

浙能电力（600023.SH）

买入

公司拟收购中来股份 9.7% 股权，新能源业务布局持续推进

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 公用事业 · 电力

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：黄秀杰	021-61761029	huangxiujie@guosen.com.cn	执证编码：S0980521060002
证券分析师：郑汉林	0755-81982169	zhenghanlin@guosen.com.cn	执证编码：S0980522090003

事项：

公司公告：公司与中来股份控股股东林建伟、张育政夫妇签署《股份转让协议》及《表决权委托协议》，拟通过支付现金方式受让张育政持有的中来股份 1.06 亿股（约占中来股份总股本的 9.70%），受让价格为每股 17.18 元，合计受让金额 18.17 亿元；同时拟取得林建伟持有的中来股份 1.09 亿股（约占中来股份总股本的 10%）对应的表决权。本次交易完成后，浙能电力将持有中来股份 9.70% 的股份及 19.70% 的表决权，成为中来股份的控制方。

国信环保公用观点：公司此次收购中来股份股权，实现新能源业务领域布局持续推进，促进公司由火电为主向火电与新能源协同发展转变。中来股份未来成长性较好，光伏背板、太阳能电池片产能扩张，驱动其收入和净利润快速增长。浙能电力入股后，将发挥公司与中来股份的产业协同，为中来股份提供增信、融资、市场拓展等方面的支持，进一步提升中来股份的增长潜力，加快中来股份发展。同时，公司拓宽了新的业务领域，新增利润增长点，有助于提高公司整体盈利水平。由于本次公司收购中来股份股权尚具有不确定性，暂不考虑收购中来股份对公司的影响。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.9、23.5、26.8 亿元，2023-2024 年同比增长 199.5%、13.7%；EPS 分别为 0.06、0.17、0.19 元，当前股价对应 PE 为 58.7、19.6、17.2x，对应 PB 分别为 0.71、0.69、0.66x。考虑到公司火电业务的重资产属性，采用 PB 估值法对公司进行合理价值测算。给予公司 2023 年 0.8-0.9 倍 PB，对应公司权益市值为 529.3-595.5 亿元，对应 4.00-4.50 元/股合理价值，较当前股价有 16%-31% 的溢价。公司新能源布局持续推进，新增业绩增长来源，公司业绩有望稳步增长，维持“买入”评级。

评论：

◆ 新能源业务领域布局持续推进，促进公司由火电为主向火电与新能源协同发展转变

公司在新能源领域布局持续推进，自 2021 年获得浙江爱康光电 20% 股权后，此次又获得中来股份控制权，在光伏领域布局不断增加，助力公司由传统以火电为主向火电与新能源协同发展转型，实现公司整体发展战略有效落地。

◆ 中来股份未来成长性较好，有助于增厚公司业绩

加快发展可再生能源、实施可再生能源替代行动是实现“双碳”目标和构建清洁低碳、安全高效能源体系的重大举措，以光伏为代表的新能源行业发展空间广阔。中来股份深耕光伏行业，开展的具体业务为光伏背板、N 型高效单晶电池和组件的研发、生产与销售，为全球领先的太阳能背板制造企业。截至 2022 年 6 月，中来股份背板产品累计发货超过 184GW，其中，FFC 双面涂覆背板累计发货超过 110GW，在光伏背板行业中优势较为突出。

中来股份收入和净利润大幅增长，盈利能力显著增强。受益于下游光伏行业高景气，背板需求较大增长，中来股份产品销售规模大幅增长，驱动收入和净利润大幅增长。2022 年前三季度，中来股份实现营业收入 76.24 亿元，同比增长 84.48%；实现归母净利润 3.43 亿元，同比增长 365.90%。同时，中来股份毛利率大幅提升，前三季度，中来股份毛利率为 16.35%，较 2021 年同期增加 5.63pct。此外，中来股份加强费用管控，费用率水平有所下降，前三季度，公司销售费用率、管理费用率分别为 1.15%、3.14%，较 2021 年

同期分别减少 0.77、1.36pct。中来股份毛利率提升以及费用率下降，净利率显著增长。前三季度，中来股份净利率为 4.82%，较 2021 年同期增加 3.32pct。

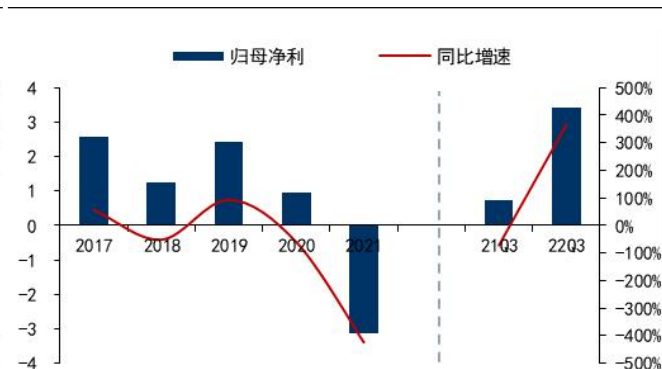
中来股份产能扩张，浙能电力入股促进中来潜力释放。在背板业务板块，中来股份规划的 2022 年 5000 万平方米背板产能扩充正在逐步建设并逐步释放，同时计划后续将进一步建设年产 2.5 亿平方米通用型背板项目，扩充背板产能；在高效电池业务板块，中来股份完成了泰州“年产 1.5GW N 型单晶双面 TOPCon 太阳能电池项目”的产能爬坡，至 2022 年 6 月，中来股份在泰州累计投建的 N 型 TOPCon 电池产能达 3.6GW。此外，中来股份于 2022 年 6 月完成“年产 16GW 高效单晶电池智能工厂项目”一期首批 4GW 的首片 182/210 高效电池下线，一期后续 4GW 和二期的 8GW 正在逐步规划建设中，该项目全部建成后，将进一步加快中来股份在高效单晶电池领域的战略布局，有利于公司高效电池产能的扩张。浙能电力入股后，将发挥公司与中来股份的产业协同，为中来股份提供增信、融资、市场拓展等方面的支持，进一步提升中来股份的增长潜力，加快中来股份发展。同时，公司拓宽了新的业务领域，新增利润增长点，有助于提高公司整体盈利水平。

图1：中来股份营业收入及增速（亿元）



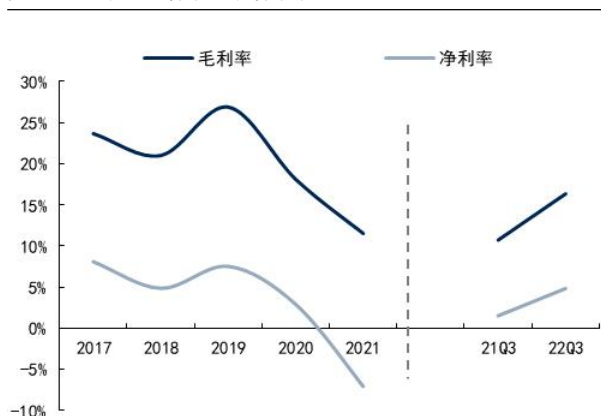
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中来股份归母净利润及增速（亿元）



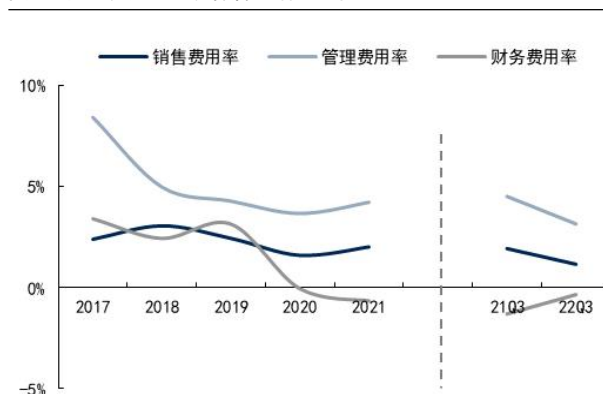
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中来股份毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中来股份归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：公司新能源布局持续推进，新增业绩增长来源，公司业绩有望稳步增长，维持“买入”评级。由于本次公司收购中来股份股权尚具有不确定性，暂不考虑收购中来股份对公司的影响。预计 2022-2024

年公司营业收入分别为 858.1、899.1、910.6 元，同比增长 20.7%、4.8%、1.3%；归母净利润分别为 7.9、23.5、26.8 亿元，2023-2024 年同比增长 199.5%、13.7%；EPS 分别为 0.06、0.17、0.19 元，当前股价对应 PE 为 58.7、19.6、17.2x，对应 PB 分别为 0.71、0.69、0.66x。考虑到公司火电业务的重资产属性，采用 PB 估值法对公司进行合理价值测算。给予公司 2023 年 0.8-0.9 倍 PB，对应公司权益市值为 529.3-595.5 亿元，对应 4.00-4.50 元/股合理价值，较当前股价有 16%-31%的溢价。

◆ 风险提示

政策风险，行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；收购整合不及预期。

相关研究报告：

《浙能电力（600023.SH）-燃料价格上涨致净利下滑，火电盈利有望迎来改善》——2022-11-06

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	18567	10864	15295	17629	23153	营业收入	51684	71073	85807	89908	91064
应收款项	6184	9573	11558	12110	12266	营业成本	44147	72575	82709	83126	83544
存货净额	2734	4329	4989	5009	5024	营业税金及附加	441	465	561	588	596
其他流动资产	2357	2087	2520	2641	2675	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	29842	27152	34839	38151	44338	管理费用	1593	1755	2624	2758	2806
固定资产	50217	48916	48290	49882	51271	财务费用	976	965	1059	1164	1245
无形资产及其他	2127	2385	2459	2540	2626	投资收益	3183	1578	3078	3278	3478
投资性房地产	7413	10226	10226	10226	10226	资产减值及公允价值变动	(6)	(19)	(18)	(18)	(18)
长期股权投资	24914	27015	28882	30716	32650	其他收入	124	206	(34)	282	290
资产总计	114512	115694	124696	131515	141111	营业利润	7827	(2921)	1880	5815	6624
短期借款及交易性金融负债	7994	12162	14388	12162	12162	营业外净收支	(7)	93	93	93	93
应付款项	5947	8190	9438	9475	9504	利润总额	7821	(2828)	1973	5908	6717
其他流动负债	2757	2745	3189	3205	3216	所得税费用	1147	(827)	388	1162	1321
流动负债合计	16698	23097	27015	24842	24882	少数股东损益	587	(1145)	799	2393	2721
长期借款及应付债券	18663	18136	21636	26536	31436	归属于母公司净利润	6086	(855)	786	2354	2676
其他长期负债	2838	2673	2897	2916	2942						
长期负债合计	21500	20809	24534	29452	34378	现金流量表（百万元）					
负债合计	38198	43906	51548	54294	59260	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	8466	7856	8430	10149	12104	净利润	6086	(855)	786	2354	2676
股东权益	67849	63932	64718	67072	69748	资产减值准备	(147)	13	(1)	(0)	0
负债和股东权益总计	114512	115694	124696	131515	141111	折旧摊销	5697	5775	5731	5890	6094
						公允价值变动损失	(147)	13	(1)	(0)	0
关键财务与估值指标						财务费用	976	965	1059	1164	1245
2020	2021	2022E	2023E	2024E		营运资本变动	448	(2498)	(1000)	(639)	(165)
每股收益	0.45	(0.06)	0.06	0.18	0.20	其它	(1809)	(1602)	(1444)	(396)	(279)
每股红利	0.13	0.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	10128	846	4070	7209	8326
每股净资产	4.99	4.70	4.83	5.00	5.20	资本开支	(3202)	(4712)	(5563)	(7562)	(7570)
ROIC	6.20%	-3.28%	0%	4%	4%	其它投资现金流	21	(298)	(179)	(286)	(458)
ROE	8.97%	-1.34%	1.21%	3.51%	3.84%	投资活动现金流	(1233)	(5864)	(7609)	(9682)	(9962)
毛利率	15%	-2%	4%	8%	8%	权益性融资	108	28	0	0	0
EBIT Margin	11%	-5%	-0%	4%	4%	负债净变化	(2689)	(527)	3500	4900	4900
EBITDA Margin	23%	4%	7%	10%	11%	支付股利、利息	(1714)	(1360)	0	0	0
收入增长	-5%	38%	21%	5%	1%	其它融资现金流	(4678)	(1301)	2226	(2226)	0
净利润增长率	42%	-114%	-192%	199%	14%	融资活动现金流	(6771)	(2711)	7970	4807	7160
资产负债率	41%	45%	48%	49%	51%	现金净变动	2114	(7703)	4431	2334	5524
股息率	3.7%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	16453	18567	10864	15295	17629
P/E	7.7	(54.7)	58.7	19.6	17.2	货币资金的期末余额	18567	10864	15295	17629	23153
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(3705)	(927)	419	1644
EV/EBITDA	7.3	35.4	17.4	10.8	10.3	权益自由现金流	0	(5533)	3948	2159	5544

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032