

2025 年 05 月 19 日

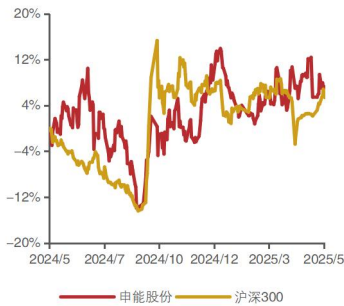
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 05 月 16 日
收盘价 (元)	8.97
一年内最高/最低 (元)	9.67/7.10
总市值 (百万元)	43,900.03
流通市值 (百万元)	43,764.99
总股本 (百万股)	4,894.09
资产负债率 (%)	53.15
每股净资产 (元/股)	7.48

资料来源：聚源数据

申能股份(600642. SH)

——2024 年业绩稳健 2025Q1 受非经常性损益拖累

投资要点：

- **事件：公司发布 2024 年年报与 2025 年一季报。**其中，2024 年实现营业收入 296.19 亿元，同比增长 1.64%，实现归母净利润 39.44 亿元，同比增长 14.04%。2025 年一季度实现营业收入 73.37 亿元，同比减少 9.09%；归母净利润 10.11 亿元，同比下降 12.82%。
- **煤电利用小时数再次攀升，体现公司高参数机组优势以及华东电力供需格局偏紧。**公司 2024 年实现煤电发电量 416.05 亿千瓦时，同比增长 3.5%，煤电利用小时数达到 4953 小时，同比增长 150 小时；气电实现发电量 84.42 亿千瓦时，同比增长 17.6%，气电利用小时数达到 2464 小时，同增 337 小时，均主要受益于上海全社会用电量增长。
- **新能源装机量稳步增长，利用小时数受天气影响略有下滑。**公司 2024 年实现风电发电量 54.81 亿千瓦时，同比增长 4.3%；光伏及分布式实现发电量 30.94 亿千瓦时，同比增长 24.9%。新能源发电量增长主要受益于新增装机。截至 2024 年底，公司控股装机 1795.5 万千瓦，其中煤电 840 万千瓦（与上年持平），气电 343 万千瓦（与上年持平），风电 283 万千瓦（同比增加 44 万千瓦），光伏 244 万千瓦（同比增加 31 万千瓦）。2024 年公司风电利用小时数 2232 小时，同比下降 31 小时，光伏利用小时数 1058 小时，同比下降 117 小时。火电业务贡献主要利润，主要系燃料成本下降，公司 2024 年燃煤成本同比下降 3.17%。
- **2025 年一季度归母净利润同比下滑，主要系煤电机组检修以及公允价值变动损益影响。**公司 2025 年一季度实现归母净利润 10.11 亿元，同比减少 12.82%；扣非归母净利润 8.71 亿元，同比减少 2.27%。归母净利润下滑一方面是机组检修因素，公司 2025 年一季度煤电实现发电量 99.02 亿千瓦时，同比减少 12.5%；另一方面系公允价值变动损益的同比影响，2024 年一季度公允价值变动损益为 3.19 亿元，2025 年一季度为 1.69 亿元。
- **从投资的角度，公司最大的亮点在于长期业绩稳定，可预测性较强。**公司火电机组具备大规模、低煤耗特征，机组主要位于上海区域享受电价韧性、煤价弹性、供需偏紧，业绩可预测性位于火电板块前列，有望在短期享受电价稳定性、中长期在电力市场化进程中获益。短期内上海无新增煤电，新能源资源匮乏，无新投特高压，享受上海地区偏紧的电力供需格局；同时考虑到上海三产占比较高，电价承受力或许优于全国平均水平，电价政策或稳定推进。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 40.66、42.50 和 43.55 亿元，对应 PE 11、10、10 倍。公司所在区域电价政策稳定，盈利预测准确较强，在火电板块中具备长期投资价值，公司 2024 年分红政策为每 10 股派息 4.5 元，分红比例 56.27%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价大幅上行；电价政策出现不利调整；长三角用电需求波动。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,142	29,619	29,164	30,222	30,577
同比增长率（%）	3.36%	1.64%	-1.54%	3.63%	1.18%
归母净利润（百万元）	3,459	3,944	4,066	4,250	4,355
同比增长率（%）	219.52%	14.04%	3.10%	4.52%	2.47%
每股收益（元/股）	0.71	0.81	0.83	0.87	0.89
ROE（%）	10.31%	10.44%	9.72%	9.22%	8.63%
市盈率（P/E）	12.69	11.13	10.80	10.33	10.08

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,956	14,582	15,111	15,289
应收票据及账款	9,974	9,044	9,371	9,482
预付账款	250	410	425	430
其他应收款	233	117	122	123
存货	1,187	1,174	1,175	1,185
其他流动资产	1,883	1,597	1,655	1,674
流动资产总计	27,482	26,924	27,858	28,183
长期股权投资	9,379	10,279	11,279	12,479
固定资产	50,743	53,378	59,596	63,297
在建工程	5,961	6,191	4,000	4,000
无形资产	439	419	399	379
长期待摊费用	115	107	98	90
其他非流动资产	7,547	7,547	7,547	7,547
非流动资产合计	74,184	77,920	82,919	87,792
资产总计	101,666	104,843	110,778	115,975
短期借款	8,049	9,530	10,306	10,119
应付票据及账款	6,971	6,414	6,420	6,476
其他流动负债	12,050	9,054	9,086	9,167
流动负债合计	27,070	24,999	25,812	25,762
长期借款	25,970	26,320	26,320	26,320
其他非流动负债	2,701	2,701	2,701	2,701
非流动负债合计	28,671	29,021	29,021	29,021
负债合计	55,741	54,019	54,833	54,783
股本	4,894	4,894	4,894	4,894
资本公积	4,756	4,756	4,756	4,756
留存收益	28,116	32,183	36,433	40,788
归属母公司权益	37,766	41,833	46,083	50,438
少数股东权益	8,159	8,991	9,862	10,754
股东权益合计	45,925	50,824	55,945	61,192
负债和股东权益合计	101,666	104,843	110,778	115,975

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,785	2,893	3,473	3,485
折旧与摊销	3,775	3,584	4,000	4,327
财务费用	1,097	1,195	1,248	1,260
投资损失	-1,601	-1,700	-1,800	-2,000
营运资金变动	-744	-2,369	-368	-10
其他经营现金流	-147	1,960	2,060	2,260
经营性现金净流量	7,164	5,563	8,613	9,321
投资性现金净流量	-4,736	-5,574	-7,612	-7,697
筹资性现金净流量	-379	636	-472	-1,447
现金流量净额	2,050	626	529	178

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,619	29,164	30,222	30,577
营业成本	23,812	23,265	23,286	23,488
税金及附加	302	297	308	312
销售费用	6	6	6	6
管理费用	998	983	1,019	1,031
研发费用	22	21	22	22
财务费用	1,097	1,195	1,248	1,260
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	9	8	9	9
其他经营损益	-132	0	0	0
投资收益	1,601	1,700	1,800	2,000
公允价值变动损益	461	400	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	221	251	251	251
营业利润	5,542	5,755	6,392	6,719
营业外收入	75	65	65	65
营业外支出	65	56	56	56
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,552	5,764	6,401	6,727
所得税	767	865	1,280	1,480
净利润	4,785	4,899	5,121	5,247
少数股东损益	840	833	871	892
归属母公司股东净利润	3,944	4,066	4,250	4,355
EPS(元)	0.81	0.83	0.87	0.89

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	1.64%	-1.54%	3.63%	1.18%
营业利润增长率	16.39%	3.85%	11.07%	5.11%
归母净利润增长率	14.04%	3.10%	4.52%	2.47%
经营现金流增长率	-2.46%	-22.35%	54.81%	8.23%
盈利能力				
毛利率	19.61%	20.23%	22.95%	23.19%
净利率	16.15%	16.80%	16.94%	17.16%
ROE	10.44%	9.72%	9.22%	8.63%
ROA	3.88%	3.88%	3.84%	3.76%
估值倍数				
P/E	11.13	10.80	10.33	10.08
P/S	1.48	1.51	1.45	1.44
P/B	1.23	1.11	1.00	0.91
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	8	8	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。