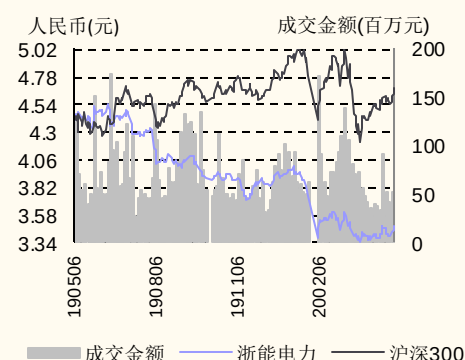


浙能电力 (600023.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 3.49 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	136.01
已上市流通 A 股(亿股)	136.01
总市值(亿元)	474.66
年内股价最高最低(元)	3.49/3.38
沪深 300 指数	3913
上证指数	2860

**相关报告**

1. 《低估值高分红，地区火电龙头现业绩拐点-浙能电力深度》，2019.10.28

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

“双控”挤压发电空间，二季度业绩有望反弹**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56,634	54,371	52,849	53,996	55,115
营业收入增长率	10.63%	-4.00%	-2.80%	2.17%	2.07%
归母净利润(百万元)	4,036	4,293	5,515	6,580	7,320
归母净利润增长率	-6.89%	6.38%	28.47%	19.31%	11.23%
摊薄每股收益(元)	0.297	0.316	0.406	0.484	0.538
每股经营性现金流净额	0.50	0.66	0.68	0.85	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.59%	6.69%	8.17%	9.21%	9.65%
P/E	15.94	12.54	8.61	7.21	6.48
P/B	1.05	0.84	0.70	0.66	0.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年公司实现营业收入 543.71 亿元，同比降低 4.00%；归母净利润 42.93 亿元，同比增加 6.38%。1Q2020 公司实现营业收入 86.95 亿元，同比减少 34.08%；归母净利润 5.59 亿元，同比降低 47.60%。扣非归母净利润 6.39 亿元，同比降低 34.45%。

经营分析

- **能源“双控”挤压发电空间，逆势实现电价增长：**公司是浙江电力龙头，受浙江能源“双控”政策挤压，2019 年发电量 1174.93 亿千瓦时，同比下降 5.35%。其中市场化交易电量 482.34 亿千瓦时，同比增加 59.58%，占上网电量比例 43.55%，比去年同期提高 17.74pct。在市场化交易电量比例提高的情况下，公司平均电价 361.41 元/兆瓦时，比去年同期提高 0.90%。体现公司较好的议价能力。2019 年浙江电煤价格指数均值为 565.68 元/吨，同比下降 6.06%，公司营业成本下降 7.20%，实现归母净利润增加 6.38%。
- **一季度疫情影响发电量大降，期货合约变动拖累业绩：**1Q2020 在能源“双控”政策基础上另外受到疫情影响，发电量 177.98 亿千瓦时，同比下降 36.84%，上网电量 166.93 亿千瓦时，同比下降 37.30%。此外，由于商品期货合约产生的公允价值变动，导致公司公允价值变动收益同比减少 2.25 亿元，拖累公司业绩。
- **煤价下行叠加用电需求回复，公司业绩有望反弹：**进入二季度赶工终于出现，5 月初五大发电集团日均耗煤量已经超过去年同期水平 13%，浙江日均煤耗量超过去年同期 4%。预计 2020 年夏气温偏高，浙江作为我国用电大省，赶工和夏季用电影响叠加，预计公司二三季度业绩将在一季度跌入谷底后反弹。同时煤价在失去采暖季需求支撑后加速下滑，预计 2020 年煤炭价格中枢 520-540 元/吨，预计公司业绩将在二季度好转。2019 年公司分红率再次提高至 63.36%，目前公司股息率 5.14%，居行业前列。

投资建议

- 考虑到疫情影响，我们分别下调 2020 年公司营业收入、归母净利润预期 10%、6%，预计 2020-2022 年归母净利为 55.15/65.80/73.20 亿元，EPS 为 0.41/0.48/0.54 元，对应 PE 为 9/7/6X，维持“买入”评级。

风险提示

- 浙江能源“双控”力度加大；疫情影响超出预期；煤价下跌幅度不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	51,191	56,634	54,371	52,849	53,996	55,115	货币资金	12,808	11,788	16,453	17,392	20,220	23,588
增长率		10.6%	-4.0%	-2.8%	2.2%	2.1%	应收账款	6,119	6,758	6,738	7,101	7,279	7,447
主营业务成本	-45,183	-51,261	-47,571	-45,356	-44,916	-44,970	存货	2,731	3,279	2,270	2,583	2,680	2,805
%销售收入	88.3%	90.5%	87.5%	85.8%	83.2%	81.6%	其他流动资产	1,787	1,645	1,234	1,584	1,690	1,750
毛利	6,007	5,373	6,800	7,493	9,080	10,146	流动资产	23,445	23,470	26,696	28,660	31,869	35,590
%销售收入	11.7%	9.5%	12.5%	14.2%	16.8%	18.4%	%总资产	20.8%	21.4%	24.1%	25.0%	26.5%	28.3%
营业税金及附加	-443	-454	-465	-449	-459	-468	长期投资	28,184	28,948	30,216	31,716	33,216	34,716
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	58,491	54,580	51,465	51,490	51,830	52,035
销售费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	51.8%	49.8%	46.4%	44.8%	43.2%	41.4%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	2,528	2,430	2,284	2,518	2,749	2,976
管理费用	-1,493	-1,410	-1,476	-1,480	-1,566	-1,653	非流动资产	89,439	86,226	84,274	86,154	88,244	90,196
%销售收入	2.9%	2.5%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	%总资产	79.2%	78.6%	75.9%	75.0%	73.5%	71.7%
研发费用	0	-124	-183	-211	-270	-276	资产总计	112,883	109,696	110,970	114,814	120,113	125,787
%销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	短期借款	8,290	8,220	7,340	6,802	6,987	7,028
息税前利润 (EBIT)	4,071	3,384	4,675	5,353	6,785	7,748	应付款项	9,049	7,193	5,831	6,475	6,816	7,102
%销售收入	8.0%	6.0%	8.6%	10.1%	12.6%	14.1%	其他流动负债	950	1,005	1,107	1,162	1,327	1,521
财务费用	-1,054	-1,262	-1,155	-1,050	-1,063	-1,024	流动负债	18,289	16,417	14,279	14,439	15,130	15,652
%销售收入	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	长期贷款	23,583	22,128	21,352	21,352	21,352	21,352
资产减值损失	-2	-145	-173	-193	-182	-197	其他长期负债	2,214	1,999	2,842	2,868	3,028	3,188
公允价值变动收益	-5	3	20	0	0	0	负债	44,085	40,544	38,473	38,658	39,509	40,191
投资收益	2,478	2,774	2,207	2,500	2,500	2,500	普通股股东权益	60,778	61,195	64,167	67,476	71,425	75,816
%税前利润	44.8%	55.4%	38.2%	36.2%	30.0%	26.8%	其中：股本	13,601	13,601	13,601	13,601	13,601	13,601
营业利润	5,561	5,184	5,806	6,930	8,360	9,347	未分配利润	17,373	18,608	19,299	22,608	26,556	30,948
营业利润率	10.9%	9.2%	10.7%	13.1%	15.5%	17.0%	少数股东权益	8,020	7,957	8,330	8,680	9,180	9,780
营业外收支	-30	-171	-28	-30	-30	-30	负债股东权益合计	112,883	109,696	110,970	114,814	120,113	125,787
税前利润	5,531	5,012	5,777	6,900	8,330	9,317	比率分析						
利润率	10.8%	8.9%	10.6%	13.1%	15.4%	16.9%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-786	-684	-870	-1,035	-1,249	-1,398	每股指标						
所得税率	14.2%	13.6%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.319	0.297	0.316	0.406	0.484	0.538
净利润	4,745	4,328	4,907	5,865	7,080	7,920	每股净资产	4.469	4.499	4.718	4.961	5.252	5.574
少数股东损益	410	292	614	350	500	600	每股经营现金净流	0.734	0.498	0.664	0.681	0.853	0.948
归属于母公司的净利润	4,334	4,036	4,293	5,515	6,580	7,320	每股股利	0.170	0.180	0.200	0.162	0.194	0.215
净利率	8.5%	7.1%	7.9%	10.4%	12.2%	13.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.13%	6.59%	6.69%	8.17%	9.21%	9.65%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	3.84%	3.68%	3.87%	4.80%	5.48%	5.82%
净利润	4,745	4,328	4,907	5,865	7,080	7,920	投入资本收益率	3.43%	2.91%	3.87%	4.31%	5.23%	5.70%
少数股东损益	410	292	614	350	500	600	增长率						
非现金支出	5,750	6,143	5,942	5,243	5,621	6,075	主营业务收入增长率	30.67%	10.63%	-4.00%	-2.80%	2.17%	2.07%
非经营收益	-1,026	-1,385	-958	-1,339	-1,055	-1,048	EBIT增长率	-41.32%	-16.86%	38.15%	14.49%	26.75%	14.20%
营运资金变动	518	-2,311	-863	-509	-47	-60	净利润增长率	-30.95%	-6.89%	6.38%	28.47%	19.31%	11.23%
经营活动现金净流	9,986	6,774	9,028	9,260	11,600	12,887	总资产增长率	6.66%	-2.82%	1.16%	3.46%	4.62%	4.72%
资本开支	-6,166	-2,076	-1,666	-5,352	-6,030	-6,330	资产管理能力						
投资	-5,221	-2,463	264	-1,510	-1,510	-1,510	应收账款周转天数	37.8	36.0	41.3	46.0	47.0	48.0
其他	2,125	2,647	2,335	2,500	2,500	2,500	存货周转天数	20.6	21.4	21.3	21.0	22.0	23.0
投资活动现金净流	-9,261	-1,893	934	-4,362	-5,040	-5,340	应付账款周转天数	53.7	43.6	38.9	38.0	40.0	41.0
股权募资	248	114	309	0	0	0	固定资产周转天数	410.9	341.0	322.2	321.3	306.7	291.8
债权募资	1,191	-1,272	-843	-449	245	101	偿债能力						
其他	-5,233	-4,744	-4,766	-3,510	-3,977	-4,280	净负债/股东权益	27.65%	26.84%	16.85%	14.09%	10.02%	5.54%
筹资活动现金净流	-3,794	-5,901	-5,300	-3,959	-3,732	-4,179	EBIT利息保障倍数	3.9	2.7	4.0	5.1	6.4	7.6
现金净流量	-3,069	-1,020	4,662	940	2,828	3,368	资产负债率	39.05%	36.96%	34.67%	33.67%	32.89%	31.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-28	买入	3.93	4.69~4.69

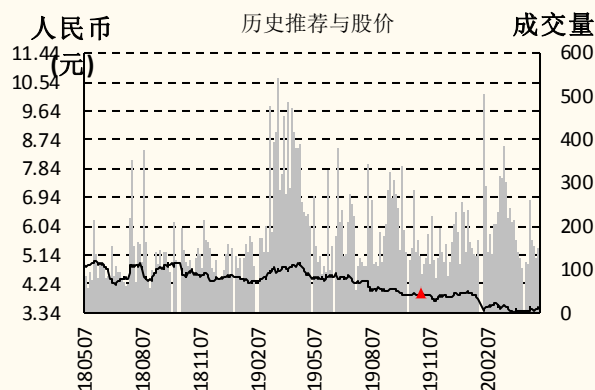
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH