

# 申能股份 (600642.SH)

持有 (首次评级)

## 电气并举盈利稳健，高分红献优渥回报

### 投资要点:

➤ **扎根上海电气并举，砥砺前行锐意拼搏:** 公司由原申能电力开发公司改制设立，系全国电力能源行业第一家上市公司。公司是电力油气双主业的综合性能源供应商，控股股东为申能集团。公司秉承“电气并举”的发展战略，23年电力收入226.48亿元，占比77.72%；油气管输28.2亿元，占比9.68%，合计占比87.40%。2024年前三季度，煤价同比下跌，公司盈利持续修复。公司参股煤电、气电、新能源发电、核电、抽蓄等多元业务，其中气电、新能源发电、核电、抽蓄等贡献投资收益较为稳定；参股的煤电企业受到煤价因素影响投资收益相对波动较大。预计24年煤价均值同比下降，公司参控股煤电企业盈利持续向好，24年全年业绩可期。投资收益支撑公司业绩，压舱石作用明显。此外，公司资产负债率处于同行较低水平，分红比例处于同行较高水平。即便在21-22年盈利承压下，公司仍坚持分红。

➤ **优质火电行业标杆，盈利修复未来可期:** 上海电力装机结构以火电为主，公司是上海火电三巨头之一。截至3Q24，公司在运煤电8.4GW，分别位于上海、安徽和宁夏三地。其中，以上海为主（5.03GW）；其次安徽（2.67GW）；最后宁夏（0.7GW）。还有在运气电装机3.43GW，均位于上海。上海用电需求旺盛，区位优势突出保障机组高利用小时数。21-23年公司煤电机组利用小时数分别高于全国煤电419h、293h和118h。公司火电机组性能指标优越，燃煤发电均为大功率的高效先进机组，供电煤耗低火电优质。一方面，24年煤价均价同比回落，截至11月底，秦皇岛5500大卡煤价同比降低11.03%。另一方面，24年公司电量电价有望高位运行。据测算，公司煤电容量电费约8.4亿元。预计公司煤电盈利有望持续修复。公司共控股三个燃机公司，分别是临港燃机、崇明发电和奉贤热电，气电业务盈利稳定，早涝保收。

➤ **持续扩张新能源，积极开展油气业务:** 19-23年，公司新能源装机持续增长，从98.26万千瓦增至512.2万千瓦，CAGR高达51.1%。此外，公司规划十四五新增新能源装机8-10GW。一方面，公司将加快新能源基地化、规模化开发转型，全力谋划开发新疆区域大基地项目，积极争取参与“蒙电入沪”配套新能源基地项目；另一方面，公司也会积极参与上海市内海风竞配。公司秉承“电气并举”的发展战略，打通能源化工产业链供应链。公司积极开展油气业务，挖掘油气开发潜能。上游勘探油气，海陆并举，三平工作取得进展。中游管网输送，盈利稳定。

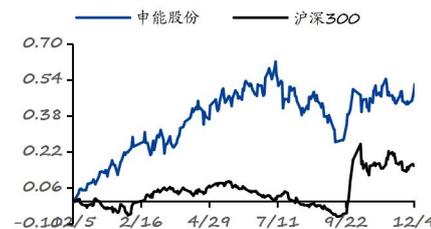
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们预测2024-2026年公司营收分别为298.23、304.90和321.75亿元，归母净利润分别为40.47、42.82和45.98亿元，对应PE分别为10.5/9.9/9.2倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

➤ **风险提示:** 项目投产不及预期风险；政策风险；燃料价格高位运行导致成本高企的风险；电力市场竞争降低上网电价的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 基本数据

日期	2024-12-05
收盘价:	8.67元
总股本/流通股本(百万股)	4,894.09/4,879.04
流通A股市值(百万元)	42,301.28
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	54.23
一年内最高/最低价(元)	9.34/5.87

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)  
yjy30561@hfzq.com.cn  
联系人: 闫燕燕(S0210123070115)  
yyy30238@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,193	29,142	29,823	30,490	32,175
增长率	11%	3%	2%	2%	6%
净利润(百万元)	1,082	3,459	4,047	4,282	4,598
增长率	-34%	220%	17%	6%	7%
EPS(元/股)	0.22	0.71	0.83	0.87	0.94
市盈率(P/E)	39.2	12.3	10.5	9.9	9.2
市净率(P/B)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

数据来源:公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 扎根上海电气并举，砥砺前行锐意拼搏	3
1.1 三十余载谋发展，打造绿电先锋队	3
1.2 盈利持续修复中，投资收益压舱石	4
2 优质火电行业标杆，盈利修复未来可期	8
2.1 煤电成本改善，盈利修复	8
2.2 气电业务稳定，早涝保收	10
3 持续扩张新能源，积极开展油气业务	12
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议	16
5 风险提示	17

## 图表目录

图表 1: 公司控股股东为申能集团（截至 3Q24）	3
图表 2: 2020-1H2024 公司收入以电力为主	4
图表 3: 2020-1H2024 公司分产品毛利率	4
图表 4: 公司分电源装机结构	4
图表 5: 公司分电源电量结构	4
图表 6: 1Q-3Q24 营业收入同比增长 2.21%	5
图表 7: 1Q-3Q24 归母净利润同比增长 31.05%	5
图表 8: 利润率逐步修复	5
图表 9: 管理费用率和财务费用率降幅明显	5
图表 10: 2023 年公司投资收益 15.67 亿元	6
图表 11: 公司主要参股公司的投资收益明细	6
图表 12: 资产负债率处于同行较低水平	7
图表 13: 分红比例处于同行较高水平	7
图表 14: 2023 年上海电力装机结构	8
图表 15: 2023 年上海火电装机格局	8
图表 16: 公司在运火电装机明细（截至 3Q24）	8
图表 17: 公司在运控股火电装机布局（分类型）	9
图表 18: 公司在运控股火电装机布局（分区域）	9
图表 19: 上海用电需求旺盛	9
图表 20: 21-23 年公司煤电利用小时数处于高位	9
图表 21: 2023 年公司供电煤耗处于同行较低水平	10
图表 22: 2020 年至今秦皇岛 5500 大卡现货煤价	10
图表 23: 2018-2023 年公司火电电价	10
图表 24: 2019-2023 年公司的天然气成本	11
图表 25: 2019-2023 年申港燃机的收入和净利润	11
图表 26: 公司新能源装机容量	12
图表 27: 公司风光上网电量	12
图表 28: 2019-2023 年部分控股子公司净利润	13
图表 29: 2019-2023 年油气公司营业收入	13
图表 30: 2019-2023 年油气公司净利润	13
图表 31: 2019-2023 年管网公司营业收入	14
图表 32: 2019-2023 年管网公司净利润	14
图表 33: 公司业绩拆分预测表	15
图表 34: 公司投资收益拆分	16
图表 35: 可比公司估值表	16
图表 36: 财务预测摘要	18

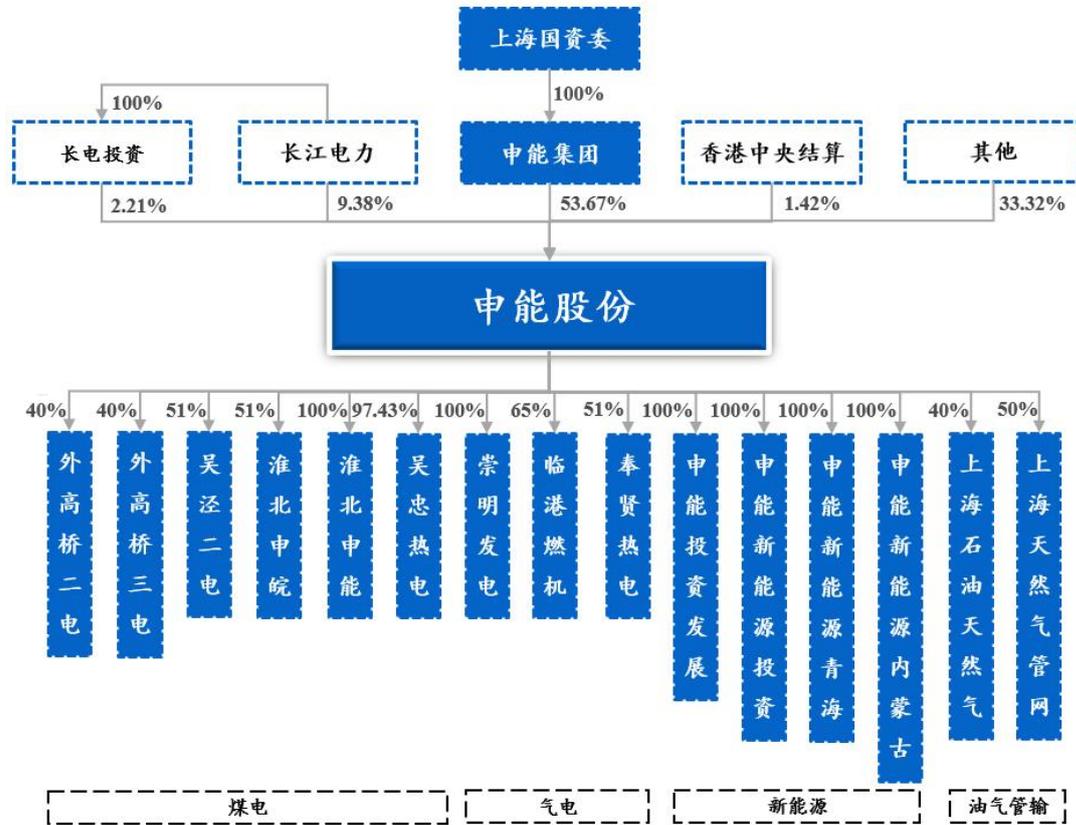


## 1 扎根上海电气并举，砥砺前行锐意拼搏

### 1.1 三十余载谋发展，打造绿电先锋队

筚路蓝缕三十余年，电力油气双主业。公司由原申能电力开发公司改制设立，1993年4月，公司在上交所上市，系全国电力能源行业第一家上市公司。成立以来，公司陆续投建电力项目，经过三十余年的发展，公司目前已投建的电力项目广泛分布于煤电、气电、核电、新能源等领域。公司是电力油气双主业的综合性能源供应商。截至3Q24，公司控股股东为申能集团，持有53.67%的股权；实际控制人为上海国资委。

图表 1: 公司控股股东为申能集团 (截至 3Q24)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

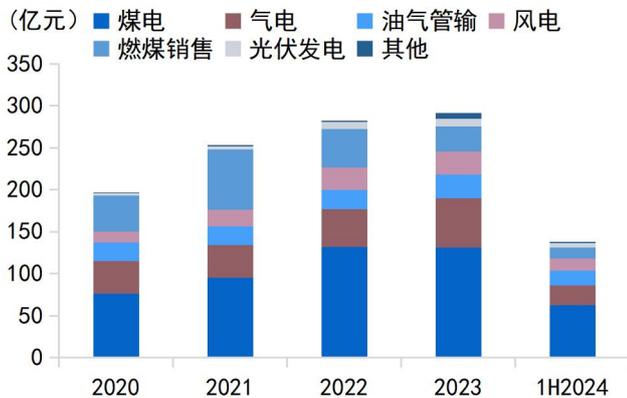
公司秉承“电气并举”的发展战略，2023年电力（煤电+气电+风电+光伏）收入达226.48亿元，占比77.72%；油气管输收入28.2亿元，占比9.68%。合计收入为254.68亿元，占比87.40%。分产品毛利率看，受燃料成本下降影响，煤电毛利率有所增加，1H2024煤电毛利率为14.52%。受消纳、天气、电价等因素影响，2020-2023年风电和光伏毛利率整体有所下降，1H2024风电毛利率为54.24%；光伏毛利率为40.69%。由于燃煤销售业务的购销和燃煤价格涨跌高度相关，燃煤销售毛利率维持较低水平。

公司电力装机规模持续增长，截至3Q2024，公司控股装机容量为1710.40万千瓦，煤电、气电、风电、光伏及分布式的装机容量分别为840、342.56、241.78、286.06



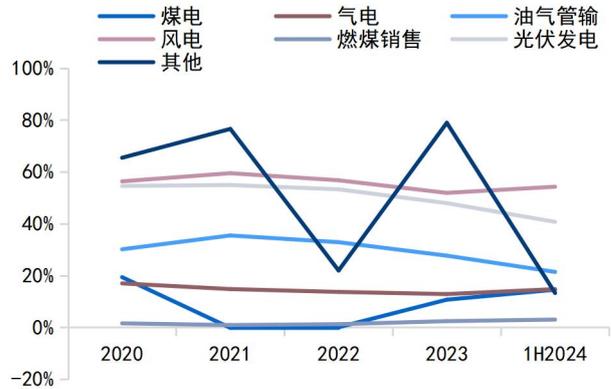
万千瓦，分别占比 49.11%、20.03%、14.14%和 16.72%。目前公司装机结构以火电为主，新能源持续释放增量。受装机增长，公司发电量稳步增加。1Q-3Q2024，公司控股的发电企业发电量为 445.37 亿千瓦时，其中煤电/气电/风电/光伏及分布式的发电量分别占比 70.40%/15.03%/9.03%/5.54%。

### 图表 2: 2020-1H2024 公司收入以电力为主



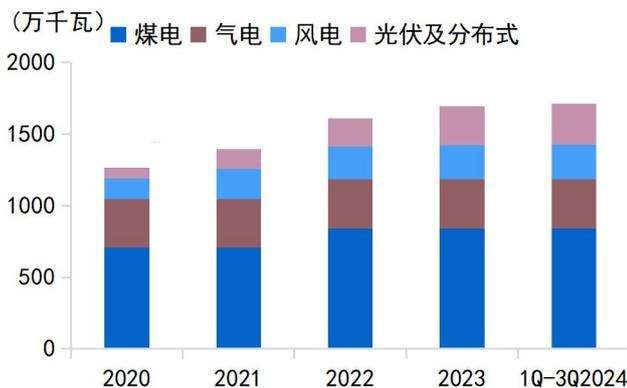
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

### 图表 3: 2020-1H2024 公司分产品毛利率



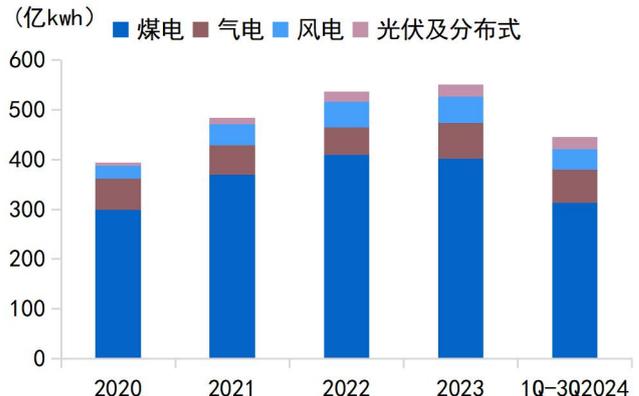
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

### 图表 4: 公司分电源装机结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (含合营公司外二发电装机, 共同控股均不并表)

### 图表 5: 公司分电源电量结构

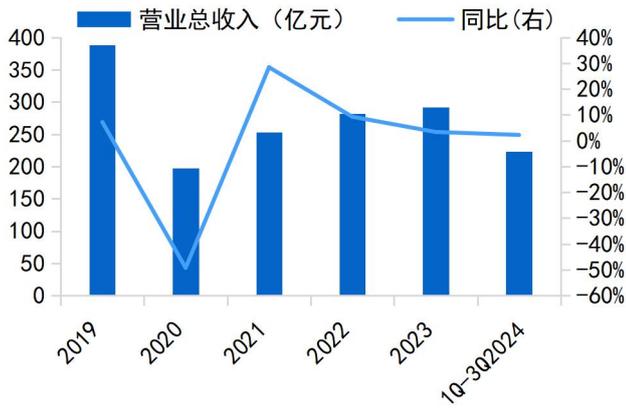


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (含合营公司外二发电电量, 共同控股均不并表)

## 1.2 盈利持续修复中, 投资收益压舱石

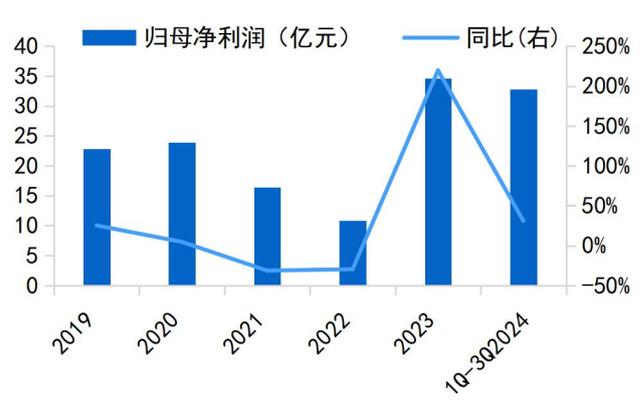
**归母净利润持续修复, 1Q-3Q2024 毛利率达 19.36%。**2020 年子公司上海天然气管网有限公司由天然气购销业务调整为管输业务, 公司收入大幅下降 49.26%。由于管输业务的毛利率大于购销业务, 2020 年公司的毛利率净利率提升明显; 归母净利润实现同比增长 4.64%。2021-2022 年, 受益于电量增长, 公司收入稳步增加, 但是燃料成本高企, 公司盈利承压。2023-2024 年前三季度, 煤价同比下跌, 公司盈利持续修复中, 2024 年全年业绩可期。1Q-3Q2024, 公司毛利率为 19.36%; 净利率为 17.59%。此外, 近年来, 公司管理费用率和财务费用率降幅明显。

图表 6: 1Q-3Q24 营业收入同比增长 2.21%



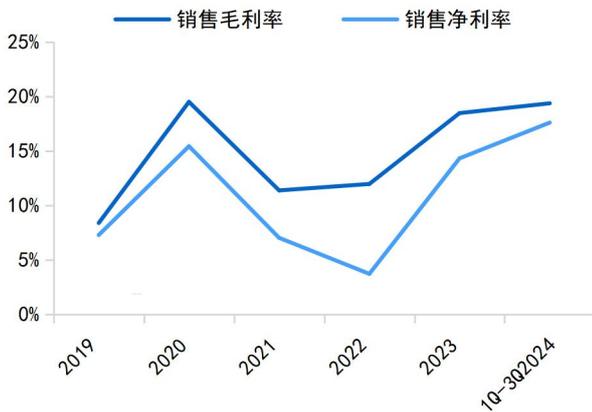
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 1Q-3Q24 归母净利润同比增长 31.05%



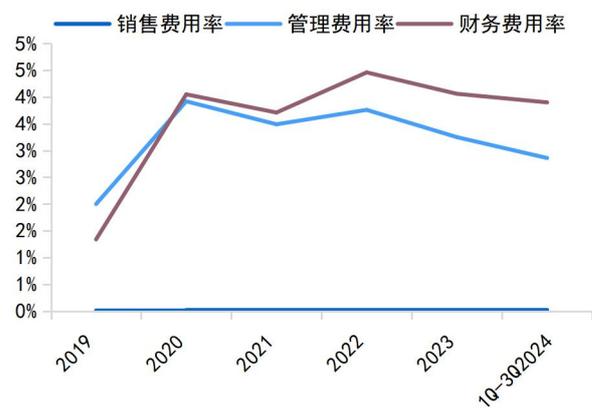
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 利润率逐步修复



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 管理费用率和财务费用率降幅明显

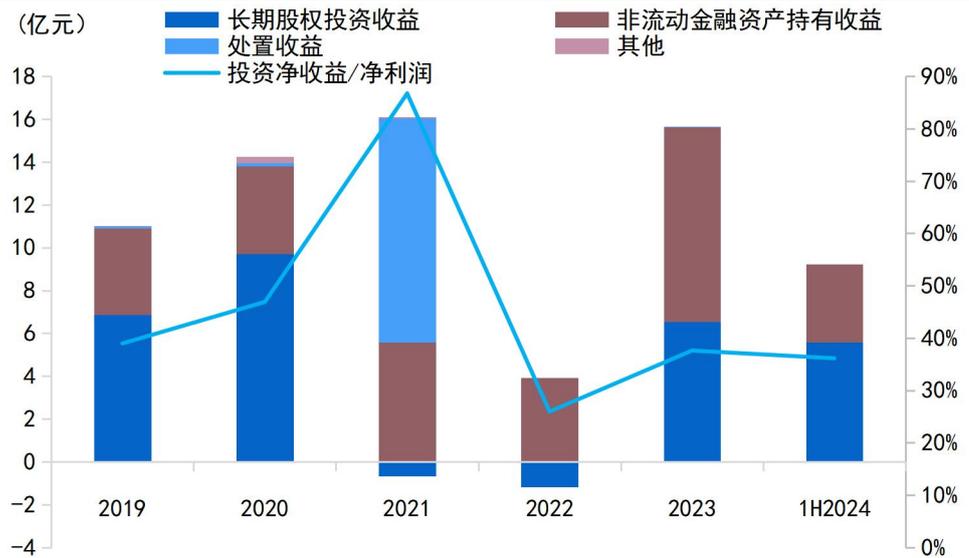


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

**投资收益支撑业绩，业绩压舱石作用凸显。**公司参股煤电、气电、新能源发电、核电、抽蓄等多元业务，其中气电、新能源发电、核电、抽蓄等贡献投资收益较为稳定，2021-2023 年贡献投资收益 8.33/9.27/9.40 亿元；参股的煤电企业受到煤价因素影响投资收益相对波动较大，一定程度拖累总投资收益。2020-2023 年总投资收益达到 14.25、15.40、2.72、15.67 亿元，占比净利润分别为 46.88%、86.72%、25.93%、37.59%。2021 年由于煤价高企，公司参控股煤电企业盈利均承压，得益于转让上海上国投资产管理有限公司 5% 股权产生的处置收益，总投资收益占比净利润达到 86.72%。投资收益支撑公司业绩，压舱石作用明显。预计 2024 年煤价均值同比下降，公司参控股煤电企业盈利持续向好。



图表 10: 2023 年公司投资收益 15.67 亿元



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 公司主要参股公司的投资收益明细

	公司	持股比例	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 年投资收益占比投 资净收益
煤电	外高桥第二发电	40%	-0.28	-0.97	1.09	6.9%
煤电	华能石洞口发电	50%	-0.54	-1.62	0.80	5.1%
煤电	漕泾发电	35%	-2.24	-2.20	0.33	2.1%
煤电	外高桥发电	49%	-3.36	-3.00	-2.13	-13.6%
气电	漕泾热电	30%	1.03	1.17	1.11	7.1%
抽蓄	天荒坪抽水蓄能	25%	1.21	0.86	0.88	5.6%
其他	申能集团财务	30%	0.96	0.92	0.78	5.0%
气电	华电奉贤热电	49%	0.48	0.57	0.74	4.8%
新能源	国电承德围场风电	34%	0.33	0.24	0.50	3.2%
新能源	玉环华电风力发电	30%	-	0.43	0.29	1.9%
新能源	滨海智慧风力发电	49%	0.69	1.31	1.04	6.6%
核电	核电秦山联营	12%	2.14	2.28	2.55	16.3%
核电	秦山第三核电	10%	1.48	1.48	1.50	9.6%

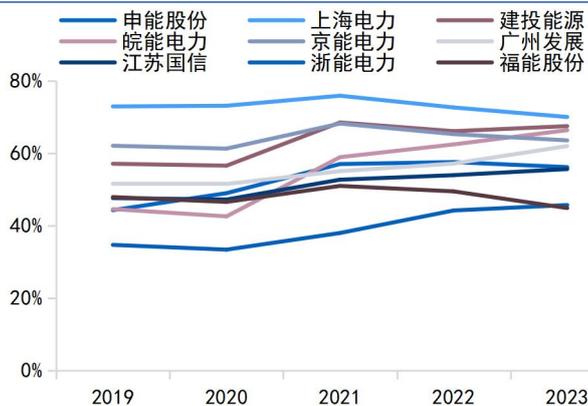
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所 (核电秦山联营和秦山第三核电根据披露净利润\*持股比例测算)

资产负债率处于同行较低水平, 分红比例处于同行较高水平。2023 年, 申能股份、上海电力、建投能源、皖能电力、京能电力、广州发展、江苏国信、浙能电力、福能股份资产负债率分别为 56.16%、70.01%、67.48%、66.36%、63.55%、61.96%、55.62%、45.69%、44.86%, 从低到高位列 4/9, 处于同行较低水平。2023 年, 申能股份、上海电力、建投能源、皖能电力、京能电力、广州发展、江苏国信、浙能电力、福能股份分红比例分别为 56.60%、35.37%、86.67%、35.05%、80.04%、53.53%、20.20%、51.42%、30.50%, 从高到低位列 3/9, 处于同行较高水平。即便在 2021-2022



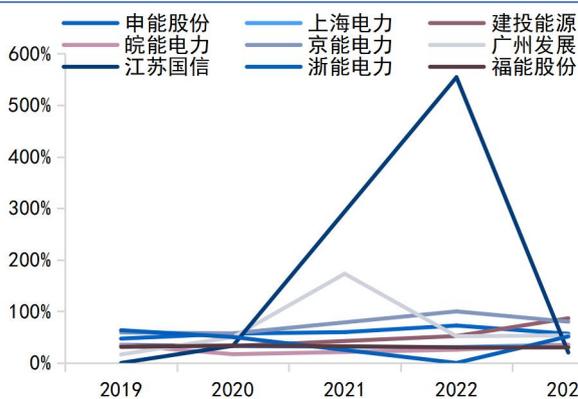
年盈利承压下，公司仍坚持分红。2021年分红的公司有申能股份、广州发展和福能股份。

图表 12: 资产负债率处于同行较低水平



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 分红比例处于同行较高水平



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

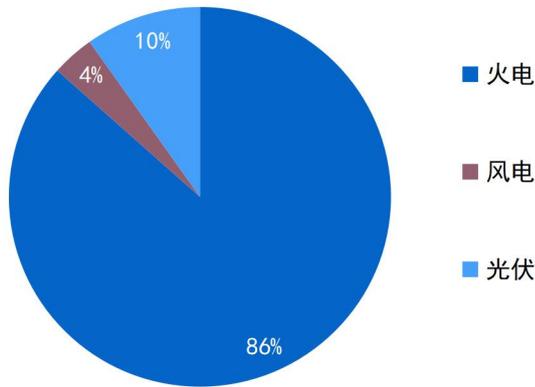


## 2 优质火电行业标杆，盈利修复未来可期

### 2.1 煤电成本改善，盈利修复

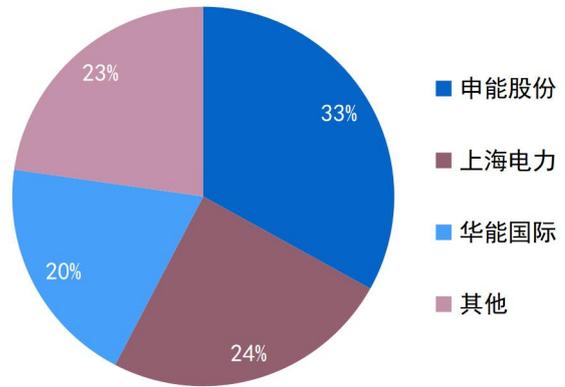
上海电力装机结构以火电为主，公司是上海火电三巨头之一。2023年，上海火电、风电和光伏的装机容量分别为25.57GW、1.07GW和2.89GW，其中火电装机占比86%，目前上海市以火力发电为主。2023年，申能股份、上海电力和华能国际布局在上海的火电装机容量分别为8.46GW、6.28GW和5.02GW，公司是上海火电三巨头之一且位居首位，是上海电力龙头。

图表 14: 2023 年上海电力装机结构



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 15: 2023 年上海火电装机格局



数据来源: wind, 各公司公告, 上海发改委, 华能集团官网, 华福证券研究所 (含合营公司外二, 共同控股均不并表)

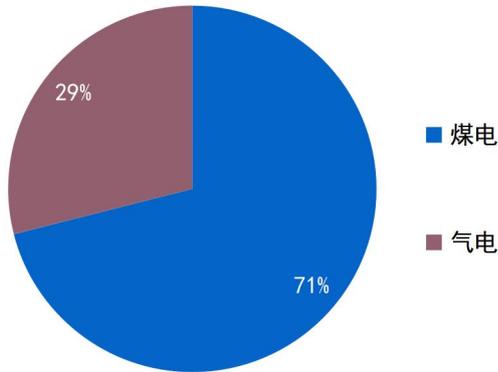
在运煤电装机 8.4GW，气电装机 3.43GW。截至 3Q2024，公司在运煤电 8.4GW，分别位于上海、安徽和宁夏三地。其中，以上海为主，装机容量达到 5.03GW；其次为安徽，装机容量为 2.67GW；最后为宁夏，对应 0.7GW。此外，公司还有在运气电装机 3.43GW，均位于上海。公司布局在上海、安徽和宁夏的火电占比依次为 71%、23%和 6%。

图表 16: 公司在运火电装机明细 (截至 3Q24)

类型	布局	公司	持股比例	装机规模 (万千瓦)
控股煤电	上海	外高桥二电	40%	2×90=180
	上海	外高桥三电	40%	2×100=200
	上海	吴泾二电	51%	63+60=123
	安徽	淮北申皖	51%	2×66=132
	安徽	淮北申能	100%	135
	宁夏	吴忠热电	97.43%	2×35=70
控股气电	上海	崇明发电	100%	2×42.42=84.84
	上海	临港燃机	65%	2×40.3+2×42.3=165.2
	上海	奉贤热电	51%	45.85+46.67=92.52

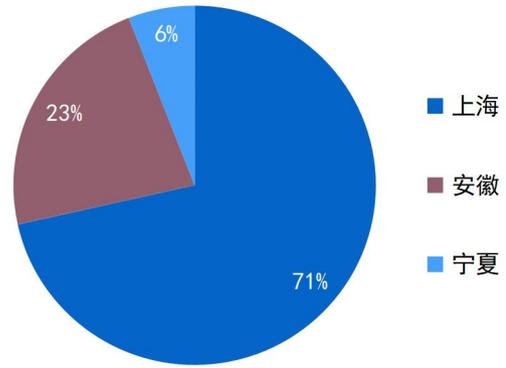
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (含合营公司外二, 共同控股均不并表)

图表 17: 公司在运控股火电装机布局 (分类型)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (含合营公司外二, 共同控股均不并表)

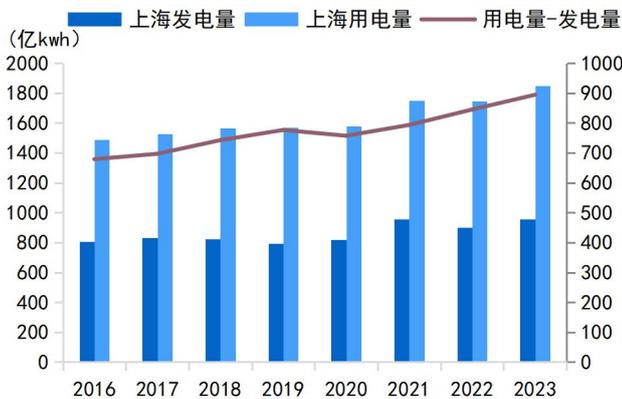
图表 18: 公司在运控股火电装机布局 (分区域)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (含合营公司外二, 共同控股均不并表)

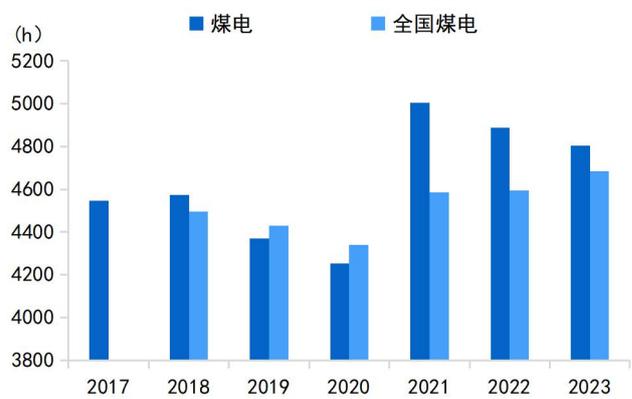
**上海用电需求旺盛, 区位优势突出保障机组高利用小时数。**公司地处中国经济最具活力和增长潜力的长江三角洲中心城市上海, 上海以及整个长三角地区的用电需求旺盛。2016-2023 年上海市用电量和发电量的差额持续增长, 从 678.72 亿千瓦时增长至 894.1 亿千瓦时。公司火电机组布局区域具有明显的区位优势, 保障机组高利用小时数。2021-2023 年公司煤电机组利用小时数分别高于全国煤电 419h、293h 和 118h。

图表 19: 上海用电需求旺盛



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 20: 21-23 年公司煤电利用小时数处于高位



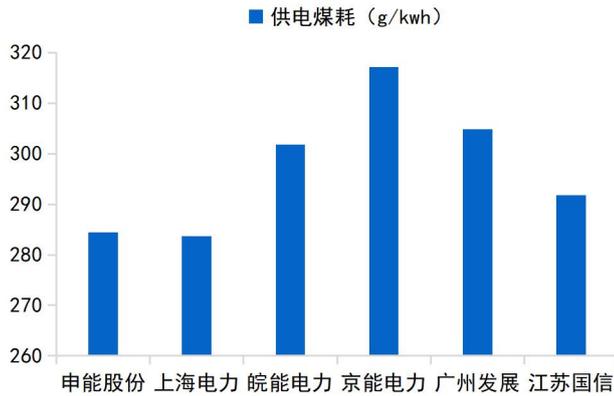
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

**供电煤耗低火电优质, 煤价均价下降电价高位利好盈利修复。**公司火电机组性能指标优越, 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\*100 万千瓦级机组及外高桥二发电的 2\*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 万千瓦机组额定负荷工况供电煤耗为 249.31 克/千瓦时, 达到全球领先水平, 成为燃煤发电行业新标杆。对比申能股份、上海电力、皖能电力、京能电力、广州发展和江苏国信的 2023 年供电煤耗指标, 公司处于同行较低水平。此外, 2024 年煤价均价同比回落, 截至 11 月底, 秦皇岛 5500 大卡煤价同比降低 11.03%。此外, 2024 年公司电量电价有望高位运行。据测算, 公司煤电机组对应容量电费约



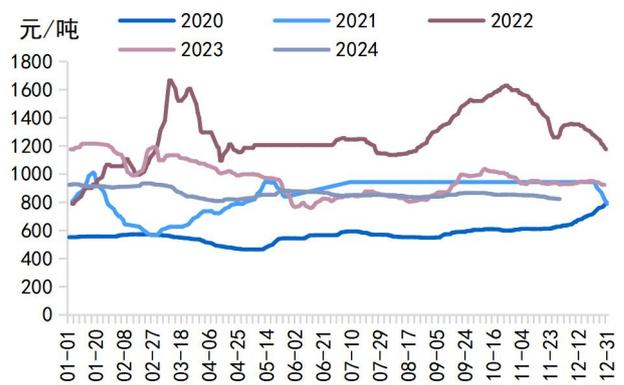
8.4 亿元。预计公司煤电机组盈利有望持续修复。

图表 21: 2023 年公司供电煤耗处于同行较低水平



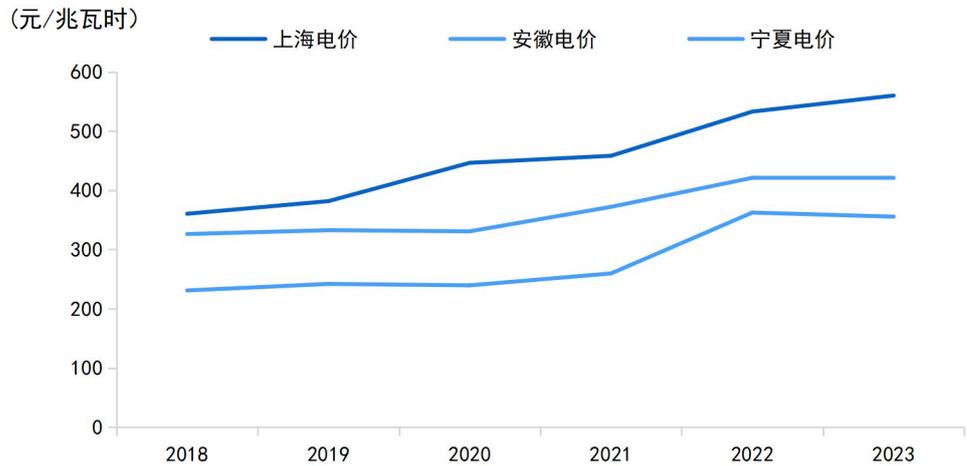
数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所 (京能电力是 22 年数据, 江苏国信取江苏数据)

图表 22: 2020 年至今秦皇岛 5500 大卡现货煤价



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 23: 2018-2023 年公司火电电价



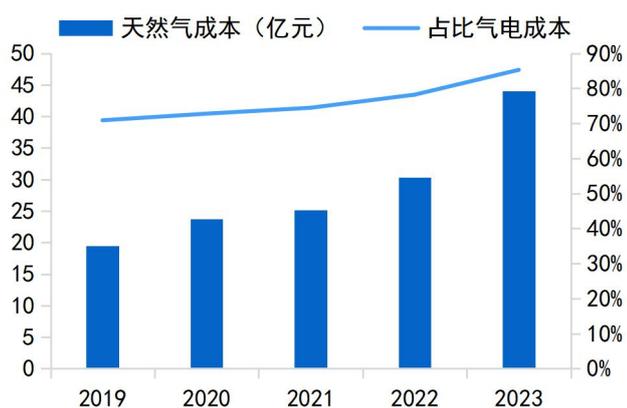
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

## 2.2 气电业务稳定, 旱涝保收

**气电业务盈利稳定, 旱涝保收。**公司共控股三个燃机公司, 分别是临港燃机、崇明发电和奉贤热电, 控股装机达合计 3.43GW。以申港燃机为例, 2019-2022 年, 子公司收入较为稳定, 2023 年收入明显增加, 或系因利用小时数增加。上海气电施行两部制电价、气电联动, 一定程度能够缓解气价对利润的影响。此外, 公司控股 50% 的上海天然气管网有限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, 天然气管网公司向控股股东持股 100% 的上海燃气有限公司提供管输服务, 收取管输费。公司并表单位上海石油天然气有限公司将其生产的天然气全部销售给上海燃气有限公司。公司并表各天然气发电厂向上海燃气有限公司采购天然气, 作为其发电燃料。受益于气电产业链的布局等, 2019-2022 年申港燃机净利润在 1.5-2 亿元之间波动, 盈利相对稳健。

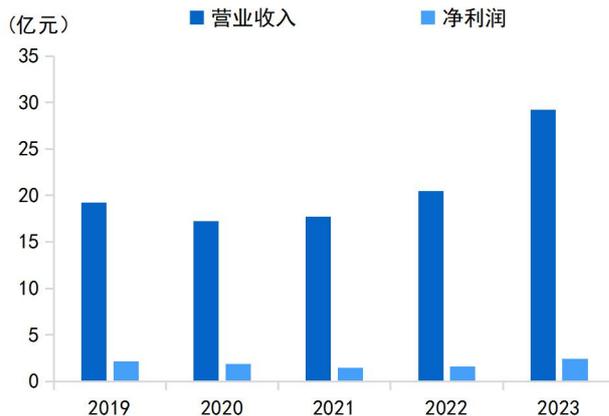


图表 24: 2019-2023 年公司的天然气成本



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 25: 2019-2023 年申港燃机的收入和净利润



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

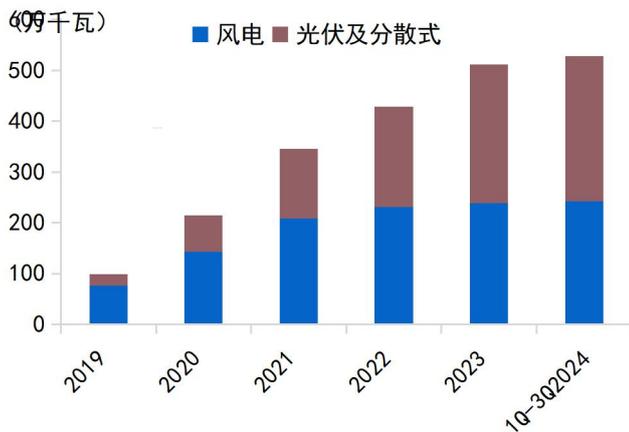


### 3 持续扩张新能源，积极开展油气业务

在运新能源装机 5.12GW，规划十四五新增 8-10GW。2019-2023 年，公司新能源装机持续增长，从 98.26 万千瓦增至 512.2 万千瓦，CAGR 高达 51.1%。公司规划十四五新增新能源装机 8-10GW。截至 3Q24，新能源装机达到 527.84 万千瓦。随着新能源装机规模持续增加，公司风光上网电量逐步提高。申能新能源投资、申能新能源（青海）和申能新能源（内蒙古）三家子公司合计净利润也从 2020 年的 5.68 亿元增至 12.19 亿元。

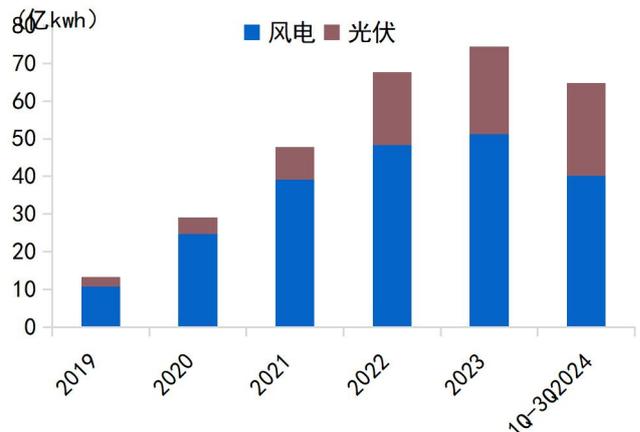
一方面，公司将加快新能源基地化、规模化开发转型，全力谋划开发新疆区域大基地项目，积极争取参与“蒙电入沪”配套新能源基地项目；另一方面，公司也会积极参与上海市内海风竞配。另外，公司海南 CZ2 海上风电（120 万千瓦）于 2024 年 1 月正式开工，项目如期推进。申能新疆塔城 200 万千瓦光伏项目和 135 万千瓦风电项目启动仪式已顺利举行。此外，公司也在积极推动储能项目落地，以及依托集团氢能的全产业链的布局优势，探索海风制氢基能源的可行性，推进合成绿色甲醇路线。

图表 26: 公司新能源装机容量

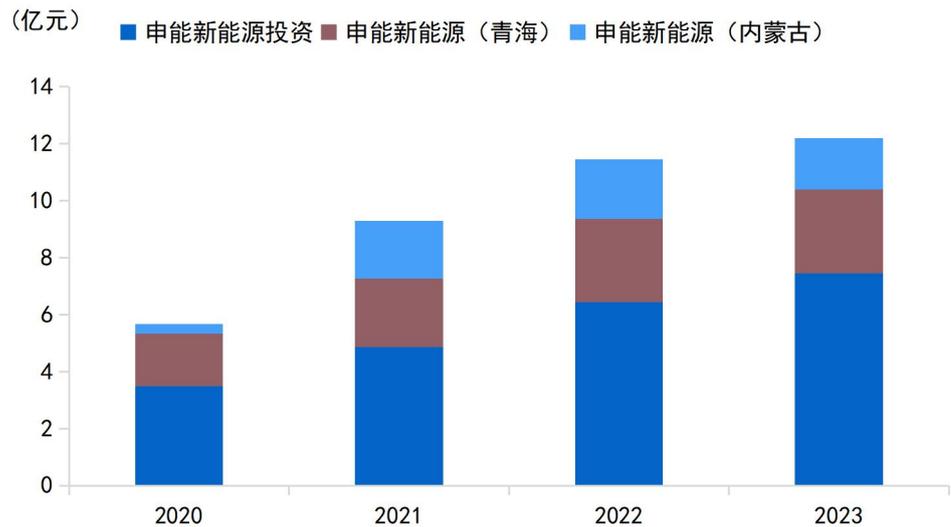


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27: 公司风光上网电量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

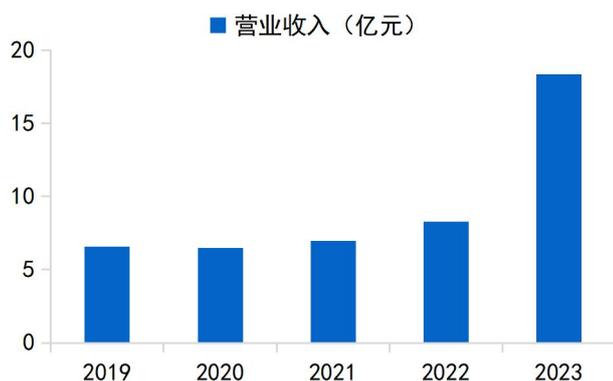

**图表 28: 2019-2023 年部分控股子公司净利润**


数据来源：公司公告，华福证券研究所

**积极开展油气业务，挖掘油气开发潜能。**公司秉承“电气并举”的发展战略，打通能源化工产业链供应链。公司积极开展油气业务，挖掘油气开发潜能。

上游勘探油气，海陆并举，三平工作取得进展。控股子公司上海石油天然气公司负责东海平湖油气田的勘探、开采及销售，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。平湖运用新技术，PH18、PH19 井钻探成果超预期，稳产增储有序推进；西湖气入沪顺利完成，为东海气输送能力的提升创造了条件，形成央地合作新机制。恩平完成石油合同签订，搭建联管会体系，成立深圳油气公司并稳健运作，扎实推进勘探评价研究，为实施勘探作业做好前期准备。柯坪完成第一阶段勘探总结。2023 年上海石油天然气公司营业收入达到 18.36 亿元，净利润为 3.23 亿元，业绩增幅明显，或系受益于勘探钻井成果超预期。

中游管网输送，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，具有唯一性和不可复制性。营业收入和净利润相对稳定，2020-2023 年营业收入在 15-16.5 亿元；净利润在 3.1-3.7 亿元之间波动。

**图表 29: 2019-2023 年油气公司营业收入**


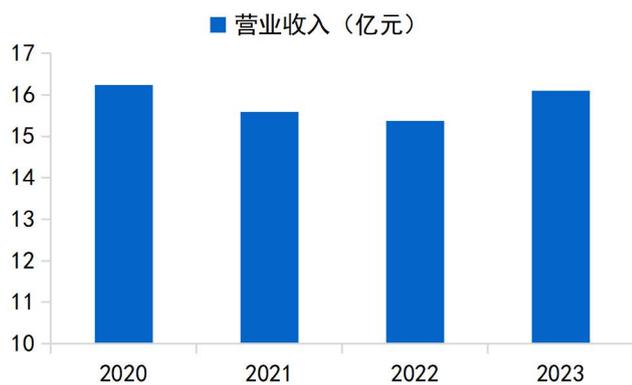
数据来源：公司公告，华福证券研究所

**图表 30: 2019-2023 年油气公司净利润**


数据来源：公司公告，华福证券研究所

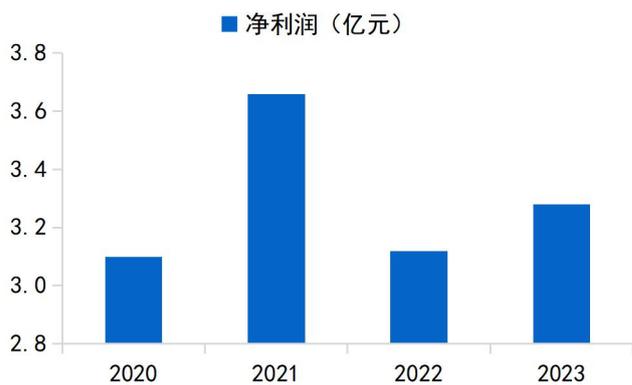


图表 31: 2019-2023 年管网公司营业收入



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 32: 2019-2023 年管网公司净利润



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 基于前文对火电和新能源装机的分析，根据公司目前正在建的装机量以及投产预期，假设 24-26 年火电暂无新增装机；风电新增 10/70/195 万千瓦；光伏新增 70/220/150 万千瓦。

(2) 根据机组投产节奏，假设 24/25/26 年火电机组的年平均利用小时数为 4020/3948/3948h；风电年平均利用小时数为 2192/2085/1843h；光伏年平均利用小时数为 849/796/847h。

(3) 假设公司在上海、安徽和宁夏的燃煤上网电价基本保持稳定，根据机组投产节奏，测算 24-26 年火电平均含税电价为 0.5423/0.5415/0.5415 元/kWh；考虑到新增投产机组平价上网，假设风电平均含税电价为 0.5365/0.5110/0.4808 元/kWh；光伏平均含税电价为 0.4527/0.4327/0.4177 元/kWh。

(4) 考虑到机组的投产节奏和电量增速预期等，假设 24-26 年电力板块折旧摊销增速为 10.79%、6.91%和 13.69%；燃料成本增速为-2.15%、-3.26%和 0.00%；其他成本增速为-4.96%、0.59%和 12.12%。

(5) 公司积极参股火电、新能源发电、核电、抽蓄企业等，增厚公司业绩。假设 24-26 年权益法核算的长期股权投资收益增速为 34.25%、0.22%和 4.01%；假设 24-26 年以公允价值计量的权益工具均为 8.57/6.59/6.59 亿元。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 2%、2%、6%，归母净利润增速分别为 17%、6%、7%，对应 EPS 分别为 0.83 元、0.87 元、0.94 元。

图表 33：公司业绩拆分预测表

		2023A	2024E	2025E	2026E
电力 (亿元)	收入	226.48	226.17	231.84	247.03
	YoY	7.11%	-0.14%	2.51%	6.55%
	成本	186.41	186.13	184.46	191.95
	毛利率	17.69%	17.70%	20.43%	22.30%
油气管输 (亿元)	收入	28.20	34.91	36.08	37.30
	YoY	23.52%	23.79%	3.35%	3.37%
	成本	20.40	25.13	25.98	26.85
	毛利率	27.66%	28.00%	28.00%	28.00%
煤炭 (亿元)	收入	30.13	30.43	30.12	30.43
	YoY	-35.19%	0.99%	-1.00%	1.00%
	成本	29.40	29.82	29.52	29.82
	毛利率	2.42%	2.00%	2.00%	2.00%



	收入	6.60	6.73	6.87	7.00
其他	YoY	459.32%	2.00%	2.00%	2.00%
(亿元)	成本	1.39	2.02	2.06	2.10
	毛利率	78.94%	70.00%	70.00%	70.00%
	收入	<b>291.42</b>	<b>298.24</b>	<b>304.91</b>	<b>321.75</b>
合计	YoY	<b>3.37%</b>	<b>2.34%</b>	<b>2.24%</b>	<b>5.52%</b>
(亿元)	成本	<b>237.61</b>	<b>243.11</b>	<b>242.02</b>	<b>250.72</b>
	毛利率	<b>18.46%</b>	<b>18.48%</b>	<b>20.62%</b>	<b>22.08%</b>

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 34：公司投资收益拆分

	2023A	2024E	2025E	2026E
权益法核算的长期股权投资(亿元)	6.53	8.76	8.78	9.13
投资收益-可供出售金融资产(亿元)	9.15	8.57	6.59	6.59
投资收益合计(亿元)	15.67	17.33	15.37	15.72

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 4.2 投资建议

我们选取了 A 股主要火电运营商浙能电力、江苏国信、皖能电力、上海电力、福能股份、广州发展、京能电力、建投能源作为可比上市公司。24 年可比公司平均 PE 为 11.48 倍。

火电板块受益于燃料成本回落，盈利修复；新能源持续扩张，贡献业绩新增量。公司业绩向好，注重股东回报分红可观。我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 298.23、304.90 和 321.75 亿元，归母净利润分别为 40.47、42.82 和 45.98 亿元，对应 PE 分别为 10.5/9.9/9.2 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 35：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600023.SH	浙能电力	5.57	0.49	0.58	0.63	0.69	9.48	9.56	8.82	8.12
002608.SZ	江苏国信	7.67	0.50	0.79	0.91	1.02	13.27	9.77	8.40	7.50
000543.SZ	皖能电力	8.06	0.63	0.83	0.99	1.08	9.93	9.52	7.98	7.37
600021.SH	上海电力	9.46	0.57	0.90	1.00	1.10	14.96	10.06	9.09	8.28
600483.SH	福能股份	9.78	1.03	1.10	1.18	1.30	8.01	9.42	8.76	7.95
600098.SH	广州发展	6.61	0.47	0.52	0.59	0.65	11.50	12.84	11.16	10.15
600578.SH	京能电力	3.66	0.13	0.25	0.29	0.35	22.56	14.87	12.84	10.44
000600.SZ	建投能源	5.17	0.09	0.33	0.44	0.48	53.75	15.80	11.95	10.72
平均值							17.93	11.48	9.88	8.81
600642.SH	申能股份	8.67	0.71	0.83	0.87	0.94	9.08	10.48	9.91	9.23

数据来源：iFind，华福证券研究所（截至 2024 年 12 月 5 日数据，数据参考同花顺一致预期）



## 5 风险提示

**项目投产不及预期风险：**若新建机组投产规模不及预期，则可能影响公司业绩表现。

**政策风险：**国家政策是项目持续扩张的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，则可能会对项目的推进造成一定影响。

**燃料价格高位运行导致成本高企的风险：**公司发电设备基本由燃煤机组和燃气机组构成，煤炭及天然气价格居高不下，燃料成本在公司营业成本中占比超过七成。煤炭去产能政策造成供应大幅下降，优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭供应，导致了电煤价格难以得到有效控制。

**电力市场竞争降低上网电价的风险：**随着电力体制改革的深入，电力市场竞争加剧，交易电量及价差扩大，拉低公司平均上网电价，降低营业收入。

**研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。



图表 36: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,829	16,288	12,444	8,044	营业收入	29,142	29,823	30,490	32,175
应收票据及账款	8,947	8,901	8,796	8,960	营业成本	23,761	24,311	24,202	25,072
预付账款	405	365	363	376	税金及附加	259	218	229	241
存货	997	1,216	1,210	1,254	销售费用	6	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	948	984	1,006	1,062
其他流动资产	1,492	1,579	1,617	1,684	研发费用	17	17	18	19
流动资产合计	23,670	28,348	24,429	20,317	财务费用	1,184	910	1,011	1,220
长期股权投资	8,967	9,416	9,887	10,381	信用减值损失	-17	-10	-10	-10
固定资产	44,336	43,821	48,128	58,965	资产减值损失	-25	-3	-3	-3
在建工程	2,644	2,244	7,244	8,144	公允价值变动收益	101	160	160	160
无形资产	429	467	519	558	投资收益	1,567	1,733	1,537	1,572
商誉	0	0	0	0	其他收益	306	300	300	300
其他非流动资产	14,163	14,547	14,953	15,367	<b>营业利润</b>	<b>4,899</b>	<b>5,563</b>	<b>6,009</b>	<b>6,581</b>
非流动资产合计	70,540	70,495	80,731	93,415	营业外收入	79	73	80	68
<b>资产合计</b>	<b>94,209</b>	<b>98,843</b>	<b>105,160</b>	<b>113,732</b>	营业外支出	86	52	69	61
短期借款	9,400	8,000	8,000	9,416	<b>利润总额</b>	<b>4,891</b>	<b>5,584</b>	<b>6,021</b>	<b>6,589</b>
应付票据及账款	6,750	6,807	6,777	7,020	所得税	585	726	843	988
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>4,306</b>	<b>4,858</b>	<b>5,178</b>	<b>5,601</b>
合同负债	326	298	305	322	少数股东损益	710	811	896	1,003
其他应付款	375	375	375	375	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,596</b>	<b>4,047</b>	<b>4,282</b>	<b>4,598</b>
其他流动负债	7,191	7,483	7,566	7,730	EPS (按最新股本摊薄)	0.71	0.83	0.87	0.94
流动负债合计	24,043	22,963	23,023	24,864					
长期借款	19,425	22,925	26,425	29,925					
应付债券	2,100	2,100	2,100	2,100					
其他非流动负债	7,339	7,463	7,589	7,719					
非流动负债合计	28,864	32,487	36,114	39,744					
<b>负债合计</b>	<b>52,907</b>	<b>55,450</b>	<b>59,137</b>	<b>64,608</b>					
归属母公司所有者权益	33,538	35,414	37,641	40,135					
少数股东权益	7,765	7,979	8,382	8,990					
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,303</b>	<b>43,393</b>	<b>46,023</b>	<b>49,125</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>94,209</b>	<b>98,843</b>	<b>105,160</b>	<b>113,732</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,345</b>	<b>7,416</b>	<b>8,438</b>	<b>9,511</b>
现金收益	8,721	9,427	10,027	11,129
存货影响	484	-219	5	-44
经营性应收影响	-690	89	110	-174
经营性应付影响	402	57	-30	244
其他影响	-1,572	-1,938	-1,674	-1,644
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,312</b>	<b>-2,584</b>	<b>-13,136</b>	<b>-15,944</b>
资本支出	-6,283	-2,781	-13,197	-16,085
股权投资	-368	-448	-471	-494
其他长期资产变化	3,339	645	532	635
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3,170</b>	<b>-373</b>	<b>854</b>	<b>2,033</b>
借款增加	6,117	2,138	3,539	4,955
股利及利息支付	-2,055	-3,544	-3,727	-3,952
股东融资	24	0	0	0
其他影响	-7,255	1,033	1,041	1,029

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	3.4%	2.3%	2.2%	5.5%
EBIT 增长率	123.3%	6.9%	8.3%	11.1%
归母公司净利润增长率	219.5%	17.0%	5.8%	7.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.5%	18.5%	20.6%	22.1%
净利率	14.8%	16.3%	17.0%	17.4%
ROE	8.7%	9.3%	9.3%	9.4%
ROIC	10.1%	10.1%	10.1%	10.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.2%	56.1%	56.2%	56.8%
流动比率	1.0	1.2	1.1	0.8
速动比率	0.9	1.2	1.0	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	104	107	104	99
存货周转天数	19	16	18	18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.71	0.83	0.87	0.94
每股经营现金流	1.50	1.52	1.72	1.94
每股净资产	6.85	7.24	7.69	8.20
<b>估值比率</b>				
P/E	12	10	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	30	28	26	23

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn