

评级: 买入 (维持)

市场价格: 11.97 元

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

Email: duchong@zts.com.cn

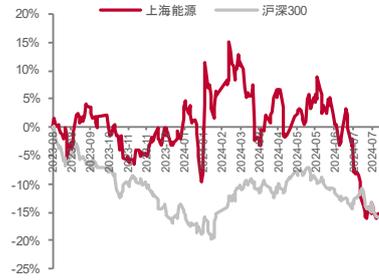
联系人: 鲁昊

Email: luhao@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	723
流通股本(百万股)	723
市价(元)	11.97
市值(百万元)	8,651
流通市值(百万元)	8,651

股价与行业-市场走势对比



相关报告

上海能源 (600508.SH) 研究简报: 主业有成长, 盈利有弹性—2022.5.9

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,634	10,978	11,309	11,752	12,912
增长率 yoy%	24%	-13%	3%	4%	10%
净利润 (百万元)	1,740	969	802	887	1,041
增长率 yoy%	366%	-44%	-17%	11%	17%
每股收益 (元)	2.41	1.34	1.11	1.23	1.44
每股现金流量	5.28	1.91	2.75	3.31	3.36
净资产收益率	14%	8%	6%	6%	7%
P/E	5.0	8.9	10.8	9.8	8.3
PEG	0.12	0.56	-0.58	-0.50	3.46
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

备注: 股价为 2024 年 8 月 8 日收盘价

报告摘要

- **以煤为主, 探索发展新能源。**1) 上海能源本部江苏基地地处华东苏鲁豫皖四省交接处, 交通条件和地理位置十分优越, 为公司煤炭及延伸产品提供主要消费市场, 靠近用户, 运输成本低, 具有独特的区位优势。2) 拥有较完整的煤电铝运一体化产业链: 公司现有在产煤炭核定产能 909 万吨/年; 火力发电机组 4 台, 总装机容量 820MW; 铝加工生产能力 10 万吨/年; 自营铁路 181.9 公里, 运输能力 1300 万吨/年。3) 积极开启转型发展新征程: 公司本部现有大量采煤塌陷区、闲置灰池、屋顶等资源, 拥有独立增量配电网, 具有不可比拟的光伏能源消纳优势, 同时新疆、甘肃基地也有大量土地资源可利用, 助力公司转型发展。
- **煤炭主业成长空间广阔。**上海能源在产煤炭产能为 909 万吨/年, 其中大屯矿区现有姚桥煤矿、孔庄煤矿和徐庄煤矿 3 对生产矿井, 核定产能 729 万吨/年, 煤炭品种为 1/3 焦煤、气煤等, 是优质炼焦煤和动力煤; 新疆矿区现有 1 对生产矿井 106 煤矿, 核定产能 180 万吨/年, 2019 年投产。新疆矿区在建矿井苇子沟煤矿, 核定产能 240 万吨/年, 预计 2025 年底进入试运转。短期来看, 伴随新疆矿区煤炭产能的释放, 公司煤炭权益产能将达 1013 万吨/年, 较当前产能增长 23.39%, 公司煤炭产销有望突破千万吨大关, 煤炭主业经营再上新台阶, 盈利能力有望进一步增强。长期来看, 公司煤炭业务成长仍有空间, 集团旗下大屯煤电公司的唐家河煤矿项目 (500 万吨/年) 获发改委批准, 有望于 2024 年下半年开工建设。此外, 南川河煤矿项目 (400 万吨/年) 大屯煤电公司也在积极推动核准批复。
- **火电绿电融合发展可期。**火电方面, 上海能源现有两座全资火电厂, 总权益装机容量 820MW (大屯电热 2*350MW、公司本部 2*60MW)。新能源方面, 2023 年 10 月底, 公司新能源示范基地一期项目 263MW 全容并网并投入运行 (公司将优化新能源示范基地一期项目, 增加 40MW 装机)。光伏电站在建方面: 2024 年 3 月 20 日, 公司宣布将利用龙东煤矿采煤沉陷区域, 投资建设装机容量 132MW 的龙东采煤沉陷区光伏电站项目。预计上述光伏在建项目投产后, 公司光伏电站权益装机容量将达 435MW, 较目前装机容量增长 65.40%。2023 年度, 公司实现发电量 37.03 亿度电, 同比增长 24.47%, 除内部自用外, 公司电力板块实现销售收入 19.5 亿元, 占公司主营业务收入的 17.96%。
- **盈利预测、估值及投资评级:** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 113.09/117.52/129.12 亿元, 增速分别为 3%/4%/10%; 实现归母净利润分别为 8.02/8.87/10.41 亿元, 增速分别为 -17%/11%/17%, 对应 PE 分别为 10.8X/9.8X/8.3X。基于公司主业规模成长性较好, 自身 PB 较低, 具备低估值属性, 伴随央企控股上市公司市值考核全面推行, 公司估值有望迎来修复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 煤矿产能释放受限、煤炭价格大幅下跌、发电量增长不及预期、铝加工产品市场出现较大波动、研报使用的信息数据更新不及时的风险。

投资主题

报告亮点

本篇报告着重探究上海能源的高成长性：

- 1) **煤炭**：茅子沟煤矿（240万吨/年在建矿井）有望于2025年进入试运转状态，同时集团旗下大屯煤电公司的唐家河煤矿项目（500万吨/年）有望于2024年下半年开工建设，另外一座南川河煤矿项目（400万吨/年）也正处于产能核准阶段，
- 2) **电力**：公司计划投资建设装机容量132MW的龙东采煤沉陷区光伏电站项目，该项目投产后，公司光伏机组权益装机容量将达435MW，较目前增长65.40%。

投资逻辑

上海能源作为煤炭板块中稀少的央企能源标的，具备低估值属性，当前pb仅为0.7倍，远低于板块平均水平。伴随央企控股上市公司市值考核全面推行，叠加上海能源本身高成长属性，公司估值修复可期，具备强 α 属性。

关键假设、估值与盈利预测

预计公司2024-2026年营业收入分别为113.09/117.52/129.12亿元，增速分别为3%/4%/10%；实现归母净利润分别为8.02/8.87/10.41亿元，增速分别为-17%/11%/17%，对应PE分别为10.8X/9.8X/8.3X。基于公司主业规模成长性较好，自身PB较低，具备低估值属性，伴随央企控股上市公司市值考核全面推行，公司估值有望迎来修复，维持“买入”评级。

内容目录

1、以煤为主，探索发展新能源.....	- 4 -
1.1 中央国有企业，控股股东中煤能源.....	- 4 -
1.2 经营结构稳定，煤价对业绩影响大.....	- 5 -
1.3 资本开支可控，分红提升潜力较大.....	- 8 -
2. 煤炭主业成长空间广阔.....	- 9 -
3. 火电绿电融合发展可期.....	- 10 -
4. 盈利预测和估值.....	- 12 -
4.1 主要假设.....	- 12 -
4.2 估值和投资建议.....	- 13 -
5. 风险提示.....	- 13 -

图表目录

图表 1: 上海能源以煤为基，探索发展新能源.....	- 4 -
图表 2: 中煤能源集团为公司控股股东（截至 2024 年 3 月底）.....	- 5 -
图表 3: 2023 年煤炭价格同比大幅下降.....	- 5 -
图表 4: 2023 年上海能源营业收入同比下滑 13.11%.....	- 6 -
图表 5: 2023 年上海能源归母净利润同比下滑 44.31%.....	- 6 -
图表 6: 上海能源营收结构中煤、电、铝占主导地位.....	- 6 -
图表 7: 上海能源煤炭业务毛利占比居于主导地位.....	- 6 -
图表 8: 2023 年公司主营业务毛利率率同比下降.....	- 7 -
图表 9: 上海能源 2013-2023 年自产煤吨煤毛利及成本测算表.....	- 7 -
图表 10: 公司自 2016 年以来煤炭产量保持稳定.....	- 8 -
图表 11: 2021 年来公司煤炭销量呈上升趋势.....	- 8 -
图表 12: 2021 年来上海能源资本支出稳步增加.....	- 8 -
图表 13: 2023 年上海能源重要在建工程项目变动情况.....	- 8 -
图表 14: 上海能源 2017 年以来现金分红比例维持在 30%左右.....	- 9 -
图表 15: 公司煤炭资源分布于江苏大屯和新疆矿区（截止 2023 年末）.....	- 10 -
图表 16: 上海能源煤炭产能一览表（截止 2023 年末）.....	- 10 -
图表 17: 公司 2023 年发电量同比增长 24.47%.....	- 11 -
图表 18: 上海能源火电产能一览表（截止 2023 年末）.....	- 11 -
图表 19: 上海能源光伏产能一览表（截止 2023 年末）.....	- 12 -
图表 20: 上海能源 2024-2026 年营业收入预测表（百万元）.....	- 12 -
图表 21: 上海能源可比公司盈利预测与估值表.....	- 13 -
图表 22: 三张报表摘要.....	- 15 -

1、以煤为主，探索发展新能源

1.1 中央国有企业，控股股东中煤能源

- 上海大屯能源股份有限公司（以下简称“上海能源”或“公司”），1999年由大屯煤电（集团）公司作为主发起人设立，2001年8月在上海证券交易所发行上市，2006年公司成为中煤股份公司控股子公司。公司本部江苏基地地处华东苏鲁豫皖四省交界处，位于淮海和“长三角”徐州工业基地，交通条件和地理位置十分优越，目前经营业绩、区域市场地位基本保持稳定，并且已明确将获取新的优质煤炭资源和新能源作为发展的主攻方向，迈出转型发展新步伐。

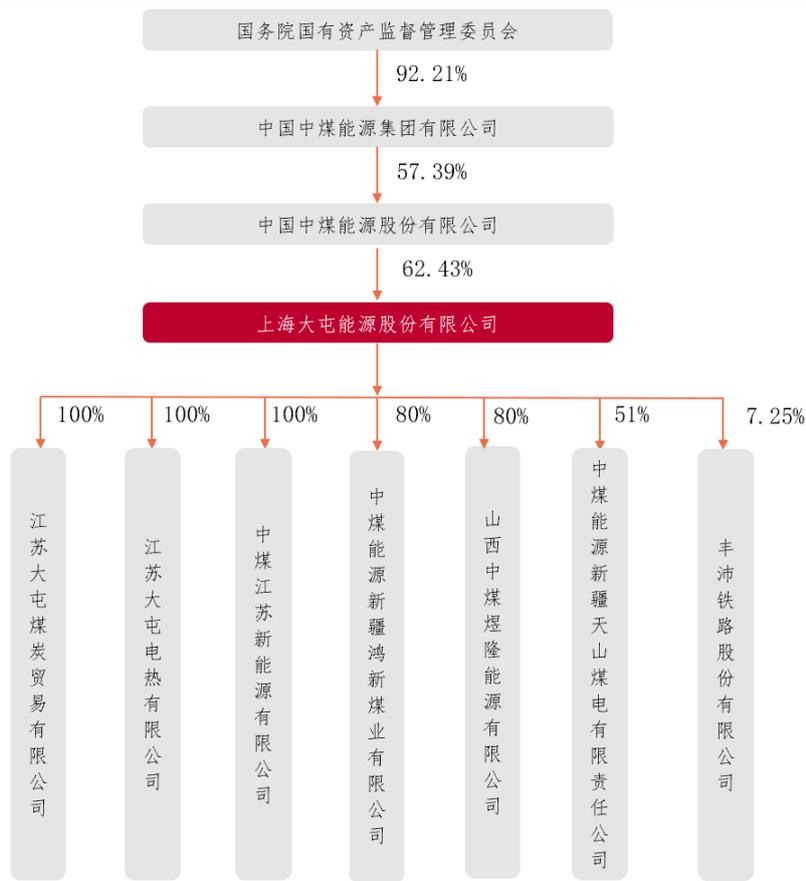
图表 1: 上海能源以煤为基，探索发展新能源



来源：公司公告，公司官网、中泰证券研究所

- **背靠大型央企，控股股东为中煤能源。**公司作为中央企业，在技术改造、发展循环经济等方面能够得到国家更多的政策支持，同时世界 500 强企业中国中煤为公司实际控制人，也能够为公司的整体发展提供强力支持。截止 2024 年 3 月底，中煤能源股份有限公司持有公司 62.43% 的股份，为公司第一大股东，实际控制人为国务院国资委。

图表 2: 中煤能源集团为公司控股股东 (截至 2023 年底)



来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所

1.2 经营结构稳定, 煤价对业绩影响大

- **煤价回落导致业绩下滑。**2023 年煤价震荡下行, 煤炭行业景气度有所回落。根据测算, 2023 年秦皇岛港动力煤(Q5500)全年平均平仓价为 965 元/吨, 同比下降 23.99%。

图表 3: 2023 年煤炭价格同比大幅下降



来源: wind, 中泰证券研究所

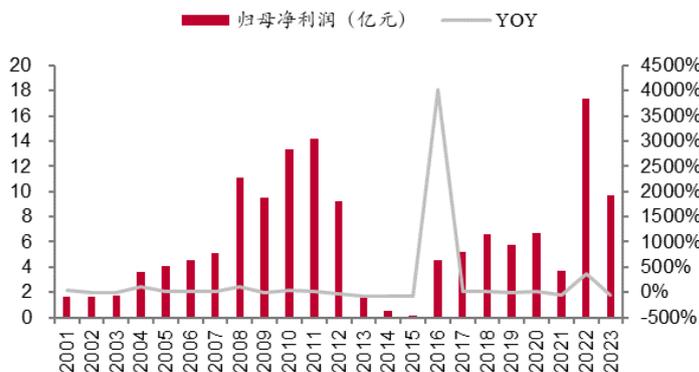
- 公司 2023 年营业收入为 109.78 亿元，同比下降 13.11%；归母净利润为 9.69 亿元，同比下降 44.31%。2023 年，公司受市场环境影响煤炭价格下降，部分矿井生产地质条件变差影响煤炭产量减少，以及公司加大安全生产投入增加了原煤生产成本，共同导致归母净利润同比大幅下滑。

图表 4：2023 年上海能源营业收入同比下滑 13.11%



来源：公司公告、中泰证券研究所

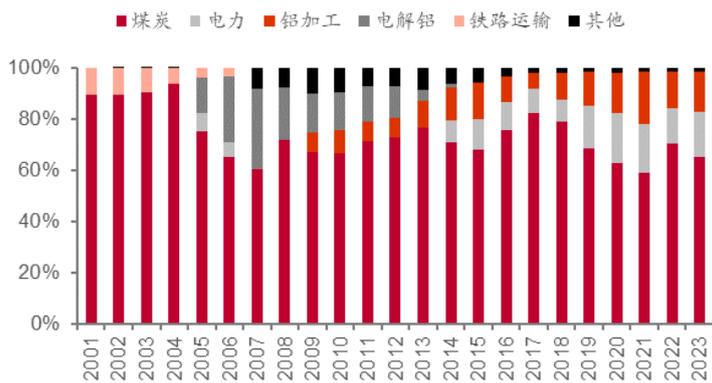
图表 5：2023 年上海能源归母净利润同比下滑 44.31%



来源：公司公告、中泰证券研究所

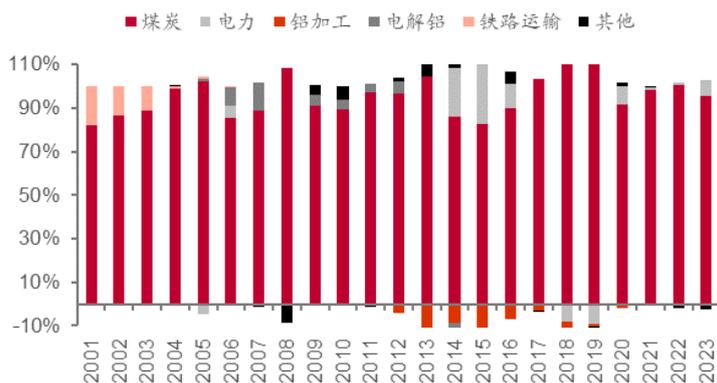
- 营收结构稳定，煤炭业务占比高。公司主营煤炭开采、洗选加工、煤炭销售，铁路运输(限管辖内的煤矿专用铁路)，火力发电，铝及铝合金的压延加工生产及销售等业务。其中，煤炭业务贡献公司主要营业收入并且是公司盈利的主要来源。2023 年，公司煤炭业务营业收入为 70.66 亿元，占公司主营业务营收的 64.94%；毛利润为 24.64 亿元，占公司主营业务毛利的 95.44%。

图表 6：上海能源营收结构中煤、电、铝占主导地位

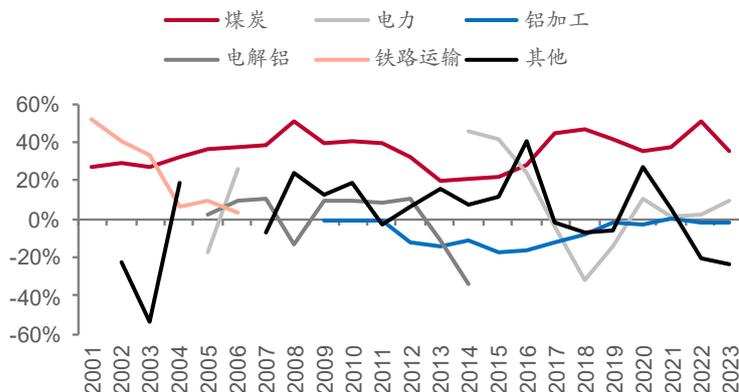


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：上海能源煤炭业务毛利占比居于主导地位



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：2023 年公司主营业务毛利率同比下降


来源：公司公告，中泰证券研究所

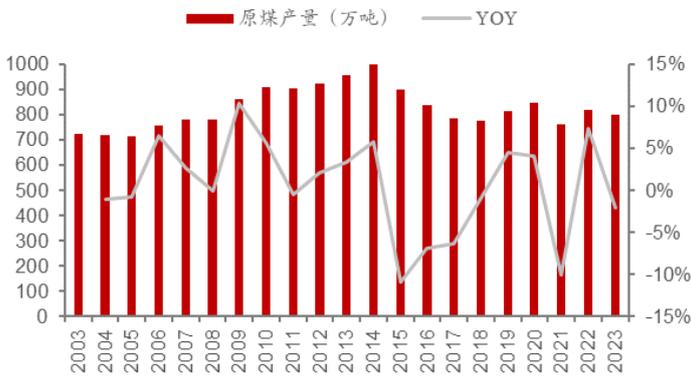
- **煤炭成本控制较好，吨煤毛利仍处高位。**根据测算，2023 年公司自产煤吨煤销售收入为 1167.1 元/吨，同比下降 23.2%；吨煤销售成本 760.2 元/吨，同比增长 2.2%；吨煤销售毛利 406.9 元/吨，同比下降 47.5%，但仍处于近年来高位。

图表 9：上海能源 2013-2023 年自产煤吨煤毛利及成本测算表

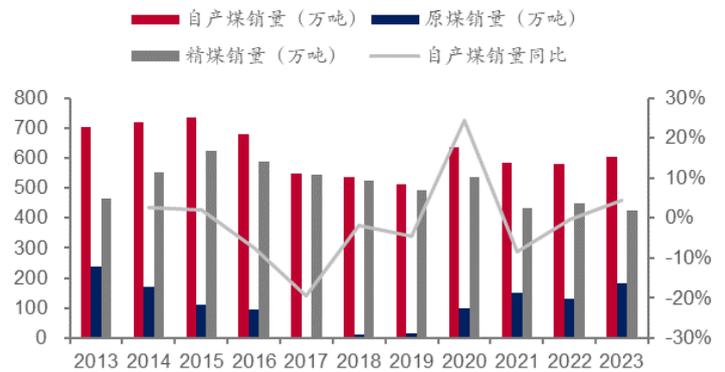
单位：元/吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
自产煤吨煤销售收入	705.9	558.4	443.6	555.4	913.3	978.0	998.4	741.9	1014.9	1518.8	1167.1
yoy		-20.9%	-20.6%	25.2%	64.4%	7.1%	2.1%	-25.7%	36.8%	49.6%	-23.2%
自产煤吨煤销售毛利	178.2	128.0	96.2	157.9	410.8	454.8	411.3	265.3	376.5	774.7	406.9
yoy		-28.2%	-24.8%	64.1%	160.1%	10.7%	-9.6%	-35.5%	41.9%	105.8%	-47.5%
自产煤吨煤销售成本	527.7	430.4	347.4	397.5	502.5	523.2	587.2	476.6	638.5	744.1	760.2
yoy		-18.4%	-19.3%	14.4%	26.4%	4.1%	12.2%	-18.8%	34.0%	16.5%	2.2%
材料及动力	93.1	60.6	42.9	74.2	79.2	97.5	129.3	70.6	107.0	107.7	93.6
yoy		-34.9%	-29.1%	73.0%	6.7%	23.0%	32.7%	-45.4%	51.6%	0.6%	-13.0%
职工工资	117.4	106.2	91.4	93.4	119.5	118.8	141.7	117.3	158.3	245.7	223.7
yoy		-9.6%	-14.0%	2.2%	28.0%	-0.6%	19.3%	-17.2%	35.0%	55.2%	-8.9%
安全及维简费	36.7	35.8	35.1	39.5	40.3	40.9	40.2	39.8	41.8	45.1	69.4
yoy		-2.5%	-2.1%	12.5%	2.2%	1.3%	-1.7%	-1.0%	5.1%	8.0%	53.7%
其他支出	243.6	199.3	148.1	179.0	210.1	231.1	266.4	218.7	272.2	277.0	300.1
yoy		-18.2%	-25.7%	20.9%	17.3%	10.0%	15.3%	-17.9%	24.5%	1.8%	8.3%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **煤炭产销均呈现上升趋势。**公司 2023 年实现原煤产量 802.55 万吨，同比下降 1.96%，主要系精煤产量减少；自产煤销量 605.43 万吨，同比增长 4.5%，主要系原煤销量大幅增加。未来随着在建矿井达产，公司煤炭产量将进一步增加。公司 2024 年生产经营指标为原煤产量 889 万吨，预计将同比增长 10.77%。

图表 10: 公司自 2016 年以来煤炭产量保持稳定


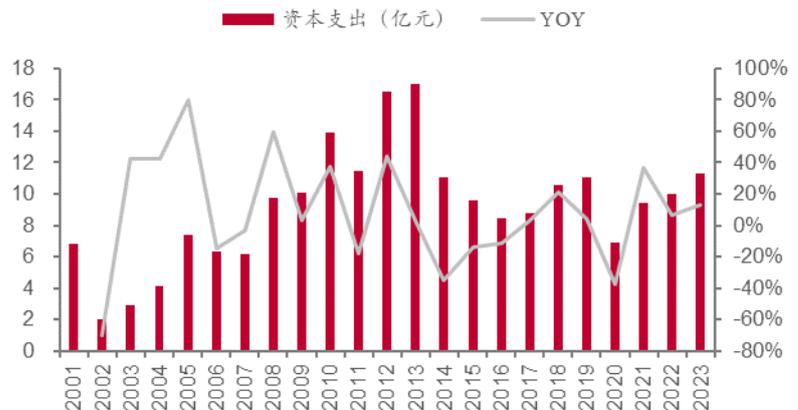
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 11: 2021 年来公司煤炭销量呈上升趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

1.3 资本开支可控, 分红提升潜力较大

- **资本支出相对可控。**公司积极提高主业煤炭业务产能和发展新能源业务, 资本支出呈现上升趋势, 但整体可控。公司 2023 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金共计 11.33 亿元, 同比增长 13.22%。

图表 12: 2021 年来上海能源资本支出稳步增加


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 2023 年上海能源重要在建工程项目变动情况

项目名称 (单位: 百万元)	工程进度	预算数	本期增加金额	本期转入固定资产	期末余额	未来投入测算
苇子沟煤矿 2.4Mt/a 改扩建工程	60.47%	3984.69	211.85	70.44	1380.85	1575.15
新能源示范基地项目	9.65%	1196.25	155.29	339.02	81.36	1080.81
合计	/	5180.94	367.14	409.46	1462.21	2655.96

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **分红稳定, 仍有提升空间。**公司利润分配政策基本保持稳定, 2017 年以来年度现金分红占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率均为 30% 左右。

图表 14: 上海能源 2017 年以来现金分红比例维持在 30% 左右

年度	现金分红金额(百万元)	归母净利润(百万元)	股利支付率	每股股利(元)
2023	296.31	969.12	30.58%	0.41
2022	527.58	1739.83	30.32%	0.73
2021	112.02	373.78	29.97%	0.16
2020	200.92	668.46	30.06%	0.28
2019	172.73	574.51	30.07%	0.24
2018	202.36	661.31	30.60%	0.28
2017	159.00	518.90	30.64%	0.22
2016	72.27	451.67	16.00%	0.1
2015	0.00	11.41	0.00%	--
2014	0.00	48.44	0.00%	--
2013	0.00	152.65	0.00%	--
2012	289.09	922.19	31.35%	0.4
2011	216.82	1417.85	15.29%	0.3
2010	180.68	1332.48	13.56%	0.25
2009	108.41	949.78	11.41%	0.15
2008	72.27	1035.83	6.98%	0.1
2007	50.59	621.72	8.14%	0.07
2006	144.54	459.04	31.49%	0.2
2005	160.60	404.89	39.67%	0.4
2004	240.91	363.58	66.26%	0.6
2003	152.57	173.73	87.82%	0.38
2002	140.53	169.43	82.94%	0.35
2001	120.45	165.45	72.80%	0.3

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 中期分红或提升投资者获得感。**上海大屯能源股份有限公司于 2024 年 5 月 30 日收到控股股东中煤能源出具的《关于提议上海大屯能源股份有限公司实施 2024 年度中期分红的函》，提议公司“在符合利润分配的条件下制定并实施 2024 年度中期分红方案，建议分红金额不低于 2024 年上半年归属于上市公司股东的净利润的 30%”。

2. 煤炭主业成长空间广阔

- 江苏+新疆两大生产基地，增量可期。**江苏徐州生产基地，位于苏鲁交界的江苏省徐州市沛县境内的大屯矿区。大屯矿区地处华北石炭二叠系聚煤区的东南部，为滨海平原环境含煤沉积，含煤层(或煤线)14~18 层，可采煤层 4 层，可采煤层总厚度约 6.25~12.7 米，截至 2023 年末，公司煤炭保有资源量 62651 万吨。大屯矿区煤炭品种为 1/3 焦煤、气煤和肥煤，是优质炼焦煤和动力煤。新疆煤炭生产基地，位于新疆淮南煤田呼图壁白杨河矿区。新疆白杨河矿区煤系地层为侏罗系西山窑组，主要可采煤层有四层，截至 2023 年末保有资源量 65075 万吨。

图表 15: 公司煤炭资源分布于江苏大屯和新疆矿区 (截止 2023 年末)

主要矿区	主要煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	证实储量 (万吨)
大屯矿区	1/3 焦煤、气煤和肥煤	62,651	21,268	14,690
新疆矿区	不粘煤	65,075	37,999	27,536
合计	/	127725	59266	42225

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **短期来看, 公司煤炭产能将突破千万吨大关。**截至 2023 年末, 公司在产矿井产能 909 万吨/年, 其中姚桥煤矿 (425 万吨/年)、孔庄煤矿 (144 万吨/年)、徐庄煤矿 (160 万吨/年)、新疆 106 煤矿 (180 万吨/年); 在建矿井产能 240 万吨/年 (新疆苇子沟煤矿)。公司公告表示苇子沟煤矿预计于 2025 年 12 月开展联合试运转。
- **长期来看, 公司煤炭产能仍有增长空间。**集团旗下大屯煤电公司的唐河煤矿项目 2023 年 11 月获发改委批准, 有望于 2024 年开工建设。唐河煤矿位于甘肃灵台矿区, 建设规模 500 万吨/年, 配套建设相同规模的选煤厂。项目静态总投资 74.98 亿元, 资源储量 8.75 亿吨, 设计服务年限 66.6 年。此外, 大屯煤电公司也在积极推动南川河煤矿项目核准批复。南川河煤矿井田面积 107.12 平方公里, 地质储量 10.2 亿吨, 可采储量 3.8 亿吨, 规划生产能力 400 万吨/年, 已完成井田地质勘探及矿井可行性研究报告编制等工作。

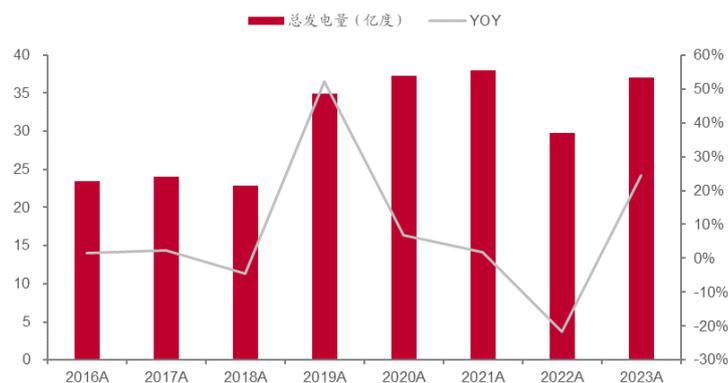
图表 16: 上海能源煤炭产能一览表 (截止 2023 年末)

所属生产基地	矿区名称	煤矿名称	状态	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)
江苏徐州生产基地	大屯矿区	姚桥煤矿	生产矿井	425	100%	425
		孔庄煤矿	生产矿井	144	100%	144
		徐庄煤矿	生产矿井	160	100%	160
新疆煤炭生产基地	新疆矿区	106 煤矿	生产矿井	180	51%	92
		苇子沟煤矿	在建矿井	240	80%	192
在产产能合计				909		821
在建产能合计				240		192
总计				1149		1013

来源: 公司公告、中泰证券研究所

3. 火电绿电融合发展可期

- **整体电力恢复迅速, 加速推进新能源业务。**上海能源煤电耦合能力较强, 实现了精煤外运, 劣煤转化、发电、售电、售热产业链经营模式, 煤电一体化的协同优势得到充分发挥。同时, 公司积极发展新能源产业, 利用公司煤炭产区的大量采煤塌陷区、闲置灰池、屋顶等资源, 建立独立增量配电网, 布局了不可比拟的光伏能源消纳优势。2023 年发电量 37.03 亿度, 同比增长 24.47%。

图表 17: 公司 2023 年发电量同比增长 24.47%


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2014 年, 公司召开董事会批准投资建设 2×350MW 超临界热电联产机组项目, 并在 2016 年设立全资子公司江苏大屯电热有限公司, 主要从事火力发电、热力供应和拓宽该机组的销售渠道, 该机组已于 2019 年正式投产运行。截止 2023 年末, 公司火电权益容量总计为 820MW。电力产业经过整合优化, 价值溢出效应明显, 有效突出公司热电联产机组、直供电售电模式的优势, 体现公司独特的竞争力。

图表 18: 上海能源火电产能一览表 (截止 2023 年末)

电力类型	所属公司	机组规模	装机容量 (MW)	权益占比	权益容量 (MW)
火电	江苏大屯电热公司	2×350MW	700	100%	700
火电	本部	2×60MW	120	100%	120
共计			820		820

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2021 年 9 月 30 日, 上海能源发布公告投资设立全资子公司中煤江苏新能源有限公司, 注册资本 4 亿元; 同年 10 月 10 日, 中煤江苏新能源有限公司举行揭牌仪式。投资设立新能源公司符合国家能源战略发展方向, 也有利于公司加快产业结构优化调整, 推进公司实现转型发展, 抢占地区新能源市场, 培育新的利润增长点。
- 2021 年 12 月 31 日, 公司新能源示范基地 (一期) 先期工程 30MW 光伏发电项目成功并网发电。2023 年 10 月底, 一期项目 263MW 全容并网并投入运行, 并且公司将优化新能源示范基地一期项目, 将增加 40MW 装机规模。2024 年 3 月 20 日, 公司宣布将利用龙东煤矿采煤沉陷区域, 投资建设装机容量 132MW 的龙东采煤沉陷区光伏电站项目。龙东光伏电站项目位于江苏省徐州市沛县龙固镇, 预计电站首年上网电量为 20624 万度, 首年等效满负荷利用小时数为 1243 小时, 25 年运营期内平均年上网电量为 19624 万度, 年等效满负荷利用小时 1183 小时。

图表 19: 上海能源光伏产能一览表 (截止 2023 年末)

项目名称	所属公司	装机容量 (MW)	权益占比	权益装机容量 (MW)	运行状态	备注
新能源示范基地 (一期)	本部	263	100%	263	在运	预计增加 40MW
龙东采煤沉陷区 165MW 项目	中煤江苏新能源	132	100%	132	在建	
新能源示范基地一期优化项目	本部	40	100%	40	在建	
在产产能合计		263		263		
在建产能合计		172		172		
总计		435		435		

来源: 公司公告、中泰证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1 主要假设

■ 煤炭业务:

- 公司在建矿井新疆苇子沟煤矿核定产能 240 万吨/年, 预计 2025 年 12 月开展联合试运转。考虑煤矿投产后, 一般会在两年内完成产能爬坡, 假设新疆苇子沟煤矿 2025 年底投产, 预计 2026 年产能利用率达 60%, 则预计公司 2024-2026 年原煤产量分别为 889/905/1020 万吨。假设 2024-2026 年公司煤炭产销率与 2023 年保持一致, 则预计公司 2024-2026 年煤炭销量分别为 671/683/770 万吨。
- 供需紧平衡格局下, 行业高景气度延续。假设公司 2024 年开始煤炭综合售价平稳上涨, 预计公司 2024-2026 年煤炭销售价格分别为 1085/1118/1140 元/吨, 同比增速分别为 -7%/3%/2%。

■ 电力业务:

- 电力业务发展规模稳定增长, 光伏电站项目平稳推进, 预计公司 2024-2026 年发电量分别为 37.00/38.69/39.00 亿度。
- 假设 2024-2026 年交易电价和度电成本保持与 2023 年一致。

■ 铝加工业务:

- 铝加工生产能力为 10 万吨/年, 假设公司 2024-2026 年铝材加工产量保持为 10 万吨。
- 假设 2024-2026 年铝材加工产品的价格和成本水平均保持与 2023 年一致。

图表 20: 上海能源 2024-2026 年营业收入预测表 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭业务收入	8799.13	7066.27	7279.52	7632.85	8776.55
YoY	48.91%	-19.69%	3.02%	4.85%	14.98%
煤炭业务成本	4310.96	4602.60	4139.75	4333.64	5187.23
YoY	15.97%	6.77%	-10.06%	4.68%	19.70%
毛利率	51.01%	34.87%	43.13%	43.22%	40.90%
电力业务收入	1692.12	1954.10	2034.51	2123.70	2140.06

YoY	-11.53%	15.48%	4.12%	8.77%	2.18%
电力业务成本	1648.73	1769.15	1750.04	1837.82	1857.84
YoY	-12.48%	7.30%	-1.08%	5.02%	-1.46%
毛利率	2.56%	9.46%	8.82%	8.56%	8.30%
铝加工收入	1806.70	1686.35	1724.28	1724.28	1724.28
YoY	-10.20%	-6.66%	2.25%	0.00%	0.00%
铝加工成本	1848.77	1712.03	1750.54	1750.54	1750.54
YoY	-8.09%	-7.40%	2.25%	0.00%	0.00%
毛利率	-2.33%	-1.52%	-1.52%	-1.52%	-1.52%

来源：公司公告，中泰证券研究所

4.2 估值和投资建议

- 按照 2024 年 8 月 8 日的收盘价，考虑公司煤炭生产能力主要位于大屯矿区，其煤种为 1/3 焦煤、气煤、肥煤，属于炼焦煤配煤，我们选取炼焦煤板块龙头公司平煤股份、淮北矿业作为可比公司。同时考虑公司新能源业务，选取具备炼焦煤和新能源属性的盘江股份作为第三家可比公司。平煤股份、淮北矿业、盘江股份三家可比公司 2024 年平均 PE 为 9.2 倍，预计上海能源 2024 年 PE 为 10.8 倍；可比公司平煤股份、淮北矿业、盘江股份的平均 PB 为 1.1 倍，上海能源的 PB 为 0.7 倍。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 113.09/117.52/129.12 亿元，增速分别为 3%/4%/10%；实现归母净利润分别为 8.02/8.87/10.41 亿元，增速分别为 -17%/11%/17%，对应 PE 分别为 10.8X/9.8X/8.3X。基于公司主业规模成长性较好，自身 PB 较低，具备低估值属性，伴随央企控股上市公司市值考核全面推行，公司估值有望迎来修复，维持“买入”评级。

图表 21：上海能源可比公司盈利预测与估值表

名称	收盘价	PB	每股收益				市盈率 PE			
	2024/8/8		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
平煤股份	10.45	1.1	1.62	1.90	2.04	2.19	6.5	5.5	5.1	4.8
淮北矿业	14.65	1.0	2.31	2.48	2.60	2.71	6.3	5.9	5.6	5.4
盘江股份	5.71	1.1	0.34	0.35	0.41	0.43	16.8	16.3	13.9	13.3
平均值	/	1.1					9.9	9.2	8.2	7.8
上海能源	11.97	0.7	1.34	1.11	1.23	1.44	8.9	10.8	9.8	8.3

来源：wind、中泰证券研究所

注：上海能源和其他可比公司 EPS 均为中泰煤炭预测值

5. 风险提示

- 煤矿产能释放受限**
新疆苇子沟煤矿目前仍处于在建矿井状态，预计 2025 年底投产。若后期不能按照预期时间投产，将会对公司煤炭产量增加产生不利影响，从而降低公司盈利。
- 煤炭价格大幅下跌**

预计后续动力煤市场供需处于紧平衡状态，有望维持高景气度，如果后期煤炭价格出现超预期下跌，则将对公司盈利形成较大压力。

■ **发电量增长不及预期**

若公司火电机组利用小时数提高受限，公司发电量增长不及预期，则会导致公司电力业务盈利能力减弱。

■ **铝加工产品市场出现较大波动**

报告假设 2024 年铝产品价格同比增长率与 2023 年持平，毛利率小幅上涨，若铝加工产品市场出现较大波动，将降低对公司铝加工业务的盈利预测的准确度。

■ **研报使用的信息数据更新不及时的风险**

图表 22: 三张报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,162	3,393	3,526	4,577	营业收入	10,978	11,309	11,752	12,912
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,499	9,189	9,471	10,345
应收账款	289	210	127	103	税金及附加	349	352	354	389
预付账款	84	91	94	102	销售费用	34	26	27	30
存货	290	313	323	353	管理费用	640	565	588	646
合同资产	0	0	0	0	研发费用	48	38	39	43
其他流动资产	608	627	651	715	财务费用	62	67	88	67
流动资产合计	4,432	4,633	4,721	5,849	信用减值损失	1	1	1	1
其他长期投资	25	25	25	25	资产减值损失	-5	-5	-5	-5
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	11,182	12,242	14,009	13,946	投资收益	0	0	0	0
在建工程	1,621	2,121	321	196	其他收益	6	6	6	6
无形资产	1,307	1,363	1,418	1,471	营业利润	1,346	1,073	1,187	1,394
其他非流动资产	1,370	1,370	1,370	1,370	营业外收入	18	18	17	18
非流动资产合计	15,505	17,122	17,143	17,008	营业外支出	12	12	12	12
资产合计	19,938	21,755	21,864	22,858	利润总额	1,352	1,079	1,192	1,400
短期借款	0	1,150	461	335	所得税	374	270	298	350
应付票据	50	54	56	61	净利润	978	809	894	1,050
应付账款	1,303	1,409	1,452	1,586	少数股东损益	9	7	8	9
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	969	802	886	1,041
合同负债	195	201	209	229	NOPLAT	1,022	860	960	1,100
其他应付款	486	486	486	486	EPS (按最新股本摊薄)	1.34	1.11	1.23	1.44
一年内到期的非流动负债	304	304	304	304					
其他流动负债	1,262	1,144	1,180	1,276					
流动负债合计	3,599	4,747	4,147	4,276					
长期借款	1,153	1,112	1,071	1,030					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,574	2,619	2,619	2,619					
非流动负债合计	3,727	3,731	3,690	3,649					
负债合计	7,326	8,478	7,837	7,925					
归属母公司所有者权益	12,612	13,270	14,012	14,908					
少数股东权益	0	7	15	24					
所有者权益合计	12,612	13,277	14,027	14,932					
负债和股东权益	19,938	21,755	21,864	22,858					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,383	1,988	2,396	2,430
现金收益	1,900	1,796	1,987	2,262
存货影响	160	-24	-10	-30
经营性应收影响	37	77	85	21
经营性应付影响	-92	110	45	139
其他影响	-623	29	289	38
投资活动现金流	-1,108	-2,700	-1,300	-1,000
资本支出	-1,687	-2,536	-1,026	-1,010
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	579	-164	-274	10
融资活动现金流	-332	943	-963	-379
借款增加	373	1,109	-730	-167
股利及利息支付	-564	-197	-231	-236
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-141	31	-2	24

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-13.1%	3.0%	3.9%	9.9%
EBIT增长率	-41.9%	-18.9%	11.7%	14.6%
归母公司净利润增长率	-44.3%	-17.3%	10.5%	17.4%
获利能力				
毛利率	22.6%	18.7%	19.4%	19.9%
净利率	8.9%	7.2%	7.6%	8.1%
ROE	7.7%	6.0%	6.3%	7.0%
ROIC	10.4%	7.5%	8.5%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	36.7%	39.0%	35.8%	34.7%
债务权益比	32.0%	39.1%	31.8%	28.7%
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.4
速动比率	1.2	0.9	1.1	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	11	8	5	3
应付账款周转天数	55	53	54	53
存货周转天数	16	12	12	12
每股指标 (元)				
每股收益	1.34	1.11	1.23	1.44
每股经营现金流	1.91	2.75	3.32	3.36
每股净资产	17.45	18.36	19.39	20.63
估值比率				
P/E	8.9	10.8	9.8	8.3
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	71.8	79.0	71.4	62.5

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。