



申能股份 (600642.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

煤电毛利持续提升,少数股东损益暂升

业绩简评

8 月 29 日公司披露 25 年半年报, 1H25 实现营收 129.6 亿元, 同比-5.3%; 实现归母净利润 20.8 亿元, 同比-5.2%。其中, 2Q25 实现营收 56.2 亿元, 同比+0.2%; 实现归母净利润 10.7 亿元, 同比+3.3%。

经营分析

机组检修+电力消费结构调整, 1H25 发电量同比-1.7%、各类电源表现分化。 2Q25 上海用电增速达 9.3%, 环比大幅提升 7.8pcts。用电需求改善带动公司 2025 发电量同比+6.1%、增速由负转正, 其中煤电/气电/风电/光伏及分布式发电量分别同比增长 1.4%/2.5%/37.4%/7.4%。公司海南 CZ2 海上风电项目于 1Q25 投产, 代工风电发电量同比高增; 气电发电量小幅增长, 主因发电用气安排增加。1Q25/2Q25 公司煤电发电量分别同比-12.5%/+1.4%, 主因: 1) 外来电量增长叠加用电需求疲软, 挤压 Q1 火电发电空间; 2) 公司两座电厂安排机组检修, 致使有效产能减少。考虑到汛期来水较去年同期偏枯, 叠加高温天气的影响和公司机组检修营销小腿, 预计公司发电量增速有望延续环比提升趋势。

电价降幅小于燃料成本降幅, 煤电业绩持续改善。 受益于上海市电力供需持续偏紧和良好的发电侧竞争格局, 公司 1H25 平均上网电价约 504 元/MWh, 同比仅-7 元/MWh、环比+3 元/MWh。而 2Q25 北港 Q5500 市场煤价同比-214 元/吨、环比-90 元/吨, 带动公司平均耗用标煤价同比下降 143 元/吨至 841 元/吨, 煤电业务毛利率同比提升 6.9pcts 至 21.4%, 度电毛利达约 70 元/MWh。

2025 少数股东损益同比增长约 67%, 或因 1H25 停机检修机组持股比例较高。 1H25 上海吴泾第二发电有限责任公司#1、淮北申能发电有限公司#3 机组安排检修, 导致发电量同比降幅较大。公司对前述两家子公司的持股比例分别为 51%和 100%, 导致煤机平均持股比例被摊薄。2Q25 少数股东损益达约 2.5 亿, 同比增加近 1 亿元。伴随机组检修结束, 下半年少数股东损益占比有望恢复常值。

盈利预测、估值与评级

预计公司 25~27 年分别实现营收 290.3/280.4/285.7 亿元, 实现归母净利 42.7/42.4/44.8 亿元, 对应 EPS 分别为 0.87/0.87/0.91 元, 现价对应 PE 估值分别为 9/9/9 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

电力需求、煤价下行程度、电力市场化改革进展、其他非流动金融资产持有期间的投资收益不及预期等。

公共事业与环保组

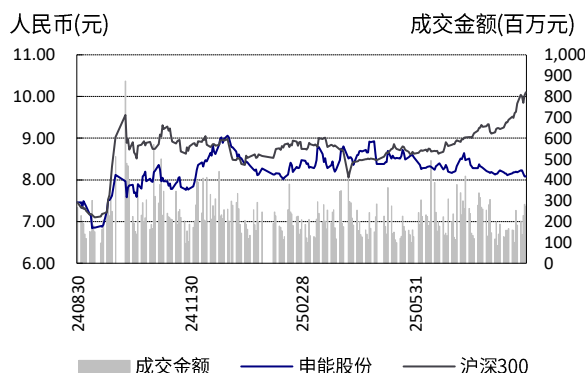
分析师: 唐执敬 (执业 S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 8.08 元

相关报告:

1. 《申能股份公司深度研究: 上海火电龙头, 优质资产赋能高分红》, 2025.5.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	29,142	29,619	29,032	28,042	28,572
营业收入增长率	3.36%	1.64%	-1.98%	-3.41%	1.89%
归母净利润(百万元)	3,459	3,944	4,267	4,237	4,475
归母净利润增长率	219.52%	14.04%	8.19%	-0.70%	5.60%
摊薄每股收益(元)	0.707	0.806	0.872	0.866	0.914
每股经营性现金流净额	1.50	1.46	2.17	1.93	2.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.31%	10.44%	10.43%	9.89%	9.98%
P/E	9.08	11.78	9.27	9.33	8.84
P/B	0.94	1.23	0.97	0.92	0.88

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	28,193	29,142	29,619	29,032	28,042	28,572
增长率		3.4%	1.6%	-2.0%	-3.4%	1.9%
主营业务成本	-24,820	-23,761	-23,812	-21,793	-21,235	-21,389
%销售收入	88.0%	81.5%	80.4%	75.1%	75.7%	74.9%
毛利	3,373	5,381	5,807	7,240	6,807	7,184
%销售收入	12.0%	18.5%	19.6%	24.9%	24.3%	25.1%
营业税金及附加	-214	-259	-302	-319	-337	-371
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%
销售费用	-6	-6	-6	-6	-6	-6
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,060	-948	-998	-987	-981	-1,000
%销售收入	3.8%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%
研发费用	-18	-17	-22	-20	-20	-20
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	2,074	4,151	4,479	5,907	5,464	5,786
%销售收入	7.4%	14.2%	15.1%	20.3%	19.5%	20.3%
财务费用	-1,257	-1,184				
%销售收入	4.5%	4.1%	3.7%	3.5%	3.4%	3.1%
资产减值损失	-95	-42	9	-10	-10	-10
公允价值变动收益	219	101	461	0	0	0
投资收益	272	1,567	1,601	1,399	1,512	1,458
%税前利润	19.0%	33.0%	28.8%	21.5%	24.3%	22.2%
营业利润	1,406	4,762	5,542	6,488	6,212	6,561
营业利润率	5.0%	16.3%	18.7%	22.3%	22.2%	23.0%
营业外收支	23	-8	10	20	20	20
税前利润	1,429	4,754	5,552	6,508	6,232	6,581
利润率	5.1%	16.3%	18.7%	22.4%	22.2%	23.0%
所得税	-380	-585	-767	-1,106	-935	-987
所得税率	26.6%	12.3%	13.8%	17.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,049	4,169	4,785	5,402	5,297	5,594
少数股东损益	-33	710	840	1,134	1,059	1,119
归属于母公司的净利润	1,082	3,459	3,944	4,267	4,237	4,475
净利率	3.8%	11.9%	13.3%	14.7%	15.1%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,049	4,169	4,785	5,402	5,297	5,594
少数股东损益	-33	710	840	1,134	1,059	1,119
非现金支出	3,346	3,619	3,766	4,022	4,431	4,799
非经营收益	972	-250	-642	-179	-401	-426
营运资金变动	-575	-194	-745	1,390	131	-40
经营活动现金净流	4,792	7,345	7,164	10,636	9,459	9,926
资本开支	-2,524	-3,894	-6,013	-7,839	-5,682	-4,885
投资	-570	-759	204	-508	0	0
其他	877	1,342	1,074	1,399	1,512	1,458
投资活动现金净流	-2,217	-3,312	-4,736	-6,948	-4,169	-3,427
股权募资	25	24	2,234	1,205	0	0
债权募资	4,438	2,136	4,455	-3,011	-1,849	-2,595
其他	-5,504	-5,329	-7,068	-3,508	-3,462	-3,513
筹资活动现金净流	-1,041	-3,170	-379	-5,315	-5,311	-6,108
现金净流量	1,535	865	2,050	-1,627	-22	391

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,854	11,829	13,956	12,244	12,140	12,450
应收款项	8,124	9,022	10,207	10,121	10,160	10,352
存货	1,480	997	1,187	1,015	989	996
其他流动资产	2,027	1,823	2,132	2,279	1,925	1,928
流动资产	22,485	23,670	27,482	25,659	25,214	25,726
%总资产	25.0%	25.1%	27.0%	24.6%	24.0%	24.4%
长期投资	15,103	16,076	16,607	17,115	17,115	17,115
固定资产	44,751	47,867	52,951	56,944	58,362	58,608
%总资产	49.8%	50.8%	52.1%	54.7%	55.6%	55.5%
无形资产	491	552	554	585	616	645
非流动资产	67,414	70,540	74,184	78,527	79,797	79,903
%总资产	75.0%	74.9%	73.0%	75.4%	76.0%	75.6%
资产总计	89,900	94,209	101,666	104,185	105,011	105,629
短期借款	9,286	13,285	12,272	9,156	8,807	8,212
应付款项	6,726	7,135	7,362	7,809	7,727	7,842
其他流动负债	6,020	3,623	7,436	8,309	8,207	8,240
	22,031	24,043	27,070	25,275	24,741	24,295
长期贷款	16,307	19,425	20,758	19,958	18,458	16,458
其他长期负债	13,400	9,439	7,912	8,732	8,625	8,557
负债	51,739	52,907	55,741	53,965	51,824	49,310
普通股股东权益	30,859	33,538	37,766	40,927	42,834	44,848
其中：股本	4,909	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894
未分配利润	5,851	8,359	10,092	12,012	13,919	15,933
少数股东权益	7,301	7,765	8,159	9,293	10,352	11,471
负债股东权益合计	89,900	94,209	101,666	104,185	105,011	105,629

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.220	0.707	0.806	0.872	0.866	0.914
每股净资产	6.286	6.852	7.717	8.363	8.752	9.164
每股经营现金净流	0.976	1.501	1.464	2.173	1.933	2.028
每股股利	0.160	0.400	0.450	0.480	0.476	0.503
回报率						
净资产收益率	3.51%	10.31%	10.44%	10.43%	9.89%	9.98%
总资产收益率	1.20%	3.67%	3.88%	4.10%	4.04%	4.24%
投入资本收益率	2.26%	4.75%	4.79%	5.99%	5.59%	5.89%
增长率						
主营业务收入增长率	11.38%	3.36%	1.64%	-1.98%	-3.41%	1.89%
EBIT 增长率	14.38%	100.08%	7.91%	31.88%	-7.50%	5.90%
净利润增长率	-34.08%	219.52%	14.04%	8.19%	-0.70%	5.60%
总资产增长率	0.29%	4.79%	7.91%	2.48%	0.79%	0.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.5	105.9	116.3	125.0	130.0	130.0
存货周转天数	19.4	19.0	16.7	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	88.4	99.3	105.2	107.0	109.0	110.0
固定资产周转天数	525.1	565.7	579.1	622.2	669.3	647.4
偿债能力						
净负债/股东权益	46.74%	55.64%	43.71%	37.38%	32.01%	25.07%
EBIT 利息保障倍数	1.7	3.5	4.1	5.9	5.7	6.6
资产负债率	57.55%	56.16%	54.83%	51.80%	49.35%	46.68%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	5	13	43
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究