



第六大火电，核电压舱、中来破局

2023 年 08 月 02 日

➤ **省级电企龙头，占据浙江省统调装机的半壁江山：**截至 2022 年底，公司管理机组总装机容量 3311.28 万千瓦，对比 A 股电力板块中的 16 家省级电企在 2022 年度的装机容量和发电量情况，公司均高居榜首，是全国最大的地方性发电企业、也是仅次于 5 家发电央企核心火电平台的全国第六大火电企业。

➤ **煤电业绩反弹，高股息可期：**“十四五”期间，需求侧浙江省实际用电增速或再次高于规划预期；供给侧浙江省可控装机增长空间有限，我们测算负荷缺口约为 735~1355 万千瓦。我们将上网电价、煤价、利用小时归为影响煤电业绩的核心三要素，在当前电力供应偏紧的局面下，浙江省内火电利用小时、上网电价有望维持当前高位；成本端自 2022 年底以来，电煤价格持续下降，1H23 业绩预告已验证公司业绩修复高弹性。2016-2020 年，公司正常经营年度虽业绩存在波动，但公司每年分红比例维持在 50%（含）以上的水平，股息率更是自 2017 年起逐年增长，2020 年股息率高达 6.2%。随着公司业绩修复，公司有望恢复之前高比例分红政策。

➤ **核电收益丰厚，为业绩压舱：**公司深度布局核电领域，截至 2022 年末，公司在运核电权益装机约 247.61 万千瓦，在建（含已核准项目）核电权益装机约 155.76 万千瓦，合计约 403.37 万千瓦。核电板块稳定的投资收益对公司盈利能力提供了有力的支撑。在 2017-2020 年间，公司核电投资收益占年度投资净收益的年均比例约 47%，占年度利润总额的年均比例约 21%；21、22 年煤价大涨、火电亏损的困境下，核电收益部分缓解了公司的业绩压力。

➤ **借中来破局新能源：**中来股份主要有光伏背板、电池及组件、光伏应用系统三大业务，受限于浙能集团内部的业务划分与同业竞争关系，公司难以直接控股发展集中式风、光新能源项目。此番入主中来，双方有望在户用光伏开发领域实现深度合作，实现公司新能源发展破局。

➤ **投资建议：**在当前电力供应紧张局面下，公司火电机组利用小时与电价有望维持高位，1H23 业绩预告已验证公司业绩修复高弹性。公司正常经营年度分红比例维持在 50%（含）以上的水平，随着公司业绩修复，高股息回报可期。核电板块稳定的投资收益对公司业绩提供了有力的支撑，且有望随参股在建项目投产进一步提升。通过入主中来股份，公司有望破局新能源发展桎梏。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.42/0.46/0.48 元，对应 2023 年 8 月 1 日收盘价 PE 分别 12.1/11.0/10.4 倍。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2023 年 13.0 倍 PE，目标价 5.46 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 宏观经济下行导致用电需求下降的风险；2) 燃料价格高位运行导致成本高企的风险；3) 电力市场竞争降低上网电价的风险；4) 政策推进不及预期的风险；5) 中来股份业务发展不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	80195	101750	113038	124687
增长率（%）	12.8	26.9	11.1	10.3
归属母公司股东净利润（百万元）	-1822	5577	6144	6499
增长率（%）	-117.8	406.0	10.2	5.8
每股收益（元）	-0.14	0.42	0.46	0.48
PE	-37.2	12.1	11.0	10.4
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 01 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

5.05 元

目标价：

5.46 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

目录

1 省级电企龙头，占据浙江省统调装机的半壁江山	3
2 煤电业绩反弹，高股息可期	6
2.1 浙江省内用电需求超预期，电力供给偏紧	6
2.2 煤价下行，盈利修复	8
2.3 坚持高分红，高股息可期	10
3 核电收益丰厚，为业绩压舱	12
3.1 参股核电产出稳定，持续提供投资收益	12
3.2 核电长期成长空间广阔	13
4 借中来破局新能源	15
4.1 中来股权落地，业绩扭亏	15
4.2 三驾马车，并驾齐驱	16
5 盈利预测与估值分析	19
5.1 盈利预测	19
5.2 估值分析	21
5.3 投资建议	22
6 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

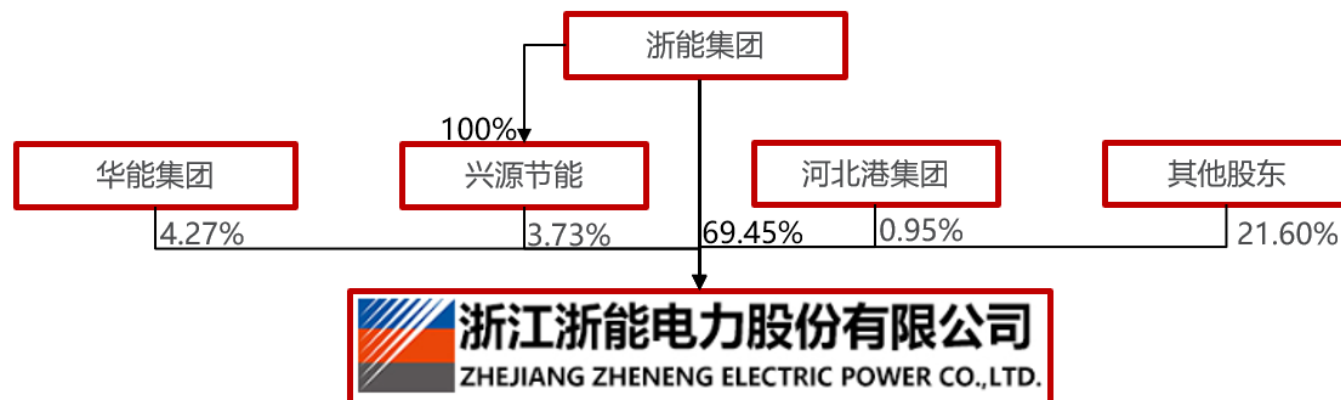
1 省级电企龙头，占据浙江省统调装机的半壁江山

浙江浙能电力股份有限公司（以下简称“公司”）前身为浙江省电力开发有限公司，经浙江省国资委《关于浙江省电力开发有限公司整体变更设立为浙江浙能电力股份有限公司的批复》（浙国资企改[2011]27号）批准成立，于2011年10月31日整体变更为浙能电力。2013年12月19日，浙能电力发行A股股份换股吸收合并浙江东南发电股份有限公司实现整体上市。

公司股权结构高度集中，截至2023年一季度末，浙能集团直接、间接持有公司69.45%、3.73%的股份，为第一大股东，实控人为浙江省国资委。浙能集团成立于2001年，主要从事电源建设、电力热力生产及供应、可再生能源的开发利用、石油煤炭天然气开发贸易流通、新型能源设备制造、能源服务和能源金融等业务。截至2022年底，浙能集团总资产2991亿元，净资产1382亿元，控股浙能电力、浙江新能、宁波海运、中来股份和锦江环境五家上市公司；控股管理电力装机总容量3909万千瓦，占浙江省装机容量的33.1%；年供应电煤6107万吨，年供气量150亿立方米（含代输），占浙江省天然气消费总量的83.4%。

浙能集团旗下拥有两大电力资产开发与运营主体，浙江新能主要负责集团可再生能源业务板块的开发与运营，公司作为集团火电资产运营平台，辅以提供热力产品，以及对核电投资。

图1：浙能电力股权结构（截至1Q23）



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

公司火电装机集中于浙江省，是省内规模最大的火力发电企业，省外（安徽、宁夏、新疆）参、控股机组亦主要为送浙火电机组。截至2022年底，公司管理机组总装机容量3311.28万千瓦，省内统调煤电装机容量约2419万千瓦，约占全省统调煤电装机容量的55%。

剔除受托管理的温州燃机、温州特鲁莱发电、淮浙风电一期，从控股口径统计，截至2022年末，公司控股火电装机容量3047.96万千瓦，其中，煤电2679.50万千瓦，气电368.46万千瓦。从权益口径统计，截至2022年末，公司权益火电装机容量3178.40万千瓦，其中，煤电2750.50万千瓦，气电427.90万千瓦。

表1：浙能电力控、参股火电装机

电厂	持股比例	控股装机 (万 kW)	权益装机 (万 kW)
台州发电厂	100.00%	136.00	136.00
浙江浙能北仑发电	51.00%	198.00	100.98
浙江浙能长兴发电	95.00%	132.00	125.40
浙江浙能嘉华发电	77.00%	464.00	357.28
浙江浙能嘉兴发电	70.00%	66.00	46.20
浙江浙能温州发电	66.98%	198.00	132.62
浙江浙能镇海发电	51.00%	132.00	67.32
浙江浙能台州第二发电	94.00%	200.00	188.00
浙江浙能乐清发电	52.41%	264.00	138.36
浙江浙能兰溪发电	97.00%	264.00	256.08
浙江浙能绍兴滨海热电	88.00%	88.50	77.88
浙江浙能中煤舟山煤电	63.00%	200.00	126.00
台州临港热电	51.00%	3.00	1.53
淮浙电力凤台发电	51.00%	132.00	67.32
浙能新疆阿克苏热电	100.00%	70.00	70.00
宁夏枣泉发电	51.00%	132.00	67.32
控股煤电-合计		2679.50	1958.29
萧山发电厂	100.00%	122.61	122.61
浙江浙能镇海联合发电	45.00%	34.40	15.48
浙江浙能镇海天然气发电	51.00%	78.92	40.25
浙江浙能镇海燃气热电	60.00%	68.10	40.86
浙江浙能常山天然气发电	100.00%	45.80	45.80
浙江浙能金华燃机发电	100.00%	18.63	18.63
控股气电-合计		368.46	283.63
国能浙江宁海发电	40.00%	452.00	180.80
淮浙煤电	49.57%	126.00	62.45
国能浙江北仑第三发电	40.00%	200.00	80.00
浙江大唐乌沙山发电	35.00%	240.00	84.00
国能浙江北仑第一发电	30.00%	126.00	37.80
国能浙江舟山发电	40.00%	65.00	26.00
浙江温州特鲁莱发电	30.00%	66.00	19.80
华润电力（温州）	10.00%	200.00	20.00
宁夏银星发电	49.00%	132.00	64.68
国能浙能宁东发电	49.00%	200.00	98.00
国能宁东第二发电	33.33%	132.00	44.00
国能宁夏鸳鸯湖第二发电	5.00%	200.00	10.00
国能宁夏大坝四期发电	49.00%	132.00	64.68
参股煤电-合计		2271.00	792.21
杭州华电半山发电	36.00%	241.50	86.94
浙江浙能长兴天然气热电	49.00%	86.98	42.62
温州燃机发电	43.00%	34.20	14.71
参股气电-合计		362.68	144.27

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院测算

在建项目方面，乐清三期 2 台 100 万千瓦级高效超超临界燃煤机组已经在今年投产，六横二期在建的 2 台 100 万千瓦级超超临界二次再热高效机组，首台机组预计于 2024 年底建成投产。

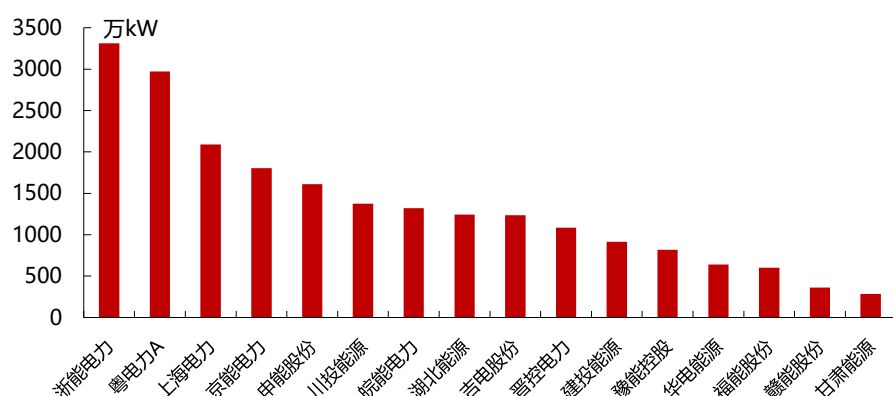
表2：“十四五”期间浙能电力预计新增装机

项目	项目规模 (万千瓦)	预计投产时间
乐清三期	2*100	已于 2023 年上半年投产
六横二期	2*100	预计 2024 年 12 月首机投产
嘉华发电 7#、8#机组铭牌变更	107、108 (原装机 2*100)	预计 2024 年完成
滨海热电四期	6	预计 2024 年完成
浙能镇海联合发电燃机迁建	49.1 (原装机 34.4)	预计 2024 年 6 月商运
浙能镇海天然气燃机迁建	86 (原装机 78.92)	预计 2023 年 12 月首机商运, 23 年 6 月二号机商运

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

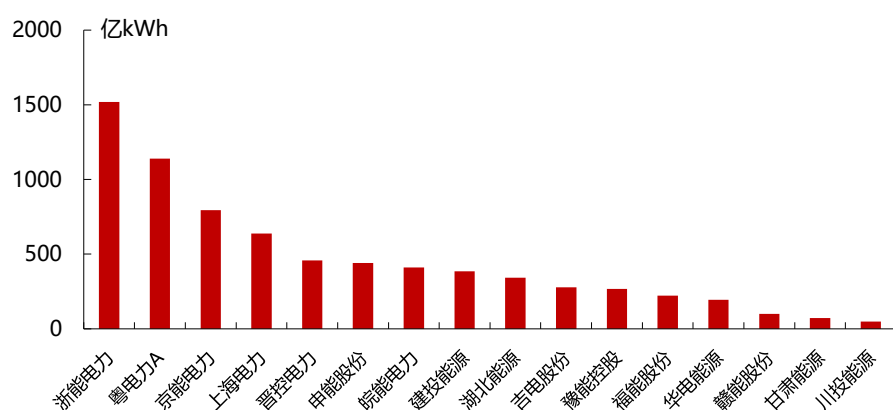
对比 A 股电力板块中的 16 家省级电企在 2022 年度的装机容量和发电量情况，公司均高居榜首，是全国最大的地方性发电企业。即使与央企旗下全国性发电运营上市公司相比较也不遑多让，装机规模及发电量仅次于华能国际、国电电力、大唐发电、华电国际、华润电力。

图2：A 股 16 家省级发电上市公司 2022 年控股装机容量对比



资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

图3：A 股 16 家发电上市公司 2022 年发电量对比



资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

2 煤电业绩反弹，高股息可期

2.1 浙江省内用电需求超预期，电力供给偏紧

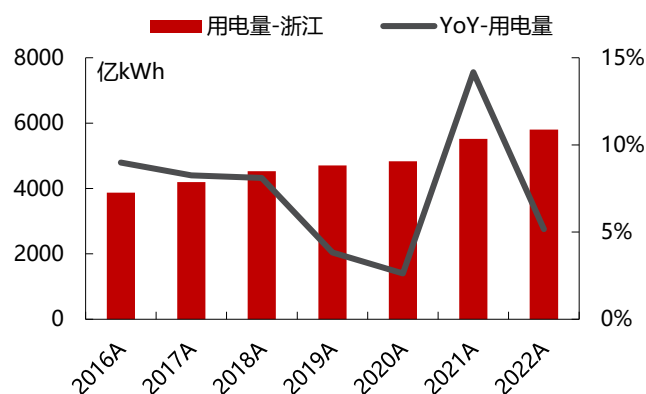
2.1.1 需求侧：实际用电增速或再次高于规划预期

2016年8月，浙江省发改委、省能源局印发了《浙江省电力发展“十三五”规划》。规划对“十三五”期间浙江省内的用电需求做出了预测，到2020年，全省最高负荷、用电量分别为8030万千瓦、4220亿千瓦时，“十三五”期间年均增长分别为5.0%、3.5%。而实际情况却与规划预期大相径庭，2020年浙江省全省最高负荷、用电量分别为9268万千瓦、4830亿千瓦时，“十三五”期间年均增长分别为8.1%、6.3%。实际全省最高负荷、用电量及同比增速分别超出规划预测值1238万千瓦、610亿千瓦时，3.1、2.8个百分点。

2021年6月，浙江省印发了《浙江省电力发展“十四五”规划》(征求意见稿)。规划预测，到2025年，全省最高负荷、用电量分别为11810~12430万千瓦、6020~6300亿千瓦时，“十四五”期间年均增长分别为5.0~6.0%、4.5~5.5%。

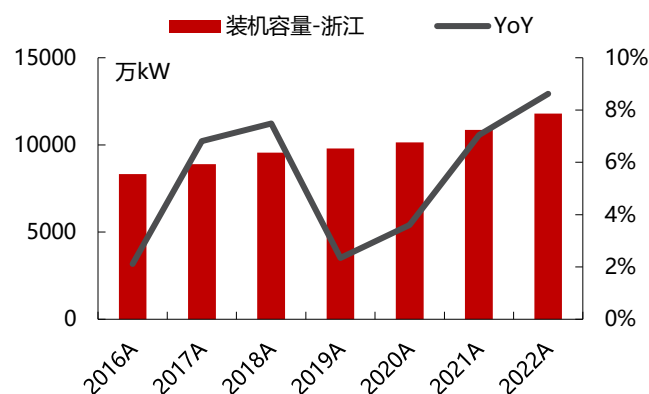
“十四五”的前两年，浙江省全社会用电量分别为5514、5799亿千瓦时，同比分别增长14.2%、5.2%，较预测最大年均增速分别+8.7pct、-0.3pct。

图4：2016-2022年浙江省用电量及增速



资料来源：国家能源局，国家统计局，民生证券研究院

图5：2016-2022年浙江省发电装机容量及增速



资料来源：国家能源局，国家统计局，民生证券研究院

2.1.2 供给侧：可控装机增长空间有限，火电利用小时回升

自“十三五”开始，风光新能源发展提速，浙江省内火电机组建设步伐放缓，整个“十三五”期间仅新增火电装机127万千瓦，而同期新能源新增装机达到1434万千瓦，新能源装机快速增长及并网需求挤压省内火电机组出力。而外来电量的快速增长也对浙江省内火电机组利用小时数形成压制。综合影响下，“十三五”期间省内机组发电量增速持续低于用电量增速，省内火电机组利用小时数持续下降，2020年下滑至3888小时。

根据《浙江省电力发展“十四五”规划（征求意见稿）》，“十四五”期间浙江省预计煤电新增装机 632 万千瓦，气电新增装机 700 万千瓦，新增火电装机共 1332 万千瓦；新增水电装机 355 万千瓦；核电装机 120 万千瓦；新增可控装机约 1807 万千瓦，根据规划到 2025 年浙江省电力最高负荷为 11810~12430 万千瓦，新增最高负荷约 2542~3162 万千瓦，则新增可控装机负荷缺口为 735~1355 万千瓦。

表3：浙江省电力发展“十四五”规划（单位：万千瓦）

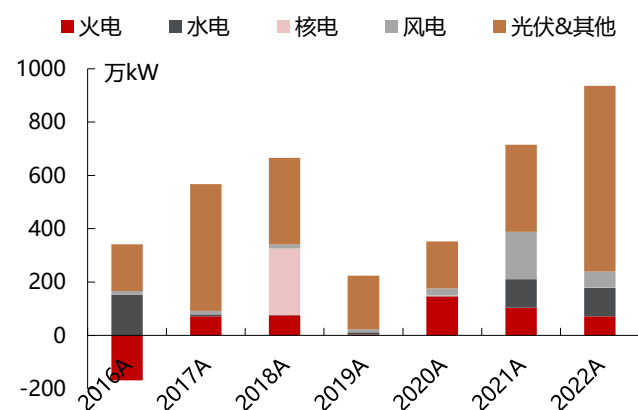
电源	2020A	2025E	“十四五”新增装机/负荷
全省电力最高负荷	9268	11810~12430	2542~3162
火电	5994	7326	1332
煤电	4738	5370	632
气电	1256	1956	700
水电	1171	1526	355
常规水电	713	728	15
抽蓄	458	798	340
核电	911	1031	120
可控装机	8076	9883	1807
负荷-装机缺口			735~1355

资料来源：《浙江省电力发展“十四五”规划》（征求意见稿），民生证券研究院测算

注：可控装机定义为火电、水电、核电

近两年因浙江省电力供需偏紧，火电利用小时数触底反弹。考虑到煤电机组 2~3 年的建设周期，浙江省新核准的煤电机组在短时间难以缓解当前的电量供应紧张状况，短期内其他电源增量有限的情况下省内存量火电机组仍需扛起保供大旗，火电利用小时有望提升。

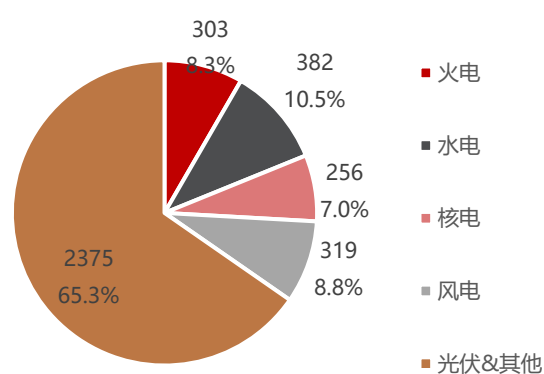
图6：2016-2022 年浙江省新增装机容量情况



资料来源：wind，民生证券研究院

注：此处统计 6000 千瓦以上装机容量

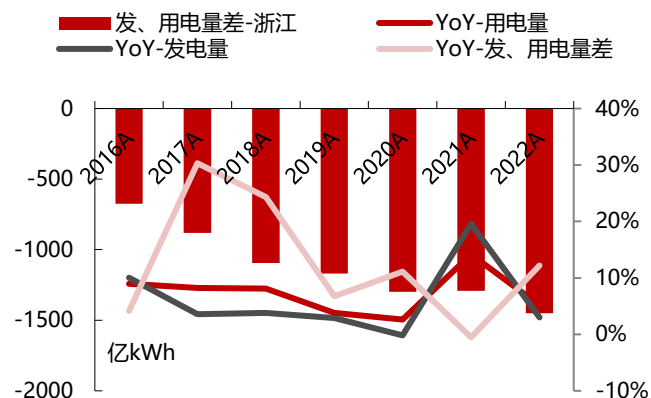
图7：2016-2022 年浙江省新增装机容量结构（单位：万千瓦）



资料来源：wind，民生证券研究院

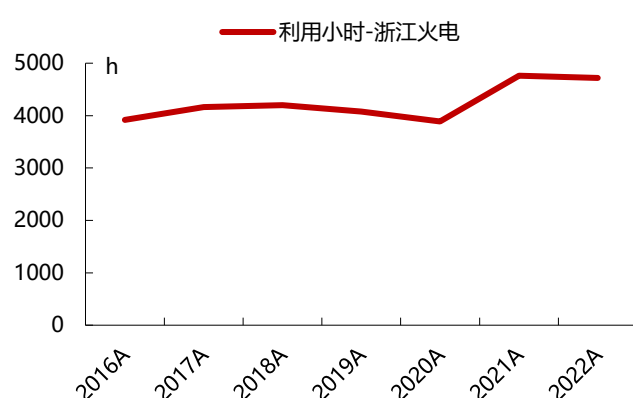
注：此处统计 6000 千瓦以上装机容量

图8：2016-2022 年浙江省发、用电量情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2016-2022 年浙江省火电利用小时情况



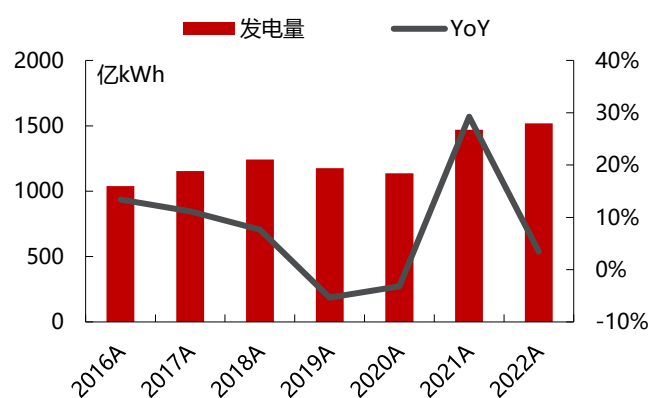
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 煤价下行，盈利修复

前文已述“十三五”期间浙江省内火电机组平均利用小时程下降趋势，公司火电电量、营收在 2018-2020 年间亦出现下滑，面对困境公司加快供热业务发展。公司发电量由 2016 年的 1037.67 亿千瓦时增长至 2022 年的 1519.86 亿千瓦时，6 年 CAGR 为 6.6%；而供热量由 2016 年的 1074.37 万吨增长至 2022 年的 3074.77 万吨，同期 CAGR 为 19.2%。2022 年公司电力业务收入 638.84 亿元，同比增长 21.3%；热力业务收入 77.22 亿元，同比增长 25.5%。

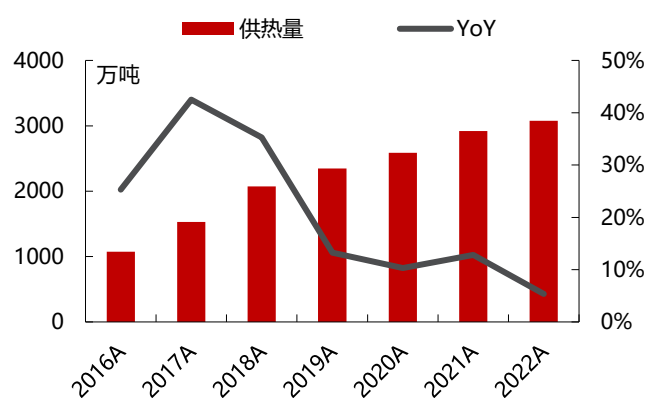
随着热力及煤炭贸易收入的快速增长，公司电力业务收入占营收的比例由 2016 年的 92.5% 下降至 2017 年的 79.7%。热力收入占营业的比例由 2016 年的 4.2% 提升至 2022 年的 9.6%，呈逐年增长趋势。

图10：2016-2022 年浙能电力发电量情况

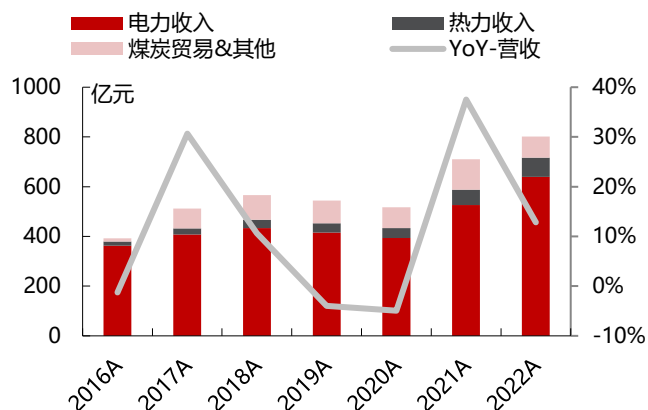


资料来源：公司公告，民生证券研究院

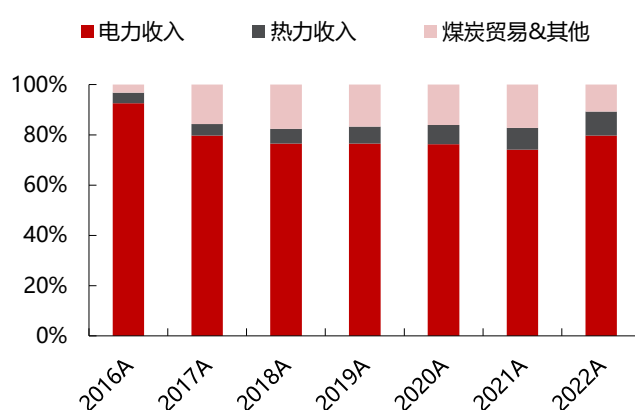
图11：2016-2022 年浙能电力供热量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2016-2022 年浙能电力营业收入情况


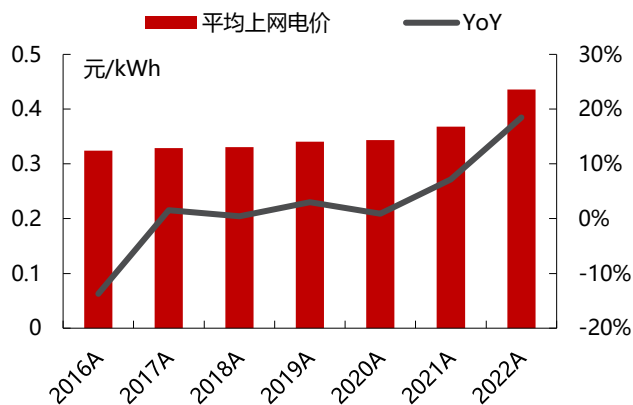
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：2016-2022 年浙能电力营业收入结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

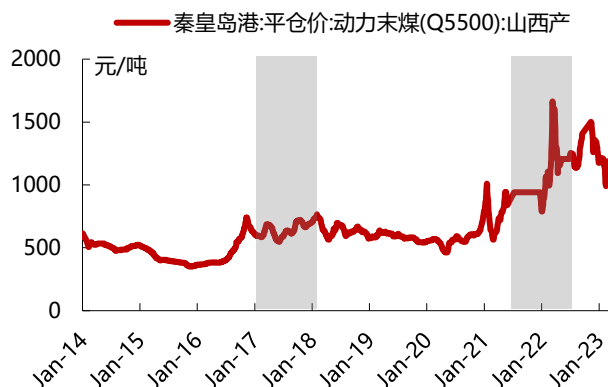
我们将上网电价、煤价、利用小时归为影响煤电业绩的核心三要素，浙江省内煤电机组上网电价政策变动较为频繁，2021 年公司火电平均上网电价未大幅上行，2022 年公司平均上网结算电价同比提高 18.4%至 0.436 元/千瓦时（不含税）。相较于电价变化，受供需影响，煤价波动更加市场化，因此煤电企业业绩随着煤价的变化而周期性变化。自 2016 年年中电煤价格开始上行，2016 年、2017 年公司业绩下滑；自 2018 年初电煤价格逐渐下行，公司业绩逐渐修复；到 2021 年年中，电煤供应紧张，价格飙升，但电价调整滞后，公司 2021 年全年归母净利润亏损 8.55 亿元。2022 年，电煤价格持续高位震荡，电价上行仍难以对冲燃料成本激增，全年亏损扩大至 18.22 亿元。

2023 年年初以来，电煤价格快速下降，火电企业业绩大幅改善，7 月 14 日公司发布 1H23 业绩预告，预计实现归母净利润 23.48~31.77 亿元，同比增长 490.0%~698.2%；预计实现扣非归母净利润 22.15~29.97 亿元，同比增长 1144.4%~1538.7%。

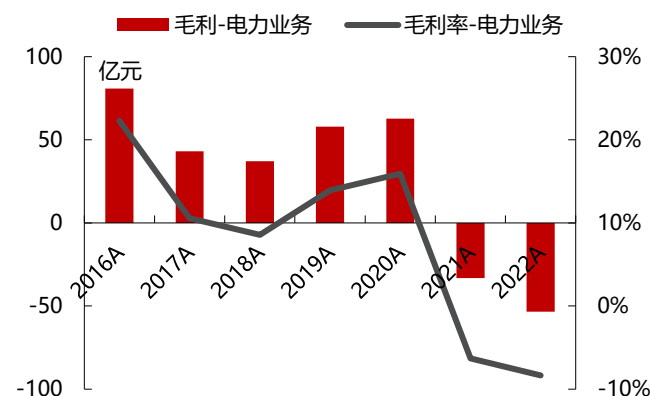
图14：2016-2022 年浙能电力火电平均上网电价


资料来源：公司公告，民生证券研究院

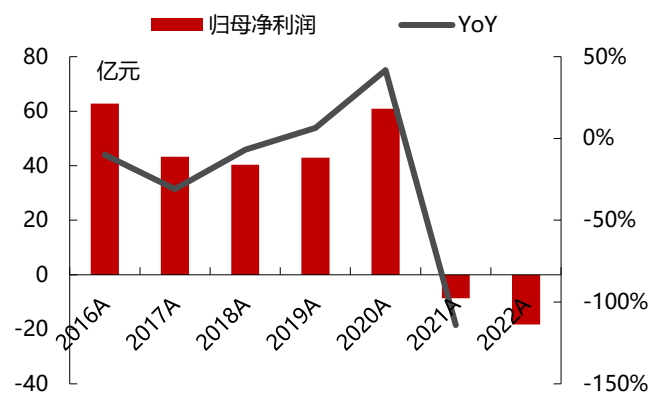
注：上述电价均不含税，2016、2017 年含直供电，不含环保电价；2018、2019 年含直供电，除直供电外不含环保电价；2020 年不含超低排放电价；2021、2022 年为不含税电价。

图15：秦皇岛港 Q5500 动力煤价格走势


资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：2016-2022 年浙能电力电力业务毛利润情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

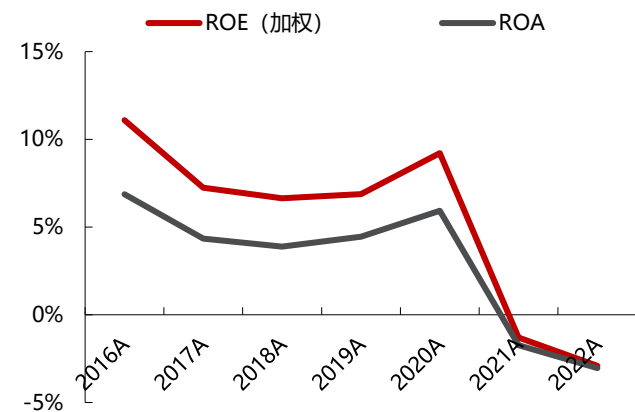
图17：2016-2022 年浙能电力归母净利润情况


资料来源：公司公告，民生证券研究

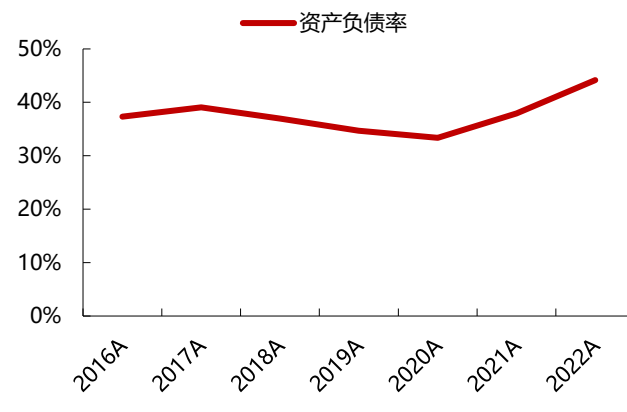
2.3 坚持高分红，高股息可期

对比同行业可比公司，公司盈利能力较强，2016-2020 年年均 ROE（加权）达到 8.2%，仅低于福能股份（9.9%），高于央企电力平台如华能国际（4.1%）、华电国际（5.2%），亦高于省级电力平台中规模仅次于自己的粤电力 A（4.1%）。2016-2020 年，公司正常经营年度虽业绩存在波动，但公司坚持高比例分红，每年分红比例维持在 50%（含）以上的水平，股息率更是自 2017 年起逐年增长，2020 年公司每股分红 0.225 元，分红比率为 50%，股息率达 6.2%。

2021、2022 两年因亏损未进行现金分红，随着公司业绩修复，公司有望恢复之前高比例分红政策。按照我们测算的 2023 年公司归母净利润，假设分红率为 50%，对应 8 月 01 日收盘价的股息率为 4.2%。

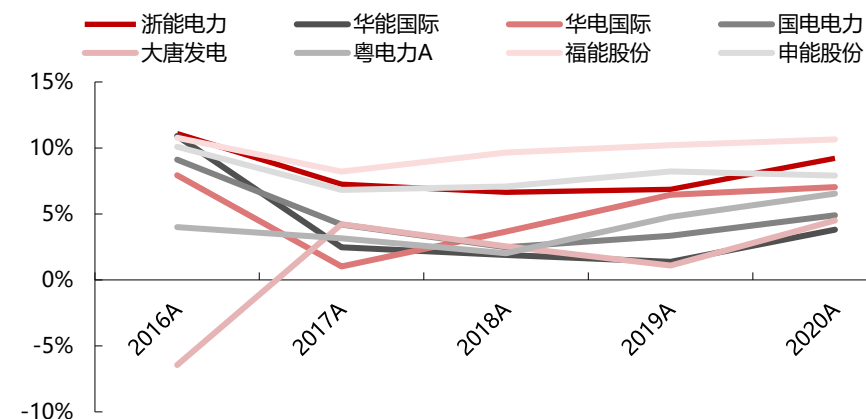
图18：2016-2022 年浙能电力资产收益率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图19：2016-2022 年浙能电力资产负债率情况


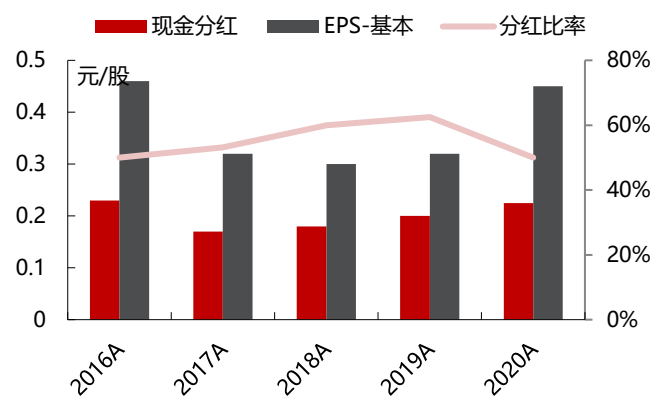
资料来源：wind，民生证券研究院

图20: 2016-2020 年部分火电企业 ROE (加权) 比较



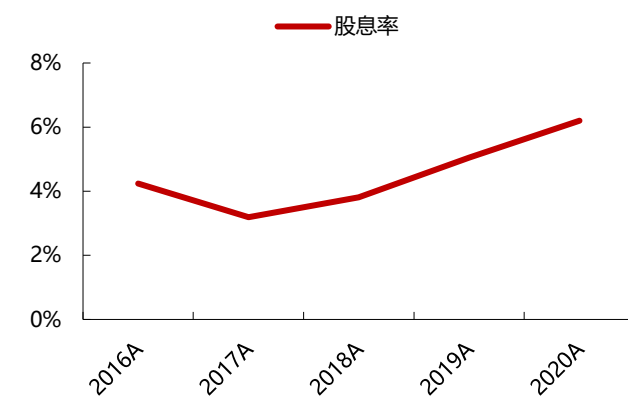
资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2016-2020 年浙能电力分红情况



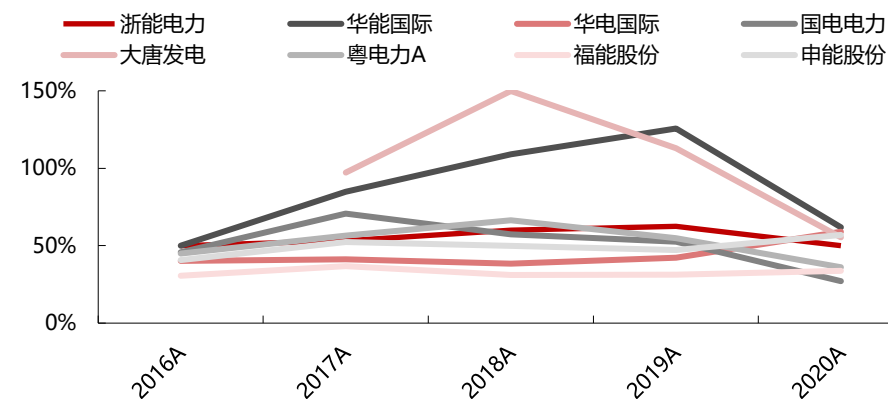
资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 2020 年浙能电力股息率达 6.2%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2016-2020 年部分火电企业分红比率比较



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核电收益丰厚，为业绩压舱

3.1 参股核电产出稳定，持续提供投资收益

公司深度布局核电领域，虽未直接控股运营核电站，但通过与中核集团的紧密合作，从前期即开始参股其在浙江省境内的核电项目，包括秦山核电有限公司、核电秦山联营有限公司、秦山第三核电有限公司、三门核电有限公司等。2017 年，公司进一步投资入股成为中核集团旗下上市公司中国核电的前十大股东，并在 2019 年将对中国核电的股权投资由以公允价值计量的权益工具转为以权益法核算的长期股权投资。在浙江省外，公司还参股中核辽宁核电、中核河北核电等中核旗下核电资产。此外公司亦参与国核浙能核电、中广核苍南第二核电等项目。

截至 2022 年末，公司在运核电权益装机约 247.61 万千瓦，在建（含已核准项目）核电权益装机约 155.76 万千瓦，合计约 403.37 万千瓦（暂不考虑持股中国核电下的重复计算）。

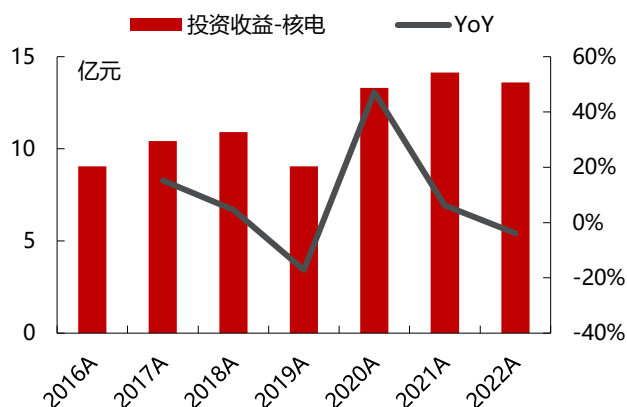
表4：浙能电力核电权益装机（单位：万千瓦）

	股权比例	在运装机	在建（含已核准）装机	权益装机	备注
中国核电	2.47%	2375.00		58.66	
秦山核电	28.00%	252.80		70.78	
秦山二核（秦山联合）	20.00%	268.00		53.60	
秦山三核	10.00%	145.60		14.56	
三门核电	20.00%	250.00	250.20	100.04	三门核电 3#、4#机组在建
中核辽宁	10.00%		254.80	25.48	徐大堡 3#、4#机组在建
中广核苍南	34.00%		236.00	80.24	三澳 1#、2#机组在建
权益装机合计				403.37	

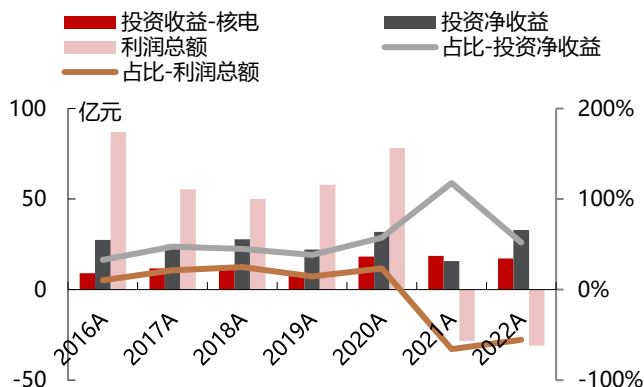
资料来源：中国核电公告，wind，民生证券研究院测算

注：暂不考虑持股中国核电下的重复计算

2019 年三门核电因设备检修影响年度投资收益，但总体来看，目前已投产核电机组持续为公司贡献着稳健的投资收益，公司核电投资收益由 2016 年的 9.05 亿增长至 2022 年的 13.61 亿。在 2015、2016 年，2021、2022 年两次因电煤价格上涨火电主业承压期间，核电板块稳定的投资收益均对公司盈利能力提供了有力的支撑。在 2017-2020 年间，公司核电投资收益占年度投资净收益的年均比例约 47%，占年度利润总额的年均比例约 21%。

图24：2016-2022 年浙能电力核电投资收益


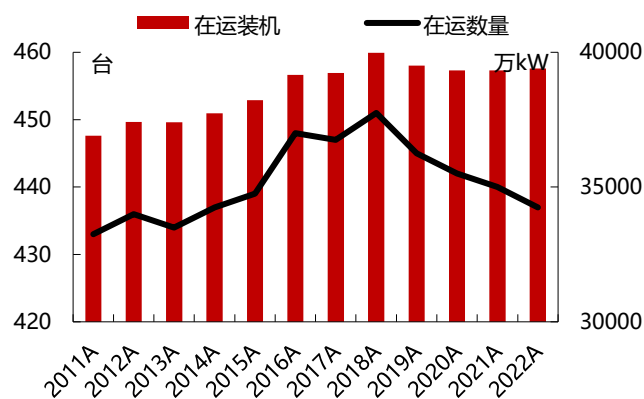
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图25：2016-2022 年浙能电力核电投资收益占比


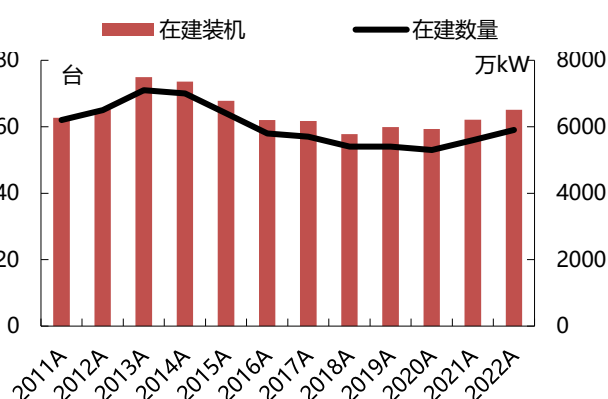
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

3.2 核电长期成长空间广阔

世界核协会 (WNA) 发布的数据显示，截至 2022 年末，全球共有 33 个国家在使用核电；在运核电机组总计 437 台，总净装机容量约为 39396 万千瓦；18 个国家正在建设总计 59 台核电机组，总装机容量约为 6509 万千瓦。

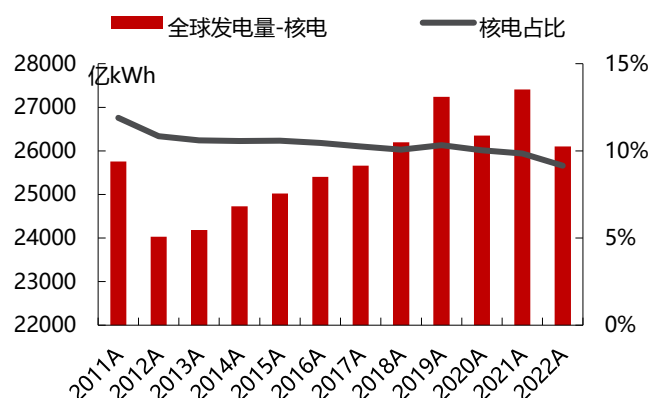
图26：全球核电并网机组数量及装机容量


资料来源：世界核协会，Wind，民生证券研究院

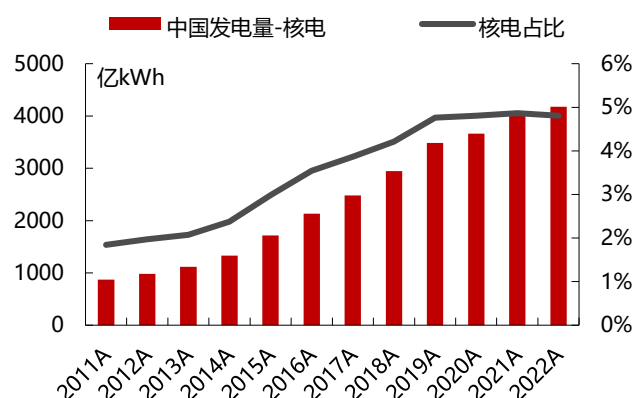
图27：全球核电在建机组数量及装机容量


资料来源：世界核协会，Wind，民生证券研究院

对比全球与国内的不同电源类型发电量数据可以发现，核电在世界发电量中的占比维持在 9% 以上。2022 年核电在国内总发电量中的占比虽然已提升到 4.8%，但距主要核电大国平均水平仍有较大差距。2022 年美、俄、英、法、德五大核电大国国家核电发电量占比分别为 18.0%、20.3%、14.8%、66.3%、6.3%，可见国内核电产业仍然具有广阔的发展空间。

图28：全球核电发电量在总发电量中的占比变化


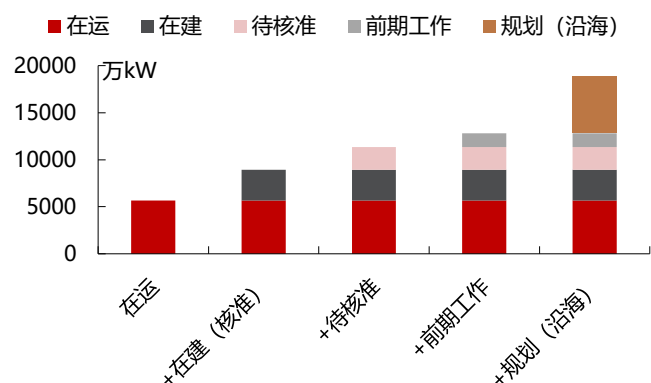
资料来源：wind，民生证券研究院

图29：国内核电发电量在总发电量中的占比变化


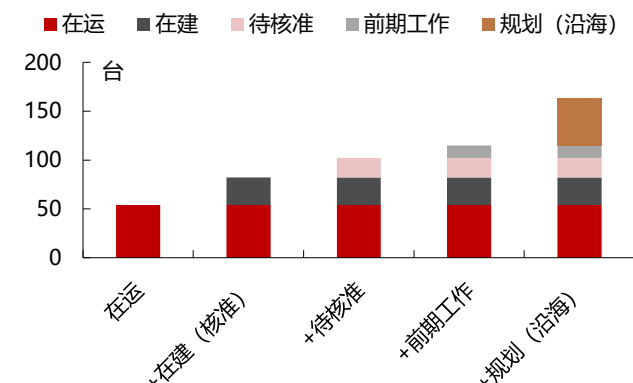
资料来源：wind，民生证券研究院

在 2022 年核准 10 台机组后，2023 年尚未有新核电机组核准，但根据核安全局官网目前公示的信息，年内或有 6-12 台机组获得核准。根据我们的统计和测算，除在建（按已核准口径）的 28 台机组合计 3251 万千瓦外，包括待核准项目在内共有 33 台机组已开展前期工作，合计装机容量 3877 万千瓦；剔除 6 台内陆厂址的机组后，剩余 27 台机组合计装机 3127 万千瓦。其余沿海厂址可建机组数超 50 台，合计装机容量超 6000 万千瓦。现有沿海厂址仍可支持 10 年左右的项目储备。

2023 年，6 月，国家能源局组织发布《新型电力系统发展蓝皮书》，文件对核电的发展空间和应用前景做了重新定义，除此前预计的每年 6-8 台新机组核准节奏不变之外；在应用层面高温气冷堆供热、制氢等拓展核能利用场景有望突破长期制约核电成长的“天花板”。

图30：国内核电装机容量预测（截至 2023 年 7 月）


资料来源：生态环境部，国家核安全局，国家能源局，民生证券研究院

图31：国内核电机组数预测（截至 2023 年 7 月）


资料来源：生态环境部，国家核安全局，国家能源局，民生证券研究院

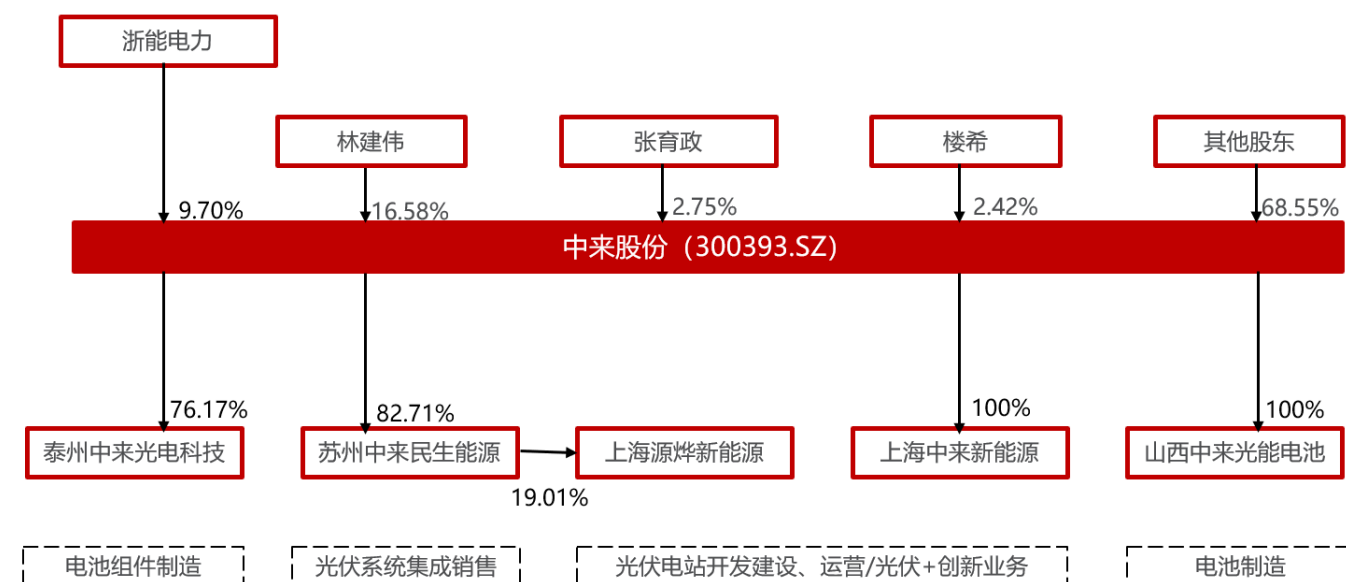
4 借中来破局新能源

4.1 中来股权落地，业绩扭亏

中来股份自 2008 年成立以来持续深耕光伏产业，从单一的光伏背板业务逐步延伸至 N 型高效电池及组件、光伏应用系统终端业务，实现了从太阳能辅材专业供货商到 N 型高效电池及组件、分布式光伏应用协同发展的产业布局。

2022 年 11 月，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》，以人民币 18.17 亿元受让张育政持有的中来股份 9.70% 股权，同时拟取得林建伟持有的中来股份 10% 股权对应的表决权。本次交易完成后，公司持有中来股份 9.70% 的股份及 19.70% 的表决权，成为中来股份的控制方。2023 年 3 月公司将中来股份纳入合并报表范围。

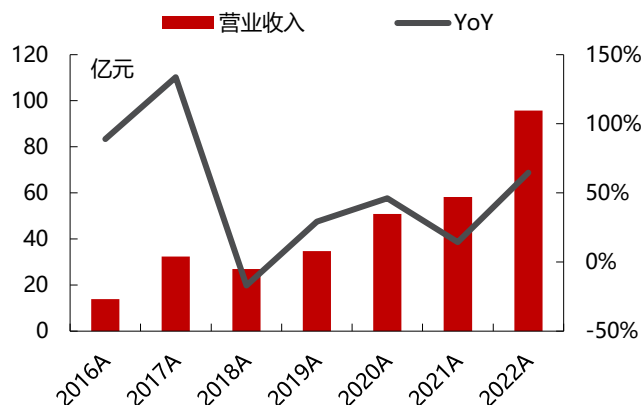
图32：中来股份股权结构及业务布局（截至 1Q23）



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

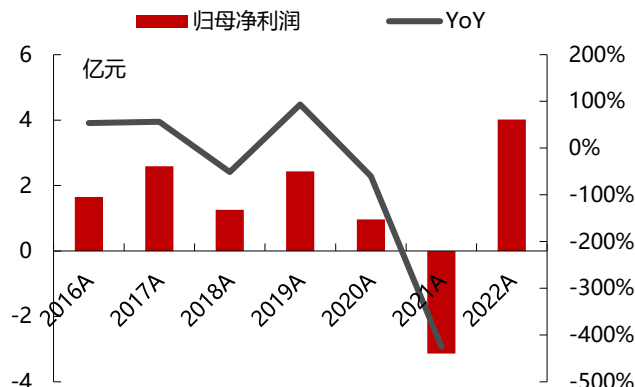
随着光伏行业发展，中来股份营收由 2016 年的 13.88 亿元快速增长至 2022 年的 95.77 亿元，6 年 CAGR 高达 38.0%。但净利润受行业政策、原材料成本变化、费用支出等综合影响，波动较大。2021 年受上游硅片等原材料和海运运输费大幅上涨、技术迭代引发计提资产减值、与联营公司关联交易当期未实现收益需递延等多因素影响，当年归母净利润亏损 3.13 亿元，为上市以来首次年度亏损。2022 年中来股份业绩成功扭亏，全年实现归母净利润 4.01 亿元。

图33：2016-2022 年中来股份营业收入变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图34：2016-2022 年中来股份归母净利润变化情况

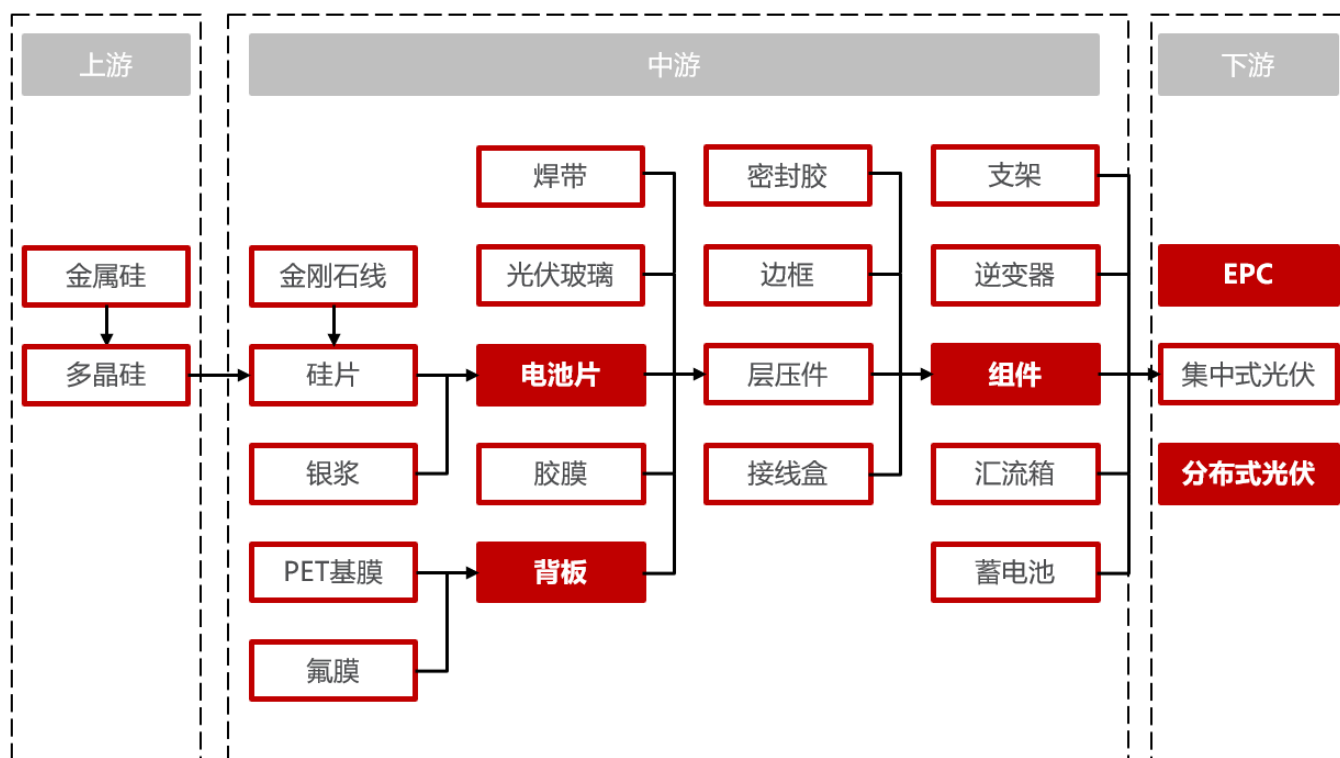


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 三驾马车，并驾齐驱

中来股份主要有光伏背板、电池及组件与光伏应用系统三大业务。

图35：中来股份在光伏产业链中的业务布局



资料来源：中来股份公告，民生证券研究院

■ 光伏背板

中来股份是全球领先的太阳能背板制造商，具备全系列背板生产制造能力。根据华经产业研究院整理资料显示，2021 年中来股份背板出货量位居全球第一。同

时，其积极加快推进背板产能的扩充，2021 年中来股份完成了年产 5000 万平方米背板扩产项目，截至 2022 年末已具备年产 2.2 亿平方米背板产能，中来股份背板业务在背板行业中处于优势地位。

■ 电池及组件

中来股份全资子公司山西中来光电是山西省光伏产业链“链主”企业，正在投建“年产 16GW 高效单晶电池智能工厂项目”，其中一期 8GW 中首批 4GW 已经量产，目前正在积极推进一期剩余 4GW 及二期 8GW 项目。

中来股份 N 型 TOPCon16BB 主栅高效电池量产平均转换效率可达 25.2%，N 型 TOPCon 电池量产技术水平以及电池转换效率在行业内处于前列。旗下控股子公司泰州中来光电是国内最早一批从事高效 N 型 TOPCon 双面电池及组件研发并实现 GW 级量产的专业化企业，获得“国家绿色工厂”、“国家绿色供应链管理示范企业”、国家专精特新小巨人称号，泰州中来光电 N 型高效产品自 2016 年以来累计出货量已超过 7GW。

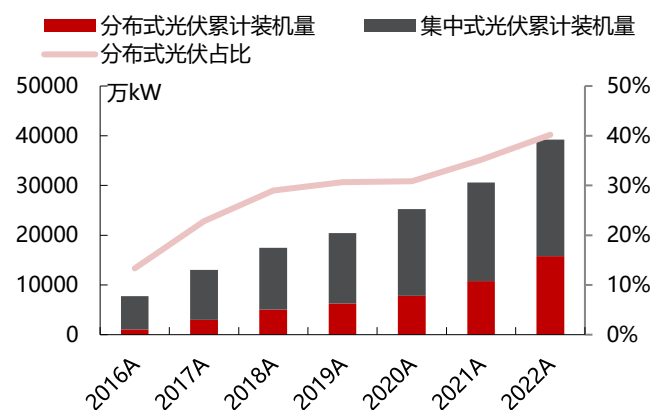
■ 光伏应用系统

中来股份控股子公司中来民生专注于分布式光伏电站、家庭光伏电站的开发、设计、建设运维等业务中来新能源致力于光伏+的业态创新和开发。

2021 年 2 月，中来民生与国电投旗下中电投电力工程有限公司签订了《中电投电力工程有限公司与苏州中来民生能源有限公司合资协议》，双方合资新设上海源烨新能源有限公司，中电投持有其 70% 股权，中来民生持有其 30% 股权。

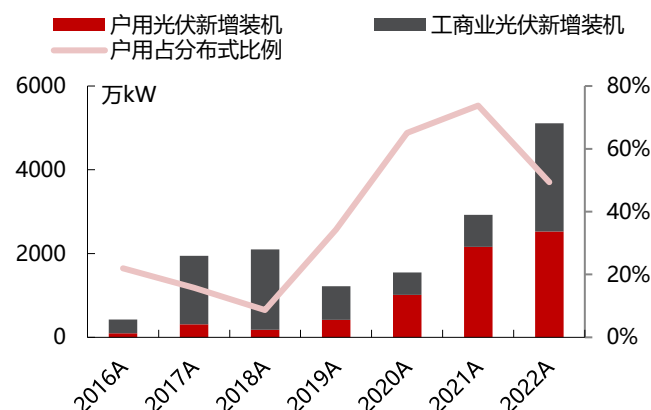
合同约定上海源烨设立后的首年装机量目标值为至少并网发电 1.2GW，第二至第五年的年平均新增装机容量目标值不低于 1.5GW，且设立满 5 年累计装机容量达 7.2GW 以上，同时，优先考虑中来民生或中来民生关联企业承接上海源烨项目的开发、设计、材料采购、电站建设并签署 EPC 协议。

图36：2016-2022 年全国光伏累计装机量



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

图37：2016-2022 年全国分布式光伏新增装机量

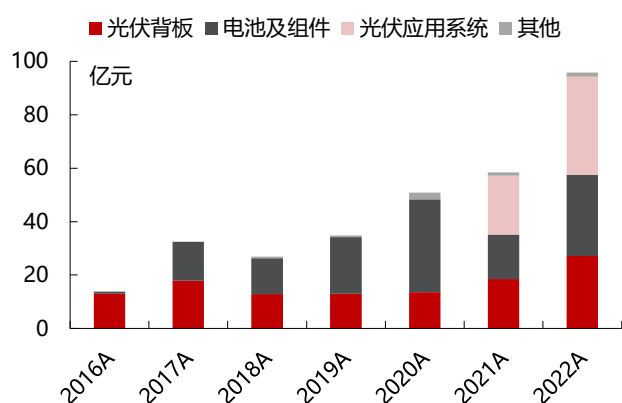


资料来源：国家能源局，民生证券研究院

受限于浙能集团内部的业务划分与同业竞争关系，公司难以直接控股发展集

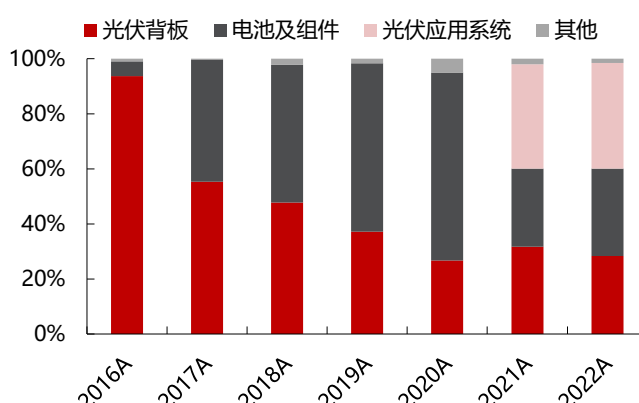
中式风、光新能源项目，此前更多借助私募股权基金模式参与新能源开发，此番入主中来，双方有望在户用光伏开发领域实现深度合作。

复盘中来股份营收结构，2016-2020 年主要是背板和电池及组件贡献收入，2021 年中来股份调整户用分布式光伏业务模式，积极布局整县分布式光伏开发，将电池组件和光伏系统进行了分拆，自始形成三轮驱动发展模式。2022 年光伏背板、电池及组件、光伏应用系统营收分别为 27.15、30.33、36.75 亿元，占比分别为 28.3%、31.7%、38.4%。

图38：2016-2022 年中来股份营收情况


资料来源：中来股份公告，民生证券研究院

注：2019、2020 年应为电池及组件及光伏系统收入

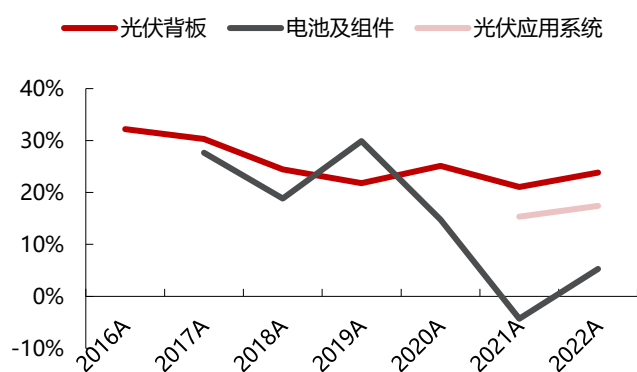
图39：2016-2022 年中来股份营收构成


资料来源：中来股份公告，民生证券研究院

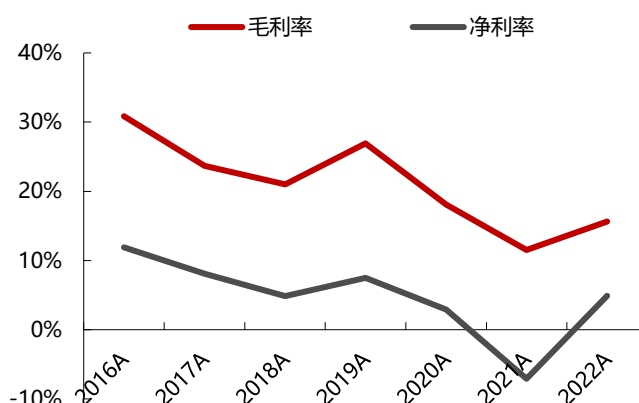
注：2019、2020 年应为电池及组件及光伏系统收入

中来股份光伏背板业务毛利率基本保持稳定，2016-2022 年维持在 20%以上；2021 年受原材料价格、海运费用上涨等因素的影响，电池及组件业务成本大幅上涨以致部分订单亏损，最终其毛利率为-4.3%，2022 年该业务盈利能力修复，毛利率恢复至 5.3%；光伏应用系统业务毛利率总体稳定，2021、2022 年分别为 15.3%、17.4%。

2022 年随着电池及组件利润率修复，中来股份整体毛利率、净利率回升至 15.6%、4.9%，较 2021 年分别提高 4.1、12.0pct。

图40：2016-2022 年中来股份分业务毛利率情况


资料来源：中来股份公告，民生证券研究院

图41：2016-2022 年中来股份毛利率&净利率情况


资料来源：中来股份公告，民生证券研究院

5 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

5.1.1 电力业务

对于公司 2023-2026 年主营电力（不含供热）板块的营收、成本预测，做以下几点假设：

- 新增装机：2023 年上半年公司乐清三期 2*100 万千瓦机组已经投产，目前在建六横二期 2*100 万千瓦机组预计 2024 年 12 月首机，假设 2025 年 6 月全投产，其余嘉华发电 7 号、8 号机组铭牌出力变更、滨海热电四期、镇海发电异地迁建预计均会在“十四五”期间完成；
- 利用小时：参考历史值，2022 年，公司煤电、气电平均利用小时分别约为 5188、1621 小时，新投产机组全年利用小时减半；
- 上网电价：煤电在浙江燃煤基准价基础上上浮一定比例，气电依据调价机制测算上网电量电价。

由此得到公司 2023-2025 年主营电力（不含供热）板块业务的收入预测如下：

表5：2023-2025 年浙能电力电力（不含供热）板块营业收入预测

主营-电力	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
装机容量-控股（万 kW）	2907.26	3047.96	3047.96	3247.96	3387.74	3487.74
发电量（亿 kWh）	1135.43	1468.13	1518.27	1590.57	1657.55	1748.44
厂用电率	5.76%	5.05%	5.46%	5.44%	5.43%	5.38%
上网电量（亿 kWh）	1069.98	1393.97	1435.40	1503.98	1567.50	1654.31
上网电价-平均（元/kWh 含税）	0.4026	0.3748	0.4434	0.4448	0.4453	0.4445
增值税税率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
营业收入-电力（亿元）	393.84	526.72	638.84	670.28	699.32	736.65
入炉标煤单价（元/吨，含天然气）	813.90	1066.93	1338.64	1137.84	1137.84	1137.84
营业成本-燃料（亿元）	256.70	439.34	568.99	506.54	527.93	557.17
营业成本（亿元）	331.17	559.82	692.15	633.84	660.73	695.81
毛利（亿元）	62.66	-33.10	-53.31	36.44	38.59	40.84
毛利率	15.91%	-6.28%	-8.34%	5.44%	5.52%	5.54%

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

5.1.2 中来股份

公司持有中来股份 9.70%的股份及 19.70%的表决权，为中来股份的控制方，自 2023 年 3 月，公司将中来股份纳入合并报表范围。

2023-2025 年中来股份业绩采取 Wind 一致性预期，截至 2023 年 8 月 1 日，中来股份预计 2023-2025 年实现营业收入 181.51、261.31、336.24 亿元，同比

分别+89.5%、+44.0%、+28.7%；实现归母净利润 10.22、15.73、20.92、亿元，同比分别+154.9%、+54.0%、+33.0%。

表6：2023-2025 年中来股份盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	50.85	58.20	95.77	181.51	261.31	336.24
YoY	46.2%	14.5%	64.6%	89.5%	44.0%	28.7%
营业成本 (亿元)	41.65	51.49	80.80	152.51	215.01	280.06
YoY	63.8%	23.6%	56.9%	88.8%	41.0%	30.3%
毛利润 (亿元)	9.20	6.71	14.97	28.99	46.30	56.18
YoY	10.8%	-119.9%	111.1%	93.7%	59.7%	21.3%
毛利率	18.1%	11.5%	15.6%	16.0%	17.7%	16.7%
归母净利润 (亿元)	0.97	-3.13	4.01	10.22	15.73	20.92
YoY	-60.1%	-422.7%	-228.1%	154.9%	54.0%	33.0%

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

综上，加上供热、煤炭贸易与其他业务，得到公司 2023-2025 年盈利预测：

表7：2023-2025 年浙能电力盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	516.844	710.732	801.946	1017.499	1130.378	1246.872
YoY	-4.9%	37.5%	12.8%	26.9%	11.1%	10.3%
营业收入-电力 (亿元)	393.84	526.72	638.84	670.28	699.32	736.65
YoY	-5.3%	33.7%	21.3%	4.9%	4.3%	5.3%
营业收入-中来股份 (亿元)	50.85	58.2	95.77	181.51	261.31	336.24
YoY	46.2%	14.5%	64.6%	89.5%	44.0%	28.7%
营业收入-热力 (亿元)	39.60	61.52	77.22	80.71	84.75	88.99
YoY	7.8%	55.4%	25.5%	4.5%	5.0%	5.0%
营业收入-煤炭贸易&其他 (亿元)	83.41	122.49	85.89	85.00	85.00	85.00
YoY	-8.6%	46.9%	-29.9%	-1.0%	0.0%	0.0%
营业成本 (亿元)	441.47	725.75	833.64	930.06	1022.59	1126.03
YoY	-7.2%	64.4%	14.9%	11.6%	9.9%	10.1%
毛利润 (亿元)	75.37	-15.01	-31.69	87.44	107.79	120.84
YoY	10.8%	-119.9%	111.1%	-375.9%	23.3%	12.1%
毛利率	14.6%	-2.1%	-4.0%	8.59%	9.54%	9.69%
净利润 (亿元)	66.73	-20.01	-35.99	66.39	73.14	77.37
YoY	36.0%	-130.0%	79.9%		10.2%	5.8%
净利率	12.91%	-2.81%	-4.49%	6.53%	6.47%	6.21%
归母净利润 (亿元)	60.86	-8.55	-18.22	55.77	61.44	64.99
YoY	41.8%	-114.1%	113.1%		10.2%	5.8%
EPS-基本 (元)	0.45	-0.06	-0.14	0.42	0.46	0.48

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

5.2.1 相对估值

选取 A 股主要火电运营商江苏国信、粤电力 A、申能股份、上海电力、皖能电力作为可比上市公司，对应 2023 年 PE 均值为 14.2 倍。

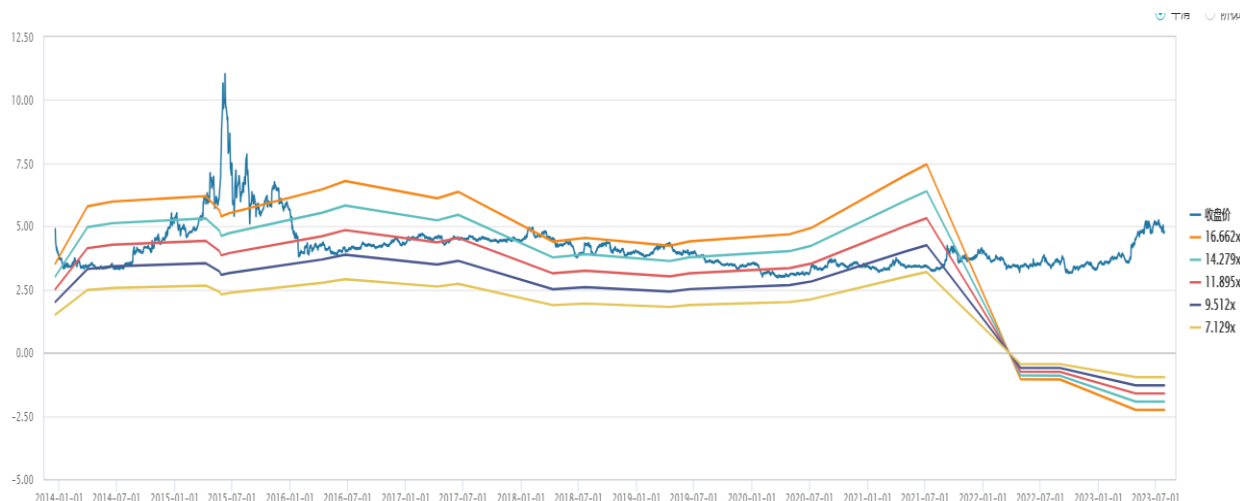
表8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600023.SH	浙能电力	5.05	-0.14	0.42	0.46	/	12.1	11.0
		均值				54.2	14.2	11.0
002608.SZ	江苏国信	7.49	0.02	0.58	0.69	415.1	13.0	10.9
000539.SZ	粤电力 A	7.28	-0.57	0.38	0.57	/	19.2	12.8
600642.SH	申能股份	6.98	0.22	0.68	0.78	31.7	10.2	9.0
600021.SH	上海电力	10.37	0.11	0.74	0.96	94.3	14.0	10.8
000543.SZ	皖能电力	6.95	0.19	0.48	0.59	36.6	14.5	11.8

资料来源：wind，民生证券研究院测算；

注：申能股份、江苏国信数据为民生预测；未覆盖可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 08 月 01 日。

图42：浙能电力 PE-band



资料来源：wind，民生证券研究院

5.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值，关键假设如下，参考 10 年期国债的收益率，考虑到利率波动，出于审慎性原则，无风险利率假定为 2.70%， β 系数假定为 0.5。

当 WACC 上下波动 0.5%时，测算得到公司每股价值区间为 5.10-6.40 元，对应 2023 年 PE 区间为 12.3-15.4 倍。

表9：浙能电力 DCF 假设参数

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	2.70%	风险溢价 (Rm-Rf)	5.30%
公司β系数	0.5	Ke	8.35%
Kd	4.00%	T	16.00%
Wd	32.61%	We	67.39%
WACC	6.72%	永续增长率	0.00%
公司特质性风险溢价 Rc (%)	3.00%		

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表10：浙能电力 DCF 估值敏感性分析表

永续增长率	WACC						
	6.12%	6.32%	6.52%	6.72%	6.92%	7.12%	7.32%
0.00%	6.40	6.15	5.91	5.69	5.48	5.29	5.10

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

综上，考虑到公司新投产机组以及入股中来股份带来的增长空间，结合公司历史估值及可比公司数据，综合考量相对估值和绝对估值，给予公司 2023 年 13.0 倍 PE，对应目标价 5.46 元。

5.3 投资建议

在当前电力供应紧张局面下，公司火电机组利用小时与电价有望维持高位，1H23 业绩预告已验证公司业绩修复高弹性。公司正常经营年度分红比例维持在 50% (含) 以上的水平，随着公司业绩修复，高股息回报可期。核电板块稳定的投资收益对公司业绩提供了有力的支撑，且有望随参股在建项目投产进一步提升。通过入主中来股份，公司有望破局新能源发展桎梏。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.42/0.46/0.48 元，对应 2023 年 8 月 1 日收盘价 PE 分别 12.1/11.0/10.4 倍。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2023 年 13.0 倍 PE，目标价 5.46 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

1) 宏观经济下行导致用电需求下降的风险。电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响。发电企业经营状况与经济周期的相关性较高，经济下行周期将可能导致全社会用电需求减少，降低公司发电设备利用小时数，影响公司的盈利能力。

2) 燃料价格高位运行导致成本高企的风险。公司发电设备基本由燃煤机组和燃气机组构成，煤炭及天然气价格居高不下，燃料成本在公司营业成本中占比超过七成。煤炭去产能政策造成供应大幅下降，优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭供应，导致了电煤价格难以得到有效控制。

3) 电力市场竞争降低上网电价的风险。随着电力体制改革的深入，电力市场竞争加剧，交易电量及价差扩大，拉低公司平均上网电价，降低营业收入。

4) 政策推进不及预期的风险。存量核电机组的电量消纳、以及新建核电机组的开工建设不及预期。

5) 中来股份业务发展不及预期的风险。公司战略收购中来股份，于 2023 年 3 月进行并表，若未来中来股份自身业务经营不善，则可能对公司发展产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	80195	101750	113038	124687
营业成本	83364	93006	102259	112603
营业税金及附加	330	547	600	647
销售费用	0	257	444	572
管理费用	1649	2201	2653	2998
研发费用	261	705	1045	1282
EBIT	-5226	5522	6583	7189
财务费用	1271	1426	1746	1954
资产减值损失	-137	-150	-150	-150
投资收益	3299	3867	3929	4033
营业利润	-3172	7824	8627	9131
营业外收支	78	80	80	80
利润总额	-3094	7904	8707	9211
所得税	505	1265	1393	1474
净利润	-3599	6639	7314	7737
归属于母公司净利润	-1822	5577	6144	6499
EBITDA	626	11330	12923	14096

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13123	13701	11520	11723
应收账款及票据	9172	13640	15155	16719
预付款项	698	744	818	901
存货	5536	5965	6574	7254
其他流动资产	1216	1811	1860	1911
流动资产合计	29745	35861	35927	38507
长期股权投资	30123	33990	37919	41952
固定资产	42292	46339	51617	55960
无形资产	2439	2439	2439	2439
非流动资产合计	91247	106468	114765	121931
资产合计	120992	142329	150692	160439
短期借款	10615	12284	12284	12284
应付账款及票据	9374	10447	11487	12649
其他流动负债	6557	6700	3791	4088
流动负债合计	26547	29432	27562	29021
长期借款	24540	31918	37518	41018
其他长期负债	2348	3721	3721	3721
非流动负债合计	26887	35639	41239	44739
负债合计	53434	65071	68801	73760
股本	13409	13409	13409	13409
少数股东权益	6273	10424	11595	12833
股东权益合计	67558	77258	81891	86678
负债和股东权益合计	120992	142329	150692	160439

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.83	26.88	11.09	10.31
EBIT 增长率	-44.94	205.66	19.20	9.21
净利润增长率	-117.81	406.02	10.16	5.78
盈利能力 (%)				
毛利率	-3.95	8.59	9.54	9.69
净利润率	-2.27	5.48	5.44	5.21
总资产收益率 ROA	-1.51	3.92	4.08	4.05
净资产收益率 ROE	-2.97	8.34	8.74	8.80
偿债能力				
流动比率	1.12	1.22	1.30	1.33
速动比率	0.85	0.94	0.99	1.00
现金比率	0.49	0.47	0.42	0.40
资产负债率 (%)	44.16	45.72	45.66	45.97
经营效率				
应收账款周转天数	37.19	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	24.24	24.00	24.00	24.00
总资产周转率	0.68	0.77	0.77	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	-0.14	0.42	0.46	0.48
每股净资产	4.57	4.98	5.24	5.51
每股经营现金流	0.02	0.53	0.79	0.87
每股股利	0.00	0.20	0.22	0.28
估值分析				
PE	-37	12	11	10
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	161.33	8.92	7.82	7.17
股息收益率 (%)	0.00	3.96	4.36	5.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-3599	6639	7314	7737
折旧和摊销	5853	5808	6340	6907
营运资金变动	-268	-3258	-1100	-1088
经营活动现金流	224	7101	10577	11656
资本开支	-5227	-13834	-10508	-9838
投资	-2836	-2191	0	0
投资活动现金流	-5816	-16647	-10508	-9838
股权募资	355	0	0	0
债务募资	9622	8423	2414	3500
筹资活动现金流	7861	7035	-2250	-1615
现金净流量	2278	-2511	-2181	203

插图目录

图 1: 浙能电力股权结构 (截至 1Q23)	3
图 2: A 股 16 家省级发电上市公司 2022 年控股装机容量对比	5
图 3: A 股 16 家发电上市公司 2022 年发电量对比	5
图 4: 2016-2022 年浙江省用电量及增速	6
图 5: 2016-2022 年浙江省发电装机容量及增速	6
图 6: 2016-2022 年浙江省新增装机容量情况	7
图 7: 2016-2022 年浙江省新增装机容量结构 (单位: 万千瓦)	7
图 8: 2016-2022 年浙江省发、用电量情况	8
图 9: 2016-2022 年浙江省火电利用小时情况	8
图 10: 2016-2022 年浙能电力发电量情况	8
图 11: 2016-2022 年浙能电力供热量情况	8
图 12: 2016-2022 年浙能电力营业收入情况	9
图 13: 2016-2022 年浙能电力营业收入结构	9
图 14: 2016-2022 年浙能电力火电平均上网电价	9
图 15: 秦皇岛港 Q5500 动力煤价格走势	9
图 16: 2016-2022 年浙能电力电力业务毛利润情况	10
图 17: 2016-2022 年浙能电力归母净利润情况	10
图 18: 2016-2022 年浙能电力资产收益率情况	10
图 19: 2016-2022 年浙能电力资产负债率情况	10
图 20: 2016-2020 年部分火电企业 ROE (加权) 比较	11
图 21: 2016-2020 年浙能电力分红情况	11
图 22: 2020 年浙能电力股息率达 6.2%	11
图 23: 2016-2020 年部分火电企业分红比率比较	11
图 24: 2016-2022 年浙能电力核电投资收益	13
图 25: 2016-2022 年浙能电力核电投资收益占比	13
图 26: 全球核电并网机组数量及装机容量	13
图 27: 全球核电在建机组数量及装机容量	13
图 28: 全球核电发电量在总发电量中的占比变化	14
图 29: 国内核电发电量在总发电量中的占比变化	14
图 30: 国内核电装机容量预测 (截至 2023 年 7 月)	14
图 31: 国内核电机组数预测 (截至 2023 年 7 月)	14
图 32: 中来股份股权结构及业务布局 (截至 1Q23)	15
图 33: 2016-2022 年中来股份营业收入变化情况	16
图 34: 2016-2022 年中来股份归母净利润变化情况	16
图 35: 中来股份在光伏产业链中的业务布局	16
图 36: 2016-2022 年全国光伏累计装机量	17
图 37: 2016-2022 年全国分布式光伏新增装机量	17
图 38: 2016-2022 年中来股份营收情况	18
图 39: 2016-2022 年中来股份营收构成	18
图 40: 2016-2022 年中来股份分业务毛利率情况	18
图 41: 2016-2022 年中来股份毛利率&净利率情况	18
图 42: 浙能电力 PE-band	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 浙能电力控、参股火电装机	4
表 2: “十四五”期间浙能电力预计新增装机	5
表 3: 浙江省电力发展“十四五”规划 (单位: 万千瓦)	7
表 4: 浙能电力核电权益装机 (单位: 万千瓦)	12

表 5: 2023-2025 年浙能电力电力（不含供热）板块营业收入预测	19
表 6: 2023-2025 年中来股份盈利预测	20
表 7: 2023-2025 年浙能电力盈利预测	20
表 8: 可比公司 PE 数据对比	21
表 9: 浙能电力 DCF 假设参数	22
表 10: 浙能电力 DCF 估值敏感性分析表	22
公司财务报表数据预测汇总	24

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026