



控、参火电 “弹性十足”

2023 年 10 月 27 日

➤ **事件概述：**10 月 27 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度实现营业收入 695.06 亿元，同比增长 14.2%（经重述）；归母净利润 59.62 亿元，同比增长 1217.3%（经重述）；扣非归母净利润 56.62 亿元，同比增长 2461.4%（经重述）。第三季度公司实现营业收入 277.77 亿元，同比增长 11.3%（经重述）；归母净利润 31.84 亿元，同比增长 5459.9%（经重述）；扣非归母净利润 30.40 亿元，同比增长 6511.9%（经重述）。

➤ **Q3 业绩持续改善：**3Q23 浙江省内用电量同比增长 8.0%至 1875 亿千瓦时，需求虽旺但因外来电挤压，公司单季度火电完成发电量 458.16 亿千瓦时，同比下降 5.6%，环比增长 8.4%；我们测算 Q3 平均上网电价约 0.441 元/千瓦时，同比增长 0.6%，环比增长 0.9%。剔除并表中来股份营收、成本，Q3 公司实现营收 237.98 亿元，同比下降 4.7%，低于电量下滑幅度；受益年初以来的煤价下降，实现毛利 37.18 亿元，同比增加 37.15 亿元，毛利率提高 15.6 个百分点至 15.6%，环比提高 8.4 个百分点，Q3 单季利润持续改善。

➤ **投资收益增厚业绩：**Q3 公司实现投资净收益 13.92 亿元，同比增加 6.13 亿元，增幅 78.6%，考虑到参股核电业绩稳定，投资收益大幅上行或因参股火电投资业绩修复。

➤ **中来业绩向好，产业协同渐显：**Q3 中来实现营收 39.80 亿元，同比增长 33.3%，单季度毛利率提升 3.6 个百分点至 19.5%；实现归母净利润 2.47 亿元，同比增加 1.35 亿元，增幅 120.3%。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：**Q3 公司电量虽有微降，但受益燃料成本改善，业绩高弹性充分释放；参股火电投资收益同向大幅改善进一步增厚业绩。根据电量、电价以及燃料成本变化，调整对公司盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.49/0.53/0.56 元（前值 0.42/0.46/0.48 元），对应 10 月 27 日收盘价 PE 分别为 9.2/8.4/8.0 倍。参考公司历史估值水平，给予公司 2023 年 12.0 倍 PE，目标价 5.88 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）	80,195	101,750	113,038	124,687
增长率（%）	12.8	26.9	11.1	10.3
归属母公司股东净利润（百万元）	-1,829	6,542	7,163	7,546
增长率（%）	-118.5	457.8	9.5	5.4
每股收益（元）	-0.14	0.49	0.53	0.56
PE	/	9.2	8.4	8.0
PB	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

4.51 元

目标价：

5.88 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.浙能电力 (600023.SH) 2023 年半年报点评：参股核电稳中有增，控、参火电释放业绩弹性-2023/08/30

2.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	80,195	101,750	113,038	124,687
营业成本	83,364	92,112	101,327	111,620
营业税金及附加	330	547	600	647
销售费用	0	257	444	572
管理费用	1,649	2,201	2,653	2,998
研发费用	261	705	1,045	1,282
EBIT	-5,226	6,416	7,514	8,172
财务费用	1,271	1,432	1,729	1,949
资产减值损失	-137	-166	-150	-150
投资收益	3,293	4,363	4,425	4,529
营业利润	-3,178	9,191	10,071	10,615
营业外收支	78	80	80	80
利润总额	-3,100	9,271	10,151	10,695
所得税	505	1,483	1,624	1,711
净利润	-3,605	7,788	8,527	8,984
归属于母公司净利润	-1,829	6,542	7,163	7,546
EBITDA	626	12,224	13,854	15,080

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,123	16,135	12,985	13,936
应收账款及票据	9,172	13,640	15,155	16,719
预付款项	698	737	811	893
存货	5,536	5,907	6,513	7,189
其他流动资产	1,216	1,421	1,470	1,520
流动资产合计	29,745	37,839	36,933	40,258
长期股权投资	30,051	34,414	38,839	43,368
固定资产	42,292	46,339	51,617	55,960
无形资产	2,439	2,439	2,439	2,439
非流动资产合计	91,176	106,870	115,663	123,324
资产合计	120,921	144,708	152,595	163,582
短期借款	10,615	12,284	12,284	12,284
应付账款及票据	9,374	10,347	11,382	12,538
其他流动负债	6,557	8,035	3,442	3,738
流动负债合计	26,547	30,667	27,108	28,561
长期借款	24,540	32,229	37,829	41,329
其他长期负债	2,348	3,384	3,384	3,384
非流动负债合计	26,887	35,613	41,213	44,713
负债合计	53,434	66,280	68,321	73,274
股本	13,409	13,409	13,409	13,409
少数股东权益	6,273	10,608	11,972	13,410
股东权益合计	67,486	78,429	84,274	90,308
负债和股东权益合计	120,921	144,708	152,595	163,582

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	222.76	17.12	8.76
净利润增长率	-118.54	457.75	9.49	5.36
盈利能力 (%)				
毛利率	-3.95	9.47	10.36	10.48
净利润率	-2.28	6.43	6.34	6.05
总资产收益率 ROA	-1.51	4.52	4.69	4.61
净资产收益率 ROE	-2.99	9.65	9.91	9.81
偿债能力				
流动比率	1.12	1.23	1.36	1.41
速动比率	0.85	0.98	1.06	1.09
现金比率	0.49	0.53	0.48	0.49
资产负债率 (%)	44.19	45.80	44.77	44.79
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	0.76	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	-0.14	0.49	0.53	0.56
每股净资产	4.57	5.06	5.39	5.73
每股经营现金流	0.02	0.61	0.84	0.93
每股股利	0.00	0.20	0.22	0.28
估值分析				
PE	/	9.2	8.4	8.0
PB	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	144.79	7.42	6.54	6.01
股息收益率 (%)	0.00	4.43	4.88	6.21

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-3,605	7,788	8,527	8,984
折旧和摊销	5,853	5,808	6,340	6,907
营运资金变动	-268	-3,251	-1,102	-1,090
经营活动现金流	224	8,188	11,305	12,417
资本开支	-5,227	-13,834	-10,508	-9,838
投资	-2,836	-2,127	0	0
投资活动现金流	-5,816	-17,035	-10,508	-9,838
股权募资	355	0	0	0
债务募资	9,622	10,102	730	3,500
筹资活动现金流	7,861	8,770	-3,947	-1,627
现金净流量	2,278	-77	-3,150	951

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