

参股核电稳中有增，控、参火电释放业绩弹性

2023 年 08 月 30 日

➤ **事件概述：**8 月 29 日，公司发布 2023 年半年度报告，报告期内实现营业收入 417.29 亿元，同比增长 16.16%；归属于上市公司股东的净利润 27.79 亿元，同比增长 602.81%；归属于上市公司股东的扣非净利润 26.22 亿元，同比增长 1000.00%。

➤ **Q2 电量修复，煤价下行，业绩弹性充分释放：**因 2Q22 公共卫生事件和西南水电大发造成的低基数效应，2Q23 浙江省内用电量同比增长 9.9%，火电发电量同比增长 21.9%，公司单季度火电完成发电量 422.68 亿千瓦时，同比增长 32.2%。剔除并表中来股份营收、成本，Q2 公司实现营收 210.27 亿元，同比增长 19.4%，受益年初以来的煤价下降，实现毛利 15.09 亿元，同比增加 23.53 亿元，毛利率提高 12.0 个百分点至 7.2%。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上半年投产，同时考虑 6 月以来煤价走势，量增与降本同时发力，Q3 单季利润有望延续 Q2 高增趋势。

➤ **参股核电稳中有增，火电大幅改善：**1H23 公司实现投资净收益 25.20 亿元，同比增加 4.11 亿元，增幅 19.5%，其中，参股核电贡献投资收益 10.83 亿元，同比增加 2.26 亿元，增幅 26.4%，分别占当期投资净收益、利润总额的 43.0%、30.6%，核电稳定收益成为公司业绩压舱石；此外，参股火电实现投资收益 9.11 亿元，同比增加 2.63 亿元，增幅 40.5%。

➤ **新能源产业链协同值得期待：**1H23 中来实现营收 57.61 亿元，同比增长 24.2%，但光伏背板业务成本提高导致毛利率下降 1.5 个百分点至 15.1%；实现归母净利润 2.36 亿元，同比增长 2.4%。入主中来之后，公司通过私募股权与中来双向破局新能源发展桎梏，后续的产业链协同效应值得期待。

➤ **投资建议：**Q2 公司电量修复，业绩高弹性充分释放，新机组投产释放增量，Q3 业绩有望延续当前高增长；参股核电板块投资收益稳中有增、火电投资收益大幅改善。维持对公司盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.42/0.46/0.48 元，对应 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 10.7/9.7/9.2 倍。参考公司历史估值水平，给予公司 2023 年 13 倍 PE，目标价 5.46 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 宏观经济承压降低用电需求；2) 燃料价格上涨提高运营成本；3) 电力市场竞争降低上网电价；4) 供应结构调整压制机组出力。

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	/	10.7	9.7	9.2
PB	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 29 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

4.46 元

目标价：

5.46 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1. 长三角火电四小龙系列（二）：浙能电力（600023.SH）首次覆盖报告：第六大火电，核电压舱、中来破局-2023/08/02

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	/	10.7	9.7	9.2
PB	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	148.70	8.22	7.21	6.61
股息收益率 (%)	0.00	4.48	4.93	6.28

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

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。本报告清晰准确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