

公司研究

绿电板块持续扩张，高股息率彰显投资性价比

——申能股份（600642.SH）2024 年年报暨 2025 年一季度报点评

要点

事件：公司发布 2024 年及 2025 年一季度业绩。2024 年，公司实现营收 296.19 亿元，同比+1.64%；归母净利润 39.44 亿元，同比+14.04%。2025 年一季度，公司实现营收 73.37 亿元，同比-9.09%；归母净利润 10.11 亿元，同比-12.82%。
24 年全年发电量提升，公司煤电盈利边际改善显著。公司 24 年完成发电量 586.23 亿千瓦时，同比+6.4%。其中，煤电/气电/风电/光伏分别完成 416.05（若剔除共同控股外二发电站，煤电发电量为 321.30 亿千瓦时，同比+3.4%）/84.42/54.81/30.94 亿千瓦时，分别同比+3.5%/+17.6%/+4.3%/+24.9%。其中，新能源板块发电提升主要受益于装机容量的扩张；截至 2024 年底，风电、光伏装机容量分别为 282.5/244.1 万千瓦，分别同比+18.36%/+14.53%；同期利用小时数分别为 2232/1058 小时，同比-31/-117 小时。煤电板块，24 年公司煤电燃料成本为 89.31 亿元，对应度电燃料成本 0.278 元/千瓦时，同比-1.9 分/千瓦时；同期煤电上网电价为 0.439 元/千瓦时（除税），同比基本持平。公司煤电盈利边际有所改善，24 年煤电毛利率同比+4.89pct 达 15.57%。另外，公司 24 年实现公允价值变动净收益 4.61 亿元，同比+3.60 亿元，系公司归母净利润增速远超营收增速的重要原因。

25Q1 发电量有所下滑，公允价值变动净收益同比下降导致公司同期业绩承压。公司 25Q1 完成发电量 144.26 亿千瓦时，同比-7.2%。其中，煤电/气电/风电/光伏分别完成 99.02（若剔除共同控股外二发电站，煤电发电量为 77.45 亿千瓦时，同比-9.95%）/22.04/16.00/7.20 亿千瓦时，分别同比-12.5%/+3.9%/+5.6%/+22.0%。另外，25Q1 上网电价均价 0.501 元/千瓦时（含税），同比-0.014 元/千瓦时（含税）。我们认为动力煤价格下行有望对冲电价下降影响，公司煤电业务度电盈利保持相对稳定。公司业绩同比下降的重要原因系公允价值变动净收益同比-1.5 亿元，达 1.69 亿元。

公司绿电持续扩张，股利支付率近年均处于较高水平。25Q1 投产海南海上风电项目 60 万千瓦项目；取得新疆塔城 335 万千瓦风电、光伏项目建设指标，另有 140 万千瓦风电项目正在推进备案；市内海上风电项目取得重要进展。2025 年 1 月成功获得临港 1#海上光伏项目建设指标。公司重视投资者回报，24 年公司拟派发红利 0.45 元/股，共计 22.02 亿元（含税），占 24 年度公司归母净利润比例为 55.84%，对应当下股息率为 5.1%（2025.04.30）。

盈利预测、估值与评级：我们基本维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 40.24/42.39/43.70 亿元，折合 EPS 分别为 0.82/0.87/0.89 元，对应 PE 为 11/10/10 倍。**公司基本面将持续向好，维持“增持”评级。**

风险提示：动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，电价改革进展低预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,142	29,619	30,012	30,802	30,870
营业收入增长率	3.36%	1.64%	1.32%	2.63%	0.22%
归母净利润（百万元）	3,459	3,944	4,024	4,239	4,370
归母净利润增长率	219.52%	14.04%	2.02%	5.34%	3.08%
EPS（元）	0.71	0.81	0.82	0.87	0.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.31%	10.44%	10.16%	10.19%	10.01%
P/E	12	11	11	10	10
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

增持（维持）

当前价：8.82 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

songlichao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	48.94
总市值(亿元):	431.66
一年最低/最高(元):	7.10/9.67
近 3 月换手率:	28.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.40	3.80	3.45
绝对	-4.75	3.16	6.53

资料来源：Wind

相关研报

煤电盈利改善显著，24H1 业绩符合预期——申能股份（600642.SH）2024 年中报点评（2024-09-02）

煤电盈利改善显著叠加投资收益贡献，24Q1 业绩超预期——申能股份（600642.SH）2023 年年报暨 2024 年第一季度报点评（2024-05-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,142	29,619	30,012	30,802	30,870
营业成本	23,761	23,812	23,958	24,236	24,194
折旧和摊销	3,224	3,551	4,176	4,445	4,705
税金及附加	259	302	306	314	315
销售费用	6	6	6	7	7
管理费用	948	998	1,012	1,038	1,041
研发费用	17	22	22	23	23
财务费用	1,184	1,097	1,275	1,406	1,418
投资收益	1,567	1,601	1,600	1,600	1,600
营业利润	4,762	5,542	5,684	5,988	6,173
利润总额	4,754	5,552	5,694	5,998	6,183
所得税	585	767	787	829	855
净利润	4,169	4,785	4,907	5,169	5,329
少数股东损益	710	840	883	930	959
归属母公司净利润	3,459	3,944	4,024	4,239	4,370
EPS(元)	0.71	0.81	0.82	0.87	0.89

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,345	7,164	8,266	8,830	9,419
净利润	3,459	3,944	4,024	4,239	4,370
折旧摊销	3,224	3,551	4,176	4,445	4,705
净营运资金增加	2,660	-2,130	278	563	65
其他	-1,999	1,799	-212	-418	280
投资活动产生现金流	-3,312	-4,736	-8,528	-7,450	-2,575
净资本支出	-3,894	-6,013	-6,117	-9,250	-4,375
长期投资变化	8,967	9,379	-200	-200	-200
其他资产变化	-8,385	-8,101	-2,211	2,000	2,000
融资活动现金流	-3,170	-379	448	-1,008	-6,812
股本变化	-15	0	0	0	0
债务净变化	6,117	-779	3,925	2,612	-3,062
无息负债变化	-4,949	3,613	-4,162	94	-12
净现金流	865	2,050	185	372	32

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.5%	19.6%	20.2%	21.3%	21.6%
EBITDA 率	26.5%	27.9%	30.6%	32.3%	33.4%
EBIT 率	15.4%	15.9%	16.7%	17.8%	18.1%
税前净利润率	16.3%	18.7%	19.0%	19.5%	20.0%
归母净利润率	11.9%	13.3%	13.4%	13.8%	14.2%
ROA	4.4%	4.7%	4.7%	4.7%	4.9%
ROE (摊薄)	10.3%	10.4%	10.2%	10.2%	10.0%
经营性 ROIC	6.3%	6.4%	6.2%	6.3%	6.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	56%	55%	53%	53%	50%
流动比率	0.98	1.02	0.95	0.98	1.15
速动比率	0.94	0.97	0.91	0.94	1.10
归母权益/有息债务	0.96	1.11	1.04	1.03	1.16
有形资产/有息债务	2.68	2.97	2.72	2.69	2.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	94,209	101,666	104,134	109,796	109,719
货币资金	11,829	13,956	14,141	14,513	14,546
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8,931	9,951	10,083	10,348	10,371
应收票据	16	23	23	24	24
其他应收款 (合计)	74	233	234	237	237
存货	997	1,187	1,194	1,208	1,206
其他流动资产	1,417	1,883	1,883	1,883	1,883
流动资产合计	23,670	27,482	27,809	28,466	28,519
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	8,967	9,379	9,579	9,779	9,979
固定资产	44,336	46,293	47,711	49,857	50,287
在建工程	2,644	5,874	5,384	6,392	4,946
无形资产	429	439	417	396	376
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	139	139	139	139	139
非流动资产合计	70,540	74,184	76,325	81,330	81,200
总负债	52,907	55,741	55,504	58,210	55,136
短期借款	9,400	8,049	10,139	9,976	5,602
应付账款	6,750	6,971	7,014	7,095	7,083
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,897	5,684	5,684	5,684	5,684
流动负债合计	24,043	27,070	29,209	29,140	24,754
长期借款	19,425	20,758	22,594	25,369	26,681
应付债券	2,100	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	819	852	852	852	852
非流动负债合计	28,864	28,671	26,295	29,070	30,382
股东权益	41,303	45,925	48,630	51,586	54,583
股本	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894
公积金	20,070	20,313	20,313	20,313	20,313
未分配利润	8,359	10,092	11,914	13,939	15,978
归属母公司权益	33,538	37,766	39,588	41,613	43,652
少数股东权益	7,765	8,159	9,042	9,972	10,932

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用率	3.25%	3.37%	3.37%	3.37%	3.37%
财务费用率	4.06%	3.70%	4.25%	4.57%	4.59%
研发费用率	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
所得税率	12%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.40	0.45	0.45	0.48	0.49
每股经营现金流	1.50	1.46	1.69	1.80	1.92
每股净资产	6.85	7.27	7.64	8.05	8.47
每股销售收入	5.95	6.05	6.13	6.29	6.31

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	11	11	10	10
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.2	10.2	9.8	9.4	9.0
股息率	4.5%	5.1%	5.1%	5.4%	5.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP