



买入（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：7.85

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

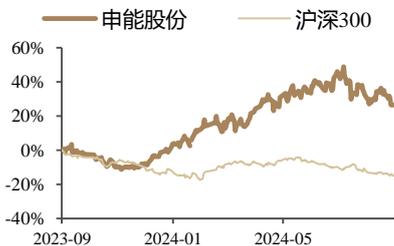
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

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(%) | -4.62 | -12.58 | -6.05 |
| 相对涨幅(%) | -0.11 | -6.45 | 2.75 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《申能股份(600642.SH)：上海电力龙头，盈利稳健分红可观》，2024.8.20

申能股份(600642.SH)：经营稳健，业绩符合预期

投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报，2024H1公司实现营业收入136.8亿元，同比-1.6%；归母净利润21.9亿元，同比+18.7%。其中24Q2，公司实现营业收入56.1亿元，同比-15.3%；归母净利润10.3亿元，同比-7.3%。
- 火电：**发电量保持稳定，成本下降明显。得益于上海市内用电增长，2024年上半年公司控股发电企业完成发电量264.09亿千瓦时，同比+2.1%。其中，煤电发电量191.8亿千瓦时，同比+0.4%，气电发电量30.3亿千瓦时，同比+7.3%。成本方面，24H1公司控股电厂平均供电煤耗281.34克/千瓦时，同比下降1.6克/千瓦时；平均耗用标煤价984元/吨，同比下降163元/吨。电价方面，我们测算24H1公司煤电、气电不含税上网电价分别为0.341元/kwh和0.806元/kwh，分别同比+0.002元/kwh、-0.116元/kwh。
- 新能源：**风况不佳风电出力略有下降，装机规模持续提升。2024上半年公司风力发电量27.53亿千瓦时，同比减少2.6%，主要由于风资源条件较差所致；光伏及分布式发电完成14.54亿千瓦时，同比增加29.7%，主要由于装机规模同比增长。24Q2崧岗京润12万光伏项目及10个分布式项目投产，公司当季新增控股装机容量15.67万千瓦，截至2024年6月底，公司新能源控股装机容量约528万千瓦，约占公司控股装机容量的31%。
- 积极发挥资本平台作用，投资收益稳步增长。**公司上半年共筹措资金34.5亿元，年化节约财务费用约1900万元，同时公司充分发挥资本平台作用，成功发行首单10亿元永续债，探索推进REITS各项准备工作。投资收益方面，2024H1公司实现投资收益9.23亿元，同比+5.7%。
- 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、43.52亿元、45.73亿元，增速分别为16.4%、8.1%、5.1%，维持“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)： | 4,894.09 |
| 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)： | 38,418.64 |
| 总资产(百万元)： | 95,399.82 |
| 每股净资产(元)： | 7.12 |

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 | 4,352 | 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

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 | 9.54 | 8.83 | 8.40 |
| P/B | 0.94 | 1.09 | 1.03 | 0.98 |
| P/S | 1.32 | 1.32 | 1.30 | 1.27 |
| EV/EBITDA | 7.38 | 6.12 | 6.46 | 6.14 |
| 股息率% | 6.2% | 5.9% | 6.3% | 6.7% |
| 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 | 4,352 | 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 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | -5,329 | -3,576 | -3,805 | -4,014 |
| 融资活动现金流 | -3,170 | -477 | -605 | -1,714 |
| 现金净流量 | 865 | -2,942 | 3,365 | -1,126 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 2 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 | 4,352 | 4,573 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| 货币资金 | 11,829 | 8,887 | 12,252 | 11,126 |
| 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 | 24,935 | 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 | 95,897 | 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 | 95,897 | 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 |
|--|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。 |
| 行业投资评级 | 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经营范围包括证券投资咨询业务。