

公司研究

成本下行推动燃煤机组盈利水平提升，Q2 归母净利润增速环比改善显著

——申能股份（600642.SH）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现营收 129.58 亿元，同比-5.28%；归母净利润 20.77 亿元，同比-5.23%。Q2 单季度，公司实现营收 56.20 亿元，同比+0.21%；归母净利润 10.66 亿元，同比+3.29%。

Q2 单季度发电量增速边际改善，绿电装机继续扩容。25 年上半年，公司发电量 259.51 亿千瓦时，同比-1.7%；其中，煤电/气电/风电/光伏及分布式分别为 178.70/31.32/33.01/16.48 亿千瓦时，分别同比-6.8%/+3.5%/+19.9%/+13.4%。Q2 单季度，公司发电量为 115.25 亿千瓦时，同比+6.1%；其中，煤电/气电/风电/光伏及分布式分别为 79.68/9.28/17.01/9.28 亿千瓦时，分别同比+1.39%/+2.43%/+37.40%/+7.41%。公司新能源发电量快速增长重要原因之一是上半年装机容量继续扩容，25H1 较年初增长 63.87 万千瓦。

成本优化抵御电价下行，燃煤机组盈利能力提升。上半年公司煤电上网电量（不含外二）为 128.11 亿千瓦时，同比-9.1%；根据我们的测算，上半年公司燃煤发电上网电价为 0.436 元/千瓦时（除税），同比-1.4%；对应营收为 55.83 亿元，同比-10.4%。受益于成本下行，公司 25H1 控股电厂平均供电煤耗 282.5 克/千瓦时，平均耗用标煤价 841 元/吨，同比下降 143 元/吨；对应煤电营业成本为 43.89 亿元，同比-17.58%。公司燃料成本有所优化，燃煤机组上半年毛利率为 21.39%，同比增长 6.87pct。

风光盈利水平表现分化，电价下行叠加成本上行压制光伏盈利水平。25 年上半年，风电/光伏实现营收分别为 15.39/5.88 亿元，分别同比+8.06%/+10.43%。通过发电量增速比较，我们判断风电、光伏上网电价均同比下行，其中风电更为显著。同期，风电/光伏营业成本分别为 7.03/3.63 亿元，同比+7.91%/+15.02%；光伏的营业成本增速高于营收增速，压制其盈利水平。上半年风电/光伏毛利率分别为 54.30%/38.22%，同比+0.06/-2.47pct。

盈利预测、估值与评级：各发电类型上网电价均有所下行，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 40.18/41.70/43.04 亿元（前值为 40.24/42.39/43.70 亿元），折合 EPS 分别为 0.82/0.85/0.88 元，当前股价对应 PE 为 10/9/9 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	29,492	30,299	30,384
营业收入增长率	3.36%	1.64%	-0.43%	2.74%	0.28%
净利润（百万元）	3,459	3,944	4,018	4,170	4,304
净利润增长率	219.52%	14.04%	1.87%	3.78%	3.20%
EPS（元）	0.71	0.81	0.82	0.85	0.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.31%	10.44%	10.15%	10.04%	9.88%
P/E	11	10	10	9	9
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-03

增持（维持）

当前价：7.90 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

songlichao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	48.94
总市值(亿元)	386.63
一年最低/最高(元)	6.75/9.19
近 3 月换手率	35.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.39	-21.76	-28.30
绝对	-2.83	-5.98	7.94

资料来源：Wind

相关研报

绿电板块持续扩张，高股息率彰显投资价值——申能股份（600642.SH）2024 年年报暨 2025 年一季度报点评（2025-05-07）

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	29,492	30,299	30,384
营业成本	23,761	23,812	23,579	23,979	23,949
折旧和摊销	3,224	3,551	4,176	4,445	4,705
税金及附加	259	302	301	309	310
销售费用	6	6	6	6	6
管理费用	948	998	1,032	1,060	1,063
研发费用	17	22	22	22	22
财务费用	1,184	1,097	1,187	1,231	1,245
投资收益	1,567	1,601	1,600	1,600	1,600
营业利润	4,762	5,542	5,676	5,891	6,080
利润总额	4,754	5,552	5,686	5,901	6,090
所得税	585	767	786	816	842
净利润	4,169	4,785	4,900	5,086	5,248
少数股东损益	710	840	882	915	945
归属母公司净利润	3,459	3,944	4,018	4,170	4,304
EPS(元)	0.71	0.81	0.82	0.85	0.88

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,345	7,164	8,248	8,595	9,163
净利润	3,459	3,944	4,018	4,170	4,304
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	-45	547	76
其他	-1,999	1,799	98	-567	79
投资活动产生现金流	-3,312	-4,736	-4,317	-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	2,000	2,000	2,000
融资活动现金流	-3,170	-379	-3,991	-765	-6,548
股本变化	-15	0	0	0	0
债务净变化	6,117	-779	-601	2,676	-3,009
无息负债变化	-4,949	3,613	-73	132	-8
净现金流	865	2,050	-60	380	40

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.5%	19.6%	20.0%	20.9%	21.2%
EBITDA 率	26.5%	27.9%	30.6%	31.9%	33.0%
EBIT 率	15.4%	15.9%	16.4%	17.2%	17.6%
税前净利润率	16.3%	18.7%	19.3%	19.5%	20.0%
归母净利润率	11.9%	13.3%	13.6%	13.8%	14.2%
ROA	4.4%	4.7%	4.7%	4.6%	4.8%
ROE (摊薄)	10.3%	10.4%	10.2%	10.0%	9.9%
经营性 ROIC	6.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.5%

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	1.11	1.14	1.39
速动比率	0.94	0.97	1.07	1.09	1.33
归母权益/有息债务	0.96	1.11	1.18	1.15	1.32
有形资产/有息债务	2.68	2.97	3.08	3.01	3.28

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	103,689	109,372	109,310
货币资金	11,829	13,956	13,896	14,276	14,316
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8,931	9,951	9,908	10,179	10,208
应收票据	16	23	23	23	23
其他应收款 (合计)	74	233	233	235	236
存货	997	1,187	1,175	1,195	1,194
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	27,364	28,043	28,110
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	55,067	57,874	54,857
短期借款	9,400	8,049	5,612	5,513	1,192
应付账款	6,750	6,971	6,903	7,020	7,011
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	24,561	24,594	20,264
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	30,506	33,281	34,593
股东权益	41,303	45,925	48,622	51,498	54,453
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	11,908	13,868	15,878
归属母公司权益	33,538	37,766	39,582	41,542	43,552
少数股东权益	7,765	8,159	9,041	9,956	10,901

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%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用率	4.06%	3.70%	4.02%	4.06%	4.10%
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	0.47	0.48
每股经营现金流	1.50	1.46	1.69	1.76	1.87
每股净资产	6.85	7.27	7.64	8.04	8.45
每股销售收入	5.95	6.05	6.03	6.19	6.21

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	10	10	9	9
PB	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.6	9.7	8.9	8.8	8.3
股息率	5.1%	5.7%	5.7%	5.9%	6.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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