



浙能电力 (600023.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

火电盈利弹性兑现,分红重视股东回报

业绩简评

4月28日晚间公司发布23年年报及24年一季报,23全年实现营业收入959.8亿元,同比+19.7%;实现归母净利润65.2亿元,同比扭亏为盈。1Q24实现营业收入200.2亿元,同比+13.5%;实现归母净利润18.2亿元,同比+79.6%。2023年度计划现金分红0.25元/股,分红比例约51.4%,当前股价对应股息率约4.0%。

经营分析

浙江电力供需仍偏紧,23年公司煤机利用小时数同比+123小时。23年浙江省用电量同比+6.8%、最大负荷同比增长8.2%。火电作为电力系统的“压舱石”承担顶峰保供责任。23年迎峰度夏期间,浙江省内燃煤机组最高负荷率达97.3%,较22年历史最高值提升0.2pct;而公司煤机占全省统调煤电装机规模的57.6%,23年利用小时数达5533小时、同比+123小时。叠加乐电三期在迎峰度夏前投产,全年完成发电量1632.4亿度,同比+7.4%。

1Q24营收增速低于电量增速,或受电价下降及光伏产品销量减少拖累。1Q24公司完成上网电量383.5亿千瓦时、同比+18.0%;其中火电占比99.8%;同期公司实现营业收入200.2亿元、同比+13.5%。从浙江省工商业代理购电价格来看,3M23平均上网电价接近该年度电力年度双边协商成交均价;3M24代理购电交易价格为480.4元/MWh、同比-3.5%,煤电容量电费13.9元/MWh,两电价合计同比下降约0.7%。另外,1Q24中来股份营收同比下降52.4%,主因光伏制造产品销售规模减小。

主营业务与股权投资带来充沛现金流,为高比例分红提供条件。受益于市场煤价下行,23年公司主营业务盈利能力大幅改善,电力板块毛利率7.4%、同比大幅提升15.8pct;公司实现经营性现金流净额114.8亿、同比大增5022%。此外,23年公司参股浙江省内秦山核电及三门核电取得投资收益14.7亿、现金分红10.5亿;参股国能集团等煤电一体化企业控股的火电资产取得投资收益20.0亿元、现金分红16.8亿元。现金流充沛为分红提供基础,23年公司年度计划现金分红0.25元/股,分红比例达约51.4%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024~2026年分别实现归母净利润84.0/93.4/115.0亿元,EPS分别为0.63/0.70/0.86元,公司股票现价对应PE估值分别为10倍、9倍和7倍,维持“买入”评级。

风险提示

新项目进展、煤价下行程度、电力需求、电力市场化进展、中来股份业绩不及预期等风险

国金证券研究所

分析师:许隽逸 (执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

联系人:唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 6.19元

相关报告:

- 《浙能电力公司点评:煤价下行,业绩弹性超预期释放》, 2023.10.28
- 《浙能电力公司深度研究:煤价向下、装机向上,加码业绩弹性》, 2023.9.11



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	80,195	95,975	100,673	100,827	107,033
营业收入增长率	12.8%	19.7%	4.9%	0.2%	6.2%
归母净利润(百万元)	-1,829	6,520	8,398	9,340	11,504
归母净利润增长率	112.3%	456.5%	28.8%	11.2%	23.2%
摊薄每股收益(元)	-0.136	0.486	0.626	0.697	0.858
每股经营性现金流净额	0.02	0.86	0.84	1.06	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	-3.0%	9.7%	11.0%	11.5%	13.3%
P/E	-25.59	9.48	9.88	8.89	7.21
P/B	0.76	0.92	1.09	1.03	0.96

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	71,073	80,195	95,975	100,673	100,827	107,033
增长率	12.8%	19.7%	19.7%	4.9%	0.2%	6.2%
主营业务成本	-72,575	-83,364	-86,941	-89,687	-88,937	-92,397
%销售收入	102.1%	104.0%	90.6%	89.1%	88.2%	86.3%
毛利	-1,501	-3,169	9,034	10,986	11,890	14,636
%销售收入	n.a	n.a	9.4%	10.9%	11.8%	13.7%
营业税金及附加	-465	-330	-416	-403	-403	-428
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	0	0	-189	-232	-232	-246
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-1,575	-1,649	-2,060	-2,315	-2,420	-2,676
%销售收入	2.2%	2.1%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%
研发费用	-389	-261	-536	-503	-504	-535
%销售收入	0.5%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	-3,930	-5,410	5,833	7,533	8,330	10,750
%销售收入	n.a	n.a	6.1%	7.5%	8.3%	10.0%
财务费用	-965	-1,271	-1,235	-800	-658	-549
%销售收入	1.4%	1.6%	1.3%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-22	-169	-597	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-1	-67	-38	0	0
投资收益	1,572	3,293	4,609	5,070	5,425	5,968
%税前利润	-55.5%	-106.2%	50.6%	42.3%	40.7%	36.3%
营业利润	-2,927	-3,178	9,304	12,130	13,463	16,534
营业利润率	n.a	n.a	9.7%	12.0%	13.4%	15.4%
营业外收支	93	78	-198	-150	-120	-100
税前利润	-2,834	-3,100	9,107	11,980	13,343	16,434
利润率	n.a	n.a	9.5%	11.9%	13.2%	15.4%
所得税	827	-505	-1,204	-1,785	-2,001	-2,465
所得税率	n.a	n.a	13.2%	14.9%	15.0%	15.0%
净利润	-2,006	-3,605	7,903	10,195	11,342	13,969
少数股东损益	-1,145	-1,777	1,383	1,797	2,001	2,465
归属于母公司的净利润	-861	-1,829	6,520	8,398	9,340	11,504
净利率	n.a	n.a	6.8%	8.3%	9.3%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-2,006	-3,605	7,903	10,195	11,342	13,969
少数股东损益	-1,145	-1,777	1,383	1,797	2,001	2,465
非现金支出	5,905	6,021	6,934	6,564	7,239	8,154
非经营收益	-1,799	-1,925	-2,744	-3,528	-4,310	-4,939
营运资金变动	-1,253	-268	-615	-1,952	4	-569
经营活动现金净流	846	224	11,477	11,280	14,275	16,615
资本开支	-4,649	-5,227	-8,538	-6,534	-8,465	-6,420
投资	-3,841	-2,836	-2,527	-1,768	-2,000	-2,000
其他	2,626	2,248	3,799	5,054	5,425	5,968
投资活动现金净流	-5,864	-5,816	-7,266	-3,248	-5,040	-2,452
股权募资	28	355	349	0	0	0
债权募资	3,015	9,622	4,279	-8,444	-2,851	-3,999
其他	-5,754	-2,115	-3,034	-1,212	-5,681	-6,696
筹资活动现金净流	-2,711	7,861	1,594	-9,656	-8,532	-10,695
现金净流量	-7,726	2,278	5,773	-1,624	704	3,468

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,864	13,123	19,364	17,684	18,336	21,755
应收款项	9,774	9,523	14,297	14,097	14,119	14,987
存货	4,329	5,536	6,538	6,880	6,823	7,088
其他流动资产	2,184	1,562	2,246	2,504	2,497	2,569
流动资产	27,152	29,745	42,444	41,165	41,774	46,400
%总资产	23.5%	24.6%	28.8%	27.8%	27.5%	29.6%
长期投资	34,123	37,639	42,465	44,561	46,661	48,761
固定资产	48,581	47,259	53,264	53,099	53,968	51,904
%总资产	42.0%	39.1%	36.2%	35.9%	35.6%	33.1%
无形资产	2,802	3,127	4,828	5,136	5,444	5,744
非流动资产	88,477	91,176	104,797	106,719	109,940	110,221
%总资产	76.5%	75.4%	71.2%	72.2%	72.5%	70.4%
资产总计	115,629	120,921	147,241	147,884	151,714	156,621
短期借款	12,162	15,035	16,248	8,926	10,075	9,076
应付款项	9,505	10,208	13,512	12,117	12,017	12,487
其他流动负债	1,430	1,304	2,296	2,207	2,268	2,435
流动负债	23,097	26,547	32,057	23,250	24,360	23,999
长期贷款	18,136	24,540	32,026	31,226	27,226	24,226
其他长期负债	2,673	2,348	3,190	2,941	2,888	2,840
负债	43,906	53,434	67,274	57,417	54,475	51,065
普通股股东权益	63,867	61,213	67,405	76,108	80,878	86,730
其中：股本	13,601	13,409	13,409	13,409	13,409	13,409
未分配利润	18,274	16,083	22,054	30,452	35,122	40,874
少数股东权益	7,856	6,273	12,563	14,360	16,361	18,826
负债股东权益合计	115,629	120,921	147,241	147,884	151,714	156,621

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.063	-0.136	0.486	0.626	0.697	0.858
每股净资产	4.696	4.565	5.027	5.676	6.032	6.468
每股经营现金净流	0.062	0.017	0.856	0.841	1.065	1.239
每股股利	0.230	0.000	0.000	0.000	0.348	0.429
回报率						
净资产收益率	-1.35%	-2.99%	9.67%	11.03%	11.55%	13.26%
总资产收益率	-0.74%	-1.51%	4.43%	5.68%	6.16%	7.35%
投入资本收益率	-2.69%	-5.81%	3.90%	4.84%	5.20%	6.50%
增长率						
主营业务收入增长率	37.51%	12.83%	19.68%	4.89%	0.15%	6.15%
EBIT 增长率	N/A	37.65%	#####	29.14%	10.59%	29.05%
净利润增长率	#####	112.34%	456.55%	28.81%	11.21%	23.17%
总资产增长率	1.03%	4.58%	21.77%	0.44%	2.59%	3.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.4	38.0	40.1	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	17.8	21.6	25.3	28.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	33.4	36.3	42.6	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	240.0	192.5	178.1	162.0	158.3	148.9
偿债能力						
净负债/股东权益	26.70%	39.20%	36.15%	24.83%	19.50%	10.94%
EBIT 利息保障倍数	-4.1	-4.3	4.7	9.4	12.7	19.6
资产负债率	37.97%	44.19%	45.69%	38.83%	35.91%	32.60%

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	1	6	12	13	22
增持	1	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.14	1.19	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-11	买入	4.47	5.39~5.39
2	2023-10-28	买入	4.51	N/A

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究