

## 公司研究

## 火电业绩承压，新能源发展符合预期

## ——申能股份（600642.SH）2022年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年半年报，实现营收 127.65 亿元，同比增长 10.08%；实现归母净利润 8.13 亿元，同比下降 46.94%；扣非归母净利润 9.48 亿元，同比下降 34.89%；每股收益 0.1650 元。

## 点评：

**火电发电量被疫情拖累，电价涨幅可观：**2022 年上半年，公司煤电、气电、风电、光伏营收分别增加 24.90%/-22.94%/39.94%/87.72%。**从发电量上看**，上半年上海地区受到疫情蔓延的影响，公司发电量同比下降 2.2%，其中煤电同比增加 1.8%，燃气发电同比减少 52.2%；而在公司大力推进新能源发电装机的背景之下，公司的新能源发电量明显提升，其中风力发电同比增加 19.7%，光伏发电同比增加 66.6%。**上网电价来看**，公司 2022 年上半年上网电价均价达到 0.504 元/千瓦时，同比上涨 17.48%。受益于上网电价提升，各发电类型营收增速均明显高于发电量增速。

**投资收益及公允价值变动收益下滑，拖累整体盈利能力：**2022 年上半年公司投资收益 4.29 亿元，同比减少 56.53%，主要系煤价高企，火电整体业绩表现不佳，公司所投资的外高桥第二、华能石洞口、上电漕泾及外高桥公司总计投资亏损达到 3.11 亿元所致。此外公司公允价值变动损失达到 2.13 亿元，主要系公司非流动金融资产减值导致的损失。

**公司大举推进新能源转型，装机量发电量均继续提升：**2022 年上半年公司风电、光伏装机容量分别为 218.78/152.06 万千瓦，占总装机容量比例分别为 14%/10%，相较一季度均增加 10 万千瓦，新能源总装机容量 375.08 万千瓦（含分布式供电 4.25 万千瓦），同比上升 47.25%。新能源发电量达到 27.15 亿千瓦时，同比上升 29.11%。根据公司“十四五规划”，到“十四五”末非水可再生能源装机新增 800-1000 万千瓦，年均新增 160-200 万千瓦，对应 2022 年新能源装机增速 46-58%，2022 年上半年新增装机同比增速符合预期。

**盈利预测、估值与评级：**2022 年上半年煤价高企，整体火电运营商均受较大影响。我们下调 2022/2023/2024 年归母净利润预测（下调幅度分别为 21%/13%/7%），对应 EPS 分别为 0.47/0.55/0.67 元。预计公司 2022E-2024E 归母净利润为 22.9/26.9/32.8 亿元，对应 PE 为 13/11/9 倍。基于公司基本面将逐步好转，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,709	25,313	27,178	28,391	29,387
营业收入增长率	-49.26%	28.43%	7.37%	4.46%	3.51%
净利润（百万元）	2,393	1,642	2,291	2,692	3,277
净利润增长率	4.64%	-31.36%	39.51%	17.51%	21.72%
EPS（元）	0.49	0.33	0.47	0.55	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.76%	5.32%	7.13%	7.99%	9.20%
P/E	12	18	13	11	9
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-31

## 增持（维持）

当前价：5.99 元

## 作者

分析师：王威

执业证书编号：S0930517030001

021-52523339

wangwei2016@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	49.12
总市值(亿元)	294.23
一年最低/最高(元)	4.85/8.03
近 3 月换手率	21.54%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.32	5.03	7.14
绝对	1.70	8.22	-4.92

资料来源：Wind

## 相关研报

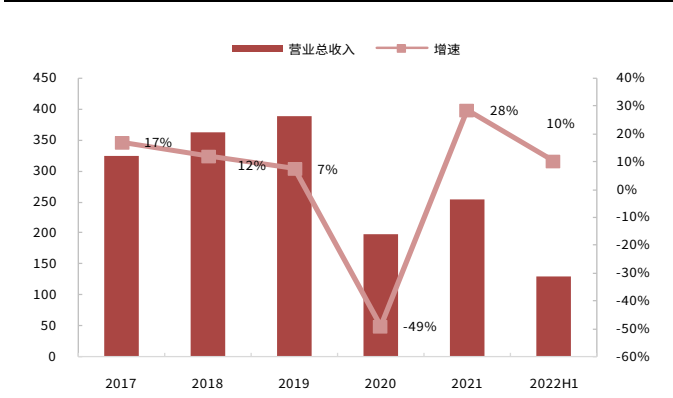
新能源高增节奏确定，高煤价短暂压制公司盈利能力——申能股份（600642.SH）2022 年一季报点评（2022-04-29）

火电业务承压，新能源业务毛利占比近半——申能股份（600642.SH）2021 年年报点评（2022-04-11）

火电短暂亏损，新能源转型成效显著——申能股份（600642.SH）首次覆盖报告（2021-11-06）

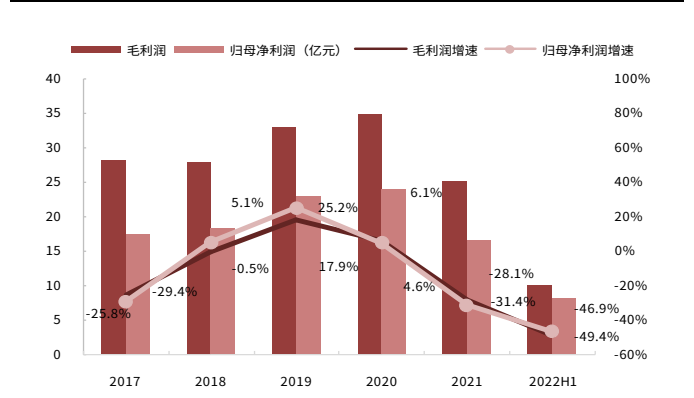
附录:

图 1: 2017-2022H1 公司营业总收入, 亿元



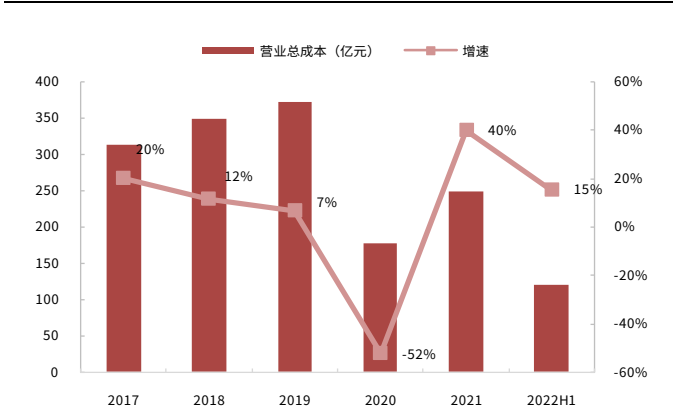
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 2017-2022H1 公司毛利润与归母净利润, 亿元



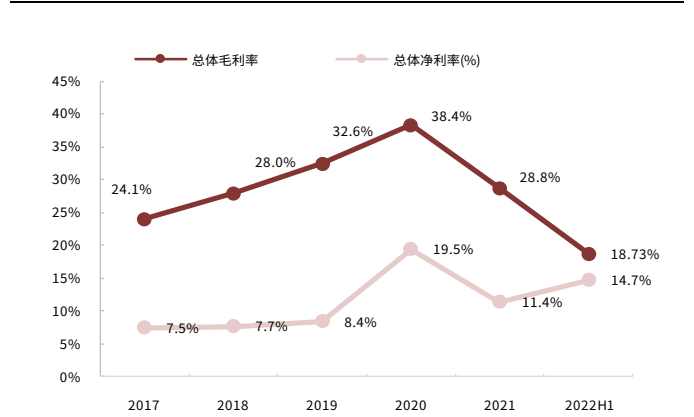
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 2017-2022H1 公司营业总成本, 亿元



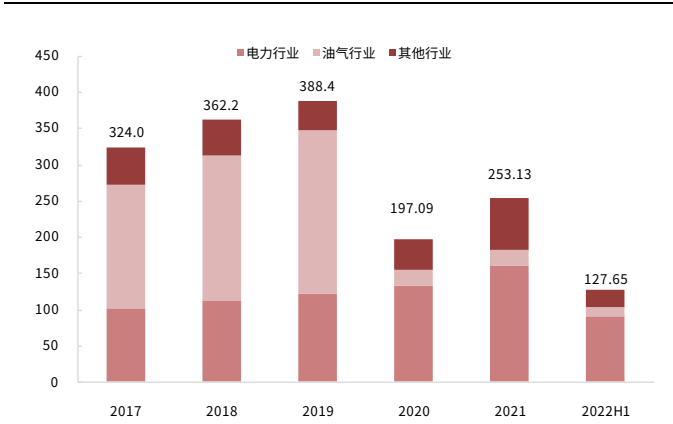
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 2017-2022H1 公司总体毛利率与总体净利率, %



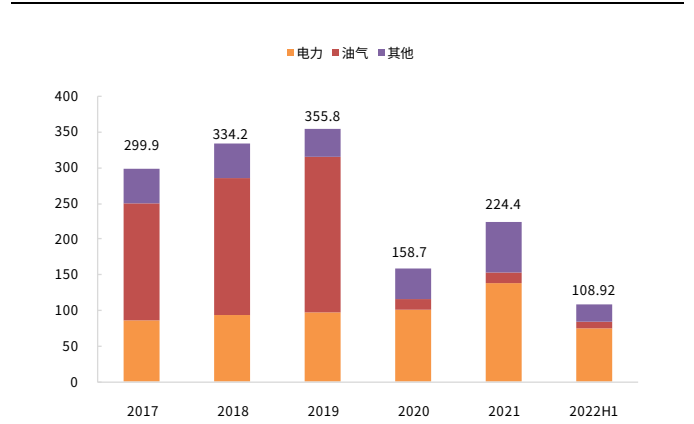
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: 2017-2022H1 公司营业收入分拆, 亿元



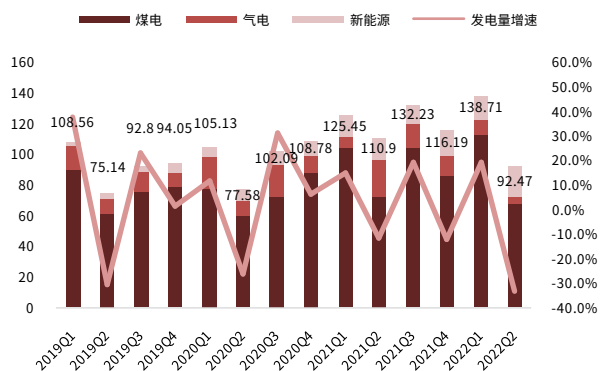
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 2017-2022H1 公司营业成本分拆, 亿元



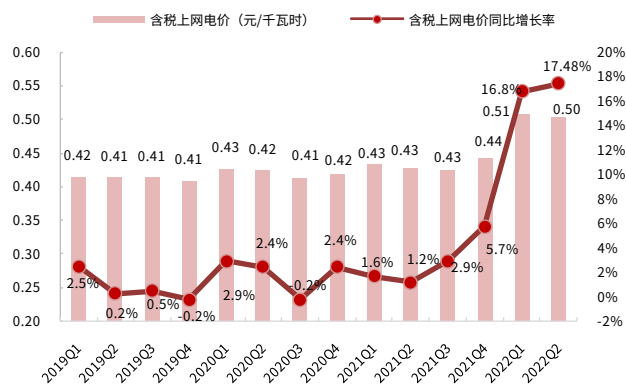
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 7: 2019Q1-2022Q2 公司发电量, 亿千瓦时



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 2019Q1-2022Q2 上网电价及同比增速, 元/千瓦时



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,709	25,313	27,178	28,391	29,387
营业成本	15,867	22,435	22,516	23,028	23,061
折旧和摊销	2,583	2,584	3,079	3,491	3,806
税金及附加	131	157	168	176	182
销售费用	5	5	6	6	6
管理费用	772	882	1,033	1,079	1,117
研发费用	17	20	22	23	23
财务费用	799	938	666	778	810
投资收益	1,425	1,540	1,000	1,000	1,000
营业利润	3,457	2,414	3,498	4,127	5,044
利润总额	3,488	2,509	3,594	4,223	5,140
所得税	448	733	539	633	771
净利润	3,040	1,776	3,055	3,589	4,369
少数股东损益	647	134	764	897	1,092
归属母公司净利润	2,393	1,642	2,291	2,692	3,277
EPS(元)	0.49	0.33	0.47	0.55	0.67

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,845	3,200	5,357	6,664	7,746
净利润	2,393	1,642	2,291	2,692	3,277
折旧摊销	2,583	2,584	3,079	3,491	3,806
净营运资金增加	-2,561	1,059	909	498	488
其他	2,430	-2,086	-922	-17	176
投资活动产生现金流	-5,462	-3,399	-9,400	-4,537	-4,136
净资本支出	-4,436	-5,058	-10,100	-5,237	-4,836
长期投资变化	9,204	8,957	-300	-300	-300
其他资产变化	-10,231	-7,299	1,000	1,000	1,000
融资活动现金流	-766	752	1,518	-1,824	-3,361
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,531	2,302	3,166	100	-1,205
无息负债变化	5,753	11,438	63	164	31
净现金流	-1,384	552	-2,525	303	249

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	19.5%	11.4%	17.2%	18.9%	21.5%
EBITDA 率	28.8%	20.1%	24.0%	26.7%	30.0%
EBIT 率	15.7%	9.8%	12.6%	14.4%	17.0%
税前净利润率	17.7%	9.9%	13.2%	14.9%	17.5%
归母净利润率	12.1%	6.5%	8.4%	9.5%	11.1%
ROA	4.0%	2.0%	3.2%	3.7%	4.4%
ROE (摊薄)	7.8%	5.3%	7.1%	8.0%	9.2%
经营性 ROIC	6.6%	4.1%	5.7%	6.5%	7.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	57%	57%	56%	54%
流动比率	1.00	1.00	0.79	0.78	0.80
速动比率	0.96	0.95	0.75	0.74	0.76
归母权益/有息债务	1.50	1.35	1.24	1.29	1.43
有形资产/有息债务	3.68	3.90	3.63	3.72	3.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	76,298	89,637	94,938	97,646	99,495
货币资金	8,768	9,320	6,794	7,098	7,347
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	4,734	6,308	6,773	7,075	7,324
应收票据	318	423	454	474	491
其他应收款 (合计)	74	89	94	97	100
存货	620	1,163	1,167	1,193	1,195
其他流动资产	1,626	6,164	6,164	6,164	6,164
流动资产合计	16,484	23,751	21,732	22,393	22,912
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	9,204	8,957	9,257	9,557	9,857
固定资产	33,798	34,704	41,223	44,661	46,593
在建工程	9,397	8,056	8,068	6,129	4,999
无形资产	306	307	291	277	263
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	14	6,471	6,471	6,471	6,471
非流动资产合计	59,814	65,886	73,207	75,253	76,583
总负债	37,363	51,103	54,332	54,596	53,422
短期借款	6,946	6,927	10,593	11,693	11,488
应付账款	5,563	5,833	5,855	5,988	5,996
应付票据	0	37	37	38	38
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,399	7,892	7,892	7,892	7,892
流动负债合计	16,488	23,773	27,502	28,766	28,592
长期借款	12,897	13,970	13,470	12,470	11,470
应付债券	0	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	797	8,080	8,080	8,080	8,080
非流动负债合计	20,876	27,330	26,830	25,830	24,830
股东权益	38,935	38,534	40,606	43,050	46,073
股本	4,912	4,912	4,912	4,912	4,912
公积金	19,529	19,824	19,824	19,824	19,824
未分配利润	6,055	5,907	7,215	8,762	10,693
归属母公司权益	30,849	30,842	32,150	33,697	35,628
少数股东权益	8,087	7,692	8,456	9,353	10,445

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用率	3.92%	3.49%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用率	4.05%	3.71%	2.45%	2.74%	2.76%
研发费用率	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税率	13%	29%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.28	0.20	0.23	0.27	0.33
每股经营现金流	0.99	0.65	1.09	1.36	1.58
每股净资产	6.28	6.28	6.55	6.86	7.25
每股销售收入	4.01	5.15	5.53	5.78	5.98

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	12	18	13	11	9
PB	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.3	11.0	9.7	8.5	7.4
股息率	4.7%	3.3%	3.9%	4.6%	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。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 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  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE