

火电

浙能电力（600023.SH）

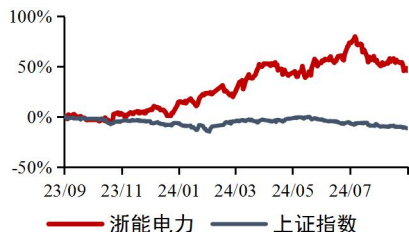
增持-A(维持)

业绩符合预期，盈利能力持续提升

2024年9月4日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年9月3日

| | |
|--------------|---------------|
| 收盘价(元): | 6.19 |
| 年内最高/最低(元): | 7.85/4.09 |
| 流通A股/总股本(亿): | 134.09/134.09 |
| 流通A股市值(亿): | 830.00 |
| 总市值(亿): | 830.00 |

基础数据：2024年6月30日

| | |
|------------|------|
| 基本每股收益(元): | 0.29 |
| 摊薄每股收益(元): | 0.29 |
| 每股净资产(元): | 6.09 |
| 净资产收益率(%): | 5.44 |

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年半年报：24H1 公司实现营业收入 401.65 亿元，同比-3.75%；实现归母净利润 39.27 亿元，同比+41.33%；扣非后归母净利润 36.22 亿元，同比+38.17%；基本每股收益 0.29 元/股，同比+38.10%；加权平均净资产收益率 5.68%，同比增加 1.23 个百分点；经营性现金流量净额 53.31 亿元，同比+304.60%。24Q2 公司实现营业收入 201.41 亿元，同比-16.36%，环比+0.59%；实现归母净利润 21.12 亿元，同比+19.44%，环比+16.34%，扣非后归母净利润 18.64 亿元，同比+4.29%，环比+6.03%。

事件点评

➢ 公司业绩整体符合预期，来水偏丰下火电电量短期偏弱叠加光伏业务承压影响收入端，燃料成本下行推动公司业绩提升。

➢ 电量方面，来水偏丰下外来水电入浙影响公司电量。24 年 H1 浙江省用电量实现 3019.4 亿千瓦时，同比+8.7%；发电量实现 2087.5 亿千瓦时，同比+1.5%；省内发电量及增速显著低于用电量，主因今年二季度以来来水偏丰，外省水电送浙电量增加。24 年 H1 公司完成发电量 754.7 亿千瓦时，同比+0.77%；上网电量 714.3 亿千瓦时，同比+0.70%；24 年 Q2 公司完成发电量 371.2 亿千瓦时，同比-12.3%，环比-3.2%；上网电量 350.6 亿千瓦时，同比-12.6%，环比-3.6%。

➢ 光伏板块业务承压为营收下降主要因素。24 年上半年公司营收同比-15.64 亿元，其中光伏板块收入同比-12.29 亿元，主因光伏市场竞争加剧及产能扩张下各环节价格持续处于低位；电力板块收入同比-4.96 亿元，或因 24 年 H1 整体上网电价相较于去年同期略降。

➢ 盈利能力快速提升主因成本端改善。24 年 H1 公司毛利率实现 11.03%，同比提高 4.61 个百分点；24 年 Q2 毛利率实现 12.71%，同比提高 4.74 个百分点。公司上半年整体发电标煤单价同比下降 14% 左右，盈利能力持续提升主要系上游原材料端改善。

➢ 公司计提资产减值 3.57 亿元，并获得资产处置收益 4.21 亿元。24 年 H1 公司计提资产减值 3.57 亿元，其中爱康科技 1.85 亿元，中来股份 1.73 亿元。同时公司获得资产处置收益 4.21 亿元，主要为北仑电厂永丰村约 157 亩土地征收款项。

➢ 三四季度公司电量或迎回暖，“火电+新能源”转型升级下公司业绩长期增益。三四季度预计水电对火电电量挤占影响将逐步减弱，公司电量或将回暖。长期看，公司深度布局核电领域，参股中国核电以及等核电公司，后续



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



核电业务有望发力。浙江省为新质生产力重点行业布局的核心区域，十四五规划下省内用电量预期将随经济增长及新质生产力发展而持续高增；公司管理及控股装机容量约占省统调火电装机容量的一半左右，将持续受益于浙江用电量增长。

投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.60\0.64\0.71 元，对应公司 9 月 3 日收盘价 6.19 元，2024-2026 年 PE 分别为 10.3\9.6\8.8 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 用电需求不及预期；电价波动较大风险；上游原材料价格波动风险；中来业绩不及预期。

财务数据与估值：

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 80,195 | 95,975 | 98,348 | 101,331 | 102,879 |
| YoY(%) | 12.8 | 19.7 | 2.5 | 3.0 | 1.5 |
| 净利润(百万元) | -1,829 | 6,520 | 8,082 | 8,635 | 9,474 |
| YoY(%) | -112.3 | 456.5 | 24.0 | 6.8 | 9.7 |
| 毛利率(%) | -4.0 | 9.4 | 10.6 | 10.9 | 10.9 |
| EPS(摊薄/元) | -0.14 | 0.49 | 0.60 | 0.64 | 0.71 |
| ROE(%) | -5.3 | 9.9 | 11.3 | 11.0 | 10.9 |
| P/E(倍) | -45.4 | 12.7 | 10.3 | 9.6 | 8.8 |
| P/B(倍) | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| 净利率(%) | -2.3 | 6.8 | 8.2 | 8.5 | 9.2 |

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 29745 | 42444 | 44190 | 57998 | 69074 |
| 现金 | 13123 | 19364 | 25823 | 33834 | 50119 |
| 应收票据及应收账款 | 9172 | 13745 | 9738 | 14457 | 10108 |
| 预付账款 | 698 | 593 | 730 | 633 | 751 |
| 存货 | 5536 | 6538 | 5678 | 6858 | 5871 |
| 其他流动资产 | 1216 | 2205 | 2221 | 2215 | 2226 |
| 非流动资产 | 91176 | 104797 | 110077 | 115573 | 119889 |
| 长期投资 | 30051 | 33222 | 40714 | 48292 | 55958 |
| 固定资产 | 42292 | 46837 | 44984 | 43060 | 39774 |
| 无形资产 | 2529 | 2990 | 3027 | 3105 | 3186 |
| 其他非流动资产 | 16303 | 21748 | 21352 | 21116 | 20971 |
| 资产总计 | 120921 | 147241 | 154268 | 173571 | 188964 |
| 流动负债 | 26547 | 32057 | 31045 | 37878 | 38428 |
| 短期借款 | 10615 | 10024 | 10024 | 10024 | 10024 |
| 应付票据及应付账款 | 9374 | 12388 | 9631 | 12967 | 9977 |
| 其他流动负债 | 6557 | 9645 | 11390 | 14888 | 18427 |
| 非流动负债 | 26887 | 35216 | 36811 | 40406 | 45000 |
| 长期借款 | 24540 | 32026 | 33621 | 37216 | 41811 |
| 其他非流动负债 | 2348 | 3190 | 3190 | 3190 | 3190 |
| 负债合计 | 53434 | 67274 | 67856 | 78284 | 83429 |
| 少数股东权益 | 6273 | 12563 | 14277 | 16109 | 18119 |
| 股本 | 13409 | 13409 | 13409 | 13409 | 13409 |
| 资本公积 | 23954 | 23910 | 23910 | 23910 | 23910 |
| 留存收益 | 21300 | 27823 | 35127 | 43584 | 52310 |
| 归属母公司股东权益 | 61213 | 67405 | 72135 | 79178 | 87416 |
| 负债和股东权益 | 120921 | 147241 | 154268 | 173571 | 188964 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 224 | 11477 | 12792 | 10216 | 14970 |
| 净利润 | -3605 | 7903 | 9797 | 10467 | 11484 |
| 折旧摊销 | 5748 | 6201 | 5301 | 5672 | 6005 |
| 财务费用 | 1271 | 1235 | 816 | 780 | 549 |
| 投资损失 | -3293 | -4609 | -4658 | -4761 | -4853 |
| 营运资金变动 | -389 | -489 | 1520 | -1963 | 1758 |
| 其他经营现金流 | 492 | 1236 | 17 | 22 | 27 |
| 投资活动现金流 | -5816 | -7266 | -5941 | -6427 | -5495 |
| 筹资活动现金流 | 7861 | 1594 | -393 | 4222 | 6809 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | -0.14 | 0.49 | 0.60 | 0.64 | 0.71 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.02 | 0.86 | 0.95 | 0.76 | 1.12 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.57 | 5.03 | 5.38 | 5.90 | 6.52 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 80195 | 95975 | 98348 | 101331 | 102879 |
| 营业成本 | 83364 | 86941 | 87965 | 90275 | 91658 |
| 营业税金及附加 | 330 | 416 | 426 | 439 | 446 |
| 营业费用 | 0 | 189 | 193 | 199 | 202 |
| 管理费用 | 1649 | 2060 | 1967 | 2027 | 2058 |
| 研发费用 | 261 | 536 | 295 | 304 | 309 |
| 财务费用 | 1271 | 1235 | 816 | 780 | 549 |
| 资产减值损失 | -169 | -597 | -409 | -526 | -481 |
| 公允价值变动收益 | -1 | -67 | -17 | -22 | -27 |
| 投资净收益 | 3293 | 4609 | 4658 | 4761 | 4853 |
| 营业利润 | -3178 | 9304 | 10917 | 11521 | 12003 |
| 营业外收入 | 151 | 30 | 100 | 109 | 98 |
| 营业外支出 | 73 | 227 | 108 | 118 | 132 |
| 利润总额 | -3100 | 9107 | 10909 | 11512 | 11969 |
| 所得税 | 505 | 1204 | 1113 | 1045 | 485 |
| 税后利润 | -3605 | 7903 | 9797 | 10467 | 11484 |
| 少数股东损益 | -1777 | 1383 | 1715 | 1832 | 2010 |
| 归属母公司净利润 | -1829 | 6520 | 8082 | 8635 | 9474 |
| EBITDA | 4517 | 17448 | 17223 | 18065 | 18626 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 12.8 | 19.7 | 2.5 | 3.0 | 1.5 |
| 营业利润(%) | -8.6 | 392.7 | 17.3 | 5.5 | 4.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | -112.3 | 456.5 | 24.0 | 6.8 | 9.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | -4.0 | 9.4 | 10.6 | 10.9 | 10.9 |
| 净利率(%) | -2.3 | 6.8 | 8.2 | 8.5 | 9.2 |
| ROE(%) | -5.3 | 9.9 | 11.3 | 11.0 | 10.9 |
| ROIC(%) | -1.4 | 8.3 | 8.5 | 8.1 | 7.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 44.2 | 45.7 | 44.0 | 45.1 | 44.2 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.8 |
| 速动比率 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 8.7 | 8.4 | 8.4 | 8.4 | 8.4 |
| 应付账款周转率 | 9.5 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | -45.4 | 12.7 | 10.3 | 9.6 | 8.8 |
| P/B | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 25.9 | 7.2 | 7.3 | 6.9 | 6.4 |

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

