申能股份（600642.SH）

公司首次评级

2026年11月9日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	9.13
总市值	446.83亿
PE-TTM	15.80
PB-MRQ	1.20

估值结果

DDM估值	价值	565.69亿
	上行空间	27%
	状态	偏低估
动态估值	价值	541.12亿
	上行空间	21%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★⯪☆☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★⯪☆☆
护城河	★★★⯪☆

核心评级结论

公司是上海国资委控股，以电力、油气为主业的综合性能源供应商，多元化布局平滑单个行业波动对公司业绩的影响。

公司成长空间中等，在我国能源转型背景下，公司现有的火电业务未来成长空间有限，但公司近几年积极布局风光发电业务，未来成长空间较大。公司整体盈利趋势中等，2026年煤价上涨叠加电价下滑，公司业绩存在下滑，但随着煤价回落，公司盈利能力有望触底反弹。公司产业格局中等，无论我国火电行业还是风光发电行业基本由央企主导，地方国企补充，公司背靠申能集团，实控人为上海国资委，市占率相对稳定。公司护城河较深，主要系公司背靠申能集团，占上海供电比例超30%，此外公司手握上海天然气高压主干管网特许经营权，地域壁垒高，新进入者很难切入。

基于我们对于公司火电装机机组保持平稳，煤价中枢下移，2027年以后公司火电盈利修复，风光装机量保持稳健增长的合理假设下，公司现在处于合理偏低估状态。

我们区别于市场的观点

2026年由于我国电力供给偏松，公司火电发电量和上网电价均存在下滑，且2026年煤价高位，压制市场对于公司火电业绩改善预期；其次随着风光新能源发电全部市场化，市场对公司风光发电盈利能力存在担忧，但我们认为短期的煤价波动不改公司火电长期价值，其次风光上网电价短期下滑，未来随着风光装机增速放缓，风光发电业务有望保持合理利润。

风险提示

若动力煤价格大幅上涨，火电业务盈利改善低于预期风险；若燃煤上网电价政策变化，导致公司上网电价下滑风险；公司风光发电业务推进不及预期，装机量低于预期风险。

内容目录

1. 基本信息 …… 4
2. 业务介绍 …… 4
3. 商业模式 …… 4
3.1 资产强度 …… 5
3.2 营销强度 …… 5
3.3 客户集中度 …… 5
4. 历史经营绩效 …… 5
4.1 历史盈利能力 …… 5
4.2 历史成长能力 …… 6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 …… 6
4.4 股东回报评级 …… 6
5. 四维评级 …… 7
5.1 成长空间 …… 7
5.2 盈利趋势 …… 7
5.3 产业格局 …… 7
5.4 护城河 …… 8
6. 公司估值 …… 8
6.1 核心假设及逻辑 …… 8
6.2 动态估值 …… 10
6.3 DDM估值 …… 11
6.4 估值确定性 …… 11

图表目录

图1：预测2026年收入占比 ····· 4
图2：预测2026年毛利占比 ····· 4
图3：近年公司盈利能力趋势图 ····· 5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 ····· 6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ····· 6
图6：近年股东回报能力趋势图 ····· 6

表1：护城河详解表 ····· 8
表2：公司整体业绩预测 ····· 9
表3：公司分业务业绩预测 ····· 10
表4：公司整体及分业务动态估值 ····· 10
表5：公司整体及分业务DDM估值 ····· 11

1. 基本信息

公司主要从事电力、石油天然气的开发建设和经营管理，作为能源项目开发主体，公司提供电力、石油、天然气项目的勘探开发、 投资建设、运营维护以及节能环保技术、燃料贸易等多种服务。公司业务立足上海市及长三角地区，积极响应国家碳达峰碳中和政策号召， 积极推动能源结构绿色低碳转型发展，在上海市内及全国其他地区例如安徽、宁夏、青海、海南、新疆等多地逐步有新能源项目落地和建成，同时开展用户侧分布式发电、新型储能等综合能源业务。

2. 业务介绍

对于申能股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

火电：

火电主要包括燃煤发电和燃气发电。截至2025年末，公司控股煤电装机容量840.0万千瓦，占比40.7%，气电装机容量342.6万千瓦，占比16.6%。我们对该业务的市场界定为国内火电业务。

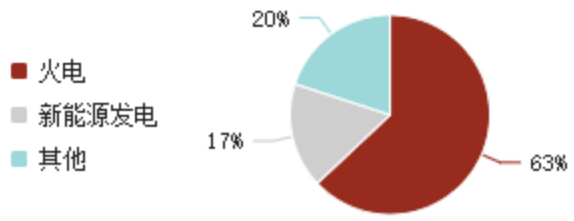
新能源发电：

新能源发电主要包括风电和光伏发电。截至2025年末，公司控股风电装机容量343.6万千瓦，占比16.6%，光伏发电装机容量442.9万千瓦，占比21.4%。我们对该业务的市场界定为国内风光新能源发电业务。

其他：

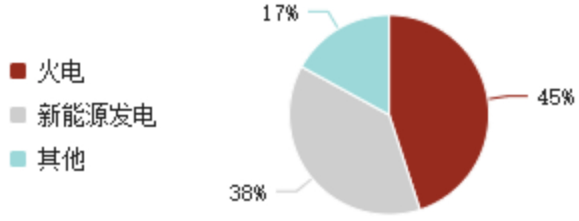
其他业务主要包括油气业务和煤炭贸易业务。公司控股子公司上海石油天然气公司负责东海平湖油气田的勘探、开采及销售，所开采的天然气是现阶段上海市天然气气源组成部分之一。公司投资的天然气管网公司负责投资建设和经营管理上海地区唯一的天然气高压主干管网系统。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型重资产行业，不管是火电还是风光发电，商业模式均属于BO建设运营模式，因此在前期电站建设需要进行大额资本投入，通过后期运营产生现金流实现投资回报。

3.1 资产强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | **高**

公司具有明显的重资产特征，截至2025年末，公司固定资产为496.28亿元，在建工程为82.27亿元，整体资产周转率较低，主要系发电行业属于典型的重资产行业，因此公司资产强度高。

3.2 营销强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司营销强度低，主要系公司和下游电网深度绑定，公司不需要支出大额销售费用，2025年公司销售费用率仅为0.03%，处于市场较低水平。

3.3 客户集中度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | **高**

公司客户集中度高。2025年公司前五名客户销售额222.3亿元，占年度销售总额79.3%，处于市场较高水平，主要系公司发电业务主要布局在上海，安徽地区，客户主要为国家电网公司。

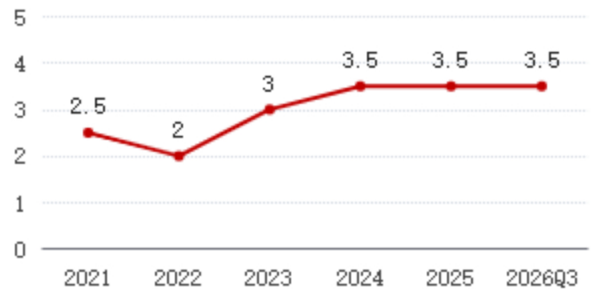
4. 历史经营绩效

过去几年受煤价下跌利好影响，公司盈利能力有所提升，但受制于电价下滑，成长能力星级有所走低，但公司业务控制力和股东回报星级维持高位。

4.1 历史盈利能力

★★★½☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



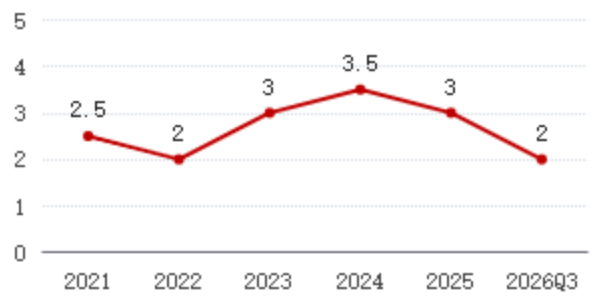
数据来源：公司财报，壹评级

2023-2024年公司整体盈利能力星级持续提升，主要系2023年以来动力煤价格中枢下移，燃料成本下降，公司业绩持续修复，但整体来看公司盈利能力处于中上游水平。但2026年以来煤价再次上涨，公司利润有所承压，预计盈利能力有所下滑。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



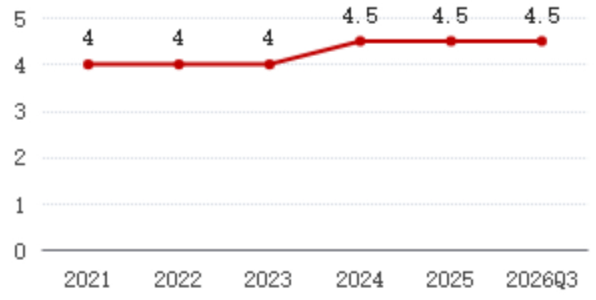
数据来源：公司财报，壹评级

2023-2024年公司成长能力持续提升，一是因为煤价下跌，公司火电业务盈利能力改善，利润存在明显提升；二是因为公司积极发展风光新能源发电业务，导致公司新能源业务收入规模扩大，提升公司成长星级，但2025年以来公司电价下滑，叠加煤价触底反弹，公司成长星级有所走低。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★½

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



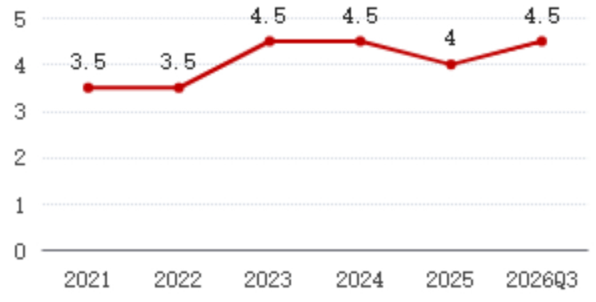
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级较高，主要系公司盈利质量较高，经营现金流净额/净利润比例大于100%，且公司在产业链中话语权尚可，不存在被上下游大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★½

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司多年来维持高分红政策，即便在2021年和2022年业绩低点，公司分红率也超过55%，整体来看公司非常注重股东回报，2025年公司股息率近6%（按照年末收盘价计算），具有较高吸引力。

5. 四维评级

公司整体成长空间中等，盈利趋势星级中等，产业格局一般，护城河较深。

5.1 成长空间 ★★⯪☆☆

公司成长空间中等，在我国能源转型背景下，公司现有的火电业务未来成长空间有限，但公司近几年积极布局风光发电业务，未来成长空间较大。

火电(2.5星)：

火电仍是我国电力系统的重要压舱石，承担着基础供电、调峰兜底的关键职能。但在国内能源转型持续推进背景下，风电、光伏装机规模将持续扩张，新能源发电量占比稳步抬升。综合行业发展趋势判断，2030年之后国内火电装机规模或将迎来小幅下行。中长期维度看，火电行业增量扩张空间有限，传统装机规模层面的成长逻辑逐步弱化。

新能源发电(3星)：

在国内能源转型持续推进的大背景下，风电、光伏作为新能源主力赛道，未来每年新增装机规模有望维持在300GW级别。但2026年以来，受高基数影响，行业整体增速较前期高速扩张阶段有所回落，但仍可维持5%-10%的中速增长水平。因此公司成长星级较高。

5.2 盈利趋势 ★★★☆☆

公司整体盈利趋势中等，2026年煤价上涨叠加电价下滑，公司业绩存在下滑，但随着煤价回落，公司盈利能力有望触底反弹。

火电(3.5星)：

2026年动力煤价格维持高位运行，成本端压力凸显，公司火电板块盈利水平有所承压。展望后续，随着煤炭供需格局逐步修复，煤价有望迎来周期性回落，火电企业成本压力将得到缓解。考虑到火电承担系统调峰兜底职能，辅助服务市场机制持续完善，电量结构有望优化，公司火电业务具备明确的盈利修复预期。

新能源发电(2.5星)：

伴随风光市场化交易机制持续落地，叠加前期新建项目集中投产，市场交易占比抬升，公司风光项目上网电价承压下行。同时行业新建项目投资成本回落，行业竞争加剧，拉低整体毛利率水平，多重因素共同压制新能源发电板块盈利表现。综合判断，公司新能源业务盈利中枢或将呈现小幅走弱态势。

5.3 产业格局 ★★⯪☆☆

公司产业格局中等，无论我国火电行业还是风光发电行业基本由央企主导，地方国企补充，公司背靠申能集团，实控人为上海国资委，市占率相对稳定。

火电(2.5星):

中国火电行业呈现高度集中的寡头垄断格局，五大发电集团主导市场，地方能源企业做补充，其中五大发电集团合计市占率在46%左右，但考虑到火电行业上游为煤炭主要由市场化定价，下游电价又一定程度上由国家计划管控，导致火电盈利具有一定波动性，产业格局一般。

新能源发电(2.5星):

当前我国风光发电累计装机规模已超越火电，行业竞争格局以 “五大六小” 能源央企为核心主导，地方国企、民营资本作为重要补充，市场参与主体多元。风光项目电价早期受政策管控，伴随风光全面进入市场化交易阶段，交易电价存在下行压力，挤压项目收益空间，综合判断行业产业格局处于中等水平。

5.4 护城河

★★★⯪☆

公司护城河较深，主要系公司背靠申能集团，占上海供电比例超30%，此外公司手握上海天然气高压主干管网特许经营权，地域壁垒高，新进入者很难切入。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
火电	(3星)经壹评级调整后，公司火电业务净资产收益率约为10%，整体来说盈利能力处于市场中游偏上水平，存在一定的超额收益，公司在上海地区市占率排名靠前，且火电业务控制力较强，因此公司护城河宽度星级较高。	(4星)公司火电业务护城河为股东背景优势和火电牌照优势，我国火电行业属于重资产行业，公司背靠申能集团，在上海地区具有一定的经营优势，因此公司火电业务护城河持续性较高。
新能源发电	(1星)经壹评级调整后，公司新能源风光发电业务净资产收益率约为7%，整体来说盈利能力处于市场中游水平，几乎不存在超额收益，风光发电行业普遍存在应收账款问题，业务控制力一般，因此公司护城河宽度星级较低。	(3.5星)公司新能源风光发电业务护城河为股东背景资源优势，公司背靠申能集团，地方国企背景能够为公司风光开发融资以及获取风光项目提供背书，且未来衰减的可能性较低，因此公司新能源发电业务持续性中等。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对于公司火电装机机组保持平稳，煤价中枢下移，2027年以后公司火电盈利修复，风光装机量保持稳健增长的合理假设下，公司现在处于合理偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为火电业务、风光新能源发电业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

火电业务

收入假设：

1）量：考虑到未来公司火电机组新增产能较小，我们假设未来公司燃煤机组和气电机组装机规模保持不变，燃煤机组利用小时数为4600小时，气电机组利用小时数为2200小时；

2）价：由于电力供给偏松，2026年公司火电上网电价存在小幅下滑，为0.32元/千瓦时，2027年随着供需改善，修复至0.33元/千瓦时，2028年修复至0.34元/千瓦时，此后保持不变；

盈利能力假设：

1）毛利率：2026年动力煤价格较2025年中枢有所上移，但考虑到公司上网电价下滑，假设2026年公司整体火电业务毛利率下滑至14%，2027年修复至18%，2028年修复至20%，此后保持不变；

2）费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2025年水平不变，公司财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2025年不变。

风光新能源发电业务

收入假设：

1）量：考虑到近几年公司大力发展风光发电，假设2026 - 2030年，公司每年新增风电装机50万千瓦、光伏装机50万千瓦，2030年之后公司每年新增风、光装机规模分别为40万千瓦、40万千瓦；

2）价：由于风光新能源市场化交易推进，公司风光上网电价存在下滑预期，2026年公司风电、光伏发电上网电价分别下滑5%、5%，2027年之后维持不变；

盈利能力假设：

1）毛利率：我们假设2026年公司风光上网电价下滑会拖累新能源业务毛利率，其中风电下滑至40%，光伏下滑至30%，2027年风光盈利能力有所修复，分别为45%、32%，2028年进一步修复至48%、35%，此后维持毛利率不变；

2）费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2025年水平不变，公司财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2025年不变。

表2：公司整体业绩预测

申能股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	291.4	296.2	280.3	272.5	283.7	295.2	301.2	307.2
归母净利润(亿)	34.6	39.5	40.1	27.6	37.6	41.9	43.2	44.5
归母净利润增速(%)	219.8	14.0	1.8	-31.1	35.9	11.7	3.0	2.9
经营性净利润(亿)	28.7	31.0	33.1	16.3	28.7	34.2	35.8	37.4
经营性净利润增速(%)	244.5	8.0	6.6	-50.6	75.9	19.1	4.6	4.4
经营性归母净利润(亿)	23.8	25.6	26.3	13.1	23.0	27.4	28.6	29.9
经营性归母净利润增速(%)	177.0	7.3	2.9	-50.4	75.9	19.1	4.6	4.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

火电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	190.1	193.9	183.0	170.9	174.5	178.2	178.2	178.2
收入增速(%)	7.4	2.0	-5.7	-6.6	2.1	2.1	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	10.2	15.3	18.1	3.5	12.6	15.1	15.2	15.2
经营性净利率(%)	5.3	7.9	9.9	2.0	7.2	8.5	8.5	8.5
经营性净利润增速(%)	409.3	51.1	17.9	-80.8	264.4	19.7	0.3	0.3
新能源发电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	36.4	39.3	43.0	47.3	54.8	62.6	68.6	74.6
收入增速(%)	5.9	7.9	9.4	10.1	15.8	14.3	9.6	8.8
经营性净利润(亿)	9.4	10.5	10.5	9.2	12.4	15.4	16.9	18.4
经营性净利率(%)	25.9	26.6	24.5	19.4	22.6	24.6	24.6	24.7
经营性净利润增速(%)	12.2	10.8	0.9	-12.8	34.9	24.2	9.9	9.0
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	64.9	63.0	54.3	54.3	54.3	54.3	54.3	54.3
收入增速(%)	-7.9	-3.0	-13.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	9.2	5.2	4.4	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
经营性净利率(%)	14.1	8.3	8.2	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8
经营性净利润增速(%)	183.9	-42.7	-15.4	-17.4	0.3	0.3	0.3	0.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
火电	0.0%	中低-	一般	较强	8.3%	7.65	15.3
新能源发电	4.7%	中等	一般	较强	7.8%	15.26	23.1
其他	0.0%	中低-	一般	一般	7.5%	8.72	3.7
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
火电(亿)	84.1	62.1	146.3	7.8	31.0	240.0	363.1
新能源发电(亿)	-17.0	193.8	176.9	1.8	36.0	-	142.7
其他(亿)	23.7	18.3	42.0	2.3	9.0	-	35.3
公司整体测算(亿)	90.8	274.3	365.1	12.0	76.0	240.0	541.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
火电(亿)	118.8	57.2	176.0	7.8	37.0	240.0	386.8
新能源发电(亿)	27.5	143.1	170.6	1.8	34.0	-	138.4
其他(亿)	32.9	16.2	49.1	2.3	11.0	-	40.5
公司整体测算(亿)	179.2	216.5	395.7	12.0	82.0	240.0	565.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★⯪☆

申能股份作为上海火电龙头之一，公司火电业务盈利存在周期波动，整体业绩预测难度较大，但考虑到公司气电占比较高，气电周期属性弱于煤电，因此公司业绩相对稳健；其次从可跟踪性来看，国家能源局每个月发布不同发电类型的经营数据情况，公司每季度也会发布发电量、上网电价等数据，因此我们判断公司估值确定性中等。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X＜-50%	-50%≤X＜-30%	-33%≤X＜-20%	-20%≤X＜25%	25%≤X＜50%	50%≤X＜100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。