下载日志已记录，仅供内部参考

上海综合能源供应商，业绩稳分红强

2026 年 10 月 18 日

核心观点

- **上海综合能源供应商，股息率优势突出。**公司是申能集团旗下以电力、油气为主业的综合性能源供应商，实控人为上海市国资委；其中电力业务是公司基本盘，营收占比在 80%左右。截至 25 年末，公司发电控股装机 2066 万千瓦，其中煤机、燃机、风电、光伏、分散式供电、储能分别为 840、343、344、443、88、9 万千瓦。一方面，公司超过 80%的火电装机在上海消纳；另一方面，公司电力供应占上海地区约三分之一；区域重要性凸显。得益于盈利修复和较高的分红比例，公司 25 年现金分红对应的股息率已达 5.1%；展望 26 年，尽管电价下行、煤价上涨压制公司业绩，但我们预计股息率仍有望达到 4.1%，具备配置性价比。

- **上海市供需格局、竞争格局双优助力电价保持韧性。**我们判断在 2030 年蒙电入沪完全投产前上海电力供需整体相对平衡，最大用电负荷中性增长条件下 26-29 年供给充裕度（计算公式为有效装机/最大用电负荷-1）维持在 9%-13%区间内，与 2025 年的 10%接近；如遇极端天气供给或进一步偏紧。在此基础上，上海市内火电存在普遍的交叉持股现象，市场竞争格局高度集中，我们测算权益装机口径下煤电、气电 CR4 高达 85%、89%。较优的供需格局和市场竞争格局有望助力上海市电价保持韧性。2026 年以来市内现货电价均值约 450 元/MWh，已明显高于 430 元/MWh 的年度长协电价，对 2027 年年度长协电价谈判形成支撑。

- **煤电：十四五盈利改善明显，27 年开始有望进入稳中向好阶段。**公司控股装机 840 万千瓦，其中并表 660 万，包括上海市内 323 万+皖电入沪 132 万+安徽 135 万+宁夏 70 万。近年来得益于：1）火电仍为上海市主力电源从而拥有相对更高的利用小时，2）上海电价整体降幅较小，3）公司机组煤耗具备优势，4）煤价中枢下移等多重因素驱动，公司盈利水平改善明显，我们测算 21-25 年公司上海市内+皖电入沪机组度电净利润分别为-0.017、-0.034、0.014、0.040、0.059 元/kwh。展望 26 年全年，公司电价降幅相对可控，但煤价上涨冲击盈利水平，我们预计公司煤电点火价差同比降幅或达 2.2 分/kwh（不含税），其中 26H1 降幅 1.5 分/kwh。展望后续，如前所述，我们判断 27 年上海市电价或呈稳中有升趋势、叠加煤价中枢稳定假设下，公司盈利能力有望实现稳中向好。

- **气电：两部制电价政策护航，盈利能力强且相对稳健。**公司气电装机均位于上海市内。上海市气电执行两部制电价政策，其中，电量电价随气价实现较好联动，目前以 2 个月为周期进行调整；而机组盈利主要依赖容量电价，调峰机组、热电联产机组分别为 37.01、36.5 元/月/kw。复盘历史来看，公司气电盈利能力较强同时波动性较弱，2021-2025 年单位装机毛利在 170-226 元/kw，高于可比公司的 83-149 元/kw；同时波动率仅 0.12，低于可比公司的 0.21。

- **新能源：十五五装机有望翻倍，算电协同进一步打开成长空间。**公司存量新能源以风电为主，其中海风装机占比约 3 成，区域分布上则相对多元化。展望十五五，公司规划装机容量增长 50%，新能源装机占比达到 60%，以此测算十五五期间公司累计新增装机超 1000 万千瓦，且主要由新能源贡献。多元化项目储备支撑装机目标达成。短期来看，公司在西北大基地，东南海风/海

申能股份（股票代码：600642）

推荐 首次评级

分析师

陶贻功
☎：010-80927673
✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522030001

马敏
✉：mamin_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130526080004

梁悠南
☎：010-80927656
✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523070002

市场数据

2026 年 10 月 16 日

股票代码	600642
A 股收盘价(元)	9.08
上证指数	3,716.28
总股本(万股)	489,408
实际流通 A 股(万股)	489,408
流通 A 股市值(亿元)	444

相对沪深 300 表现图

2026 年 10 月 16 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

光项目方面多点开花；通过梳理项目进度，我们判断：1）公司 26 年新增装机约 243 万千瓦（陆风 135 万+海风 57.6 万+海光 50 万）。2）目前储备待开工项目 150 万千瓦（陆风 50 万+海风 35 万+海光 65 万）有望在后续年份贡献增量。而从中长期来看，上海市风电、尤其深远海海风增长空间较大，十五五规划提出到 30 年风电装机突破千万千瓦，对应十五五增量空间 863 万千瓦，公司作为市内极具竞争优势的发电平台，受益预期较强。除此之外，上海十五五规划提出“推动算力规模倍增”，而海底数据中心有望成为其规避土地资源稀缺短板的核心解法之一，公司目前已有临港海风直连数据中心项目落地，且未来不排除以合资模式切入算力领域，有望进一步打开成长天花板。

- **投资建议：**我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 32.41、36.39、38.24 亿元，同比-19.25%、+12.30%、+5.07%。2026 年 10 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 13.71x、12.21x、11.62x。相对估值维度，可比公司 26E Wind 一致盈利预测对应 PE 为 11.73x，低于公司的 13.71x。但考虑到公司分红比例较高，从股息率角度出发，我们测算公司 26E 股息率有望达到 4.1%，明显高于可比公司 3.6%的平均水平，基于此，我们认为公司估值仍有提升空间。绝对估值维度，我们测算公司合理每股价值区间为 10.41-11.79 元，中枢值 11.07 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**电力需求增长不及预期的风险，在建项目投产不及预期的风险，煤炭价格大幅上涨的风险，电价政策出现超预期变化的风险等。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,029	27,729	29,714	30,565
收入增长率%	-5.37	-1.07	7.16	2.86
归母净利润(百万元)	4,013	3,241	3,639	3,824
利润增长率%	1.75	-19.25	12.30	5.07
分红率%	56.09	56.09	56.09	56.09
毛利率%	22.56	19.71	20.89	21.17
摊薄 EPS(元)	0.82	0.66	0.74	0.78
PE	11.07	13.71	12.21	11.62
PB	1.07	1.03	0.99	0.96
PS	1.59	1.60	1.50	1.45

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

目录
Catalog

一、 上海综合能源供应商，股息率优势突出 4
（一） 以上海为核心经营区域的综合性能源供应商 4
（二） 十四五盈利显著修复的高股息品种 5
二、 上海市电力供需格局、竞争格局双优，电价具备韧性 13
（一） 26-29 年上海电力供需整体相对平衡，如遇极端天气或偏紧 13
（二） 交叉持股普遍，发电侧竞争格局高度集中 16
（三） 25-26 年长协电价降幅可控，现货电价走强对 27 年电价谈判构成支撑 17
三、 火电：盈利能力具备优势 19
（一） 煤电：量、价、成本多维优势构筑盈利护城河 19
（二） 气电：两部制电价政策护航，盈利能力强且相对稳健 21
四、 新能源：十五五装机有望翻倍，算电协同进一步打开成长空间 23
（一） 十五五装机有望翻倍，西北大基地、东南海风/海光项目多点开花 23
（二） 已落地海风直连数据中心项目，算电协同打开成长空间 27
五、 盈利预测与估值 29
（一） 盈利预测 29
（二） 相对估值 30
（三） 绝对估值 31
六、 风险提示 33

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

一、上海综合能源供应商，股息率优势突出

（一）以上海为核心经营区域的综合性能源供应商

以上海为核心经营区域的综合性能源供应商。申能股份成立于 1993 年 2 月，由原申能电力开发公司改组而成。1993 年 4 月，公司股票在上交所上市。公司是以电力、油气为主业的综合性能源供应商，独特的产业结构有助于增强公司的抗风险能力。

- 公司电力结构多元，涵盖煤电、气电、新能源、核电（参股）、抽蓄（参股）等领域。截至 25 年末，公司控股装机 2066 万千瓦，其中煤机、燃机、风电、光伏、分散式供电、储能分别为 840、343、344、443、88、9 万千瓦。公司火电装机主要布局上海地区，新能源装机区域分布则相对分散。公司电力供应占上海地区约三分之一，区域重要性凸显。
- 油气业务方面，公司下属上海天然气管网有限公司（管网公司）负责投资建设和经营管理上海市唯一的天然气高压主干管网系统，具备显著的区域垄断优势；此外，公司下属上海石油天然气有限公司（石油天然气公司）负责东海平湖油气田的勘探开发，具备一定气源保障能力。

表1：公司控股装机情况（截至 2025 年末）

电源类型	子公司名称	持股比例	装机容量（万千瓦）	所属区域
煤电	上海外高桥第三发电有限责任公司	40%	200	上海
	上海外高桥第二发电有限责任公司（共同控股）	40%	180	上海
	上海吴泾第二发电有限责任公司	51%	123	上海
	淮北申皖发电有限公司	51%	132	安徽，外送上海消纳
	淮北申能发电有限公司	100%	135	安徽
	申能吴忠热电有限责任公司	97.43%	70	宁夏
	合计		840	
气电	上海申能临港燃机发电有限公司	65%	165.20	上海
	上海申能崇明发电有限公司	100%	84.84	上海
	上海申能奉贤热电有限公司	51%	92.52	上海
	合计		342.56	
风电	-	-	343.6	区域结构分散，涉及上海、江苏、河南、内蒙、青海、海南等
光伏	-	-	442.9	区域结构分散，涉及安徽、山西、贵州、湖北、江西、陕西、江苏、新疆等
分散式供电	-	-	87.8	
独立储能	-	-	9.3	
合计	-	-	**2066**	

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

注：外高桥二发不纳入公司合并报表。

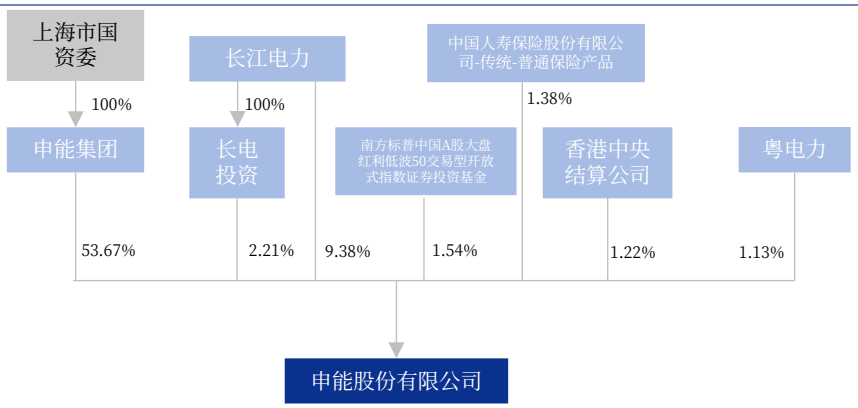
股权结构方面，公司第一大股东为申能集团有限公司，持股比例 53.67%；实控人为上海市国资委；长江电力为公司第二大股东，直接&间接持有公司 11.59%的股份。申能集团作为上海市国资委直属综合性能源产业集团，首要承担上海电力、城市燃气能源安全保供职能，同步拓展金融、商贸、电缆、环保等多元化业务；申能股份为集团电力、油气业务的核心经营主体，并参股集团下属金融

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

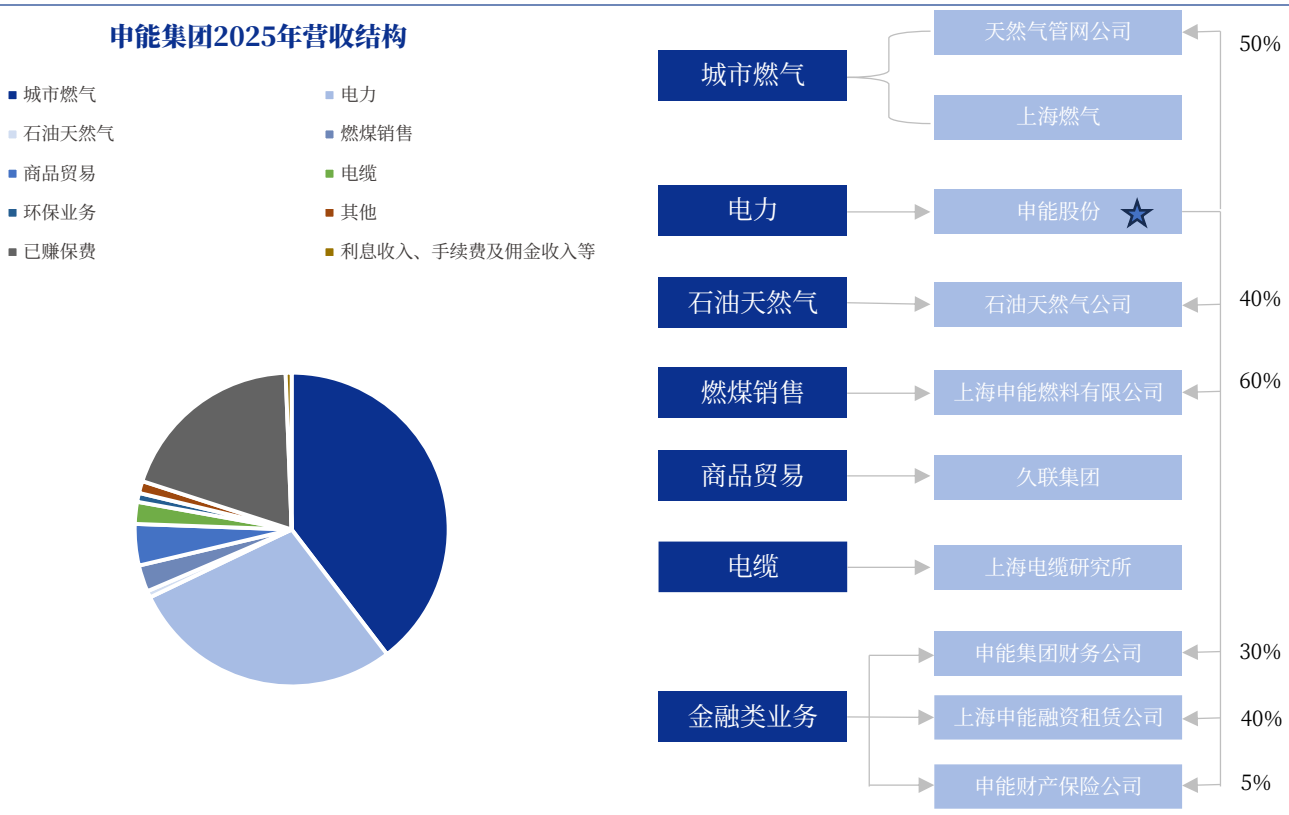
类公司。

图1：公司股权结构（截至 26H1 末）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：申能集团业务构成及申能股份业务定位



资料来源：Wind，申能集团债券募集说明书、评级公告，中国银河证券研究院

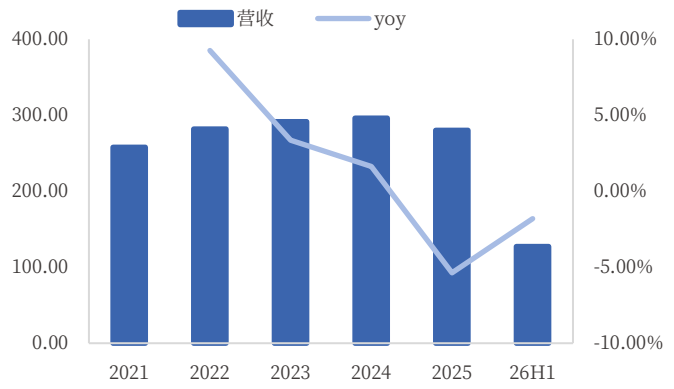
（二）十四五盈利显著修复的高股息品种

十四五期间公司营收整体稳增，26H1 小幅下滑。公司营收从 2021 年的 258 亿元提升至 2025 年的 280 亿元，复合增速约 2%。2025 年受煤电业务利用小时、电价双承压，天然气管输价格下调、以及煤炭销售业务规模收缩等影响，公司收入出现十四五以来的首次下滑，26H1 延续小幅下滑态势。收入结构方面，电力业务营收占公司总营收的 80%左右，其中煤电约占 45%、气电约占 20%、其余为新能源。具体到各业务来看：

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

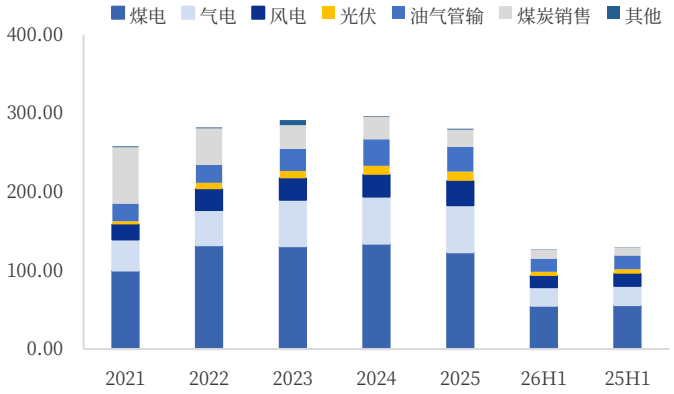
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：公司营收（亿元）和同比增速



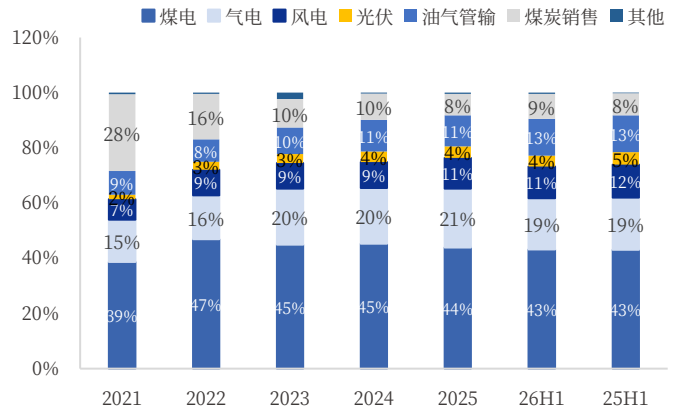
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图4：公司分业务营收（亿元）



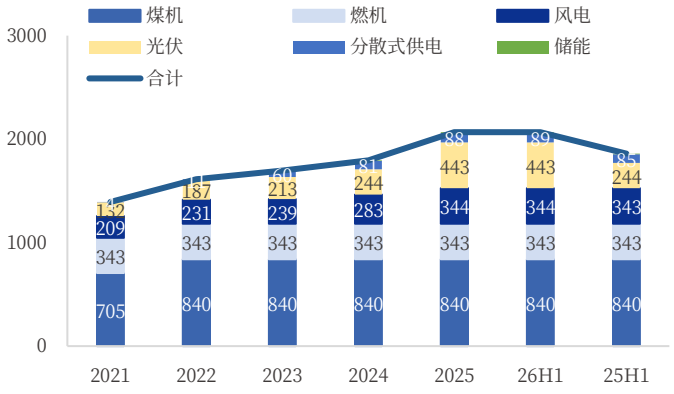
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图5：公司各业务收入占比



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图6：公司电力装机情况（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

煤电：收入在 2022 年实现较快增长，主要由于当年平山二期项目投产带来电量增长，以及煤价上涨周期发改价格〔2021〕1439 号文明确从 2021 年 10 月 15 日起将煤电上网电价浮动范围放宽至基准价的±20%驱动电价增长。2022 年及以后装机规模保持不变，2023-2024 年利用小时、电价基本维稳，营收表现亦相对稳健。2025 年，利用小时和电价双承压，压制收入表现。26H1，得益于上海市内用电量增长，公司煤电发电量小幅增长 1.0%，但电价延续承压态势，导致营收同比小幅下滑 1.62%至 54.93 亿元。

图7：公司煤电发电量（亿 kwh）

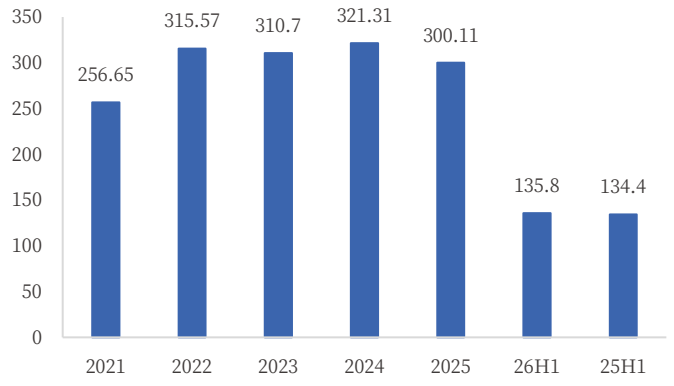
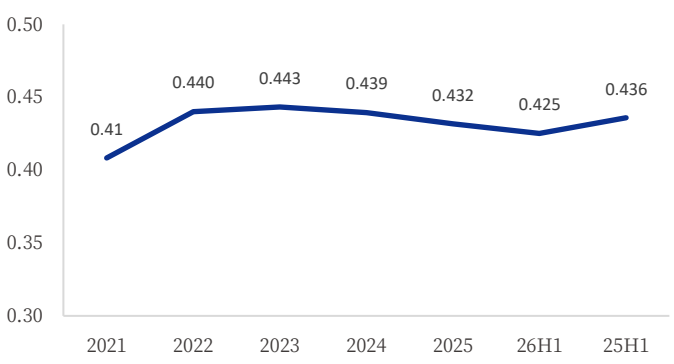


图8：公司煤电度电收入（元/kwh）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

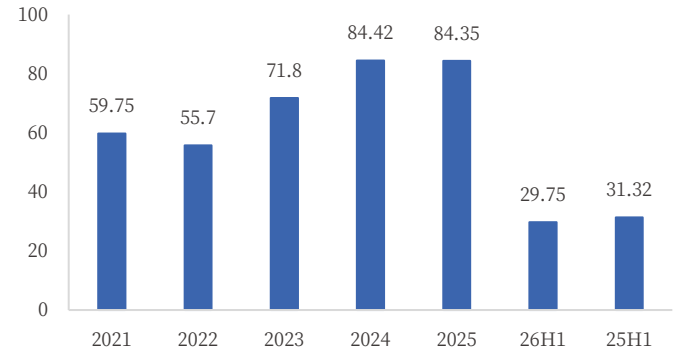
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

注：由于外高桥二发不并表，即不影响公司收入，此处不纳入电量统计范畴。

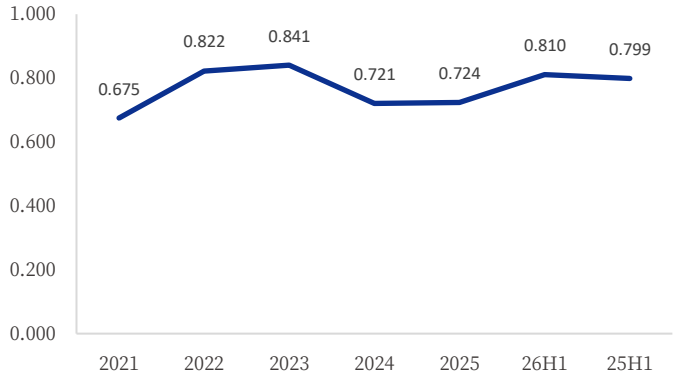
气电：十四五期间装机规模保持不变，2022-2023 年收入在利用小时增加、气价上涨带动的电价上涨等驱动下实现快速增长，2024-2025 年利用小时进一步抬升对冲电价回落的不利影响，收入基本持平。26H1，受发电用天然气安排影响，气电发电量同比下滑 5.0%，但气价上涨带动电价回升，价增量减营收同比下滑 3.61%至 23.63 亿元。

图9：公司气电发电量（亿 kwh）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

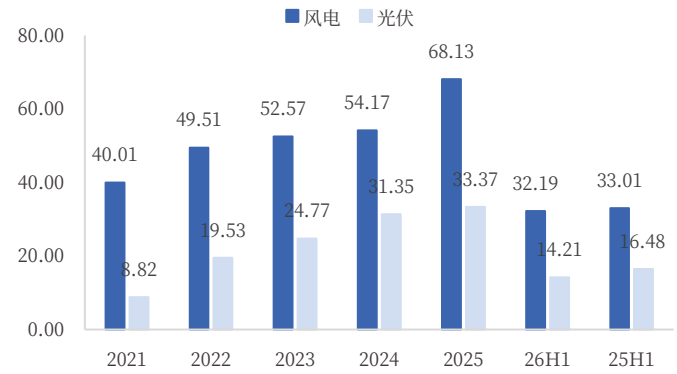
图10：公司气电度电收入（元/kwh）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

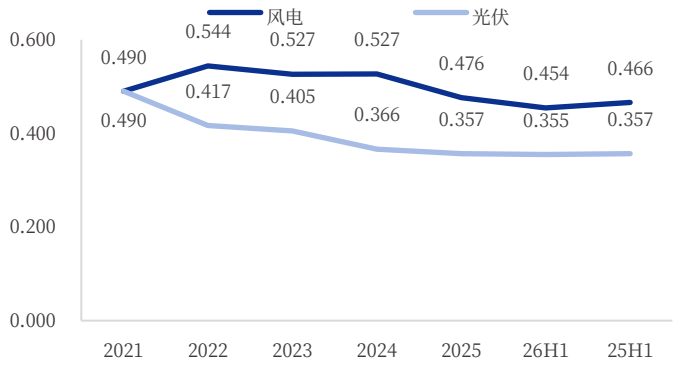
新能源：尽管电价呈下行态势（2022 年风电度电收入回升预计主要系电价较高的如东协鑫 H15、如东智鑫 H13 海风项目于 2021 年未投产所致），但装机增长较快。2021-2025 年风电、光伏、分散式供电累计装机复合增速分别达到 13%、35%、115%。电量增长驱动营收整体实现增长，2021-2025 年风电、光伏营收复合增速分别为 13%、29%。26H1 受资源条件扰动，公司风电、光伏发电量同比分别-2.5%、-13.8%，在此基础上，受市场化程度提升影响，新能源电价持续下行，使得 26H1 公司风电、光伏营收同比分别-4.95%、-14.22%至 14.63、5.04 亿元。

图11：公司新能源发电量（亿 kwh）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图12：公司新能源度电收入（元/kwh）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

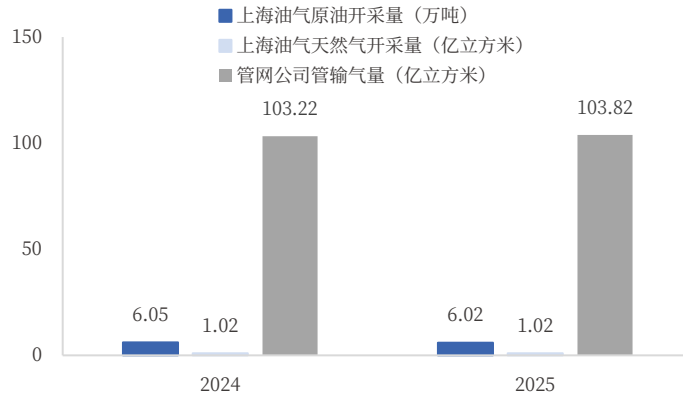
注：26H1、25H1 数据为营收/发电量，其余年份为营收/上网电量。

油气管输：公司油气管输业务包括石油&天然气开采，天然气城市干线管道输送两部分。其中天然气管输业务管输价格由上海市发改委核定，沪发改价管【2020】30 号文明确为 0.18 元/立方米（含税），2025 年下调至 0.12 元/立方米（含税），自 2025 年 5 月 1 日起执行；使得公司该业务收入在 2025-2026 年有所承压。油气开采业务方面，近两年开采量保持稳定，收入相对稳健。26H1，公司油气管输业务营收同比-2.23%至 16.91 亿元，预计主要受去年同期管输价格高基数影响。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

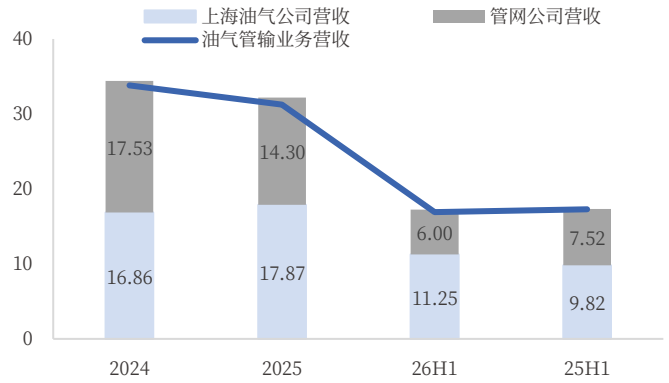
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：公司油气管输业务核心经营数据



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图14：公司油气管输业务收入拆分（亿元）

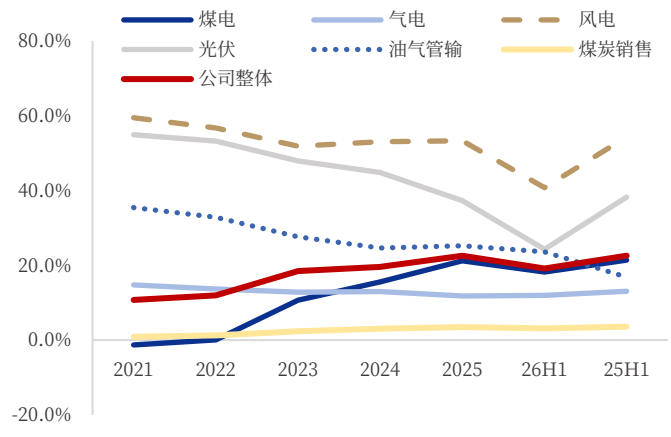


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

煤炭销售： 公司从事的煤炭销售业务主要通过市场化集中采购煤炭后，实现向公司参控股的煤电厂及其他市场化用煤单位的销售，相关业务的开展主要为进一步保障公司煤电业务的燃料供应、优化燃料采购流程及降低燃料采购成本。近年来该板块收入随煤价中枢下移，叠加 2024 年开始公司不再办理市场化的燃煤销售业务而有所下滑。26H1，公司煤炭销售业务实现营收 11.57 亿元，同比增长 10.71%。

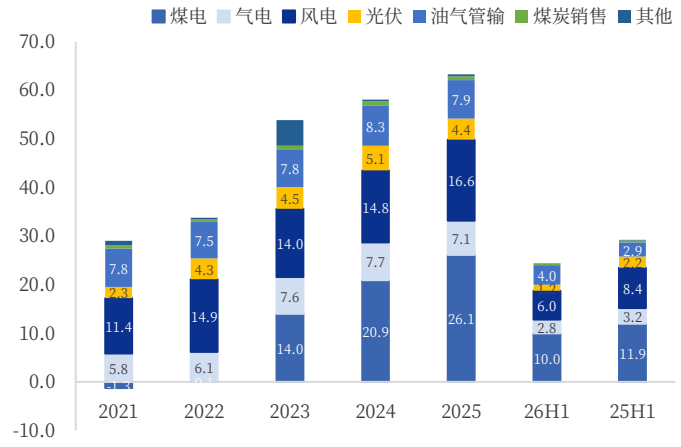
十四五期间公司整体毛利率持续回升，26H1 有所下降。电力板块中，公司气电业务盈利稳健，2023-2025 年毛利基本稳定在 7-8 亿元，占比 10%-15%。风电业务得益于收入规模扩张以及毛利率韧性较强，2023-2025 年毛利稳中有增，占比 26%。光伏业务收入增长和毛利率下滑基本抵消，2023-2025 年毛利处于 4.5-5 亿元区间，占比 8%左右。煤电业务盈利波动较大，受煤价下跌驱动毛利率由 2022 年的 0%大幅修复至 2025 年的 21.2%，毛利相应由 0 大幅增长至 26 亿元，2025 年毛利贡献超过 40%。非电板块中，煤炭销售业务盈利能力较弱，毛利贡献不足 1 亿元；油气管输业务盈利稳定，2021-2025 年毛利在 7-8 亿元体量，近年毛利占比在 10%-15%。26H1，受电量、电价下降，一次能源价格上涨等因素综合影响，公司电力业务毛利率同比均有所回落，其中新能源业务降幅较大；非电业务中，油气管输业务尽管收入同比下滑，但毛利率同比提升明显，带动毛利同比增加；煤炭销售业务则基本维持稳定。

图15：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图16：公司分业务毛利（亿元）

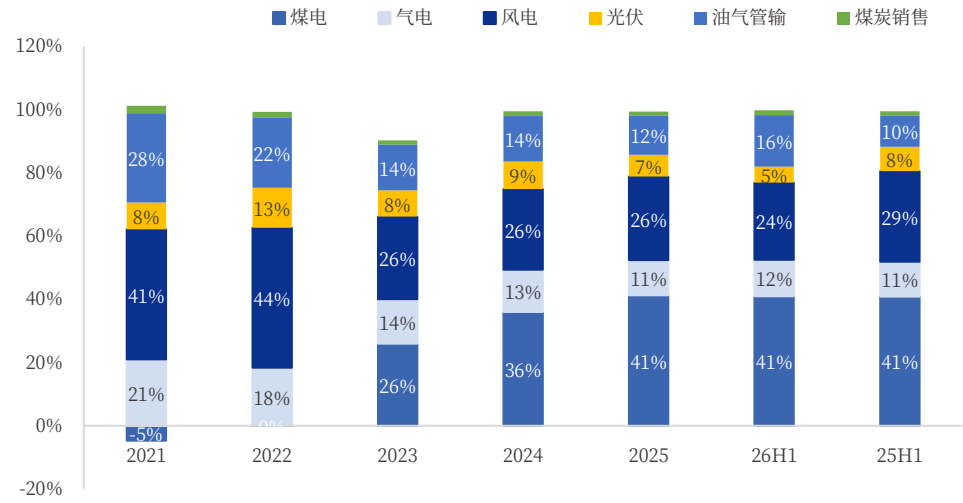


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

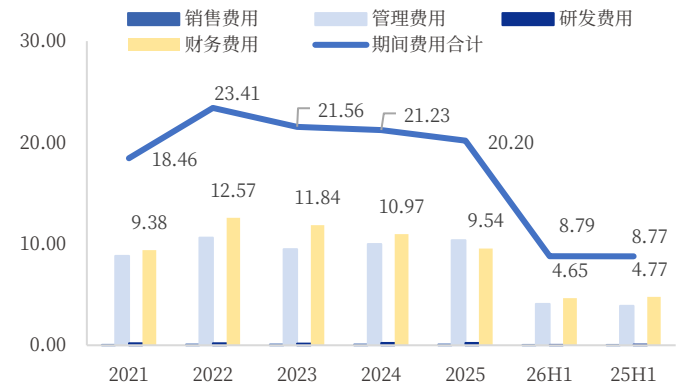
图17：公司毛利结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

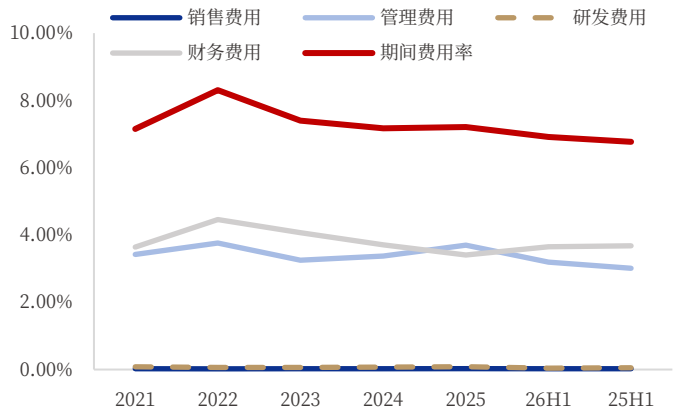
期间费用管控良好，进一步增厚利润。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，其中财务费用在 2022-26H1 持续压降，预计主要系综合融资成本降低所致。

图18：公司期间费用（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、中国银河证券研究院

图19：公司期间费用率



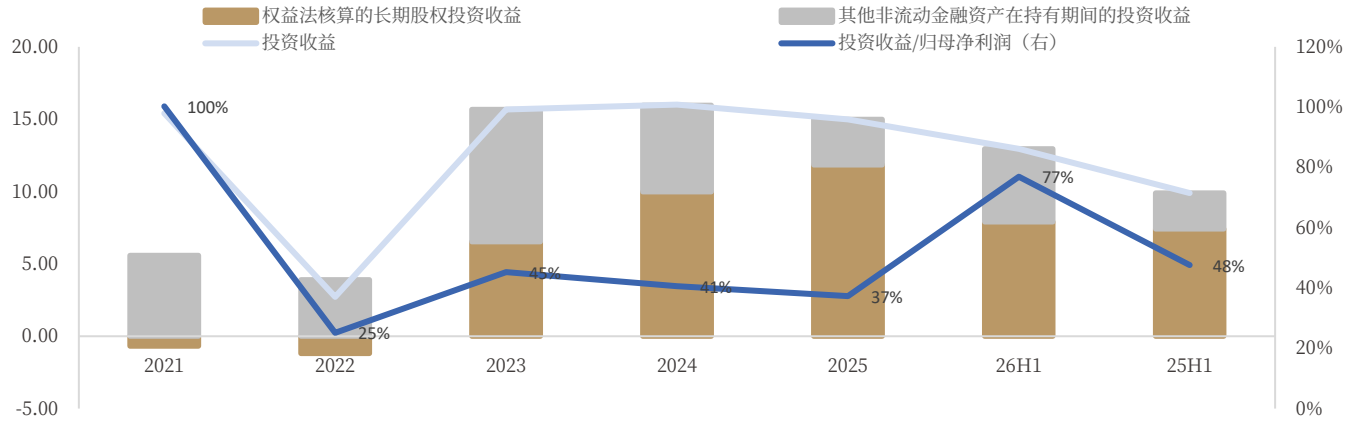
资料来源：公司公告、Wind、中国银河证券研究院

公司参股较多火电、抽蓄、新能源、核电项目以及金融类公司，投资收益占归母净利润的比例较高。公司投资收益主要分为两部分，其一为其他非流动金融资产在持有期间的投资收益，主要来自参股的核电秦山联营公司（持股 12%）、秦山第三核电公司（持股 10%）等的分红；其二为权益法核算的长期股权投资收益，主要来自参股火电、抽蓄、金融类公司的利润。我们统计主要参股公司 2022-2025 年的投资收益变化情况，发现火电-燃机、抽蓄、新能源、金融类公司对公司的业绩贡献相对稳定，每年在 6 亿元左右，火电-煤机类公司盈利波动较大，与公司控股煤电业务表现基本一致。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图20：公司投资收益情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

表2：公司参股公司历年确认的投资收益情况（亿元）

分类	公司名称	装机（万千瓦）	持股比例	2022	2023	2024	2025	26H1	25H1
火电-煤机	上海外高桥第二发电有限责任公司	180	40%	-0.97	1.09	2.01	2.78	1.40	1.51
	华能上海石洞口发电有限责任公司	132	50%	-1.62	0.80	1.48	1.87	1.36	1.25
	上海上电漕泾发电有限公司	200	35%	-2.20	0.33	1.35	2.14	1.34	1.45
	上海外高桥发电有限责任公司	128	49%	-3.00	-2.13	-0.79	0.09	0.76	0.08
火电-燃机	上海漕泾热电有限责任公司	65.8	30%	1.17	1.11	1.07	1.07	0.72	0.61
	华能上海燃机发电有限责任公司	120	30%	0.13	0.18	0.21	0.57	0.18	0.18
	上海闵行燃气发电有限公司	121.3	35%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	上海华电奉贤热电有限公司	86	49%	0.57	0.74	0.75	0.76	0.37	0.35
抽水蓄能	华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司	180	25%	0.86	0.88	0.68	0.64	0.32	0.37
	华东桐柏抽水蓄能发电有限责任公司	120	25%	0.27	0.27	0.22	0.21	0.20	0.18
	浙江衢江抽水蓄能有限公司	120	15%						
	安徽桐城抽水蓄能有限公司	128	20%						
	安徽宁国抽水蓄能有限公司	120	11%						
风电	华能启东风力发电有限公司	-	35%	0.06	0.08	0.13	0.07	0.04	0.04
	国电承德围场风电有限公司	-	34%	0.24	0.50	0.26	0.19	0.25	0.15
	浙江玉环华电风力发电有限公司	-	30%	0.43	0.29	0.36	0.22	0.05	0.05
	滨海智慧风力发电有限公司	-	49%	1.31	1.04	1.17	1.02	0.31	0.62
金融	申能财务	-	30%	0.92	0.78	0.86	0.81	0.43	0.47
	申能租赁	-	40%	0.40	0.33	0.17	0.13	0.10	0.07
小计	火电-煤机			-7.78	0.09	4.06	6.88	4.85	4.28
	火电-燃机			1.87	2.04	2.03	2.40	1.27	1.14
	抽蓄			1.13	1.16	0.90	0.85	0.51	0.55
	风电			2.05	1.90	1.91	1.51	0.65	0.87
	金融			1.32	1.11	1.03	0.94	0.53	0.54

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

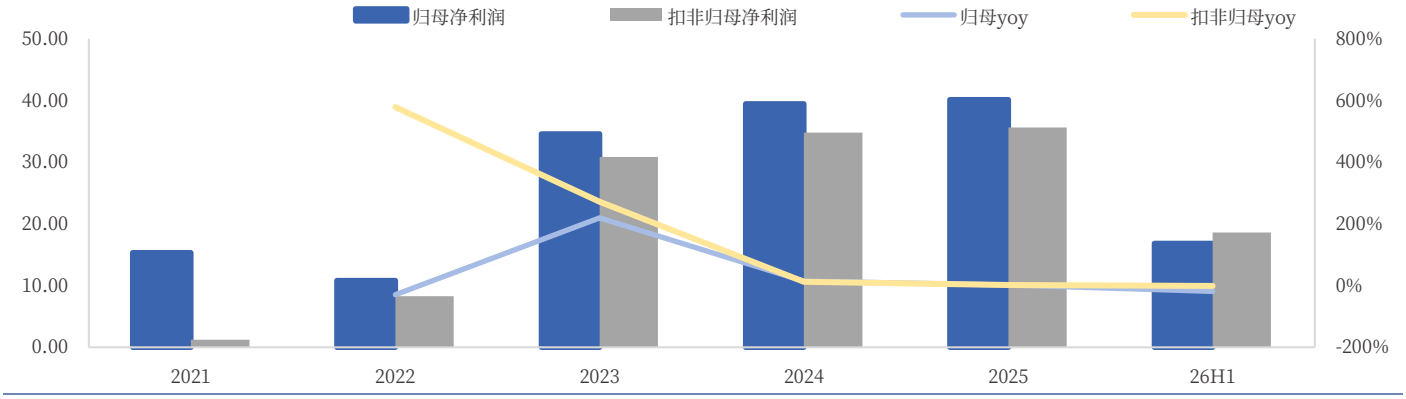
	上述合计			-1.42	6.29	9.93	12.57	7.82	7.38
	其中：燃机+抽蓄+风电+金融			6.4	6.2	5.9	5.7	3.0	3.1
公司权益法核算的长期股权投资收益				-1.18	6.53	9.98	11.84	7.90	7.42

资料来源：公司公告、天眼查、上海电力交易中心、中国银河证券研究院

注：衢江抽蓄、桐城抽蓄、宁国抽蓄预计分别于 2026 年 8 月、2027 年初、2030 年 9 月首台机组投产发电。

十四五扣非归母净利润持续增长，26H1 平稳过渡。得益于毛利扩张以及期间费用压降，公司十四五期间业绩表现优异，扣非归母净利润由 2021 年的 1.2 亿元大幅增长至 2025 年的 35.6 亿元，复合增速高达 132%。公司归母净利润和扣非归母净利润之间的差异主要来自非金融企业持有金融资产和金融负债产生的公允价值变动损益以及处置金融资产和金融负债产生的损益。26H1，公司归母净利润、扣非归母净利润分别为 16.8、18.6 亿元，同比-18.97%、-1.11%，二者之间的差异主要来自于 26H1 公司公允价值变动收益为-3.08 亿元，25 年同期为 2.29 亿元，而扣非归母净利润增速表现优于营收和毛利端主要系投资收益增加和勘探费用减少。

图21：公司归母净利润、扣非归母净利润情况（亿元）

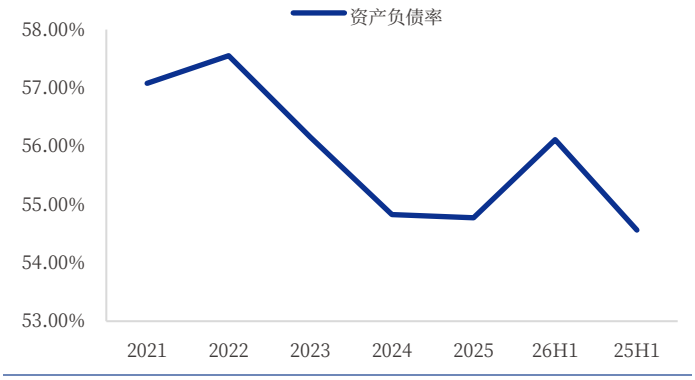


资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

注：2021 年归母净利润和扣非归母净利润差异较大主要系当年转让上海上国投资产管理有限公司 5%股权。

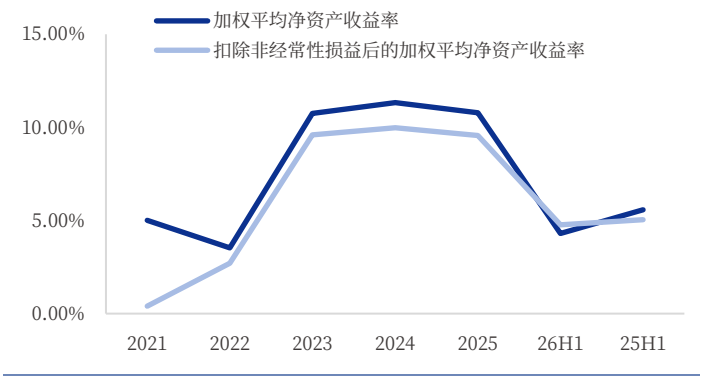
资产负债率下降，ROE 修复。公司资产负债率从 2022 年的 57.55%稳步下降至 2025 年末的 54.77%，26H1 回升至 56.11%。得益于盈利能力修复，公司扣非加权 ROE 从 2021 年低点的 0.40%显著提升至 2025 年的 9.56%，26H1 为 4.77%，同比小幅回落 0.28pct。

图22：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、中国银河证券研究院

图23：公司 ROE



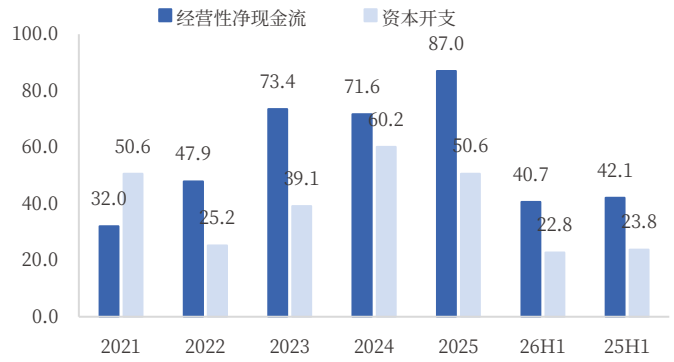
资料来源：公司公告、Wind、中国银河证券研究院

公司现金流充裕，现金分红比例维持较高水平，最新股息率高达 5.2%。公司除新能源以外的业务整体回款较好，而近年来资本开支主要聚焦于新能源项目开发。自 2022 年开始，公司简易自由现金流（经营性净现金流-资本开支）转正，现金流整体较为充裕。基于此，公司近年来维持较高的现金分红比例，2023-2025 年均维持在 55%以上，以 2026 年 10 月 16 日收盘价为基础测算 2025 年现金分红对应的股息率高达 5.1%，性价比突出。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

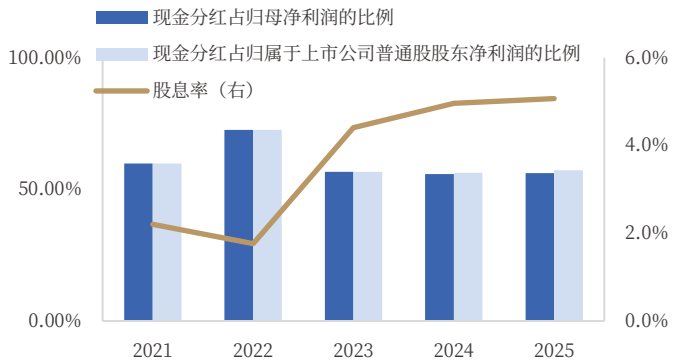
下载日志已记录，仅供内部参考

图24：公司经营性现金流、资本开支（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、中国银河证券研究院

图25：公司现金分红、股息率（以 2026/10/16 收盘价测算）



资料来源：公司公告、Wind、中国银河证券研究院

注：归母净利润和归属于上市公司普通股股东净利润的差异主要来自永续债利息，公司自 2024 年开始产生永续债利息。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

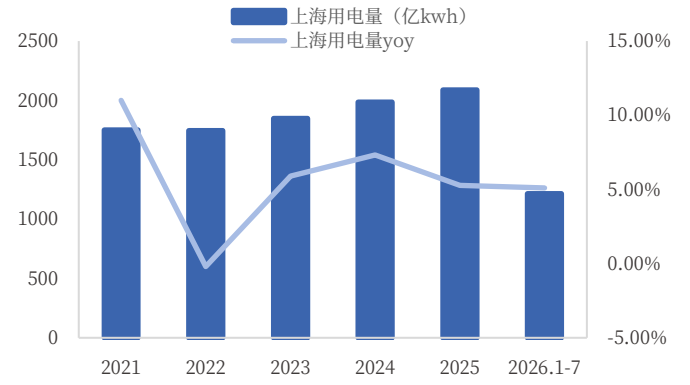
下载日志已记录，仅供内部参考

二、上海市电力供需格局、竞争格局双优，电价具备韧性

（一）26-29 年上海电力供需整体相对平衡，如遇极端天气或偏紧

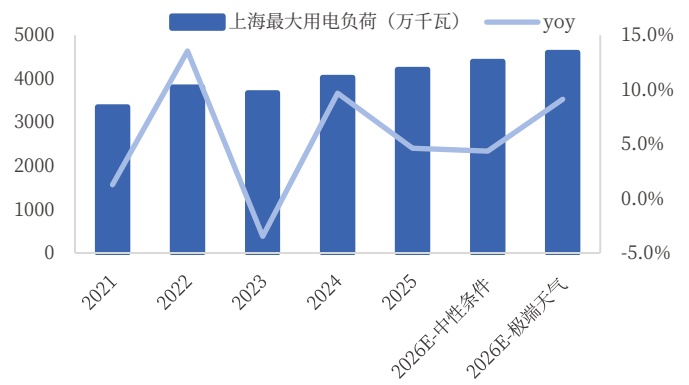
近年来上海用电量、最大用电负荷均实现较快增长。上海市用电量由 2020 年的 1576 亿 kwh 增长至 2025 年的 2089 亿 kwh，年均增长 5.8%/103 亿 kwh；逐年来看，除 2022 年受公共卫生事件影响用电量同比下滑以外，其余年份均实现良好增长。2026 年 1-7 月，上海市用电量为 1213 亿 kwh，同比+5.11%，延续较快增长。最大用电负荷方面，由 2020 年的 3311 万千瓦增长至 2025 年的 4216 万千瓦，年均增长 5.0%/181 万千瓦。但逐年来看，最大用电负荷增速与用电量增速并不完全匹配，如 2022 年用电量下滑但最大用电负荷高增，我们预计或由于上海三产、居民用电量占比远高于全国平均水平（56% vs.35%），最大用电负荷受气温影响波动较大。展望 2026 年，根据国网上海电力披露，综合气温偏高和经济增长等因素，预计今夏上海最高用电负荷将达 4400 万千瓦，极端天气可达 4600 万千瓦，有望刷新历史纪录。

图26：上海市用电量及增速



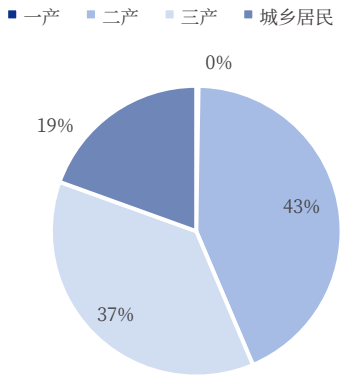
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图27：上海最大用电负荷及增速



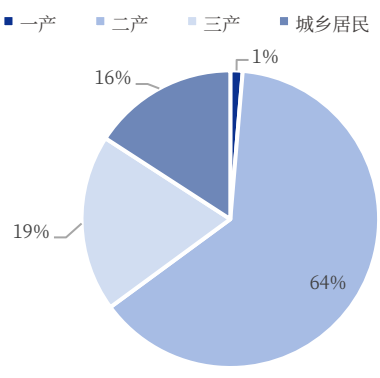
资料来源：上海市电力行业协会、中国能源报、上海发布、经济日报、中国银河证券研究院

图28：26Q1 上海市用电量结构



资料来源：上海电力交易中心、嘉柒智能、中国银河证券研究院

图29：26Q1 全国全社会用电量结构



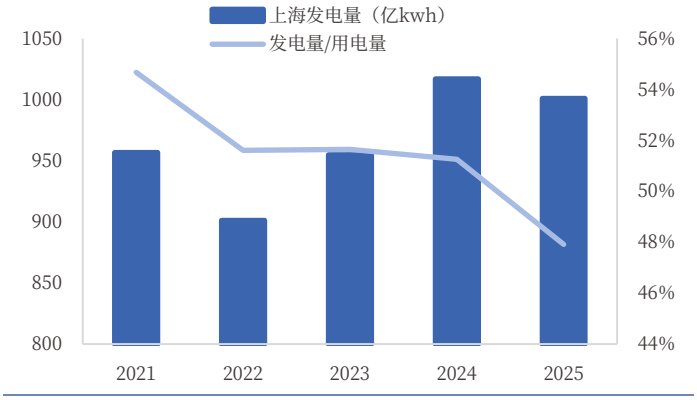
资料来源：国家能源局、中国银河证券研究院

上海高度依赖外来电，本地发电结构以火电为主。2021-2025 年，上海本地发电量在 900-1000 亿 kwh，占用电量的比例在 50%左右。截至 26Q1 末，上海本地发电装机约 3445 万千瓦，其中火电占 74%（燃煤、燃油、燃气分别为 43%、2%、29%），其余为资源综合利用 3%、风电 4%、光伏 19%。从发电量结构来看，由于新能源利用小时较低，26Q1 火电占全部发电量的比例高达 87%（燃煤、燃油、燃气分别为 68%、0.1%、18%）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

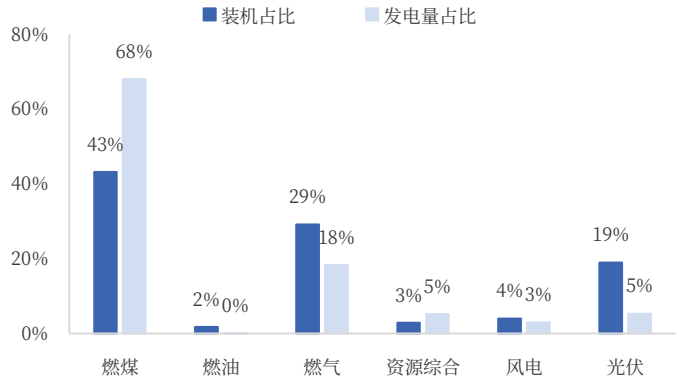
下载日志已记录，仅供内部参考

图30：上海发电量占用电量的比例



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图31：上海发电装机结构、发电量结构



资料来源：上海电力交易中心、嘉柒智能、中国银河证券研究院

注：资源综合利用包括垃圾焚烧发电、余热发电等。

上海目前通过五交四直九大通道接受三峡水电、向家坝水电、皖电、秦山核电等外来电。根据上海电缆研究所，上海主要通过“五交四直”九大通道接受外来电，总受电能力为 2150 万千瓦。具体而言，四条直流分别为葛南线、宜华线、林枫线、复奉线，其中前三条通道主要输送葛洲坝及三峡水电，后一条通道主要输送向家坝水电。根据国网上海电力公司直流分公司披露，其所辖四座换流站总输送容量合计 1356 万千瓦。五条交流分别为皖电东送东通道、中通道、西通道，皖电东送南半环线，皖电东送北半环线，主要输送安徽煤电、秦山核电等。

图32：上海主要跨省输电通道

序号	区域	外来电力输电工程名称	类型
1	华东网内	皖电东送东通道、中通道、西通道为代表的网内煤电厂、以秦山核电为代表的网内核电站等，为华东电网内综合调配管理	交流
2		皖电东送南半环线（淮南-皖南-浙北-上海沪西）	交流
3		皖电东送北半环线（淮南-南京-上海沪西）	交流
4	华中电网（葛洲坝及三峡水电）	葛南线（葛洲坝-上海南桥）	直流
5		宜华线（湖北宜昌-上海华新）	直流
6		林枫线（湖北团林-上海枫泾）	直流
7	川渝电网（西南金沙江水电）	复奉线（向家坝-上海奉贤）	直流

资料来源：上海电缆研究所，中国银河证券研究院

预计十五五前半程上海市内有效装机增量有限。考虑到新能源顶峰出力能力较弱，从供电可靠性角度出发，我们主要评估火电新增装机。短期来看，基于对在建项目的梳理，我们预计 26-28 年上海有望净新增火电装机 397.5 万千瓦；中长期维度，上海政协发文指出“要抓住碳达峰前窗口期建设一批清洁高效火电机组，规模力争达到 600 万千瓦并在“十五五”中后期投产”，我们假设 28-30 年分别投产 100、200、300 万千瓦，并于次年实现发挥作用。需要注意的是，上海目前的煤电机组投产时间普遍较早，见表 5，如果考虑老旧机组关停，装机净新增或将小于前述假设。

表3：上海增量火电项目梳理

项目	新增装机（万千瓦）	存量关停（万千瓦）	净新增（万千瓦）	建设/投产进度
外高桥一厂扩建项目	200	128	72	25 年 11 月正式开工建设
国家电投上海电力漕泾综合能源中心二期项目	200		200	预计 2026 年底建成投产
中煤华东分公司宝山 2×650MW 超超临界煤电（煤气掺烧）替代扩建项目	130	70	60	2025 年 7 月全面开工，计划 2027 年建成投产
中国石化上海石化股份公司热电机组清洁提效改造工程项目	28	42.5	-14.5	首台 11 号机组计划于三季度并网发电，力争在 2026 年实现三台机组投产

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

华能上海石洞口第二电厂 2×1000MW 扩容量替代项目	200	120（转备用）	80	25 年 9 月可行性研究报告招标，要求满足 2026 年 6 月 30 日前核准、并通过华能集团投委会投资决策的工期要求
合计			397.5	

资料来源：北极星火力发电网、上海电力、金山区人民政府网站、中国石化上海石化股份公司、中国银河证券研究院

外来电方面，蒙电入沪直流工程整体投产时间在十五五后期，交流输电能力增量有限。根据国网上海电力制订的“四强四横四纵”主网架远景目标，“十五五”时期将建成 16 项 500 千伏及以上工程，交流和直流受电能力分别再提升 500 万千瓦和 800 万千瓦。其中直流输电通道主要为库布齐-上海±800 千伏工程（蒙电入沪），整体项目预计于 2030 年投产；通道总容量按 800 万千瓦设计，送端大基地项目总装机规模约 1500 万千瓦（包括光伏 800 万千瓦、风电 450 万千瓦，配套支撑性煤电 264 万千瓦、新型储能 900 万千瓦时）。交流输电能力方面我们假设年均新增 100 万千瓦。

预计在最大用电负荷中性增长条件下 26-29 年上海电力供需整体相对平衡，如遇极端天气或偏紧。综上所述，我们预计上海 26-29 年有效装机增量分别为 167、346、252、200 万千瓦，2030 年开始随着新的火电项目集中投产以及蒙电入沪特高压投运而显著放量。最大用电负荷方面，参考国网上海电力的预测，2026 年增量在 184-384 万千瓦，假设后续年份维持这一增量。基于此，在最大用电负荷中性增长条件下，我们预计 26-29 年上海电力供需整体相对平衡，供给充裕度维持在 9%-13%；如遇极端天气导致用电负荷激增，供给或偏紧。

表4：上海市电力供需情况预测（万千瓦）

	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
最大用电负荷（中性条件）	4216	4400	4584	4768	4952	5136
最大用电负荷（极端天气）		4600	4984	5368	5752	6136
市内火电累计装机	2489	2556	2801	2953	3053	3253
市内火电新增装机		67	245.5	152	100	200
其中：						
上海重燃	*50*	*67*				
外高桥一厂扩建项目				*72*		
国家电投上海电力漕泾综合能源中心二期项目			*200*			
中煤华东分公司宝山 2×650MW 超超临界煤电替代扩建项目			*60*			
中国石化上海石化股份公司热电机组清洁提效改造工程项目			*-14.5*			
华能上海石洞口第二电厂 2×1000MW 扩容量替代项目				*80*		
建设 600 万清洁高效火电机组，在“十五五”中后期投产”					*100*	*200*
外来电	2150	2250	2350	2450	2550	3064
其中：直流通道	1356	1356	1356	1356	1356	1770
其中：交流通道	794	894	994	1094	1194	1294
有效装机	4639	4806	5151	5403	5603	6317

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

有效装机/最大用电负荷-1（中性条件）	10%	9%	12%	13%	13%	23%
有效装机/最大用电负荷-1（极端天气）		4%	3%	1%	-3%	3%

资料来源：上海政协、国家电网报、上海经信委、上海市电力行业协会、中国银河证券研究院

注：1）火电新增装机基于项目预计投产时间预测，其中当年较晚投产的项目假设次年贡献有效装机，即装机增量从次年开始计算；2）蒙电入沪配套电源仅考虑煤电和新型储能装机，其中储能项目按 6h 折算装机；3）2025 年交流通道外来电规模为倒算值，即总外来电规模减去直流通道容量。

（二）交叉持股普遍，发电侧竞争格局高度集中

我们逐个梳理上海火电项目的股权结构，发现存在明显的交叉持股现象，因此我们按权益装机容量统计各家的市场份额。具体而言，煤电方面，主要参与方包括上海电力、申能股份、国电、华能国际，市场份额分别为 28%、28%、9%、21%，CR4 高达 85%；气电方面，主要参与方包括国电投、华能、华电、申能，市场份额分别为 26%、8%、11%、43%，CR4 高达 89%；市场竞争格局高度集中。

表5：以煤电为例，存在明显的交叉持股现象

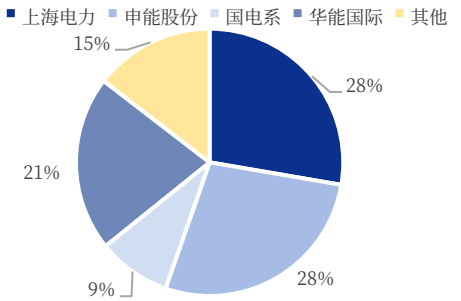
电厂	装机（万千瓦）	对应企业	股权结构	投运时间
外高桥	128	上海外高桥发电有限责任公司	上海电力 51%、申能 49%	1993 年
外高桥二厂	180	上海外高桥第二发电有限责任公司	北京国电电力（国电电力 57.4736%）、申能、上海电力 40%、40%、20%	2003-2004 年
外高桥三厂	200	上海外高桥第三发电有限责任公司	申能 40%、国电电力 30%、上海电力 30%	2007-2008 年
上电漕泾	200	上海上电漕泾发电有限公司	上海电力 65%，申能 35%	2010 年
石洞口一厂	130	华能国际电力股份有限公司上海石洞口第一电厂	华能国际 100%	1990 年四台机组全部建成投产；但后续分别于 2002 年、2005 年、2007 年、2009 年对 1 号、2 号、3 号、4 号机组进行了增容改造
石洞口二厂	120	华能上海分公司华能上海石洞口第二电厂	华能国际 100%	1992 年
石二新厂	132	华能上海石洞口发电有限责任公司	华能国际 50%、申能 50%	2009 年
吴泾二厂	120	上海吴泾第二发电有限责任公司	申能 51%、上海电力 49%	2000-2001 年
吴泾	60	上海电力股份有限公司吴泾热电厂	上海电力 100%	
宝钢	155	宝钢股份		
金山煤	42.5	中国石化上海石化股份公司		
高桥	19.45	中国石化上海高桥石油化工有限公司		
长兴岛二	2.4	上海长兴岛热电有限责任公司	上海电力 100%	
合计	1489.35			

资料来源：上海电力交易中心、Wind、天眼查、华能国际官网、浙江争光实业股份公司官网等，中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

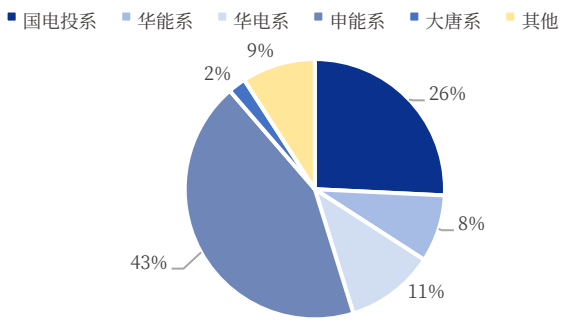
下载日志已记录，仅供内部参考

图33：上海煤电竞争格局（权益装机口径）



资料来源：Wind、天眼查、上海电力交易中心、中国银河证券研究院

图34：上海气电竞争格局（权益装机口径）

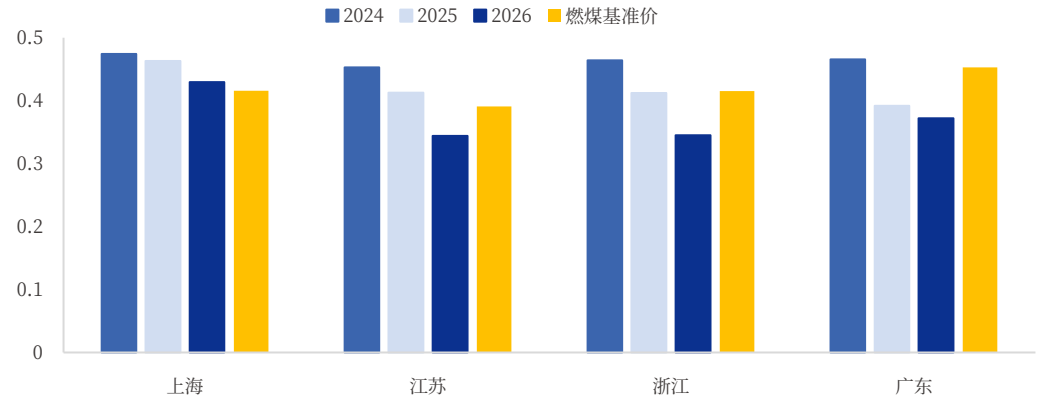


资料来源：Wind、天眼查、上海电力交易中心、中国银河证券研究院

（三）25-26 年长协电价降幅可控，现货电价走强对 27 年电价谈判构成支撑

受益于较好的供需格局和竞争格局，上海近年来年度长协电价降幅显著小于江苏、浙江等其他华东省份，以及广东等华南省份。具体来看，2025、2026 年上海年度长协电价降幅分别为 0.01、0.03 元/kwh，远小于同期江苏的 0.04、0.07 元/kwh，浙江的 0.05、0.07 元/kwh，且从两年时间维度来看，也远小于广东的 0.07、0.02 元/kwh。2026 年，上海年度长协电价仍较燃煤基准价上浮约 3%，好于江苏、浙江、广东的下浮 12%、17%、18%（若以市场参考价 0.463 元/kwh 为基准，广东已下浮 20%）。

图35：代表性省份历年年度长协电价情况（元/kwh）



资料来源：广东电力交易中心，北极星电力交易学社、盛德能源、光链能科等，中国银河证券研究院

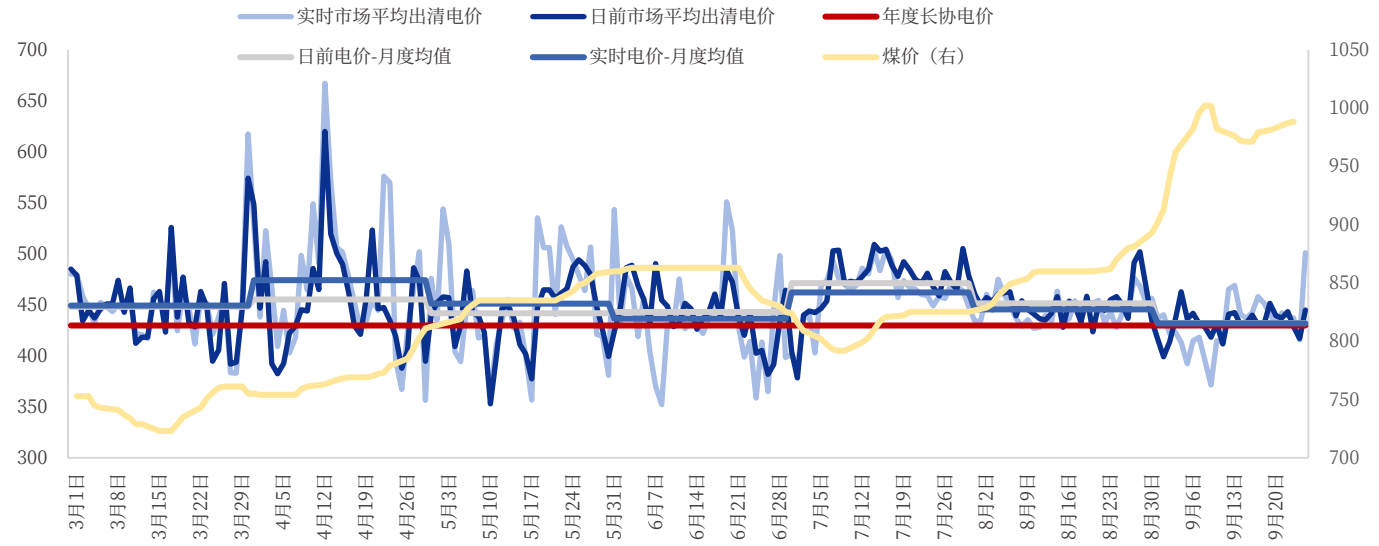
受煤价上行、高温天气拉动电力需求等影响，现货电价已高于年度长协电价，有望支撑 27 年年度长协电价。上海于 2025 年 10 月 28 日开始电力现货市场连续结算试运行。我们跟踪其现货电价走势，2026 年以来[1]平均约 450 元/MWh，其中 3/4/5/6/7/8/9 月日前电价均值分别为 448、455、442、443、471、451、432 元/MWh，实时电价均值分别为 449、474、451、436、462、445、432 元/MWh，均高于约 430 元/MWh 的 2026 年年度长协电价，我们认为主要受煤价上涨、高温天气拉动电力需求（5 月 11 日入夏以来，上海平均最高用电负荷 2631.79 万千瓦，同比+10.1%）等因素影响。考虑到现货电价存在向月度长协电价、以及次年年度长协电价传导的规律，上海 27 年年度长协电价具备支撑。

[1] 数据截至 9 月 26 日。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图36：上海现货电价走势（电价单位为元/MWh，煤价单位为元/吨）



资料来源：Wind，上海电力交易中心，光链能科，中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

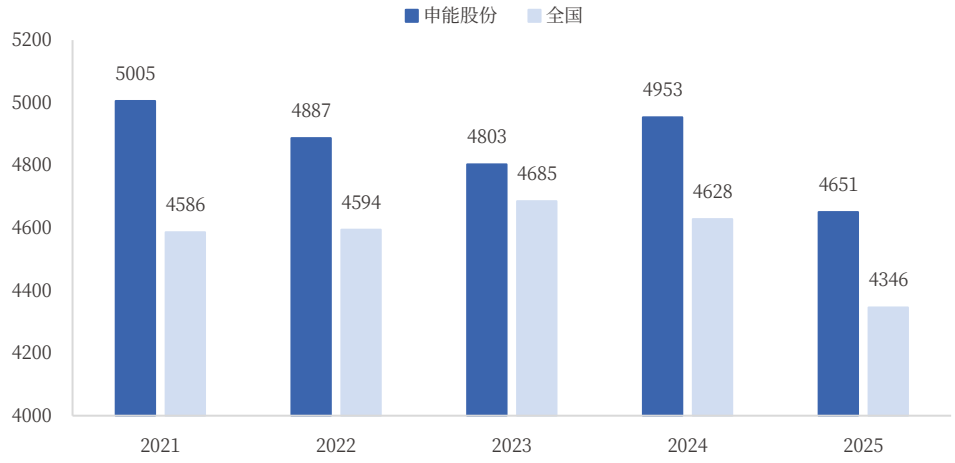
三、火电：盈利能力具备优势

装机：短期增量或主要来自参股项目，中长期维度或受益于上海市整体火电新增。截至 25 年末，公司煤电装机为 840 万千瓦，其中并表 660 万千瓦；气电装机 343 万千瓦。展望未来，短期来看，根据我们对在建项目的梳理，预计公司控股装机暂无增量；中长期来看，如前文所述，十五五中后期上海仍有望上马 600 万千瓦清洁高效火电机组，我们认为公司作为上海老牌发电企业，受益预期较强。

（一）煤电：量、价、成本多维优势构筑盈利护城河

利用小时：火电仍是上海主力电源，公司机组利用小时具备优势。火电目前仍占上海市电力装机的 74%（其中煤机 43%），发电量的 87%（其中煤机 68%），属于主力电源；同时上海市拥有一定规模的气电，其在调峰方面较煤机更具优势；因此近年来公司煤机利用小时仍处于较高水平，平均来看较全国水平高出近 300h。

图37：公司煤机利用小时 vs.全国水平（h）



资料来源：公司公告、中电联，中国银河证券研究院

电价：统筹考虑年度长协电价下降、容量电价抬升、现货市场增益，26 年公司综合电价降幅可控，27 年具备韧性。上海 26 年年度长协电价下跌约 3 分/kwh，降幅显著小于江苏、浙江等其他华东省份。在此基础上，考虑到：1）容量电价由 24-25 年的 100 元/kw/年提升至 26 年的 165 元/kw/年；2）现货电价高于年度长协电价带来增益；预计综合电价降幅有限。我们测算 26H1 公司煤电度电收入同比-0.011 元/kwh。展望 27 年，如前文所述，预计现货电价走强对 27 年年度长协电价构成支撑。

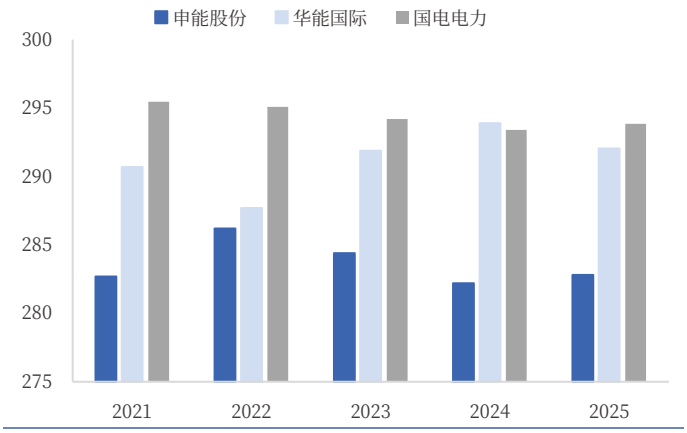
成本：供电煤耗保持较优水平，标煤单价波动幅度弱于现货煤价。1）供电煤耗：公司控股发电机组具有装机容量大、经济性能好、运行稳定的特点，相关经济技术指标处于行业领先水平；通过实施节能技术改造和提高生产技术水平，公司平均供电标准煤耗处于较低水平，较华能国际、国电电力等全国性企业的优势平均在 8、3g/kwh。2）煤价：为了更好地应对电煤供应及价格波动的经营风险，公司与国电电力于 2008 年共同出资成立上海申能燃料有限公司，分别持有其 60%和 40%的股权；此外，公司于 2023 年设立海南申能能源贸易有限公司，多渠道拓展采购途径，降低采购成本；得益于此，公司标煤单价波动幅度明显弱于现货煤价。复盘来看，2022 年煤价上行阶段，秦皇岛港现货煤价平均涨幅 44%，公司标煤单价涨幅仅 9%；2023-2025 年煤价下行阶段，秦皇岛港现货煤价（考虑一个月库存周期，下同）平均降幅分别为 19%、13%、19%，公司标煤单价降幅分别

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

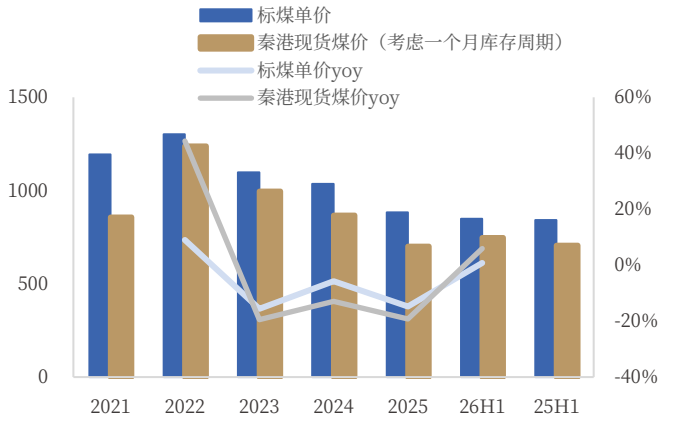
为 16%、6%、15%。展望后续，尽管煤价进入新一轮上行周期，但考虑到公司拥有专职煤炭采购的燃料公司，叠加一定比例的长协煤，预计成本端上行幅度有望得到一定控制，根据公司披露，26H1 平均耗用标煤价 848 元/吨，同比+0.8%，优于同期秦皇岛现货煤价 5.9%的同比涨幅。

图38：公司 vs 全国性火电公司供电煤耗（g/kwh）



资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

图39：公司标煤单价 vs 秦港现货煤价变动趋势（元/吨）

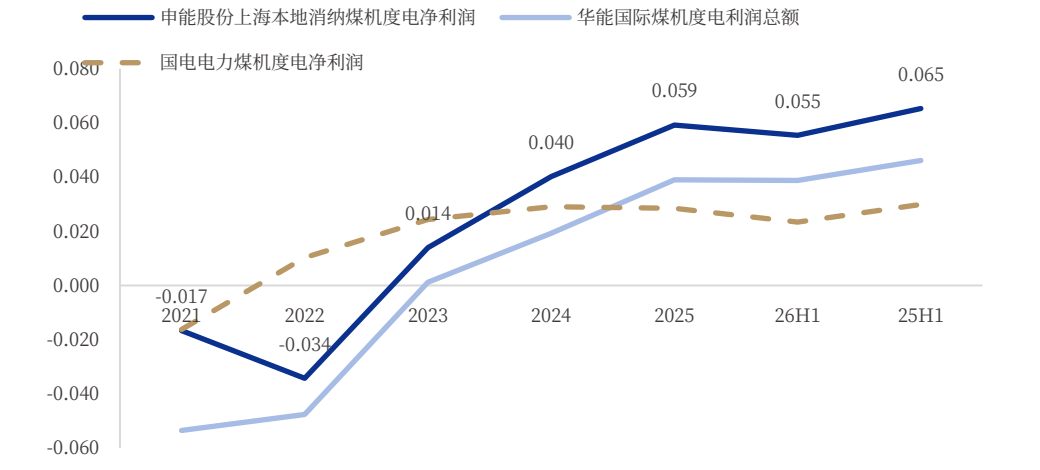


资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

注：公司 2021-2025 年标煤单价为我们基于煤电业务燃煤成本、供电煤耗计算值，25H1、26H1 为公司半年报披露值。

多维优势构筑盈利护城河。受限于数据可得性，我们仅测算公司在上海本地消纳的煤机的单位盈利，涉及外高桥三发、吴泾二发、淮北申皖三家子公司，合计装机占公司煤电并表装机的 69%。2021-2025 年三家子公司度电净利润分别为-0.017、-0.034、0.014、0.040、0.059 元/kwh。横向对比来看，尽管公司单位盈利对煤价的敏感性高于国电电力等长协煤占比高的公司，但是公司在高煤价下的盈利底，以及低煤价下的盈利顶，相比国电电力、华能国际等全国性企业而言更具优势。26H1，我们测算上述三家子公司度电净利润为 0.055 元/kwh，同比-15%，优于华能国际（-16%）和国电电力（-22%）同期水平。

图40：公司 vs.可比公司度电盈利（元/kwh）



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）气电：两部制电价政策护航，盈利能力强且相对稳健

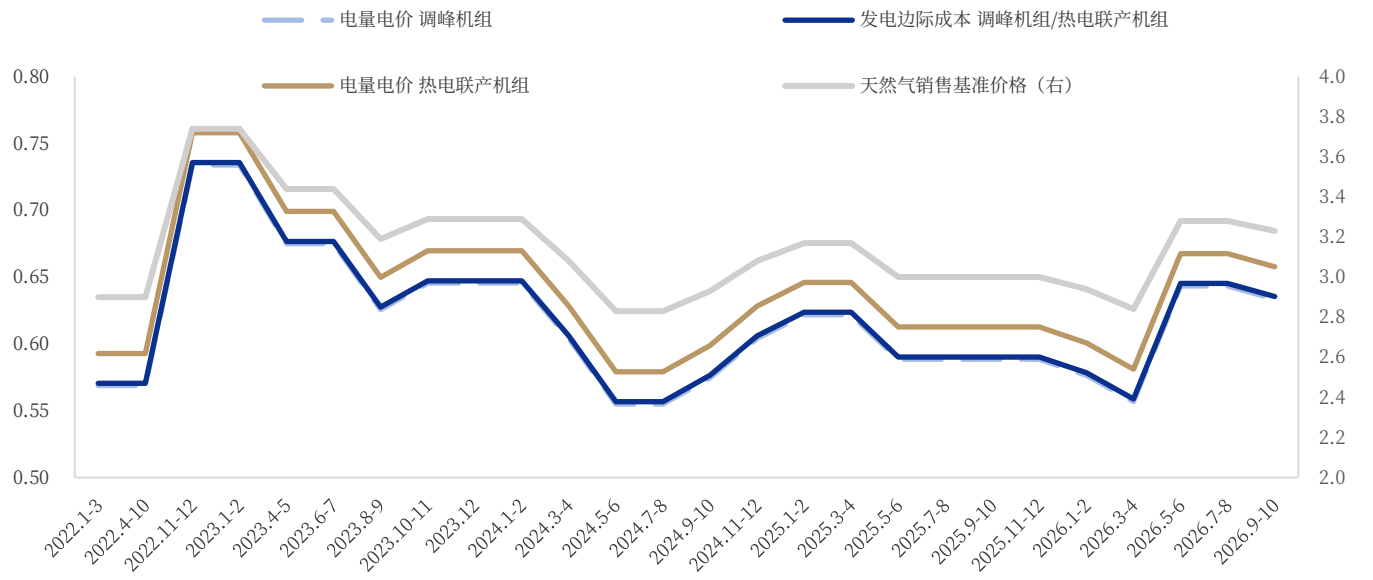
上海市气电执行两部制电价政策，电量电价随气价实现较好联动，盈利主要依赖于容量电价。

容量电价：除分布式机组执行单一电量电价政策外，上海将燃气机组分为调峰机组和热电联产机组（含小型背压式机组）两类执行不同的容量电价标准，其中前者为 37.01 元/月/kw，后者为 36.5 元/月/kw，该标准自 2020 年 9 月 1 日起执行至今。

电量电价：首先从气价端来看，根据《关于本市非居民天然气用户上下游价格联动机制的通知》（沪发改规范〔2022〕10 号），非居民用户天然气销售基准价格原则上以 2 个月为一个联动调整周期，实际销售价格以政府制定的基准价格为基础，由供应企业在上下 5%的浮动幅度内确定；当上游综合采购成本变动小于 0.05 元（含）/每立方米时，终端销售价格可不作调整。回溯自 2022 年以来上海市非居民用户天然气销售基准价格，除 2022 年 3 月发文明确“为统筹疫情防控和经济发展，平衡上游天然气价格上涨和减轻用户负担的关系，价格暂不做调整”外，其余时间均实现较好联动。

其次从电价端来看，气电上网电价分调峰机组、热电联产机组、分布式机组三类随气价调整而调整。联动调价公式为：联动后电量电价=现行电量电价+天然气平均调价幅度*税收调整因子/发电气耗；其中税收调整因子为 1.0367（天然气增值税税率 9%，电力增值税率 13%），调峰机组、热电联产机组、分布式发电机组的发电气耗分别为 5.27、5.27、5.11 kwh/m^3。回溯历史来看，气电电量电价基本与气价同步调整。我们基于天然气销售基准价格和前述发电气耗测算气机发电的单位燃料成本并与电量电价进行对比，可以发现调峰机组的电量电价与单位燃料成本相当，热电联产机组电量电价略高于单位燃料成本，说明气电的整体盈利仍依赖于容量电价。

图41：上海气电机组气电联动情况（电价单位为元/千瓦时，气价单位为元/立方米）



资料来源：上海市发改委，中国银河证券研究院

注：1）调峰机组：9E 调峰机组发电利用小时 300（含）以内，电量电价在上述基础上每千瓦时增加 0.15 元；全年发电利用小时 300（不含）-500（含）小时以内的电量电价，在上述电价基础上每千瓦时增加 0.1 元；全年发电利用小时 500 小时（不含）以上的部分不再加价；

2）热电联产机组：2500（含）小时内：0.6676；2500（不含）-5000（含）小时内：0.5872；5000 小时以上：0.4155。图中取 2500（含）小时内电价。

上海目前气电市场化程度较低，未来若全面参与市场，机组调节能力差异有望得到更为充分的定价。

中长期市场方面，《2026 年上海市电力直接交易年度工作方案》提出“具备条件后市内相关燃

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

气发电企业和其他发电企业也可直接参与市场交易，其中的相关发电企业以及入市电量比例或规模等，可由市发展改革委根据政策规则和发电企业自身意愿等确定”，基于此，我们判断气电目前暂未参与中长期交易。

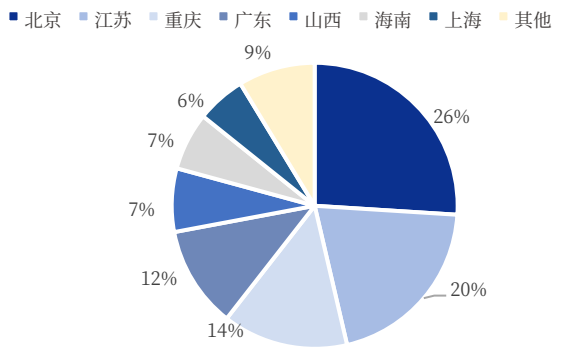
现货市场方面，《上海电力现货市场第三次结算试运行工作方案》明确发电侧市场参与主体为统调公用常规燃煤电厂以及 6 家燃气电厂（石洞口燃机、上临燃机、闵行燃机、奉贤二厂、申奉热电、申崇燃机），公司所属三家燃气电厂均被纳入。《方案》进一步明确“燃气电厂无中长期合约电量；执行燃气机组度电补贴和收益调整机制；调峰燃气机组的优先市场占比可设定为 20%，热电联产为 5%”。具体来看：

1）度电补贴：暂定为现行两部制电价下燃机上网电量电价与燃煤机组标杆上网电价上浮 20%的差值，以常规调峰机组最新电量电价为例，则度电补贴=0.6336-0.4155*(1+20%)=0.135 元/kwh；但与此同时，若现货运行日的日前或实时现货出清均价高于二级价格限值（燃煤机组标杆上网电价的 1.5 倍，即 623.25 元/MWh），并且累计达到 L（暂定为 1）个现货运行日后，对于结算期间所有高于二级价格限值的现货运行日，各燃气机组的市场化优先发电不得享受度电补贴价格。

2）收益调整机制：对于参与电能量市场的燃气机组，原则上按日计算峰段出清占比并据此进行收益调整。燃气机组分为调峰和热电联产两类，同类型机组按照峰段出清占比进行排名。各燃气机组的度电电价上限暂定为政府授权合约电价的 110%，下限为政府授权合约电价的 95%。其中，峰段出清占比不低于平均峰段出清占比且排名前两位的燃气机组，市场化优先发电当日所有时点的日清分实付度电价格不得高于政府授权合约电价的 110%与度电补贴价格（若有）之差；峰段出清占比不低于平均峰段出清占比的其他燃气机组，不得高于政府授权合约电价的 105%与度电补贴价格（若有）之差；峰段出清占比低于平均峰段出清占比的燃气机组，不得低于政府授权合约电价的 95%与度电补贴价格（若有）之差，同时不得高于政府授权合约电价与度电补贴价格（若有）之差。若政府授权合约电价参考常规调峰机组最新电量电价，即 0.6336 元/kwh，则根据调峰能力的不同（以峰段出清占比衡量），三类机组市场化优先发电的实付度电价格+度电补贴价格上限分别为 0.6970、0.6653、0.6336 元/kwh，可见调峰能力越强的机组收益上限越高。

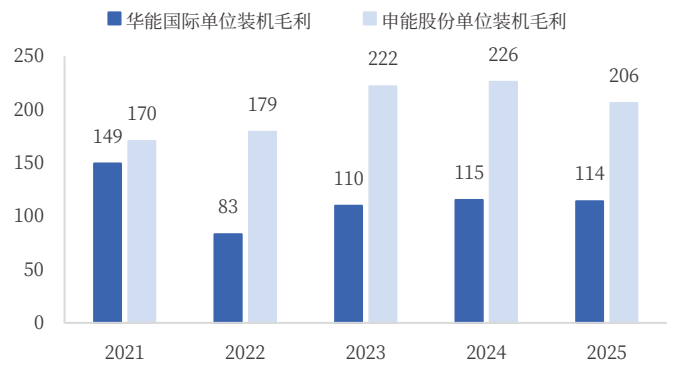
两部制电价政策护航下，公司气电盈利能力较强同时波动性较小。我们选取华能国际作为可比公司以评估公司气电业务的盈利水平，华能国际气电装机主要分布在北京、江苏、重庆、广东等地。我们以单位装机毛利作为盈利水平的观测指标。2021-2025 年，公司气电装机规模保持不变，单位装机毛利在 170-226 元/kw（均值 201 元/kw），显著高于华能国际的 83-149 元/kw（均值 114 元/kw）；同时波动率仅 0.12，明显低于华能国际的 0.21（波动率计算方式为年度单位装机毛利较多年均值偏离幅度的标准差）。

图42：华能国际气电电量结构



资料来源：华能国际公告、中国银河证券研究院

图43：公司 vs.华能国际气电盈利能力（元/kw）



资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

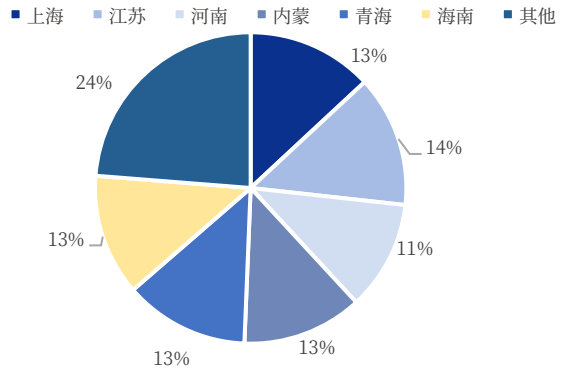
四、新能源：十五五装机有望翻倍，算电协同进一步打开成长空间

（一）十五五装机有望翻倍，西北大基地、东南海风/海光项目多点开花

公司新能源发展以风电为主，其中海风装机占比约 3 成。截至 25 年末，公司风电、光伏、分散式供电累计装机分别为 343.6、442.9、87.8 万千瓦。从电量角度来看，2025 年公司风电发电量 68.13 亿千瓦时，光伏及分布式发电量 33.37 亿千瓦时，结构上更偏重风电。进一步拆分风电的装机结构，我们估算公司截至 25 年末海上风电累计装机约 116.58 万千瓦，占风电总装机的 34%，主要包括上海临港（21.28 万）、海南 CZ2 一期（60.3 万）、如东协鑫 H15（20 万）、如东智鑫 H13（15 万）等项目。

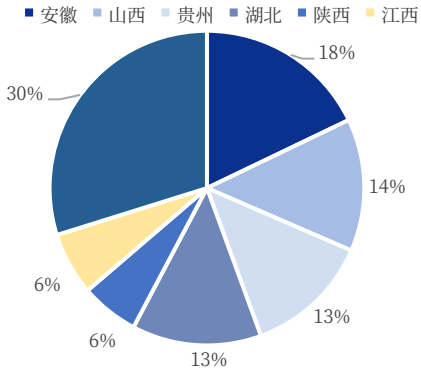
公司新能源发电区域分布相对多元化。公司风电项目主要分布在上海、江苏、河南、内蒙、青海、海南等地，2025 年发电量占比合计达到 76%；光伏及分布式项目主要分布在安徽、山西、贵州、湖北、江西、陕西等地，2025 年发电量占比合计为 70.2%。

图44：公司风电发电量结构（2025A）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

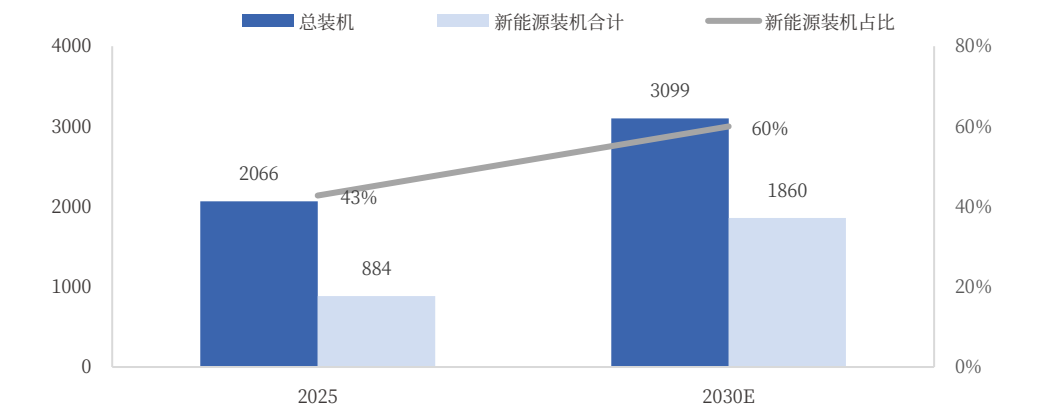
图45：公司光伏及分布式发电量结构（2025A）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

十五五规划装机容量增长 50%，新能源装机占比达到 60%。根据上海市国资委披露，申能集团计划在“十五五”期间装机容量再增长 50%，届时新能源装机占比将达到 60%。以公司 2025 年末累计装机 2066 万千瓦进行测算，预计十五五期间公司累计新增装机超 1000 万千瓦，且主要由新能源贡献；对应新能源累计装机将由 2025 年末的 884 万千瓦大幅提升至 2030 年末的 1860 万千瓦。

图46：公司十五五装机规划（万千瓦）



资料来源：上海市国资委、公司公告、中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

多元项目储备支撑十五五装机目标达成。短期来看，公司在西北大基地，东南海风/海光项目方面多点开花。通过梳理项目进度，我们判断：1）公司 26 年新增装机约 243 万千瓦，其中风电 192.6 万千瓦、光伏 50 万千瓦；2）目前储备待开工项目 150 万千瓦，其中风电 85 万千瓦、光伏 65 万千瓦，有望在后续年份贡献增量。除此之外，我们认为从中长期来看，上海市风电、尤其深远海海风增长空间较大，公司作为市内极具竞争优势的发电平台，受益预期较强。

表6：公司增量新能源项目不完全梳理

区域	项目名称	类型	装机（万千瓦）	建设进度
新疆	塔城托里县 135 万千瓦风电项目	风电	135	预计 26 年投运
	塔城裕民县 50 万千瓦风电项目	风电	50	26 年 7 月 30 日发布发电机组招标公告
海南	CZ2 海上风电二期	海风	57.6	计划 26 年年底并网
上海	东海大桥海上风电场三期项目	海风	15	已公布竞配结果，待开工
	奉贤海上风电场四期项目	海风	20	已公布竞配结果，待开工
	临港 1#海上光伏项目	海光	49.95	26 年 1 月光伏组件开始交付，有望于 26 年投运
	临港 2#海上光伏项目	海光	65	已公布竞配结果，待开工

资料来源：公司公告、上海市人民政府、龙船风电网、中国银河证券研究院

西北大基地方面，截至 26H1 末，公司在建项目主要为申能新疆塔城托里县 135 万千瓦风电项目，该项目已纳入新疆 2027 年机制电量，机制电量比例约 24%、机制电价 0.23 元/kwh。储备项目包括申能新疆塔城裕民县 50 万千瓦风电项目。此外，申能新疆塔城和布克赛尔县 200 万千瓦光伏项目于 2025 年 11 月投产，有望于 2026 年内转商，该项目纳入新疆 2026 年机制电量，机制电量比例约 69%、机制电价 0.15 元/kwh。

表7：公司新疆重点项目机制电量、机制电价情况

项目名称	装机规模（万千瓦）	机制电量（亿 kwh）	机制电价（元/kwh）	机制电价执行期限（年）	承诺投产时间
申能新疆塔城和布克赛尔县 200 万千瓦光伏项目	200	14.88	0.15	10	2026/9/30
申能新疆塔城托里县 135 万千瓦风电项目	135	6.19	0.23	10	2027/1/1
申能新疆塔城裕民县 50 万千瓦风电项目	50				

资料来源：国网新能源云、龙船风电网、中国银河证券研究院

东南海风/海光方面——上海市外：海南 CZ2 海上风电项目预计 26 年年底全容量并网，有望获得相对较优的电价水平。

海南 CZ2 海上风电项目属于《海南省海上风电场工程规划》（2022 年）范畴，根据 2024 年 12 月发布的《海南省发展和改革委员会关于完善海上风电上网电价的通知》，其保量保价的优先发电电量上网电价按海南省燃煤发电基准价执行；市场化电量的上网电价由市场交易形成。

在 2025 年 2 月国家发布 136 号文后，9 月 26 日海南省发改委印发《海南省深化新能源上网电价市场化改革实施方案》，明确对于存量项目，2025 年 1 月 1 日至 2025 年 5 月 31 日投产的机制电量比例取 80%（CZ2 项目一期 25 年 3 月全容量并网，符合该条件）；机制电价方面，竞配式并网项目执行原竞配价格，其余项目均按海南省煤电基准价 0.4298 元/千瓦时执行，考虑海南 CZ2 项目属于示范性质而非竞配，我们预计其机制电价或为燃煤基准价。对于增量项目，单个项目竞价电量申报上限暂定为 85%，海风机制电价竞价上下限分别为 0.4298、0.35 元/kwh，执行期限 14 年。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

此外，针对已开展竞争性配置但未于 2025 年 6 月 1 日前投产的海上风电项目、2026 年底前投产项目等特殊项目，机制电量比例为 80%、机制电价参照竞争性配置方案规定执行。

公司海南 CZ2 海上风电项目分两期建设，其中一期 60.3 万千瓦已于 25 年 3 月全容量并网，二期 57.6 万千瓦计划 26 年年底并网。尽管受政策变动影响上网电价存在一定不确定性，但考虑到海南 136 号文量、价参数设置整体较为友好，我们认为公司该项目全容量并网后有望获得相对较优的电价水平。

表8：海南省 136 号文承接方案核心内容

项目类型	机制电价	机制电量	执行期限
存量项目	竞配式并网项目执行原竞配价格，其余项目按煤电基准价 0.4298 元/千瓦时执行	2023 年以前投产的项目：100% 2023 年投产的项目： 90% 2024 年投产的项目：85% 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 5 月 31 日投产的项目： 80%	按照 20 年减去截至 2025 年 12 月 31 日项目已投产运行时间确定
增量项目	竞价区间： 陆风&光伏：0.20-0.3998 元/千瓦时 海风：0.35-0.4298 元/千瓦时	首次竞价： 海上风电：80% 陆上风电和光伏：75% 单个项目申报电量上限：2025 年竞价时暂按 85%	海上风电项目为 14 年，陆上风电项目和光伏项目为 12 年
特殊项目（已开展竞争性配置但未于 2025 年 6 月 1 日前投产的海上风电项目，2026 年底前投产项目）	参照竞争性配置方案规定执行	80%	20 年

资料来源：海南省发改委、中国银河证券研究院

东南海风/海光方面——上海市内：十五五发展目标宏伟，公司有望受益。根据上海市十五五发展规划，将推动海上、陆上光伏开发，力争光伏总装机规模突破千万千瓦；推进深远海海上风电项目建设，力争风电总装机规模突破千万千瓦；而截至 26Q1 末，上海风电、光伏累计装机分别为 137、654 万千瓦，对应增量空间 863、346 万千瓦。

- **海上风电方面，目前已发布竞配结果、待建设项目 80 万千瓦，其中申能股份占 35 万千瓦；已发布竞配方案，但未明确竞配结果的项目 580 万千瓦；合计 660 万千瓦。**截至 26Q1 末，我们统计上海海风累计装机近 100 万千瓦，若上述项目在十五五期间顺利投产，则十五五末海风累计装机约 760 万千瓦，接近《上海市海洋产业发展规划（2026-2035 年）》提出到 2035 年上海海上风电装机容量≥800 万千瓦的目标。参考《关于上海市贯彻落实新能源上网电价市场化改革有关事项的通知》中的规定“已通过竞争性配置明确上网电价的海上风电项目，上网电价继续按照现行政策执行。深远海风电等项目有关规定另行明确”，预计竞配海风项目的上网电价不受 136 号文影响。

表9：上海海风竞配项目

项目	业主	装机（万千瓦）	上网电价（元/kwh）	建设进展
上海市深远海海上风电 1#项目		60		
上海市深远海海上风电 2#项目		140		
上海市深远海海上风电 3#项目		130		
上海市深远海海上风电场 4#项目		100		
横沙海上风电一期项目		65		

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

崇明海上风电一期项目		85		
奉贤海上风电场四期项目	申能股份有限公司联合体	20	0.235	
金山海上风电场二期项目	上海电力股份有限公司联合体	20	0.247	
奉贤海上风电场二期项目	上海电力股份有限公司联合体	25	0.207	
东海大桥海上风电场三期项目	申能股份有限公司联合体	15	0.236	
金山海上风电场一期项目	中国长江三峡集团有限公司、上海绿色环保能源有限公司、中海油融风能源有限公司联合体	30	0.302	25 年 9 月已投产
东海大桥海上风电项目	上海绿色环保能源有限公司、中国大唐集团新能源股份有限公司、上海电力股份有限公司、中电国际新能源控股有限公司、中广核风力发电有限公司、上海电力实业有限公司联合体	4	0.727	2021 年 12 月全容量并网

资料来源：北极星风力发电网、上海市发改委、国际风力发电网等，中国银河证券研究院

- **海上光伏方面，目前已开展两轮竞配，装机合计 310 万千瓦，其中申能股份占 115 万千瓦。**根据竞配工作方案，“同等条件下，海上风电场区海域使用权人优先，申报企业应征得海域使用权人的同意”，可见海上光伏与海上风电具有较强的发展协同性，预计未来竞争格局或趋同于海上风电。电价机制方面，2024 年度开展竞配的海光项目（包括奉贤 1#、临港 1#项目）机制电价执行燃煤基准价（0.4155 元/kwh），纳入机制的电量规模参照存量项目相关规定确定，预计最高可达 100%。2025 年度开展竞配的项目机制电价参与后续年度竞价形成；机制电量比例方面，临港 2#、奉贤 1#（二期）上限按 90%执行；其他项目取 70%和当年度上海市新能源上网电价市场化改革机制相关政策规定上限的低值。

表10：上海海上光伏竞配项目

项目	牵头企业	装机（万千瓦）	建设进展	电价政策
临港 2#海上光伏项目	申能股份有限公司	65		上网电价由我委组织海上光伏项目自愿参与竞价形成。 其中，临港 2#海上光伏项目、奉贤 1#海上光伏项目（二期）申报机制电量占全年发电量比例上限按 90%执行；其他项目申报机制电量比例上限取 70%和当年度我市新能源上网电价市场化改革机制相关政策规定上限的低值，具体按照我市新能源增量项目竞价工作方案执行
奉贤 1#海上光伏项目（二期）	上海电力股份有限公司	50		
东海大桥 2#海上光伏项目	上海电力股份有限公司	16.4		
东海大桥 3#海上光伏项目	上海电力股份有限公司	3.6		
东海大桥 1#海上光伏项目	中国大唐集团新能源股份有限公司	19.98		
金山 1#海上光伏项目	长江三峡投资管理有限公司	55.35		
奉贤 1#海上光伏项目	上海电力股份有限公司	50	26 年 1 月正式开工	项目作为我市保障性并网项目，纳入我市 2025 年度可再生能源开发建设方案，上网电价执行燃煤发电基准价。 项目参加市场化交易后，按照相关电力市场规则要求执行。国家出台新能源相关价格政策后，按国家规定执行。
临港 1#海上光伏项目	申能股份有限公司	49.95	26 年 1 月光伏组件开始交付	

资料来源：上海市发改委、龙船风电网、我的钢铁网等，中国银河证券研究院

表11：上海 136 号文承接方案核心内容

项目类型	机制电价	机制电量	执行期限
存量项目	按现行价格政策执行，不高于本市燃煤基准价	电量规模妥善衔接现行具有保障性质的相关政策。	按照现行相关政策保障期限确定

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

		新能源项目在规模范围内，每年签订差价协议，自主确定执行机制的电量比例、但不得高于上一年。	
增量项目	竞价区间：0.2182-0.42 元/kwh	单个项目申报上限：90%	12 年
特殊项目	已通过竞争性配置明确上网电价的海上风电项目，上网电价继续按照现行政策执行		
	已核准或备案的海上光伏项目，竞争性配置相关文件中已明确上网电价的，则该上网电价为机制电价，不再参与竞价，纳入机制的电量规模参照存量项目相关规定确定		
	深远海风电等项目有关规定另行明确		

资料来源：上海市发改委、中国银河证券研究院

（二）已落地海风直连数据中心项目，算电协同打开成长空间

算力中心用电量快速增长，算电协同写入十五五规划。根据国家能源局披露，2025 年全国算力中心总用电量达 1700 亿千瓦时，占全社会用电量的 1.6%；预计“十五五”时期全国算力用电量年均新增 1000 亿千瓦时以上，到 2030 年预计达 8000 亿千瓦时，占全社会用电量 6%左右。算力作为新兴的高耗能产业，与电力，尤其绿电协同发展成为我国双碳目标实现过程中的必然要求。2026 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》发布，提出要“推动绿色电力与算力协同布局”；2026 年 5 月，《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》明确要“统筹大型新能源基地与国家算力枢纽规划布局，促进新能源就近就地消纳；加强算力设施项目布局规划指导，将绿电使用占比作为重要参考指标；支持算力设施通过参与绿证绿电交易提升绿电消费比例；研究通过价格政策激励算力设施采用绿电直连等方式更高比例消纳新能源。”

数据中心和发电企业均有望从算电协同中受益，目前已有多家电力企业进行布局。数据中心方面，使用绿电除了满足政策要求，也有望实现用电成本的节约，这一方面得益于绿电相较火电更低的成本和价格优势；另一方面得益于绿电直连政策的出台（可确定性节省自发自用电量部分的系统运行费用和上网环节线损）。发电企业方面，我们认为新能源或是算电协同趋势下最为受益的品种，有望迎来量、价双升。目前已有多家电力企业进行算电协同方面的布局，商业模式可划分为两类：1）直接切入数据中心赛道，打造第二成长曲线，如豫能控股筹划参与收购郑州合盈数据有限责任公司、金开新能投资建设哈密伊吾智算中心、晶科科技拟投资建设宁夏中卫 1GW 算力中心项目等；2）为数据中心配套建设电源项目，属于现有发电业务在盈利模式上的拓展，如甘肃能源投资建设庆阳东数西算产业园区绿电聚合试点项目、大唐新能源投资建设中卫云基地数据中心绿电供应 200 万千瓦新能源项目等。详细内容可见我们 2026 年 5 月 19 日外发报告《Token 经济研究系列之电力行业篇：算电协同谱新篇，绿电价值迎重估》。

低时延诉求推动上海本地算力规模增长，十五五期间有望倍增。截至 25 年底，上海智算规模已突破 120EFLOPS，占全国 1590 EFLOPS 的 7.5%。考虑到算力需求正从数据存储与训练转向数据的计算与推理并行，低时延诉求将推动本地算力规模增长，上海十五五规划提出要“推动算力规模倍增”。

海底数据中心有望成为上海规避土地资源稀缺短板的核心解法之一，公司目前已有海风直连数据中心项目落地，且未来或有望以合资模式切入算力领域。2026 年 4 月 2 日，全球首个实现海上风电直连、海水自然冷却的商用海底数据中心——上海临港海底数据中心正式全面商用投运。该项目总投资 16 亿元，整体规划规模 24 兆瓦；数据中心部署在风电场之内，直接用海上风电供电，绿电占比超 95%。考虑到上海土地资源稀缺，但海上风电具备较大发展潜力，我们预计海风直连数据中心在未来或具备较大发展潜力。商业模式层面，临港海底数据中心的数据中心投资方和海上风电投资

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

方仍为两家主体，即海兰云和申能股份；但根据中国能源新闻网的报道，海兰云正与申能等能源企业推进合资合作，探索将风电与算力设施纳入同一投资主体，通过资产一体化实现真正的算电协同。基于此，我们预计公司未来或有望切入算力领域，从而打开成长天花板。

图47：上海临港海底数据中心项目



资料来源：中国能源新闻网、中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

- **煤电板块：**假设 26-28 年装机保持不变。26 年上网电价小幅下降，中性假设下 27-28 年持平。成本端，26 年市场煤价上涨，假设公司入炉标单同比提升，27-28 年持平。综上，预计 26-28 年公司煤电业务营收分别为 120.66、120.66、120.66 亿元，毛利率分别为 16.50%、16.50%、16.50%，对应毛利为 19.91、19.91、19.91 亿元。
- **气电板块：**假设 26-28 年装机保持不变，调峰影响下利用小时小幅下降。考虑气价上涨、气电联动政策，以及利用小时下降推升度电容量电价，假设 26 年上网电价小幅上涨；27-28 年电量电价维稳、度电容量电价随利用小时下降而提升。成本端，26 年气价小幅上涨，27-28 年持平。综上，预计 26-28 年公司气电业务营收分别为 57.75、57.30、56.86 亿元，毛利率分别为 11.28%、11.39%、11.51%，对应毛利为 6.51、6.53、6.55 亿元。
- **风电板块：**26 年装机增长主要来自塔城托里县 135 万千瓦风电项目、海南 CZ2 海上风电二期 57.6 万千瓦项目，结合公司十五五装机目标，假设 27-28 年年均新增装机 100 万千瓦。综合考虑存量项目和增量项目电价水平，预计综合上网电价下行。成本端主要考虑新增装机带来的折旧成本增加。综上，预计 26-28 年公司风电业务营收分别为 30.56、41.44、45.91 亿元，毛利率 48.29%、48.29%、48.11%，对应毛利为 14.76、20.01、22.09 亿元。
- **光伏板块：**26 年装机增长主要来自临港 1#海上光伏项目，结合公司十五五装机目标，假设 27-28 年年均新增装机 100 万千瓦。综合考虑存量项目和增量项目电价水平，预计综合上网电价下行。成本端主要考虑新增装机带来的折旧成本增加。综上，预计 26-28 年公司光伏业务营收分别为 10.93、17.91、19.83 亿元，毛利率 35.63%、31.80%、29.45%，对应毛利为 3.89、5.70、5.84 亿元。
- **油气管输板块：**预计 26-28 年营收分别为 32.09、33.33、34.63 亿元，假设毛利率持平于 26%，对应毛利分别为 8.34、8.67、9.00 亿元。
- **煤炭销售板块：**预计 26-28 年营收分别为 24.07、25.27、26.54 亿元，假设毛利率持平于 3.47%，对应毛利分别为 0.84、0.88、0.92 亿元。
- **其他：**假设 26-28 年营收持平于 1.24 亿元，毛利率维持 31.28%，对应毛利均为 0.39 亿元。

综上所述，预计 26-28 年公司整体营收分别为 277.29、297.14、305.65 亿元，同比-1.07%、+7.16%、+2.86%；归母净利润分别为 32.41、36.39、38.24 亿元，同比-19.25%、+12.30%、+5.07%。2026 年 10 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 13.71x、12.21x、11.62x。

表12：公司收入&成本拆分及预测

业务板块	项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
煤电	装机（万千瓦）	660	660	660	660	660
	营收(亿元)	134.28	123.12	120.66	120.66	120.66
	yoy	2.57%	-8.31%	-2.00%	0.00%	0.00%
	营业成本(亿元)	113.37	97.02	100.75	100.75	100.75
	毛利（亿元）	20.91	26.10	19.91	19.91	19.91
	毛利率	15.57%	21.20%	16.50%	16.50%	16.50%
气电	装机（万千瓦）	342.56	342.56	342.56	342.56	342.56
	营收(亿元)	59.67	59.86	57.75	57.30	56.86

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

	yoy	0.83%	0.32%	-3.53%	-0.77%	-0.77%
	营业成本(亿元)	51.92	52.80	51.23	50.77	50.31
	毛利（亿元）	7.75	7.06	6.51	6.53	6.55
	毛利率	12.98%	11.80%	11.28%	11.39%	11.51%
风电	装机（万千瓦）	282.5	343.6	536.2	636.2	736.2
	营收(亿元)	27.97	31.22	30.56	41.44	45.91
	yoy	3.53%	11.59%	-2.10%	35.59%	10.78%
	营业成本(亿元)	13.14	14.57	15.80	21.43	23.82
	毛利（亿元）	14.84	16.65	14.76	20.01	22.09
	毛利率	53.04%	53.33%	48.29%	48.29%	48.11%
光伏	装机（万千瓦）	244.1	442.9	492.85	592.85	692.85
	营收(亿元)	11.29	11.75	10.93	17.91	19.83
	yoy	20.45%	4.12%	-7.03%	63.93%	10.73%
	营业成本(亿元)	6.22	7.37	7.03	12.22	13.99
	毛利（亿元）	5.06	4.38	3.89	5.70	5.84
	毛利率	44.86%	37.29%	35.63%	31.80%	29.45%
油气管输	营收（亿元）	33.81	31.23	32.09	33.33	34.63
	yoy	19.87%	-7.63%	2.76%	3.87%	3.89%
	营业成本(亿元)	25.49	23.34	23.75	24.66	25.62
	毛利（亿元）	8.32	7.89	8.34	8.67	9.00
	毛利率	24.61%	25.27%	26.00%	26.00%	26.00%
煤炭销售	营收（亿元）	28.36	21.88	24.07	25.27	26.54
	yoy	-5.85%	-22.86%	10.00%	5.00%	5.00%
	营业成本(亿元)	27.49	21.12	23.23	24.39	25.61
	毛利（亿元）	0.88	0.76	0.84	0.88	0.92
	毛利率	3.09%	3.47%	3.47%	3.47%	3.47%
其他	营收（亿元）	0.81	1.24	1.24	1.24	1.24
	yoy	-87.68%	51.91%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本(亿元)	0.49	0.85	0.85	0.85	0.85
	毛利（亿元）	0.32	0.39	0.39	0.39	0.39
	毛利率	39.68%	31.28%	31.28%	31.28%	31.28%
合计	营收（亿元）	296.19	280.29	277.29	297.14	305.65
	yoy	1.64%	-5.37%	-1.07%	7.16%	2.86%
	营业成本(亿元)	238.12	217.06	222.64	235.07	240.96
	毛利（亿元）	58.07	63.23	54.64	62.08	64.70
	毛利率	19.61%	22.56%	19.71%	20.89%	21.17%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）相对估值

结合公司业务结构和区域布局，我们选取 4 家全国性火电公司和 3 家华东区域发电企业作为可比公司。可比公司 26E Wind 一致盈利预测对应 PE 为 11.73x，低于公司的 13.71x。但考虑到公司分红比例较高，从股息率角度出发，我们测算公司 26E 股息率有望达到 4.1%，明显高于可比公司

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

3.6%的平均水平，基于此，我们认为公司估值仍有提升空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表13：可比公司估值表（截至 2026/10/16）

代码	简称	股价	归母净利润（亿元）				PE				PB_MRQ	25A 分红比例	26E 股息率
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E			
600011.SH	华能国际	7.51	144.10	115.87	130.55	141.31	8.18	10.17	9.03	8.34	1.83	43.58%	4.28%
601991.SH	大唐发电	5.08	73.86	74.84	80.57	86.46	12.73	12.56	11.67	10.87	2.49	37.08%	2.95%
600795.SH	国电电力	5.39	71.61	61.72	74.08	81.82	13.42	15.58	12.98	11.75	1.60	60.02%	4.08%
600027.SH	华电国际	5.18	60.70	53.10	61.16	65.76	9.91	11.33	9.83	9.15	1.21	44.00%	3.88%
000543.SZ	皖能电力	7.32	21.49	17.47	20.52	22.36	7.72	9.50	8.09	7.42	0.93	39.98%	4.21%
002608.SZ	江苏国信	7.30	34.65	27.94	30.38	33.27	7.96	9.87	9.08	8.29	0.74	14.17%	1.44%
600023.SH	浙能电力	5.40	75.28	55.37	64.88	73.53	9.62	13.08	11.16	9.85	0.98	58.78%	4.49%
可比公司平均							**9.93**	**11.73**	**10.26**	**9.38**	**1.40**	**42.52%**	**3.62%**
600642.SH	申能股份	9.08	40.13	32.41	36.39	38.24	11.07	13.71	12.21	11.62	1.21	56.09%	4.09%

资料来源：Wind、iFind、中国银河证券研究院

*注：各家公司 26E 股息率基于 26 年 wind 一致盈利预测和 25 年实际分红比例计算得到；其中 25A 分红比例为 wind 计算值，计算公式为年度现金分红比例=年度累计现金分红总额/归属母公司股东的净利润*100%；其中国电电力 26E 股息率测算时综合考虑分红比例不低于归属于上市公司股东净利润的 60%和每股现金红利不低于 0.22 元。*

（三）绝对估值

我们采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2026-2028 年，参照本节及附录中盈利预测；第二阶段为 2029-2035 年，我们假设过渡期增长率为 1%；第三阶段为 2035 年以后，我们假设永续增长率为 0.5%。我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在二者正负波动 0.1%的情况下，公司合理每股价值区间为 10.41-11.79 元，中枢值 11.07 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表14：基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	7
过渡期增长率	1.0%
永续增长率	0.5%
贝塔值（β）	0.67
无风险利率（Rf）	1.67%
市场预期收益率（Rm）	10.00%
有效税率（T）	15.69%
债务资本成本（Kd）	2.62%
债务资本比重（Wd）	50.37%
股权资本成本（Ke）	7.23%
加权平均资本成本（WACC）	4.70%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表15：绝对估值敏感性分析

	折现率

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

		4.40%	4.50%	4.60%	4.70%	4.80%	4.90%	5.00%
永续增长率	0.20%	11.41	11.01	10.63	10.27	9.92	9.58	9.26
	0.30%	11.71	11.30	10.90	10.52	10.16	9.81	9.48
	0.40%	12.03	11.60	11.18	10.79	10.41	10.05	9.71
	0.50%	12.36	11.91	11.48	11.07	10.68	10.31	9.95
	0.60%	12.71	12.24	11.79	11.36	10.96	10.57	10.20
	0.70%	13.08	12.59	12.12	11.67	11.25	10.84	10.46
	0.80%	13.47	12.95	12.46	12.00	11.55	11.13	10.73

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

六、风险提示

电力需求增长不及预期的风险。若上海市电力需求增长不及预期，将影响我们前文对公司机组利用小时、电价的判断，从而影响盈利水平。

在建项目投产不及预期的风险。公司业绩的成长性主要来自于在建项目的陆续投产，若相关项目建设进度不及预期，将影响公司业绩释放节奏。

煤炭价格大幅上涨的风险。短期来看公司煤电业务盈利能力对煤价的敏感性仍较高，若煤价出现超预期大幅上涨，将对公司盈利产生不利影响。

电价政策出现超预期变化的风险等。目前上海市气电仍执行两部制电价政策，计划性质较强，未来随着电力市场化改革持续推进，电价政策可能出现变化，从而给公司盈利带来不确定性。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 公司股权结构（截至 26H1 末）.....5
图 2： 申能集团业务构成及申能股份业务定位.....5
图 3： 公司营收（亿元）和同比增速.....6
图 4： 公司分业务营收（亿元）.....6
图 5： 公司各业务收入占比.....6
图 6： 公司电力装机情况（万千瓦）.....6
图 7： 公司煤电发电量（亿 kwh）.....6
图 8： 公司煤电度电收入（元/kwh）.....6
图 9： 公司气电发电量（亿 kwh）.....7
图 10： 公司气电度电收入（元/kwh）.....7
图 11： 公司新能源发电量（亿 kwh）.....7
图 12： 公司新能源度电收入（元/kwh）.....7
图 13： 公司油气管输业务核心经营数据.....8
图 14： 公司油气管输业务收入拆分（亿元）.....8
图 15： 公司分业务毛利率.....8
图 16： 公司分业务毛利（亿元）.....8
图 17： 公司毛利结构.....9
图 18： 公司期间费用（亿元）.....9
图 19： 公司期间费用率.....9
图 20： 公司投资收益情况（亿元）.....10
图 21： 公司归母净利润、扣非归母净利润情况（亿元）.....11
图 22： 公司资产负债率.....11
图 23： 公司 ROE.....11
图 24： 公司经营性现金流、资本开支（亿元）.....12
图 25： 公司现金分红、股息率（以 2026/10/16 收盘价测算）.....12
图 26： 上海市用电量及增速.....13
图 27： 上海最大用电负荷及增速.....13
图 28： 26Q1 上海市用电量结构.....13
图 29： 26Q1 全国全社会用电量结构.....13
图 30： 上海发电量占用电量的比例.....14
图 31： 上海发电装机结构、发电量结构.....14
图 32： 上海主要跨省输电通道.....14
图 33： 上海煤电竞争格局（权益装机口径）.....17

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 34： 上海气电竞争格局（权益装机口径） 17
图 35： 代表性省份历年年度长协电价情况（元/kwh） 17
图 36： 上海现货电价走势（电价单位为元/MWh，煤价单位为元/吨） 18
图 37： 公司煤机利用小时 vs.全国水平（h） 19
图 38： 公司 vs 全国性火电公司供电煤耗（g/kwh） 20
图 39： 公司标煤单价 vs 秦港现货煤价变动趋势（元/吨） 20
图 40： 公司 vs.可比公司度电盈利（元/kwh） 20
图 41： 上海气电机组气电联动情况（电价单位为元/千瓦时，气价单位为元/立方米） 21
图 42： 华能国际气电电量结构 22
图 43： 公司 vs.华能国际气电盈利能力（元/kw） 22
图 44： 公司风电发电量结构（2025A） 23
图 45： 公司光伏及分布式发电量结构（2025A） 23
图 46： 公司十五五装机规划（万千瓦） 23
图 47： 上海临港海底数据中心项目 28

表 1： 公司控股装机情况（截至 2025 年末） 4
表 2： 公司参股公司历年确认的投资收益情况（亿元） 10
表 3： 上海增量火电项目梳理 14
表 4： 上海市电力供需情况预测（万千瓦） 15
表 5： 以煤电为例，存在明显的交叉持股现象 16
表 6： 公司增量新能源项目不完全梳理 24
表 7： 公司新疆重点项目机制电量、机制电价情况 24
表 8： 海南省 136 号文承接方案核心内容 25
表 9： 上海海风竞配项目 25
表 10： 上海海上光伏竞配项目 26
表 11： 上海 136 号文承接方案核心内容 26
表 12： 公司收入&成本拆分及预测 29
表 13： 可比公司估值表（截至 2026/10/16） 31
表 14： 基本假设及关键参数 31
表 15： 绝对估值敏感性分析 31

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	29,646	25,270	26,117	26,594
现金	15,966	11,401	11,992	12,205
应收账款	9,918	9,978	10,035	10,153
其它应收款	350	346	371	381
预付账款	220	226	238	244
存货	1,056	1,083	1,144	1,173
其他	2,137	2,236	2,337	2,438
非流动资产	81,671	90,017	93,767	97,214
长期投资	17,930	18,971	20,035	21,177
固定资产	49,628	45,857	58,562	60,400
无形资产	476	512	545	577
其他	13,637	24,677	14,625	15,061
资产总计	111,317	115,287	119,884	123,809
流动负债	22,435	23,657	25,219	25,983
短期借款	6,759	7,759	8,759	9,259
应付账款	7,759	7,958	8,402	8,613
其他	7,918	7,941	8,058	8,112
非流动负债	38,534	39,027	39,530	40,031
长期借款	20,243	20,743	21,243	21,743
其他	18,291	18,284	18,287	18,287
负债总计	60,969	62,684	64,749	66,014
少数股东权益	8,650	9,482	10,416	11,398
归属母公司股东权益	41,698	43,121	44,719	46,398
负债和股东权益	111,317	115,287	119,884	123,809

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8,696	7,723	9,231	9,392
净利润	5,043	4,073	4,573	4,805
折旧摊销	4,000	4,157	4,875	5,156
财务费用	1,067	1,096	1,135	1,168
投资损失	-1,499	-1,541	-1,564	-1,642
营运资金变动	435	74	351	54
其他	-349	-136	-140	-149
投资活动现金流	-4,511	-10,867	-6,967	-6,867
资本支出	-5,062	-11,467	-7,567	-7,467
长期投资	-296	0	0	0
其他	847	600	600	600
筹资活动现金流	-2,143	-1,421	-1,673	-2,313
短期借款	-1,290	1,000	1,000	500
长期借款	-515	500	500	500
其他	-337	-2,921	-3,173	-3,313
现金净增加额	2,042	-4,565	591	213

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	28,029	27,729	29,714	30,565
营业成本	21,706	22,264	23,507	24,096
税金及附加	291	288	308	317
销售费用	7	7	8	8
管理费用	1,035	1,024	1,097	1,129
研发费用	23	23	25	25
财务费用	954	936	1,021	1,048
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	510	100	100	100
投资收益及其他	1,365	1,450	1,481	1,563
营业利润	5,887	4,736	5,330	5,605
营业外收入	111	111	111	111
营业外支出	16	16	16	16
利润总额	5,982	4,831	5,425	5,700
所得税	939	758	851	894
净利润	5,043	4,073	4,573	4,805
少数股东损益	1,030	832	934	981
归属母公司净利润	4,013	3,241	3,639	3,824
EBITDA	10,936	9,924	11,321	11,904
EPS（元）	0.82	0.66	0.74	0.78

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-5.4%	-1.1%	7.2%	2.9%
营业利润增长率	6.2%	-19.6%	12.5%	5.2%
归母净利润增长率	1.8%	-19.3%	12.3%	5.1%
毛利率	22.6%	19.7%	20.9%	21.2%
净利率	18.0%	14.7%	15.4%	15.7%
ROE	9.6%	7.5%	8.1%	8.2%
ROIC	6.2%	5.0%	5.3%	5.4%
资产负债率	54.8%	54.4%	54.0%	53.3%
净资产负债率	121.1%	119.2%	117.4%	114.2%
流动比率	1.32	1.07	1.04	1.02
速动比率	1.17	0.92	0.90	0.89
总资产周转率	0.26	0.24	0.25	0.25
应收账款周转率	2.82	2.79	2.97	3.03
应付账款周转率	2.95	2.83	2.87	2.83
每股收益(元)	0.82	0.66	0.74	0.78
每股经营现金流(元)	1.78	1.58	1.89	1.92
每股净资产(元)	8.52	8.81	9.14	9.48
P/E	11.07	13.71	12.21	11.62
P/B	1.07	1.03	0.99	0.96
EV/EBITDA	6.59	7.87	6.98	6.71
PS	1.59	1.60	1.50	1.45

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。马敏，公用环保行业分析师，北京大学硕士，2024 年加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster