

申能股份 (600642.SH)

持有 (维持评级)

5%股息率凸显投资价值, 25 年新能源有望高速扩张

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布了 2024 年年报和 2025 年一季报, 2024 年公司实现营业收入 296.19 亿元, 同比增加 1.64%; 归属于母公司股东的净利润 39.44 亿元, 同比增长 14.04%。分季度看, 4Q2024 单季度营业收入 72.47 亿元, 同比下降 0.08%; 归属于母公司股东的净利润 6.64 亿元, 同比下降 30.54%。1Q2025 单季度营业收入 73.37 亿元, 同比下降 9.09%; 归属于母公司股东的净利润 10.11 亿元, 同比下降 12.82%。

➤ **24 年归母净利润同比增长 14%, 1Q25 归母净利润同比下降 13%:** 2024 年公司控股上网电量 (不含外二) 同比增长 6.96%, 上网电价同比下降 3.11%, 公司全年营收同比增长 1.64%。受益于燃料成本的下行, 公司参控股火电机组盈利持续好转, 24 年对联营企业和合营企业的投资收益同比增幅高达 53%, 24 年全年归母净利润实现同比增长 14.04%。2024 年, 公司拟每 10 股派发现金红利 4.50 元 (含税), 合计拟分配现金红利 22.02 亿元 (含税), 占 24 年归母净利润的 55.84%, 对应股息率约 5.1%。1Q2025, 公司控股发电量 (不含外二) 同比下降 4.36%, 电价同比下降 2.72%, 量价齐跌, 1Q25 公司营收同比下降 9.09%。1Q25 归母净利润同比下降 1.49 亿元, 对应降幅 12.82%, 我们认为或主要系 1Q25 公允价值变动净收益同比下降 1.49 亿元所致。

➤ **24 年火电盈利修复改善业绩, 1Q25 煤电成本下行对冲电价压力:** 2024 年公司火电上网电量 (不含外二) 同比增加 5.80%, 收入同比增长 2.52%。受益于燃料成本的下行, 24 年煤电毛利润同比增长 49.58%; 气电毛利润同比增长 2.00%。以吴泾第二、外三、淮北申皖为例, 24 年净利润分别增长 209%、71%、342%, 度电净利润分别达到 0.017 元、0.051 元和 0.041 元。1Q25, 公司火电上网电量 (不含外二) 同比下降 7.2%。1Q25, 秦皇岛港市场煤价有所下降, 一定程度可以缓解电价下降对煤电机组盈利的压力。

➤ **24 年风光毛利分别同比增长 6%/13%, 预计 25 年公司新能源装机将高速扩张:** 2024 年公司风电上网电量同比增长 3.41%, 毛利同比增长 5.89%; 光伏上网电量同比增长 33.18%, 毛利同比增长 12.77%。受益于电量增长, 公司新能源板块业绩稳步增长。1Q25, 海南 CZ2 海上风电项目 60 万千瓦投产。截至 1Q25, 公司控股风电 342.52 万千瓦; 光伏发电 244.06 万千瓦; 分布式供电 81.37 万千瓦。公司还有在建申能新疆塔城和布克赛尔县 200 万千瓦光伏和申能新疆塔城托里县 135 万千瓦风电, 储备临港 1#49.95 万千瓦海上光伏, 其中 200 万千瓦光伏我们预计有望 25 年投产。预计 25 年公司新能源装机将高增, 实现高速扩张。

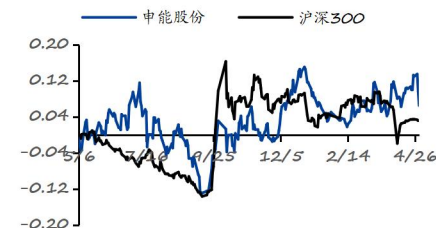
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们调整电价、煤价、利用小时数等假设, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 41.03、42.04、44.68 亿元 (2025-2026 年原值为 38.97、39.79 亿元), 对应 PE 分别为 10.5/10.3/9.7 倍。维持“持有”评级。

➤ **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	2025-04-30
收盘价:	8.82 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)	43,033.14
每股净资产 (元)	7.48
资产负债率 (%)	53.15
一年内最高/最低价 (元)	9.67/7.10

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn
研究助理: 闫燕燕(S0210123070115)
yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、24 年发电量增长 6.4%, 电价同比下降 2.3%——2025.01.18
- 2、电气并举盈利稳健, 高分红献优渥回报——2024.12.05

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	29,142	29,619	29,343	29,839	30,737
增长率	3%	2%	-1%	2%	3%
净利润 (百万元)	3,459	3,944	4,103	4,204	4,468
增长率	220%	14%	4%	2%	6%
EPS (元/股)	0.71	0.81	0.84	0.86	0.91
市盈率 (P/E)	12.5	10.9	10.5	10.3	9.7
市净率 (P/B)	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,956	7,336	7,460	7,684	营业收入	29,619	29,343	29,839	30,737
应收票据及账款	9,974	9,584	9,449	9,426	营业成本	23,812	23,496	23,552	23,921
预付账款	250	323	285	310	税金及附加	302	261	265	273
存货	1,187	1,078	1,127	1,121	销售费用	6	6	6	7
合同资产	0	0	0	0	管理费用	998	972	997	1,023
其他流动资产	2,116	1,878	2,018	2,016	研发费用	22	22	22	23
流动资产合计	27,482	20,200	20,340	20,557	财务费用	1,097	962	1,214	1,340
长期股权投资	9,379	9,566	9,758	9,953	信用减值损失	9	-10	-10	-10
固定资产	46,293	51,571	62,704	68,682	资产减值损失	0	-3	-3	-3
在建工程	5,874	10,374	11,374	4,874	公允价值变动收益	461	260	274	274
无形资产	439	480	505	530	投资收益	1,601	1,607	1,585	1,580
商誉	0	0	0	0	其他收益	221	264	264	264
其他非流动资产	12,199	12,371	12,535	12,705	营业利润	5,674	5,743	5,891	6,256
非流动资产合计	74,184	84,362	96,876	96,745	营业外收入	75	81	69	76
资产合计	101,666	104,562	117,216	117,301	营业外支出	65	76	71	73
短期借款	8,049	9,301	14,781	8,763	利润总额	5,684	5,748	5,890	6,259
应付票据及账款	6,971	6,777	6,844	6,925	所得税	767	805	825	876
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,916	4,943	5,065	5,383
合同负债	325	293	298	307	少数股东损益	840	840	861	915
其他应付款	351	351	351	351	归属母公司净利润	4,076	4,103	4,204	4,468
其他流动负债	11,375	9,376	10,411	10,067	EPS (按最新股本摊薄)	0.81	0.84	0.86	0.91
流动负债合计	27,070	26,097	32,686	26,414	主要财务比率				
长期借款	20,758	24,258	27,758	31,258		2024A	2025E	2026E	2027E
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	成长能力				
其他非流动负债	6,912	7,030	7,151	7,276	营业收入增长率	1.6%	-0.9%	1.7%	3.0%
非流动负债合计	28,671	32,288	35,909	39,534	EBIT 增长率	11.6%	-1.0%	5.9%	7.0%
负债合计	55,741	58,386	68,595	65,948	归母公司净利润增长率	14.0%	4.0%	2.5%	6.3%
归属母公司所有者权益	37,766	37,467	39,235	41,219	获利能力				
少数股东权益	8,159	8,710	9,385	10,135	毛利率	19.6%	19.9%	21.1%	22.2%
所有者权益合计	45,925	46,176	48,620	51,354	净利率	16.6%	16.8%	17.0%	17.5%
负债和股东权益	101,666	104,562	117,216	117,301	ROE	8.9%	8.9%	8.6%	8.7%
现金流量表					ROIC	10.4%	9.6%	8.7%	9.3%
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	7,164	6,353	10,013	9,782	资产负债率	54.8%	55.8%	58.5%	56.2%
现金收益	9,572	9,773	10,792	11,892	流动比率	1.0	0.8	0.6	0.8
存货影响	-190	108	-49	6	速动比率	1.0	0.7	0.6	0.7
经营性应收影响	-871	319	176	3	营运能力				
经营性应付影响	196	-194	67	81	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
其他影响	-1,543	-3,653	-974	-2,200	应收账款周转天数	115	120	115	110
投资活动现金流	-4,736	-15,163	-15,871	-3,905	存货周转天数	17	17	17	17
资本支出	-8,755	-13,687	-16,672	-4,672	每股指标 (元)				
股权投资	-411	-188	-191	-195	每股收益	0.81	0.84	0.86	0.91
其他长期资产变化	4,431	-1,288	992	962	每股经营现金流	1.46	1.30	2.05	2.00
融资活动现金流	-379	2,189	5,982	-5,652	每股净资产	7.72	7.66	8.02	8.42
借款增加	-779	4,794	9,023	-2,475	估值比率				
股利及利息支付	-3,431	-4,024	-4,286	-4,592	P/E	11	11	10	10
股东融资	2,234	0	0	0	P/B	1	1	1	1
其他影响	1,597	1,419	1,245	1,415	EV/EBITDA	77	75	68	62

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：hfyjs@hfzq.com.cn