

申能股份（600642）

火电红利标杆，优质地区核心资产

买入（首次）

2025 年 03 月 18 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书：S0600522030002

renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	28193	29142	30460	29688	30083
同比（%）	9.26	3.36	4.52	(2.53)	1.33
归母净利润（百万元）	1082	3459	3982	4052	4144
同比（%）	(29.53)	219.52	15.12	1.76	2.28
EPS-最新摊薄（元/股）	0.22	0.71	0.81	0.83	0.85
P/E（现价&最新摊薄）	41.01	12.83	11.15	10.96	10.71

投资要点

■ **核心区域综合能源供应商，项目优质火电高股息标杆。**申能股份是上海国资委控股综合能源供应商，主要从事电力和油气业务。截至 2024/12/31，公司控股装机容量达到 1796 万千瓦，其中煤电/气电/风电/光伏/分散式供电分别达到 840/343/283/244/81 万千瓦。火电为公司业绩压舱石。公司深耕上海，控股火电装机中上海占比 82.7%（考虑皖电东送），积极参与布局上海风光新能源项目。2020 年以来，公司分红比例 55%+，2021-2022 年火电板块整体业绩承压下滑，公司提升 2021-2022 年分红率至 63.9%，72.6%保障股东回报，项目优质财务稳健，是火电高股息标杆，股息率（TTM）4.41%（估值日 2025/3/17）。

■ **区域优质：上海电力需求强劲，供给格局良好。**根据东吴证券公用事业 2025 年年度策略提出 2025 年关注的三条线索之一，我们关注电动化+尖峰化带来的电力容量的稀缺，尤其关注区域供需。从需求来看，上海作为中国经济中心，2024 年地区生产总值突破 5 万亿元，地区用电量 1984 亿千瓦时（全国占比 2%），同比增加 7%+，需求持续提升。从供给来看，上海外部受电占比约 50%，2025-2027 年上海市内火电装机增量有限，且 3 年内无新增输电通道投产落地。存量电源项目集中度高，项目层面交叉持股，供给格局良好。我们预计 2025-2027 年上海电力供需偏紧张。优质区域电量、电价有支撑。

■ **机组核心：机组优质，运营效率高。**公司煤电均为大容量机组，气电均为调峰机组。基于上海电力供需，上海火电电价、利用小时数均高于全国平均。大容量先进煤电机组带来更高项目运营效率，2024H1 公司供电煤耗 281 克/千瓦时，较全国水平约低 21 克/千瓦时。公司持续加强煤炭采购管理，项目股东层面绑定煤炭资源方，保障燃煤成本可靠可控。

■ **新能源持续扩张，海风海光竞配新机遇。**截至 2024/12/31，公司新能源装机占比提升至 34%。公司加快新能源基地化、规模化开发转型，开发新疆大基地项目，推进海南海风建设，积极发参与上海市内海风海光竞配。新能源进入收获期，我们预计新疆大基地光伏 2GW 项目和海南 CZ2 海上风电 0.6GW 项目均有望在 2025 年并网贡献。上海提出深远海风是上海未来可持续发展最大的绿电资源宝库，市发改委已编制规划并获得国家批复总规模达 29.3GW。2024 年上海海风竞配规模达 5.8GW，公司积极参与上海海风项目获取。此外，上海以“风光同场”模式进行海上光伏规划布局，项目获取同场海风企业优先，公司已获取临港 1#海上光伏项目竞配建设指标，规模 49.95 万千瓦。

■ **盈利预测与投资建议：**优质地区电量电价有支撑，火电核心资产高股息标杆。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 39.8/40.5/41.4 亿元，对应 PE11.1/11.0/10.7 倍（2025/03/17），首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**区域用电需求增长不及预期，煤炭价格波动，来水波动，电改趋势下电价的波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.07
一年最低/最高价	7.10/9.67
市净率(倍)	1.27
流通 A 股市值(百万元)	44,252.90
总市值(百万元)	44,389.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.15
资产负债率(% ,LF)	54.23
总股本(百万股)	4,894.09
流通 A 股(百万股)	4,879.04

相关研究

内容目录

1. 多元化业务并行，火电维持高占比+新能源贡献增量	5
1.1. 电力+油气多元化业务并行，火电维持高占比+新能源贡献增量	5
1.2. 煤电盈利回升+投资收益支撑，优质高股息稳定分红	6
2. 火电就位：区域优质，电源核心	10
2.1. 区域供需：上海电力需求强劲，供给格局良好	11
2.2. 电力市场：上海电价有支撑，气电电价机制优异	18
2.3. 电源核心：优质机组，运营效率高	20
3. 风光张扬：新能源持续装机，海风海光竞配新机遇	23
3.1. 新能源持续扩张，装机占比提升至 34%	23
3.2. 新能源项目提速建设，海风海光竞配新机遇	24
4. 投资建议与风险提示	26
4.1. 投资建议	28
4.2. 风险提示	28

图表目录

图 1:	公司股权结构 (截至 2024 年 12 月)	5
图 2:	2020-2024 公司分电源装机容量 (万千瓦)	6
图 3:	2020-2024 公司分电源发电量 (亿千瓦时)	6
图 4:	2020-2024Q3 公司营收、归母净利润及 YOY	6
图 5:	2020-2024H1 公司分产品毛利率 (%)	6
图 6:	2020-2024H1 公司营收结构	7
图 7:	2020-2024H1 公司毛利结构	7
图 8:	2019-2024Q3 投资收益及占比	7
图 9:	2021-2023 年重要参股公司投资收益 (亿元)	8
图 10:	2019-2024Q3 利润率及费用率	8
图 11:	2019-2024Q3 资产负债率	8
图 12:	2015-2024Q3 年公司现金流情况 (亿元)	9
图 13:	2019-2023 年公司分红情况	9
图 14:	2019-2023 年公司及可比公司股息率 (%)	9
图 15:	中国各地区用电量同比增速 vs 有效装机增速	10
图 16:	中国各地区用电量同比增速 vs 发电量增速	10
图 17:	2024M1-11 中国各省份用电量占比及同比	11
图 18:	2014-2024 年上海全社会用电量、地区生产总值及同比变动	12
图 19:	2014-2024 年上海电厂发电设备装机容量及 YOY	13
图 20:	2018-2024 年上海装机容量结构 (万千瓦)	13
图 21:	2018-2024 年上海新增装机容量结构 (万千瓦)	13
图 22:	上海在运火电机组装机容量占比 (按控股股东) (截至 2024 年 10 月 31 日)	14
图 23:	上海前四大火电集团互相持股情况梳理 (截至 2024 年 10 月 31 日)	14
图 24:	2018-2024 年上海分电源发电量与净受电量情况 (亿千瓦时)	15
图 25:	2023 年上海直流特高压输电量及利用小时数	15
图 26:	“十四五”规划及待纳规特高压工程	16
图 27:	2023 至 2025 年 1 月华东电网五省电网代购电价 (元/MWh)	18
图 28:	全国煤电容量电价在 2026 年迎来提升	19
图 29:	2023 年以来上海市气电价格联动调整情况梳理	20
图 30:	2019-2023 年分区域火电上网电价 (元/兆瓦时)	20
图 31:	2020-2023 年火电利用小时对比 (小时)	20
图 32:	2020-2024H1 公司 VS 全国供电煤耗 (克/千瓦时)	21
图 33:	2022 至 2025 年国产煤和进口煤价格对比 (元/吨)	22
图 34:	2020-2023 年公司度电煤炭成本与入炉煤价	22
图 35:	2020-2023 年公司度电天然气成本与入炉气价	22
图 36:	2020-2024 年公司新能源装机容量 (万千瓦) 及占比	23
图 37:	2023 年风电利用率及公司风电分区域装机容量	24
图 38:	2023 年公司风电分区域上网电量及上网电价	24
图 39:	2023 光伏利用率及公司风电分区域装机容量	24
图 40:	2023 年公司光伏分区域上网电量及上网电价	24
图 41:	公司重点在建项目	24
图 42:	“十四五”以来上海市海风竞配情况	25

图 43: 上海市“风光同场”海上光伏政策梳理.....26

图 44: 上海市“风光同场”海上光伏场址规划.....26

表 1: 申能股份火电机组情况梳理..... 11

表 2: 2022-2024 年上海地区生产总值与用电量同比变动梳理 12

表 3: 上海主要外来电力输电工程梳理..... 14

表 4: 2025 年上海重大建设项目清单（电力相关） 15

表 5: 上海地区电力/电量供需平衡测算 17

表 6: 2025 年上海电力交易方案梳理..... 18

表 7: 公司煤电项目股权情况梳理..... 21

表 8: 申能股份业务拆分及盈利预测..... 27

表 9: 申能股份及其可比公司对比（估值日期：2025/3/17） 28

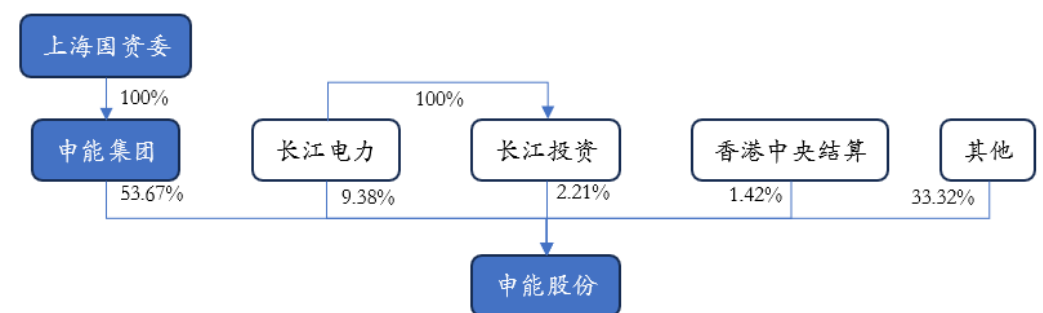
1. 多元化业务并行，火电维持高占比+新能源贡献增量

1.1. 电力+油气多元化业务并行，火电维持高占比+新能源贡献增量

公司是全国电力能源行业第一家上市公司，实控人为上海国资委。公司前身为创立于 1987 年的申能电力开发公司，1993 年 4 月公司股票上市，为全国电力能源行业第一家上市公司。截至 2024 年 12 月，公司控股股东申能集团持有股份 53.67%，实控人为上海国资委。

公司主要从事电力和油气业务，为综合性能源供应商。电力业务方面，公司电力项目涉及燃煤发电、天然气发电、抽水蓄能、核电、风电及光伏发电等领域，电力供应占上海地区约三分之一。油气业务方面，公司控股子公司所开采的天然气是现阶段上海市天然气气源组成部分之一。公司投资的天然气管网公司负责投资建设和经营管理上海地区唯一的天然气高压主干管网系统。

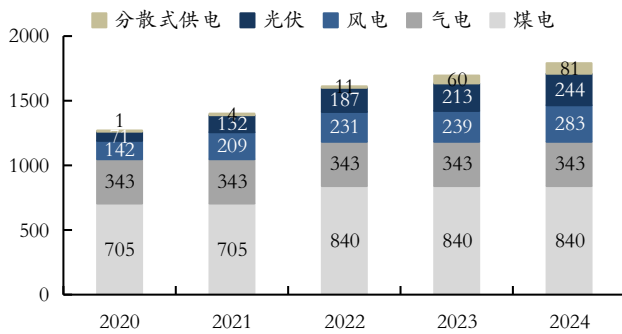
图1：公司股权结构（截至 2024 年 12 月）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

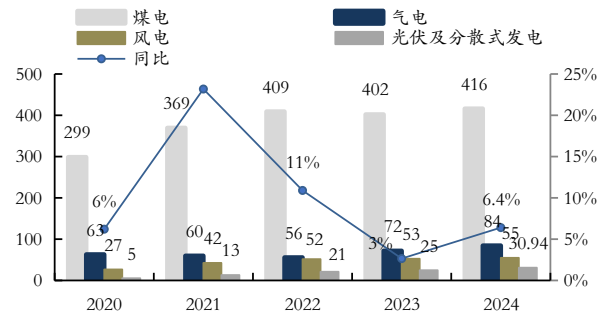
公司火电装机容量占比接近 80%，新能源持续贡献增量。截至 2024Q4，公司控股装机容量为 1795.52 万千瓦，同比增加 5.95%。其中，1) 煤电 840 万千瓦，占 46.80%；2) 气电 342.56 万千瓦，占 19.10%；3) 风电 282.52 万千瓦，占 15.70%；4) 光伏发电 244.06 万千瓦，占 13.60%；5) 分布式供电 81.13 万千瓦，占 3.57%。2024Q1-4，公司控股发电企业完成发电量 586.23 亿千瓦时，同比增加 6.4%。其中，煤电/气电/风电/光伏及分布式发电分别完成 416.05/84.42/54.81/30.94 亿千瓦时。

图2: 2020-2024 公司分电源装机容量 (万千瓦)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2020-2024 公司分电源发电量 (亿千瓦时)

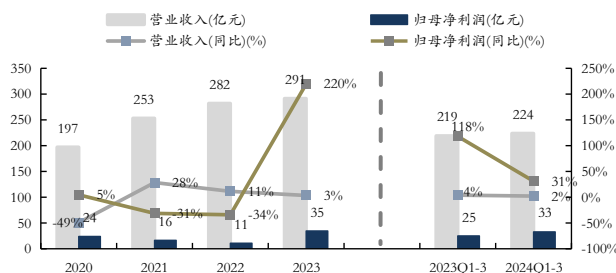


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 煤电盈利回升+投资收益支撑, 优质高股息稳定分红

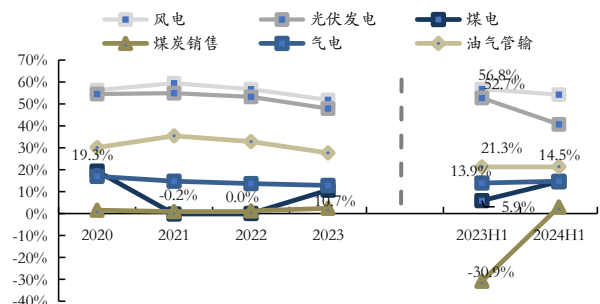
主业稳步增长, 煤电盈利回升推动业绩大涨。2023 年公司实现营业收入 291.42 亿元, 同比增长 3.36%; 实现净利润 34.59 亿元, 同比增长 219.52%, 主要系煤价回落推动煤电盈利回升。从收入结构看, 2022 年开始煤电业务收入占比维持 45%及以上的高占比, 2020-2024 年风电、光伏收入占比持续提升。从利润结构看, 受益于成本下降, 2023 年煤电利润占比从 2%回升至 26%, 2024H1 继续提高至 34%, 实现盈利大幅回升。从分产品毛利率看, 2023 年起煤电毛利率回升至 10.7%, 2024H1 风电/光伏发电/煤电/煤炭销售/气电/油气管输毛利率分别为 54.2%/40.7%/14.5%/3.0%/14.8%/21.4%。

图4: 2020-2024Q3 公司营收、归母净利润及 YOY



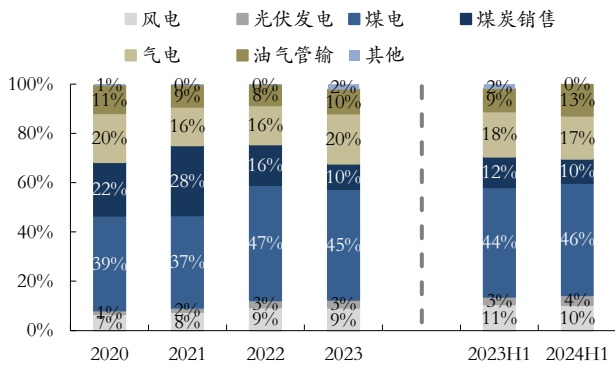
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2020-2024H1 公司分产品毛利率 (%)



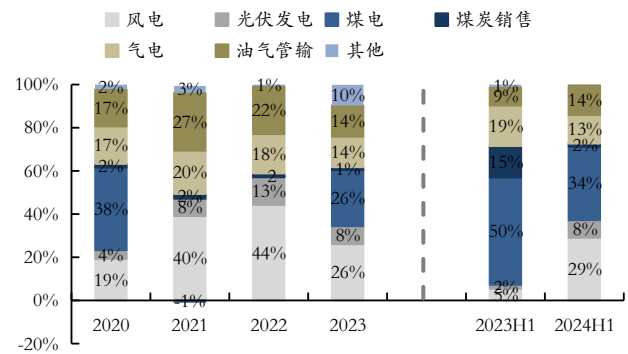
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2020-2024H1 公司营收结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

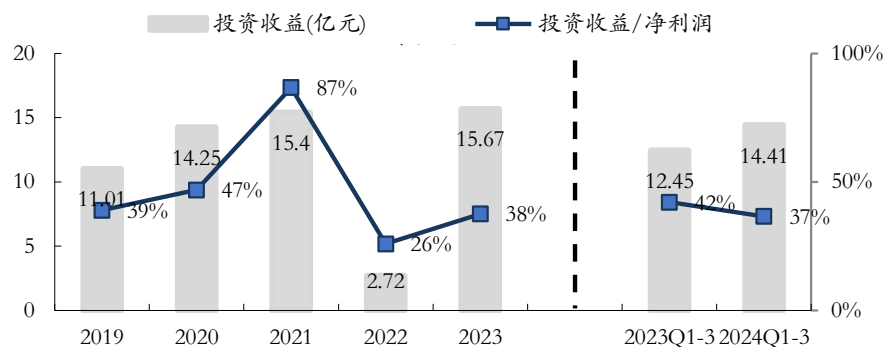
图7: 2020-2024H1 公司毛利结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资收益回升，支撑业绩增长。公司在煤电、气电、抽蓄、新能源、核电等业务都有参股投资，其中煤电投资收益受煤价影响出现较大波动。从构成来看，长期股权投资收益是主要来源，2023 年达到 6.53 亿元，相较 2022 年的 3.90 亿元显著回升。其他投资收益在 2023 年为 9.14 亿元，是投资收益的重要组成部分。从历史数据看，投资收益占净利润比重波动较大，2023 年煤电投资收益增至 15.67 亿元，占比净利润 38%，支撑业绩增长。

图8: 2019-2024Q3 投资收益及占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

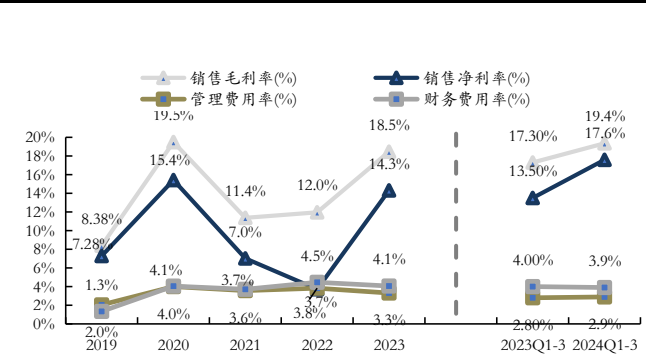
图9：2021-2023 年重要参股公司投资收益（亿元）

分类	重要参股公司	股比（%）	21年投资收益（亿元）	22年投资收益（亿元）	23年投资收益（亿元）	23年占投资收益比例
煤电	外高桥第二发电	40%	-0.28	-0.97	1.09	7.0%
	华能石洞口发电	50%	-0.54	-1.62	0.80	5.1%
	漕泾发电	35%	-2.24	-2.20	0.33	2.1%
	外高桥发电	49%	-3.36	-3.00	-2.13	-
	小计	-	-3.06	-4.79	2.22	14%
气电	漕泾热电	30%	1.03	1.17	1.11	7.1%
	华电奉贤热电	49%	0.48	0.57	0.74	4.7%
	小计	-	1.51	1.74	1.85	12%
抽蓄	天荒坪抽蓄	25%	1.21	0.86	0.88	5.6%
	小计	-	1.21	0.86	0.88	6%
新能源	滨海智慧风电	49%	0.69	1.31	1.04	6.6%
	国电承德围场风电	34%	0.33	0.24	0.50	3.2%
	玉环华电风电	30%	-	0.43	0.29	1.9%
	小计	-	1.02	1.98	1.83	12%
核电	核电泰山联营	12%	2.14	2.28	2.55	16.3%
	泰山第三核电	10%	1.48	1.48	1.50	9.6%
	小计	-	3.62	3.76	4.05	26%
其他	申能财务	30%	0.96	0.92	0.78	5.0%
合计	-	-	5.26	4.47	11.61	74.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

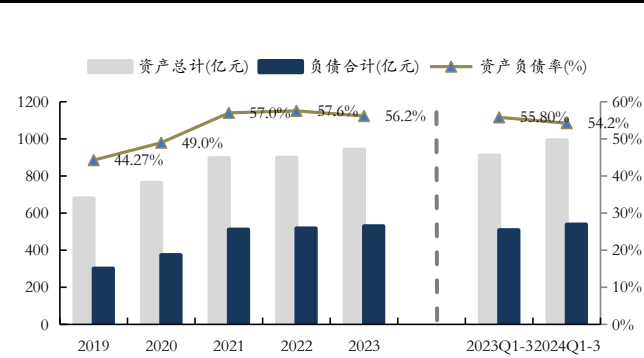
管理、财务费用率下降，利润率回升，资产负债率下降。2023 年煤电盈利回升带动毛利率、净利率快速回升至 18.5%、14.3%，2024 年 Q1-3 继续提升至 19.4%、17.6%。同时，公司管理费用率、财务费用率自 2023 年开始下降，2024Q1-3 分别降至 2.9%、3.9%。2021 年随着新能源快速装机，公司负债规模快速增加，资产负债率上升较快。2023 年开始，资产增长带动资产负债率略下降至 56.2%，2024 年第三季度继续降至 54.2%。

图10：2019-2024Q3 利润率及费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2019-2024Q3 资产负债率

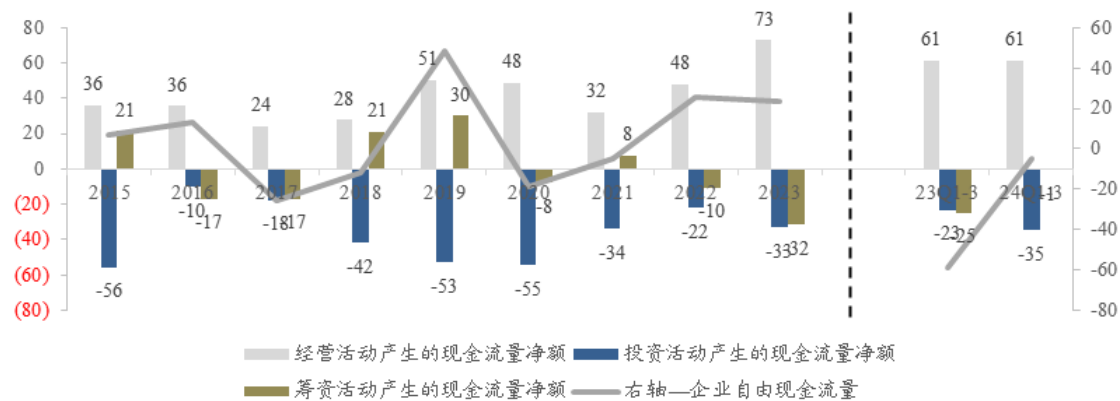


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司经营活动现金流稳健，2023 年企业自由现金流量达到 73 亿元。尽管投资活动现金流持续为负，反映公司在扩大经营规模，但投资支出呈收窄趋势，2023 年为-35 亿元。企业自由现金流（右轴）也展现出良好态势，从 2015 年的低点逐步回升，2022 年达到近 30 个百分点的高位，表明公司经营质量不断提升，现金创造能力增强。整体来看，公司现金流结构合理，经营活动现金流入可较好覆盖投资需求，财务状况稳健，为公司持续发展奠定了坚实基础。

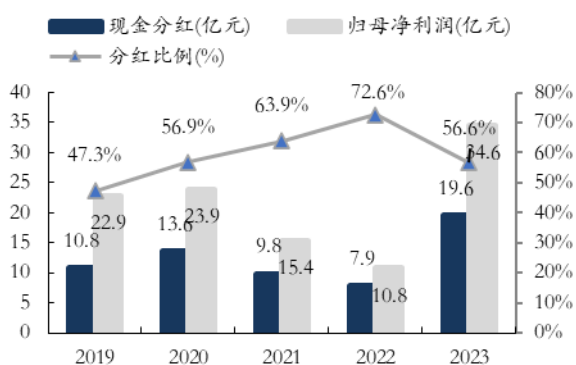
公司分红稳定，2023 年股息率达 6.23%。公司注重股东回报，2020 年起分红比例保持 50%以上，即使 2021-2022 年受火电行业影响归母净利润下滑，公司仍然通过高达 63.9%、72.6%的分红比例回报股东。相较同行业可比公司，公司保持高股息，2023 年净利润回升后，分红金额翻倍，股息率高达 6.23%。

图12：2015-2024Q3 年公司现金流情况（亿元）



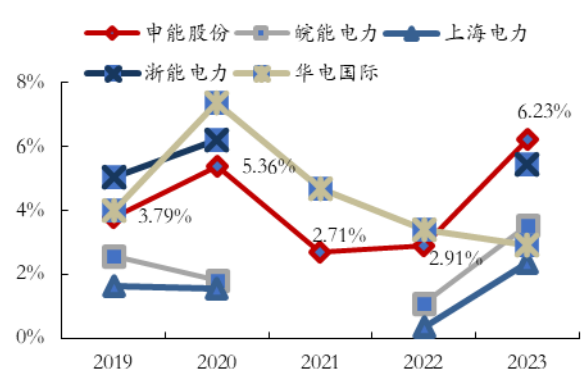
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2019-2023 年公司分红情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2019-2023 年公司股息率（%）

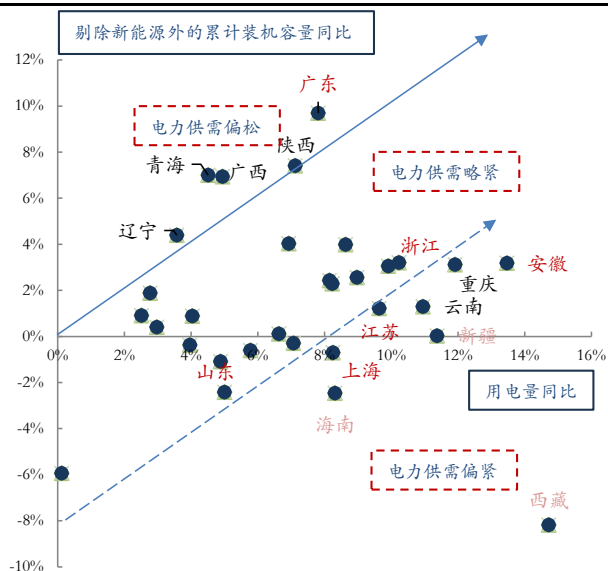


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 火电就位：区域优质，电源核心

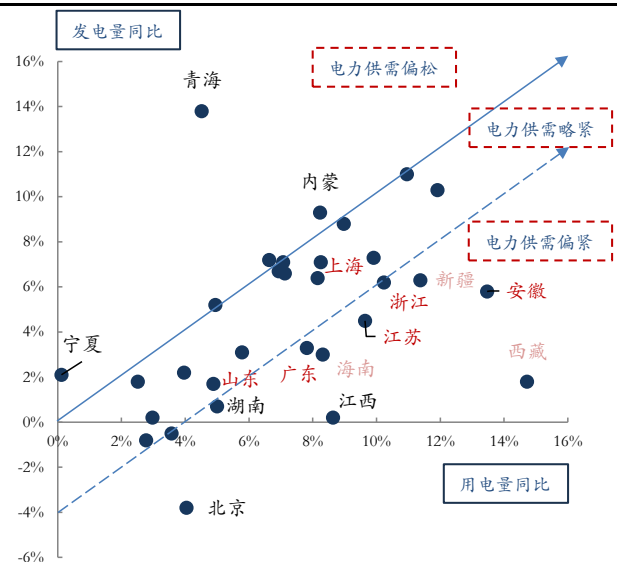
重点关注电力区域供需。根据东吴证券公用事业 2025 年年度策略提出 2025 年关注的三条线索之一，我们关注电动化+尖峰化带来的电力容量的稀缺，尤其关注区域供需，优质区域需求旺盛有成长，供需偏紧电价有支持，区域电厂或电力平台公司基本面更为强劲。我们梳理区域内 1) 发电量增速 VS 用电量增速；2) 剔除新能源外的累计装机容量增速 VS 用电量增速，作为可参考指标评估区域电力供需情况，我们发现江苏、浙江、安徽、山东、上海等区域电力供需更偏紧张。优质区域需求旺盛有成长，供需偏紧电价有支持，区域电厂或电力平台公司基本面更为强劲。

图15：中国各地区用电量同比增速 vs 有效装机增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：中国各地区用电量同比增速 vs 发电量增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

中能股份布局核心优质地区，上海区域控股火电装机容量占比达 71.5%。截至 2024 年 12 月 31 日，公司火电机组控股装机容量达 1183 万千瓦，其中煤电 840 万千瓦，气电 343 万千瓦，公司火电机组权益装机容量达 725 万千瓦，其中煤电 485 万千瓦，气电 239 万千瓦。区域来看，公司上海市内控股装机容量达 846 万千瓦，占比达 71.5%。省外机组均为煤电机组，分别为安徽省内的淮北中皖发电、淮北中能发电和宁夏省内的中能吴忠热电，安徽 2 台机组中，淮北中皖是“皖电东送”的重要组成部分，电力主要用于上海用电需求，淮北中能则主要用于安徽省内平衡。如将淮北中皖考虑在内，公司控股装机容量中，上海地区占比达 82.7%，布局核心优质地区。

表1：中能股份火电机组情况梳理

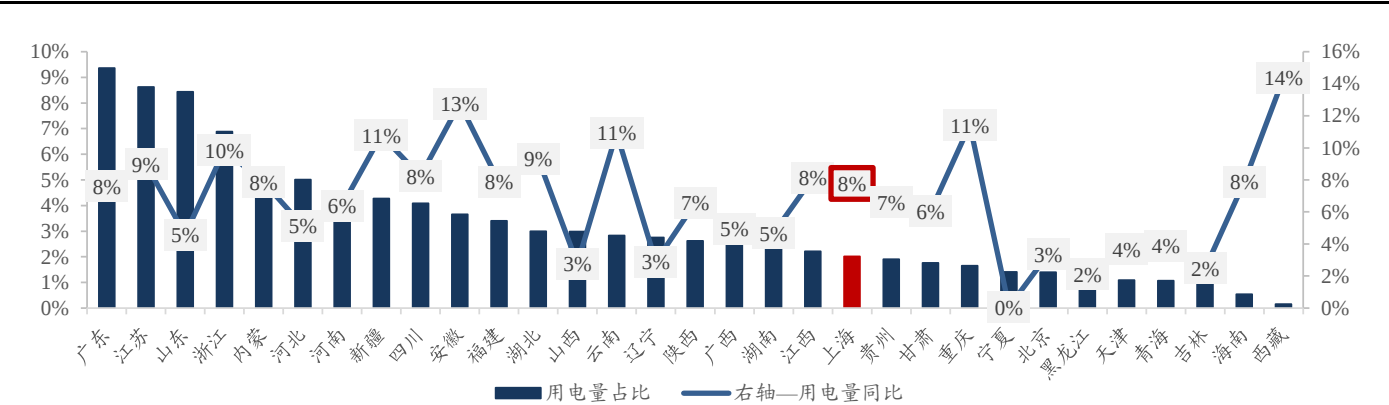
电源	区域	项目名称	股权比	机组容量（万千瓦）	控股装机（万千瓦）	权益装机（万千瓦）
煤电	上海	外高桥第三发电	40	2 × 100	200	80
	上海	外高桥第二发电	40	2 × 90	180	72
	上海	吴泾第二发电	51	63+60	123	63
	安徽	淮北申皖发电	51	2 × 66	132	67
	安徽	淮北中能发电	100	135	135	135
	宁夏	中能吴忠热电	97.43	2 × 35	70	68
	小计				840	485
气电	上海	中能临港燃机发电	65	2 × 40.3+2 × 42.3	165	107
	上海	中能崇明发电	100	2 × 42.42	85	85
	上海	中能奉贤热电	51	45.85+46.67	93	47
	小计				343	239

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 区域供需：上海电力需求强劲，供给格局良好

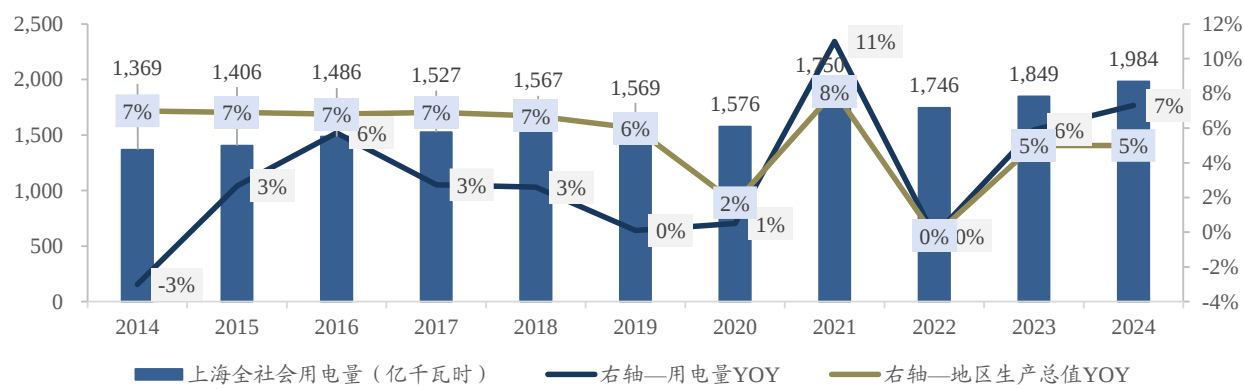
中国经济中心，用电需求旺盛。2024 年上海地区生产总值达到 5.39 万亿元，同比增长 5%，上海成为中国首个 5 万亿城市。大规模的经济体量以及快速的经济增长，支撑上海地区用电的高需求。2024 年上海用电量达到 1984 亿千瓦时，同比增长超 7%，分产业来看，第一产业、第二产业、第三产业、城乡居民分别增长 0%、3%、8%和 17%。2024 年前 11 个月，上海用电量占全国用电量 2.0%，同比增速国内靠前。

图17：2024M1-11 中国各省份用电量占比及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2014-2024 年上海全社会用电量、地区生产总值及同比变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：2022-2024 年上海地区生产总值与用电量同比变动梳理

项目		2022	2023	2024
用电量 YOY		0%	6%	7%
地区生产总值 YOY		3%	5%	5%
分行业来看				
第一产业	用电量 YOY	14%	3%	0%
	生产总值 YOY	-3%	-2%	-1%
第二产业	用电量 YOY	-5%	4%	3%
	生产总值 YOY	0%	2%	2%
第三产业	用电量 YOY	-1%	15%	8%
	生产总值 YOY	5%	6%	6%
城乡居民	用电量 YOY	15%	-6%	17%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

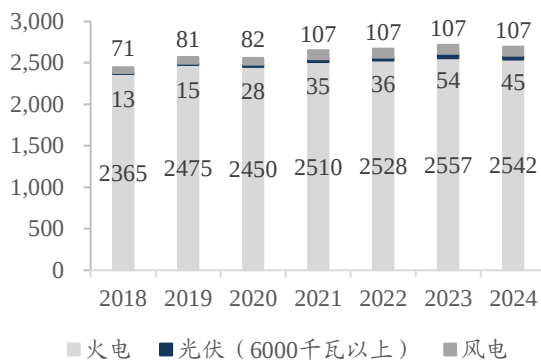
火电为上海区域内的主要装机电源。截至 2024 年 12 月 31 日，上海市规模以上发电装机容量达到 30.60GW，从结构上来看，火电 25.42GW，占比达 94%，风电 1.07GW，光伏（6000 千瓦以上）0.45GW，风光占比较小，火电为区内主要装机电源。

图19: 2014-2024 年上海电厂发电设备装机容量及 YOY



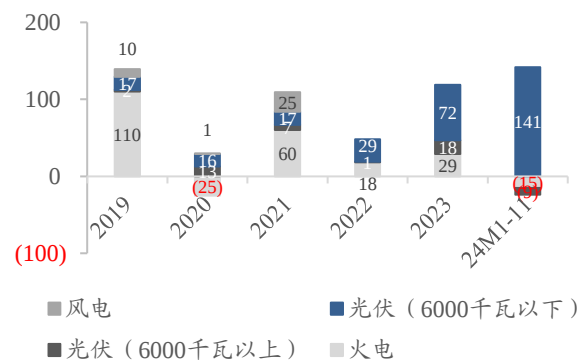
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 2018-2024 年上海装机容量结构 (万千瓦)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

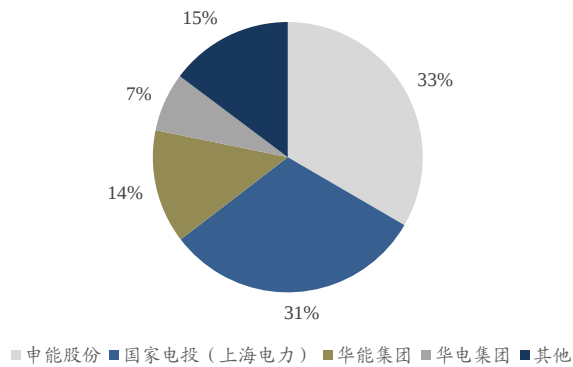
图21: 2018-2024 年上海新增装机容量结构 (万千瓦)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

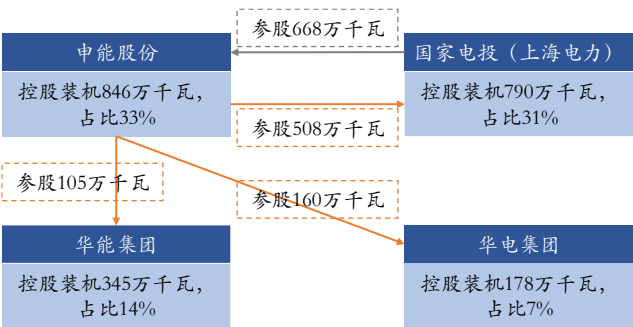
发电侧竞争格局优异。截止 2024 年 10 月 31 日，上海区域内，申能股份、国家电投、华能集团、华电集团四家控股火电装机容量的占比分别为 33%、31%、14%、7%，合计占比达 85%，发电侧集中度高，申能股份控股装机规模占比最高。同时，前四大火电集团互相交叉持股，尤其是申能股份积极参股到上海市内其他火电机组，高比例的交叉持股，进一步优化上海电力供给格局。

图22：上海在运火电机组装机容量占比（按控股股东）
（截至 2024 年 10 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：上海前四大火电集团互相持股情况梳理（截至 2024 年 10 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

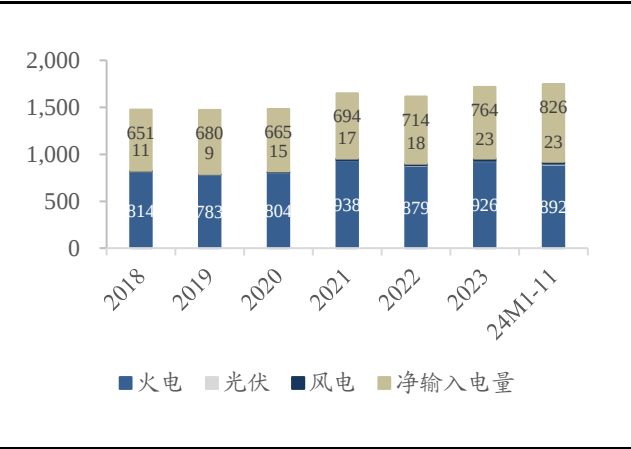
“五交四直”电网格局，外部受电占比 50%左右。上海处于华东电网，除上海市内装机电源外，上海电网主要靠华东电网内部统一进行调配，电源包括华东电网内以皖电为代表的网内火电和以浙江秦山核电为代表的网内核电。此外，上海通过葛南线、宜华线、林枫线、复奉线四条直流特高压线路接受三峡/葛洲坝水电和西南金沙江水电。根据解放日报，上海“五交四直”九大通道接受外来电，总受电容量为 21.5GW，占区域装机容量与总售电容量合计的 56%，2024 年前 11 个月，上海市净输入电量为 826 亿千瓦时，占区域发电量与净输入电量合计的 47%。2023 年，四条直流合计输送电量达 479 亿千瓦时，超过上海净输入的電量的 1/2，四条直流往上海地区输送的水电对于区域供需影响明显。

表3：上海主要外来电力输电工程梳理

区域	外来电力输电工程名称	类型
华东网内 (网内火电、核电)	皖电东送东通道、中通道、西通道为代表的网内煤电 厂、以秦山核电为代表的网内核电站等	交流
	皖电东送南半环线（淮南-皖南-浙北-上海沪西）	交流
	皖电东送北半环（淮南-南京-上海沪西）	交流
华中电网 (葛洲坝/三峡水电)	葛南线（葛洲坝-上海南桥）	直流
	宜华线（湖北宜昌-上海华新）	直流
	林枫线（湖北团林-上海枫泾）	直流
川渝电网 (西南金沙江水电)	复奉线（向家坝-上海奉贤）	直流

数据来源：上海电缆研究所，东吴证券研究所

图24：2018-2024 年上海分电源发电量与净受电量情况
(亿千瓦时)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：2023 年上海直流特高压输电量及利用小时数

外来电力输电工程名称		输电容量 (万千瓦)	总输送电量 (亿千瓦时)	利用小时数 (小时)
葛南线	±500千伏葛洲坝—南桥 直流输电工程	120	26	2184
宜华线	±500千伏宜都—华新直 流输电线路	300	71	2356
林枫线	±500千伏团林—枫泾直 流输电线路	300	119	3966
复奉线	±800千伏复龙—奉贤特 高压直流输电示范工程	640	263	4106
合计		1360	479	3519

数据来源：全国电力可靠性报告，东吴证券研究所

增量装机有限，预计 2028 年蒙电入沪。梳理上海市重大建设项目情况，2025 年在建与新开工火电机组装机容量合计达 5.44GW，全部投运后火电装机规模弹性 21%，将有望在 2025-2027 年逐步投产。上海区域核心，新建火电空间有限，考虑投产节奏以及机组淘汰替换，2025-2027 年上海火电装机容量增长有限。从特高压通道建设节奏来看，受端为上海的通道主要为库布齐—上海±800 千伏特高压直流输电工程，目前处于前期准备状态，上海有望在 2028 年再添一条新的受电通道。

表4：2025 年上海重大建设项目清单（电力相关）

序号	项目名称	类型	项目状态	项目详情
1	漕泾综合能源中心二期	煤电	在建	2×100 万千瓦，预计 2026 年底投产
2	外高桥一厂扩容量替代	煤电	在建	2×100 万千瓦，关停 4×32 万千瓦转应急备用，预计 2027 年投产
3	中煤宝山煤电项目	煤电	新开工	2×65 万千瓦，预计 2025 年开工
4	上海石化热电机组清洁 提效改造工程	煤电	在建	2×7 万千瓦，预计 2026 年投产
5	金山海上风电场一期	风电	在建	36×0.85 万千瓦，预计 2025 年投产

数据来源：上海市发改委，东吴证券研究所

图26：“十四五”规划及待纳规特高压工程

序号	类型	项目名称	进度	开工时间
1	特高压直流	金上-湖北±800kV	建设中	2023年2月
2		陇东-山东±800kV	建设中	2023年3月
3		宁夏-湖南±800kV	建设中	2023年5月
4		哈密北-重庆±800kV	建设中	2023年8月
5		陕西-安徽±800kV	已开工	2024年3月
6		甘肃-浙江±800kV(柔)	已开工	2024年7月
7		蒙西-京津冀±800kV(柔)	已开工	2024年7月
8		陕西-河南±800kV	可研	2024年9-10月
9		藏东南-粤港澳大湾区±800kV一期(柔)	可研	2024年年底
1	特高压交流	川渝1000kV	建设中	2022年9月
2		张北-胜利(锡盟)双回1000kV	建设中	2022年
3		大同-怀来-天津北-天津南双回1000kV	可研	2024年
4		阿坝-成都东1000kV	已开工	2024年1月
5		达拉特-蒙西1000kV	可研	2024年
1	“十四五”滚动增补	库布齐-上海±800kV	前期准备	2025-2027年
2		腾格里-江西±800kV	前期准备	2025-2027年
3		乌兰布和-京津冀±800kV	前期准备	2025-2027年
4		巴丹吉林-四川±800kV(柔)	可研	2025年
5		柴达木-广西±800kV	前期准备	2025-2027年
6		攀西-川南-天府南1000kV	前期准备	2025-2027年
7		烟威1000kV	可研	2025年
1	拟新增规划(直流)	疆电送川渝±800kV(柔)	可研	2025年
2		松辽-华北±800kV	待纳规	
3		陇电入桂±800kV	待纳规	
4		青海海南外送±800kV	待纳规	
5		库布齐-浙江±800kV	待纳规	
6		库布齐-安徽±800kV	待纳规	
7		库布齐-江苏±800kV	待纳规	
8		敦煌外送	待纳规	
9		藏电送粤二期	待纳规	
10		外电入赣±800kV	待纳规	
1	拟新增规划(交流)	浙江1000kV环网	可研	2025年
2		大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔1000kV	待纳规	
3		大同-达拉特-包头1000kV	待纳规	
4		开封-驻马店1000kV	待纳规	
5		长治-南阳1000kV二期	待纳规	
6		石家庄-北京1000kV	待纳规	
7		赣闽联网	待纳规	

数据来源：国家电网，新财富，东吴证券研究所

2025-2027 年上海地区电力供需依然偏紧张，区域公司电量电价有支撑。从需求角度来看，上海 2025 年政府工作报告指出，预计 2024 年全市生产总值增长 5%左右，上海地区经济展现持续成长动力，驱动用电需求保持旺盛。从供给角度来看，2025-2027 年上海地区有效装机容量有限，3 年内暂不考虑新增输电通道的投产落地。存量电源项目集中度较高，项目股东之间实现交叉持股，供给格局良好。我们预计 2025-2027 年上海地区电力供需依然偏紧张。

表5: 上海地区电力/电量供需平衡测算

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
区域装机容量 (万千瓦)	2,830	2,954	3,060	3,171	3,451	3,731
火电	2,528	2,557	2,542	2,542	2,742	2,942
风电	107	107	107	138	138	138
光伏	195	289	411	491	571	651
受电通道 (万千瓦)	2150	2150	2150	2151	2152	2153
“五交”华东网内	790	790	790	791	792	793
葛南线	120	120	120	120	120	120
宜华线	300	300	300	300	300	300
林枫线	300	300	300	300	300	300
复奉线	640	640	640	640	640	640
电量平衡						
用电量 (亿千瓦时)	1,746	1,849	1,984	2,080	2,178	2,281
YOY	-0.2%	5.9%	7.3%	4.8%	4.7%	4.8%
第一产业	6	6	7	7	7	7
第二产业	829	864	894	930	962	996
第三产业	589	677	731	790	853	921
城乡居民	321	301	353	354	356	358
发电量 (亿千瓦时)	901	955	1,017	1,022	1,098	1,174
火电	879	926	984	982	1,055	1,128
风电	18	23	25	30	30	30
光伏	4	5	8	10	13	16
净输入电量 (亿千瓦时)	779	833	902	998	1,020	1,047
利用小时数 (小时)	3541	3658	3898	3898	3898	3898
火电	3627	3764	4009	4001	3984	3972
风电	2296	2249	2202	2245	2245	2245
光伏	1153	1068	1101	1088	1196	1305
电力平衡						
最高负荷 (万千瓦)	3807	3675	4030	4151	4276	4404
YOY	14%	-3%	10%	3%	3%	3%
有效容量 (万千瓦)	3876	3902	3888	3890	4070	4250
火电	2275	2301	2288	2288	2468	2648
风电	5	5	5	7	7	7
光伏	0	0	0	0	0	0
“五交”华东网内	711	711	711	711	711	711
“四直”水电	884	884	884	884	884	884
备用率	2%	6%	-4%	-7%	-5%	-4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 电力市场：上海电价有支撑，气电电价机制优异

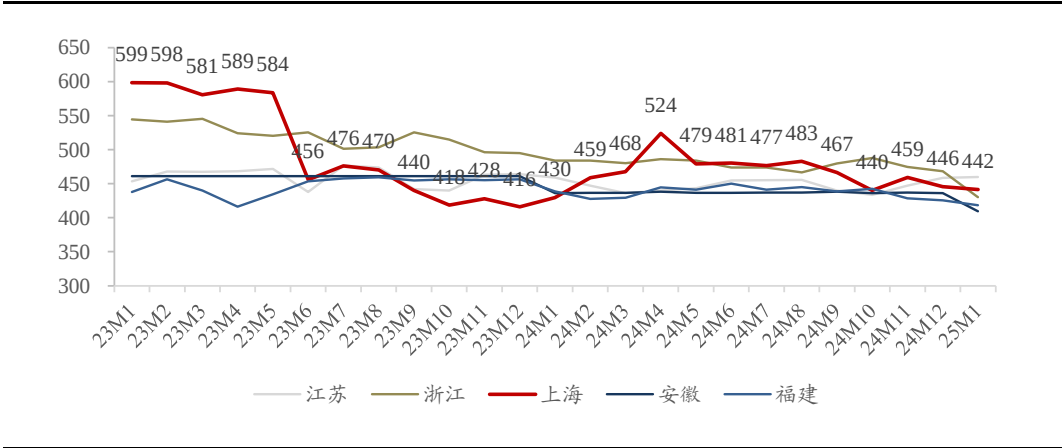
电力交易有序推进，电价整体较高。根据《2025 年上海市电力直接交易年度工作方案》，上海区域电力中长期交易规模稳步扩大，其中上海市 9 家公用常规燃煤发电上网电量全部进入电力市场，中长期签约电量由直接交易和电网代理购电等组成。皖电东送送上海电量参与上海市电力直接交易，剩余电量参与代购电交易。上海市燃气发电相关上网电量可适时进入电力市场。上海电力现货市场处于结算试运行阶段，2024 年 11 月开展了第一次结算试运行，2025 年 1 月开展第二次结算试运行。基于区域较好的供需格局，上海电网代理购电价格在华东电网五省中靠前。

表6：2025 年上海电力交易方案梳理

交易类型	相关文件	具体内容
中长期交易	《2025 年上海市电力直接交易年度工作方案》 2024/12/25	1) 2025 年交易规模在上年基础上稳步扩大。 2) 本市 9 家公用常规燃煤发电企业的上网电量原则上全部进入电力市场，中长期签约电量由直接交易和电网企业代理购电等组成。皖电东送送上海电量参与本市电力直接交易后，剩余电量参与本市代理购电交易。 3) 根据上海电力现货市场实施细则和结算试运行方案等相关政策规则，市内部分公用燃气发电企业相关上网电量可适时进入电力市场。
现货交易	《上海电力现货市场实施细则》 2024/08 《上海电力现货市场第二次结算试运行工作方案》2025/01	结算试运行阶段，2024 年 11 月 14 日—11 月 27 日开展了上海电力现货市场第一次结算试运行 从 1 月 26 日开始，上海将开启为期 6 天的电力现货市场结算试运行，是第二次结算试运行

数据来源：上海电力交易中心，上海市发改委，东吴证券研究所

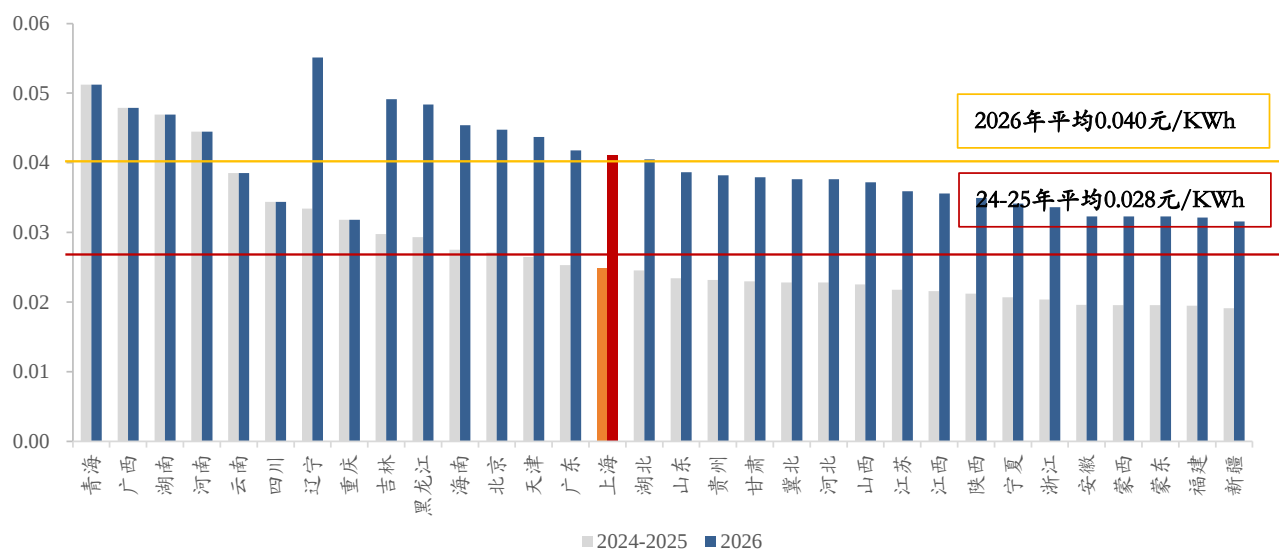
图27：2023 至 2025 年 1 月华东电网五省电网代购电价（元/MWh）



数据来源：北极星售电网，东吴证券研究所

容量补偿比例 2026 年迎来提升。2023 年 11 月,《关于建立煤电容量电价机制的通知》公告推出,全国范围内煤电容量电价机制推进。煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。其中,用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准,为每年每千瓦 330 元,因地制宜确定各地回收固定成本的比例,2024 至 2025 年多数地方为 30%左右,2026 年起各地回收固定成本的比例不低于 50%。2024-2025 年上海执行 30%的回收比例,2026 年回收比例提升至 50%,综合考虑上海地区火电利用小时数,我们预计上海地区火电容量电价将从 2025 年 0.025 元/千瓦时提升至 0.041 元/千瓦时。

图28: 全国煤电容量电价在 2026 年迎来提升



数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

气电定价机制优质，容量补偿高+气电联动。上海积极引导各类天然气发电机组合理发挥作用，促进企业降本增效、清洁能源高效利用。针对上海市区天然气发电给予较好的电价政策。**1) 容量补偿高**，调峰机组和热电联产机组分别给予 37.01 和 36.5 元/月*千瓦的容量电价，按照上海地区气电利用小时数 1700 小时，度电固定容量电价可达约 0.26 元/千瓦时，带来稳定性收入。**2) 电量电价较高，气电联动。**除容量电价外，上海气电上网电价较高，上网电价随利用小时数下降而提升，确保稳定收益，引导气电发挥合理作用。同时，上网电价实施气电联动机制，根据天然气平均调价幅度联动调整电量电价，进一步保障上海气电项目盈利的稳定性。

图29： 2023 年以来上海市气电价格联动调整情况梳理

机组类型	电价类别	2023/10/1起	2024/1/1起	2024/3/1起	2024/5/1起	2024/11/1起	2025/1/1起
调峰机组	容量电价	37.01	37.01	37.01	37.01	37.01	37.01
	电量电价	0.6454	0.6454	0.6041	0.5549	0.6041	0.6218
热电联产机组(含小型背压式机组)	容量电价	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5
	电量电价	2500小时内	0.6696	0.6696	0.6283	0.5791	0.6283
		2500-5000小时内	0.5892	0.5892	0.5479	0.4987	0.5479
		5000小时以上	0.4155	0.4155	0.4155	0.4155	0.4155
分布式机组	电量电价	0.998	1.0163	0.9737	0.923	0.9676	0.9859

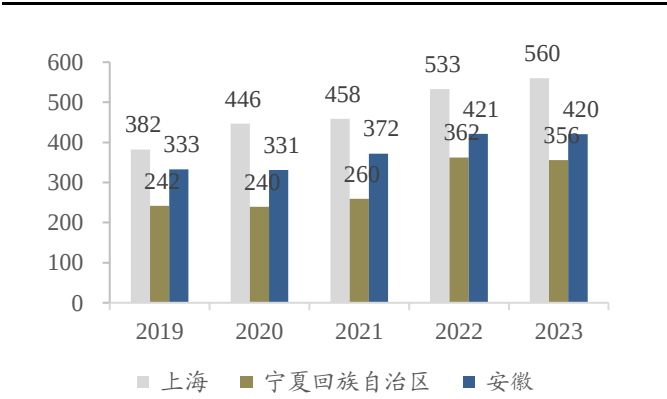
注：容量电价单位为（元/月*千瓦），电量电价单位为（元/千瓦时）

数据来源：上海市发改委，东吴证券研究所

2.3. 电源核心：优质机组，运营效率高

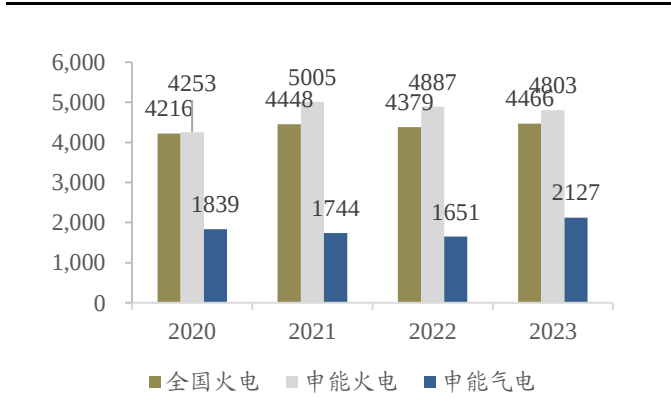
上海火电电价表现良好，利用小时高于全国。基于上海区域的电力供需形势，公司在运火电机组的电价与电量表现良好。2023 年公司上海/安徽火电上网电价分别达到 0.560 和 0.420 元/千瓦时，2024 年、2025 年随着新建机组的进一步投运以及煤炭价格的下行，全国市场交易电价普遍迎来回落，优质的地区的电价下跌幅度可控有限。2023 年公司煤电和气电的利用小时数分别达 4803 和 2127 小时，2024 年公司煤电发电量同比增加 3.5%，天然气发电同比增加 17.6%，利用小时 2024 年维持提升。区域需求好，区域装机及跨区域通道增量有限，利用小时数预计有支撑。

图30： 2019-2023 年分区域火电上网电价（元/兆瓦时）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31： 2020-2023 年火电利用小时对比（小时）

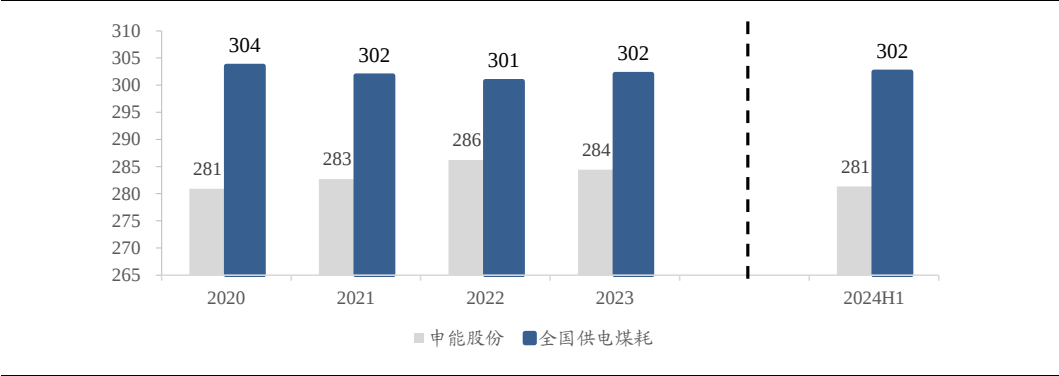


数据来源：Wind，东吴证券研究所

机组核心且优质，运营效率高。煤电都是大容量机组，气电均为调峰机组。公司供电煤耗相较全国平均供电煤耗约低 20 克/千瓦时，2024 年上半年公司供电煤耗 281.34 克/千瓦时，较全国水平约低 21 克/千瓦时。公司燃煤发电均为大功率的高效先进机组，其中外高桥三发电的 2 台 100 万千瓦级机组及外高桥二发电的 2 台 90 万千瓦级的发电机

组煤耗水平处于全国领先水平。“平山二期”135万千瓦机组相关参数指标达到全球领先水平，“249.31克/千瓦时”的额定负荷工况供电煤耗世界最低，成为燃煤发电行业新标杆。更高的运营效率提供了公司成本端的长期优势。

图32：2020-2024H1 公司 VS 全国供电煤耗（克/千瓦时）



数据来源：中国能源大数据报告，国家能源局，公司公告，东吴证券研究所

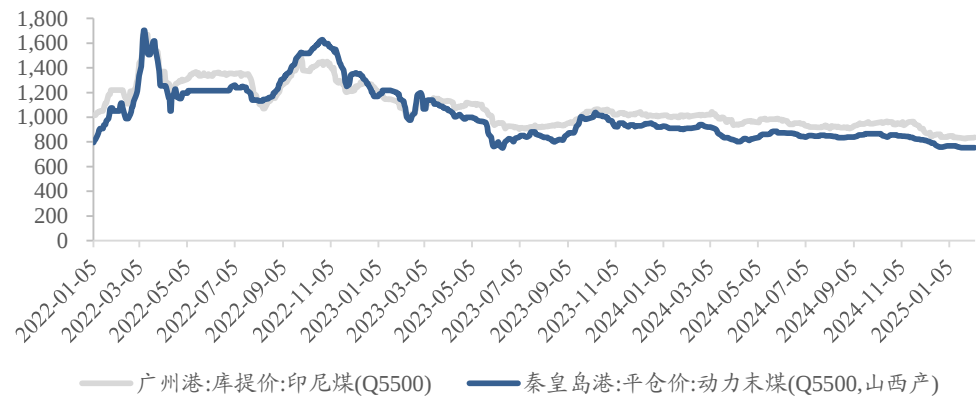
煤炭成本回落，加强煤炭采购管理。2024 年，国产煤与进口煤价格中枢整体下行，带动公司度电燃煤成本的回落。我们测算，2023 年公司平均耗用标煤价为 1100 元/吨，较 2022 年同比下降约 200 元/吨，根据公司公告投资者交流会议纪要，2024 年上半年，公司平均耗用标煤价 984 元/吨，同比下降 163 元/吨。动力末煤（Q5500）秦皇岛港平仓价 2025 年 1 月月均价为 762 元/吨，同比 2024 年 1 月下跌 151 元/吨，煤炭成本回落。此外，公司积极加强煤炭燃料采购管理，持续优化煤炭采购、调运和掺烧，外高桥第三发电和外高桥第二发电二股东分别为国电电力和北京国电，是国家能源集团控股的核心电力上市公司，有望在煤炭资源保供层面获得更多优势。淮北申皖发电三股东为神源煤化工，属于淮北矿业，是支撑“皖电东送”的重要煤电一体化项目。项目股东背景强，保障煤炭资源供应。

表7：公司煤电项目股权情况梳理

地区	项目	股权结构
上海	外高桥第三发电	申能股份 40%，国电电力 30%，上海电力 30%
上海	外高桥第二发电	申能股份 40%，北京国电 40%，上海电力 20%
上海	吴泾第二发电	申能股份 51%，上海电力 49%
安徽	淮北申皖发电	申能股份 51%，皖能电力 24.5%，神源煤化工 24.5%
安徽	淮北申能发电	申能股份 100%
宁夏	申能吴忠热电	申能股份 97.43%，国电电力 2.57%

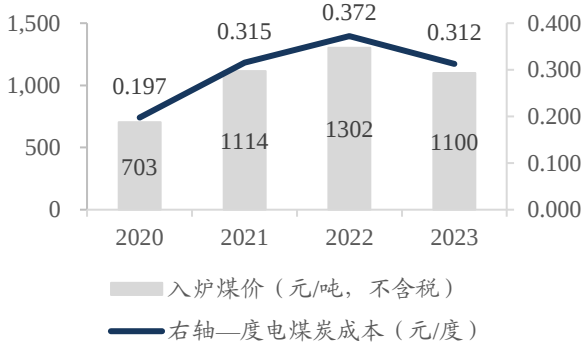
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图33: 2022 至 2025 年国产煤和进口煤价格对比 (元/吨)



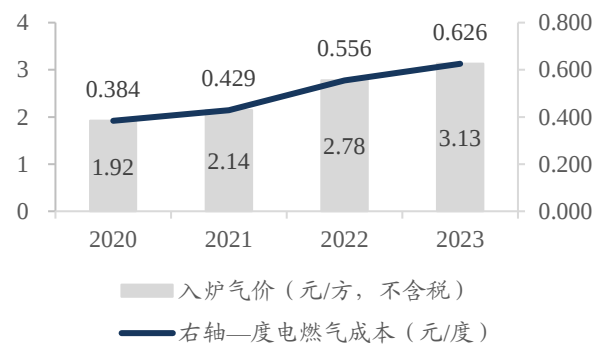
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 2020-2023 年公司度电煤炭成本与入炉煤价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 2020-2023 年公司度电天然气成本与入炉气价



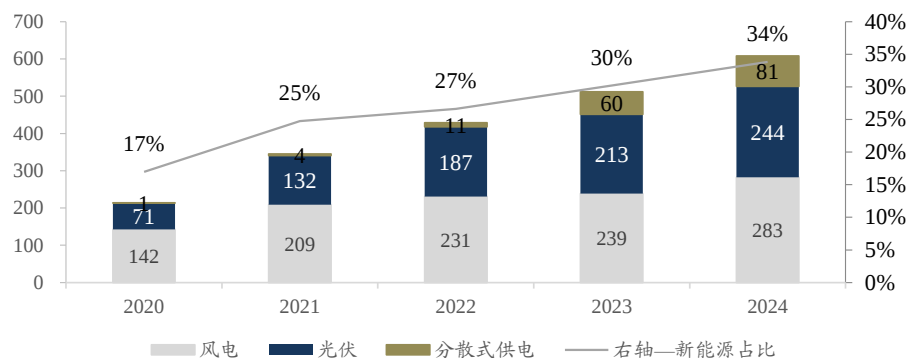
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风光张扬：新能源持续装机，海风海光竞配新机遇

3.1. 新能源持续扩张，装机占比提升至 34%

公司新能源开发持续扩张，装机占比超 30%。公司加快新能源基地化、规模化开发转型，全力谋划开发新疆区域大基地项目，推进海南海上风电建设，积极参与市内海风竞配。截至 2024 年 12 月 30 日，公司控股风电装机 282.52 万千瓦，占 15.7%；光伏发电 244.06 万千瓦，占 13.6%；分布式供电 81.13 万千瓦，占 4.5%，新能源装机合计占比提升至 34%。

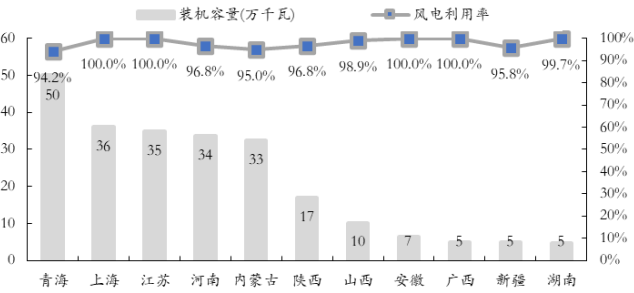
图36：2020-2024 年公司新能源装机容量（万千瓦）及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

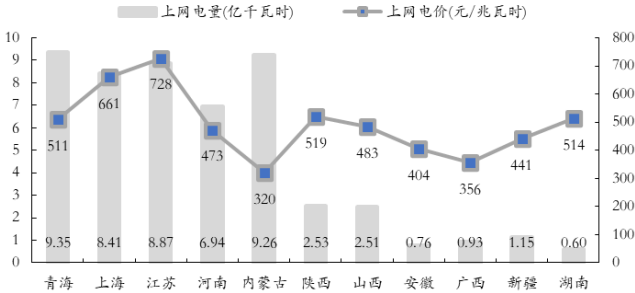
风电电价有支撑，光伏消纳有保障。
（1）风电：公司 80%风电装机分布在青海、上海、江苏、河南、内蒙古，2023 年装机容量分别达到 50/36/35/34/33 万千瓦。其中，上海、江苏需求旺盛，消纳有保障，2023 年风电利用率 100%；青海、内蒙古享受优质资源，2023 年上网电量分别达到 9.35/9.26 亿千瓦时。同时，公司风电主要覆盖区域均享受较高电价，2023 年青海/上海/江苏/河南上网电价分别为 511/661/728/473 元/兆瓦时，风电电价有支撑。
（2）光伏：公司 75%以上光伏装机分别在贵州、安徽、湖北、陕西、新疆，2023 年装机容量分别达到 59/40/25/20/13 万千瓦。其中，新疆地区光伏资源优质带来高发电量，且 2023 年电价高达 753 元/兆瓦时。消纳方面，2023 年公司光伏所覆盖区域的光伏利用率均在 96%以上，其中 9 个区域在 98%以上，高于全国水平，主要覆盖区域贵州/安徽/湖北光伏利用率为 99.4%/100%/98.3%，光伏消纳有保障。

图37：2023 年风电利用率及公司风电分区域装机容量



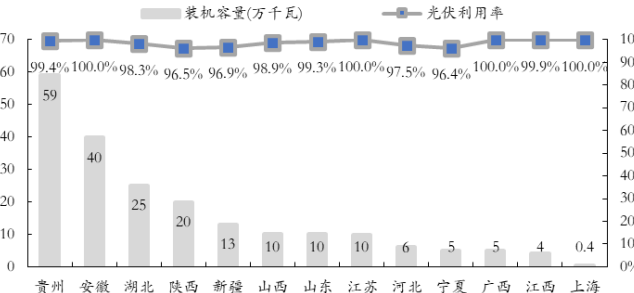
数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：内蒙古风电利用率取蒙西、蒙东均值

图38：2023 年公司风电分区域上网电量及上网电价



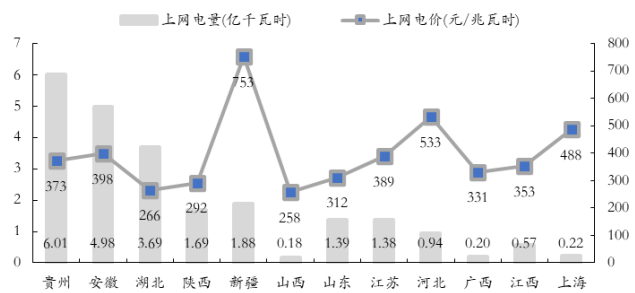
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图39：2023 光伏利用率及公司风电分区域装机容量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40：2023 年公司光伏分区域上网电量及上网电价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 新能源项目提速建设，海风海光竞配新机遇

新疆大基地项目全力开发，海南 CZ2 项目如期推进。(1) 新疆光伏项目：2024 年 9 月 5 日，公司新疆塔城和布克赛尔县 200 万千瓦光伏项目正式启动，是公司投资开发的首个新疆区域大基地项目，规划建设光伏装机容量 2GW，储能容量 400MWh，预计 2025 年投运。项目建成后，每年可为电网提供清洁电能 32.59 亿千瓦时，具有良好的经济效益和环境效益。(2) 海南海风项目：公司海南 CZ2 海上风电项目总装机容量 1.2GW，配套建设两座 220 千伏海上升压站和一座陆上集控中心，是公司第一个整装规模超百万千瓦的海上风电项目。其中，项目一期（0.6GW）正在加速建设，计划 2025 年 6 月投产。项目全容量投产后每年可为电网提供清洁电能 38.2 亿千瓦时、节约标煤 115 万吨，减少排放氮氧化物约 1.4 万吨、二氧化碳约 299 万吨。

图41：公司重点在建项目

项目	地区	类别	装机容量	总投资(亿元)	投产时间
新疆大基地项目	新疆塔城	光伏	光伏2GW+储能400MWh	73	预计2025年
CZ2海上风电项目	海南洋浦	海风	1.2GW	150	一期60万千瓦预计2025年6月

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上海市大力推进海风建设，29.3GW 深远海风电已获批。根据上海市“十四五”规划，风电发展以海上为主、陆上为辅，近海风电重点推进奉贤、南汇和金山三大海域风电开发，探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点，力争新增规模 1.8GW。“十五五”将重点建设横沙、崇明海域项目，建成深远海海上风电示范。2025、2030 年上海市风电装机力争分别超过 2.62GW、5GW。2024 年 7 月，上海市政协会议指出，深远海风电是本市未来可持续开发的最大绿电资源宝库，市发改委已编制规划并获得国家批复，总规模 29.3GW，全部建成后每年可提供约 1000 亿千瓦时绿电。

公司积极参与市内海风竞配，已获配 350MW 海风项目。“十四五”以来，上海市已启动 6.9GW 海上风电竞配，其中 1.1GW 已公布结果，公司获配东海大桥三期 150MW、奉贤四期 200MW，约占已公布规模的三分之一，预计分别将在 2025、2026 年并网。2024 年上海市开始 5.8GW 海风竞配，其中深远海项目 4.3GW，未来仍有 25GW 获批规模待开发，海风建设空间广阔。

图42：“十四五”以来上海市海风竞配情况

时间	公告名称	项目名称	规模(MW)	上网电价 (元/千瓦时)	预计并网	项目地点	进度
2024/3/20	上海市2024年度海上风电项目竞争配置工作公告	上海市深远海海上风电1#项目	600			深远海海域	未公布结果
		上海市深远海海上风电2#项目	1400			深远海海域	未公布结果
		上海市深远海海上风电3#项目	1300			深远海海域	未公布结果
		上海市深远海海上风电4#项目	1000			深远海海域	未公布结果
		横沙海上风电一期项目	650			横沙岛东部市管海域	未公布结果
		崇明海上风电一期项目	850			崇明岛东部市管海域	未公布结果
2022/11/18	杭州湾海上风电项目(第二批)竞争配置工作公告	东海大桥海上风电三期项目	150	0.236	2025	场址东侧避让生态红线及南支航道延伸段	中能股份牵头，上海绿色环保能源有限公司、中广核风电有限公司联合体开发
		奉贤海上风电二期项目	250	0.207	2026	场址东侧为已建成奉贤海上风电场	上海电力牵头，上海绿色环保能源有限公司、中国船舶集团风电发展有限公司联合体开发
2022/11/10	杭州湾海上风电项目(第一批)竞争配置工作公告	金山海上风电二期项目	200	0.247	2026	漕泾东航道西侧，场址中心距离岸线约12.5公里	上海电力牵头，上海绿色环保能源有限公司、中国船舶集团风电发展有限公司联合体开发
		奉贤海上风电四期项目	200	0.235	2026	场址中心离岸距离约12公里，场址东侧为已建成奉贤海上风电场	中能股份牵头，龙源电力集团股份有限公司、上海绿色环保能源有限公司联合体开发
2022/1/12	金山海上风电一期项目竞争配置工作公告	金山海上风电一期项目	300	0.302	2024	场址北侧避让漕泾东航道，西侧紧邻嘉兴海上风电场，南侧紧邻沪浙省界线，东侧为嵊泗2号海上风电场，中间避让光缆管廊	中国长江三峡集团有限公司、上海绿色环保能源有限公司、中海油融风能源有限公司联合体开发
总计			6900				

数据来源：风芒能源，上海市发改委，东吴证券研究所

“风光同场”竞配开启，同场海风企业优先。2024 年 8 月，上海市发改委印发《上海市“风光同场”海上光伏开发建设方案》，提出聚焦上海市周边东海大桥、临港、金山、奉贤等已建、在建海上风电场址海域范围，以“风光同场”的模式进行海上光伏规划布局。2024 年 11 月，上海市发改委下发《2024 年度“风光同场”海上光伏项目竞争配置工作方案》，规划了 7 个“风光同场”的海上光伏项目开展竞争性配置，申报上限 3.5GW，

本轮竞配优选规模不超过 1GW，上网电价执行燃煤发电基准价，由市电力公司保障并网消纳。在 3.5GW 规模的规划场址中，中能集团投资的风电场海域包括临港 1、临港 2，共计 0.95GW 规模。考虑同等条件下海上风电场区海域使用权人优先，公司作为中能集团旗下的综合能源平台和上海市国企，在本轮竞配中具备较大优势。海上风光同场互补优势明显，将为公司带来新能源发展的新机遇。

图43：上海市“风光同场”海上光伏政策梳理

时间	政策文件	核心内容
2024年8月	《上海市“风光同场”海上光伏开发建设方案》	1) 聚焦上海市周边 东海大桥、临港、金山、奉贤 等已建、在建海上风电场址海域范围，以“ 风光同场 ”的模式进行海上光伏规划布局，开发建设百万千瓦级海上光伏项目集群。 2) 2024年 ，启动首轮海上光伏项目竞争配置， 规模不低于100万千瓦 。首轮竞争配置项目作为上海市保障性并网项目，纳入可再生能源年度开发建设方案， 由市电力公司保障并网消纳 ，鼓励投资主体按需配置储能。 3) 2025年 ，开展其余海上光伏项目竞争配置和开发建设。投资主体配套建设新型储能装置，出力不低于海上光伏装机容量的20%（额定充放电时长不少于2小时）。新型储能可通过自建、合建或容量租赁的模式实现，与海上光伏同步建成并网。
2024年11月	《2024年度“风光同场”海上光伏项目竞争配置工作方案》	1) 规划7个“风光同场”的海上光伏项目开展竞争性配置，可开发总规模为3.5GW，但 本轮竞配优选的项目规模不超过1GW 。 2) 同等条件下， 海上风电场区海域使用权人优先 ，申报企业应征得海域使用权人的同意。 3) 作为上海市保障性并网项目， 上网电价执行燃煤发电基准价 。项目参加市场化交易后，按照相关电力市场规则要求执行。国家出台有关新能源价格政策的，按照国家有关规定执行。

数据来源：上海市发改委，东吴证券研究所

图44：上海市“风光同场”海上光伏场址规划

项目名称	规模上限(万千瓦)	海域水深(m)	离岸距离(km)	同场风电项目	风电场投资人所属集团
东海大桥1#海上光伏项目	20	9.9-11.9	8-10	东海大桥100兆瓦海上风电示范项目	大唐、国电投、中广核、国家电网
东海大桥2#海上光伏项目	30	11	11	东海大桥海上风电二期工程	大唐、国电投、中广核、国家电网
东海大桥3#海上光伏项目	5	11	11	东海大桥海上风电工程	国家电网
临港1#海上光伏项目	50	5-8	10	临港海上风电一期示范项目	中能集团
临港2#海上光伏项目	45	5-8	10	临港海上风电二期项目	中能集团
奉贤1#海上光伏项目	100	7-8.5	12	奉贤海上风电项目	国家电投、国家电网
金山1#海上光伏项目	100	10.2-12	19.5	金山海上风电一期项目	三峡集团
合计	350				

数据来源：上海市发改委，东吴证券研究所

4. 投资建议与风险提示

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 305/297/301 亿元，同比变动+5%/-3%/+1%，毛利为 62/65/67 亿元，同比变动+15%/+4%/+4%，毛利率为 20%/22%/22%。其中：

1) **煤电业务**：我们预计 2024-2026 年煤电业务营业收入为 134/129/127 亿元，同比变动+3%/-4%/-1%，毛利率为 18%/19%/21%。

2) **气电业务**：我们预计 2024-2026 年气电业务营业收入为 69/58/57 亿元，同比变动+16%/-16%/-1%，毛利率为 12%/14%/15%。

3) **风电业务**：我们预计 2024-2026 年风电业务营业收入为 27/34/36 亿元，同比变

动+1%/+24%/+7%，毛利率为 49%/45%/43%。

4)光伏发电业务: 我们预计 2024-2026 年光伏发电业务营业收入为 11/13/17 亿元, 同比变动+21%/+18%/+29%，毛利率为 44%/38%/29%。

5)油气管输业务: 我们预计 2024-2026 年油气管输业务营业收入为 30/30/30 亿元, 同比变动+6%/+0%/+0%，毛利率为 24%/25%/25%。

表8: 中能股份业务拆分及盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤电业务					
营业收入 (亿元)	132	131	134	129	127
YOY	39%	-1%	3%	-4%	-1%
毛利 (亿元)	0	14	24	25	26
YOY	-130%	25355%	72%	4%	6%
毛利率 (%)	0%	11%	18%	19%	21%
气电业务					
营业收入 (亿元)	45	59	69	58	57
YOY	14%	32%	16%	-16%	-1%
毛利 (亿元)	6	8	9	8	9
YOY	5%	24%	13%	-7%	9%
毛利率 (%)	14%	13%	12%	14%	15%
风电业务					
营业收入 (亿元)	26	27	27	34	36
YOY	37%	3%	1%	24%	7%
毛利 (亿元)	15	14	13	15	16
YOY	31%	-6%	-4%	13%	3%
毛利率 (%)	57%	52%	49%	45%	43%
光伏发电业务					
营业收入 (亿元)	8	9	11	13	17
YOY	89%	16%	21%	18%	29%
毛利 (亿元)	4	4	5	5	5
YOY	83%	5%	10%	3%	-3%
毛利率 (%)	53%	48%	44%	38%	29%
油气管输业务					
营业收入 (亿元)	23	28	30	30	30
YOY	3%	24%	6%	0%	0%
毛利 (亿元)	7	8	7	8	8
YOY	-5%	4%	-8%	4%	0%
毛利率 (%)	33%	28%	24%	25%	25%

合计					
营业收入（亿元）	282	291	305	297	301
YOY	11%	3%	5%	-3%	1%
毛利（亿元）	34	54	62	65	67
YOY	17%	60%	15%	4%	4%
毛利率（%）	12%	18%	20%	22%	22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.1. 投资建议

我们预计公司 2024 至 2026 年归母净利润为 39.8/40.5/41.4 亿元，同比变动 +15%/+2%/+2%，对应当前 PE 11.1/11.0/10.7 倍（估值日期：2025/03/17）。我们选取优质区域火电公司皖能电力、浙能电力和全国火电龙头华能国际、华电国际作为可比公司，公司资产质地优，覆盖区域好，PE 处于合理范围，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：申能股份及其可比公司对比（估值日期：2025/3/17）

可比公司	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
皖能电力	000543.SZ	7.38	167	14	21	22	22	11.7	8.0	7.7	7.6
浙能电力	600023.SH	5.57	747	65	77	84	92	11.5	9.7	8.9	8.1
华能国际	600011.SH	6.81	1,069	84	110	123	136	12.7	9.7	8.7	7.8
华电国际	600027.SH	5.44	556	45	60	68	74	12.3	9.2	8.2	7.5
行业平均								12.0	9.2	8.4	7.8
申能股份	600642.SH	8.82	432	35	40	41	41	12.8	11.1	11.0	10.7

注：皖能电力盈利预测来自东吴证券研究所，浙能电力、华能国际、华电国际盈利预测来自 Wind 一致预期
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 风险提示

- 1) 用电量需求不及预期：若上海地区用电需求低于预期，会影响公司上海发电机组利用小时数和电价，影响公司业绩。
- 2) 煤炭价格波动：火电依然是公司业绩的压舱石，若煤炭价格大幅波动，对公司燃料成本造成冲击，影响公司业绩。
- 3) 来水波动：上海地区电力供需中，约 50%来自外部受电，其中四条直流特高压均用以输送水电，若来水波动影响输送电量，将影响公司上海发电机组利用小时数，影响公司业绩。
- 4) 电改趋势下电价的波动：电力体制改革深化，市场化推动，若机组所在地区电力交易方案等制度发生变化，将影响公司电价确定，影响公司业绩。

申能股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23,670	28,760	32,239	34,830	营业总收入	29,142	30,460	29,688	30,083
货币资金及交易性金融资产	11,829	16,481	20,261	22,721	营业成本(含金融类)	23,761	24,258	23,219	23,364
经营性应收款项	9,352	9,766	9,511	9,635	税金及附加	259	229	237	244
存货	997	1,017	974	980	销售费用	6	6	6	6
合同资产	0	0	0	0	管理费用	948	1,059	1,038	1,026
其他流动资产	1,492	1,495	1,493	1,494	研发费用	17	20	19	19
非流动资产	70,540	71,261	71,999	72,080	财务费用	1,184	1,189	1,020	999
长期股权投资	8,967	8,967	8,967	8,967	加:其他收益	306	152	148	150
固定资产及使用权资产	50,036	50,261	50,520	50,461	投资净收益	1,567	1,450	1,450	1,300
在建工程	2,701	3,250	3,725	3,863	公允价值变动	101	0	0	0
无形资产	429	435	439	442	减值损失	(42)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	123	123	123	123	营业利润	4,762	5,513	5,609	5,738
其他非流动资产	8,283	8,224	8,224	8,224	营业外净收支	(8)	0	0	0
资产总计	94,209	100,021	104,237	106,910	利润总额	4,754	5,513	5,609	5,738
流动负债	24,043	24,162	23,819	23,875	减:所得税	585	744	757	775
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,285	13,215	13,215	13,215	净利润	4,169	4,768	4,852	4,963
经营性应付款项	6,750	6,892	6,596	6,638	减:少数股东损益	710	787	801	819
合同负债	326	340	332	336	归属母公司净利润	3,459	3,982	4,052	4,144
其他流动负债	3,682	3,715	3,676	3,686	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.81	0.83	0.85
非流动负债	28,864	29,781	31,781	31,781	EBIT	4,439	6,702	6,630	6,736
长期借款	19,425	21,425	21,425	21,425	EBITDA	8,016	10,451	10,822	11,385
应付债券	2,100	1,000	3,000	3,000	毛利率(%)	18.46	20.36	21.79	22.33
租赁负债	4,731	4,731	4,731	4,731	归母净利率(%)	11.87	13.07	13.65	13.78
其他非流动负债	2,608	2,625	2,625	2,625	收入增长率(%)	3.36	4.52	(2.53)	1.33
负债合计	52,907	53,942	55,600	55,655	归母净利润增长率(%)	219.52	15.12	1.76	2.28
归属母公司股东权益	33,538	37,527	39,285	41,084					
少数股东权益	7,765	8,551	9,352	10,171					
所有者权益合计	41,303	46,078	48,637	51,255					
负债和股东权益	94,209	100,021	104,237	106,910					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,345	8,131	8,820	9,539	每股净资产(元)	6.85	7.22	7.58	7.95
投资活动现金流	(3,312)	(3,080)	(3,480)	(3,430)	最新发行在外股份(百万股)	4,894	4,894	4,894	4,894
筹资活动现金流	(3,170)	(399)	(1,561)	(3,648)	ROIC(%)	5.02	6.93	6.46	6.31
现金净增加额	865	4,653	3,779	2,460	ROE-摊薄(%)	10.31	10.61	10.31	10.09
折旧和摊销	3,577	3,750	4,193	4,648	资产负债率(%)	56.16	53.93	53.34	52.06
资本开支	(3,894)	(4,530)	(4,930)	(4,730)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.83	11.15	10.96	10.71
营运资本变动	(194)	(249)	(42)	(75)	P/B (现价)	1.32	1.26	1.20	1.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>