



## 买入 (首次)

所属行业: 公用事业/电力  
当前价格(元): 8.47

### 证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

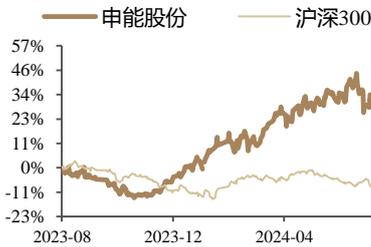
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

刘正

邮箱: liuzheng3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.67	0.68	2.90
相对涨幅(%)	7.32	6.00	11.63

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 申能股份 (600642.SH): 上海电力龙头, 盈利稳健分红可观

### 投资要点

- 申能旗下综合能源企业, 上海地区电力龙头。**公司是申能集团旗下综合能源平台, 系全国电力能源行业第一家上市公司。截至2023年末, 公司控股装机容量达1694.71万千瓦, 同比+5.17%; 其中煤电8.4GW, 占比49.57%, 气电3.4GW, 占比20.21%, 风电2.4GW, 光伏2.1GW, 新能源装机占比30.22%。2023年公司盈利明显修复, 实现营业收入291.42亿元, 同比+3.36%, 归母净利润为34.59亿元, 同比+219.52%, 现金分红达19.58亿元, 股息率高达6.2%。2024Q1公司延续增长态势, 营收和归母净利润分别达80.71和11.59亿元, 分别同比增长10.87%和57.96%。
- 煤价电价整体趋稳, 火电盈利稳定性提升。**成本端, 随着煤炭供应改善, 现货煤价下降明显, 长协煤采购占比提高有望减少公司煤炭采购成本。在收入端, 受益电力市场化改革+上海电力供应偏紧, 公司上网电价有望保持高位, 2023年公司上网电价达0.52元/千瓦时, 同比增长2.35%, 随着2024年煤电容量电价机制正式实施, 预估24-25年公司单年获得容量补偿收入8.4亿元, 煤电盈利稳定性有望提升。从装机结构来看, 公司60万千瓦以上控股煤电机组占比超八成, 2023年供电煤耗达284.4克/千瓦时, 显著优于同行业水平。
- 积极投建风光, 加速新能源转型。**2023年公司新能源装机容量达512.16万千瓦, 同比增长19.43%, 占总装机规模的30%, 新能源发电量77.34亿千瓦时, 同比增长6.43%。公司新能源装机集中分布在风光资源优势区和用电高负荷区, 风光消纳率较高, 盈利水平稳定, 长期发展动力足。
- 投资建议与估值:**公司作为上海电力龙头, 盈利能力稳定, 股息率高, 同时积极布局新能源, 长期发展值得期待。我们预计公司2024年-2026年的收入分别为291.8亿元、296.4亿元、301.98亿元, 营收增速分别达到0.1%、1.6%、1.9%; 归母净利润分别为40.25亿元、43.53亿元、45.73亿元, 增速分别为16.4%、8.1%、5.1%。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。
- 风险提示:**煤炭价格波动风险; 电价大幅下调风险; 风电、光伏新增装机不及预期等。

### 股票数据

总股本(百万股):	4,894.33
流通A股(百万股):	4,864.94
52周内股价区间(元):	5.51-9.24
总市值(百万元):	41,455.00
总资产(百万元):	95,981.77
每股净资产(元):	7.30

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,193	29,142	29,181	29,642	30,198
(+/-)YOY(%)	9.3%	3.4%	0.1%	1.6%	1.9%
净利润(百万元)	1,082	3,459	4,025	4,353	4,573
(+/-)YOY(%)	-29.5%	219.5%	16.4%	8.1%	5.1%
全面摊薄EPS(元)	0.22	0.71	0.82	0.89	0.93
毛利率(%)	12.0%	18.5%	20.2%	22.1%	23.6%
净资产收益率(%)	3.5%	10.3%	11.4%	11.7%	11.7%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 上海电力龙头企业，多元发展促业绩稳定增长 .....	6
1.1. 申能集团控股综合能源企业 .....	6
1.2. 装机规模持续增长，新能源装机占比提升 .....	6
1.3. 盈利能力稳步提升，火电和新能源驱动业绩向好 .....	9
2. 优质火电资产，电力市场化改革稳定盈利 .....	11
2.1. 火电资产质量领先行业，煤电利用小时大幅增长 .....	11
2.2. 煤价下行成本改善，自主布局保证供应 .....	13
2.2.1. 煤炭供需结构改善，电厂用煤成本下降 .....	13
2.2.2. 与多家大型煤企签订合同，保障煤炭供给 .....	16
2.3. 电力市场化改革+电力供应偏紧，公司电价有望维持高位 .....	16
2.3.1. 电力市场化改革逐渐深入，进一步理顺电价交易机制 .....	16
2.3.2. 上海电力供应紧张，公司上网电价持续提升 .....	17
2.4. 燃气业务稳定，持续贡献现金流 .....	18
3. 加速新能源转型，业务多元盈利趋稳 .....	19
3.1. 政策持续加码，新能源装机规模不断提高 .....	19
3.2. 公司新能源装机规模快速扩张，装机区域集中 .....	21
3.3. 积极开展油气管输业务，利润贡献稳定 .....	23
4. 盈利预测及投资建议 .....	24
4.1. 盈利预测 .....	24
4.2. 投资建议 .....	25
5. 风险提示 .....	26

## 内容目录

1. 上海电力龙头企业，多元发展促业绩稳定增长 .....	6
1.1. 申能集团控股综合能源企业 .....	6
1.2. 装机规模持续增长，新能源装机占比提升 .....	6
1.3. 盈利能力稳步提升，火电和新能源驱动业绩向好 .....	9
2. 优质火电资产，电力市场化改革稳定盈利 .....	11
2.1. 火电资产质量领先行业，煤电利用小时大幅增长 .....	11
2.2. 煤价下行成本改善，自主布局保证供应 .....	13
2.2.1. 煤炭供需结构改善，电厂用煤成本下降 .....	13
2.2.2. 与多家大型煤企签订合同，保障煤炭供给 .....	16
2.3. 电力市场化改革+电力供应偏紧，公司电价有望维持高位 .....	16
2.3.1. 电力市场化改革逐渐深入，进一步理顺电价交易机制 .....	16
2.3.2. 上海电力供应紧张，公司上网电价持续提升 .....	17
2.4. 燃气业务稳定，持续贡献现金流 .....	18
3. 加速新能源转型，业务多元盈利趋稳 .....	19
3.1. 政策持续加码，新能源装机规模不断提高 .....	19
3.2. 公司新能源装机规模快速扩张，装机区域集中 .....	21
3.3. 积极开展油气管输业务，利润贡献稳定 .....	23
4. 盈利预测及投资建议 .....	24
4.1. 盈利预测 .....	24
4.2. 投资建议 .....	25
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	6
图 2: 公司股权架构 (截至 2024 年 4 月 30 日) .....	6
图 3: 公司历年控股装机容量变化 (单位: 万千瓦) .....	7
图 4: 2018-2023 年公司各类型装机容量 (单位: 万千瓦) .....	7
图 5: 截至 2023 年度末公司装机结构 .....	7
图 6: 公司历年新能源装机占比变化 (单位: %) .....	7
图 7: 2018-2023 年公司发电量情况 (亿千瓦时) .....	8
图 8: 2018-2023 年公司发电量结构 (亿千瓦时) .....	8
图 9: 2018 年-2024Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (右轴) .....	9
图 10: 2018 年-2024Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (右轴) .....	9
图 11: 2020-2023 年公司分业务营业收入占比 .....	9
图 12: 2020-2023 年公司主要业务毛利润情况 (百万元) .....	10
图 13: 2020-2023 年公司主要业务毛利率情况 .....	10
图 14: 2018-2023 年经营现金流量净额 (亿元) 及增速 (右轴) .....	10
图 15: 同业可比公司资产负债率对比 (单位: %) .....	10
图 16: 公司历年分红总额及股息率 .....	11
图 17: 2023 年同行业可比公司平均供电煤耗情况 (克/千瓦时) .....	12
图 18: 2018-2023 年火电气电利用小时数/小时 .....	13
图 19: 2018-2023 年公司火电上网电量情况 (单位: 亿千瓦时) .....	13
图 20: 2018-2023 年中国原煤产量 (单位: 亿吨) .....	13
图 21: 2018-2023 年中国动力煤进口情况 (单位: 万吨) .....	13
图 22: 澳大利亚动力煤进口量累计值 (单位: 万吨) .....	14
图 23: CCTD 主流港口煤炭库存情况 (单位: 万吨) .....	14
图 24: 全国煤炭企业月度库存 (单位: 万吨) .....	14
图 25: 国内主要港口动力煤价格走势图 (元/吨) .....	15
图 26: 长协煤价格较现货价格低且稳定 (单位: 元/吨) .....	15
图 27: 2019-2023 年公司燃煤销售营业收入 (亿元) 和毛利率 .....	16
图 28: 公司采购煤炭规模 (左轴, 万吨) 和平均标煤单价 (元/吨) .....	16
图 29: 2018-2023 年上海市用电及发电量情况 (单位: 亿千瓦时) .....	17
图 30: 2018-2023 年上海市用电缺口情况 (单位: 亿千瓦时) .....	17
图 31: 2018-2023 年公司上网电价均价和同比增速情况 .....	18
图 32: 公司燃气发电业务毛利润及毛利率保持稳定 .....	18

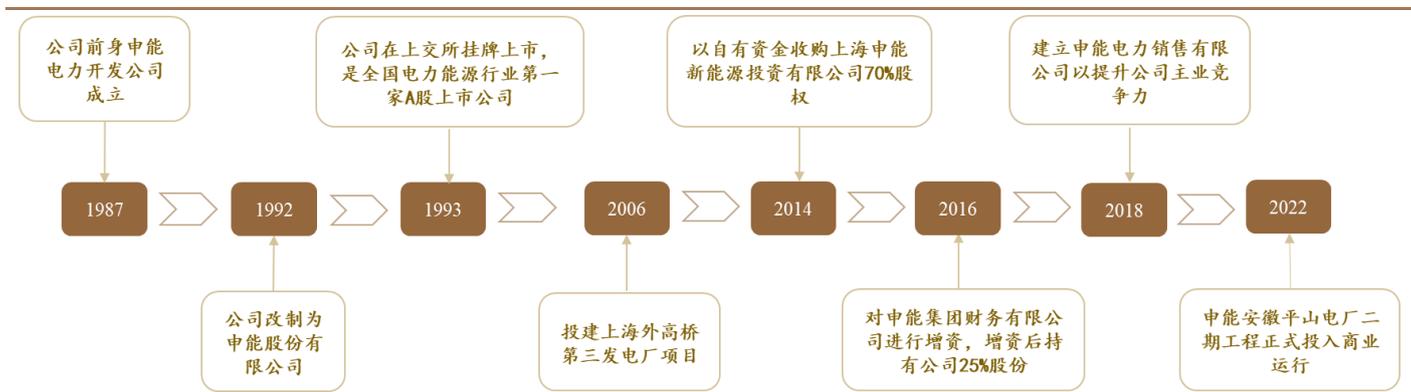
图 33: 2018-2023 年全国风光累计装机情况和增速 (单位: 亿千瓦) .....	20
图 34: 2018-2023 年公司新能源装机占比变化情况 .....	21
图 35: 公司历年新能源装机规模 .....	21
图 36: 公司历年新能源发电量 (单位: 亿千瓦时) .....	21
图 37: 2023 年公司风电装机分布情况 (单位: 万千瓦) .....	22
图 38: 2023 年公司光伏装机分布情况 (单位: 万千瓦) .....	22
图 39: 2023 年全国陆地 70 米高度年平均风速分布 .....	23
图 40: 2023 年全国年水平面太阳能总辐照量分布 .....	23
图 41: 公司油气管输业务毛利润及毛利率保持稳定 .....	23
图 42: 2020-2022 年公司原油及天然气开采量 .....	24
图 43: 2020-2022 年公司管输气量 .....	24
表 1: 2023 年末公司分地区装机容量 (不包括天和户用光伏项目) .....	7
表 2: 公司控股火电机组明细情况 (截至 2023 年底) .....	12
表 3: 国家及地方部门电力改革相关政策 .....	16
表 4: 公司燃机机组均位于上海市内 .....	19
表 5: 部分省份气电电价机制 .....	19
表 6: 近年国家新能源相关政策文件汇总 .....	20
表 7: 公司营收预测 (单位: 百万元) .....	25
表 8: 可比公司估值 .....	26

# 1. 上海电力龙头企业，多元发展促业绩稳定增长

## 1.1. 申能集团控股综合能源企业

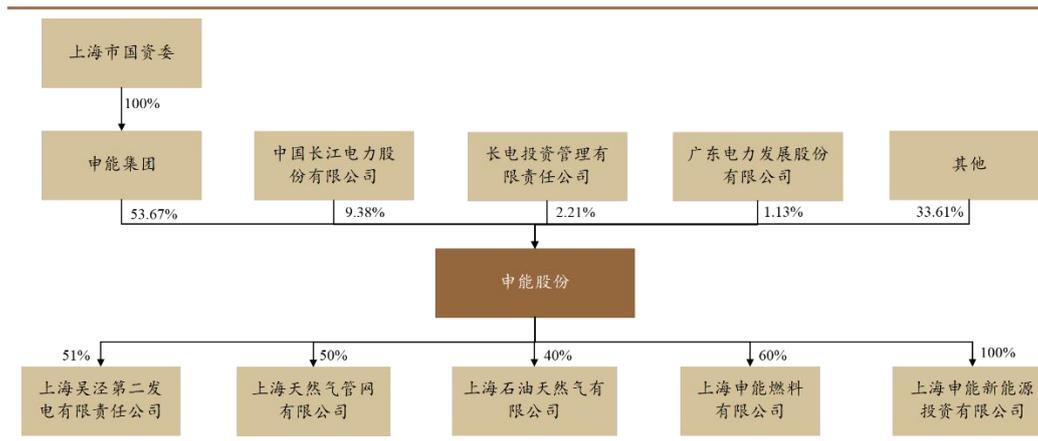
**申能集团控股，上海电力龙头。**公司主要从事电力、石油天然气的开发建设和经营管理，提供电力、石油、天然气项目的勘探开发、投资建设、运营维护以及节能环保技术、燃料贸易等多种服务。公司前身申能电力开发公司成立于1987年，1992年经政府批准改制为申能股份有限公司，并于1993年4月登陆上交所，是全国电力能源行业第一家上市公司。截至2024年4月底，公司控股股东申能集团持股比例为53.7%，实际控制人为上海市国资委。截至2023年底公司控股装机规模达1694.71万千瓦，年发电量达551.1亿千瓦时。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，《公司2021年面向专业投资者公开发行绿色公司债券募集说明书》等公司公告，申飞扬能无限公众号，德邦研究所

图2：公司股权架构（截至2024年4月30日）



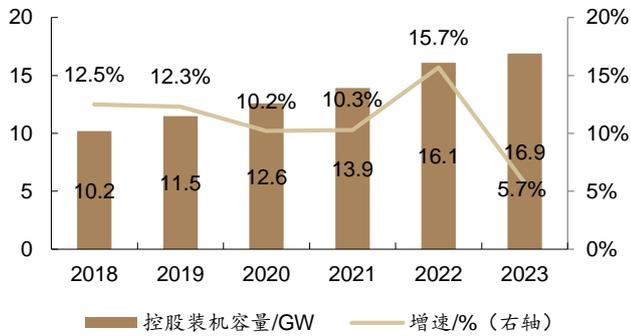
资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

## 1.2. 装机规模持续增长，新能源装机占比提升

**装机规模持续增长，加速新能源转型。**截至2023年底，公司控股装机容量为1694.71万千瓦，同比增加5.17%；其中，煤电840万千瓦，占49.57%，主要分布在上海、安徽和宁夏地区；气电342.6万千瓦，占20.21%，装机集中于上海市

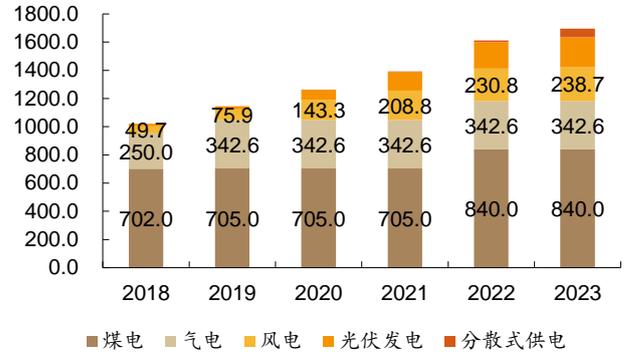
内；风电装机 238.66 万千瓦，占比 14.1%；光伏发电装机 213.06 万千瓦，占比 12.57%；分布式供电装机 60.44 万千瓦，占比 3.57%。公司新能源装机占比由 2018 年末的 6.7% 提升至 2023 年底的 30.22%。

图 3：公司历年控股装机容量变化（单位：万千瓦）



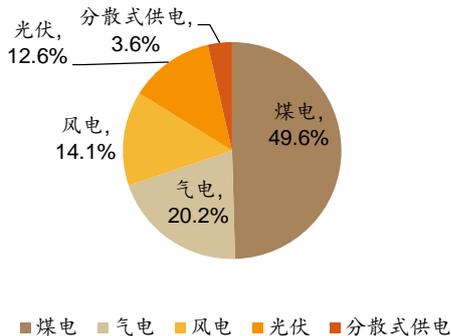
资料来源：公司历年控股发电量完成情况公告，iFind，德邦研究所

图 4：2018-2023 年公司各类型装机容量（单位：万千瓦）



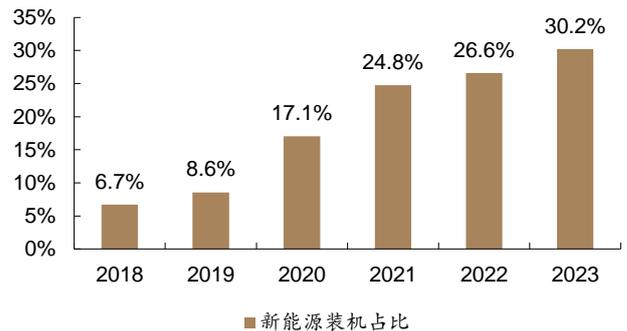
资料来源：公司历年控股发电量完成情况公告，iFind，德邦研究所

图 5：截至 2023 年度末公司装机结构



资料来源：公司 2023 年度控股发电量完成情况公告，德邦研究所

图 6：公司历年新能源装机占比变化（单位：%）



资料来源：公司历年控股发电量完成情况公告，iFind，德邦研究所

公司装机主要分布在上海等华东地区。截至 2023 年底，公司在上海市的装机规模占总装机的 54.2%，其次是安徽省（占总装机 19.2%，下同）、宁夏回族自治区（占 4.6%）、贵州省（占 3.6%）和青海省（占比 3.1%）。其中，上海、安徽、宁夏以火电机组为主，贵州、青海装机全部为新能源机组。

表 1：2023 年末公司分地区装机容量（不包括天和户用光伏项目）

地区	装机容量（万千瓦）	占比
上海市	884.5	54.2%
安徽省	313.5	19.2%
宁夏回族自治区	75.0	4.6%
贵州省	59.0	3.6%
青海省	50.0	3.1%

江苏省	46.6	2.9%
陕西省	37.0	2.3%
河南省	33.8	2.1%
内蒙古自治区	32.6	2.0%
湖北省	25.5	1.6%
山西省	20.0	1.2%
新疆维吾尔自治区	18.0	1.1%
广西壮族自治区	10.0	0.6%
山东省	10.0	0.6%
河北省	7.2	0.4%
湖南省	4.8	0.3%
江西省	4.0	0.2%
浙江省	0.1	0.0%
合计	1631.5	100.0%

资料来源：公司 2023 年度控股发电电量完成情况公告，德邦研究所  
注：统计范围不包括天合户用光伏项目

**发电量稳定增长，2023 年发电量同比增加 2.6%。**2023 年公司完成发电量 551.1 亿千瓦时，同比+2.6%：其中，煤电发电量为 402.01 亿千瓦时，同比减少 1.72%，主要受上海市内发电结构调整的影响；天然气发电完成 71.76 亿千瓦时，同比增加 28.8%，主要是发电用天然气安排影响且 2022 年受疫情影响燃机发电低基数效应；风力发电完成 52.57 亿千瓦时，同比增加 1.88%；光伏及分布式发电完成 24.77 亿千瓦时，同比增加 17.56%，主要由于公司新能源项目装机规模增长。2023 年公司控股发电企业上网电量 528.53 亿千瓦时，上网电价均价 0.523 元/千瓦时（含税），参与市场交易电量 411.55 亿千瓦时。

图 7：2018-2023 年公司发电量情况（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

图 8：2018-2023 年公司发电量结构（亿千瓦时）

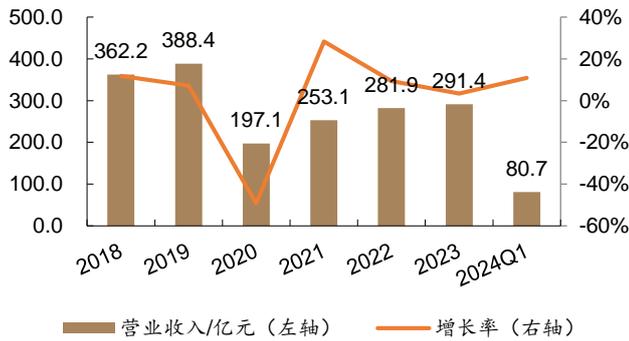


资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

### 1.3. 盈利能力稳步提升，火电和新能源驱动业绩向好

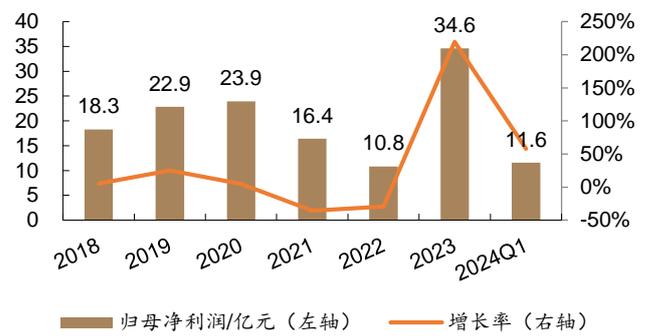
**营收稳步增长，2023 年归母净利润同比+219%。**2020 年受控股子公司业务模式调整的影响（子公司上海天然气管网有限公司由天然气购销业务调整为管输业务所致），公司统计口径营业收入下滑，2021-2023 年随着公司装机规模的增长和电价稳步提升等因素，营收保持稳定增长。2023 年公司实现营业收入 291.42 亿元，同比增长 3.36%。2024Q1 延续稳定增长的态势，营业收入为 80.71 亿元，同比增长 10.87%。2023 年归母净利润达 34.59 亿元，同比大幅增长 219.52%；2024Q1 实现归母净利润 11.59 亿元，同比增长 57.96%。

图 9：2018 年-2024Q1 营业收入（亿元）及增速（右轴）



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

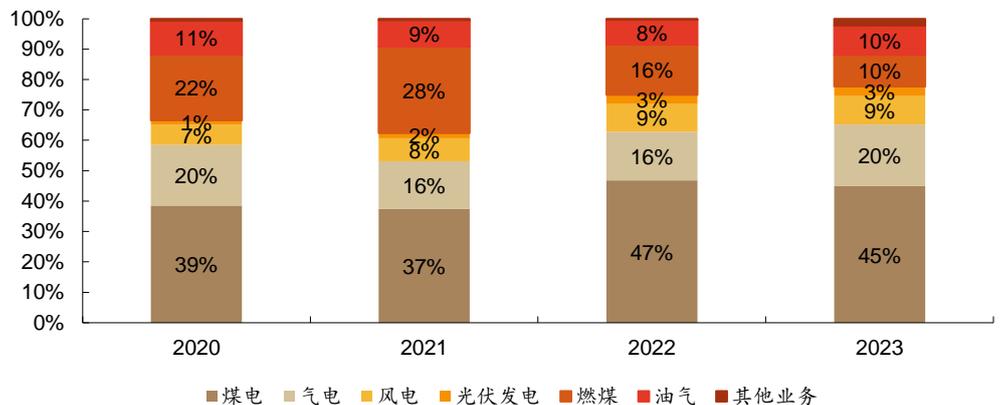
图 10：2018 年-2024Q1 归母净利润（亿元）及增速（右轴）



资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

**煤电和气电贡献主要营业收入，新能源业务成为营收新增长点。**分板块来看，2023 年公司电力、油气运输和煤炭销售板块的营业收入分别为 226.48、28.20 和 30.13 亿元，分别同比变化+7.12%、+23.56%和-35.20%，电力是公司最主要的收入来源。分电源类型来看，2023 年煤电、气电、风电和光伏营业收入分别为 130.91、59.18、27.02 和 9.37 亿元，同比-0.93%、31.74%、2.67%和 16.24%。其中煤电和气电贡献收入占比超六成，风电和光伏的收入合计占比 12.49%。

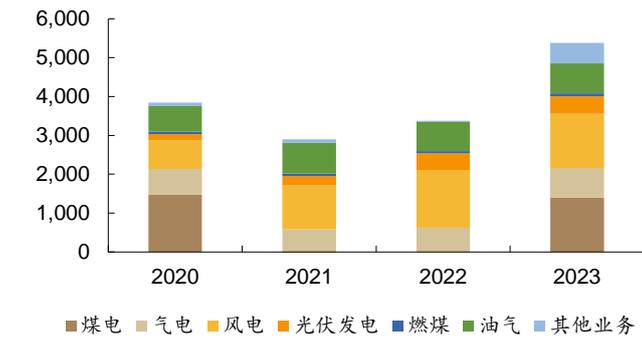
图 11：2020-2023 年公司分业务营业收入占比



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

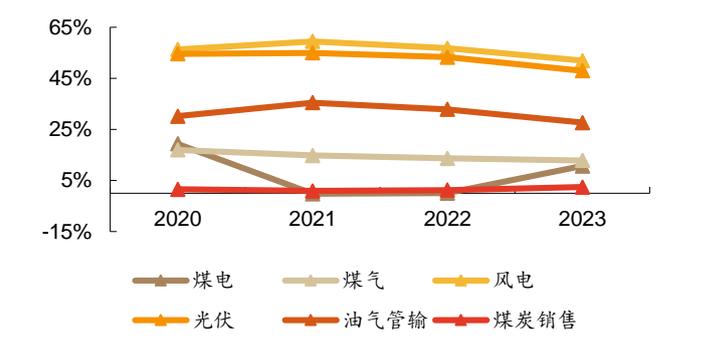
煤电毛利润回归正值，新能源业务利润增长明显。2023 年公司实现毛利润 53.81 亿元，同比增长 59.5%，其中电力、油气业务和煤炭销售分别贡献毛利润 40.07 亿元、7.8 亿元和 0.72 亿元。2023 年公司销售毛利率为 18.46%，同比提升 6.5pct，其中煤电、气电、风电和光伏毛利率分别为 10.68%、12.83%、51.86% 和 47.91%。2021-2022 年煤电业务毛利受制于煤价大幅上涨而利润承压，2021 年公司煤电毛利润为-0.18 亿元，2022 年为 0.05 亿元，2023 年大幅提升至 13.98 亿元。

图 12：2020-2023 年公司主要业务毛利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

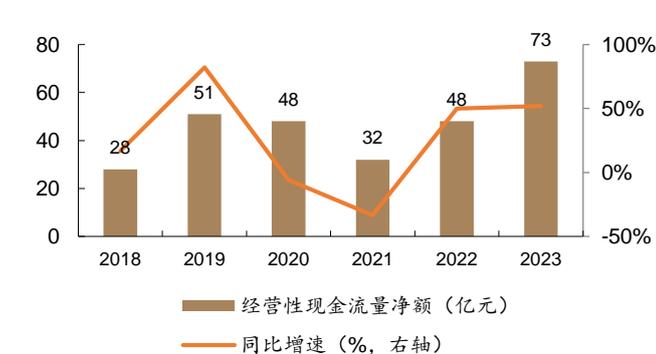
图 13：2020-2023 年公司主要业务毛利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

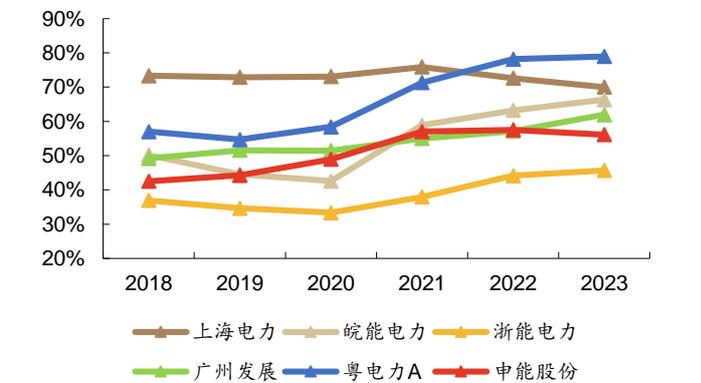
经营现金流供应充裕，资产负债率处于行业较优水平。2018-2023 年公司经营活动现金流净额由 28 亿元增长到 73 亿元，CAGR 达 21.12%。2023 年末公司资产负债率为 56.16%，相较 2022 年末下降 1.39%，相较于同行业上市公司，公司杠杆水平处于较低位置。随着公司大力发展风光项目，我们认为公司仍拥有充足的举债空间，为公司未来扩大发展和分红派息奠定良好基础。

图 14：2018-2023 年经营现金流量净额（亿元）及增速（右轴）



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

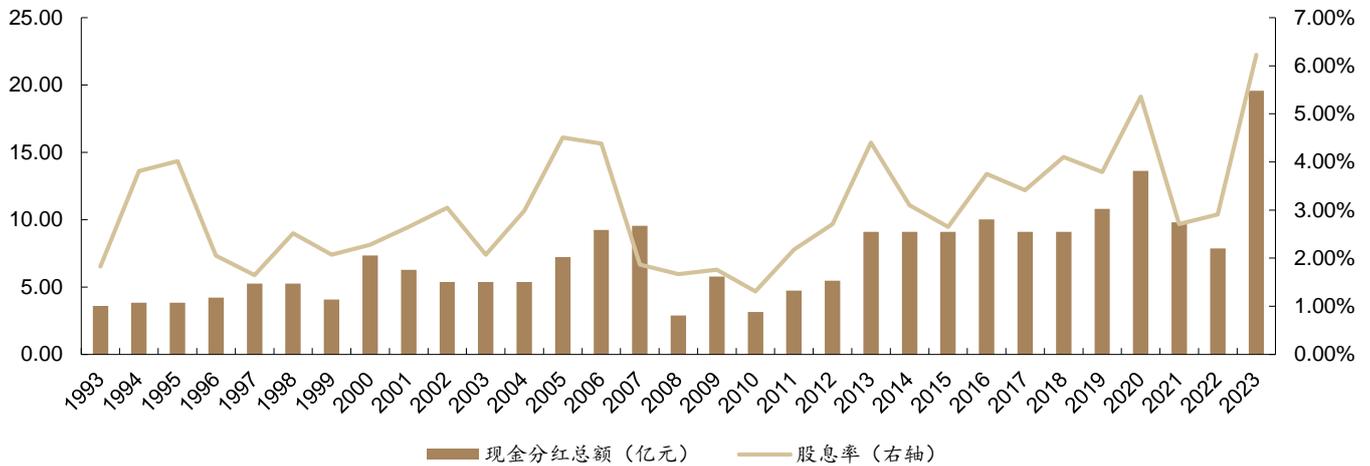
图 15：同业可比公司资产负债率对比（单位：%）



资料来源：iFind，各公司公告，德邦研究所

**重视股东投资回报，2023 年股息率 6.2%。**2020-2022 年公司股息支付率分别为 56.93%、59.79%和 72.57%，在 2021-2022 年火电行业大幅亏损、公司归母净利润持续下滑的情况下，仍然保持现金分红。2023 年公司归母净利润大幅回升，现金分红金额达 19.58 亿元，股息率高达 6.2%。

图 16：公司历年分红总额及股息率



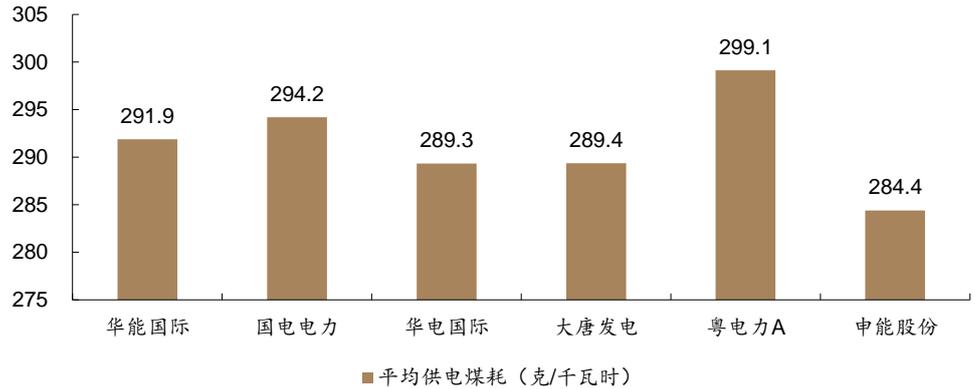
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

## 2. 优质火电资产，电力市场化改革稳定盈利

### 2.1. 火电资产质量领先行业，煤电利用小时大幅增长

**60 万千瓦以上控股煤电机组占比超八成，高参数低能耗提升发电效率。**截至 2023 年底公司控股火电装机容量达 11.83GW，其中煤电 8.4GW、气电 3.43GW，分布在上海、安徽和宁夏，公司控股 60 万千瓦以上煤电机组占比达 81.82%，资产质量优秀。自 2018 年以来，公司供电煤耗始终维持在 290 克/千瓦时以下，2023 年公司控股电厂供电煤耗达 284.4 克/千瓦时，同比下降 1.8 克/千瓦时，显著优于同行业可比公司。

图 17: 2023 年同行业可比公司平均供电煤耗情况 (克/千瓦时)



资料来源: 各公司 2023 年年报, 各公司 2023 年社会责任报告, 德邦研究所

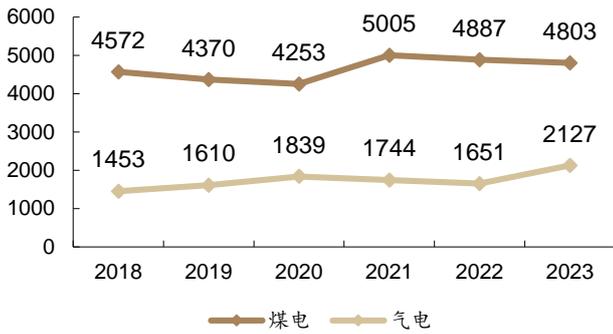
表 2: 公司控股火电机组明细情况 (截至 2023 年底)

电源类型	企业项目名称	所在地区	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	总装机容量 (万千瓦)	2023 年发电量 (亿千瓦时)	2023 年上网电量 (亿千瓦时)
煤电	上海外高桥第三发电有限责任公司	上海市	40	2×100	200	101	97
煤电	上海外高桥第二发电有限责任公司 (共同控股)	上海市	40	2×90	180	91.3	87
煤电	上海吴泾第二发电有限责任公司	上海市	51	63+60	123	52.7	49.4
煤电	淮北申皖发电有限公司	安徽省	51	2×66	132	59.1	56
煤电	淮北申能发电有限公司	安徽省	100	135	135	62.6	60.1
煤电	申能吴忠热电有限责任公司	宁夏回族自治区	97.43	2×35	70	35.3	32.8
气电	上海申能临港燃机发电有限公司	上海市	65	2×40.3+2×42.3	165.2	38.7	38
气电	上海申能崇明发电有限公司	上海市	100	2×42.42	84.84	12.2	12
气电	上海申能奉贤热电有限公司	上海市	51	45.85+46.67	92.52	20.9	20.4

资料来源: 公司 2023 年度控股发电量完成情况公告, 德邦研究所

**煤电利用小时数维持高位, 火电上网电量稳步提升。**公司控股燃煤电厂多为 60 万千瓦以上机组, 发电效率维持高位。利用小时数方面, 2021 年公司煤电利用小时数达 5005 小时, 2023 年利用小时数虽回落至 4803 小时, 但仍显著高于 2018-2020 年的利用小时数; 此外 2023 年公司气电利用小时数大幅提升至 2127 小时, 综合来看, 公司 23 年火电上网电量同比提升 2.0%, 达 452.7 亿千瓦时。

图 18: 2018-2023 年火电气电利用小时数/小时



资料来源: 公司历年年报, 德邦研究所

图 19: 2018-2023 年公司火电上网电量情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 公司历年年度控股发电量完成情况公告, 德邦研究所

## 2.2. 煤价下行成本改善, 自主布局保证供应

### 2.2.1. 煤炭供需结构改善, 电厂用煤成本下降

**供给端: 国内产能提升叠加进口动力煤量增价减, 煤炭供应改善。**国内方面, 2023 年我国原煤、动力煤产量均维持高位, 全国全年共生产原煤 47.1 亿吨, 同比增长 3.31%, 其中动力煤产量 37.7 亿吨, 较 2022 年增产 6928 万吨。

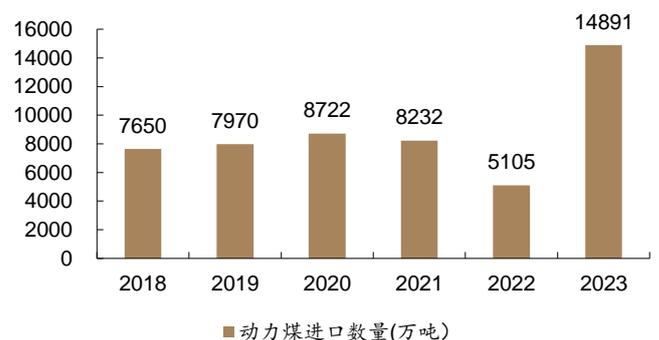
进口方面, 受到贸易政策的影响, 21、22 年中国对澳煤的进口量骤减, 2021、2022 年对澳大利亚动力煤的进口量分别占中国动力煤总进口量的 6.7%和 1.3%, 远低于 2020 年的 48.6%。2023 年 1 月发改委在电力和钢铁企业会议上, 对放宽进口澳煤限制做出评估和讨论, 澳煤进口重启; 根据海关总署, 2023 年中国从澳大利亚进口动力煤达 4918.9 万吨, 同比增加 7072.0%。

图 20: 2018-2023 年中国原煤产量 (单位: 亿吨)



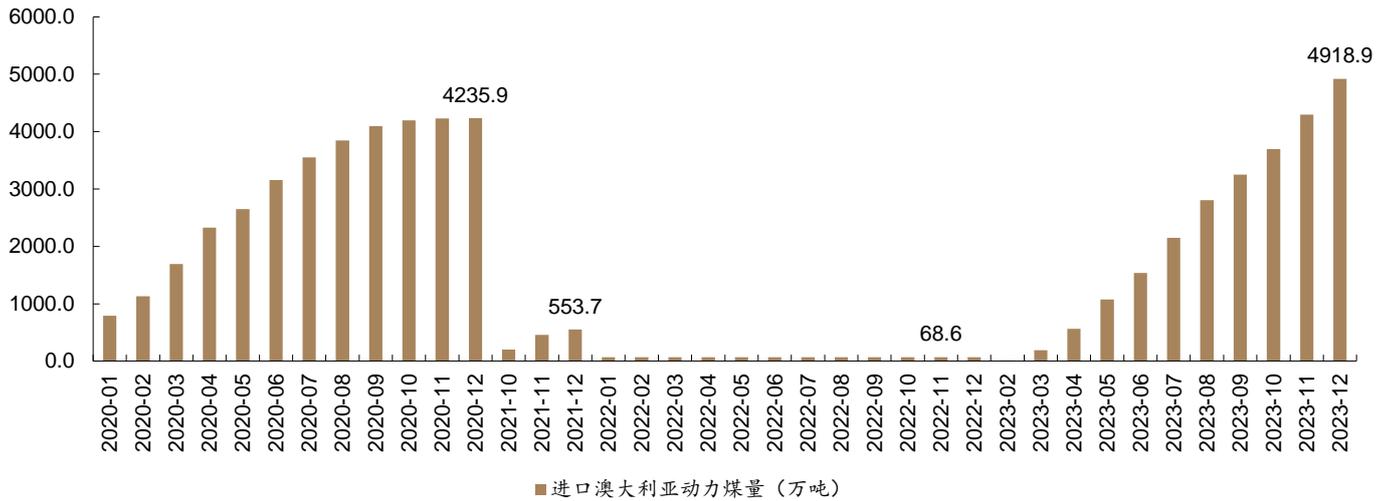
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 21: 2018-2023 年中国动力煤进口情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 德邦研究所

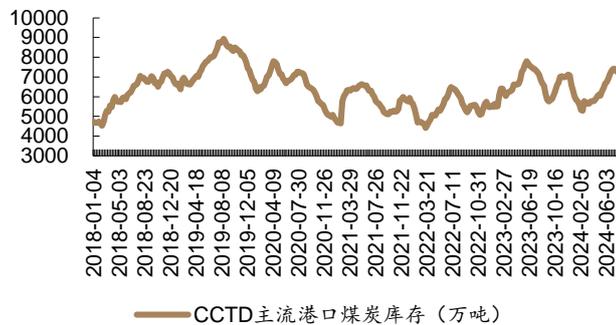
图 22: 澳大利亚动力煤进口量累计值 (单位: 万吨)



资料来源: iFind, 德邦研究所

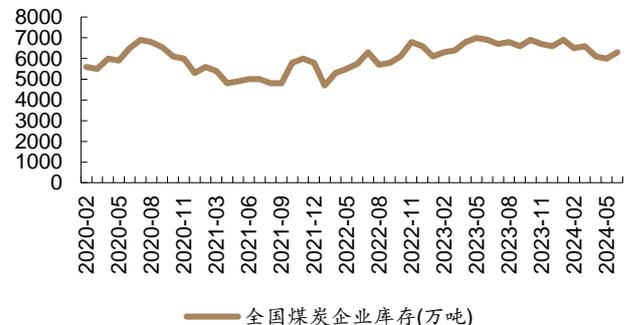
**库存量: 煤企库存保持高位, 港口库存先降后升。**截至 2024 年 6 月, 全国煤炭企业库存达 6300 万吨, 较 22 年同期增加 550 万吨; 港口库存方面, 2024 港口库存呈现先降后升的态势, 总体来看 CCTD 主流港口库存由 2024 年初的 6311.9 万吨提升至 2024 年 7 月 15 日的 7275.7 万吨, 库存增加 963.8 万吨。

图 23: CCTD 主流港口煤炭库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 煤炭市场网, 德邦研究所

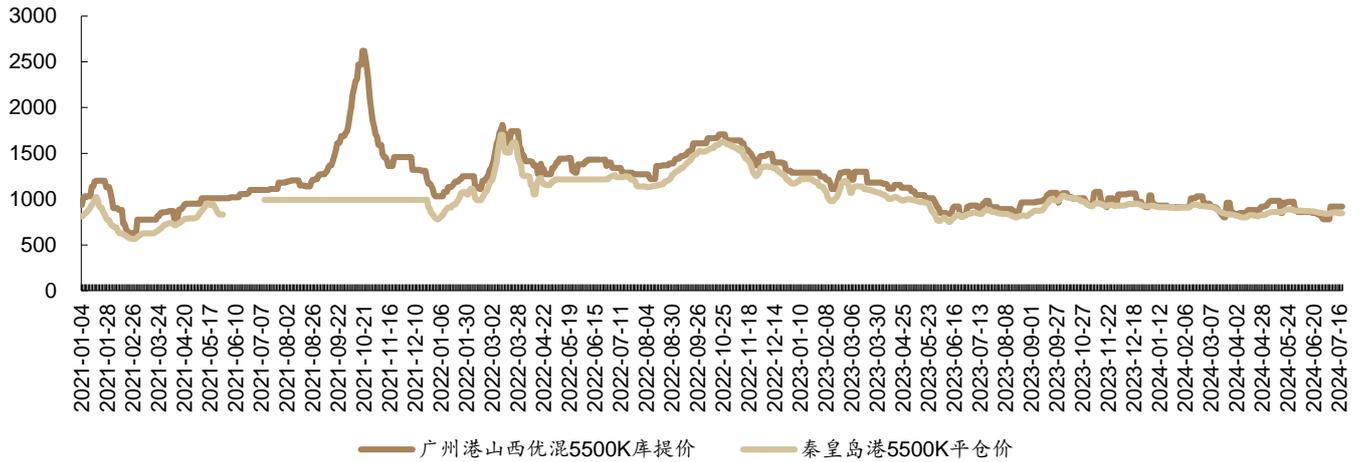
图 24: 全国煤炭企业月度库存 (单位: 万吨)



资料来源: 煤炭市场网, 德邦研究所

**价格方面: 动力煤价格下降明显, 年后动力煤加速下跌。**2022 年 10 月煤价达到高位之后, 煤炭价格迅速下降, 广州港 5500K 优混、秦皇岛港 5500K 动力煤价格由 22 年 10 月均价 1666.4 元/吨、1579.4 元/吨, 下降至 2023 年 12 月均价 1012.9 元/吨、937.3 元/吨, 价格分别下降 653.5 元/吨、642.2 元/吨。龙年春节假期之后, 煤价步入快速下行区间, 24 年 2 月广州港 5500K 优混、秦皇岛港 5500K 动力煤均价分别为 967.8 元/吨、921.9 元/吨, 至 24 年 7 月 18 日已跌至 920 元/吨、846 元/吨。

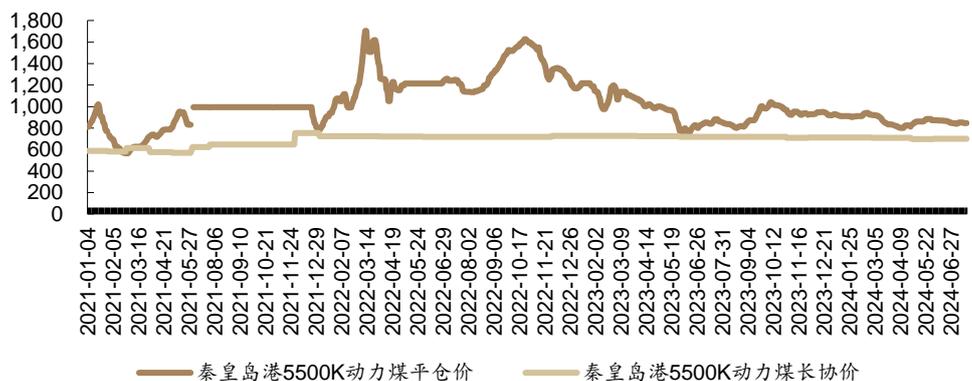
图 25: 国内主要港口动力煤价格走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 德邦研究所

长协占比提高价格下降, 煤电企业业绩稳定性增强。2022 年 2 月发改委 303 号文件落地执行, 将秦皇岛港下水煤 5500K 中长期交易价格定在 570~770 元/吨的区间内, 但由于 2022 年长协价格与现货价格差距较大, 因此煤炭企业长协落实积极性较低。2022 年 11 月, 发改委印发《关于 2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案》, 要求煤炭企业确保 26 亿吨电煤的任务分解, 明确每个煤炭企业的任务量不应低于自有资源量的 80%, 不低于动力煤资源量的 75%; 并且对履约要求加严, 要求季度、年度履约量必须达到 100%, 且不得以未配置铁路运力、停产减产为由拒绝履约。2023 年 11 月, 发改委发布《关于做好 2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》, 继续明确煤炭企业长协任务量不低于自有资源量的 80%, 同时对履约率要求有所放松, 要求月度履约不低于 80%、季度履约不低于 90%。从长协价格上看, 秦皇岛港 5500K 动力煤月度长协价已从 2021 年底的 754 元/吨逐步下降至 2024 年 7 月的 700 元/吨, 煤电企业成本有望得到长协占比提升+长协价格下降的双重改善。

图 26: 长协煤价格较现货价格低且稳定 (单位: 元/吨)

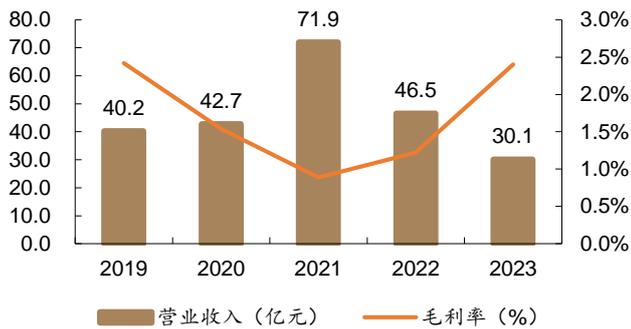


资料来源: Wind, 德邦研究所

### 2.2.2. 与多家大型煤企签订合同，保障煤炭供给

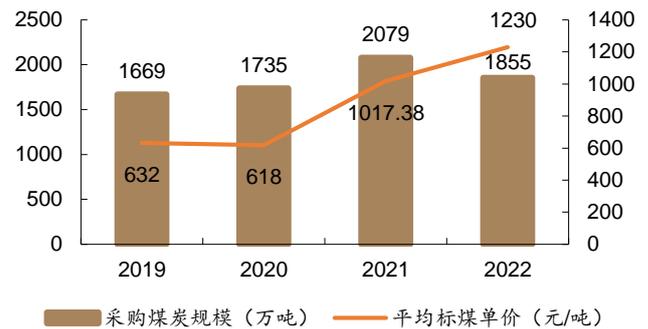
与多家煤炭供应商签订合同，有力保证煤炭供给。公司通过子公司申能燃料与多家大型煤炭企业签订合同，在保障自身供应的同时经营煤炭销售业务，煤炭供应商主要为国家能源集团、中煤集团、伊泰集团和晋能集团，其余供应商占比相对较小，有力保证了公司燃煤供给的稳定性，降低燃料采购成本，同时公司可通过销售煤炭获利，2021-2023年，公司通过煤炭销售实现营业收入71.90亿元、46.49亿元和30.13亿元，毛利率分别为0.89%、1.22%和2.40%。

图 27：2019-2023 年公司燃煤销售营业收入（亿元）和毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 28：公司采购煤炭规模（左轴，万吨）和平均标煤单价（元/吨）



资料来源：《申能股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》，德邦研究所

## 2.3. 电力市场化改革+电力供应偏紧，公司电价有望维持高位

### 2.3.1. 电力市场化改革逐渐深入，进一步理顺电价交易机制

电力市场化改革加速，电价传导机制逐渐完善。2017年，我国电力现货市场建设试点工作正式启动，推动电力市场化改革迈入关键一步。2021年10月，国家发改委下发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，改革内容包括燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价，且浮动范围扩大到上下浮不超过20%。2022年1月，《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》提出，加快建设多层次统一电力市场体系。2023年7月，中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过了《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》，会议强调要适应新型电力系统的体制机制，推动加强电力技术创新、市场机制创新和商业模式创新，加快了新型电力系统的构建。

表 3：国家及地方部门电力改革相关政策

时间	制定部门	政策名称	政策主要内容
2023.11	国家发展改革委、国家能源局	关于建立煤电容量电价机制的通知	自2024年1月1日起建立煤电容量电价机制，对煤电实行两部制电价政策。其中，电量电价通过市场化方式形成，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。
2023.09	国家发展改革委、国家能源局	电力现货市场基本规则（试行）	优化价格结算方式，现货市场全电量以现货市场价格结算；探索市场化容量补偿机制，重塑不同业态收入模型；市场经营主体放宽，分布式发电、储能和虚拟电厂等新型经营主体参与交易。

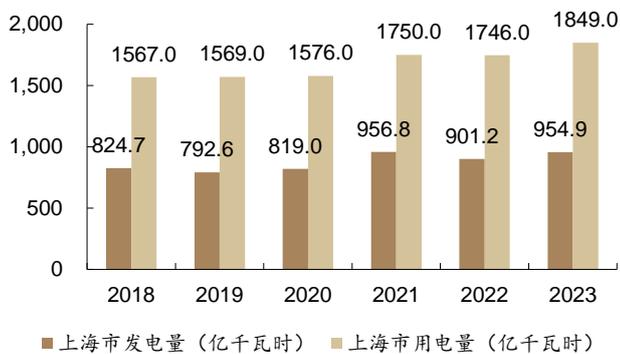
2023.07	中央全面深化改革委员会	《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》	要健全适应新型电力系统的体制机制，推动加强电力技术创新、市场机制创新、商业模式创新。要推动有效市场同有为政府更好结合，不断完善政策体系，做好电力基本公共服务供给。
2022.01	国家发展改革委、国家能源局	《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》	到 2030 年，全国统一电力市场体系基本建成，市场主体平等竞争、自主选择，电力资源在全国范围内得到进一步优化配置。
2021.10	国家发改委	《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》	燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价。将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制。电力现货价格不受上述幅度限制。
2021.07	国家发改委	《国家发展改革委关于进一步完善分时电价机制的通知》	采用分时电价机制，科学划分峰谷时段，对各时段分别制定不同的电价水平，以鼓励用电客户合理安排用电时间，削峰填谷，提高电力资源的利用效率
2019.09	国务院常务会议		从 2020 年 1 月 1 日起，取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。

资料来源：国家发改委官网，中国政府网，新华网，德邦研究所

### 2.3.2. 上海电力供应紧张，公司上网电价持续提升

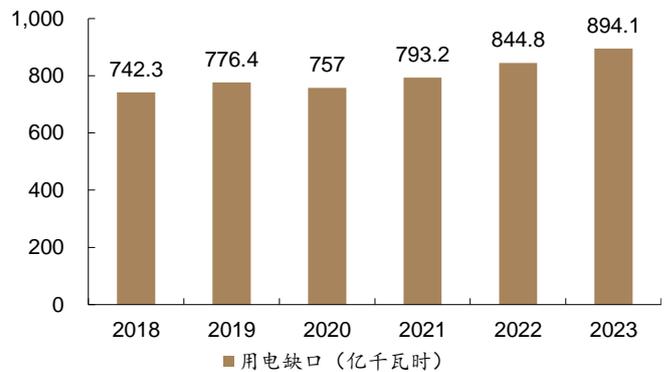
上海市用电紧张，电力电量双缺。电量方面，上海市 2023 年全年发电量达 954.90 亿千瓦时，同比增长 5.96%。2023 年上海市用电量达 1849 亿千瓦时，用电缺口达 894.1 亿千瓦时，同比增长 5.84%，用电缺口逐年增大。负荷方面，根据《2023 年上海市迎峰度冬有序用电方案》，预计 2023 年最高用电负荷为 3450 万千瓦，而最大供应能力为 3190 万千瓦，电力供应存在较大缺口。

图 29：2018-2023 年上海市用电及发电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，德邦研究所

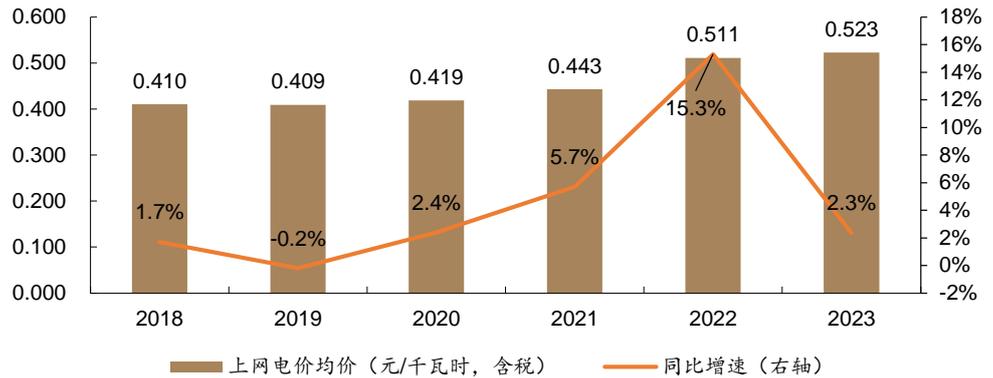
图 30：2018-2023 年上海市用电缺口情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，德邦研究所测算

受益市场化改革，公司上网电价持续提升。受益电力市场化改革与较为紧张的供需关系，2018-2023 年整体来看公司上网电价持续提升，2021-2023 年公司上网电价分别为 0.443、0.511 和 0.523 元/千瓦时，同比增速分别为 5.7%、15.3% 和 2.3%。

图 31：2018-2023 年公司上网电价均价和同比增速情况



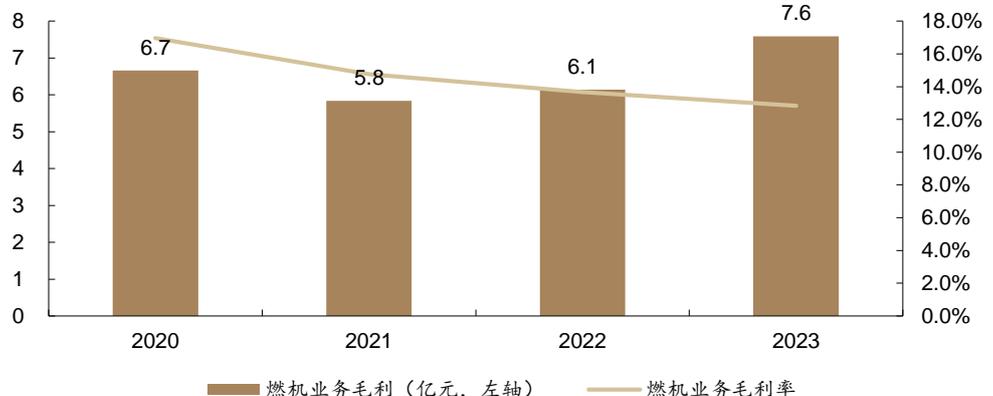
资料来源：公司历年度控股发电量完成情况公告，德邦研究所

**煤电容量电价机制建立，盈利稳定性提升。**2023 年 11 月 8 日，国家发改委和能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，明确自 2024 年 1 月 1 日起将正式实施煤电容量电价机制，实行两部制电价。容量电价成本回收机制以容量成本补偿机制为主，绑定煤电固定成本，目前全国统一设定为 330 元/千瓦·年。公司煤电机组分布在上海市、安徽省和宁夏回族自治区，2024-2025 年容量电价补偿均为 100 元/千瓦·年，我们测算公司 24-25 年单年容量补偿收入为 8.4 亿元。

#### 2.4. 燃气业务稳定，持续贡献现金流

**气电联动+容量电价机制保障收益，公司燃机利润稳定。**参考上海发改委，上海天然气调峰发电机组容量电价为每千瓦每月 37.01 元（含税），天然气热电联产发电机组容量电价为每千瓦每月 36.50 元（含税），维持较高水平。公司燃机机组均位于上海市内，受益于上海气电联动政策执行度高，公司燃气发电业务毛利润及毛利率均较为稳定，2023 年实现毛利润 7.6 亿元。

图 32：公司燃气发电业务毛利润及毛利率保持稳定



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

**表 4：公司燃机机组均位于上海市内**

项目名称	所在地区	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	总装机容量 (万千瓦)	2023 年发电量 (亿千瓦时)	2023 年上网电量 (亿千瓦时)
上海申能临港燃机发电有限公司	上海市	65	2x40.3+2x42.3	165.2	38.7	38
上海申能崇明发电有限公司	上海市	100	2x42.42	84.84	12.2	12
上海申能奉贤热电有限公司	上海市	51	45.85+46.67	92.52	20.9	20.4

资料来源：公司公告，德邦研究所

对比来看，上海天然气调峰发电机组年容量电价为 444.12 元/KW（月容量电价为 37.01 元/KW），广东气电年容量电价水平仅为 100 元/KW。

**表 5：部分省份气电电价机制**

省份	电价模式	电价类型	具体电价
广东	两部制	容量电价	每年每千瓦 100 元（含税）
		电量电价	实施气电天然气价格传导机制，按月动态调整市场化燃气机组变动成本补偿标准
江苏	两部制	容量电价	根据不同的机组类型，容量电价在 28-42 元/千瓦·月
		电量电价	实行气电联动政策
浙江	两部制	容量电价	9F、9E 机组容量电价调整为 302.4 元/千瓦·年（含税，下同），6F 机组容量电价调整为 571.2 元/千瓦·年，6B 机组容量电价调整为 394.8 元/千瓦·年
		电量电价	实行气电联动政策
上海	两部制	容量电价	天然气调峰发电机组容量电价为每千瓦每月 37.01 元（含税，下同），天然气热电联产发电机组容量电价为每千瓦每月 36.50 元
		电量电价	实行气电联动政策

资料来源：各省发改委官网，北极星售电网，北极星电力新闻网等，德邦研究所

### 3. 加速新能源转型，业务多元盈利趋稳

#### 3.1. 政策持续加码，新能源装机规模不断提高

国家积极支持新能源建设，全国可再生能源装机规模超 15 亿千瓦。2020 年我国提出双碳目标，牵引着能源变革的进展。2021 年中央印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，提出“到 2030 年非化石能源消费比重达到 25% 左右，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上”的目标，为新能源发展创造良好态势。2023 年以来，支持新能源产业发展的政策持续出台，2023 年 4 月国家能源局印发《2023 年能源工作指导意见》，提出“非化石能源发电装机占比提高到 51.9% 左右，风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 15.3%”的目标。截至 2023 年 12 月底，全国可再生能源发电总装机达 15.16 亿千瓦，占全国发电总装机的 51.9%。

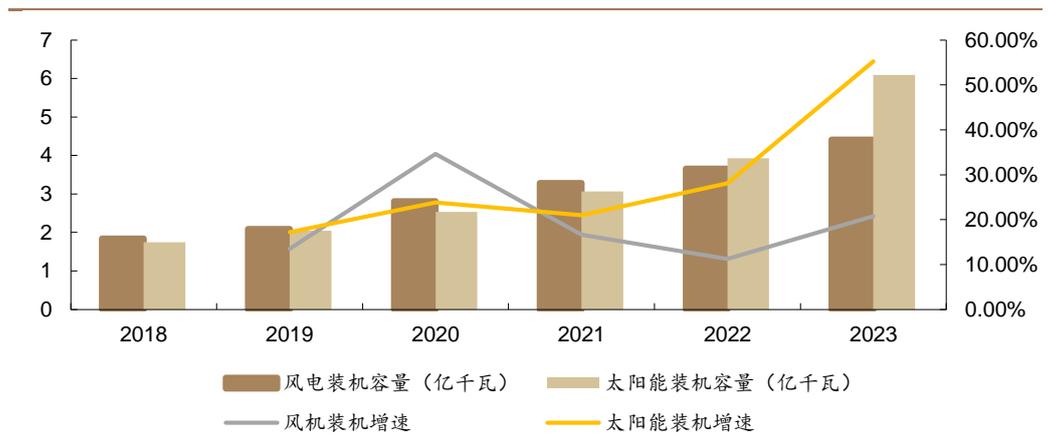
表 6: 近年国家新能源相关政策文件汇总

时间	制定部门	政策名称	政策主要内容
2022.03	国家发改委、国家能源局	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	1) 加大力度规划建设以大型风光电基地为基础、以其周边清洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系。2) 按照推动煤炭和新能源优化组合的要求, 鼓励煤电企业与新能源企业开展实质性联营。
2022.06	国家发改委等九部门	《“十四五”可再生能源发展规划》	2025 年, 可再生能源年发电量达到 3.3 万亿千瓦时左右。“十四五”期间, 可再生能源发电量增量在全社会用电量增量中的占比超过 50%, 风电和太阳能发电量实现翻倍
2023.02	国家能源局	加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案 (2023-2025 年)	以油气产业为基础加强新能源新材料新业务开发利用, 推动传统油气生产向综合能源开发利用和新材料制造基地转型发展, 形成油气上游领域与新能源新产业融合、多能互补的发展新格局, 持续推动能源生产供应结构转型升级
2023.03	国家能源局、生态环境部、农业农村部、国家乡村振兴局	农村能源革命试点县建设方案	到 2025 年, 试点县可再生能源在一次能源消费总量占比超过 30%, 在一次能源消费增量中占比超过 60%
2023.03	国家能源局	《<关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案>案例解读》	鼓励煤电企业与新能源开展实质性联营, 解决电力支撑、调峰调频与新能源生产之间的协作问题, 避免由于新能源生产与辅助服务分离导致的市场主体间沟通协调不畅和利益分配失衡。
2023.04	国家能源局	《2023 年能源工作指导意见》	2023 年, 非化石能源占能源消费总量比重提高到 18.3% 左右; 非化石能源发电装机占比提高到 51.9% 左右, 风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 15.3%; 大力发展风电太阳能发电, 全年风电、光伏装机增加 1.6 亿千瓦左右。
2023.06	国家能源局	《新型电力系统发展蓝皮书》	按照党中央提出的新时代“两步走”战略安排, 锚定“3060”战略目标, 以 2030 年、2045 年、2060 年为新型电力系统构建战略目标的重要时间节点, 制定新型电力系统“三步走”发展路径, 有计划、分步骤推进新型电力系统建设。
2024.08	中共中央、国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设, 积极发展分布式光伏、分散式风电, 因地制宜开发生物质能、地热能、海洋能等新能源, 推进氢能“制储输用”全链条发展。统筹水电开发和生态保护, 推进水风光一体化开发。到 2030 年, 非化石能源消费比重提高到 25% 左右。

资料来源: 国家发改委官网, 国家能源局官网, 生态环境部官网, 德邦研究所

**全国新能源装机规模维持高增速。**截至 2023 年末, 全国累计新能源装机容量 10.5 亿千瓦, 其中太阳能发电装机容量 6.1 亿千瓦, 同比增长 55.2%, 风电装机容量 4.4 亿千瓦, 同比增长 20.7%。

图 33: 2018-2023 年全国风光累计装机情况和增速 (单位: 亿千瓦)

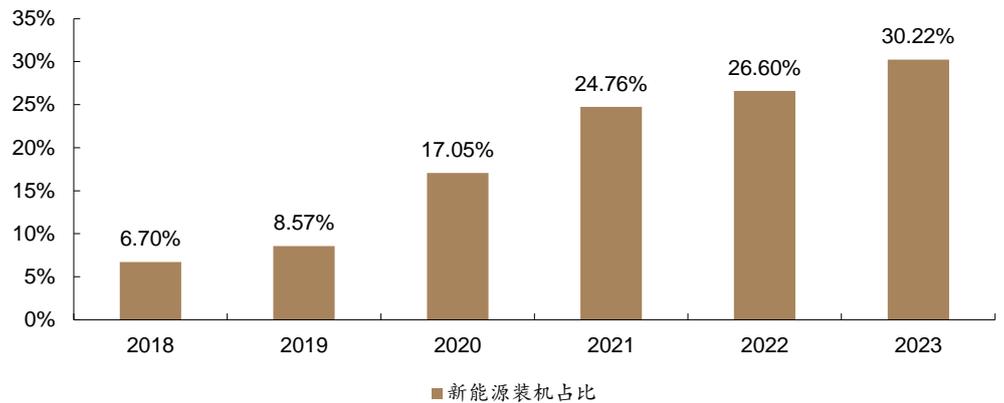


资料来源: Wind, 国家能源局, 德邦研究所

### 3.2. 公司新能源装机规模快速扩张，装机区域集中

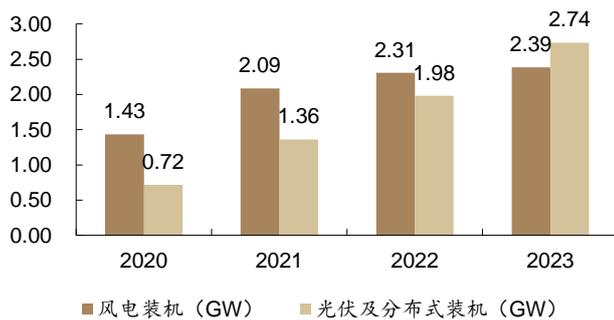
2023 年公司新能源装机容量达 512.16 万千瓦，占公司总装机比例 30%。自 2018 年以来公司积极推动新能源装机建设，新能源装机在 2020 年实现翻倍增长后，保持稳步增长的态势，在 2023 年新能源装机增速达 19.43%。截至 2023 年末，公司控股新能源装机共 5.12GW，其中风电 2.39GW，光伏发电 2.13GW，分布式供电 0.60GW。新能源发电量及其占比也在稳步提升，2019-2022 年新能源发电量均保持大幅增长，2023 年新能源发电量为 77.34 亿千瓦时，同比增长 6.43%。新能源发电量占比从 2018 年的 2.53% 增长至 2023 年的 14.03%。

图 34：2018-2023 年公司新能源装机占比变化情况



资料来源：公司历年度控股发电量完成情况公告，德邦研究所

图 35：公司历年新能源装机规模



资料来源：公司历年度控股发电量完成情况公告，德邦研究所

图 36：公司历年新能源发电量（单位：亿千瓦时）

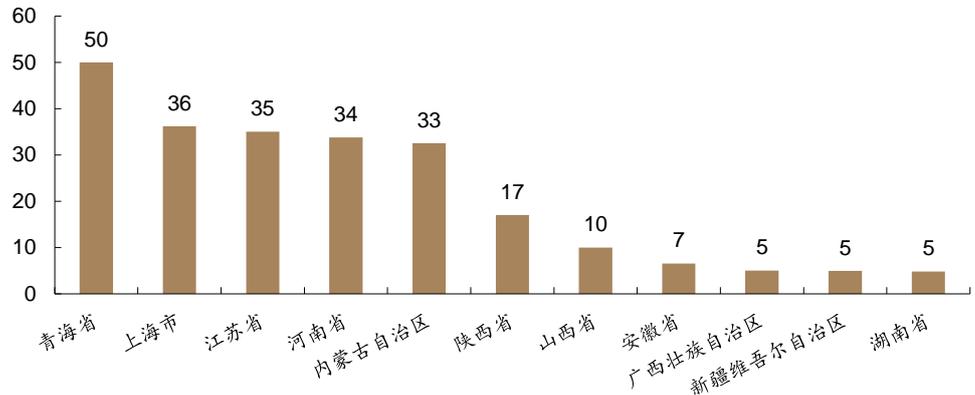


资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所

公司新能源装机分布集中在风光资源优势区与用电高负荷区。风电方面，截至 2023 年末公司风电装机主要分布在青海、上海、江苏、河南、内蒙古等地，装机容量分别为 50、36、35、34 和 33 万千瓦。其中上海、江苏用电负荷高，风电光伏利用率在 2021-2023 年均保持在 100%，青海、内蒙风电资源较好，且利用率水平在 23 年有所回升，2023 年青海省风电利用率达 94.2%，同比提升 1.5pct，

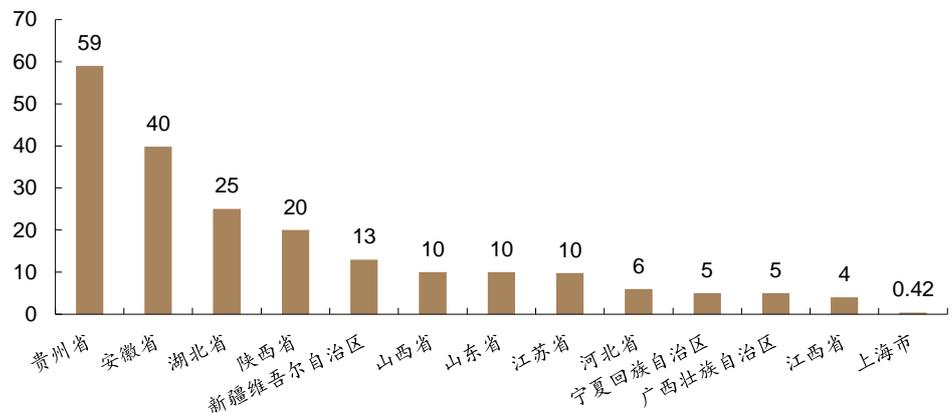
蒙西风电利用率达 93.2%，同比提升 0.3pct。在光伏方面，截至 2023 年末公司光伏装机主要分布于贵州、安徽、湖北、陕西、新疆等地，装机容量分别为 59、40、25、20 和 13 万千瓦。其中 2023 年安徽省和贵州省两地光伏消纳率分别高达 100% 和 99.4%，湖北省和新疆维吾尔自治区光伏消纳率水平也较高，分别为 98.3% 和 96.9%。

图 37：2023 年公司风电装机分布情况（单位：万千瓦）



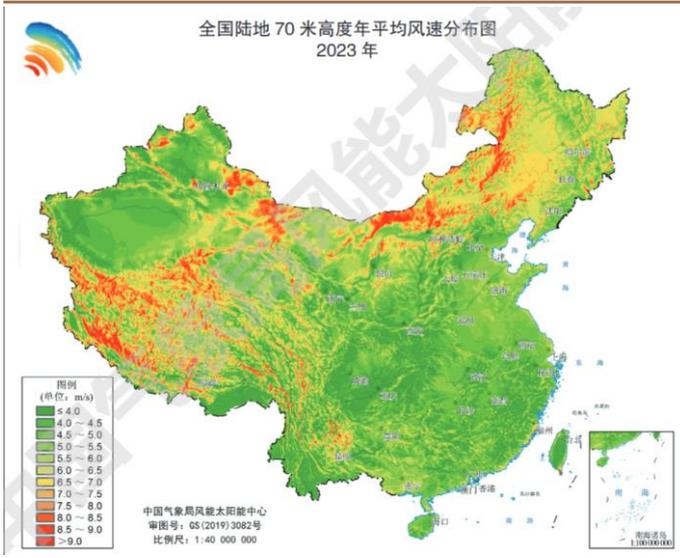
资料来源：公司 2023 年度控股发电量完成情况公告，德邦研究所

图 38：2023 年公司光伏装机分布情况（单位：万千瓦）



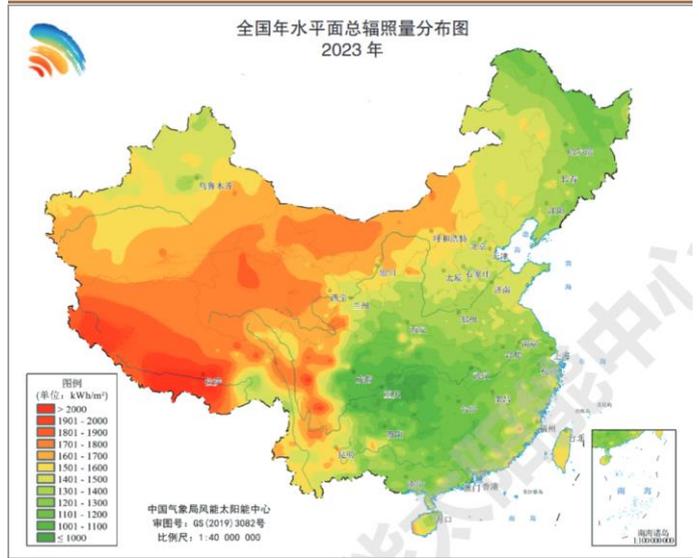
资料来源：公司 2023 年度控股发电量完成情况公告，德邦研究所  
注：计算范围不包括天合户用光伏项目

图 39: 2023 年全国陆地 70 米高度年平均风速分布



资料来源:《2023 年中国风能太阳能资源年景公报》, 德邦研究所

图 40: 2023 年全国年水平面太阳总辐照量分布

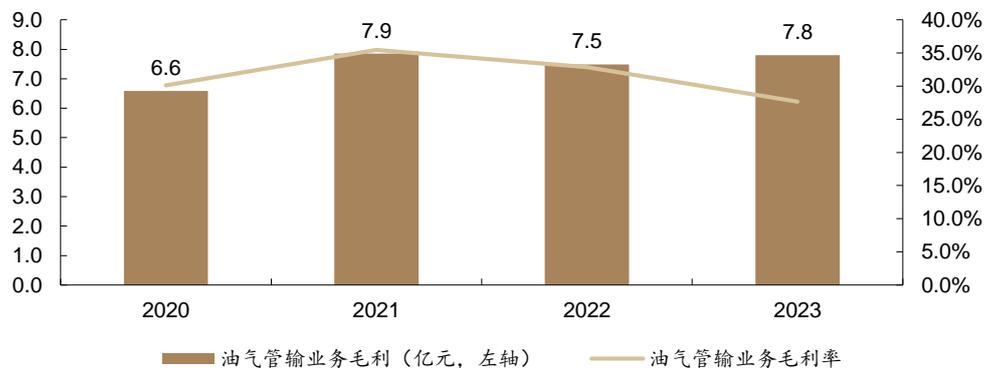


资料来源:《2023 年中国风能太阳能资源年景公报》, 德邦研究所

### 3.3. 积极开展油气管输业务, 利润贡献稳定

**管输价格核定, 油气管输业务利润稳定。**公司控股的天然气管网公司负责上海市天然气主干管网的建设、运行和管理, 在上海天然气输送业务中处于完全垄断的地位。公司下属管网公司开展专业化的管输业务, 向上海燃气提供管输服务, 将收取的管输费确认为营业收入, 根据 2020 年 10 月发布的沪发改价管[2020]30 号文, 管输价格核定为 0.18 元/立方米, 因此近年来公司油气管输业务毛利润及毛利率均较为稳定, 2023 年实现毛利润 7.8 亿元。

图 41: 公司油气管输业务毛利润及毛利率保持稳定

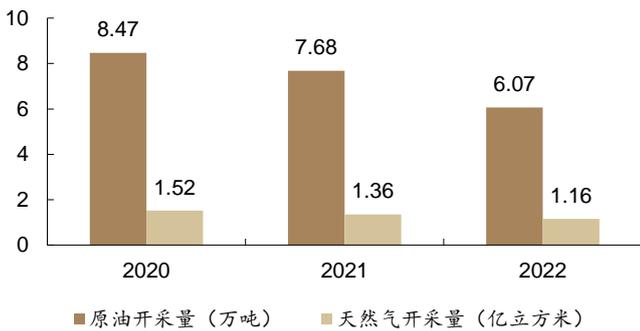


资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

在石油天然气开采方面，公司 1995 年投资组建了上海石油天然气有限公司（上海油气），进行东海平湖油气田项目开发。平湖油气田项目已于 1998 年 11 月投产，并于 1999 年 4 月向上海市供气，是上海地区的重要天然气气源。2020 年至 2022 年，上海油气原油开采量分别为 8.47 万吨、7.68 万吨和 6.07 万吨，天然气开采量分别为 1.52 亿立方米、1.36 亿立方米和 1.16 亿立方米。2020 年度至 2022 年度，上海油气营业收入分别为 6.46 亿元、6.97 亿元和 8.29 亿元。2023 年度，上海油气实现净利润 3.23 亿元，较 2022 年同比增长 797%。

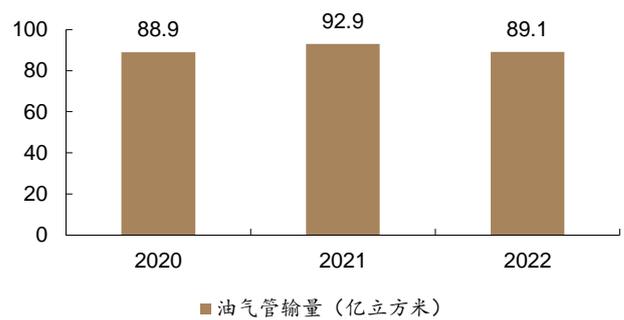
管输气量方面，2020-2022 年管网公司管输气量分别为 88.9 亿立方米、92.9 亿立方米和 89.1 亿立方米。2020 年度至 2022 年度，管网公司营业收入分别为 16.24 亿元、15.59 亿元及 15.37 亿元。2023 年管网公司实现净利润 3.28 亿元，较 2022 年同比增长 5%。

图 42：2020-2022 年公司原油及天然气开采量



资料来源：申能股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书，德邦研究所

图 43：2020-2022 年公司管输气量



资料来源：申能股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书，德邦研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 新增装机量：预计 2024-2026 年，火电无新增装机；风电新增装机规模为 50、50、50 万千瓦；光伏新增装机规模为 100、100、100 万千瓦。

2) 利用小时数：预计 2024-2026 年燃煤利用小时数分别为 4786/4750/4700 小时；燃机利用小时数分别为 2000/2000/2000 小时；风电机组利用小时数分别为 2202/2202/2202 小时；光伏机组利用小时数分别为 956/986/1006 小时。

3) 上网电价：我们预计未来三年我国电力供应依旧偏紧，但整体缺电现象有所缓解，预计各类型机组上网电价小幅下调。

表 7: 公司营收预测 (单位: 百万元)

业务类别	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
油气管输	营业收入	2282.51	2820.27	2876.68	2934.21	2992.90
	营收增速	3.1%	23.6%	2.0%	2.00%	2.00%
	营业成本	1533.04	2,040.40	1,927.38	1,965.92	2,005.24
	毛利率	32.8%	27.7%	33.0%	33.0%	33.0%
气电	营业收入	4491.97	5917.71	5650.52	5650.52	5650.52
	营收增速	13.5%	31.7%	-4.5%	0.0%	0.0%
	营业成本	3878.14	5,158.42	4,925.51	4,925.51	4,925.51
	毛利率	13.7%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
煤电	营业收入	13213.85	13091.35	13214.67	13044.12	12980.01
	营收增速	39.2%	-0.9%	0.9%	-1.3%	-0.5%
	营业成本	13208.36	11,693.56	11,248.54	10,879.17	10,654.11
	毛利率	0.0%	10.7%	14.9%	16.6%	17.9%
光伏	营业收入	806.12	937.03	1139.01	1496.71	1835.72
	营收增速	89.1%	16.2%	21.6%	31.4%	22.7%
	营业成本	377.01	488.07	609.16	822.48	1,037.30
	毛利率	53.2%	47.9%	46.5%	45.0%	43.5%
风电	营业收入	2631.77	2702.10	2928.32	3416.00	3882.15
	营收增速	37.4%	2.7%	8.4%	16.7%	13.6%
	营业成本	1139.12	1,300.87	1,380.34	1,574.51	1,747.15
	毛利率	56.7%	51.9%	52.9%	53.9%	55.0%
煤炭	营业收入	4649.33	3012.77	2711.49	2440.34	2196.31
	营收增速	-35.3%	-35.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	营业成本	4592.59	2,940.40	2,684.37	2,415.94	2,174.34
	毛利率	1.2%	2.4%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	营业收入	117.58	660.38	660.38	660.38	660.38
	营收增速	-0.5%	461.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	91.79	139.32	515.54	515.54	515.54
	毛利率	21.9%	78.9%	21.9%	21.9%	21.9%
合计	营业收入	28193.12	29141.61	29181.07	29642.29	30197.99
	营收增速	0.0%	3.4%	0.1%	1.6%	1.9%
	营业成本	23761.04	23761.04	23290.84	23099.08	23059.21
	毛利率	15.7%	18.5%	20.2%	22.1%	23.6%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

## 4.2. 投资建议

公司作为上海电力龙头, 盈利能力稳定, 股息率高, 同时积极布局新能源, 长期发展值得期待。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 291.8 亿元、296.4 亿元、301.98 亿元, 营收增速分别达到 0.1%、1.6%、1.9%; 归母净利润分别为 40.25 亿元、43.53 亿元、45.73 亿元, 增速分别为 16.4%、8.1%、5.1%。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

**表 8：可比公司估值**

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600023.SH	浙能电力	6.7	0.49	0.59	0.65	0.71	16.81	11.29	10.31	9.39
600027.SH	华电国际	5.58	0.35	0.63	0.72	0.81	23.13	8.82	7.77	6.92
601991.SH	大唐发电	2.9	-0.02	0.22	0.28	0.32	26.96	13.00	10.52	8.93
可比公司平均估值							22.30	11.03	9.53	8.41
600642.SH	申能股份	8.47	0.71	0.82	0.89	0.93	9.04	10.30	9.52	9.07

资料来源：Wind，德邦研究所测算（股价为 8 月 19 日股价，注：除申能股份外，所有公司盈利预测采用 Wind 一致预测）

## 5. 风险提示

### 1) 煤炭价格波动风险

公司火电业务盈利能力与煤价水平挂钩，若煤价持续高位运行，不利于公司长协煤的兑现，将加大公司煤炭采购成本，预计将对公司业绩造成不利影响。

### 2) 电价大幅下调风险

公司的电力业务与上网电价呈正相关性，若电力供应由紧变松，则可能导致上网电价大幅下调，对公司整体的营收与利润均带来不利影响。

### 3) 风电、光伏新增装机不及预期

若因为指标获取、建设成本等原因导致公司风光建设速度放缓，将对公司整体盈利能力产生不利影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.71	0.82	0.89	0.93
每股净资产	6.85	7.21	7.61	8.02
每股经营现金流	1.50	1.84	2.48	1.85
每股股利	0.40	0.46	0.50	0.52
价值评估(倍)				
P/E	9.04	10.30	9.52	9.07
P/B	0.94	1.17	1.11	1.06
P/S	1.42	1.42	1.40	1.37
EV/EBITDA	7.38	6.38	6.73	6.38
股息率%	6.2%	5.4%	5.9%	6.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.5%	20.2%	22.1%	23.6%
净利润率	14.3%	14.5%	15.5%	15.9%
净资产收益率	10.3%	11.4%	11.7%	11.7%
资产回报率	3.7%	4.2%	4.1%	4.3%
投资回报率	4.8%	4.3%	4.5%	4.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.4%	0.1%	1.6%	1.9%
EBIT 增长率	101.2%	9.8%	13.1%	11.0%
净利润增长率	219.5%	16.4%	8.1%	5.1%
偿债能力指标				
资产负债率	56.2%	54.9%	57.3%	55.3%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.9	0.7	0.9	0.8
现金比率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	104.5	93.0	96.2	97.9
存货周转天数	18.8	20.0	19.3	19.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,459	4,025	4,353	4,573
少数股东损益	710	212	229	241
非现金支出	3,619	7,023	5,841	6,675
非经营收益	-250	-700	-666	-616
营运资金变动	-194	-1,555	2,376	-1,830
经营活动现金流	7,345	9,006	12,132	9,042
资产	-3,894	-12,955	-9,678	-10,008
投资	-759	-500	-500	-500
其他	1,342	1,984	2,016	2,053
投资活动现金流	-3,312	-11,471	-8,162	-8,454
债权募资	2,136	3,100	3,200	2,300
股权募资	24	0	0	0
其他	-5,329	-3,576	-3,805	-4,014
融资活动现金流	-3,170	-476	-605	-1,714
现金净流量	865	-2,941	3,365	-1,126

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	29,142	29,181	29,642	30,198
营业成本	23,761	23,291	23,099	23,059
毛利率%	18.5%	20.2%	22.1%	23.6%
营业税金及附加	259	219	237	245
营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	6	6	6	6
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	948	1,015	1,037	1,030
管理费用率%	3.3%	3.5%	3.5%	3.4%
研发费用	17	20	19	19
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	4,439	4,873	5,510	6,118
财务费用	1,184	1,145	1,234	1,269
财务费用率%	4.1%	3.9%	4.2%	4.2%
资产减值损失	-25	-100	-200	-500
投资收益	1,567	1,984	2,016	2,053
营业利润	4,762	5,612	6,091	6,402
营业外收支	-8	37	18	16
利润总额	4,754	5,650	6,109	6,418
EBITDA	8,016	11,796	11,150	12,293
所得税	585	1,412	1,527	1,604
有效所得税率%	12.3%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	710	212	229	241
归属母公司所有者净利润	3,459	4,025	4,353	4,573

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,829	8,887	12,253	11,127
应收账款及应收票据	8,947	6,507	9,833	6,926
存货	997	1,591	887	1,593
其它流动资产	1,897	1,903	1,964	1,880
流动资产合计	23,670	18,889	24,936	21,525
长期股权投资	8,967	9,467	9,967	10,467
固定资产	44,336	49,066	53,009	56,081
在建工程	2,701	1,621	972	583
无形资产	429	572	660	745
非流动资产合计	70,540	77,009	81,364	85,212
资产总计	94,209	95,898	106,299	106,737
短期借款	9,400	9,400	9,400	9,400
应付票据及应付账款	6,750	3,266	8,360	4,250
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	7,892	7,982	7,945	7,941
流动负债合计	24,043	20,649	25,706	21,591
长期借款	19,425	22,425	25,425	28,425
其它长期负债	9,439	9,539	9,739	9,039
非流动负债合计	28,864	31,964	35,164	37,464
负债总计	52,907	52,612	60,870	59,055
实收资本	4,894	4,894	4,894	4,894
普通股股东权益	33,538	35,309	37,224	39,236
少数股东权益	7,765	7,976	8,205	8,446
负债和所有者权益合计	94,209	95,898	106,299	106,737

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。