

2024年2月7日

# 申能股份 (600642.SH)

买入 (首次覆盖)

——上海市属能源平台 稳定成长类高股息标的

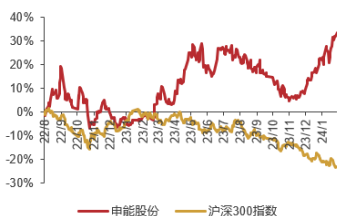
## 证券分析师

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- 上海市属综合能源平台，特殊资产属性塑造稳定类成长企业。公司为上海国资委旗下唯一上市能源平台，经营电力、油气以及煤炭销售三大主业，其中电力与油气业务均为上海地区龙头企业。尽管公司主业较为分散且投资项目颇多，但基本可以分为具有波动的电力资产以及稳定盈利类资产。截至2023年底，公司控股装机规模1695万千瓦，其中煤电、气电、风电、光伏分别为840、343、239、274万千瓦，并在双碳战略下提出十四五新增8-10GW新能源目标。
- 卓越公司治理叠加友好区域供需格局，打造电改行业标杆。公司管理层拥有卓越治理能力，高度重视股东回报。一方面，申能股份煤电机组质量行业绝对领先，人均创收、创利均位居主流电力公司第一梯队，企业质量获得同行认可，目前长江电力合计持有申能股份12%股权；另一方面，申能股份上市30年来平均现金分红比例高达50%，2022年超过70%，并于2021年提出股权激励计划，为同时期罕见。电力体制改革推进下，上海区域在电力需求偏紧、供电集中度高以及政府电价政策友好程度三个维度占优，申能股份或在电改时代成为行业标杆。
- 煤价回落业绩弹性尽显，精选项目发展新能源。2023年在电价维持高位，煤价持续回落下，公司业绩创造历史新高，预计归母净利润实现33-34亿元，公司煤电权益装机与控股装机发电量相差无几，2023年煤电上网电量382亿千瓦时，则综合入炉标煤单价下滑100元（等效含税电价上涨3分钱）对应归母净利润增厚约8亿元。结合公司业绩预告，我们推测当前煤电盈利能力已恢复至合理水平，在容量电价与电力市场化推进下，公司煤电业务或进入较为稳定的周期。公司2021-2023年分别新增新能源装机1.3、0.84、0.83GW，尽管距离十四五规划仍有一定距离，但侧面体现公司优选项目发展新能源的策略。同时，公司燃气管道等稳定盈利的电源资产带来现金流支撑，为新能源业务提供长期成长空间。
- 盈利预测与估值：综合上海区域电力供需格局、电价政策、公司机组质量等维度，结合公司电源在建及十四五规划，预计公司2023-2025年归母净利润分别为34.2、36.22、39.32亿元，当前股价对应2024-2025年PE分别为10、9倍。在公司卓越管理能力以及电力体制改革下，公司或已进入新的发展周期，由小波动周期属性逐步转变为兼具稳定与成长能力的企业。结合公司历史分红情况，按照60%分红率计算，公司2023年业绩对应股息率为5.6%。分部估值法下公司合理市值为457亿元，较当前仍有30%向上空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：电价政策波动、煤价上涨超预期。

## 股票数据: 2024年2月6日

收盘价(元)	7.43
一年内最高/最低(元)	7.62/5.27
总市值(百万元)	36365
市净率PB	1.11

## 基础数据: 2023年9月30日

总股本(百万股)	4909
总资产(百万元)	91042
净资产(百万元)	40239
每股净资产(元)	6.66

资料来源:公司公告, wind

## 盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	25313	28193	31205	31227	31922
同比增长率(%)		11.4%	10.7%	0.1%	2.2%
归母净利润(百万元)	1642	1082	3420	3622	3932
同比增长率(%)		-34.1%	216.0%	5.9%	8.6%
每股收益(元/股)			0.70	0.74	0.80
毛利率(%)	11.37%	11.96%	21.92%	23.35%	25.11%
ROE(%)	5.3%	3.5%	10.6%	10.8%	11.2%
市盈率			11	10	9

# 投资案件

## 投资评级与估值

综合上海区域电力供需格局、电价政策、公司机组质量等多维度，结合公司电源在建及十四五规划，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 34.2、36.22、39.32 亿元，当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别为 10、9 倍。在公司卓越管理能力以及电力体制改革下，公司或已进入新的发展周期，由小波动周期属性逐步转变为兼具稳定与成长能力的企业。结合公司历史分红情况，按照 60% 分红率计算，公司 2023 年业绩对应股息率为 5.6%。分部估值法下公司合理市值为 457 亿元，较当前仍有约 30% 向上空间。

首次覆盖，给予“买入”评级。

## 关键假设

**煤电部分：**考虑容量电价后，预计 2024 年上海地区煤电上网电价下滑 1 分钱，2025 年暂时考虑不变；在来水改善以及新增电源情况下，保守假设 2024-2025 年公司火电利用小时数分别同比变动 -20、-20 小时。考虑到公司拥有较多进口煤，预计 2024-2025 年在海外煤价下滑以及长协煤兑现比例提升情况下，公司单位燃料成本分别同比变动 -7%、-4%。

**新能源部分：**根据公司新能源发展规划以及在手储备项目，我们预计公司 2024-2025 年分别新增风电装机 10、60 万千瓦，分别新增光伏装机 100、100 万千瓦。

## 投资逻辑要点

公司为上海市属综合能源平台，尽管主业较为分散且投资项目颇多，但基本可以分为具有波动的电力资产（煤电+新能源）以及其他稳定盈利类资产。公司当前控股煤电装机 840 万千瓦，并在双碳战略下优选项目积极发展新能源。从上海区域电力供需格局、电价政策、公司机组质量及公司治理多维度考虑，公司或将在电改时代塑造行业标杆，成为盈利稳定且具备成长能力的高股息企业。

## 核心风险提示

**电价政策波动风险。**尽管上海地区电价制度较为友好，但公司仍然面临容量电价收取不全以及燃煤成本传导不畅的风险。

**煤价上涨风险。**考虑到公司目前煤电电量仍然占据较大比例，若煤价大幅上涨将带来公司短期业绩较强波动。

**金融资产公允价值波动。**公司拥有大量以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，存在公允价值波动风险，可能对公司短期利润产生影响。

## 目录

---

1. 上海综合能源平台 稳定成长类优质企业.....	5
2. 高质量与高股息 精选项目发展新能源.....	7
3. 盈利预测与估值 .....	10

## 图表目录

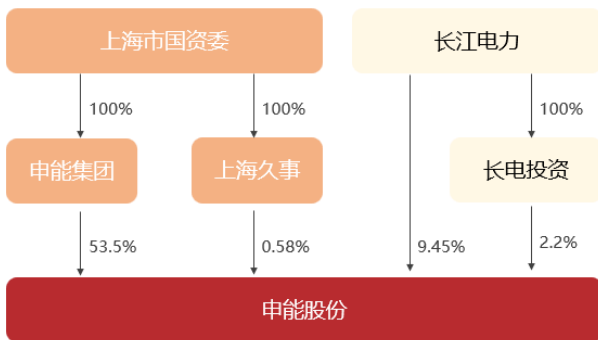
图 1: 截至 2023 年 9 月底公司股权结构 .....	5
图 2: 公司 2022 年营收分布 .....	5
图 3: 公司 2017-2022 年控股装机结构 (万千瓦) .....	5
图 4: 上海市 2022 年火电装机结构 .....	5
图 5: 上海 2000-2023 年 GDP 增速及用电量增速 .....	6
图 6: 上海 2000-2022 年发电量及对外依存度情况 .....	6
图 7: 申能股份与主流华东区域火电企业度电利润比较 (元/千瓦时) .....	7
图 8: 公司 2017-2023 年归母净利润 (亿元) .....	9
图 9: 2022-2023 年单季度归母净利润 (亿元) .....	9
图 10: 公司上市以来现金分红及股利支付率情况 .....	10
表 1: 公司控股煤电及气电资产情况 (万千瓦) .....	8
表 2: 公司参股煤电资产情况 (万千瓦) .....	8
表 3: 参股能源行业公司投资收益 (百万元) .....	8
表 4: 公司控股电源 2023-2025 年关键数据假设表 .....	10
表 5: 稳定类资产可比公司估值表 (元, 元/股) .....	11
表 6: 电力板块可比公司估值表 (元, 元/股) .....	11
表 7: 公司利润表预测 (百万元) .....	13
表 8: 公司资产负债表预测 (百万元) .....	13
表 9: 公司现金流量表预测 (百万元) .....	15

## 1. 上海综合能源平台 稳定成长类优质企业

**上海市综合能源平台，卓越管理与机制优势塑造行业标杆。**申能股份于 1993 年在上交所上市，为我国首家电力上市公司，其控股股东为申能集团（持股 53.5%），实控人为上海市国资委。申能集团承担上海市能源、金融以及战略新兴产业发展，旗下上市平台有申能股份（能源业务）以及东方证券（金融业务），其中以电力与燃气为主的能源资产几乎都在申能股份体内。公司经营电力、油气以及煤炭销售三大业务板块，2022 年三者营收分别占比为 75%、8.1%以及 16.5%，并长期以电力板块为核心。虽然申能股份业务结构复杂，但大致可以归纳为**电力业务+其他稳定类资产**，我们将在第二章展开解释。

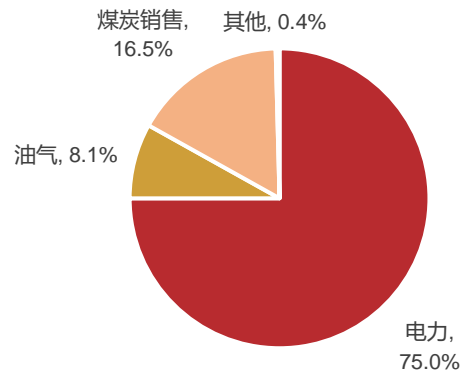
2022 年，申能股份人均创收、创利位居主流电力公司第一梯队，或主要受益于其优秀的管理能力以及上海能源板块机制优势。值得注意的是，以寻找优质电力企业投资的长江电力，于近年持续增持申能股份股份，合计持有约 12%。

图 1：截至 2023 年 9 月底公司股权结构



资料来源：公司公告，华源证券

图 2：公司 2022 年营收分布

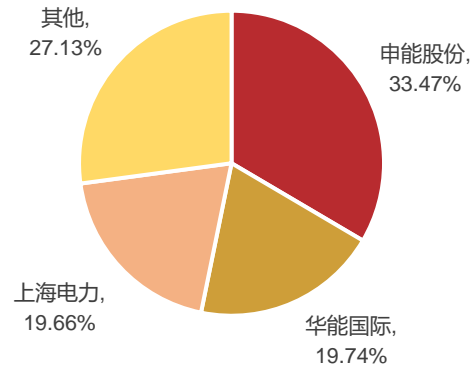
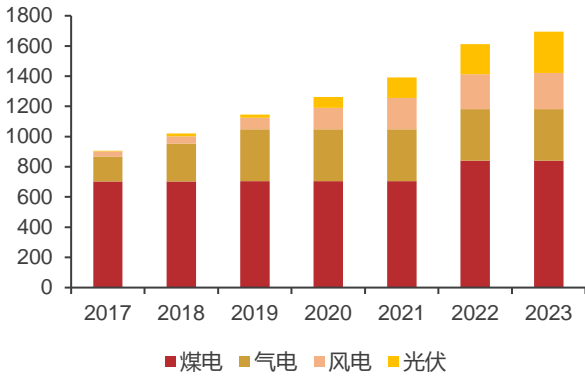


资料来源：wind，华源证券

**上海区域火电龙头，双碳战略下承担转型重任。**截至 2023 年底，公司控股煤电 840 万千瓦，气电 343 万千瓦，其火电装机占上海区域 1/3，当之无愧的区域龙头。作为上海市属能源平台，申能股份的装机结构与政府能源规划息息相关，2020 年以前几乎全部为火电（装机占比超过 90%。电量占比几乎全部），其中气电电量占比约 10%，在煤改气政策推动下气电电量提升至 15%。随着 2020 年双碳战略提出，上海提出十四五可再生能源装机几乎翻倍的目标，作为上海市国资委核心电力平台，申能股份提出十四五新增 8-10GW 目标，截至 2023 年底，新能源控股装机 512 万千瓦，电源结构逐步多元化。

图 3：公司 2017-2022 年控股装机结构（万千瓦）

图 4：上海市 2022 年火电装机结构



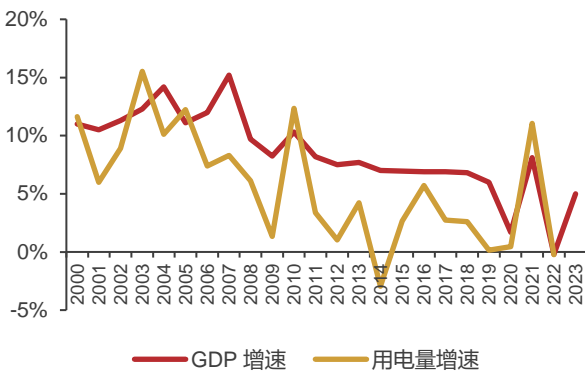
资料来源：公司公告，华源证券。注：光伏包括集中式与分布式

资料来源：各公司公告，华源证券。注：“其他部分”包括集团非上市资产、地方性电厂以及自备电厂

**从电力供需格局与政府机制友好度两个维度分析，上海地区火电盈利能力行业领先。**

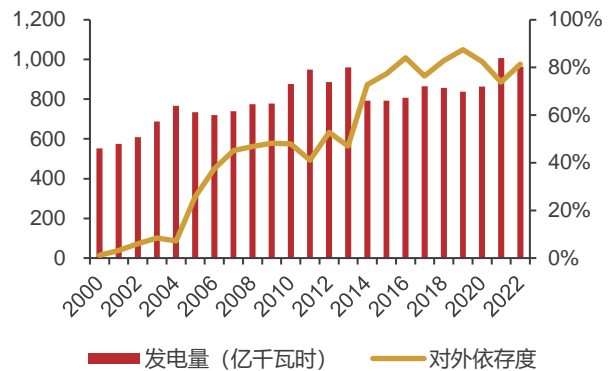
客观分析，华东地区为我国用电负荷最高且最紧张的地区，包括江浙沪皖闽五省。具体到上海地区，受制于地理资源约束，上海地区电源结构长期以火电为主，双碳战略下受能耗、环保等约束火电开工、投产受到压制，近三年几乎无新增火电，近十年全市发电量保持恒定水平，而用电需求年均复合增速维持 3% 水平，导致用电对外依存度几乎翻倍，展望十四五，上海地区省内新增电量及外来电均极少，同时华东区域电力偏紧，或造成上海地区未来几年用电持续紧张。

图 5：上海 2000-2023 年 GDP 增速及用电量增速



资料来源：wind、上海市统计局，华源证券。注：2023 年上海全社会用电量暂未披露

图 6：上海 2000-2022 年发电量及对外依存度情况



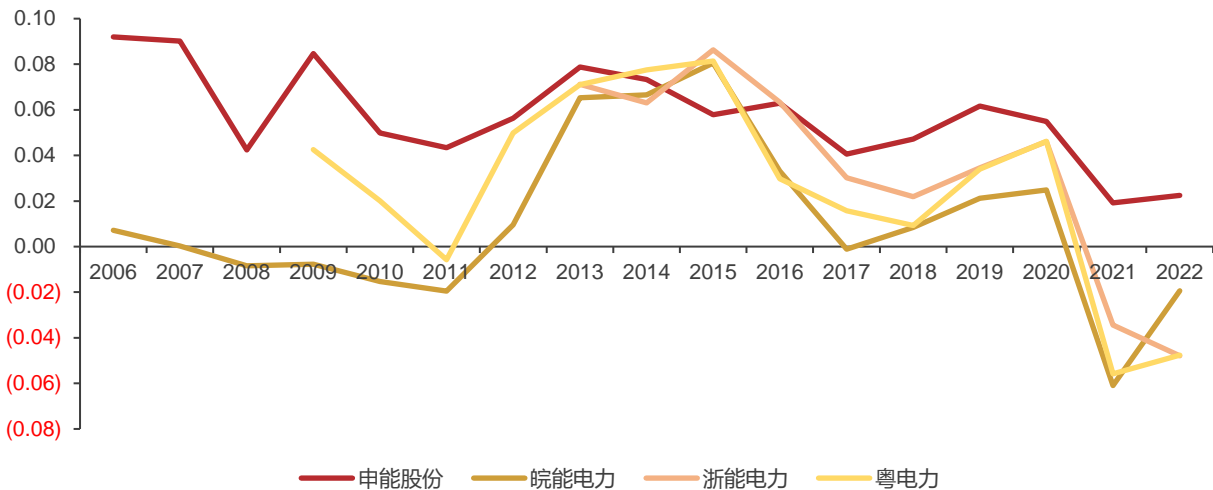
资料来源：各公司公告，华源证券。注：对外依存度=(用电量-发电量)/发电量

虽然火电企业表现盈利能力体现在利用小时、电价、煤价三要素上，但在电力市场化推进下，我们认为**底层逻辑可以追溯到区域供需结构以及当地政府对电价机制的友好度**。软约束上，上海电力供应集中在申能股份、上海电力、华能国际三大发电集团，同时政府贯彻执行国家电价政策，近年高煤价下，2021 年 10 月 1439 号文放开煤电电价涨幅限制

至 20%，成为疏导燃煤成本的重要政策，即便燃煤成本具有较强不确定性，但在煤电联动政策支持下，或可使公司火电业务获得较为稳定盈利。

我们选取华东区域主流火电企业申能股份、皖能电力、浙能电力以及粤电力，比较其过去二十年的度电利润，定义度电利润=（营业利润-投资净收益）/上网电量。从图 7 可知申能股份度电利润最为稳定，或可成为部分数据支持。

图 7：申能股份与主流华东区域火电企业度电利润比较（元/千瓦时）



资料来源：wind、公司公告，华源证券。注：部分企业部分年份未披露控股装机上网电量，以发电量代替（扣除 6%厂用电率）

**除电力业务，其他主业为稳定类能源资产。**公司主业还包括油气及煤炭销售，其中煤炭销售业务仅为销售贸易模式，并无自有煤矿，毛利维持在 1 亿元以内。油气板块业务主体为上海天然气管网公司（持股 50%）、上海石油天然气公司（持股 40%）以及新疆石油天然气公司（持股 100%）。其中管网公司经营上海地区唯一天然气高压主干管网，收取固定管输费用，贡献油气板块核心利润；上海石油天然气公司负责东海平湖油气田开采，新疆石油天然气公司负责塔里木油气田的前期勘探和开发，尚处于早期阶段。油气板块表现盈利能力稳定，多年年毛利维持在 7-8 亿元。

## 2. 高质量与高股息 精选项目发展新能源

**高质量煤电与高稳定气电，穿越周期，弹性与稳定兼具。**公司目前控股 840 万千瓦煤电机组以及 343 万千瓦气电，并参股 508 万千瓦上海煤电机组。其煤电具备大容量、低煤耗属性，气电具备稳定盈利属性。煤电方面，除宁夏吴忠两台 35 万千瓦煤电机组，其他机组均为 60 万千瓦及以上级别机组，2022 年公司整体煤耗水平 286.2 克/千瓦时，远低于主流火电水平（290~300 克/千瓦时）。我们认为，考虑同区域同电价，且煤价差别不大的

情况下（其他条件不变），低煤耗机组将享受超额收益。气电方面，当前上海燃气机组电价机制为两部制电价，容量电价保障基础收益，同时气电联动及时，为公司贡献稳定收益。

**表 1：公司控股煤电及气电资产情况（万千瓦）**

类型	电厂	地点	会计处理	持股比例	装机容量	装机构成
煤电	外高桥三发	上海	并表	40%	200	2×100
	外高桥二发*	上海	共同控制	40%	180	2×90
	吴泾第二发电	上海	并表	51%	123	63+60
	平山一期	安徽（送上海）	并表	51%	132	2×66
	平山二期	安徽	并表	100%	135	135
	吴忠热电	宁夏	并表	97%	70	2×35
气电	临港燃机	上海	并表	65%	165.2	2×40.3+2×42.3
	崇明发电	上海	并表	100%	84.8	2×42.42
	奉贤热电	上海	并表	51%	92.5	45.85+ 46.67

资料来源：公司公告，华源证券。注：\*外二合营不并表，视为控股但按照权益法核算，考虑外二后公司权益装机发电量几乎等于控股装机发电量

**表 2：公司参股煤电资产情况（万千瓦）**

电厂	地点	股权结构	并表公司	装机容量	装机构成
吴泾发电	上海	申能股份 50%、上海电力 50%	上海电力	60	2×30
石洞口发电	上海	申能股份 50%、华能国际 50%	华能国际	120	4×30
外高桥发电	上海	申能股份 49%、上海电力 51%	上海电力	128	4×32
漕泾发电	上海	申能股份 35%、上海电力 65%	上海电力	200	2×100

资料来源：企查查，华源证券

**多元化业务分散风险，投资收益多年稳定。**尽管公司业务较为复杂，但我们认为除了煤电细分板块受煤价波动带来的业绩剧烈变动，以及新能源处于发展阶段以外，其他主营业务盈利能力均较为稳定。另外公司参股抽水蓄能以及集团财务公司，多年投资收益维持在 4~6 亿量级。

**表 3：参股能源行业公司投资收益（百万元）**

电源	参股公司	持股比例	2017	2018	2019	2020	2021	2022
燃机	上海华电奉贤热电有限公司	49%	25.46	34.29	42.98	49.19	47.82	56.98
燃机	上海漕泾热电有限责任公司	30%	126.84	121.15	103.89	94.99	103.09	116.95
燃机	华能上海燃机发电有限责任公司	30%	45.22	40.51	32.70	18.11	14.49	12.79
水电	华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司	25%	113.56	115.99	85.60	121.71	121.21	86.02
水电	华东桐柏抽水蓄能发电有限责任公司	25%	24.29	19.83	27.47	24.61	21.94	26.61
财务	申能财务公司	50%	99.19	92.19	97.05	130.11	95.92	91.96
新能源	新能源及其他权益法核算投资收益		-3.88	-8.42	-27.92	-46.92	63.77	268.59

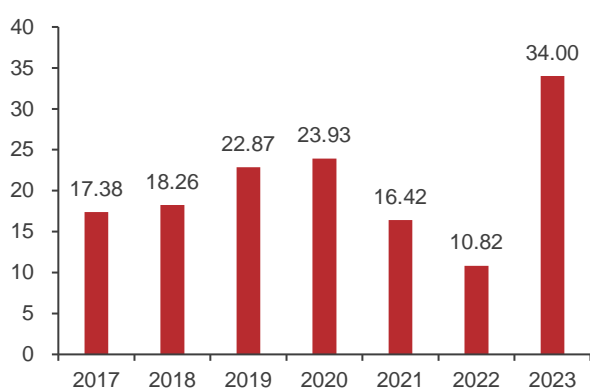
合计

430.67 415.54 361.77 391.80 468.24 659.90

资料来源：公司公告，华源证券

**煤价回落享业绩高弹性，2023 年归母净利润创历史新高。**我们强调公司业绩弹性在于煤电，2023 年在电价维持高位，煤价持续回落下，公司业绩创造历史新高（已披露业绩预告）。根据公司公告，公司煤电权益装机与控股装机发电量相差无几，2023 年煤电发电量 402 亿千瓦时，上网电量 382 亿千瓦时，综合入炉标煤单价下滑 100 元（等效含税电价上涨 3 分钱）对应归母净利润增厚约 8 亿元。

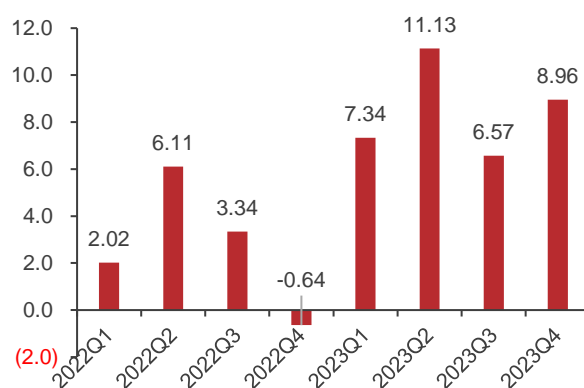
图 8：公司 2017-2023 年归母净利润（亿元）



资料来源：wind，华源证券。注：2023 年归母净利润取业绩预告中值

告中值

图 9：2022-2023 年单季度归母净利润（亿元）

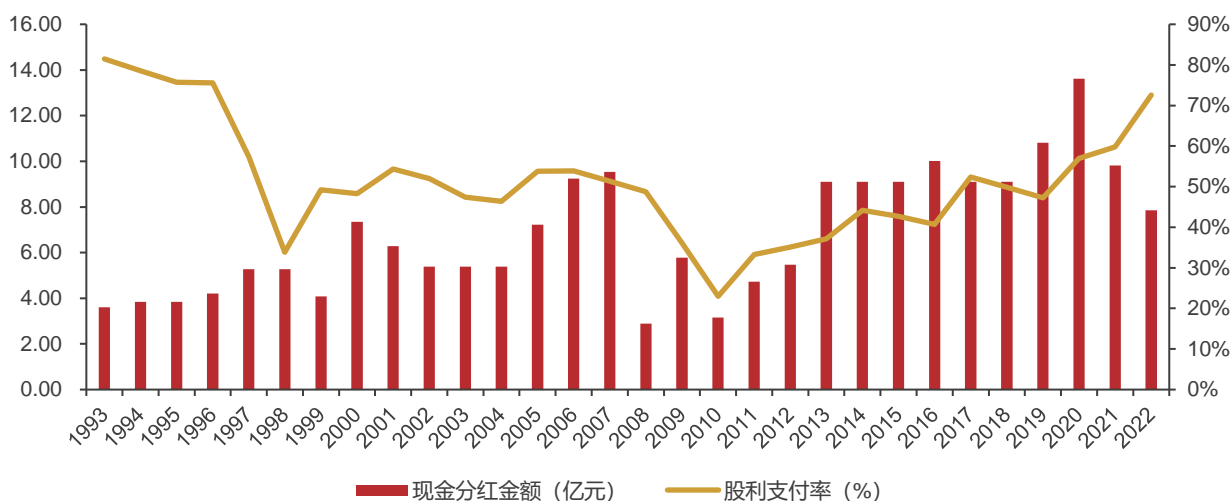


资料来源：wind，华源证券

**精选优质项目，充裕现金流保障新能源发展。**公司规划十四五期间新增可再生能源装机 8-10GW，其中 2021-2023 年分别新增 1.3、0.84、0.83GW，在建海风 120 万千瓦（海南 CZ2 于 2024 年 1 月开工），储备奉贤四期（20 万千瓦）、东海大桥三期（15 万千瓦）。我们认为，虽然公司目前新能源装机距离十四五规划仍有一定距离，但另一层面或体现其优选项目发展新能源的策略。同时，公司燃气管道业务、参控股气电/抽水蓄能/核电带来稳定业绩和现金流支撑，新能源业务提供长期成长空间。

**高比例现金分红+股权激励，卓越管理层值得信赖。**公司高度重视股东回报，以归母净利润为基数，上市以来平均分红比例约 50%，近 10 年分红比例持续提升，2022 年达到 73%。若以 2023 年归母净利润 34 亿考虑（业绩预告中值），60%分红率假设下，对应当前股息率 5.7%。此外，公司于 2021 年 7 月发布股权激励方案，将年新增新能源装机以及当年归母净利润纳入考核条件，要求 2022-2024 年每年新增新能源装机不低于 80 万千瓦，2022-2023 年均完成考核目标；归母净利润分别达到 26.5、27.9、29.3 亿元，2022 年在高煤价下未达到考核要求，2023 年盈利能力改善下成功达到考核目标。

图 10：公司上市以来现金分红及股利支付率情况



资料来源：wind，华源证券

### 3. 盈利预测与估值

公司主业分为电力（火电、新能源）、煤炭销售以及油气板块，后两者盈利稳定暂无重大变化，故我们对电力板块盈利预测展开讨论。

**煤电部分：**考虑容量电价后，预计 2024 年上海地区煤电上网电价下滑 1 分钱，2025 年暂时考虑不变；在来水改善以及新增电源情况下，保守假设 2024-2025 年公司火电利用小时数分别同比变动-20、-20 小时。考虑到公司拥有较多进口煤，预计 2024-2025 年在海外煤价下滑以及长协煤兑现比例提升情况下，公司单位燃料成本分别同比变动-7%、-4%。

**新能源部分：**根据公司新能源发展规划以及在手储备项目，我们预计公司 2024-2025 年分别新增风电装机 10、60 万千瓦，分别新增光伏装机 100、100 万千瓦。

表 4：公司控股电源 2023-2025 年关键数据假设表

项目	2023	2024E	2025E
上网电价同比变动 (元/千瓦时)	-	-0.01	0
煤电 利用小时数同比变动 (小时)	-	-20	-20
单位燃料成本同比变动 (%)	-12.0%	-7.0%	-4.0%
风电 新增装机 (万千瓦)	8	10	60
光伏 新增装机 (万千瓦)	75	100	100

资料来源：华源证券。注：2023 年部分数据为披露数据，未列示

根据以上假设，结合公司其他稳定类资产历史盈利情况，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 34.2、36.22、39.32 亿元，对应 2024-2025 年 PE 分别为 10、9 倍。我们认为，目前公司煤电盈利能力或已恢复至合理水平，在上海地区电力供需格局以及政

府友好的电价机制下，或将维持该度电盈利水平，公司在电力体制改革下进入新的发展周期，逐步从小波动周期股转为盈利能力更加稳定且具有一定成长能力的公司。

**结合公司历史分红情况，按照 60% 分红率计算，公司 2023 年业绩对应股息率为 5.6% (34 亿元\*60% 分红率/364 亿元市值)**。考虑到公司业务可划分为电力（煤电+绿电）<sup>1</sup> 以及其他稳定类资产，我们分板块对申能股份进行估值讨论。

**1) 稳定类资产：**除煤电及绿电，公司其他资产（含长期股权投资）以燃气管网、抽水蓄能、天然气两部制发电为主，盈利稳定且近年无重大变化，利润贡献可参考历史水平。参考表 3 投资收益合计 6.6 亿元（2022 年数据），考虑燃气管网 1.5 亿元归母净利润（2022 年净利润 3.12 亿元，持股 50%），则公司**稳定类资产贡献年化业绩约 8 亿元**。

以上资产（燃机、管网、抽蓄、申能财务）盈利能力平稳且受到制度保障，盈利模式与水电公司相似（一次性投入，收取稳定收益）。我们选取业绩较为稳定的长江电力、华能水电以及川投能源作为可比公司，则 2024-2025 年可比公司平均 PE 分别为 17、16 倍。**给予 2024 年 17 倍 PE，对应合理市值 136 亿元。**

**表 5：稳定类资产可比公司估值表（元，元/股）**

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE			PB
		2024-2-5	23E	24E	25E	23E	24E	25E			
600900.SH	长江电力	24.76	1.12	1.40	1.48	22	18	17	2.99		
600025.SH	华能水电	8.88	0.43	0.48	0.52	21	19	17	2.99		
600674.SH	川投能源	15.59	0.90	1.04	1.11	17	15	14	1.95		
<b>平均</b>			<b>0.82</b>	<b>0.97</b>	<b>1.03</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>2.64</b>		

资料来源：wind，华源证券。注：可比公司盈利预测采用 wind 一致预期，其中长江电力与川投能源采用业绩预告数据

**2) 电力板块（煤电+绿电）：**考虑公司为华东区域高比例分红公司，并积极转型绿电，我们选取华能国际、浙能电力以及皖能电力作为可比公司，根据 wind 一致预期，2024-2025 年可比公司 PE 分别为 9、8 倍。预计 2024 年申能股份归母净利润 36.22 亿元，扣除 8 亿元稳定类资产业绩，则**电力板块（煤电+绿电）业绩约 28 亿元，给予 2024 年 9 倍 PE，对应合理市值 252 亿元。**

**表 6：电力板块可比公司估值表（元，元/股）**

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE			PB
		2024-2-6	23E	24E	25E	23E	24E	25E			
600011.SH	华能国际	8.55	0.54	0.98	1.11	16	9	8	2.32		
600023.SH	浙能电力	5.45	0.50	0.61	0.67	11	9	8	1.09		
000543.SZ	皖能电力	6.95	0.62	0.74	0.84	11	9	8	1.12		
<b>平均</b>			<b>0.55</b>	<b>0.78</b>	<b>0.88</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>1.51</b>		

<sup>1</sup> 公司电力板块中天然气发电为享受两部制电价，为稳定盈利类资产

资料来源：wind，华源证券。注：2023 年盈利预测采用业绩预告中值，可比公司盈利预测采用 wind 一致预期

3) 除上述两类资产，公司持有较多“其他非流动金融资产”，截至 2023 年 9 月底账面价值为 69 亿元，主要为华电国际等股票资产，以及秦山核电、中天合创<sup>2</sup>等。预计前述资产账面价值即其公允价值，需要在估值中加上该部分价值。

除上述三个板块，公司没有其他重大亏损资产，暂不考虑其他少量股权投资，则公司合理市值为 457 亿元，较当前仍有约 30%空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

**电价政策波动风险。**尽管上海地区电价制度较为友好，但公司仍然面临容量电价收取不全以及燃煤成本传导不畅的风险。

**煤价上涨风险。**考虑到公司目前煤电电量仍然占据较大比例，若煤价大幅上涨将带来公司短期业绩较强波动。

**金融资产公允价值波动。**公司拥有大量以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，存在公允价值波动风险，可能对公司短期利润产生影响。

<sup>2</sup> 根据公司公告，中天合创、秦山核电等资产过去为“按成本计量的可供出售金融资产”。在新金融工具准则下，可供出售权益工具均以公允价值计量（包含原在活跃市场没有报价、以成本计量可供出售权益工具）

**表 7：公司利润表预测（百万元）**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	38841	19709	25313	28193	31205	31227	31922
营业收入	38841	19709	25313	28193	31205	31227	31922
营业总成本	37123	17686	24757	27410	27095	26758	26902
营业成本	35585	15867	22435	24820	24366	23937	23906
税金及附加	165	131	157	214	237	237	243
销售费用	6	5	5	6	6	6	6
管理费用	775	772	882	1060	1173	1174	1200
研发费用	17	17	20	18	20	20	21
财务费用	520	799	938	1257	1292	1383	1526
其中：利息费用	649	922	1074	1355	1433	1524	1667
减：利息收入	165	161	179	141	141	141	141
加：其他收益	138	179	164	226	226	226	226
投资净收益	1101	1425	1540	272	1200	1200	1200
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	687	972	-67	-118	700	700	700
公允价值变动净收益	398	-145	670	219	0	0	0
资产减值损失			-512		0	0	0
信用减值损失	-107	-26	-5	-95	0	0	0
资产处置收益	1	1	0		0	0	0
营业利润	3249	3457	2414	1406	5536	5895	6446
加：营业外收入	56	46	127	41	0	0	0
减：营业外支出	17	15	32	18	0	0	0
利润总额	3288	3488	2509	1429	5536	5895	6446
减：所得税	462	448	733	380	1209	1299	1437
净利润	2826	3040	1776	1049	4327	4597	5010
持续经营净利润	2826	3040	1776	1049	4327	4597	5010
减：少数股东损益	539	647	134	-33	907	974	1077
归属于母公司所有者的净利润	2287	2393	1642	1082	3420	3622	3932

资料来源：wind，华源证券

**表 8：公司资产负债表预测（百万元）**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产：							
货币资金	10152	8768	9320	10854	13923	17131	20126
应收票据及应收账款	3594	5052	6731	8078	8078	8078	8078
应收票据	152	318	423	99	0	0	0
应收账款	3442	4734	6308	7979	0	0	0
预付款项	212	325	269	559	559	559	559
其他应收款(合计)	97	74	89	46	46	46	46
应收股利		25	24		0	0	0
应收利息	1	0	0		0	0	0
其他应收款	96	49	66	46	0	0	0
存货	935	620	1163	1480	1480	1480	1480

划分为持有待售的资产				16	16	16	16
一年内到期的非流动资产	38	19	14		0	0	0
其他流动资产	1232	1626	6164	1451	1451	1451	1451
流动资产合计	16260	16484	23751	22485	25554	28762	31757
非流动资产：							
其他非流动金融资产	5613	5500	6195	6503	7003	7503	8003
长期应收款	2112	14	9		0	0	0
长期股权投资	7836	9204	8957	8600	9450	10300	11150
固定资产(合计)	29175	33798	34704	39877	39870	40339	42845
固定资产	29175	33798	34704	39877	39870	40339	42845
在建工程(合计)	5211	9643	8161	4189	4189	4189	4189
在建工程	5011	9397	8056	4075	4075	4075	4075
工程物资	201	246	105	115	115	115	115
油气资产	1165	988	820	684	684	684	684
使用权资产			6471	6750	6750	6750	6750
无形资产	277	306	307	405	405	405	405
长期待摊费用	26	98	90	86	86	86	86
递延所得税资产	235	248	172	171	171	171	171
其他非流动资产				148	148	148	148
非流动资产合计	51684	59814	65886	67414	68758	70576	74432
资产总计	67944	76298	89637	89900	94312	99339	106189
流动负债：							
短期借款	6442	6946	6927	7722	7722	7722	7722
应付票据及应付账款	4509	5563	5870	6212	6212	6212	6212
应付票据	34	0	37	27	0	0	0
应付账款	4476	5563	5833	6185	0	0	0
合同负债		231	259	445	445	445	445
应付职工薪酬	70	87	141	137	137	137	137
应交税费	305	398	562	422	422	422	422
其他应付款(合计)	599	553	527	514	514	514	514
应付利息	24		0	0	0	0	0
应付股利	24		5	2	0	0	0
其他应付款	551	553	522	512	0	0	0
一年内到期的非流动负债	639	686	934	1564	1564	1564	1564
其他流动负债	3838	2024	8552	5016	5016	5016	5016
流动负债合计	16551	16488	23773	22031	22031	22031	22031
非流动负债：							
长期借款	11917	12897	13970	16307	18459	21063	25263
应付债券			1000	3100	3100	3100	3100
租赁负债			7274	7316	7316	7316	7316
长期应付款(合计)	478	6842	3849	1672	1672	1672	1672
长期应付款	462	6833	3847	1671	0	0	0
专项应付款	16	9	3	2	0	0	0
预计负债	593	625	660	696	696	696	696
递延所得税负债	351	339	430	480	480	480	480

递延收益-非流动负债	190	171	147	137	137	137	137
非流动负债合计	13529	20876	27330	29707	31860	34464	38664
负债合计	30080	37363	51103	51739	53891	56495	60695
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	4912	4912	4912	4909	4894	4894	4894
资本公积金	4844	4845	4711	4721	4721	4721	4721
减: 库存股			147	120	120	120	120
其它综合收益	103	57	66	66	66	66	66
专项储备	317	295	280	269	269	269	269
盈余公积金	14336	14685	15113	15163	15163	15163	15163
未分配利润	5092	6055	5907	5851	7219	8668	10241
归属于母公司所有者权益	29604	30849	30842	30859	32212	33661	35234
合计							
少数股东权益	8261	8087	7692	7301	8208	9182	10260
所有者权益合计	37865	38935	38534	38161	40421	42844	45494

资料来源: wind, 华源证券

表 9: 公司现金流量表预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量:							
销售商品、提供劳务收到的现金	43287	20776	26892	30907	31205	31227	31922
收到的税费返还	54	5	25	1176	0	0	0
收到其他与经营活动有关的现金	363	296	459	381	226	226	226
经营活动现金流入(金融类)					141	141	141
经营活动现金流入小计	43704	21077	27376	32464	31571	31594	32289
购买商品、接受劳务支付的现金	36107	13855	21355	24158	21285	20686	20412
支付给职工以及为职工支付的现金	969	951	1111	1419	1200	1200	1227
支付的各项税费	1190	1012	1139	1616	1446	1536	1679
支付其他与经营活动有关的现金	387	414	572	479	0	0	0
经营活动现金流出小计	38653	16232	24177	27672	23930	23422	23318
经营活动产生的现金流量净额	5051	4845	3200	4792	7641	8171	8971
投资活动产生的现金流量:							
收回投资收到的现金	329	22	1071	14	0	0	0
取得投资收益收到的现金	934	1128	1371	861	350	350	350
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4	2	2	1	0	0	0
收到其他与投资活动有关的现金	2	0	12	17	0	0	0
投资活动现金流入小计	1303	1152	2456	892	350	350	350
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3679	4438	5059	2525	3075	3720	6000
投资支付的现金	2638	981	573	297	500	500	500
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	289	1151	159	287	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金		45	64		0	0	0

投资活动现金流出小计	6605	6615	5855	3109	3575	4220	6500
投资活动产生的现金流量净额	-5302	-5462	-3399	-2217	-3225	-3870	-6150
筹资活动产生的现金流量：							
吸收投资收到的现金	1976		0	25	0	0	0
其中：子公司吸收少数股东投资收到的			0	25	0	0	0
现金							
取得借款收到的现金	15700	19932	28576	28182	2152	2604	4200
收到其他与筹资活动有关的现金		2427	1710	461	0	0	0
筹资活动现金流入小计	17675	22359	30287	28668	2152	2604	4200
偿还债务支付的现金	12429	17620	24224	23744	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2206	2357	2884	2191	3485	3697	4026
其中：子公司支付给少数股东的股利、	564	397	555	292	0	0	0
利润							
支付其他与筹资活动有关的现金	20	3148	2427	3774	15	0	0
筹资活动现金流出小计	14655	23125	29535	29710	3500	3697	4026
筹资活动产生的现金流量净额	3020	-766	752	-1041	-1348	-1093	174

资料来源：wind，华源证券

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数