27.6	-8.2	32.5	24.6	17.9
市净率	1.6	2.8	2.2	2.0	1.9
净资产收益率(%)	6.8%	-27.8%	6.5%	6.3%	7.7%
ROIC(%)	6.6%	-6.0%	6.3%	5.6%	6.6%
EV/EBITDA	21.0	-24.8	12.8	12.7	10.8
股息收益率	2.5%	0.7%	0.0%	0.2%	0.6%

评级：
增持-A

上次评级：中性-A

目标价格：
7.50 元

期限：6 个月 上次预测：3.00 元

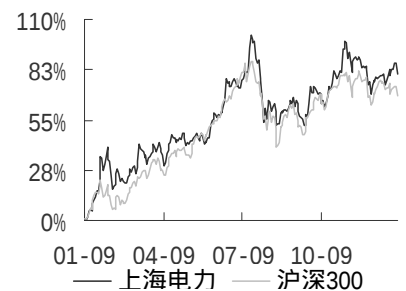
现价：5.81 元

报告日期：
2010-01-21

市场数据

总市值(百万元)	12,431.89
流通市值(百万元)	12,431.89
总股本(百万股)	2,139.74
流通股本(百万股)	2,139.74
12 个月最高/最低	3.20/6.74 元
十大流通股东(%)	75.10%
股东户数	169,085

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.47	4.51	11.85
绝对收益	2.41	5.26	79.75

研究员

张龙

021-68766113

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn

诸勤秒

021-68765175

助理行业分析师

zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

上海电力：关注海通证券的冲击

2008-10-29

中报合乎预期，未来持续看好

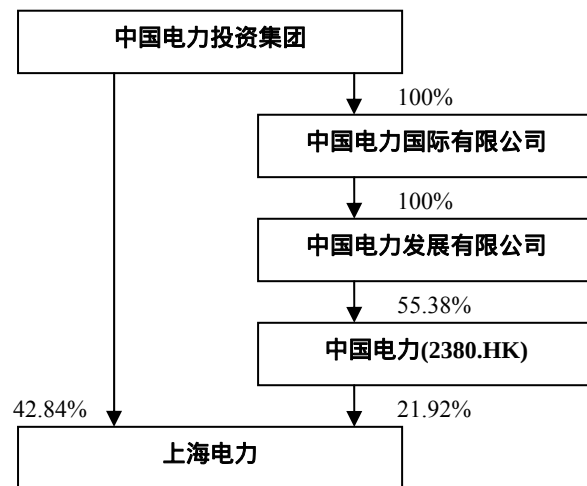
2007-08-07

1. 公司简介

上海电力于 2003 年 10 月在 A 股上市，实际控制股东为中电投集团。公司业务集中，以供电和供热为主。经过多年发展，公司在华东大部分地区均有供电业务，成为华东地区较大的地方电力企业之一。

公司控股股东为五大集团之一的中电投集团，其资产遍布全国各地及港澳地区，其中香港上市的中国电力被定位为全国性发电公司，而在 A 股上市的上海电力、漳泽电力、九龙电力、吉电股份、露天煤业则被定位为区域发电公司。除了中国电力下属电厂外，集团在华东地区几乎全部电厂都已在上海电力手中，因此大股东向上海电力进行资产注入的可能性基本没有，公司未来的主要发展路径将以新建为主、收购集团外资产为辅。

图 1 上海电力股权结构



数据来源：公司公告

表 1 公司电力机组情况(万千瓦)

	地区	电网	机组构成	装机容量	权益	权益容量	附注
运营机组						628	
杨树浦电厂	上海	上海	1*12.5+3*2.5	20	100%	20	10 年关停
吴泾热电	上海	上海	2*2.5+1*5.0	7.5	100%	8	10 年关停
闵行电厂	上海	上海	2*13.5+1*13+2*14	68	100%	68	10 年关停
外高桥一期	上海	上海	4*30	120	51%	61	
漕泾热电	上海	上海	2*30	60	36%	22	合并报表
上电贾汪	江苏	江苏	4*13.5	54	76%	41	已关停
阌山电厂	江苏	江苏	2*60	120	55%	66	待核准
八菱集团	江苏	江苏		52.03	60%	31	
外高桥二期	上海	上海	2*90	180	20%	36	
外高桥三期	上海	上海	2*100	200	30%	60	
吴泾发电	上海	上海	2*30	60	50%	30	
吴泾第二	上海	上海	2*60	120	49%	59	
淮沪一期	安徽	上海	2*60	120	50%	60	
华电望亭	江苏	江苏	2*39	78	45%	35	
浙能镇海	浙江	浙江	2*39	78	38%	30	
天台山风电	浙江	浙江	14*0.078	1.092	51%	0.55692	
在建机组						239	
吴泾热电扩建	上海	上海	2*30	60	100%	60	
漕泾发电	上海	上海	2*100	200	65%	130	已投产一台
临港燃气	上海	上海	4*35	140	35%	49	
已关停机组							
南市电厂	上海	上海	2*6 + 1*2.5	14.5	100%		08 年关停

公司深度分析

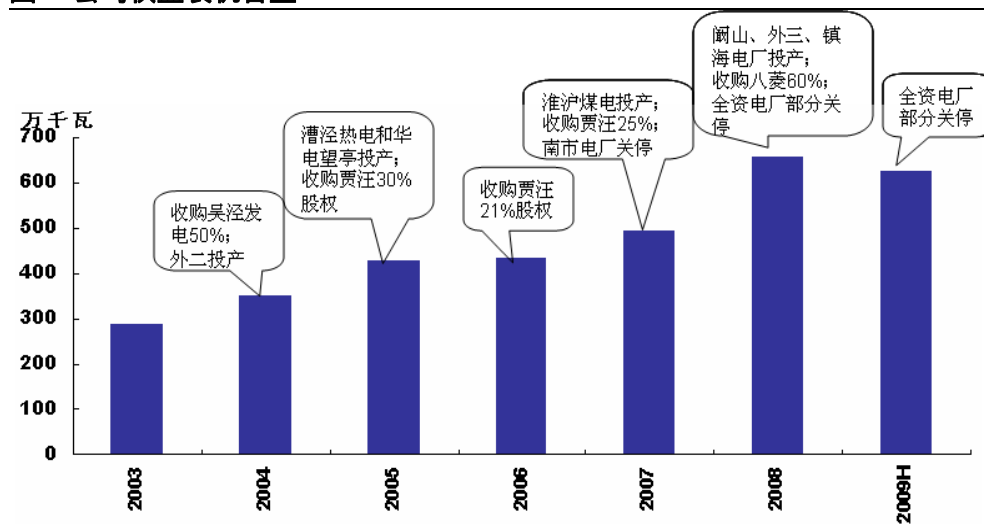
杨树浦电厂	上海	上海	2*2+1*2.5+1*12.5	19	100%	09 年关停
吴泾热电	上海	上海	1*2.5+1*10+1*12.5	25	100%	08 年关停
闵行电厂	上海	上海	1*13.5	13.5	100%	09 年关停
拟建机组						
闵行燃气	上海	上海	2*35	70	65%	
漕泾 IGCC	上海	上海	2*39	78	51%	
芜湖核电	安徽	安徽	2*100	200	14%	
大丰海上风电	江苏	江苏		90		

数据来源：安信证券研究中心

公司专注于电力主业，在稳步发展上海本地的同时，大力往周边拓展，装机容量增长较快。2003 年公司上市时，主要资产包括 4 家全资电厂、控股的外高桥电厂和参股的吴泾二电厂，全部位于上海地区。之后公司通过收购和新建，在上海增加了吴泾发电、外二、外三、漕泾热电等盈利能力较强的电厂，进一步稳固了其在上海的优势地位。与此公司通过收购贾汪电厂和八菱集团成功进入了江苏省市场，并在安徽和浙江有项目布点。至此，公司基本形成了以上海为基地、逐步向华东地区拓展的局面。

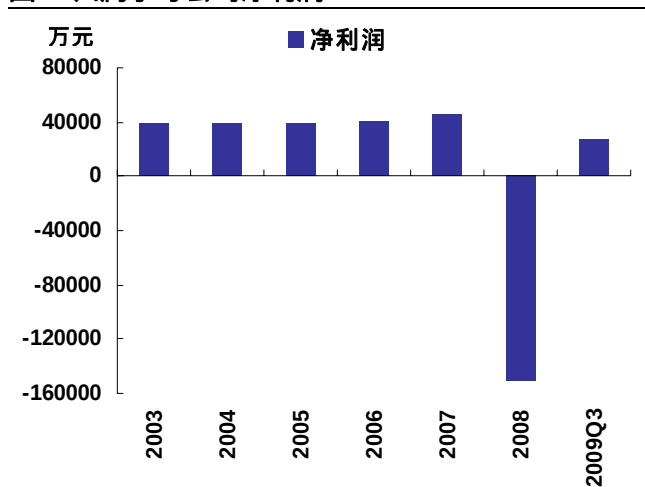
虽然公司经营的规模和区域不断发展，然而受到煤价上涨、利用小时下降等行业性因素影响，以及公司自身原因，盈利始终难以增加。

图 2 公司权益装机容量



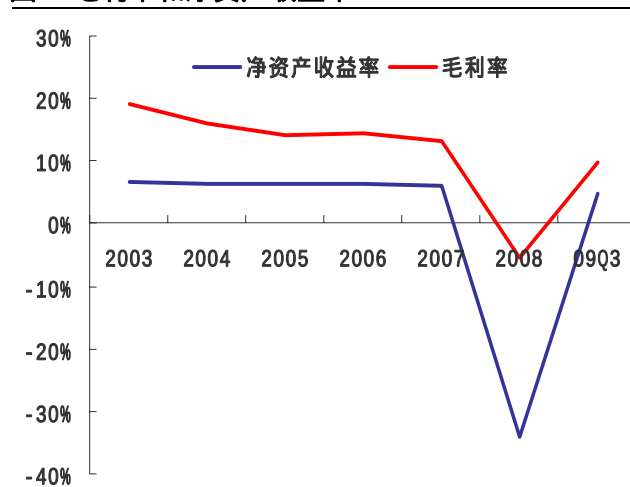
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 3 归属于母公司净利润



数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 4 毛利率和净资产收益率



数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

2. 历史经营分析

自 03 年上市以来公司规模和收入不断增长，但净利润一直维持在 4~4.5 亿元左右（不包括非正常经营的 2008 年），主要是受到行业性因素和公司本身特点的影响。

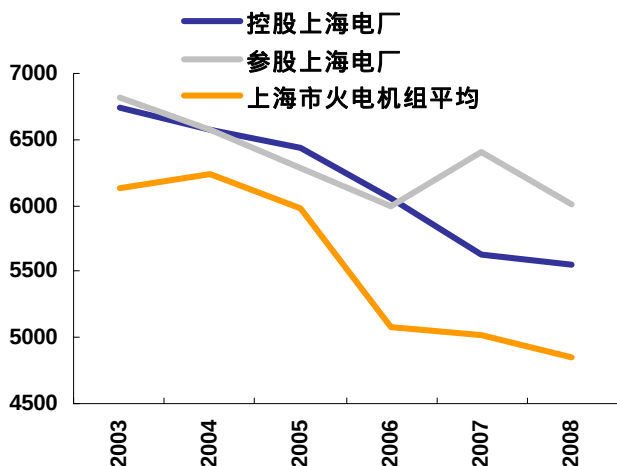
响。

2.1. 行业性因素

受到行业性的煤价上涨和利用小时下滑影响，公司盈利能力出现了一定的下降。03-08 年，公司控股上海地区燃煤电厂利用小时下滑了 17%，参股电厂累计下滑了 12%，但较同期上海市火电机组平均的 21%略好。同时公司标煤价格不含税上涨了 160%，与秦皇岛山西优混 170%的涨幅相当。

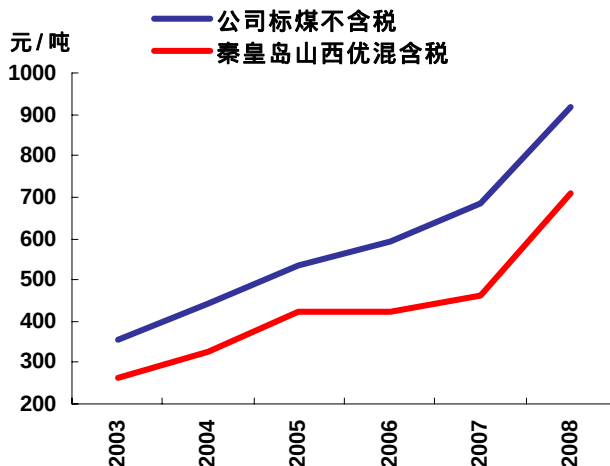
未来煤价和利用小时仍将是决定公司业绩的最重要因素。

图 5 公司上海地区燃煤电厂利用小时比较



数据来源：安信证券研究中心

图 6 煤炭价格比较



数据来源：安信证券研究中心

2.2. 母公司盈利能力不佳

仔细分析公司利润构成，可以看到参股公司和控股子公司是公司利润的主要来源，而母公司本部则是利润黑洞：(1) 小机组和高煤耗：公司全资拥有的四个电厂单机容量小，煤耗远高于行业平均水平，在煤价连续走高的情况下，毛利率大幅低于行业平均水平，在 08 年煤价大幅上涨中更是亏损严重。随着 2010 年全资电厂的关停，小机组的利润“黑洞”有望解决；(2) 冗员问题：由于历史原因，母公司电厂员工数量庞大，其人工支出占营业收入比例远高于行业平均水平。虽然小机组即将关停，但冗员问题短期内仍难解决。这与内蒙华电资产置换有非常大的区别；(3) 财务费用增长迅猛：由于公司近几年的快速扩张导致母公司本部财务费用快速上升，这也是母公司业绩不佳的主要原因之一。

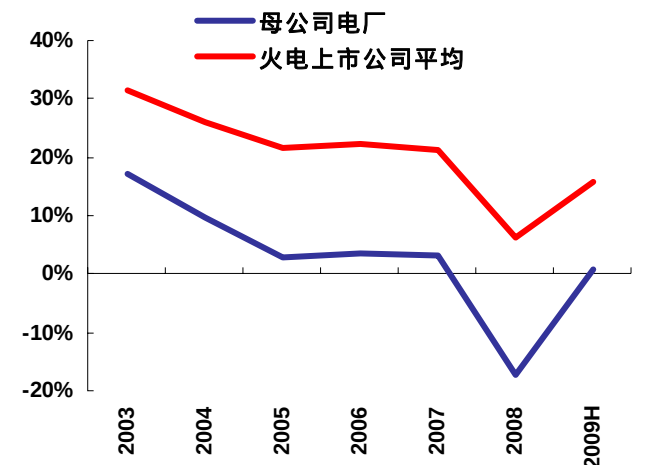
表 2 净利润分解

(万元)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009H
母公司净利润贡献	-2323	-7127	-17344	-11444	-20344	-80448	-16148
发电毛利	50190	28263	8965	11289	8340	-43699	1081
供热毛利	-15358	-10537	5240	9650	6284	1948	4003
财务费用	14397	3405	4207	7766	14666	32410	15000
控股公司净利润贡献	18861	21803	17748	19216	22855	-51133	-5863
外高桥	20863	21259	20185	19393	18303	-10189	8262
漕泾热电			-818	2304	4085	3520	3492
贾汪				257	3	-16321	
阌山						-24241	
其他	-2001	544	-1619	-2739	464	-3902	
参股公司净利润贡献	23638	25001	39378	32489	42613	-19118	30402
外高桥二		609	14611	10810	13765	6159	5474
外高桥三						-8974	8868
吴泾发电	3630	4397	4373	4263	4152	-6721	4808
吴泾二	19910	19872	19916	17345	15620	-3178	8791
淮沪煤电					4476	7671	2973
华电望亭					1794	-1695	1125
浙能镇海						56	-4368

盐城发电						-8475	-230
江苏射阳港						-6463	523
成本法分红	97	123	477	225	480	1676	2281
合计	40175	39678	39781	40260	45124	-150698	8391

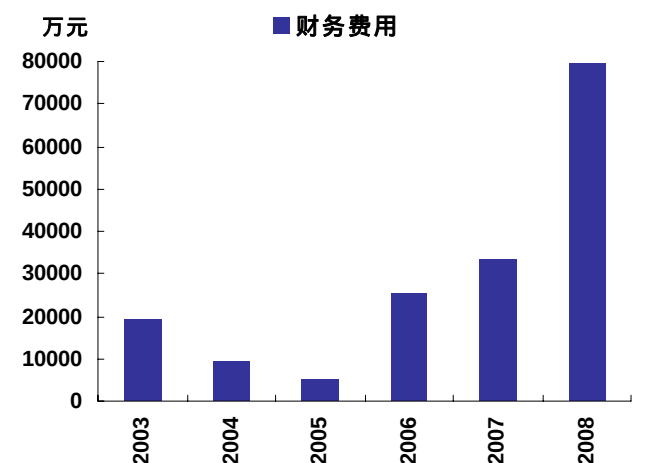
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 7 电厂毛利率



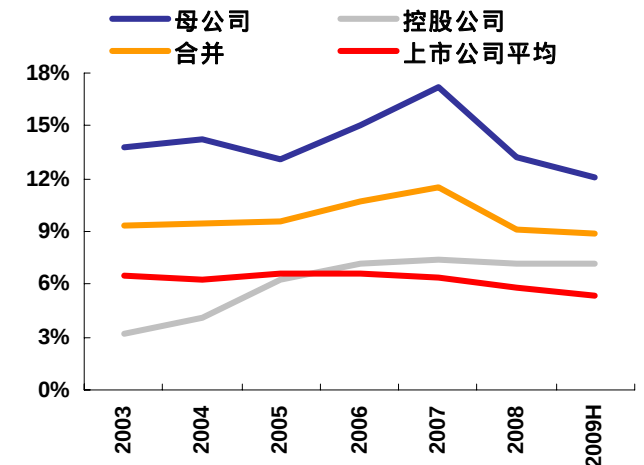
数据来源：公司公告 WIND

图 9 公司财务费用



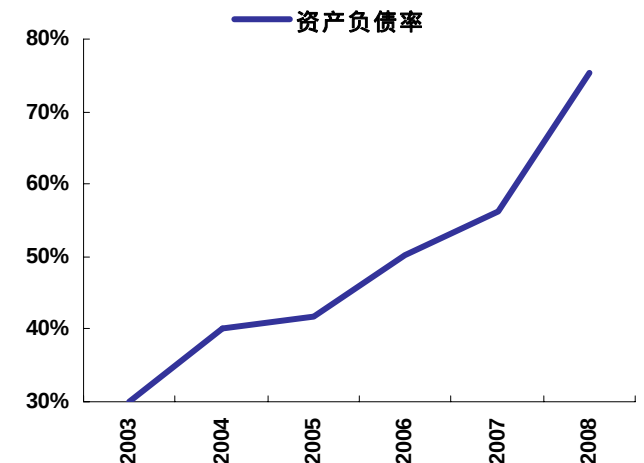
数据来源：WIND

图 8 人工支出/营业收入比例



数据来源：公司公告 WIND

图 10 公司资产负债率



数据来源：WIND

2.3. 沪外地区扩张不利

公司在立足上海地区的同时，积极进行对外扩张。先后在江苏收购了贾汪电厂和八菱集团、新建阌山电厂、参股华电望亭燃机，在安徽合营淮沪煤电，在浙江联营浙能镇海。除淮沪煤电作为煤电联营项目，盈利能力较强外，其他外地投资的电厂由于种种原因盈利都不理想，成为公司业绩的拖累，例如贾汪电厂和八菱集团全部为小机组、阌山电厂未被核准、镇海燃机气源不足等等。即使是淮沪煤电联营项目，由于煤矿开发不利，目前盈利亦是低于预期。

未来，随着阌山电厂的核准、淮沪煤电项目煤炭达产、气源获得解决后，沪外地区电厂的盈利将会得到重大改善。

表 3 沪外地区电厂基本面变化

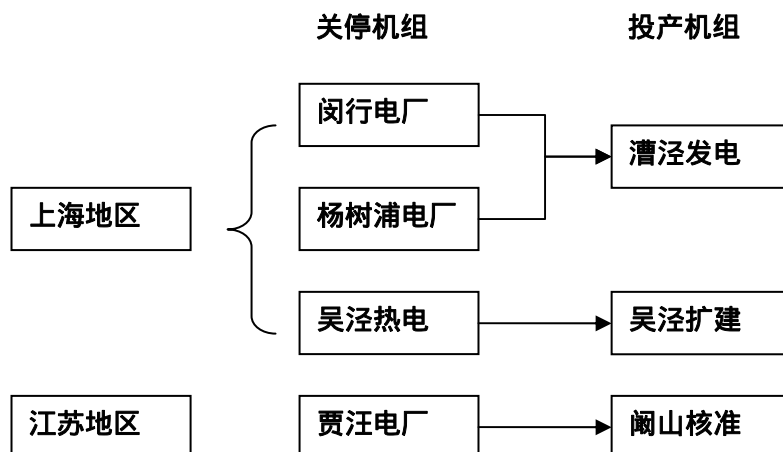
	权益	燃料	短期基本面变化
阌山电厂	55%	煤炭	2010 年有望核准，盈利会有大幅改善
淮沪煤电	50%	煤炭	09 年受制于煤矿开发不利，未来盈利有望提高
浙能镇海	38%	天然气	气源不足，08 年补贴政策取消，短期内盈利不佳
华电望亭	45%	天然气	08 年奥运保气致利用小时不足，今年以来气源稳定；09 年末成功注册 CDM，提升未来盈利

数据来源：安信证券研究中心

3. 2010 年“上大压小”带来的基本面改善

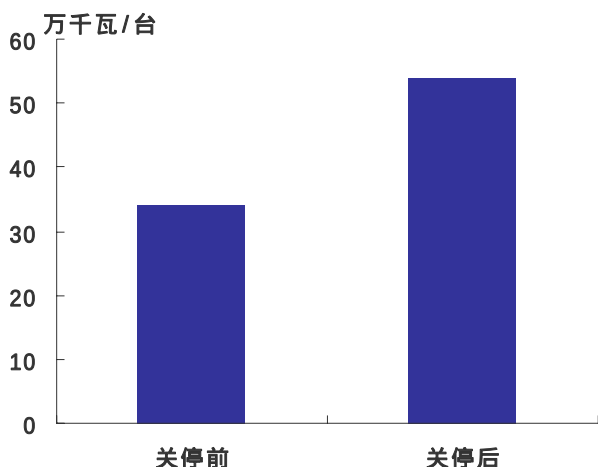
2010 年，公司基本面将发生极大的变化：(1) 上海地区，母公司全资电厂全部关停，漕泾发电和吴泾热电扩建投产，形成了形式上的“上大压小”；(2) 江苏省内，公司已决定通过“上大压小”的方式关停贾汪电厂以核准阚山电厂。新旧机组的替代将极大改变公司的基本面状况，从火电机组单机容量来说，将由 09 年底的 34 万千瓦提高到 54 万千瓦，控股燃煤机组供电煤耗将由 342 克/千瓦时下降到 315 克/千瓦左右，位于上市公司前列，对煤价上涨的防御能力亦大大增加。困扰公司多年的小机组、高煤耗问题将得到完全解决，公司盈利能力将由较大提升，但冗员问题依然存在。

图 11 2010 年公司控股电厂机组变化情况



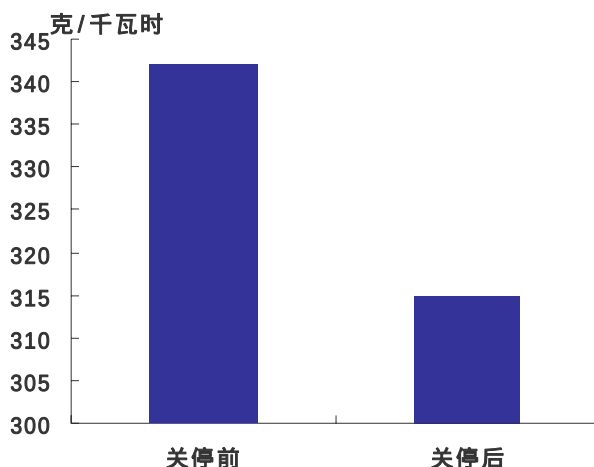
数据来源：安信证券研究中心

图 12 火电单机容量对比



数据来源：安信证券研究中心

图 13 控股燃煤机组供电煤耗



数据来源：安信证券研究中心

3.1. 全资电厂关停提升盈利分析

关停 3 家全资老电厂而新建 2 家新电厂，将极大提升公司的盈利。我们按照利用小时 5500、标煤价格 650 元/吨进行测算预计可增加公司利润总额约 4.2 亿元，考虑所得税影响可增加净利润约 3.15 亿元。我们这里是假设 3 家老电厂全部职工直接转移到新建的 2 家电厂，即表 3 中的情景 1。如果不考虑冗员情况，假设 2 家新电厂职工各为 300 人时，则增加利润情况为情景 2 所示。

考虑到公司的国企性质，不会大量裁减人员，因此 3 家老电厂关停后职工进入新电厂的可能性较大，即情景 1 的状况。而市场上则是按照情景 2 的状况对公司的盈利进行预期，我们认为情景 2 过于乐观。这一点与内蒙华电的资产置换相比有非常大的差别，内蒙华电通过资产置换将冗员负担卸掉，而上海电力的冗员负担仍然存在。

表 4 “上大压小”机组盈利能力测算

	杨树浦、闵行、吴泾	情景 1		情景 2	
		漕泾发电	吴泾热电扩建	漕泾发电	吴泾热电扩建
权益	100%	65%	100%	65%	100%
装机(万千瓦)	152.5	200	60	200	60
利用小时	5500	5500	5500	5500	5500
发电量(亿 KWH)	83.9	110.0	33.0	110.0	33.0
供电量(亿 KWH)	76.3	104.5	31.0	104.5	31.0
电价(元/KWH)	0.4575	0.4568	0.4568	0.4568	0.4568
发电收入(万元)	298455	407997	121111	407997	121111
发电成本(万元)	206563	280583	104104	280583	104104
折旧(万元)	28000	46500	16500	46500	16500
人工(万元)	40000	25000	15000	4000	4000
修理(万元)	9000	6600	2400	6600	2400
燃料(万元)	188526	196983	68554	196983	68554
煤耗(克/千瓦时)	380	290	340	290	340
标煤量(万吨)	290	303	105	303	105
标煤价(元/吨)	650	650	650	650	650
其他(万元)	4194	5500	1650	5500	1650
税金及附加(万元)	2985	4080	1211	4080	1211
主营业务利润(万元)	25751	123334	15795	123334	15795
管理费用(万元)	15000	10000	5000	3000	3000
财务费用(万元)	3000	35000	12000	35000	12000
利润总额(万元)	7751	78334	-1205	106334	11795
增加利润总额(万元)		41961		73161	

数据来源：安信证券研究中心

3.2. 贾汪电厂关停带来的影响

为了加快推进澜山电厂的核准，公司决定按照“上大压小”政策关停贾汪电厂来推进澜山电厂的核准。

贾汪电厂情况简介：(1) 贾汪电厂有 4 台 13.5 万千瓦机组于 04 年投产，目前上海电力控股 76%，上海电力目前对其的投资成本为 3.68 亿元。(2) 贾汪电厂的总投资约为 18 亿元，按照火电 15~20 年的折旧政策，我们估计目前其资产值约为 13.4 亿元，其中净资产约为 1.4 亿元，银行借款 12 亿元。上海电力对贾汪电厂的 12 亿元的银行贷款进行了担保。(3) 按照相关规定，关停电厂在 3 年内可转让其电量，按照每年 20 亿千瓦时电量、单位电量 0.05 元/千瓦时的转让价格计算，可为公司带来 3 亿元左右的收入。

贾汪电厂已经于 2009 年关停，关停后的资产和 12 亿元担保借款如何处置将成为影响公司业绩的重大不确定因素。另一方面，贾汪电厂关停后，其职工将进入澜山电厂，同时澜山电厂应对贾汪电厂关停容量进行购买，将对澜山电厂的盈利将产生一定的负面影响。

4. 煤价持续上涨

我们在 09 年 12 月的年度策略报告《再次经受煤价考验》中已详细讨论了明年的煤价走势。这里简要叙述下。

需求方面，根据我们和安信研究中心煤炭、钢铁等行业分析师的预测，并考虑到四大行业以外的煤炭新增需求，整体估计 2009 年和 2010 年实际煤炭新增需求为 1.96 亿吨和 3.13 亿吨。

表 5 国内煤炭消费增量(亿吨)

	火电	钢铁	建材	化工	其他	合计
08 年消费量	14.66	4.60	4.04	1.45	3.56	28.31
行业产量增速						
09 年	6.1%	1.2%	3.2%			
10 年	12.0%	5.0%	8.0%			

煤炭消费增速

09 年	3.8%	12.0%	18.0%	2.0%
10 年	10.6%	10.0%	15.0%	6.0%

煤炭消费增量

09 年	0.55	0.55	0.73	0.03	0.1	1.96
10 年	1.61	0.52	0.71	0.09	0.2	3.13

数据来源：安信证券研究中心

供给方面，2010 年随着山西省煤炭产量逐步恢复，以及瓶颈限制，内蒙古和陕西的产量增速会有所回落。

表 6 国内煤炭供给增量（亿吨）

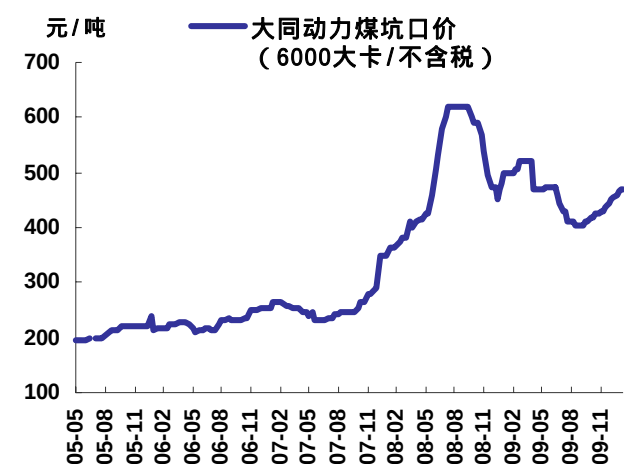
	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
原煤产量	21.51	23.32	25.23	27.16	29.60	32.13
增长率%	8.01%	8.09%	8.22%	7.60%	9.00%	8.53%
调整产量	22.61	24.67	26.93	28.25	29.60	32.13
调整后增长率%	9.22%	9.09%	9.19%	4.90%	4.77%	8.53%
山西调整	6.64	7.16	7.98	7.65	6.20	7.20
内蒙古	2.37	2.75	3.52	4.65	6.05	6.77
陕西	1.58	1.71	1.88	2.00	3.00	3.30
其他	12.02	13.04	13.55	13.95	14.36	14.86
净出口	0.46	0.25	0.02	0.05	-0.95	-0.95
年初年末库存差额	-0.15	0.10	-0.10	0.10	-0.10	-0.10
可供量	22.01	24.52	26.81	28.31	30.45	32.98
增长率%	10.02%	11.37%	9.37%	5.58%	7.57%	8.29%

数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

综合 2010 年煤炭的新增需求和供给，推算出供给缺口最少在 5000 万吨左右，因此 2010 年煤价上涨不可避免。实际上根据目前的秦皇岛煤炭均价，已经高出 09 年均价 35~40%左右。因此对于以火电为主的电力上市公司来说，2010 年煤价再度成为决定盈利能力的关键指标。

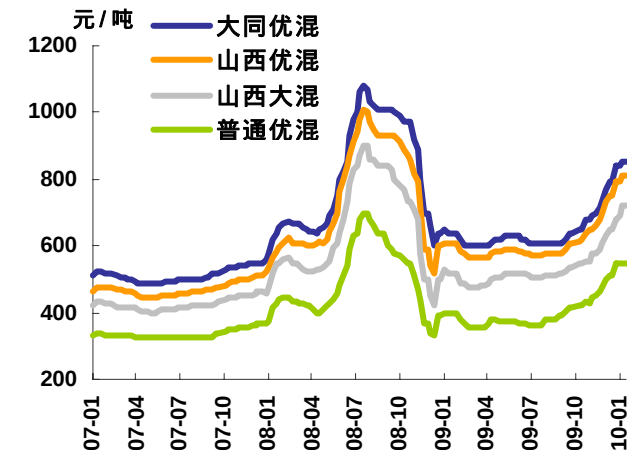
目前已公布的合同煤价涨幅在 5~10%。我们保守预计 2010 年发电企业的综合煤价涨幅将超过 10%，其中沿海地区受沿海运费的影响涨幅应高于平均水平，预计为 15%。

图 14 大同动力煤坑口价



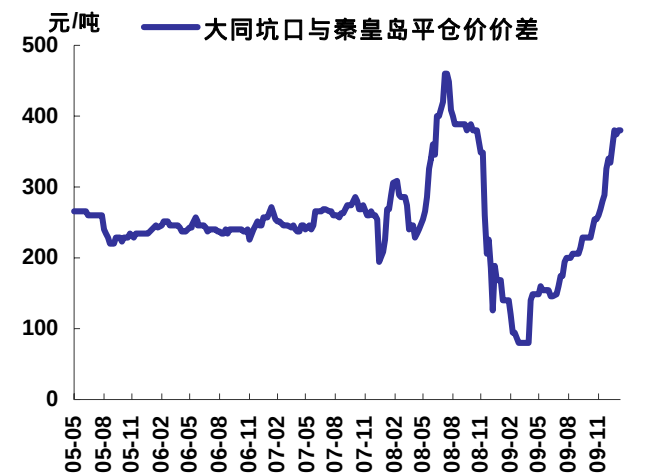
数据来源：煤炭资源网

图 15 秦皇岛平仓价



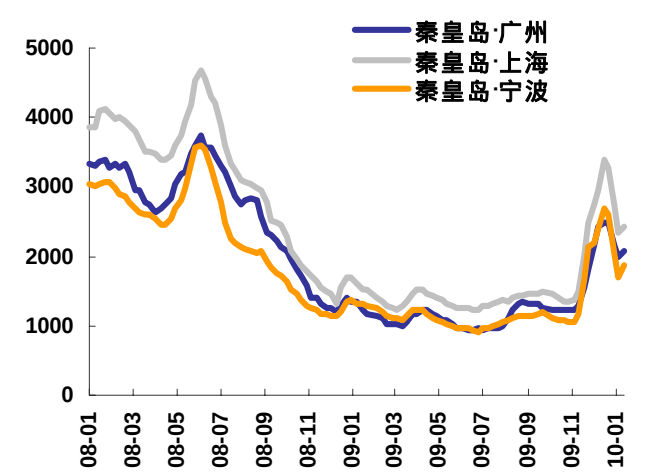
数据来源：煤炭资源网

图 16 坑口与中转地价差



数据来源：煤炭资源网

图 17 沿海运价指数



数据来源：煤炭资源网

5. 10 年利用小时反弹

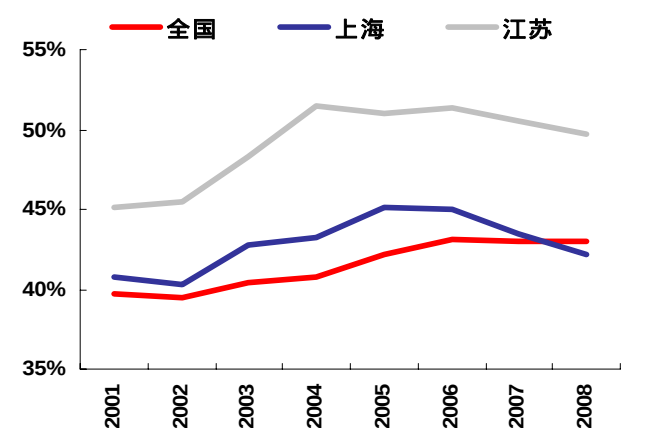
公司供电业务主要集中于上海和江苏，安徽淮沪煤电供电上海，仅参股的浙能镇海供电浙江，且为天然气机组。因此我们将重点讨论上海和江苏地区利用小时。

5.1. 用电增速

上海和江苏经济结构差异较大，并导致了用电量结构与增速的不同。江苏的工业用电占比远高于上海，至08年金融危机以来，其反弹力度与全国相当，预计09-11年用电量增速分别为5.3%、13.8%和9.5%。

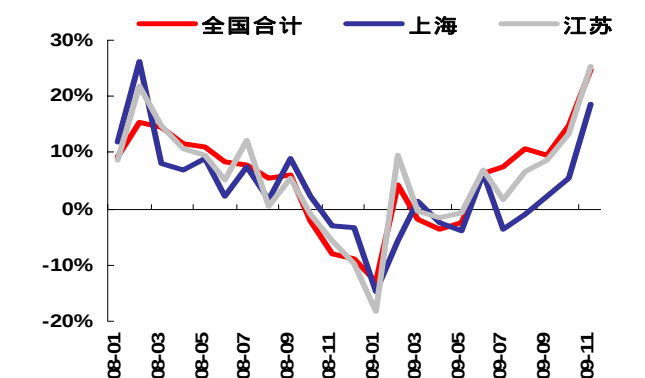
而上海市随着经济结构的调整，其用电量增速从02年以来一直呈下降趋势。今年的反弹力度也弱于全国平均，预计09-11年的用电增速分别为0.2%、7.4%和4.9%。

图 18 工业增加值占 GDP 比重



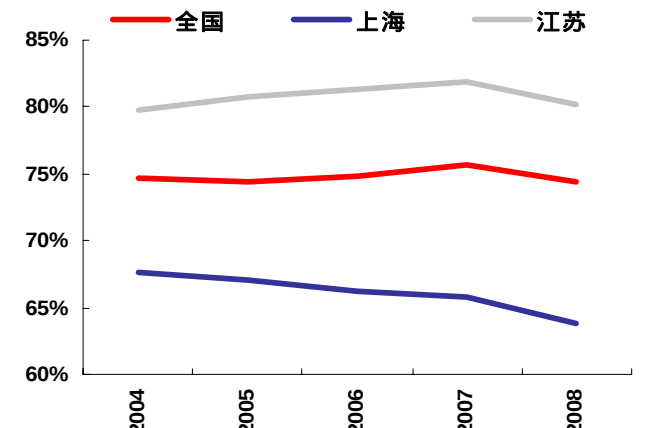
数据来源：CEIC

图 20 单月用电量增速



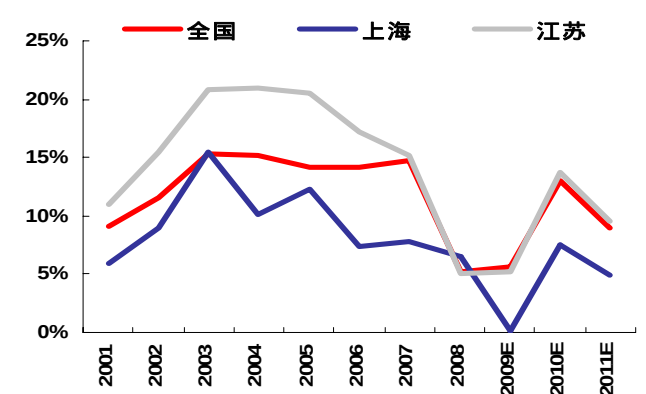
数据来源：中电联

图 19 工业用电占全部用电量比例



数据来源：国家电网

图 21 年度用电量增速



数据来源：中电联 安信证券研究中心

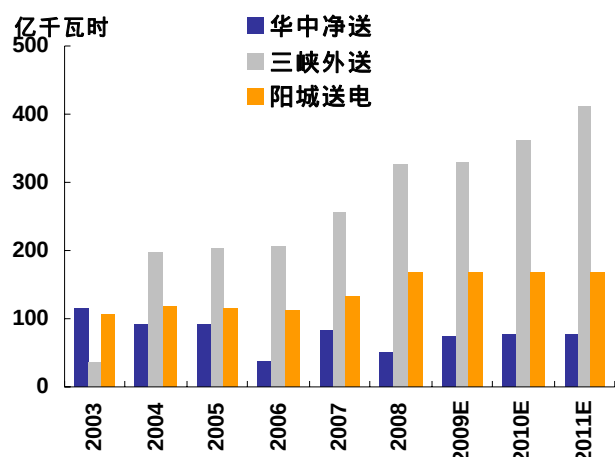
5.2. 电量交换

华东电网作为我国最大的用电负荷中心之一，与华中、华北电网相连，每年调入大量电量。

上海和江苏的外来电量主要分为三部分：(1) 三峡水电。由于 09 年来水较差，在 08 年新机投产的基础上，三峡送华东电量基本不变。假设 10-11 年来水正常，并随着三沪 II 回直流 10 年的投产，增加 10、11 年三峡送华东电量 30 和 50 亿千瓦时。(2) 阳城电厂点对网和华中电网网对网送电。短期内没有新机投产和输电线路瓶颈限制，送电量稳定。(3) 皖电东送。随着 08 年皖电东送一期工程全面完工和 11 年二期工程的逐步投产，预计 10-11 年安徽外送电年增加 30 亿千瓦时。另外向上特高压虽预期在 10 年投产，但向家坝电站 2012 年才首批发电，我们保守假设输电量为零。

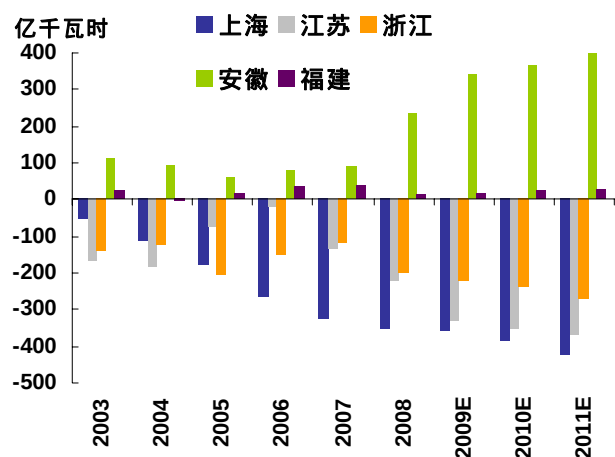
综合用电量增速、华东电网跨区和省间电量交换情况，预计 10-11 年上海发电量增速为 7.2%、3.0%，江苏发电量增速为 14.6%、9.9%。考虑两地以火电为主的电源结构，火力发电量增速与全部电量增速相当。

图 22 华东电网跨区电量净输入量



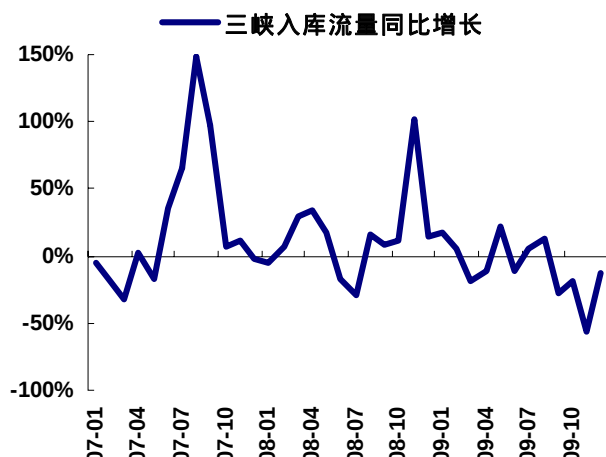
数据来源：安信证券研究中心

图 24 华东电网省间电量净输入量



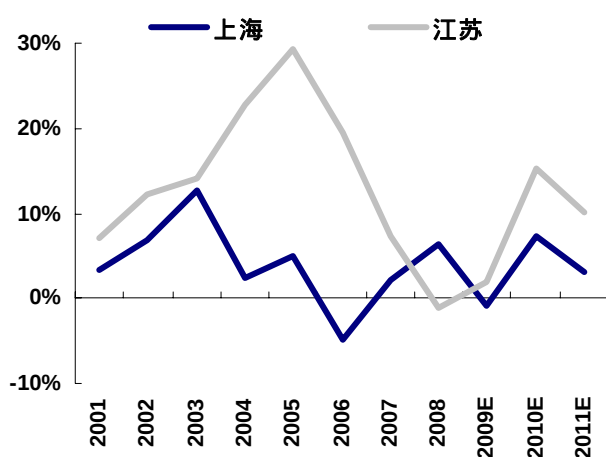
数据来源：安信证券研究中心

图 23 三峡入库流量月度同比增长率



数据来源：长江三峡开发总公司

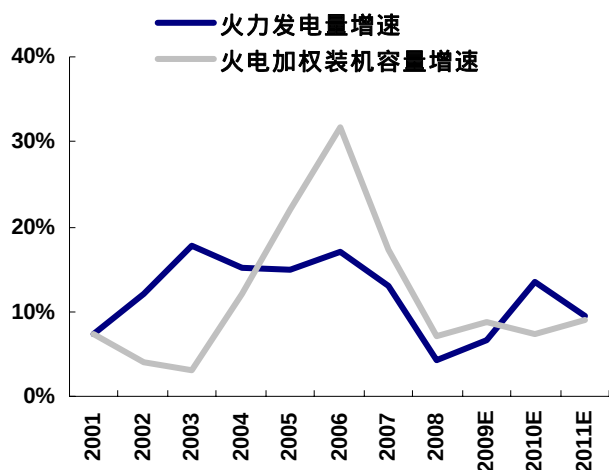
图 25 沪苏火力发电量增速



5.3. 利用小时

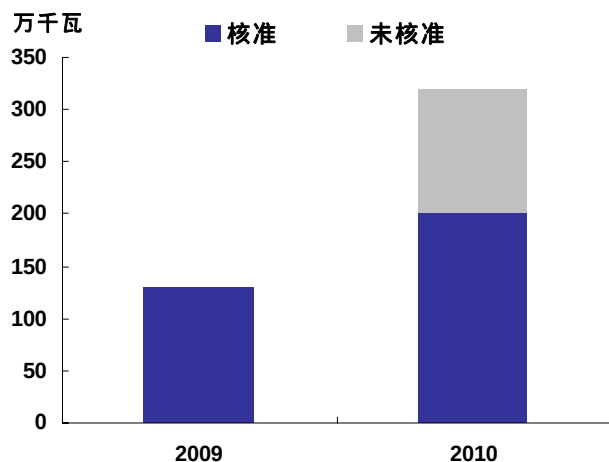
根据我们统计，10-11 年，上海火电加权装机容量增速为 5.1%、10.1%，江苏加权装机容量增速为 7.0%和 12.8%。综合装机容量和发电量，我们预计 10 年上海和江苏利用小时略有反弹，分别为 2.2%和 7.7%，11 年再次下降，降幅分别为 6.4%和 2.4%。

图 26 上海火力发电量和装机容量增速



数据来源：安信证券研究中心

图 28 上海市新机投产



数据来源：安信证券研究中心

图 27 江苏火力发电量和装机容量增速

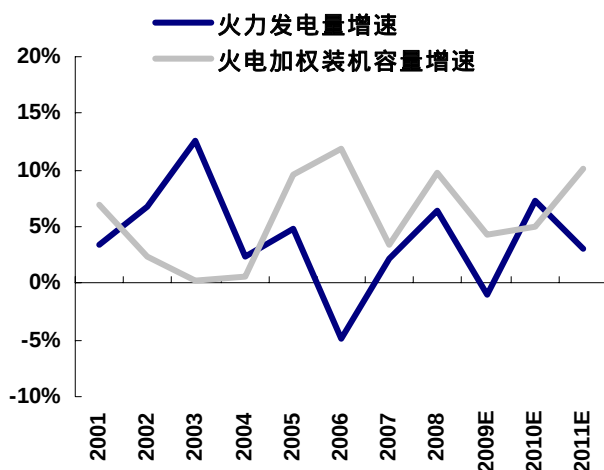


图 29 江苏省新机投产

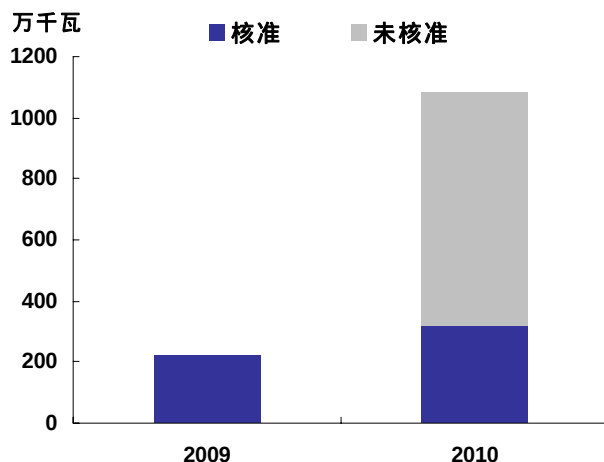
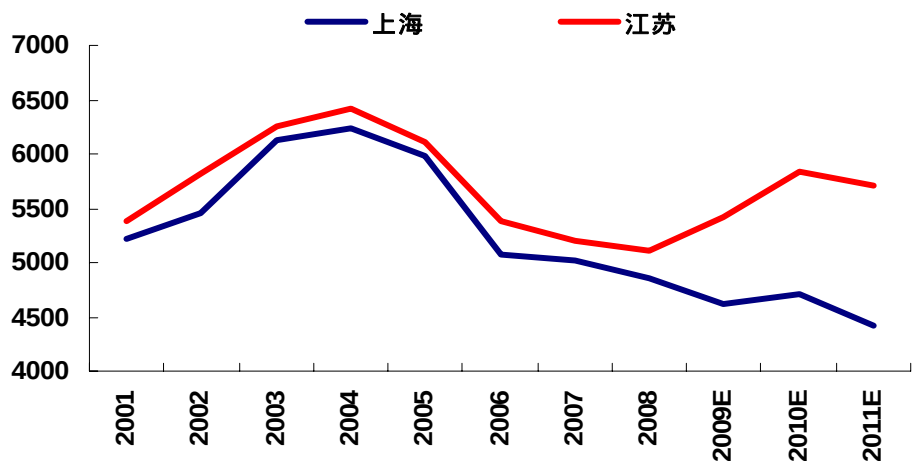


图 30 上海和江苏火电机组利用小时



数据来源：安信证券研究中心

表 7 上海和江苏省 09-10 年新机投产

电厂	机组	装机容量	投产日期
上海市		520	
已核准	吴泾热电扩建	2*30	2010
	漕泾发电	2*100	2010
	临港燃气	4*35	2010-2011
未核准	石洞口二期扩建	2*60	2010

江苏省		1300		
已核准	华能金陵电厂二期 # 1	1*100	100	2009
	华电望亭改建	1*60	60	2009
	徐州矿务集团坑口电厂	2*30	60	2009
	谏壁电厂以大代小	1*100	100	2010
	大唐南京下关电厂工程	2*60	120	2010
未核准	华能金陵电厂二期 # 2	1*100	100	2010
	大唐吕四港发电	4*60	240	2010
	徐州彭城发电厂三期	2*100	200	2010
	南通三期	2*100	200	2010
	华润南京热电三期	2*60	120	2010

数据来源：安信证券研究中心

6. 盈利预测及风险提示

6.1. 业绩展望

根据上述分析,我们对 2010 和 2011 年盈利预测做出如下假设,得到 09-11 年 EPS 分别为 0.18、0.24 和 0.32 元。需要说明的是,由于 09 年上海电力燃料公司合并报表,加大了收入和成本的预测难度,然而其对盈利的影响甚微。

而我们之所以在盈利预测中没有考虑电价调整主要是从历史电价调整周期、上半年通胀压力等来看,半年内电价上调概率较低(详见《再次经受煤价考验_09 年 12 月》)。

表 8 盈利预测假设

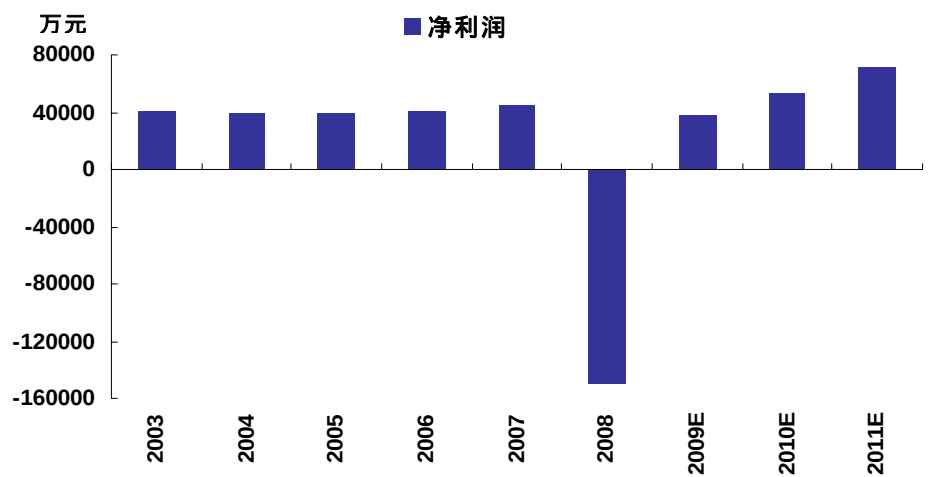
	2010E	2011E
煤价同比上涨	15%	0%
上海利用小时同比	3%	-6%
江苏利用小时同比	8%	-2%
电价	0%	0%
漕泾发电	10 年末再投产一台	
吴泾热电扩建	10 年年初和年末各投一台	
母公司机组	10 年中关停	
阌山电厂	10 年初核准	

数据来源：安信证券研究中心

09 年,在行业性盈利恢复、外高桥三期投产盈利下,公司盈利恢复明显,但仍不及 07 年的水平。主要受以下三方面影响:(1)母公司电厂小机组盈利能力仍较弱,09 年上半年在煤价大幅回落情况下毛利率仍低于 07 年;(2)控股阌山电厂受未核准影响,发电量大幅减少导致亏损仍较大;(3)参股的浙能镇海由于天然气气源不足,盈利能力较差。

10-11 年,公司盈利增长将主要来自阌山核准、漕泾发电、吴泾热电扩建投产以及关停全资和贾汪电厂减少的亏损。但受制于煤价的再次大幅上涨,基本面改善形成的盈利增长空间受限。

图 31 归属于母公司净利润



数据来源：安信证券研究中心

6.2. 敏感性分析

如下表，公司业绩对于煤价的敏感性远高于利用小时。10 年虽然利用小时有所反弹，但远远不能抵消煤价上涨带来的负面影响。

表 9 2010 年 EPS 敏感性分析之煤价、利用小时

		煤价百分比变动率			
		5%	10%	15%	20%
利用小时百分比变动率	5%	0.47	0.37	0.26	0.16
	3%	0.44	0.34	0.24	0.13
	0%	0.39	0.30	0.20	0.10
	-3%	0.35	0.25	0.16	0.06

数据来源：安信证券研究中心

表 10 2010 年 EPS 敏感性分析之电价

电价百分比变动率					
	0%	1%	2%	3%	4%
EPS	0.24	0.28	0.32	0.37	0.41

数据来源：安信证券研究中心

6.3. 贾汪关停的风险提示

正如我们之前所述，贾汪电厂关停后的资产和 12 亿元担保借款如何处置将成为影响公司业绩的重大不确定因素。

我们乐观预计贾汪通过出售关停容量、补偿电量收入和银行贷款重谈判等措施将有效降低对于当期业绩的一次性冲击，并因此在盈利预测中未考虑关停造成的当期损益影响。但我们会密切关注贾汪电厂的后续处理。

6.4. 融资猜想

公司现有在建的三个项目共需支出资本金约 20 亿元，已投入约 7 亿元，则 10-11 年需支出约 13 亿元。这部分资金通过自身盈利、折旧和出售海通证券股票（市值 20 亿元）足以应付。

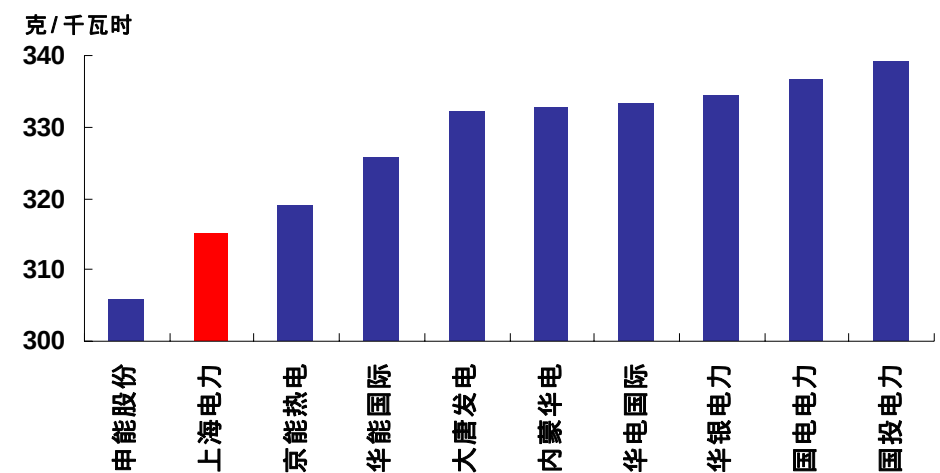
然而如果考虑公司现有四个拟建项目所需的资本金支出（约 21 亿元），未来的资产扩张计划及高企的资产负债率（09 年 3 季度 74.53%），我们猜测公司在 10-11 年会进行一次融资。

7. 估值及评级

总的来说，我们对公司的主要观点是：（1）受益于 2010 年“上大压小”，公司盈利能力将系统性大幅提高，大容量机组占比提高也将提升公司对于煤价上升的承受能力。其“上大压小”后的煤耗在主要上市公司中仅高于申能股份。（2）根据我们估算的 2010 年业绩，在假设沿海地区综合煤价上涨 15%、内陆地区煤价上涨 10%的情况下，公司的 PE 水平仍处于行业最低水平。而从 PB、EV/可控容量、市值/权益容量等指标来看，公司都低于行业平均水平，具有一定的估值优势。（3）冗员问题、贾汪关停资产处置带来盈利不确定性。

综合考虑各项因素，我们认为公司为火电上市公司中较好的投资标的，但在行业性盈利下滑的背景下，大幅跑赢大盘难度较大，因此给予“增持-A”评级，6个月目标价为7.5元。

图 32 主要上市公司供电煤耗比较



数据来源：WIND

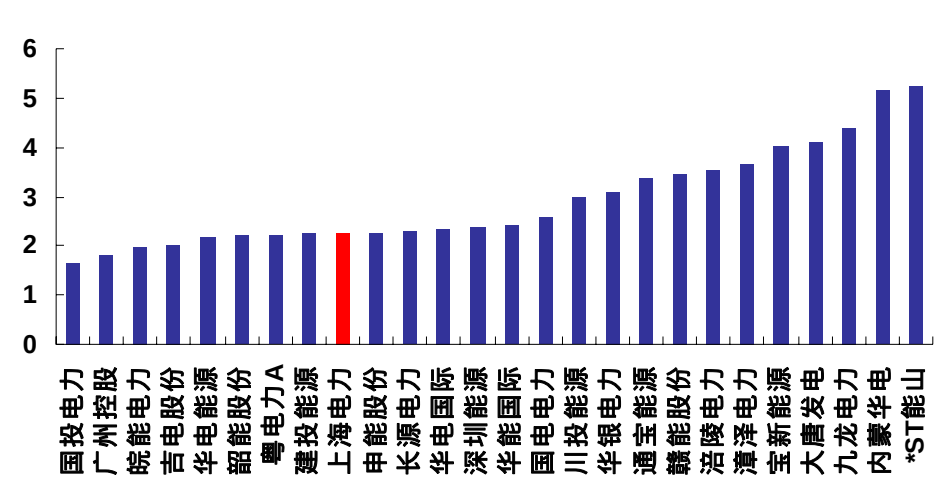
注：上海电力为2010年数据，其他为08年年报数据

表 11 煤价上涨对2010年火电上市公司盈利的影响

	2010年每股收益(元)					市盈率(X)					股价(元) (10-1-20)
	0%	5%	10%	15%	20%	0%	5%	10%	15%	20%	
内蒙华电	0.44	0.39	0.34	0.28	0.23	18	21	24	29	35	8.1
国电电力	0.43	0.35	0.27	0.2	0.12	16	20	26	35	59	7.1
华能国际	0.55	0.41	0.27	0.13	-0.01	14	19	29	60	-780	7.8
金山股份	0.41	0.33	0.25	0.17	0.09	22	27	36	52	99	8.9
宝新能源	0.46	0.42	0.37	0.33	0.29	21	23	26	29	33	9.7
穗恒运A	1.05	0.9	0.75	0.6	0.46	16	19	23	28	37	17.0
京能热电	0.54	0.48	0.42	0.36	0.3	19	22	25	29	35	10.4
建投能源	0.25	0.14	0.03	-0.09	-0.2	28	50	235	-78	-35	7.0
华电国际	0.26	0.15	0.05	-0.05	-0.16	20	34	103	-103	-32	5.2
粤电力A	0.46	0.38	0.31	0.23	0.15	17	20	25	33	51	7.6
国投电力	0.46	0.37	0.28	0.19	0.09	20	25	33	49	104	9.3
上海电力	0.54	0.44	0.34	0.24	0.13	11	13	17	24	45	5.8

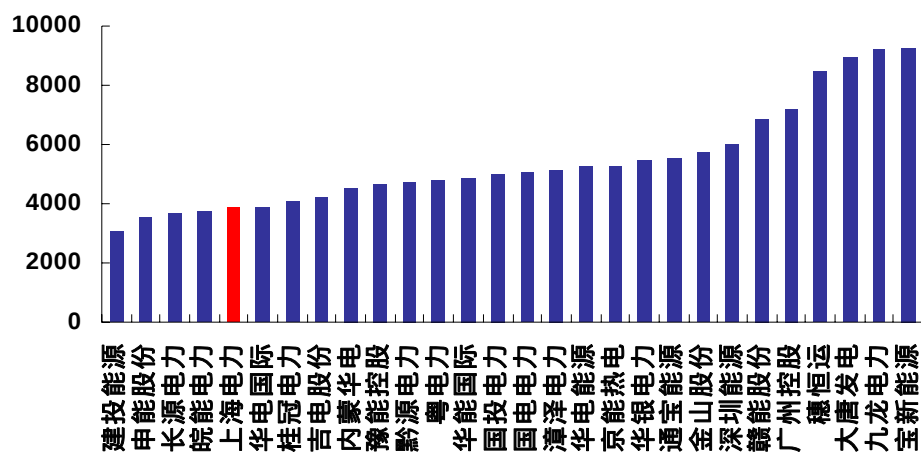
数据来源：安信证券研究中心

图 33 火电公司最新 PB



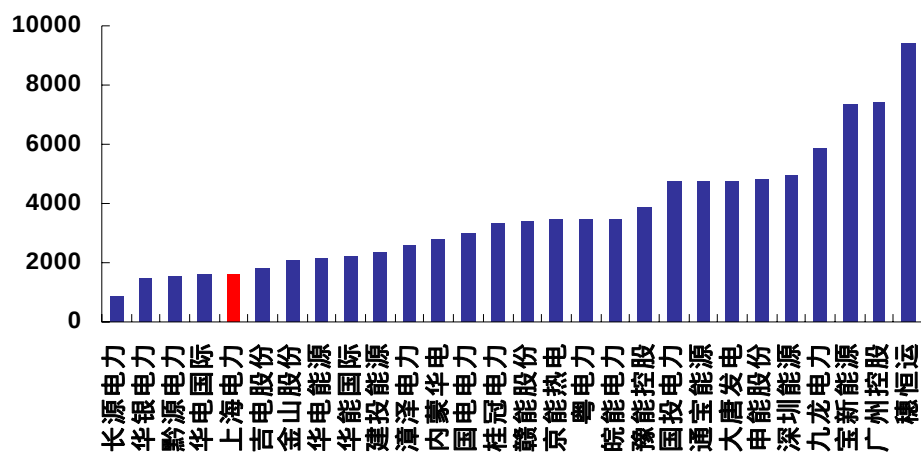
数据来源：WIND

图 34 EV/2010 年可控容量(元/千瓦)



数据来源：安信证券研究中心

图 35 市值/2010 年权益容量(元/千瓦)



数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2010-1-20

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,787.3	9,260.9	10,791.6	12,328.1	13,946.9	成长性					
减: 营业成本	7,597.0	10,995.0	9,585.2	10,680.7	11,769.3	营业收入增长率	-1.2%	18.9%	16.5%	14.2%	13.1%
营业税费	31.1	26.8	40.6	70.5	96.8	营业利润增长率	-15.9%	-426.9%	-129.4%	3.1%	26.8%
销售费用	4.3	0.1	1.2	1.2	1.2	净利润增长率	12.1%	-434.0%	-125.4%	32.0%	37.4%
管理费用	476.5	422.5	440.0	440.0	450.0	EBITDA 增长率	-13.2%	-216.3%	-322.2%	7.4%	17.5%
财务费用	332.9	795.3	820.0	1,008.0	1,260.0	EBIT 增长率	-59.8%	-2909.7%	-158.6%	14.8%	25.7%
资产减值损失	-2.1	-18.6	-3.0	-	-	NOPLAT 增长率	18.9%	-208.7%	-220.4%	12.2%	29.6%
加: 公允价值变动收益	-	4.1	-	-	-	投资资本增长率	21.1%	13.6%	26.3%	10.3%	2.1%
投资和汇兑收益	404.1	-213.0	664.0	461.6	377.7	净资产增长率	16.6%	-33.9%	19.1%	6.4%	7.5%
营业利润	594.3	-1,943.0	571.6	589.4	747.3	利润率					
加: 营业外净收支	170.0	55.0	-30.0	-	-	毛利率	2.4%	-18.7%	11.2%	13.4%	15.6%
利润总额	764.3	-1,888.0	541.6	589.4	747.3	营业利润率	7.6%	-21.0%	5.3%	4.8%	5.4%
减: 所得税	61.2	7.5	16.1	42.5	32.2	净利率	5.8%	-16.3%	3.5%	4.1%	5.0%
净利润	703.1	-1,895.5	525.5	546.8	715.1	EBITDA/营业收入	12.9%	-12.6%	24.0%	22.6%	23.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	1.1%	-25.6%	12.9%	13.0%	14.4%
货币资金	772.4	781.5	963.3	1,086.3	2,158.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	361	398	416	495	549
应收帐款	542.4	859.0	916.5	1,047.0	1,184.5	流动营业资本周转天数	9	-42	-34	2	5
应收票据	163.5	234.4	236.5	270.2	305.7	流动资产周转天数	107	84	87	84	96
预付帐款	56.7	184.2	193.8	204.5	216.3	应收帐款周转天数	26	26	29	28	28
存货	285.9	443.0	390.0	435.1	479.8	存货周转天数	13	14	14	12	12
其他流动资产	4.6	16.6	12.7	12.7	12.7	总资产周转天数	958	995	996	985	936
可供出售金融资产	3,001.6	1,268.6	2,043.1	2,043.1	2,043.1	投资资本周转天数	778	765	790	811	760
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4,278.3	4,873.3	5,690.6	7,243.3	9,243.3	ROE	6.8%	-27.8%	6.5%	6.3%	7.7%
投资性房地产	-	44.6	-	-	-	ROA	3.0%	-6.9%	1.6%	1.5%	1.9%
固定资产	7,514.7	12,946.3	12,006.4	21,911.2	20,642.7	ROIC	6.6%	-6.0%	6.3%	5.6%	6.6%
在建工程	5,839.1	4,758.0	8,750.4	220.4	220.4	费用率					
无形资产	280.5	584.2	572.6	561.3	550.2	销售费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	898.2	561.9	379.2	265.4	189.2	管理费用率	6.1%	4.6%	4.1%	3.6%	3.2%
资产总额	23,638.0	27,555.7	32,155.3	35,300.4	37,246.0	财务费用率	4.3%	8.6%	7.6%	8.2%	9.0%
短期债务	8,876.2	11,374.4	13,356.0	14,066.6	13,966.6	三费/营业收入	10.5%	13.2%	11.7%	11.8%	12.3%
应付帐款	776.7	1,472.9	341.4	380.4	419.2	偿债能力					
应付票据	50.0	906.1	131.3	146.3	161.2	资产负债率	56.3%	75.2%	74.6%	75.2%	74.7%
其他流动负债	1,033.5	2,150.4	2,201.2	2,354.8	2,516.7	负债权益比	129.0%	303.9%	293.5%	303.7%	294.6%
长期借款	2,432.8	4,112.9	7,112.9	8,612.9	9,612.9	流动比率	0.17	0.16	0.17	0.18	0.26
其他非流动负债	148.5	717.3	698.1	688.1	688.1	速动比率	0.14	0.13	0.14	0.15	0.23
负债总额	13,317.6	20,733.9	23,840.8	26,249.1	27,364.6	利息保障倍数	0.25	-2.98	1.70	1.58	1.59
少数股东权益	2,666.1	2,383.6	2,526.6	2,568.8	2,590.8	分红指标					
股本	1,783.1	2,139.7	2,139.7	2,139.7	2,139.7	DPS(元)	0.15	0.04	-	0.01	0.03
留存收益	5,871.1	2,298.4	3,455.3	3,934.7	4,558.6	分红比率	69.3%	-5.7%	0.0%	5.0%	10.0%
股东权益	10,320.3	6,821.7	8,121.7	8,643.3	9,289.1	股息收益率	2.5%	0.7%	0.0%	0.2%	0.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	703.1	-1,895.5	525.5	546.8	715.1	EPS(元)	0.21	-0.70	0.18	0.24	0.32
加: 折旧和摊销	948.9	1,227.4	1,203.8	1,189.0	1,266.4	BVPS(元)	3.58	2.07	2.61	2.84	3.13
资产减值准备	-2.1	-18.6	-3.0	-	-	PE(X)	27.6	-8.2	32.5	24.6	17.9
公允价值变动损失	-	-4.1	-	-	-	PB(X)	1.6	2.8	2.2	2.0	1.9
财务费用	254.1	344.6	810.1	820.0	1,008.0	P/FCF	-	64.5	-37.7	-53.5	15.4
投资收益	-404.1	213.0	-664.0	-461.6	-377.7	P/S	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
少数股东损益	251.8	-388.5	143.0	42.2	22.0	EV/EBITDA	21.0	-24.8	12.8	12.7	10.8
营运资金的变动	272.6	1,859.6	-1,762.5	-2.2	6.1	CAGR(%)	-8.0%	-172.3%	15.4%		
经营活动产生现金流量	1,854.0	703.1	262.7	2,322.1	2,891.9	PEG	-3.4	0.0	2.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-7,038.8	-4,633.6	-6,501.2	-5,321.1	-4,252.4	ROIC/WACC	0.9	-0.8	0.9	0.8	0.9
融资活动产生现金流量	4,566.7	3,915.1	4,936.0	1,177.4	-429.3	REP	1.2	-1.7	1.4	1.5	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034