



# 浙能电力 (600023.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 电量承压，煤电价差扩大增利

### 业绩简评

8月29日公司发布24年半年报，1H24实现营收401.6亿，同比-3.8%；实现归母净利润39.3亿，同比+41.3%；扣非后归母净利润36.2亿，同比+38.2%。2Q24实现营收201.4亿，同比-16.4%；实现归母净利润21.1亿，同比+19.4%。

### 经营分析

**1H24 完成上网电量同比+0.7%，主要受外来水电挤出影响。**1H24 公司完成上网电量714.4亿度，其中1Q24/2Q24分别完成约364/351亿度，同比分别+18.0%/-12.6%。公司火电电量占比超99%，2Q24上网电量同/环比下滑主因：1) 2Q24 来水改善促西南水电大幅增发，5、6M24 浙江省输入电量分别同比+25.6%、+35.3%，火电发挥调节功能降低负荷，让发电空间于清洁能源；2) 6M24 持续降水天气致迎峰度夏延迟开启，杭州平均气温较上年同期低2度，当月浙江省三产、居民用电量分别同比下降0.1%、4.7%。而7月以来，极端高温天气持续影响浙江，3Q24 用电增速回升及六横二期3号机组迎峰度夏前并网发电，有望带动公司火电发电量重回增长。

**平均电价同比下降约 2.3%，光伏制造贡献主要营收降幅。**测算1H24 公司综合平均上网电价约0.434元/kWh (不含税)，同比下降约1分/kWh。电量同比基本持平而电价下滑，使1H24 售电收入同比-1.6%。但电价下滑并非公司营收下降的主因，上半年售电/供热/光伏制造业务分别对公司总营收降幅的31.7%/11.6%/78.6%负责。控股光伏制造子公司营收与业绩下滑，主因受光伏装机增速下滑、海外贸易摩擦加剧及电网消纳等问题影响，光伏产业链竞争加剧、进入产能出清阶段，行业内产品“价减量增”。

**煤电价差扩大增利，参股煤电联营及核电资产稳定贡献投资收益。**1H24 秦港5500大卡动力煤市场均价较23年全年均价下降约91元/吨，公司充分受益于市场煤价下行、实现售电毛利率10.3%，较23年全年提升2.9pct。投资收益方面，核电相关投资收益8.3亿、同比减少2.5亿，主因泰山和三门核电大修致发电量下降；而火电相关投资收益同比增加2.5亿，主因燃料成本下降。

### 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84.1/97.9/117.6亿元，EPS分别为0.63/0.73/0.88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

公共事业与环保组

分析师：张君昊 (执业 S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.42 元

相关报告：

- 《浙能电力公司点评：火电盈利弹性兑现，分红重视股东回报》，2024.4.30
- 《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	96,882	97,712	100,515
营业收入增长率	12.8%	19.7%	0.9%	0.9%	2.9%
归母净利润(百万元)	-1,829	6,520	8,407	9,785	11,756
归母净利润增长率	112.3%	456.5%	29.0%	16.4%	20.1%
摊薄每股收益(元)	-0.136	0.486	0.627	0.730	0.877
每股经营性现金流净额	0.02	0.86	0.82	1.12	1.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	-3.0%	9.7%	11.7%	12.7%	14.1%
P/E	-25.59	9.48	10.24	8.80	7.32
P/B	0.76	0.92	1.19	1.12	1.04

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	96,882	97,712	100,515
增长率	12.8%	19.7%	19.7%	0.9%	0.9%	2.9%
主营业务成本	-72,575	-83,364	-86,941	-86,746	-85,682	-86,314
%销售收入	102.1%	104.0%	90.6%	89.5%	87.7%	85.9%
毛利	-1,501	-3,169	9,034	10,136	12,030	14,201
%销售收入	n.a	n.a	9.4%	10.5%	12.3%	14.1%
营业税金及附加	-465	-330	-416	-388	-391	-402
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	0	0	-189	-223	-225	-231
%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	-2,325	-2,345	-2,513
%销售收入	2.2%	2.1%	2.1%	2.4%	2.4%	2.5%
研发费用	-389	-261	-536	-484	-489	-503
%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	6,716	8,581	10,553
%销售收入	n.a	n.a	6.1%	6.9%	8.8%	10.5%
财务费用	-965	-1,271	-1,235	-909	-796	-611
%销售收入	1.4%	1.6%	1.3%	0.9%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-22	-169	-597	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-1	-67	-78	-70	-70
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%	44.2%	40.5%	37.1%
营业利润	-2,927	-3,178	9,304	11,670	13,605	16,304
营业利润率	n.a	n.a	9.7%	12.0%	13.9%	16.2%
营业外收支	93	78	-198	-200	-200	-200
税前利润	-2,834	-3,100	9,107	11,470	13,405	16,104
利润率	n.a	n.a	9.5%	11.8%	13.7%	16.0%
所得税	827	-505	-1,204	-1,720	-2,011	-2,416
所得税率	n.a	n.a	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-2,006	-3,605	7,903	9,749	11,394	13,689
少数股东损益	-1,145	-1,777	1,383	1,342	1,609	1,933
归属于母公司的净利润	-861	-1,829	6,520	8,407	9,785	11,756
净利率	n.a	n.a	6.8%	8.7%	10.0%	11.7%

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	9,749	11,394	13,689
少数股东损益	-1,145	-1,777	1,383	1,342	1,609	1,933
非现金支出	5,905	6,021	6,934	6,649	7,408	8,269
非经营收益	-1,799	-1,925	-2,744	-3,593	-3,965	-4,679
营运资金变动	-1,253	-268	-615	-1,812	233	-262
经营活动现金净流	846	224	11,477	10,994	15,070	17,017
资本开支	-4,649	-5,227	-8,538	-8,867	-6,979	-6,830
投资	-3,841	-2,836	-2,527	-2,053	-2,070	-2,070
其他	2,626	2,248	3,799	5,073	5,425	5,968
投资活动现金净流	-5,864	-5,816	-7,266	-5,847	-3,624	-2,932
股权募资	28	355	349	0	0	0
债权募资	3,015	9,622	4,279	1,571	-4,820	-6,189
其他	-5,754	-2,115	-3,034	-5,554	-6,098	-6,912
筹资活动现金净流	-2,711	7,861	1,594	-3,983	-10,918	-13,101
现金净流量	-7,726	2,278	5,773	1,163	529	984

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	20,471	20,948	21,882
应收款项	9,774	9,523	14,297	13,566	13,682	14,075
存货	4,329	5,536	6,538	6,654	6,573	6,621
其他流动资产	2,184	1,562	2,246	2,690	2,446	2,469
流动资产	27,152	29,745	42,444	43,382	43,649	45,048
%总资产	23.5%	24.6%	28.8%	28.3%	28.2%	28.7%
长期投资	34,123	37,639	42,465	45,040	47,140	49,240
固定资产	48,581	47,259	53,264	55,804	55,307	53,795
%总资产	42.0%	39.1%	36.2%	36.5%	35.7%	34.3%
无形资产	2,802	3,127	4,828	4,756	4,696	4,638
非流动资产	88,477	91,176	104,797	109,711	111,197	111,673
%总资产	76.5%	75.4%	71.2%	71.7%	71.8%	71.3%
资产总计	115,629	120,921	147,241	153,093	154,846	156,721
短期借款	12,162	15,035	16,248	22,063	20,243	19,054
应付款项	9,505	10,208	13,512	11,721	11,578	11,666
其他流动负债	1,430	1,304	2,296	2,173	2,340	2,454
流动负债	23,097	26,547	32,057	35,957	34,161	33,174
长期贷款	18,136	24,540	32,026	28,026	25,026	20,026
其他长期负债	2,673	2,348	3,190	3,040	2,988	2,939
负债	43,906	53,434	67,274	67,023	62,175	56,139
普通股股东权益	63,867	61,213	67,405	72,165	77,158	83,136
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	26,258	31,150	37,028
少数股东权益	7,856	6,273	12,563	13,904	15,513	17,446
负债股东权益合计	115,629	120,921	147,241	153,093	154,846	156,721

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.063	-0.136	0.486	0.627	0.730	0.877
每股净资产	4.696	4.565	5.027	5.382	5.754	6.200
每股经营现金净流	0.062	0.017	0.856	0.820	1.124	1.269
每股股利	0.230	0.000	0.000	0.314	0.365	0.438
回报率						
净资产收益率	-1.35%	-2.99%	9.67%	11.65%	12.68%	14.14%
总资产收益率	-0.74%	-1.51%	4.43%	5.49%	6.32%	7.50%
投入资本收益率	-2.69%	-5.81%	3.90%	4.14%	5.22%	6.34%
增长率						
主营业务收入增长率	37.51%	12.83%	19.68%	0.94%	0.86%	2.87%
EBIT 增长率	N/A	37.65%	#####	15.14%	27.77%	22.98%
净利润增长率	#####	112.34%	456.55%	28.95%	16.39%	20.14%
总资产增长率	1.03%	4.58%	21.77%	3.97%	1.14%	1.21%
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	178.5	168.4	165.5
偿债能力						
净负债/股东权益	26.70%	39.20%	36.15%	34.41%	26.24%	17.10%
EBIT 利息保障倍数	-4.1	-4.3	4.7	7.4	10.8	17.3
资产负债率	37.97%	44.19%	45.69%	43.78%	40.15%	35.82%

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	9	15	21	43
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.12	1.13	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
3	2024-04-30	买入	6.19	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