



火电业务弹性大, 核电参股稳业绩

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司火电业务在电力供需偏紧和电力市场化改革背景下有望迎来量价齐升, 截至7月16日秦皇岛煤价较22年10月初下跌43%, 煤价下行释放火电利润空间; (2) 公司参股核电, 21-22年平均核电投资收益达13.9亿元, 拥有稳定持续的投资收益; (3) 公司控股中来股份, 切入分布式光伏, 布局新能源赛道, 未来有望利用自身平台优势, 形成产业协同效应。
- 火电弹性修复, 资产布局优质。** 煤炭市场“三高一低”现状推动煤价中枢下行, 截至7月16日, 秦皇岛Q5500煤炭价格为845元/吨, 较22年10月初降幅达43.3%; 发电企业公司库存可用天数达24天, 维持高位, 下游需求疲软推动煤价保持低位运行; 22年, 浙江省内用电缺口达1684亿千瓦时, 公司作为浙江省内电力龙头, 总装机容量达3311万千瓦(未来2年将新增400万千瓦至3711万千瓦), 煤机利用小时数达5410小时, 浙江省内煤机装机容量为2419万千瓦, 占比73%; 在电力供需偏紧和电力市场化改革背景下, 22年公司发电量、电价同比+3%/+18%, 23Q1公司毛利率较22Q4提升了17pp, 在煤价下行周期火电业务有望继续实现量价齐升, 利润空间待释放。
- 核电业务贡献稳定收益, 装机规模持续扩张。** 除火电行业外, 公司深度布局核电领域, 参股中国核电以及秦山核电、核电秦山联营、秦山第三核电、三门核电等核电及核能多用途公司。截至22年报告期末, 公司拥有权益核电装机量248万千瓦。未来将新增权益装机391万千瓦。21-22年, 核电业务投资收益为14.1/13.6亿元, 核电企业兼具高ROE及稳定性, 核电投资收益成为公司业绩的压舱石。
- 控股中来股份发展分布式光伏, 布局新能源业务。** 公司控股中来股份, 成功切入新能源高端装备制造“新赛道”, 有力推动公司在新能源制造赛道培育新的利润增长点。22-23Q1中来股份实现总体营业收入95.8/27.1亿元, 同比+65%/+35%, 实现归母净利润4.0/1.0亿元, 同比+228%/+16%。
- 估值与投资建议。** 公司作为经济大省浙江省区域火电业务龙头, 我们给予公司火电板块23年1.4倍PB估值, 对应市值669亿元, 核电板块23年1.4倍PB估值, 对应市值189亿元。综上所述, 我们预计公司2023年总市值为858亿元, 对应目标价6.40元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 煤炭价格波动风险; 上网电价波动风险; 投资项目盈利不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	80194.58	84017.59	87962.34	92183.44
增长率	12.83%	4.77%	4.70%	4.80%
归属母公司净利润(百万元)	-1822.45	6476.24	7631.99	8747.86
增长率	-113.10%	455.36%	17.85%	14.62%
每股收益EPS(元)	-0.14	0.48	0.57	0.65
净资产收益率ROE	-5.33%	10.70%	11.64%	12.28%
PE	-36.6	10.3	8.7	7.6
PB	0.99	0.88	0.81	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	134.09
流通A股(亿股)	134.09
52周内股价区间(元)	3.15-5.24
总市值(亿元)	667.75
总资产(亿元)	1,175.97
每股净资产(元)	4.73

相关研究

目 录

1 浙江火电龙头，迎接业绩拐点	1
2 火电业绩弹性强，资产布局质量优	2
2.1 煤价中枢下行明显，火电行业业绩反转.....	2
2.2 聚焦浙江叠加资产优化，火电业务业绩弹性大.....	4
3 参股核电贡献稳定收益，控股中来股份入局光伏产业	7
3.1 参股核电推动投资收益，核电资产稳健盈利.....	7
3.2 控股中来入局分布式光伏，布局新能源业务.....	8
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 相对估值.....	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 22 年公司电力/蒸汽/煤炭业务收入分别占比 80%/10%/10%.....	1
图 3: 22 年末浙江煤机装机量占公司总装机 73%.....	1
图 4: 22 年公司电力业务浙江区域营收占比达 92%.....	1
图 5: 公司 2023Q1 营收 176 亿元 (同比-4%)	2
图 6: 公司 2023Q1 实现归母净利润 10 亿元 (扭亏为盈)	2
图 7: 公司近两个季度营业收入小幅下滑.....	2
图 8: 公司 23Q1 归母净利润达 10 亿元, 较 22Q4 增加 33 亿元.....	2
图 9: 天然气需求端疲弱.....	3
图 10: 23M5 澳洲进口煤数量 (万吨) 环比增长 38%.....	3
图 11: 2023M1-M5 原煤产量 (亿吨) (M5 同比+4.8%)	3
图 12: 2023 年晋陕蒙三省约有 1.3 亿吨的增长空间	3
图 13: 截至 7 月 10 日, CCTD 主流港口合计库存达 7409 万吨.....	4
图 14: 截至 7 月 6 日发电企业库存天数达 24 天	4
图 15: 7 月 16 日秦皇岛 Q5500 煤价为 845 元/吨.....	4
图 16: 7 月 10 日全国电厂日耗为 537 万吨.....	4
图 17: 2022 年山东、广东、浙江、江苏等地用电缺口较大	5
图 18: 2022 年公司煤机利用小时数 (小时) 处于较高水平.....	5
图 19: 2022 年公司平均含税电价 0.44 元/千瓦时	5
图 20: 22 年末公司煤机/燃机装机容量分别为 2887/404 万千瓦	6
图 21: 公司 1000MW 及以上机组占比达 22%.....	6
图 22: 公司 22 年计提资产减值 1.37 亿元, 显著低于行业水平	6
图 23: 23Q1 公司 ROE (%) 达 1.6%.....	6
图 24: 相较于 22Q4, 23Q1 浙能电力毛利率增加了 17pp.....	7
图 25: 公司 21-23Q1 分别实现投资收益 12/29/10 亿元.....	7
图 26: 公司长期股权投资金额呈逐年上升趋势.....	7
图 27: 20-22 年公司权益法下确认的投资损益为 13/14/14 亿元.....	8
图 28: 核电行业兼具高 ROE (%) 及稳定性.....	8
图 29: 中来股份背板产品.....	9
图 30: 中来股份 N 型电池.....	9
图 31: 中来股份主营业务为高效组件、光伏应用系统和背板	9
图 32: 22 年中来股份背板毛利率 (%) 为 23.8%.....	9
图 33: 2023-2030 年保守预测全球光伏新增装机 156GW	10
图 34: 2023-2030 年保守预测我国光伏新增装机 25GW	10

表 目 录

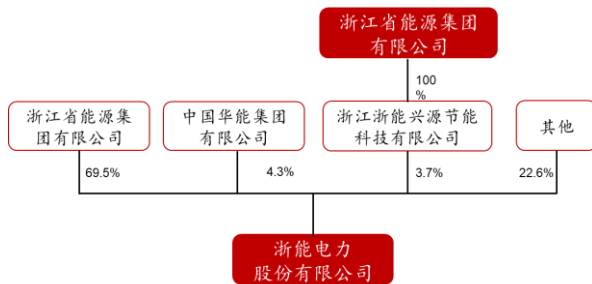
表 1: 公司在建 400 万千瓦火电装机项目.....	5
表 2: 公司核电业务参股公司.....	8
表 3: 公司 2023-2025 年分业务收入及毛利率.....	11
表 4: 公司 2023-2025 年归母净利润预测 (合并中来股份).....	11
表 5: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 浙江火电龙头，迎接业绩拐点

公司实控人为浙江省国资委。公司是浙江省能源集团的电力运营平台，控股股东浙能集团持有公司 69.5% 股份，实控人为浙江省国资委。公司主要从事火电、气电、核电、热电联产、综合能源服务等业务。

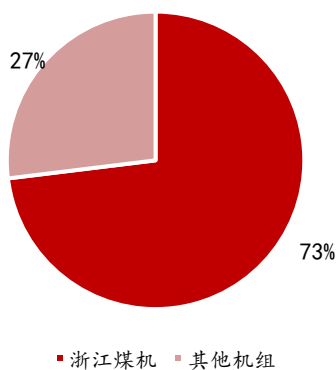
公司是浙江规模最大的发电企业，浙江布局煤机总装机占比超 7 成，浙江区域营收占电力业务营收比例达 9 成。公司收入主要来自电力及热力销售，2022 年电力业务营收占比 80%，蒸汽业务营收占比 10%，合计占比达 90%。公司管理及控股发电企业主要集中在浙江省内，截至 2022 年底公司管理总装机容量 3311 万千瓦，其中浙江煤机装机容量 2419 万千瓦，占比达 73%；公司总装机约占全省统调煤机装机容量的 55%，是浙江省内规模最大的发电企业。而从 2022 年电力业务营收结构来看，浙江区域营收达 659 亿元，占比高达 92%，新疆/宁夏/安徽区域合计营收占比 8%。

图 1：公司股权结构



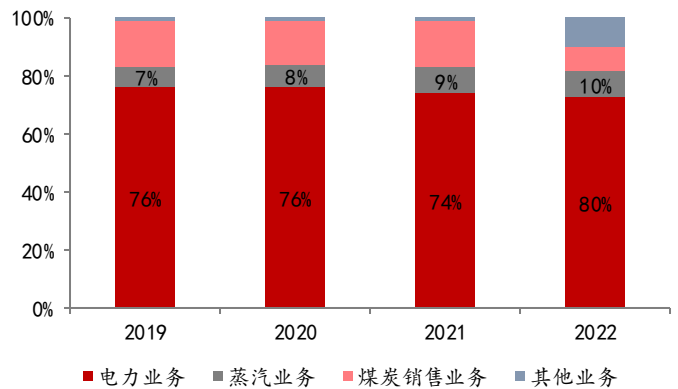
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：22 年末浙江煤机装机量占公司总装机 73%



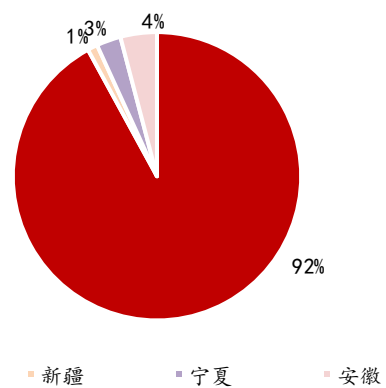
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：22 年公司电力/蒸汽/煤炭业务收入分别占比 80%/10%/10%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：22 年公司电力业务浙江区域营收占比达 92%

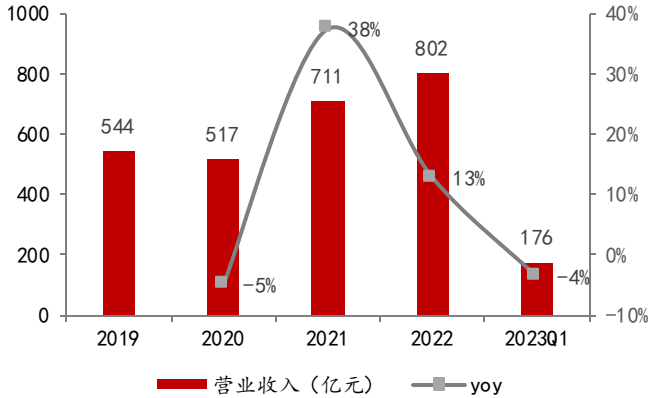


数据来源：公司公告，西南证券整理

营业收入稳定增加，23Q1 归母净利润达 10 亿元，迎来业绩拐点。2020-2022 公司营收分别为 517/711/802 亿元，同比增速分别为 -5%/+38%/+13%，2023Q1 营收同比小幅下滑 4%至 176 亿元，整体营收稳健增长，主要是上网电价和上网电量增加所致。2021-2022 年由于煤炭价格上涨，公司燃料成本大幅提升，公司归母净利润翻亏，分别为 -8.6/-18.2

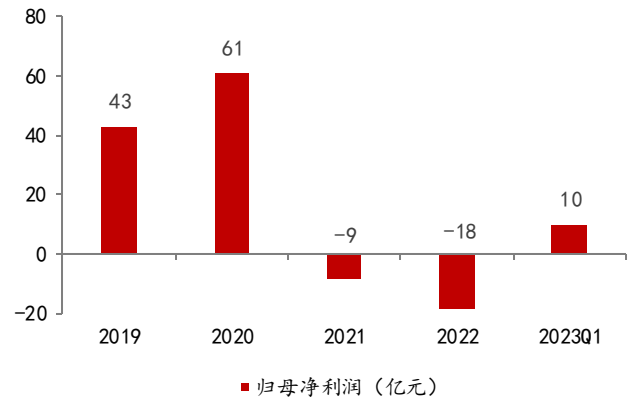
亿元，而 2023Q1 由于煤价下行，公司迎来业绩拐点，实现归母净利润 10.1 亿元。因此上网电量及上网电价是影响营收的主要原因，而燃料成本则是决定发电企业利润的关键因子。

图 5：公司 2023Q1 营收 176 亿元（同比-4%）



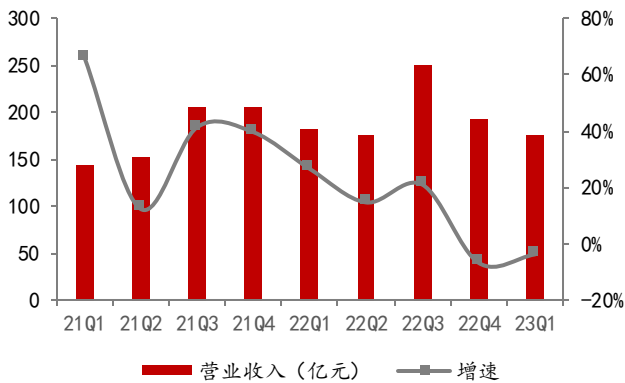
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2023Q1 实现归母净利润 10 亿元（扭亏为盈）



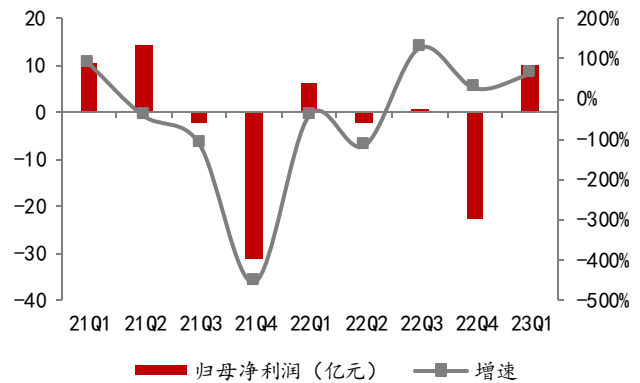
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司近两个季度营业收入小幅下滑



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 23Q1 归母净利润达 10 亿元，较 22Q4 增加 33 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 火电业绩弹性强，资产布局质量优

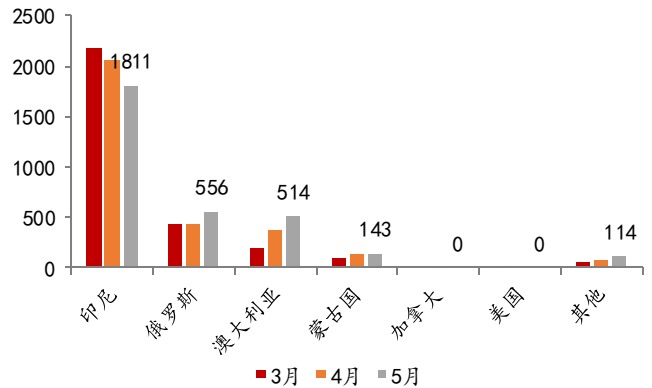
2.1 煤价中枢下行明显，火电行业业绩反转

煤炭呈现高进口、高产量、高库存、低需求现状，价格中枢下行趋势明显。

(1) 高进口：受海外地缘冲突影响，欧洲经济下行，天然气需求端疲弱，库存回升至高位，气价由高位大幅回落，中国 LNG 综合进口到岸价格由去年末高位的 8885 元/吨降至 23 年 7 月 9 日的 3735 元/吨，欧洲对动力煤进口的需求也正在减少，更多的进口煤炭被运往了中国；据海关总署数据显示，2023 年 1-5 月中国进口动力煤总量为 1.37 亿吨，同比增长 91%，其中 5 月份进口动力煤 3138 万吨，同比增长 108%。进口动力煤单月数量继续新高，增长主要来自进口澳煤（2023 年 2 月 16 日我国恢复澳煤进口），2023 年 5 月澳煤进口量近 514 万吨，环比增长 38%。

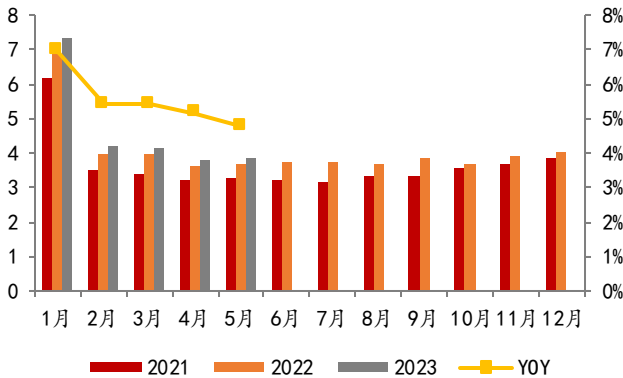
图 9：天然气需求端疲弱


数据来源: wind, 西南证券整理

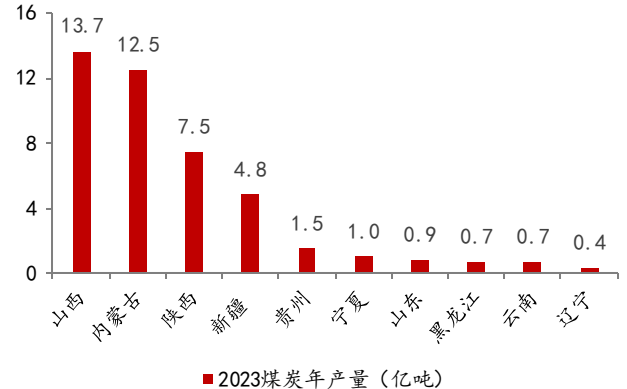
图 10：23M5 澳洲进口煤数量 (万吨) 环比增长 38%


数据来源: 国家统计局, Mysteel, 西南证券整理

(2) 高产量：在进口煤大量往国内港口运输的同时，国内原煤产量也在稳健增长。据国家统计局数据，2022 年原煤产量达 44.7 亿吨，同比增长 9.0%。2023 年 1-5 月原煤产量分别为 7.3/4.2/4.2/3.8/3.9 亿吨，同比增速+6.9%/+5.4%/+5.4%/+5.1%/+4.8%。根据各省政府工作报告显示，主要产煤大省山西/内蒙古/陕西 2023 年煤炭计划产量分别为 13.7/12.5/7.5 亿吨，较 2022 年约有 1.3 亿的增长空间。

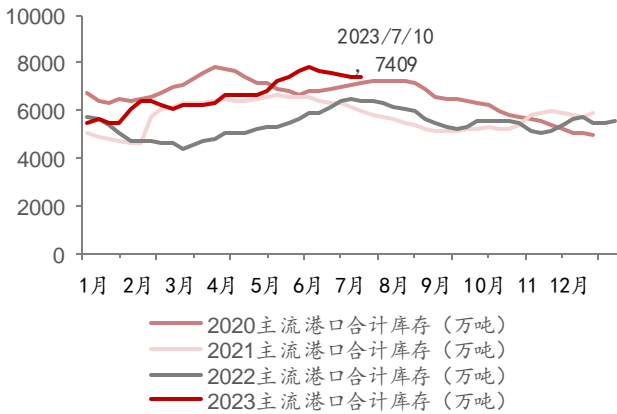
图 11：2023M1-M5 原煤产量 (亿吨) (M5 同比+4.8%)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

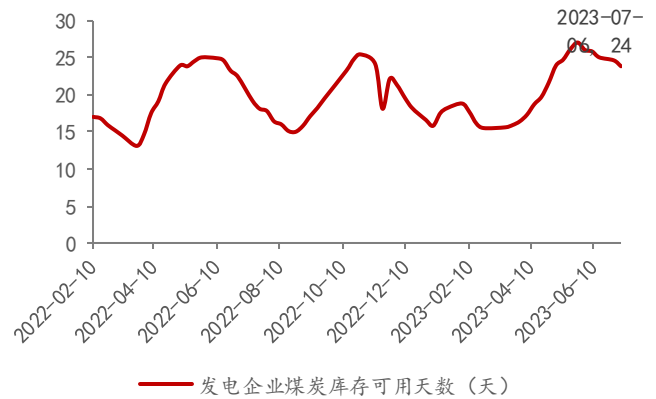
图 12：2023 年晋陕蒙三省约有 1.3 亿吨的增长空间


数据来源: 省统计局, 西南证券整理 注: 新疆产量为 2022 年加 2023 年新增产能计算得出

(3) 高库存：截至 7 月 10 日，CCTD 主流港口库存达 7409 万吨，年初库存量为 5482 万吨，较年初增加了 1927 万吨，目前库存量大幅高于 20-22 年同期水平。从发电厂煤炭库存天数看，截至 7 月 6 日，发电企业库存天数达 24 天，库存可用天数较高。综合来看，各地发电企业、港口煤炭库存处于较高水平，需求偏低。

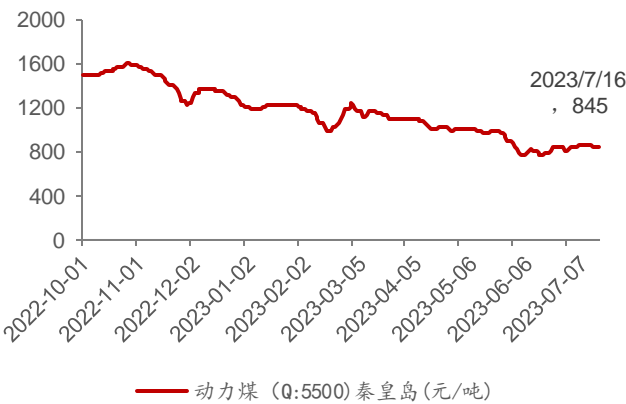
图 13: 截至 7 月 10 日, CCTD 主流港口合计库存达 7409 万吨


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

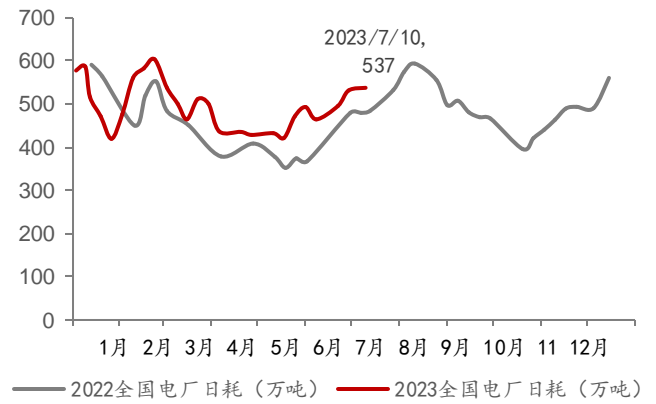
图 14: 截至 7 月 6 日发电企业库存天数达 24 天


数据来源: 中电联, 西南证券整理

(4) 低需求: 目前煤炭“三高一低”格局延续, 即便电力需求季节性有一定复苏, 但在高库存、高产量及高进口的挤压下, 叠加非电需求恢复较弱, 煤价中枢预计保持低位运行。据百川盈孚数据, 7月16日秦皇岛 Q5500 煤炭价格为 845 元/吨, 较 22 年 10 月初下跌 644 元/吨, 降幅达 43.3%。7月10日, 全国电厂日耗为 537 万吨, 较 2022 年 7 月 7 日 479 万吨提升了 12.1%。近期全国多地高温攀升, 用电负荷大幅增加, 整体来看, 电力企业库存充足, 且有水力和新能源发电作为补充, 火电负荷提升缓慢, 下游需求未见大量释放。

图 15: 7 月 16 日秦皇岛 Q5500 煤价为 845 元/吨


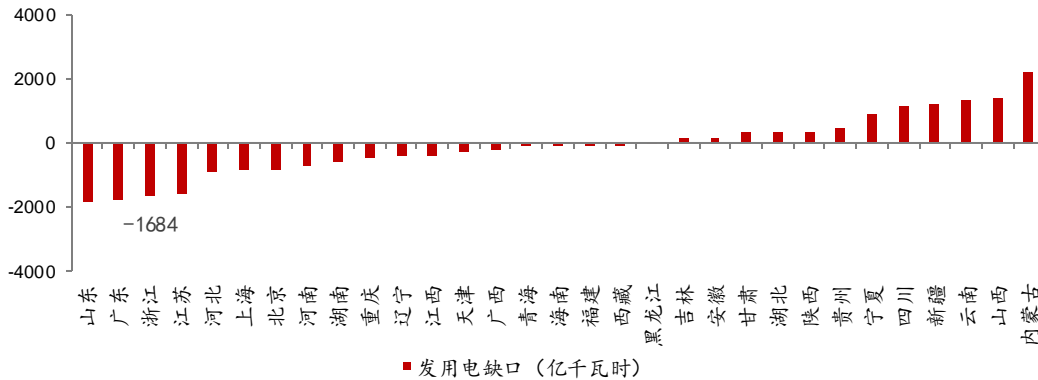
数据来源: 百川盈孚, 西南证券整理

图 16: 7 月 10 日全国电厂日耗为 537 万吨


数据来源: Wind, 西南证券整理

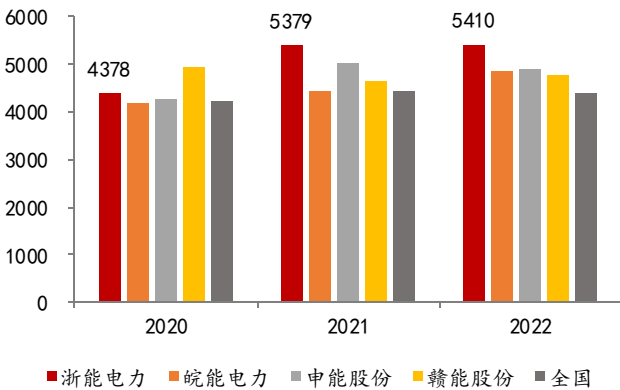
2.2 聚焦浙江叠加资产优化, 火电业务业绩弹性大

浙江作为用电大省, 电力供需偏紧有望推动电价维持高水平。2022 年浙江省发电量累计 4115 亿千瓦时, 用电量累计 5799 亿千瓦时, 用电缺口达 1694 亿千瓦时。从 2022 年情况看, 全国共有 18 个省/直辖市存在电力缺口, 沿海发达地区山东、广东、江苏三省分别存有 1836/1768/1569 亿千瓦时的缺口, 总体电力供需偏紧, 在电力市场化交易背景下, 公司上网电价和上网电量有望实现量价齐升, 火力发电业务将迎来业绩修复空间。

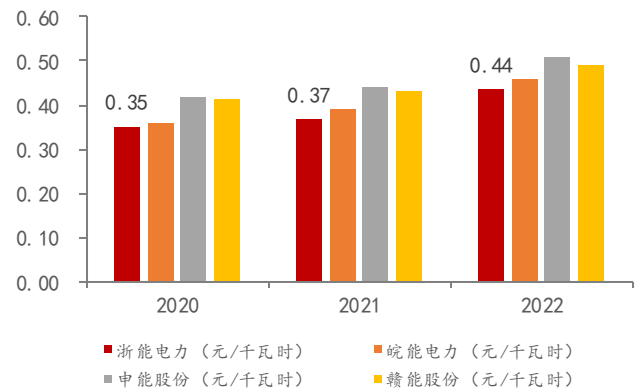
图 17: 2022 年山东、广东、浙江、江苏等地用电缺口较大


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司利用小时数高于可比企业, 政策支持下电价持续上升。2020-2022 年, 公司火电利用小时数分别为 4378/5379/5410 小时, 高于其他地方性火电企业; 自市场化电价改革以来, 2021-2022 年公司平均含税电价分别为 0.37/0.44 元/千瓦时, 同比+6%/+19%, 呈逐年上升趋势。2022 年 2 月, 国家发改委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》, 该通知完善了煤炭市场价格形成机制, 有利于以市场化方式实现煤价、上网电价、用户电价的“三价联动”, 理顺煤、电价格关系。

图 18: 2022 年公司煤机利用小时数 (小时) 处于较高水平


数据来源: 公司公告, 国家能源局, 西南证券整理

图 19: 2022 年公司平均含税电价 0.44 元/千瓦时


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

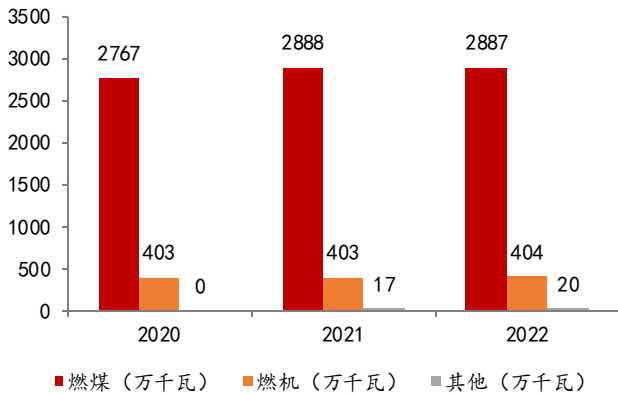
400 万千瓦火电装机在建, 努力推进传统火电提质。目前公司在建工程主要系乐清三期、镇海联合燃机异地迁建、镇海天然气 9F 燃机搬迁改造以及六横电厂二期工程, 未来将增加 400 万千瓦火电装机量, 截至 22 年报告期末, 公司管理机组总装机量达 3311 万千瓦, 未来有望达到 3711 万千瓦。同时, 公司对镇海燃机机组进行搬迁改造, 努力推进建设优质机组。

表 1: 公司在建 400 万千瓦火电装机项目

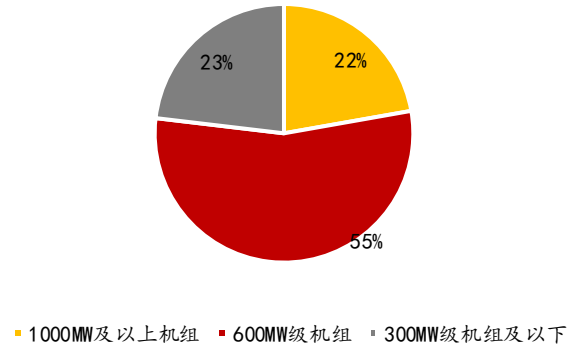
在建项目	阶段	装机容量 (万千瓦)	投产时间
乐清电厂三期工程 5 号机组	在建	2*100	首台 2023 年 5 月, 第二台 2023 年 7 月
六横电厂二期工程	在建	2*100	首台 2024 年底
浙能镇海天然气公司燃机搬迁改造项目	在建	2*43	2024 年 3 月底
浙能镇海联合发电公司燃机搬迁改造项目	在建	1*49	2023 年 11 月

数据来源: 公司公告, 舟山晚报, 西南证券

新老电厂更替，发电资产优化，装机规模持续上升。截至 2022 年末，公司管理机组总装机容量达 3311 万千瓦，较 2020 年提升 142 万千瓦，且公司另有 400 万千瓦火电机组在建。其中，燃煤机组装机容量为 2887 万千瓦，占比 87.2%，燃机装机容量为 404 万千瓦，占比 12.2%，另有水电、光伏机组 20 万千瓦；公司 1000MW 及以上机组占比达 22%，600MW 及以上机组占比 55%，公司发电资产优质且装机规模在持续上升中。

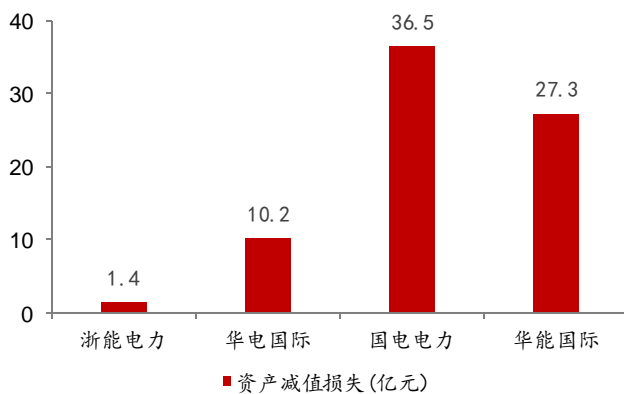
图 20：22 年末公司煤机/燃机装机容量分别为 2887/404 万千瓦


数据来源：公司公告，西南证券整理

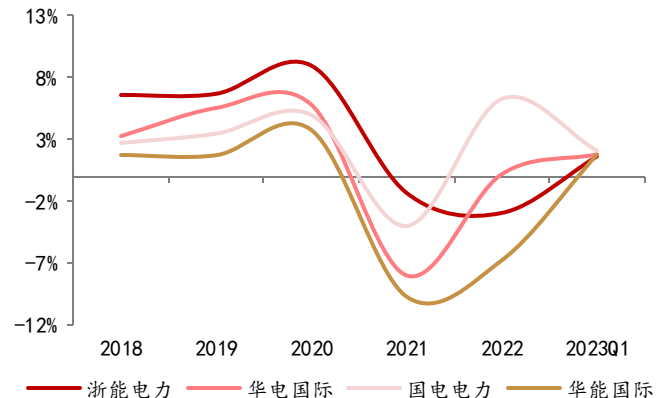
图 21：公司 1000MW 及以上机组占比达 22%


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司资产减值低于行业可比公司，利润可释放性高。2022 年煤炭价格上行，火电企业大幅亏损，华电国际、国电电力和华能国际分别计提资产减值损失 10.2/36.5/27.3 亿元，公司计提约 1.37 亿元，显著低于可比公司。从 ROE 来看，公司也处于行业较高水平，2020-2022 年公司 ROE 分别为 9.0%/-1.3%/-3.0%，行业平均为 4.8%/-7.3%/-0.4%，23Q1 火电企业利润释放，ROE 均超过 1.5%，平均达 1.8%。

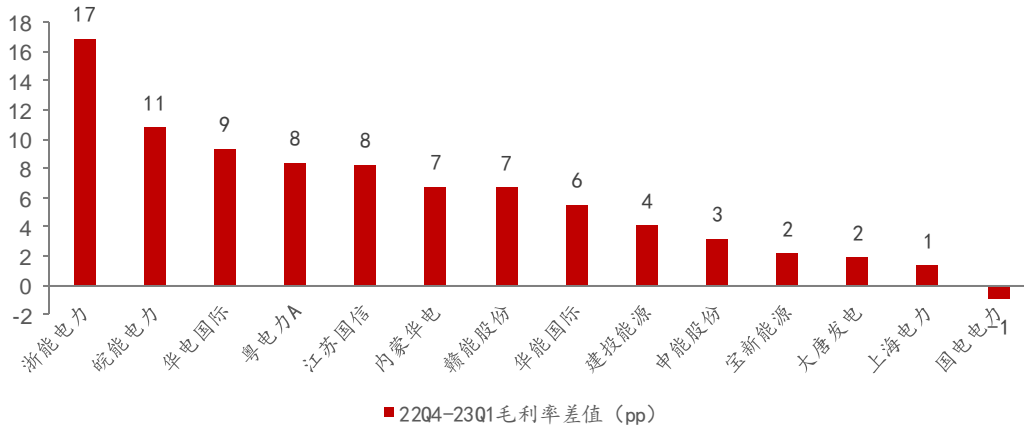
图 22：公司 22 年计提资产减值 1.37 亿元，显著低于行业水平


数据来源：wind，西南证券整理

图 23：23Q1 公司 ROE (%) 达 1.6%


数据来源：wind，西南证券整理

23Q1 较 22Q4 毛利率变化上，公司位居行业前列，一定程度上说明公司业绩弹性强于同行。22Q4-23Q1 浙能电力毛利率分别为 -12.6%/4.31%，毛利率差值达 17pp，与同类公司相比，处于行业前列，在煤炭价格下降的背景下，公司火电业务业绩恢复弹性优于同行。

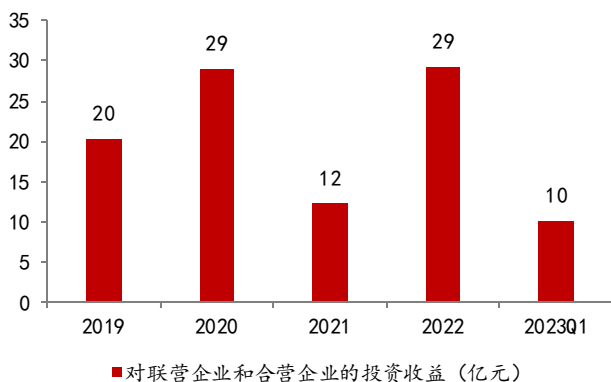
图 24: 相较于 22Q4, 23Q1 浙能电力毛利率增加了 17pp


数据来源: Wind, 西南证券整理

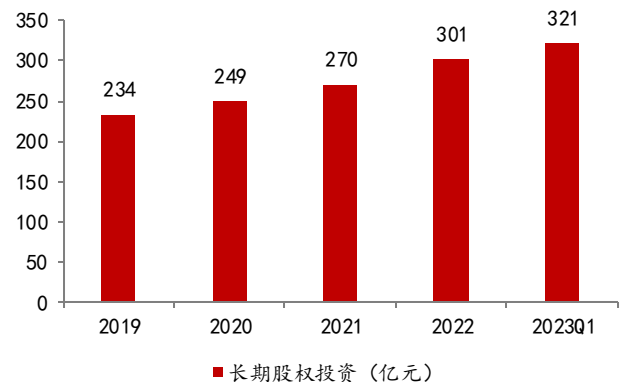
3 参股核电贡献稳定收益，控股中来股份入局光伏产业

3.1 参股核电推动投资收益，核电资产稳健盈利

公司积极开展对外投资，成为公司业绩的压舱石。2023Q1 公司合并层面的长期股权投资余额为 321 亿元，占期末总资产的比例为 23%，主要为对联营企业的投资。公司投资收益稳定，2020-2023Q1 年公司投资收益分别为 29/12/29/10 亿元；2021-2022 年在公司业绩亏损情况下，对外投资贡献投资收益 12.3 亿元、29.3 亿元，成为公司业绩的压舱石。

图 25: 公司 21-23Q1 分别实现投资收益 12/29/10 亿元


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 公司长期股权投资金额呈逐年上升趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

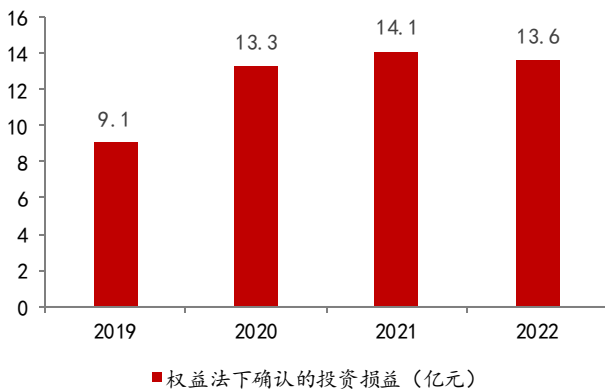
深度布局核电业务，装机规模持续扩张。除火电行业外，公司深度布局核电领域，参股中国核电以及泰山核电、核电泰山联营、泰山第三核电、三门核电、中核辽宁核电、中核海洋核动力、三澳核电、中核燕龙、国核浙能等核电及核能多用途公司。**截至 22 年报告期末，公司拥有权益核电装机量 248 万千瓦。未来将新增权益装机 391 万千瓦。**

表 2：公司核电业务参股公司

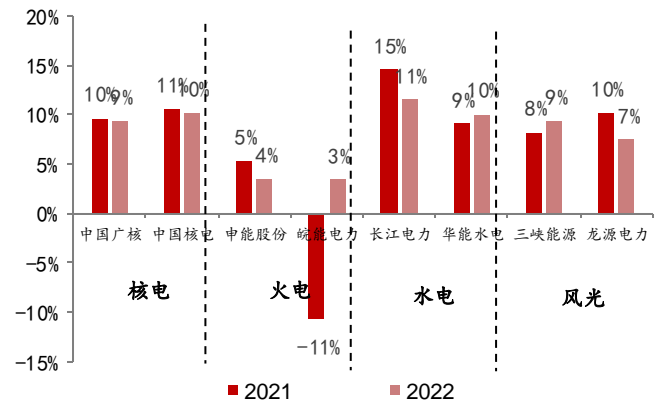
参股公司	持有股份	运行装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	新增装机容量 (万千瓦)	新增权益装机容量 (万千瓦)
泰山核电有限公司	28%	253	71	/	/
中国核能电力股份有限公司	2.47%	2375	59	1255	/
泰山第三核电有限公司	10%	146	15	/	/
三门核电有限公司	20%	250	50	250	100
中广核苍南核电有限公司	34%	/	/	240	82
中核辽宁核电有限公司 (集团持股)	10%	/	/	600	60
国核浙能核能有限公司 (集团持股)	50%	/	/	/	/
浙江三门高温堆电站有限公司	49%	/	/	/	/
中核海洋核动力发展有限公司	9%	/	/	/	/
中广核苍南第二核电有限公司 (拟成立)	31%	/	/	480	149
核电泰山联营有限公司	20%	264	53	/	/
中核燕龙科技有限公司	15%	/	/	/	/
中核浙能能源有限公司 (集团参股)	50%	/	/	/	/

数据来源：公司公告，中核官网，西南证券整理

核电业务投资收益稳定，行业 ROE 高于火电。相较于燃煤发电或天然气发电，核电企业在燃料成本上拥有明显的优势，一旦核电站建成并开始运营，其资产可以全天候运行，从而实现高资产利用率，因而 ROE 较高于火电企业，以中国广核为例，21-23Q1 中国广核 ROE（摊薄）分别为 10%/9%/3%，同期中核股份 ROE（摊薄）为 5%/4%/2%，核电企业拥有较高 ROE。2021-2022 年公司因燃料成本上升而产生亏损，核电业务投资收益为 14.1/13.6 亿元，为公司贡献了稳定收益。

图 27：20-22 年公司权益法下确认的投资损益为 13/14/14 亿元


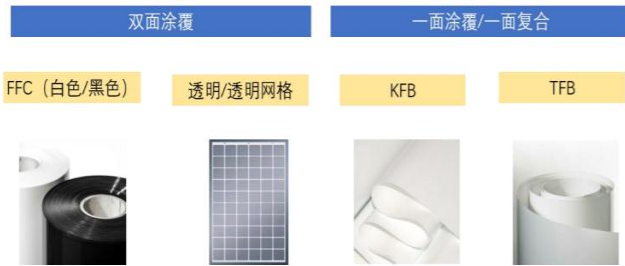
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：核电行业兼具高 ROE (%) 及稳定性


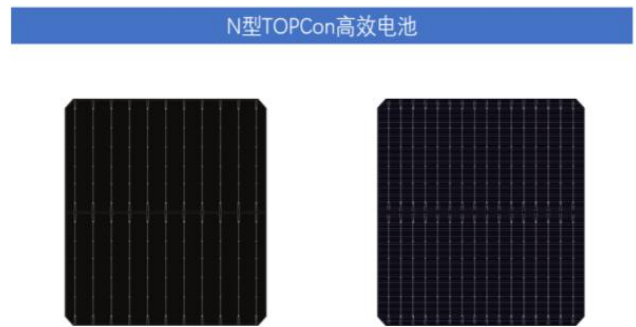
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 控股中来入局分布式光伏，布局新能源业务

公司于 2023 年 2 月 14 日持有中来股份 9.70% 的股份，成为中来股份的控制方。中来股份目前下属新材、电池、组件、应用、硅基五大事业板块，分别从事光伏先进背板材料制造、N 型双面单晶高效电池和组件制造、户用新能源集成服务和综合智慧能源项目、上游硅料制造五大业务，逐步打造垂直一体化格局，形成产业链的高效协同效应。

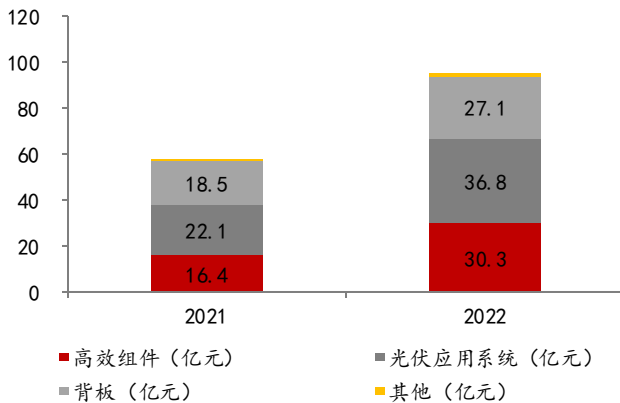
图 29：中来股份背板产品


数据来源：中来股份公告，西南证券整理

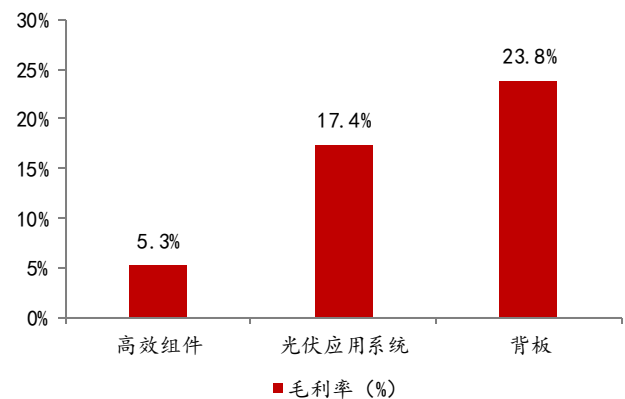
图 30：中来股份 N 型电池


数据来源：中来股份公告，西南证券整理

中来股份主营业务为高效组件、光伏应用系统和背板。2022-2023Q1 中来股份实现总体营业收入 95.8/27.1 亿元，同比增长 64.6%/34.8%，其中 2022 年高效组件、光伏应用系统、背板收入分别为 30.3/36.8/27.2 亿元，毛利率分别为 5.3%/17.4%/23.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.0/1.0 亿元，同比增长 228%/15.7%，业绩增长主要得益于全球光伏行业快速发展。2023 年 2 月 14 日，公司已完成股份过户登记，并从 3 月起将中来股份纳入合并报表范围。

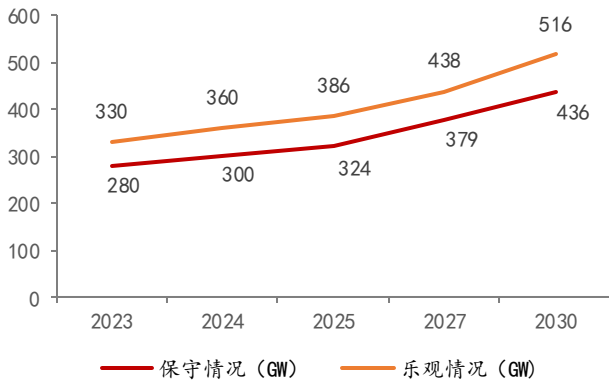
图 31：中来股份主营业务为高效组件、光伏应用系统和背板


数据来源：中来股份公司公告，西南证券整理

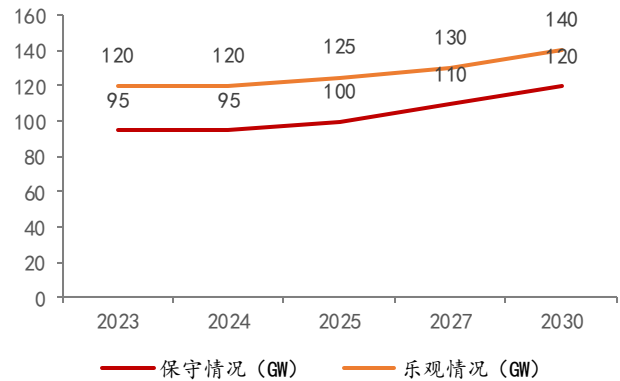
图 32：22 年中来股份背板毛利率 (%) 为 23.8%


数据来源：中来股份公司公告，西南证券整理

全球光伏产业需求正处于快速增量阶段，分布式光伏已成为光伏新增装机的重要力量。在双碳目标下，光伏发电在越来越多的国家成为最有竞争力的电源形式。根据中国光伏行业协会公布信息，2022 年全球光伏新增装机 230GW，同比增长 35.3%，2022 年我国光伏新增装机 87.4GW，同比增长 59.3%，其中分布式光伏新增 51.3GW，占新增装机总量的 58.5%；保守预计，2023 年保守预测全球光伏新增装机量将达到 280GW，我国新增装机量将达到 95GW，分布式光伏空间广阔。

图 33：2023-2030 年保守预测全球光伏新增装机 156GW


数据来源：中来股份公司公告，中国光伏行业协会，西南证券整理

图 34：2023-2030 年保守预测我国光伏新增装机 25GW


数据来源：中来股份公司公告，中国光伏行业协会，西南证券整理

中来股份深耕渠道建设，分布式业务稳步进行。中来股份深耕分布式光伏市场多年，积累了丰富的渠道基础和实践经验。在组件营销端，逐步建立了中国及全球四大区域（中东、欧洲、亚太、南美洲）的销售布局；在光伏应用开拓端，中来股份户用分布式业务已覆盖 20 个省 142 个市 634 个区县 4000 多个村/镇，拥有 450 多家核心代理商，管理和运维 16 万座家庭新能源光伏电站。

携手多家央企、国企保持长期稳定的战略合作关系，客户资源优势明显。2021 年，中来股份控股子公司中来民生携手国电投下属子公司展开合作，合资成立上海源焯新能源有限公司，约定由中来民生为其提供电站 EPC 服务，且首年合作建设规模至少 1.2GW，第二年至第五年平均新增建设容量不低于 1.5GW。2022 年末，中来股份与上海源焯及相关方签署了 EPC 业务补充约定，其中明确双方将逐步放开排他限制，为未来公司分布式业务的进一步发展打开了空间。浙能电力的融入有望发挥国有资本与民营资本融合发展的机制优势，凭借优质的电力国企平台，推进分布式光伏的建设。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：基于市场上煤炭价格下行，公司燃料成本下降，火电业务利润空间增大。2023-2025 年燃煤装机量分别为 2987、3087、3187 万千瓦，燃机装机量分别为 404、404、406 万千瓦；

假设 2：基于双碳规划考虑，2023-2025 年火电利用小时数略微下降至 5140 小时，单位供电煤耗保持稳定，保持在 297-298（克/千瓦时）；

假设 3：考虑到煤炭销售毛利率较为稳定，不随煤炭价格而波动，2023-2025 年毛利率维持在 0.8%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：公司 2023-2025 年分业务收入及毛利率

		2022A	2023E	2024E	2025E
电力	收入 (亿元)	638.8	660.8	682.3	704.7
	增速	21.3%	3.4%	3.3%	3.3%
	毛利率	-8.3%	1.0%	2.6%	3.1%
蒸汽	收入 (亿元)	77.2	84.9	93.4	102.8
	增速	25.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	29.3%	20.0%	20.0%	20.0%
煤炭销售	收入 (亿元)	76.8	84.5	92.9	102.2
	增速	-33.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
其他	收入 (亿元)	9.1	10.0	11.0	12.1
	增速	30.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	38.8%	31.0%	29.8%	30.4%
合计	收入 (亿元)	802.0	840.2	879.6	921.8
	增速	12.8%	4.8%	4.7%	4.8%
	毛利率	-4.0%	11.3%	13.1%	14.0%

数据来源: Wind, 西南证券

在不考虑中来股份并表的情况下,我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 840、880、922 亿元,同比分别+4.8%、+4.7%、+4.8%,实现归母净利润 64.8、76.3、87.5 亿元,24/25 年同比分别+17.8%、+14.6%。

中来股份将于 2023 年 3 月并入报表,我们采用 wind 一致预期(截至 2023 年 7 月 14 日):预计 23-25 年中来股份可实现营业收入 183、260、336 亿元,可实现归母净利润 10.1、15.4、20.9 亿元。

综合考虑,我们预计公司 2023-2025 年可实现归母净利润 65.6、77.6、89.2 亿元,24/25 年同比分别+18.3%、+14.9%。

表 4：公司 2023-2025 年归母净利润预测 (合并中来股份)

		2022A	2023E	2024E	2025E
原业务	归母净利润 (亿元)	-18.2	64.8	76.3	87.5
	增速	/	/	17.8%	14.6%
中来股份	归母净利润 (亿元)	/	0.8	1.3	1.7
	增速	/	/	50.0%	33.3%
合计	归母净利润 (亿元)	-18.2	65.6	77.6	89.2
	增速	/	/	18.3%	14.9%

数据来源: Wind, 西南证券, 注: 中来股份归母净利润根据持股比例及并表时间计算得出

4.2 相对估值

鉴于公司分为火电业务（考虑光伏、水电业务占比较小，暂忽略不计）和参股核电业务，我们采用分部估值法，截至 2022 年末，公司整体净资产为 613 亿元，据 2022 年年报披露，核电企业期末余额约为 135 亿元，因此我们计算得出火电净资产为 478 亿元。我们选取 5 家区域性火电公司申能股份、皖能股份、上海电力、宝新能源、粤电力 A 作为对比，当前三家公司平均 PB 为 1.4 倍，因此我们给予公司 2023 年 1.4 倍 PB，对应估值为 669 亿元；我们选取中国核电和中国广核作为核电业务对比，当前两家平均 PB 为 1.4 倍，因此我们给予公司 2023 年 1.4 倍 PB，对应估值 189 亿元。综合来看，公司总体估值为 858 亿元，对应目标价 6.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	LF
600642.SH	申能股份	6.93	0.22	0.59	0.71	0.80	24.90	11.78	9.70	8.63	1.10
000543.SZ	皖能电力	7	0.19	0.48	0.59	0.67	23.89	14.73	11.89	10.37	1.25
600021.SH	上海电力	10.57	0.11	0.74	0.96	1.16	87.90	14.33	11.05	9.10	1.38
000690.SZ	宝新能源	6.78	0.08	0.66	0.80	1.14	77.21	10.35	8.47	5.93	1.31
000539.SZ	粤电力 A	7.49	-0.57	0.34	0.53	0.70	-9.70	22.09	14.22	10.74	1.94
平均值							40.84	14.65	11.07	8.96	1.40
601985.SH	中国核电	7.2	0.48	0.54	0.60	0.66	12.55	13.25	12.07	10.89	1.65
003816.SZ	中国广核	3.06	0.20	0.23	0.25	0.26	13.63	13.36	12.44	11.87	1.46
平均值							13.09	13.48	12.42	11.52	1.54
600023.SH	浙能电力	4.98	-0.14	0.48	0.57	0.65	-25.68	10.31	8.75	7.63	1.06

数据来源：Wind (Wind 一致预期截至 7 月 14 日)，西南证券整理

5 风险提示

(1) 煤炭价格波动风险。考虑到公司火电业务利润受燃料成本影响较大，若煤价下行不及预期，则会引起盈利能力下滑风险。

(2) 上网电价波动风险。基于当下电力供需形式依然偏紧，我们认为未来电价仍将维持在当前水平，若清洁能源装机量逐渐上升，且进入电力市场交易，则会压低现货市场价格进而影响火电企业收益。

(3) 投资项目盈利不及预期风险。考虑到公司核电业务贡献收益占比较高，若经营不善则会对公司业绩造成较大冲击。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	80194.58	84017.59	87962.34	92183.44	净利润	-3599.00	8095.31	9539.99	10934.82
营业成本	83363.61	73110.12	75360.26	77803.30	折旧与摊销	5748.07	8221.51	8437.28	8829.48
营业税金及附加	330.42	672.14	703.70	737.47	财务费用	1271.28	1221.25	1042.68	950.87
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-136.65	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	1649.45	1872.80	1908.35	2000.91	经营营运资本变动	-486.96	-569.75	-629.50	-293.92
财务费用	1271.28	1221.25	1042.68	950.87	其他	-2572.68	-2967.25	-2882.01	-2886.25
资产减值损失	-136.65	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	224.07	13901.07	15408.45	17435.00
投资收益	3299.28	3000.00	3000.00	3000.00	资本支出	809.36	-4000.00	-7000.00	-7000.00
公允价值变动损益	-1.06	-0.61	-0.82	-0.83	其他	-6625.08	-299.79	-167.76	-211.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5815.72	-4299.79	-7167.76	-7211.85
营业利润	-3172.22	10040.67	11846.53	13590.07	短期借款	1501.14	-1289.83	-960.38	-4912.28
其他非经营损益	78.46	78.46	78.46	78.46	长期借款	6403.47	-4000.00	-2000.00	1000.00
利润总额	-3093.76	10119.13	11924.99	13668.52	股权融资	-600.11	0.00	0.00	0.00
所得税	505.24	2023.83	2385.00	2733.70	支付股利	0.00	0.00	-3238.12	-3816.00
净利润	-3599.00	8095.31	9539.99	10934.82	其他	556.40	-1471.25	-1292.68	-1692.86
少数股东损益	-1776.55	1619.06	1908.00	2186.96	筹资活动现金流净额	7860.91	-6761.08	-7491.19	-9421.14
归属母公司股东净利润	-1822.45	6476.24	7631.99	8747.86	现金流量净额	2278.22	2840.20	749.50	802.01
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13123.14	15963.34	16712.84	17514.85	成长能力				
应收和预付款项	10008.91	11015.15	11460.45	11913.08	销售收入增长率	12.83%	4.77%	4.70%	4.80%
存货	5536.34	4629.39	4799.59	4983.58	营业利润增长率	-8.60%	416.52%	17.99%	14.72%
其他流动资产	1076.38	1280.53	1275.09	1311.98	净利润增长率	-79.90%	324.93%	17.85%	14.62%
长期股权投资	30122.74	33322.74	36522.74	39722.74	EBITDA 增长率	0.72%	406.44%	9.46%	9.58%
投资性房地产	88.86	93.19	91.75	92.23	获利能力				
固定资产和在建工程	47018.12	43018.62	41803.37	40195.91	毛利率	-3.95%	12.98%	14.33%	15.60%
无形资产和开发支出	2529.01	2366.77	2204.53	2042.29	三费率	3.64%	3.68%	3.35%	3.20%
其他非流动资产	11488.46	11428.68	11368.90	11309.12	净利率	-4.49%	9.64%	10.85%	11.86%
资产总计	120991.96	123118.42	126239.26	129085.78	ROE	-5.33%	10.70%	11.64%	12.28%
短期借款	10615.14	9325.31	8364.93	3452.64	ROA	-2.97%	6.58%	7.56%	8.47%
应付和预收款项	10301.44	9815.48	9849.41	10212.62	ROIC	-3.28%	13.47%	15.69%	17.73%
长期借款	24539.56	20539.56	18539.56	19539.56	EBITDA/销售收入	4.80%	23.19%	24.25%	25.35%
其他负债	7977.94	7784.89	7530.31	6807.08	营运能力				
负债合计	53434.08	47465.24	44284.21	40011.91	总资产周转率	0.68	0.69	0.71	0.72
股本	13408.73	13408.73	13408.73	13408.73	固定资产周转率	1.81	2.13	2.54	2.86
资本公积	23954.46	23954.46	23954.46	23954.46	应收账款周转率	9.49	9.51	9.21	9.29
留存收益	21371.35	27847.59	32241.47	37173.32	存货周转率	16.49	13.96	15.57	15.48
归属母公司股东权益	61284.83	67761.08	72154.95	77086.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.00%	—	—	—
少数股东权益	6273.04	7892.10	9800.10	11987.07	资本结构				
股东权益合计	67557.88	75653.18	81955.05	89073.87	资产负债率	44.16%	38.55%	35.08%	31.00%
负债和股东权益合计	120991.96	123118.42	126239.26	129085.78	带息债务/总负债	65.79%	62.92%	60.75%	57.46%
					流动比率	1.12	1.32	1.43	1.89
					速动比率	0.91	1.14	1.23	1.63
					股利支付率	0.00%	0.00%	42.43%	43.62%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	3847.13	19483.44	21326.49	23370.42	每股收益	-0.14	0.48	0.57	0.65
PE	-36.64	10.31	8.75	7.63	每股净资产	5.04	5.64	6.11	6.64
PB	0.99	0.88	0.81	0.75	每股经营现金	0.02	1.04	1.15	1.30
PS	0.83	0.79	0.76	0.72	每股股利	0.00	0.00	0.24	0.28
EV/EBITDA	21.33	3.79	3.29	2.78					
股息率	0.00%	0.00%	4.85%	5.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362
张岚		销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
杨薇		高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
王一菲		销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
姚航		销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
徐铭婉		销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
胡青璇		销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
王宇飞		销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
路漫天		销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
巢语欢		销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn