



Research and
Development Center

浙江用电缺口拉动业绩增长，多元产业部署新增利润点

——浙能电力（600023.SH）首次覆盖报告

2018年08月17日

郭荆璞 能源化工行业首席分析师

马步芳 研究助理

浙江用电缺口拉动业绩增长，多元产业部署新增利润点

2018 年 08 月 17 日

本期内容提要：

- ◆ **浙江省是华东经济强省，用电需求旺盛。** 电力行业需求稳定增长，需求侧表现良好，尤其是浙江省作为华东经济强省，用电需求始终保持旺盛，近 7 年，除 2015 年外浙江省用电量增速都高于发电量增速，全省用电量存在较大缺口。公司是浙江省发电龙头企业，业绩增长势头强，公司发电同比增长显著。
- ◆ **公司管理及控股装机在省内占据龙头地位，装机新增空间有限利好利用小时数提升。** 公司主营火电，管理及控股装机容量占浙江省装机容量比重呈逐年上升趋势，截至 2017 年底，占比接近 50%，在省内占据着龙头地位。未来全省火电新增装机空间有限，用电量水平稳中向上的趋势有利于提高存量火电机组的利用小时数。同时，受来水影响，浙江省水电发电量降低，以及省外水电因降水因素影响而出力减少，浙江省内火电的发电空间得到扩大。
- ◆ **参股核电、光伏，装机结构优化，开拓新的利润增长点。** 在国内火电发展受限的现状下，公司积极参股核电公司，把握核电产业发展的先机，有利于开拓新的利润增长点。并布局分布式光伏，优化公司装机结构，为公司带来更加稳定的业绩增长。
- ◆ **国企混改、电力改革利于公司降本增效。** 2016 年来，国企混改进程持续深入推进，浙江省作为国改唯一地方性试点，公司有望长期受益。随着浙江省电力改革的不断推进，电力市场直接竞价交易，浙能电力凭借其在浙江省火电领域的龙头地位，借助电力市场直接交易有望争取更多电量交易市场份额。此外，公司签订电煤长期协议，降低企业成本，提升利润空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 551.97、586.97、613.11 亿元，归母净利润分别达 52.1、66.0、82.4 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.38、0.49、0.61 元/股，对应 2018 年 8 月 16 日收盘价（4.53 元/股）的动态 PE 分别为 12、9、7 倍，估值低于报告选取的电力上市公司估值的平均值，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** 用电需求下降的风险；产能过剩的风险；电力市场竞争及电价调整的风险；环保政策风险；煤炭价格上涨的风险等。

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

浙能电力（600023.SH）



首次评级

浙能电力相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2018.8.16）

收盘价（元）	4.53
52 周内股价波动区间(元)	4.31-5.95
最近一月涨跌幅(%)	-0.55
总股本(亿股)	136.01
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	621.55

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号：S1500510120013
联系电话：+86 1083326789
邮箱：guojingpu@cindasc.com

马步芳 研究助理
联系电话：+86 10 83326842
邮箱：mabufang@cindasc.com

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	39,176.61	51,190.75	55,196.64	58,697.37	61,310.80
增长率 YoY %	-1.29%	30.67%	7.83%	6.34%	4.45%
归属母公司净利润(百万元)	6,277.07	4,334.46	5,208.34	6,600.01	8,239.10
增长率 YoY%	-10.03%	-30.95%	20.16%	26.72%	24.83%
毛利率%	22.34%	11.74%	14.05%	16.45%	19.92%
净资产收益率 ROE%	11.02%	7.28%	8.37%	10.03%	11.62%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.32	0.38	0.49	0.61
市盈率 P/E(倍)	10	14	12	9	7
市净率 P/B(倍)	1.06	1.01	0.97	0.91	0.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 08 月 16 日收盘价

目 录

一、浙江省区域能源龙头企业，主营火电业务	1
1.1 以火电为主业的电力资产整体运营平台	1
1.2 营收多元化，公司发电同比增长显著	1
二、电力需求侧表现良好，拉动公司产能	8
2.1 全国经济增速持续回暖，全社会用电量保持较快增长	8
2.2 浙江电力需求较高，省内火电利用小时数提升明显	8
三、拓展多种发电业务，资产结构持续优化	13
3.1 参股多家核电公司，打造公司投资收益增长点	13
3.2 利用现有电厂资源，积极布局分布式光伏	14
3.3 积极拓展海外业务，战略优势明显	15
四、政策优势显著，外部环境利好	16
4.1 国企混改进程推进，浙能集团资产证券化前景看好	16
4.2 国内电力体制改革的排头军	16
4.3 电煤长协签订及煤企主动降价，提升利润空间	18
五、推荐逻辑	20
六、盈利预测与投资评级	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资评级	21
七、风险因素	22

表 目 录

表 1 浙能电力 2017 年全资及控股企业发电情况	3
表 2 公司煤电机组构成情况（截至 2017 年 12 月 31 日）	5
表 3 公司参股核电站装机容量与运营能力	13
表 4 2017 年公司参股的核电项目情况	14
表 5 2018 年一季度公司参股光伏企业发电状况	14
表 6 浙江电改主要文件及进程	17
表 7 2014-2017 年全国及浙江省燃煤标杆上网电价（单位：元/度）	18
表 8 主要供应商及采购情况	19
表 9 公司敏感性分析	20
表 10 电力上市公司市场估值情况	21

图 目 录

图 1 浙能电力股权结构（截至 2018 年 3 月 31 日）	1
图 2 公司营业收入（亿元）及增速（%）	2
图 3 公司毛利率（%）及变化情况（%）	2
图 4 公司及同行业公司每股净资产（元）	2
图 5 公司 2017 年营业收入构成	3
图 6 公司上市当年（2013 年）营业收入构成	3
图 7 2011-2017 年公司总发电量及增速	5
图 8 2011-2017 年公司火电发电量及增速	5
图 9 2017 年公司火电、光伏发电占比情况	5
图 10 2017 年公司不同经营地区发电量情况	5
图 11 2011-2017 年公司装机容量及增速	6
图 12 2014-2017 年公司利用小时数情况	6
图 13 2016 与 2017 年公司煤机和燃机利用小时数对比情况	6
图 14 2013-2017 年公司供电耗煤情况	6
图 15 浙能电力发电量及占全省比重情况	7
图 16 浙能电力火电装机及占全省比重情况	7
图 17 浙能电力财务费用率（%）及变化情况（%）	7
图 18 浙能电力资产负债率（%）及变化情况（%）	7
图 19 全社会用电量及增速	8
图 20 全国电厂发电设备装机增速	8
图 21 2017 年各省用电量增速对比	9
图 22 浙江省近几年的用电量及同比增速	9
图 23 浙江省近几年的发电量及同比增速	9
图 24 2017 年各省用电量缺口（万千瓦时）	10
图 25 浙江省近几年用电量缺口（亿千瓦时）	10
图 26 浙江省近几年外购电量（亿千瓦时）	10
图 27 近几年浙江省电厂发电设备结构对比	11
图 28 2017 年浙江省电厂发电设备结构	11
图 29 浙江省近几年火电、水电利用小时数对比	12
图 30 全国近几年火电、水电利用小时数对比	12
图 31 浙江省近几年水电发电量	12
图 32 浙江省近几年火电发电量	12
图 33 2015 年浙江省能源消费结构	13
图 34 2020 年浙江省能源消费结构目标	13
图 35 近年来孟加拉国 GDP（亿美元）及同比	15
图 36 近年来孟加拉国人均电力消费（千瓦时/人）及同比	15
图 37 近年来巴西水电消费量（亿千瓦时）及同比	15
图 38 浙能电力原材料采购途径	18
图 39 原煤价格指数（累计较年初增加）	19
图 40 环渤海动力煤价格指数（元/吨）	19

一、浙江省区域能源龙头企业，主营火电业务

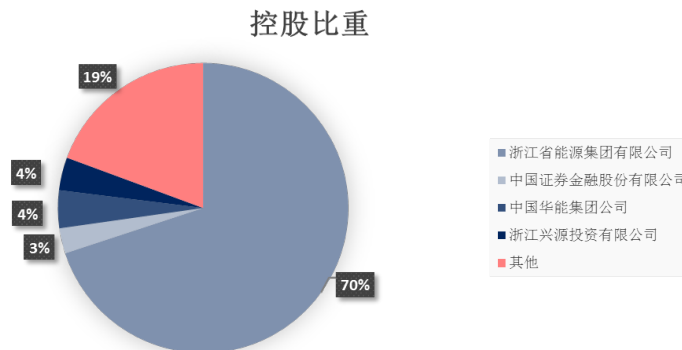
1.1 以火电为主业的电力资产整体运营平台

浙江浙能电力股份有限公司（简称“浙能电力”），是浙江省能源集团有限公司电力的主业资产整体运营平台，主要从事火力发电业务，主要产品为电力，管理及控股发电企业主要集中在浙江省内，国网浙江省电力公司为浙江省电网的唯一运营商，公司向国网浙江省电力公司销售电力。此外，公司还提供热力产品，以及布局核电投资。

公司于 2013 年 12 月在 A 股上市。公司整合了浙能集团下属火力发电、天然气发电、燃油发电、核电等电力主业资产，在电力生产领域投资规模逐年扩大，电力装机容量、发电量等生产指标呈现稳健增长态势，已经发展成为浙江省乃至全国范围的区域能源龙头企业。

公司控股股东为浙江省能源集团，实际控制人为浙江省国资委。其主要股东有浙江省能源集团有限公司、中国华能集团公司和浙江兴源投资有限公司、中国证券金融股份有限公司，分别持股 69.94%、4.21%、3.68%、2.81%。公司股权结构如图 1 所示。

图 1 浙能电力股权结构（截至 2018 年 3 月 31 日）

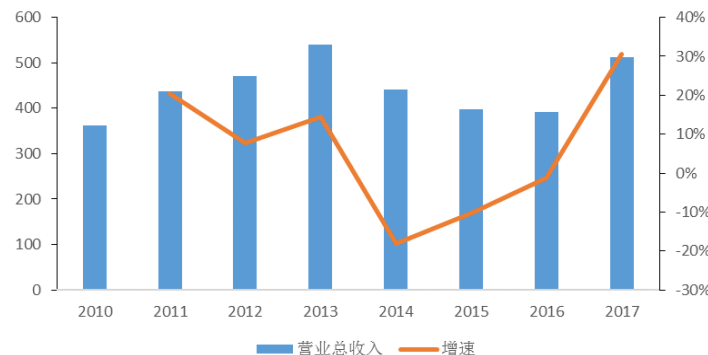


资料来源：Wind，信达证券研发中心

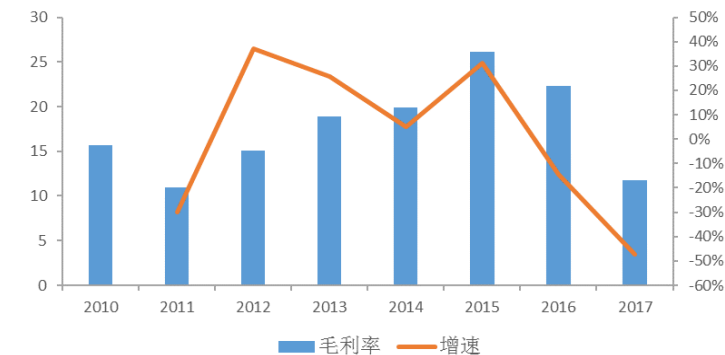
1.2 营收多元化，公司发电同比增长显著

积极拓展业务范围，营收呈多元化

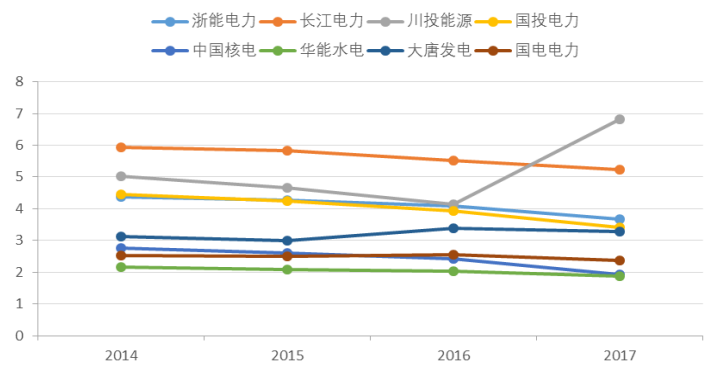
公司是浙江省规模最大的火力发电企业，管理及控股装机容量约占省统调装机容量的一半左右，位居全国地方性发电企业前列。

图 2 公司营业收入（亿元）及增速（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3 公司毛利率（%）及变化情况（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4 公司及同行业公司每股净资产（元）


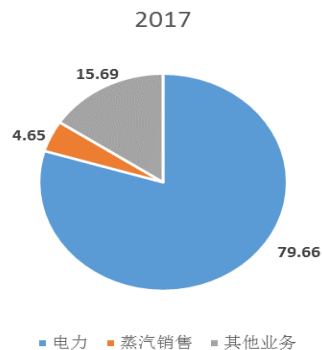
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2013 年上市以来，公司蒸汽销售从 565 万吨增长至 1,531 万吨（截至 2017 年 12 月 31 日），供热规模进一步提高，同比增长超过 40%。除了火电项目外，公司还积极拓展业务范围，布局核电发电，参股了一批优质的核电企业。包括核电秦山联营有限公司、秦山第三核电有限公司、三门核电有限公司、中核辽宁核电有限公司、秦山核电有限公司、国核浙能核能有限公司以及浙江三门高温堆电站有限公司等。此外，公司还投资入股中国核能电力股份有限公司（以下简称“中国核电”）。截至 2018 年第一季度，公司为中国核电第二大流通股东。

此外，公司积极开展投资促转型，2017 年累计完成项目投资 123.15 亿元。收购宁夏“一控五参”电源项目股权，全部建成后增加权益装机容量 348.68 万千瓦。参与投资巴西圣西芒水电站特许经营权项目和孟加拉吉大港燃煤电厂项目，实现海外

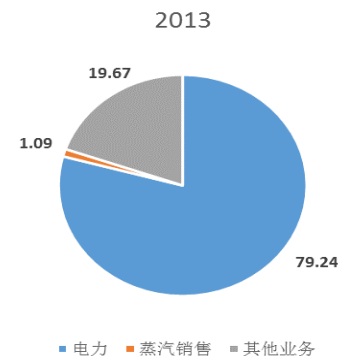
投资零的突破。枣泉、滨海、阿克苏三个煤电项目 6 台机组相继投产，8 个光伏项目建成并网发电，投资建设 6 个热源和热网项目，长兴能源互联网、象保区综合能源等一批综合能源服务项目落地，长广浙江片区、小洋山增量配网试点工作取得实质性进展。

图 5 公司 2017 年营业收入构成 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6 公司上市当年 (2013 年) 营业收入构成 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2017 年浙能电力全资及控股企业具体发电情况如下表:

表 1 浙能电力 2017 年全资及控股企业发电情况

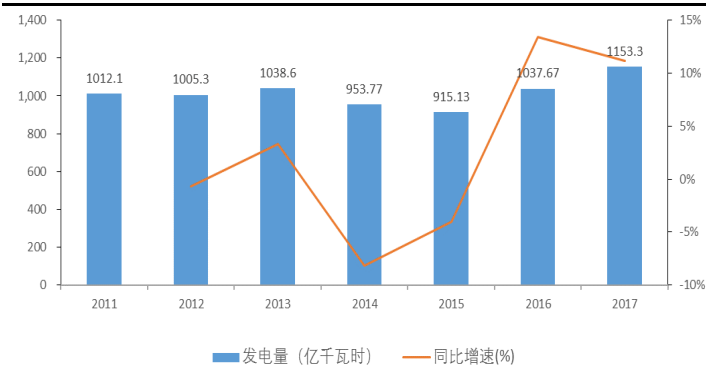
分类	省份	电厂/电站名称	持股比例 (%)	发电量 (亿千瓦时)	上网电量 (亿千瓦时)	上网电价均价 (元/千瓦时)
火电	浙江	台州发电厂	100	63.22	58.39	337.4
		萧山发电厂	100	7.07	6.9	442.2
		浙江浙能北仑发电有限公司	51	91.72	86.58	442.2
		浙江浙能长兴发电有限公司	95	48.17	44.98	346.4
		浙江浙能嘉华发电有限公司	77	230.5	218.56	322.88
		浙江浙能嘉兴发电有限公司	70	24.45	22.81	358.2
		浙江浙能温州发电有限公司	66.98	86.21	81.27	328.68
		浙江浙能镇海发电有限公司	51	39.56	35.31	329.3
		浙江浙能镇海联合发电有限公司	45	6.82	6.67	493.41
		浙江浙能镇海天然气发电有限责任公司	51	17.35	17.03	441.06

		浙江浙能镇海燃气热电有限责任公司	60	6.73	6.38	410.03
		浙江浙能常山天然气发电有限公司	100	4.58	4.5	439.47
		浙江浙能金华燃机发电有限责任公司	76	0.65	0.64	494.35
		浙江浙能台州第二发电有限责任公司	94	103.92	98.7	315.24
		浙江浙能乐清发电有限责任公司	51	137.86	131.24	318.13
		浙江浙能兰溪发电有限责任公司	97	120.21	113.94	346.4
		浙江浙能绍兴滨海热电有限责任公司	88	35.36	32.13	346.4
		浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司	56	105.9	101.33	309.79
	新疆	浙能新疆阿克苏热电有限公司	100	17.51	16.38	186.79
	宁夏	宁夏枣泉发电有限责任公司	51	4.78	4.52	198.72
	火电小计			1152.57	1088.26	
光伏发电	浙江	浙江浙能嘉兴发电有限公司	70	0.191645	0.184689	355
		台州发电厂	100	0.060334	0.060334	441.74
		浙江浙能温州发电有限公司	66.98	0.026125	0.026125	355
		浙江浙能长兴发电有限公司	95	0.043543	0.043129	384.33
		浙江乐清发电有限责任公司	51	0.18615	0.185933	355
		浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司	56	0.231128	0.222816	355
	光伏电小计			0.738925	0.723026	
	合计			1153.3089	1088.983	

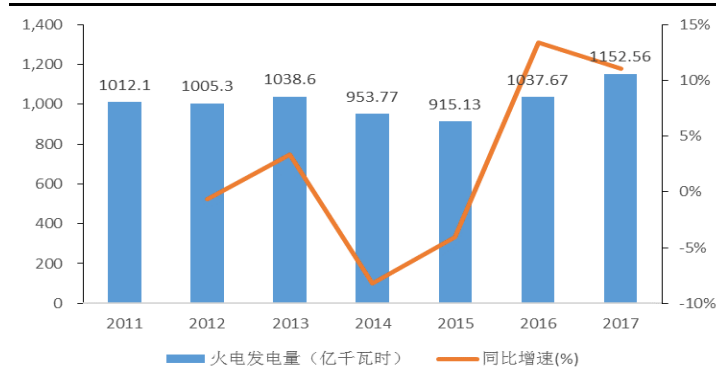
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

发电同比增长显著，占据浙江龙头地位

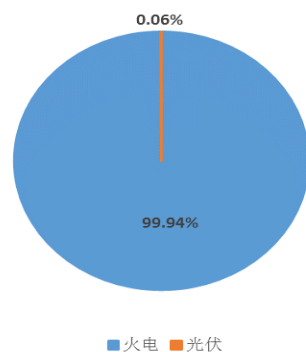
公司从 2015 年开始总发电量开始回升，呈逐年上升趋势，近两年总发电量增速都超过了 10%。按发电类型来看，2017 年公司绝大多数发电量来自火电，占总发电量的 99.94%；2017 年公司 8 个光伏项目开始并网发电，公司光伏发电量较小，占比仅为 0.06%。按经营地区来看，公司发电业务主要集中在浙江省，新疆和宁夏涉及少量火电发电业务。其中公司在浙江省火电发电量为 1,130.28 亿千瓦时，光伏发电量为 0.7389 亿千瓦时；在新疆火电发电量为 17.51 亿千瓦时，在宁夏火电发电量为 4.78 亿千瓦时。公司装机容量稳步增长，为发电供给提供保证。截至 2017 年底，公司管理及控股的发电机组共 72 台，总装机容量 3,213.758 万千瓦。其中燃煤机组 54 台，总装机容量为 2,811.1 万千瓦，占比 87.47%；燃气联合循环机组 18 台，总装机容量 402.658 万千瓦，占比 15.53%。2017 年公司发电效率有明显的提升，火电发电利用小时数 4,264 小时，较 2016 年提高 333 小时。其中煤机利用小时数为 4,747 小时，较 2016 年提高 385 小时；燃机利用小时数为 1,222 小时，较 2016 年提高 51 小时。2017 年公司管理机组平均供电标准煤耗持续降低至 296.25 克/千瓦时，较 2016 年下降 0.58 克/千瓦时。

图 7 2011-2017 年公司总发电量及增速


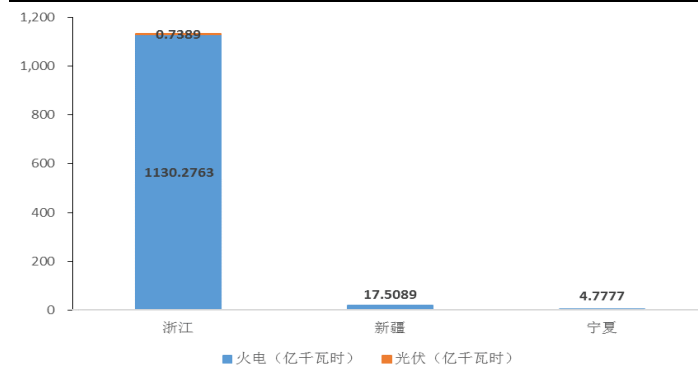
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8 2011-2017 年公司火电发电量及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9 2017 年公司火电、光伏发电占比情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

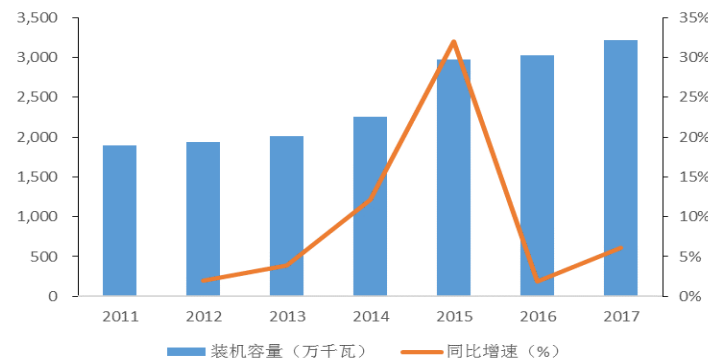
图 10 2017 年公司不同经营地区发电量情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

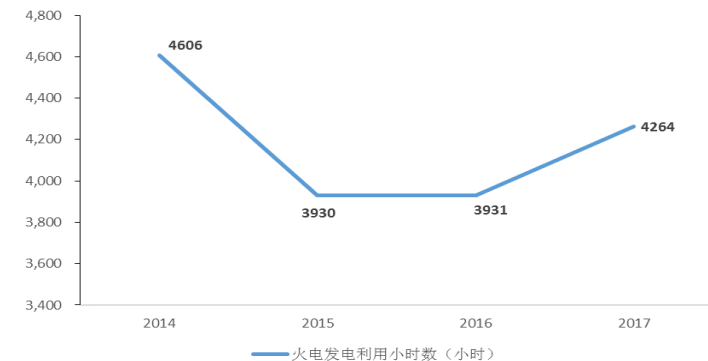
表 2 公司煤电机组构成情况（截至 2017 年 12 月 31 日）

	数量 (台)	总装机容量 (万千瓦)	占比 (%)
燃煤机组	54	2811.1	87.47%
燃气联合循环机组	18	402.658	15.53%
合计	72	3213.758	100%

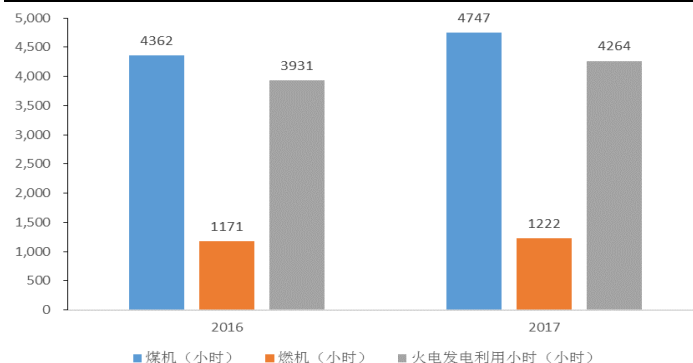
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11 2011-2017 年公司装机容量及增速


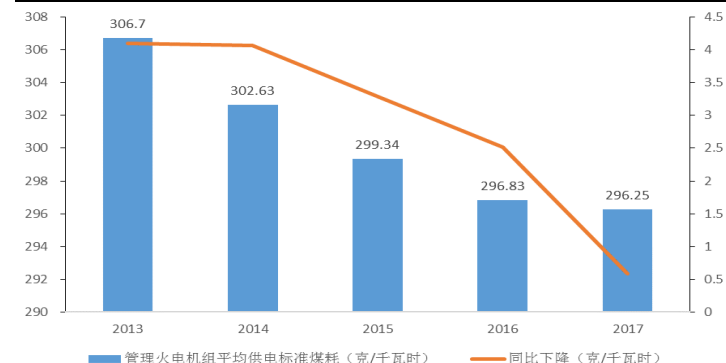
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12 2014-2017 年公司利用小时数情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

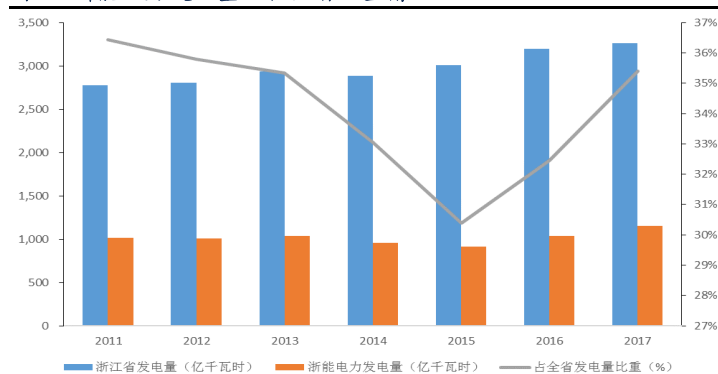
图 13 2016 与 2017 年公司煤机和燃机利用小时数对比情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

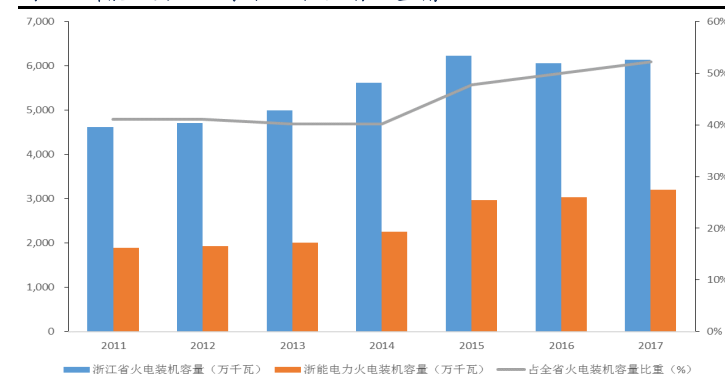
图 14 2013-2017 年公司供电耗煤情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在全省来看，浙能电力年发电量占比稳定，截至 2017 年底，浙能电力全资及控股公司总发电量占浙江省发电量 35.39%，2018 年一季度全资及控股总发电量占浙江省发电量 37.89%，比重持续上升。浙能电力管理及控股装机容量占浙江省装机容量比重呈逐年上升趋势。截至 2017 年底，占比接近 50%，在省内占据着龙头地位。此外，公司的燃煤发电机组多为大型、优质机组。截至 2017 年底，60 万千瓦级及以上燃煤机组装机容量约占公司控股及管理燃煤机组总容量的 74%，优于全国行业平均水平。此外，截至 2017 年底，全年机组平均负荷率同比提高 1.18 个百分点，供电煤耗下降近 0.58 克/千瓦时。

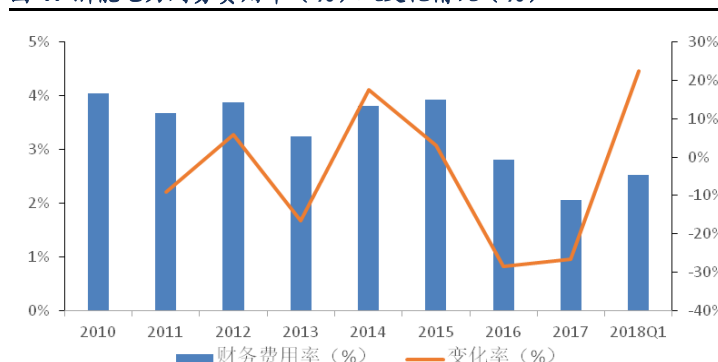
图 15 浙能电力发电量及占全省比重情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

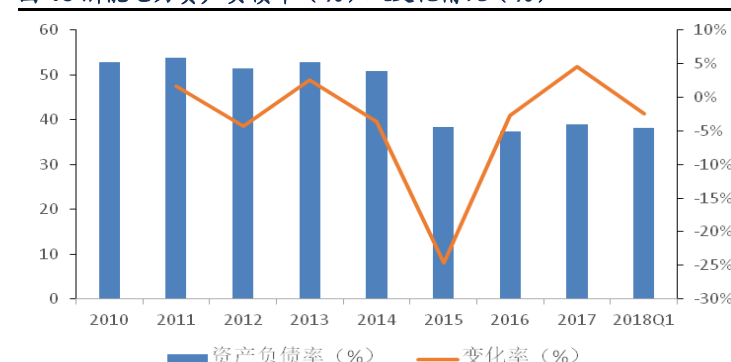
图 16 浙能电力火电装机及占全省比重情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司的资产负债率较为稳定,近三年资产负债率均低于 40% (2017 年 39.05%),公司营运杠杆合理。同时,公司持续开展成本领先行动,积极降本增效。通过抢发电、提供热、降能耗、强管控等提质增效措施,度电综合成本在 2016 年下降 1.01 分的基础上再下降 0.69 分,增加利润近 7.83 亿元。推进煤种经济性适烧和掺烧,全年累计燃用进口经济适烧煤 132 万吨,产生经济效益约 5,500 万元。公司努力降低修理费用、管理费用、财务费用等各项成本费用,坚持物资集约化采购,通过燃机生产物资联合仓储管理,直接降低库存约 2,000 万元,减少物资采购约 1,000 万元;完成凤凰山庄等僵尸企业股权退出和新疆分公司注销工作。公司财务费用率近年逐渐下降,2017 年财务费用率为 2.06% (低于 3%),表明公司管理结构优化,具有较好盈利能力。

图 17 浙能电力财务费用率 (%) 及变化情况 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18 浙能电力资产负债率 (%) 及变化情况 (%)


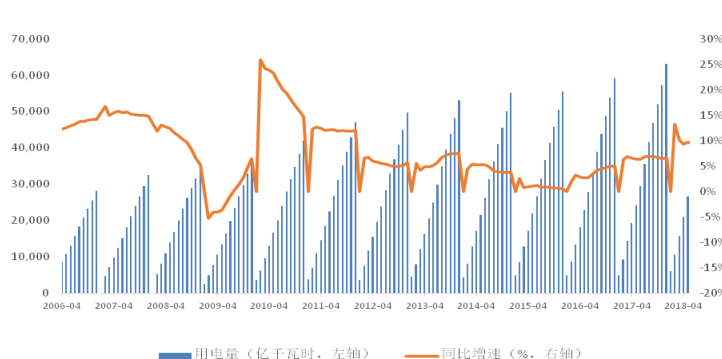
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、电力需求侧表现良好，拉动公司产能

2.1 全国经济增速持续回暖，全社会用电量保持较快增长

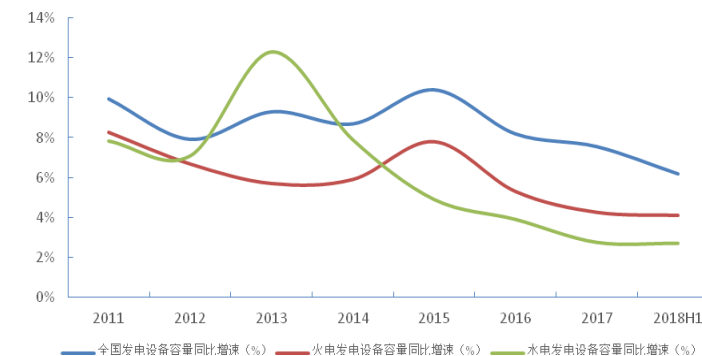
2017 年，全国规模以上工业增加值增速达 6.6%，同比增加 0.6 个百分点，是近三年最好水平；制造业 PMI 整体走势稳中有升，2017 年各月均值为 51.6%，高于上年 1.3 个百分点。经济运行延续稳中向好态势，用电量保持较快增长。我国用电量增速自 2015 年呈现触底反弹的趋势，2017 年全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%，。2018 年上半年，由于气温上升和经济形势向好等原因，全社会用电量达 32,291 亿千瓦时，同比增长 9.4%，增速比上年同期提高 3.1 个百分点。

图 19 全社会用电量及增速



资料来源：国家能源局，信达证券研发中心

图 20 全国电厂发电设备装机增速



资料来源：中电联，信达证券研发中心

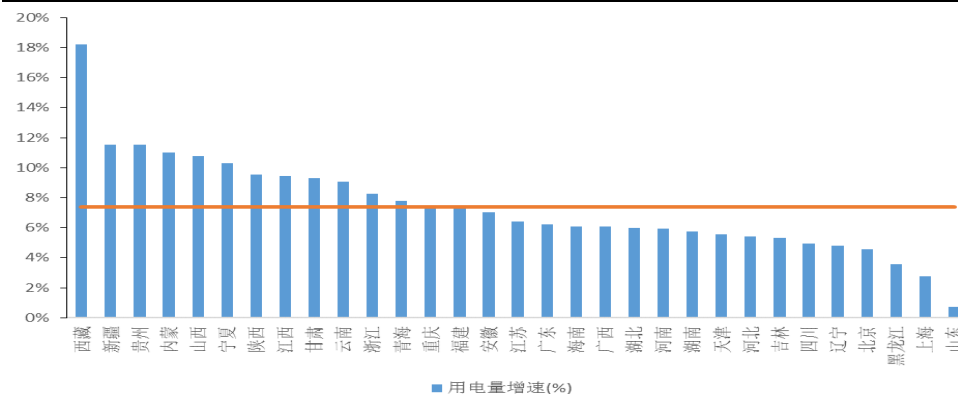
2017 年全国全口径发电量 6.42 万亿千瓦时，同比增长 6.5%，略低于用电量增速。其中，火电发电量同比增长 5.2%，水电发电量同比增长 1.7%。2018 年上半年全国全口径发电量 3.18 万亿千瓦时，同比增长 10.2%，略高于用电量增速。其中，火电发电量同比增长 9.57%，水电发电量同比增长 2.51%。用电量需求情况的改善带动发电设备装机容量的快速增长，对比全国 6,000 千瓦以上电厂发电设备装机容量增速，从 2011 年起全国总装机容量增速始终保持 7% 以上。国家加大去产能及电力装机宏观调控的力度，2018 年上半年我国总装机容量增速、火电装机容量增速和水电装机容量增速分别为 6.2%、4.1% 和 2.7%，发电设备装机相较前期进入放缓期。

2.2 浙江电力需求较高，省内火电利用小时数提升明显

电力需求强劲，用电量增速大于发电量增速。浙江省作为华东地区经济强省，经济发展速度长期位于全国前列，用电需求始终保持旺盛状态。2018 年上半年，浙江省用电量 2,086 亿千瓦时，同比增长 10.95%，较 2017 年大幅上升，高于全国用电量增速 1.55 个百分点，在东部地区位于前列，高于江苏、上海等用电大省。2018 年 1-6 月浙江省工业用电量 1,466.1 亿千瓦时，

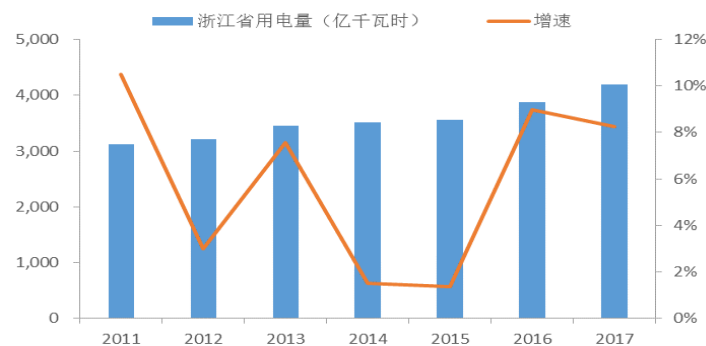
增长 8%。2018 年上半年浙江省发电量 1,653 亿千瓦时，同比增长 5.8%，低于用电量增速 5.15 个百分点。近七年，除 2015 年外浙江省用电量增速都高于发电量增速。

图 21 2017 年各省用电量增速对比



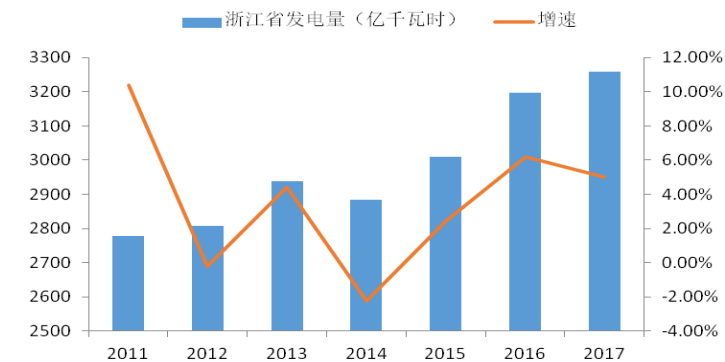
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22 浙江省近几年的用电量及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23 浙江省近几年的发电量及同比增速

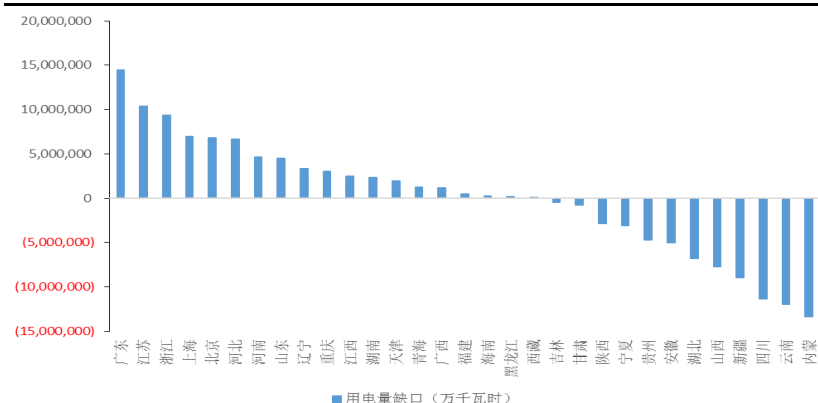


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

随着经济发展态势好转，浙江省用电量保持较高增速，全省用电量存在较大缺口。2017 年用电缺口达 933 亿千瓦时，在全国各省市用电量缺口排名中位居第三。2018 年上半年用电缺口达 433 亿千瓦时。对比浙江省近几年的用电缺口情况，除 2015 年外，2011-2017 年全省用电缺口逐年递增。浙江省通过外购溪洛渡水电、皖电东送和宁夏火电等来保持本省电力供需平衡。2011-2015 年浙江省平均每年的外购电量基本保持稳定在 660 亿千瓦时，但 2016 年开始因用电量需求较之前大幅提高，外购电量比 2015 年剧增 482 亿千瓦时至 1,152 亿千瓦时，2017 年外购电量达 1,264 亿千瓦时，2018 年上半年外购电量达 209

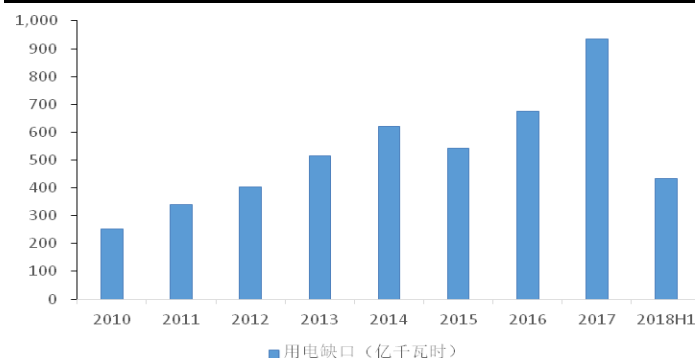
亿千瓦时。随着浙江省发电设备平均利用小时数的提高，外购电量的增速将会减缓。

图 24 2017 年各省用电量缺口（万千瓦时）



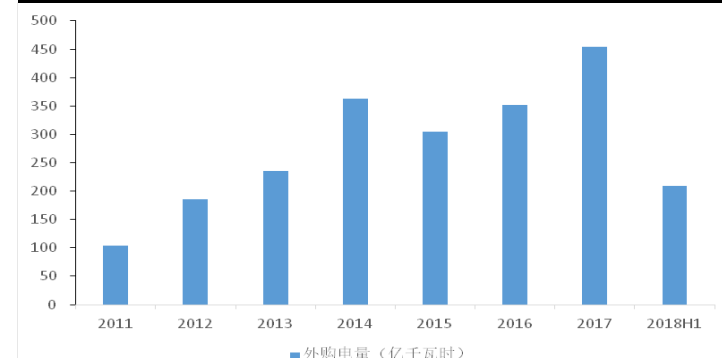
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25 浙江省近几年用电量缺口（亿千瓦时）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26 浙江省近几年外购电量（亿千瓦时）

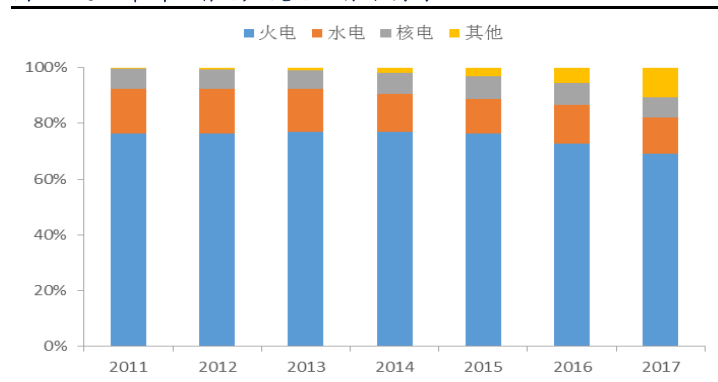


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

火电新增装机空间受限，省内火电机组利用小时数企稳回升。浙江省的火电装机占比较高，2015 年之前省内电厂发电设备结构相对稳定，但自 2015 年开始，火电的占比逐年降低，火电降低份额基本全由非化石能源装机填补。2017 年浙江省发电设备装机容量达 8,899 万千瓦，其中火电装机容量为 6,134 万千瓦，占比 68.9%，火电占比相比上一年降低 3.8 个百分点。2018 年上半年浙江省发电设备装机容量达 8,249 万千瓦，其中火电装机容量为 6,168 万千瓦，占比 74.8%，火电占比相比上一年上升 5.9 个百分点。未来浙江省非化石能源装机空间可观，全省电力装机结构持续优化。《浙江省电力发展十三五规划》指出：全省“十三五”期间将新建非化石能源装机 1,330 万千瓦，占新建装机的 88% 左右，2020 年全省电力装机容量达到 9,400 万

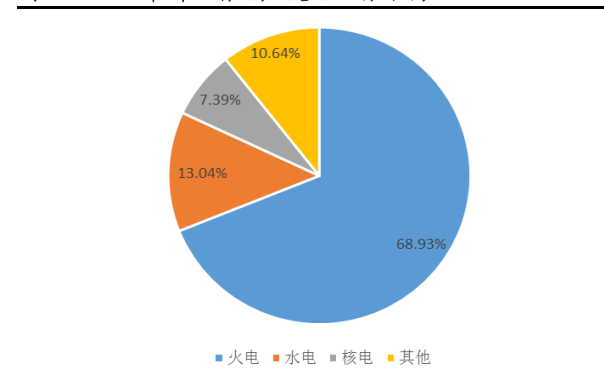
千瓦左右，其中火电装机占比降低到 62.6%，火电新增装机有限。未来全省火电新增装机空间有限，用电量水平稳中向上的趋势有利于提高存量火电机组的利用小时数。

图 27 近几年浙江省电厂发电设备结构对比



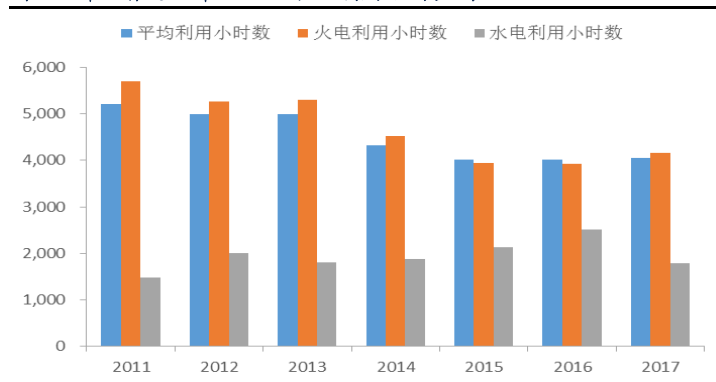
资料来源：中电联，信达证券研发中心

图 28 2017 年浙江省电厂发电设备结构

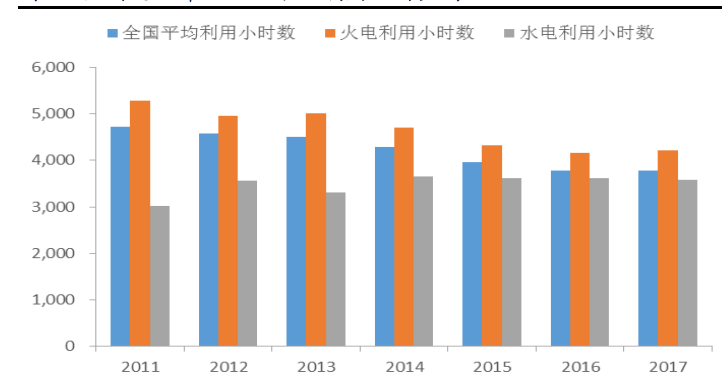


资料来源：Wind，信达证券研发中心

来水量减弱，火电发电空间扩大。2017 年全国受气象条件影响进入枯水周期，全国水电发电设备利用小时数 3,790 小时，较 2016 年减少 42 小时，浙江来水量较 2016 年大幅度回落，水电利用小时数为 1,790 小时，较 2016 年下降 714 小时，浙江水电发电量降至 156 亿千瓦时，同比下降 16%。2018 年上半年全国水电发电设备利用小时数 1,505 小时，较 2017 年同期减少 9 小时，上半年浙江省水电利用小时数为 789 小时，水电发电量降至 66 亿千瓦时，同比下降 21.8%。受益于浙江省内水电发电量减少和省外水电因降水因素影响而出力减少，浙江省内火电的发电空间得到扩大。

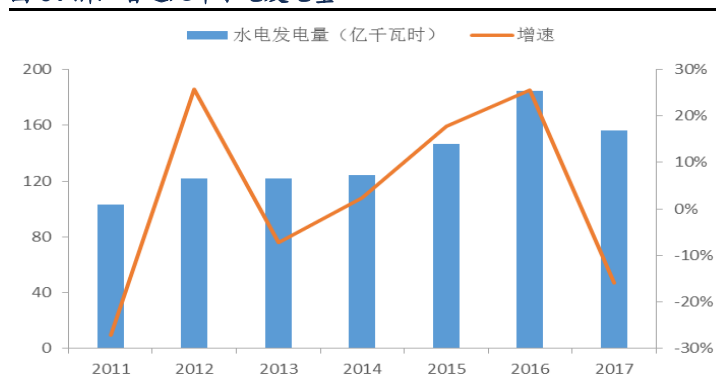
图 29 浙江省近几年火电、水电利用小时数对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

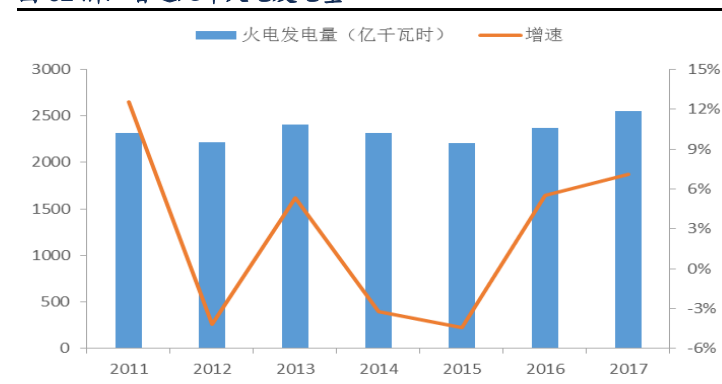
图 30 全国近几年火电、水电利用小时数对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

同时, 受益于省内用电量的持续较快增长, 浙江省存量火电机组利用水平较大改善。2017 年浙江省火电利用小时数较 2016 年提高 244 小时至 4,165 小时, 改变了近 5 年来火电利用小时数连续下降的趋势, 火电发电量也同比增长 7.1% 至 2,554 亿千瓦时。2018 年上半年浙江省火电利用小时数为 2,153, 较上年同期提高 180 小时, 火电发电量同比增长 9.2% 至 1,320.4 亿千瓦时。自 2015 年开始, 浙江省火电发电量稳步回升, 火电发电量增速维持较高水平。

图 31 浙江省近几年水电发电量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32 浙江省近几年火电发电量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在多重利好下, 利好公司业绩兑现。综合浙江省用电量需求稳步回升和省内水电对火电的压制有效减弱的影响, 省内火电的利用小时数出现较大反弹。同时, 考虑到未来全省火电新增装机空间十分有限, 省内存量火电机组有望长期维持较高利用水平。公司是浙江省规模最大的火力发电企业, 管理及控股装机容量约占全省统调装机容量的一半左右。在多重利好下, 未来

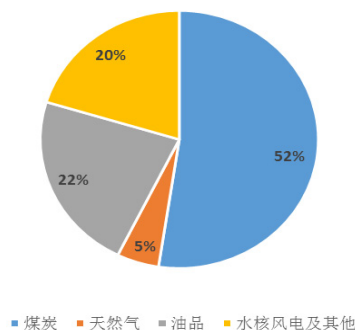
公司发电业务营收有望实现新突破。

三、拓展多种发电业务，资产结构持续优化

3.1 参股多家核电公司，打造公司投资收益增长点

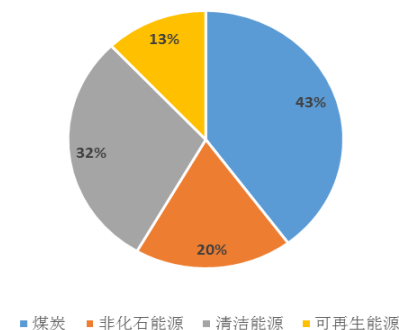
《浙江省能源发展“十三五”规划》提出，“十三五”期间，浙江省将加快建成三门核电一期，开工建设三门核电二期、三期，浙江三澳核电，基本完成象山核电前期工作，开展海岛核电研究工作，加强核电厂址保护。到2020年，浙江省全省核电装机容量达到900万千瓦左右，在建500万千瓦以上。

图 33 2015 年浙江省能源消费结构



资料来源：《浙江省能源发展“十三五”规划》，信达证券研发中心

图 34 2020 年浙江省能源消费结构目标



资料来源：《浙江省能源发展“十三五”规划》，信达证券研发中心

目前，公司参股核电机组装机容量1,406.4万千瓦，权益装机容量286.63万千瓦，在火电板块上市公司中权益核电装机最高。公司参股企业的运营项目中业绩表现良好。2017年，秦山核电、秦山联营净利润为20.53亿元、17.63亿元，投资收益分别为5.75亿元和3.53亿元，而公司对联营企业和合营企业并表投资收益为21.56亿元，核电的投资收益约占43.0%，是公司投资收益的重要来源。

2017年，公司继续积极布局核电项目，分别出资0.147亿元、1亿元、0.9亿元、0.75亿元参股浙江三门高温堆电站有限公司、中核河北核电有限公司、中核海洋核动力发展有限公司和中核行波堆科技投资(天津)有限公司。

表 3 公司参股核电站装机容量与运营能力

电厂名称	持股比例	装机容量（万千瓦）	权益装机	状态	2017H2 投资收益	2017 投资收益
核电秦山联营有限公司	20%	262	52.40	运营	1.94.亿元	3.53 亿元
秦山核电有限公司	28%	248.8	69.66	运营	3.49 亿元	5.75 亿元
秦山第三核电有限公司	10%	145.6	14.57	运营		

三门核电有限公司	20%	750	150	在建
中核辽宁核电有限公司	10%			拟建
国核浙能核能有限公司	50%			拟建
浙江三门高温堆电站有限公司	49%			拟建
中核河北核电有限公司	10%			拟建
中核海洋核动力发展有限公司	9%			拟建
中核行波堆科技投资(天津)有限公司	10%			拟建

资料来源：公司公告，中国核能行业协会，信达证券研发中心

表 4 2017 年公司参股的核电项目情况

公司	项目	项目介绍
浙江三门高温堆电站有限公司	三门高温堆项目	高温气冷堆是目前世界上公认的第四代先进核反应堆，具有固有安全性、模块化设计与建造、发电效率高、系统简单、用途广泛等特点，具有较高的技术优势。
中核海洋核动力发展有限公司	船舶核动力军民融合项目	符合国家“建设海洋强国”和“一带一路”重要战略，推动核动力装置在水面舰船、海上综合利用平台等工程领域的应用，掌握海洋核动力自主化核心技术。
中核行波堆科技投资(天津)有限公司	行波堆核电站技术	行波堆系统是国际第四代先进核能系统，具有安全、环保、高效、经济等特点，公司与美国泰拉能源公司联合投资开发，推动其系列产品落地、未来推广应用和商业化进程。
中核河北核电有限公司	TWR-300 行波堆示范工程项目	公司是 TWR-300 行波堆示范工程项目的业主公司，为行波堆技术的发展提供试验与验证服务。该项目符合国家京津冀协同发展的战略，有助于支持先进的行波堆技术落地、发展。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司现有核项目运行状况良好。在此基础上，公司积极介入国际第四代先进核能系统-行波堆核电站技术、高温堆项目，以及海洋核动力项目的研发，优先掌握先进产能，把握核电产业发展的先机，有利于开拓新的利润增长点。

3.2 利用现有电厂资源，积极布局分布式光伏

浙江省对光伏产业给予了大力支持。《浙江省能源发展“十三五”规划》提出，要积极发展光伏发电，落实国家“光伏领跑者”计划，推进分布式光伏发电应用示范区建设，加大光伏扶贫力度。根据规划，“十三五”期间浙江省将建成 600 万千瓦分布式发电和光伏电站，家庭屋顶光伏达到 100 万户，开展 200 万千瓦项目前期工作。

2017 年，公司控股的六家企业共 8 个光伏项目发电共计 7,389 万千瓦时。光伏发电虽然不是公司的主要业务，但是未来发展前景广阔，并且得到国家政策的大力支持。公司利用现有电厂资源，积极布局分布式光伏，有利于在煤价高企的阶段拓宽业务范围，获得稳定的收益。

表 5 2018 年一季度公司参股光伏企业发电状况

子公司名称	持股比例 (%)	发电量 (亿千瓦时)	上网电量 (万千瓦时)
浙江浙能嘉兴发电有限公司	70.00	786.17	691.46
台州发电厂	100.00	222.75	211.45
浙江浙能温州发电有限公司	66.98	89.93	89.93
浙江浙能长兴发电有限公司	95.00	121.67	121.63
浙江乐清发电有限责任公司	51.00	508.20	505.07
浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司	56.00	800.00	793.32
总计		2,528.72	2,412.86

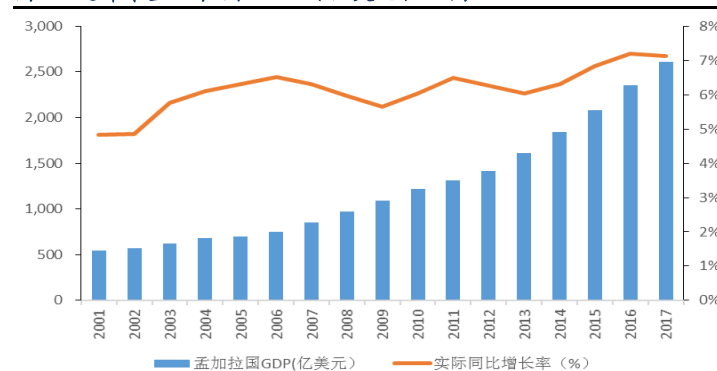
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 积极拓展海外业务，战略优势明显

2017 年，公司积极拓展海外业务，分别投资了孟加拉吉大港 2×660MW 燃煤电厂和巴西水电站项目。

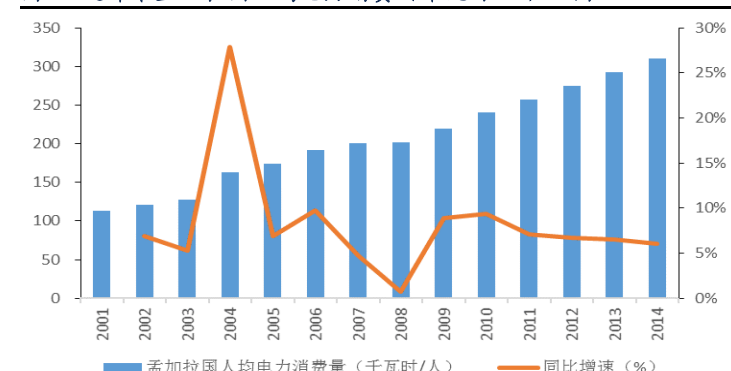
公司出资约 1.325 亿美元参与投资孟加拉吉大港 2×660MW 燃煤电厂项目 20%的股权，建设、拥有、运行(BOO 模式)该燃煤电厂项目。孟加拉国是南亚地区乃至全世界最具经济发展活力的国家。2010-2014 年，孟加拉发电量平均年增 7.13%。虽然发电量增长迅速，但是孟加拉国仍然是世界上人均电力消耗量最低的国家之一，未来该国电力市场有着很大的发展空间。目前该项目处于 LOI(意向书)申报阶段，该项目投运后由公司负责电厂的运行维护工作。

图 35 近年来孟加拉国 GDP (亿美元) 及同比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

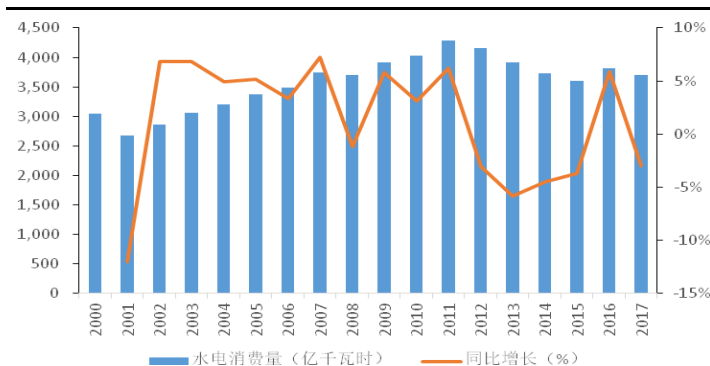
图 36 近年来孟加拉国人均电力消费 (千瓦时/人) 及同比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

巴西是一个水电资源丰富的国家。水力发电是巴西的主要电力来源。

图 37 近年来巴西水电消费量 (亿千瓦时) 及同比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2017 年, 公司全资子公司浙江浙能富兴燃料有限公司与浙能集团作为浙江能源国际有限公司的股东方, 按照各自持股比例, 共同以现金方式向浙江能源国际有限公司增资, 用于投资巴西圣西芒水电站特许经营权 35% 的股权。

圣西芒水电站是巴西第 9 大水电站, 位于巴西电力负荷中心地带, 圣西芒水电站项目本身质量较好, 且以溢价 6.5% 的低溢价率中标, 为项目的后续发展创造了良好的开端。目前, 项目已经交割完成。我们认为, 公司积极布局海外项目, 有利于公司突破传统火电业务的局限, 培育新的利润增长点, 实现多元化发展。

四、政策优势显著, 外部环境利好

4.1 国企混改进程推进, 浙能集团资产证券化前景看好

2016 年来, 国企混改进程持续深入推进, 作为浙江省电力龙头企业, 浙能电力占据得天独厚的政策优势。2016 年 9 月 28 日, 国家发展改革委召开国有企业混合所有制改革试点专题会, 研究部署国有企业混合所有制改革试点相关工作。

会议确定了“6+1”混改试点新格局, 浙江省成为“6+1”试点中唯一的地方试点。目前, 浙江省国企整体资产证券化率为 47%, 这一数据与《浙江省省属企业改革发展“十三五”规划》中要求的 75% 目标相比, 仍有较大距离。

目前, 浙能集团覆盖范围内仍有电力投资、电力建设、天然气、煤运、金融等相关行业资产未完成上市, 与《浙江省省属企业改革发展“十三五”规划》中要求的 75% 目标相比仍存在一定的上升空间。因此, 随着浙江省国企混改进程的深化, 浙能集团在改善资本结构, 扩大规模方面具有动力。

4.2 国内电力体制改革的排头军

2015 年, 《中共中央、国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》下发, 电力行业改革、电力体制改革开始。文件确

立了“放开两头，管住中间”的新一轮电改目标，将输配电价改革、完善市场化交易体制、建立相对独立的电力交易机构和推进售电侧改革作为改革的主要内容。浙江是国内电力体制改革的排头军。

浙江省电力改革进程主要节点如下表：

表 6 浙江电改主要文件及进程

时间	文件名称	内容
2015 年 9 月	浙江经信委《浙江省电力用户与发电企业直接交易试点实施方案（试行）》	引导电压等级 110 千伏及以上电力用户，装机 300 兆瓦及以上发电机组开展直接交易试点。
2015 年 3 月	《中共中央、国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	将输配电价改革、完善市场化交易体制、建立相对独立的电力交易机构和推进售电侧改革作为改革主要内容。引导电网企业进一步回归公用事业属性，市场将在电力行业的资源配置中起决定性作用。
2015 年 11 月	浙江经信委《浙江省电力用户与发电企业直接交易扩大试点工作》	扩大电力用户范围至 35 千伏及以上用户，发电企业范围维持不变。
2016 年 5 月	浙江经信委《2016 年浙江省进一步扩大电力直接交易试点工作方案》	扩大发电企业范围至省内统调公用燃煤、燃气发电，同时引入秦山核电、四川富余水电等外来电参与直供电交易。
2016 年 9 月、10 月	国家发改委、能源局《关于输配电价综合改革试点方案的批复》、《关于同意浙江省开展售电侧改革试点的复函》	推动浙江省输配电价改革，售电侧改革获得国家支持。
2016 年 12 月	国家发改委、能源局《电力中长期交易基本规则（暂行）》	为在全国范围内的电力交易开展提供指引性标准，同时，双边协商交易不进行限价，且集中交易电价可有一定比例上浮，给发电企业提供了转移成本的新思路。
2017 年 1 月	浙江经信委《2017 年度浙江省电力直接交易试点工作方案》	确定外来电与年度交易规模，有望超过 1000 亿千瓦时。
2017 年 4 月	国家发改委、能源局印发《关于有序放开用电计划的通知》	减少燃煤机组计划电量、取消电力用户目录电价，加速电改推进，为开展电力市场直接竞价交易和扩大交易规模提供空间
2018 年 7 月	国家发改委、能源局印发《全面放开部分重点行业电力用户发用电计划实施方案》	鼓励重点行业电力用户全部开展市场化交易，具备条件的用户，同步放开发用电计划和电价，做好发用电计划放开与推进市场化交易完善交易机制的有效衔接。

资料来源：国家发改委，浙江经信委，信达证券研发中心

目前，浙江省电力交易多为大用户直购电，由政府主导、各发电企业竞价上网。2017 年浙江省装机结构仍然以火电为主，火电装机容量占全省总装机容量比重为 68.93%。作为浙江省火电企业龙头，公司在省内电力市场竞争中具有一定的规模优势。

根据浙江省政府部门的要求，浙江省电力用户与发电企业开展直接交易试点。直接交易电量纳入全省年度电力生产平衡，直

接交易的交易方式采用交易平台集中制竞价方式，交易价格按边际出清价格统一确定，中标发电企业按报价排序，从低到高分配交易电量，两家及以上所报价格为出清价格的，按所报电量比例分配电量。实施直接交易试点时，电网调度对试点电力用户和发电企业有关电力设备的调度方式不变，交易方式原则上由电网企业分别与电力用户和发电企业进行结算。

随着浙江省电力改革的不断推进，电力市场直接竞价交易、增量配电网投资建设将逐步放开；浙能电力凭借其在电力领域的强大实力，借助电力市场直接交易有望争取更多电量交易市场份额，并且通过参与增量配电网建设拓展自身的业务范围。

表 7 2014-2017 年全国及浙江省燃煤标杆上网电价（单位：元/度）

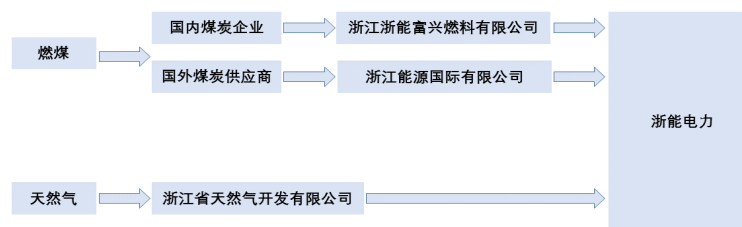
省级电网	2014 年 9 月 1 日	2015 年 4 月 20 日	2016 年 1 月 1 日	2017 年 7 月 1 日
全国	0.4114	0.39356	0.3644	0.3738
浙江	0.458	0.4453	0.4153	0.4153

资料来源：国家发改委，信达证券研发中心

4.3 电煤长协签订及煤企主动降价，提升利润空间

公司对外采购的原材料主要为燃煤和天然气。燃煤主要由全资子公司浙江浙能富兴燃料有限公司向国内煤炭生产企业采购，以及通过浙江能源国际有限公司（原名为浙能集团（香港）有限公司）向海外供应商采购。天然气由浙江省天然气开发有限公司供应，供应价格按照浙江省物价局制定的天然气价格执行。

图 38 浙能电力原材料采购途径



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

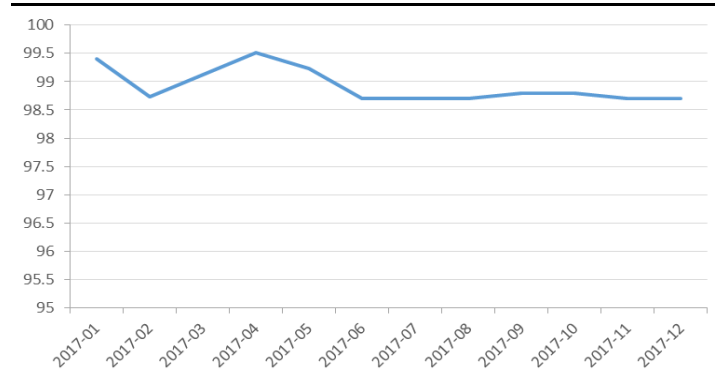
作为火电行业的主要上游供应方，煤炭价格持续处于高位，为浙能电力的成本侧造成很大压力，压缩了利润空间。公司加强煤炭采购管理，综合加权平均采购价格较 CCI 现货指数全年均值低约 30 元/吨。为了防止煤价继续上升带来的风险，2018 年

1月11日，国家能源集团与大唐集团、国投电力、浙能集团、粤电集团公司、江苏国信集团、中能股份等重点电力企业签订三年期电煤长协。合同期限从2019年到2021年，以三年为周期滚动实行；继续执行“基准价+浮动价”的价格机制，基准价维持2017年水平不变，仍为535元/吨；在数量方面则以各企业2018年签订的年度合同数量作为基数，按基数的60%作为后三年各年度的合同数量。

此次电煤三年长协的合同期限较长、供应数量可靠、价格机制清晰、保障约束有力，有利于在全行业形成规范有序的煤炭供应体系，减少供需波动、稳定市场预期，实现煤炭价格平稳、促进煤电行业健康发展。从而为浙能电力减少成本方面压力，有望扩大利润空间。

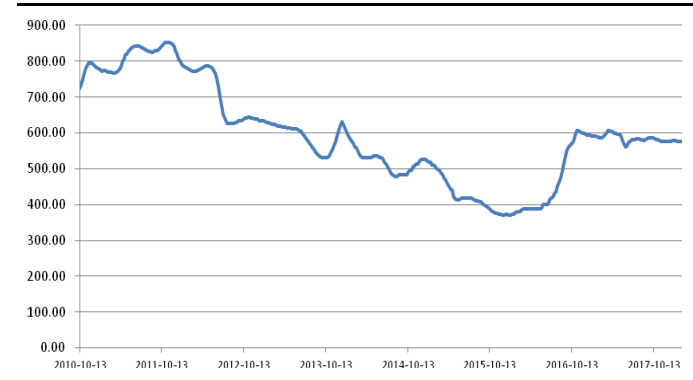
此外，公司市场煤销售业务大幅增长，2017年完成市场煤销售1500万吨；完成动力煤期货套期保值业务量264万吨，2017年实现收益约7,000万元。

图 39 原煤价格指数（累计较年初增加）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 40 环渤海动力煤价格指数（元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 8 主要供应商及采购情况

前 5 名供应商名称	2017 年度采购金额（元）
上海中煤华东有限公司	2,832,003,040.7
大同煤矿集团有限责任公司	2,421,462,007.40
神华销售集团华东能源有限公司	1,897,133,942.70
浙江省天然气开发有限公司	1,662,574,335.18
伊泰能源（上海）有限公司	1,097,368,145.69

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

未来，随着煤价逐渐回归理性空间，燃料成本将降低，公司的盈利能力将得到修复。

五、推荐逻辑

1、浙江省是华东经济强省，用电需求旺盛。电力行业需求稳定增长，需求侧表现良好，尤其是浙江省作为华东经济强省，用电需求始终保持旺盛，近7年，除2015年外浙江省用电量增速都高于发电量增速，全省用电量存在较大缺口。公司是浙江省发电龙头企业，业绩增长势头强，公司发电同比增长显著。

2、公司管理及控股装机在省内占据龙头地位，装机新增空间有限利好利用小时数提升。公司主营火电，管理及控股装机容量占浙江省装机容量比重呈逐年上升趋势，截至2017年底，占比接近50%，在省内占据着龙头地位。未来全省火电新增装机空间有限，用电量水平稳中向上的趋势有利于提高存量火电机组的利用小时数。同时，受益于浙江省内水电发电量减少和省外水电因降水因素影响而出力减少，浙江省内火电的发电空间得到扩大。

3、参股核电、光伏，装机结构优化，开拓新的利润增长点。在国内火电发展受限的现状下，公司积极参股核电公司，把握核电产业发展的先机，有利于开拓新的利润增长点。并布局分布式光伏，优化公司装机结构，为公司带来更加稳定的业绩增长。

4、国企混改、电力改革利于公司降本增效。2016年来，国企混改进程持续深入推进，浙江省作为国改唯一地方性试点，公司有望长期受益。随着浙江省电力改革的不断推进，电力市场直接竞价交易，浙能电力凭借其在浙江省火电领域的龙头地位，借助电力市场直接交易有望争取更多电量交易市场份额。此外，公司签订电煤长期协议，降低企业成本，提升利润空间。

六、盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

盈利预测：浙江省内用电量持续较快增长，公司管理及控股装机在省内占据龙头地位，公司利用小时数逐年改善，我们预测2018-2020年公司营业收入持续增长，分别为551.97、586.97、613.11亿元，增速分别为7.83%、6.34%、4.45%。归母净利润分别达52.1、66.0、82.4亿元，对应EPS分别为0.38、0.49、0.61元/股。

我们根据煤价变动、利用小时数变动、电价变动（元/千瓦时），对公司净利润、EPS和变动幅度进行了敏感性分析，可以看出，公司净利润、EPS相对于煤价、利用小时数、电价变动的弹性非常大。2018年以后，一旦煤价回到理性区间，或者公司机组利用小时数、上网电价得到提升，公司业绩就会迎来反弹。

表9 公司敏感性分析

煤价变动（元/吨）	100.00	50.00	0.00	(50.00)	(100.00)
净利润（亿元）	-46.07	-4.21	57.01	79.52	121.38

净利润变动幅度	-180.81%	-107.38%	0.00%	39.47%	112.90%
EPS	-0.26	-0.02	0.38	0.45	0.68
EPS 变动幅度	-167.62%	-106.18%	0.00%	16.70%	78.15%
利用小时数变动（小时）	200.00	100.00	0.00	(100.00)	(200.00)
净利润（亿元）	70.07	53.86	57.01	21.44	5.23
净利润变动幅度	22.91%	-5.52%	0.00%	-62.39%	-90.82%
EPS	0.39	0.30	0.38	0.12	0.03
EPS 变动幅度	2.84%	-20.95%	0.00%	-68.53%	-92.32%
电价变动（元/千瓦时）	0.02	0.01	0.00	(0.01)	(0.02)
净利润（亿元）	68.69	53.17	57.01	22.13	6.62
净利润变动幅度	20.48%	-6.74%	0.00%	-61.18%	-88.40%
EPS	0.39	0.30	0.38	0.12	0.04
EPS 变动幅度	0.82%	-21.96%	0.00%	-67.51%	-90.29%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 10 电力上市公司市场估值情况

代码	上市公司	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB		
			2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
600027.SH	华电国际	356.15	0.20	0.30	0.37	18.7284	12.8292	10.4053	0.86	0.81	0.76
601991.SH	大唐发电	491.26	0.20	0.25	0.25	15.2227	12.6013	12.4301	1.04	1.00	1.13
600795.SH	国电电力	506.98	0.17	0.23	0.27	14.7766	11.1979	9.4679	0.93	0.86	0.80
600021.SH	上海电力	177.35	0.48	0.57	0.61	15.4298	13.0058	12.0026	1.32	1.25	1.18
600886.SH	国投电力	485.20	0.55	0.60	0.63	13.1145	11.9926	11.3133	1.48	1.37	1.26
600674.SH	川投能源	365.38	0.72	0.74	0.76	11.5792	11.2497	10.8639	1.49	1.39	0.00
600011.SH	华能国际	932.81	0.32	0.45	0.58	21.8740	15.4207	11.9571	1.35	1.28	1.21
	平均值	397.05	0.39	0.45	0.48	14.81	12.15	11.08	1.19	1.11	0.86
	中位数	425.29	0.34	0.43	0.52	15.33	12.58	11.34	1.18	1.12	0.96
600023.SH	浙能电力	616.11	0.38	0.49	0.61	12	9	7	0.97	0.91	0.83

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2018 年 08 月 16 日收盘价，除浙能电力为信达证券研发中心预测外，其余为 Wind 一致预期。

5.2 投资评级

我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 551.97、586.97、613.11 亿元，归母净利润分别达 52.1、66.0、82.4 亿元，EPS（摊

薄)分别为 0.38、0.49、0.61 元/股,对应 2018 年 8 月 16 日收盘价(4.53 元/股)的动态 PE 分别为 12、9、7 倍,估值低于报告选取的电力上市公司估值的平均值,首次覆盖给予公司“买入”评级。

七、风险因素

- 1、用电需求下降的风险:**发电企业经营状况与经济周期的相关性较高,经济下行周期将直接引起全社会用电需求的减少,进而降低发电机组平均利用小时,对发电企业的盈利产生不利影响。
- 2、产能过剩的风险:**中国经济发展进入新常态,结构调整加快,用电量的增速明显放缓,电力产能过剩的矛盾显现。产能过剩容易引发发电企业之间的过度竞争,从而影响发电企业的盈利。
- 3、电力市场竞争及电价调整的风险:**政府价格主管部门调整上网标杆电价以及随着电力体制改革的深入,电力直接交易扩大,电力市场竞争加剧,发电企业的经营压力加大。
- 4、环保政策风险:**我国面临的资源和环境约束日益加大,大力推进节能减排,促进绿色低碳发展,使得发电企业的环保成本上涨压力不断增加。
- 5、煤炭价格上涨的风险:**煤炭成本在燃煤发电企业的发电成本中占有较大比重。随着煤炭行业供给侧改革的不断推进,煤炭价格高位运行将对燃煤发电企业的盈利能力产生不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	24,807.83	23,444.87	31,839.80	41,874.60	53,787.02
货币资金	15,766.38	12,807.85	20,602.32	30,138.16	41,756.05
应收票据	145.31	356.60	384.51	408.90	427.10
应收账款	5,265.04	5,336.14	5,753.71	6,118.63	6,391.05
预付账款	177.08	368.63	387.06	400.10	400.57
存货	2,378.49	2,730.84	2,867.38	2,963.99	2,967.44
其他	1,075.52	1,844.82	1,844.82	1,844.82	1,844.82
非流动资产	81,028.76	89,438.51	90,589.52	91,534.50	92,254.47
长期投资	15,203.33	19,417.46	19,417.46	19,417.46	19,417.46
固定资产	54,574.96	57,634.36	53,269.92	54,624.53	55,237.29
无形资产	2,091.51	2,193.14	2,306.49	2,367.36	2,434.84
其他	9,158.96	10,193.55	15,595.65	15,125.15	15,164.89
资产总计	105,836.58	112,883.38	122,429.32	133,409.09	146,041.49
流动负债	15,534.77	18,288.89	18,734.40	19,067.97	19,148.36
短期借款	4,910.00	6,920.00	6,920.00	6,920.00	6,920.00
应付账款	6,830.19	6,477.06	6,800.92	7,030.06	7,038.24
其他	3,794.58	4,891.83	5,013.49	5,117.91	5,190.12
非流动负债	23,993.92	25,796.27	31,507.61	37,241.36	43,086.71
长期借款	22,215.64	23,582.60	29,293.93	35,027.68	40,873.03
其他	1,778.28	2,213.67	2,213.67	2,213.67	2,213.67
负债合计	39,528.69	44,085.17	50,242.01	56,309.33	62,235.06
少数股东权益	8,031.20	8,020.07	8,512.94	9,137.51	9,917.18
归属母公司股东权益	58,276.69	60,778.14	63,674.37	67,962.26	73,889.25
负债和股东权益	105836.58	112883.38	122429.32	133409.09	146041.49

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	39,176.61	51,190.75	55,196.64	58,697.37	61,310.80
同比(%)	-1.29%	30.67%	7.83%	6.34%	4.45%
归属母公司净利润	6,277.07	4,334.46	5,208.34	6,600.01	8,239.10
同比(%)	-10.03%	-30.95%	20.16%	26.72%	24.83%
毛利率(%)	22.34%	11.74%	14.05%	16.45%	19.92%
ROE(%)	11.02%	7.28%	8.37%	10.03%	11.62%
EPS (摊薄) (元)	0.46	0.32	0.38	0.49	0.61
P/E	10	14	12	9	7
P/B	1.06	1.01	0.97	0.91	0.83
EV/EBITDA	5.80	7.47	6.92	6.30	5.68

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	39,176.61	51,190.75	55,196.64	58,697.37	61,310.80
营业成本	30,422.93	45,183.31	47,442.48	49,040.98	49,098.00
营业税金及附加	390.28	443.32	478.01	508.33	530.96
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,426.08	1,493.44	1,610.31	1,712.44	1,788.68
财务费用	1,099.51	1,054.24	1,371.92	1,493.47	1,667.30
资产减值损失	4.13	1.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	-5.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,751.56	2,478.24	2,235.21	2,434.47	2,382.64
营业利润	8,585.24	5,561.39	6,529.13	8,376.63	10,608.50
营业外收入	274.22	9.17	184.25	184.25	184.25
营业外支出	160.21	39.61	67.32	61.38	56.10
利润总额	8,699.25	5,530.95	6,646.06	8,499.50	10,736.64
所得税	1,502.08	786.31	944.84	1,274.92	1,717.86
净利润	7,197.17	4,744.64	5,701.22	7,224.57	9,018.78
少数股东损益	920.10	410.18	492.87	624.57	779.68
归属母公司净利润	6,277.07	4,334.46	5,208.34	6,600.01	8,239.10
EBITDA	15,583.79	12,513.68	14,330.77	16,643.14	19,507.44
EPS	0.46	0.32	0.38	0.49	0.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	13,350.75	9,986.40	10,995.78	12,768.35	15,192.78
净利润	7,197.17	4,744.64	5,701.22	7,224.57	9,018.78
折旧摊销	5,611.52	5,748.04	6,065.84	6,247.05	6,593.24
财务费用	1,273.02	1,234.69	1,618.87	1,896.59	2,177.56
投资损失	-2,751.56	-2,478.24	-2,235.21	-2,434.47	-2,328.64
营运资金变动	1,899.52	518.27	-154.94	-165.39	-214.16
其它	121.08	219.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-3,688.34	-9,261.39	-4,981.65	-4,757.55	-4,930.57
资本支出	-6,612.14	-6,165.63	-7,216.85	-7,192.03	-7,313.21
长期投资	3,111.43	1,445.78	2,235.21	2,434.47	2,382.64
其他	-187.63	-4,541.54	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-6,352.95	-3,793.53	1,780.34	1,525.04	1,355.68
吸收投资	64.90	247.54	0.00	0.00	0.00
借款	-805.65	1,191.47	5,711.33	5,733.75	5,845.35
支付利息或股息	6,262.55	5,316.60	3,930.99	4,208.71	4,489.67
现金净增加额	3309.78	-3069.02	7794.48	9535.84	11617.89

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。