

浙能电力 (600023.SH)

业绩表现较为稳健，盈利能力有所提升

优于大市

核心观点

营业收入微降，归母净利润实现增长。2024H1，公司实现营业收入 401.65 亿元 (-3.75%)，归母净利润 39.27 亿元 (+41.33%)，扣非归母净利润 36.22 亿元 (+38.17%)。2024 年第二季度，公司实现营业收入 201.41 亿元 (-16.36%)，归母净利润 21.12 亿元 (+19.44%)，扣非归母净利润 18.64 亿元 (+4.29%)。公司归母净利润增长主要系煤炭成本下降使得燃料成本下降。

煤电盈利趋于稳健，公司煤电装机仍有增长。电改持续推进，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将维持合理水平。公司目前正在建的煤电项目有浙能嘉兴电厂四期扩建项目、台二燃煤发电机组二期项目、滨海四期扩建项目等，预计 2024-2026 年有 6 台 100 万千瓦级燃煤机组建成投产，未来项目投运后将使得公司煤电装机规模和利润体量进一步增加。

公司持续投资核电领域，投资收益有望进一步增加。公司将在核电领域持续进行投资，2024 年 8 月 19 日，公司参股的中广核苍南第二核电有限公司 3 号、4 号机组获得国务院核准，合计装机容量 243 万千瓦，同时公司参股公司有三澳核电 1、2 号机组、三门核电 3、4 号机组在建，装机容量合计未来随着公司参股的核电项目逐步投产，核电权益装机容量有望增加，公司投资收益将实现进一步增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期；行业政策变化风险。

投资建议：由于煤价下降影响，上调 2024 年盈利预测，新增 2025-2026 年盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 75.7/80.6/85.6 亿元（2024 年原预测值为 26.8 亿元），增长率分别为 16.1%/6.5%/6.2%；EPS 分别为 0.56/0.60/0.64 元，当前股价对应 PE 为 10.7/10.0/9.4X。给予公司 2024 年 11-12xPE，公司合理市值为 833-908 亿元，对应 6.21-6.77 元/股合理价值，较目前股价有 3%-13%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	80,195	95,975	97,035	97,816	100,542
(+/-%)	12.8%	19.7%	1.1%	0.8%	2.8%
净利润(百万元)	-1829	6520	7569	8059	8561
(+/-%)	112.3%	-456.5%	16.1%	6.5%	6.2%
每股收益(元)	-0.14	0.49	0.56	0.60	0.64
EBIT Margin	-6.0%	7.1%	13.3%	13.4%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	-3.0%	9.7%	10.6%	10.7%	10.8%
市盈率 (PE)	-44.1	12.4	10.7	10.0	9.4
EV/EBITDA	138.3	11.4	7.7	7.8	7.9
市净率 (PB)	1.32	1.20	1.13	1.07	1.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 6.21 - 6.77 元
收盘价 6.02 元
总市值/流通市值 80721/80721 百万元
52 周最高价/最低价 7.85/4.09 元
近 3 个月日均成交额 289.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

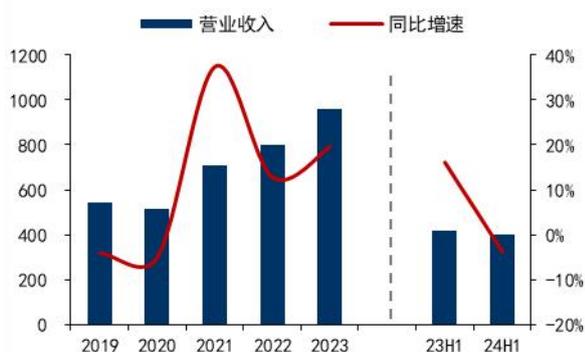
《浙能电力 (600023.SH) - 公司拟收购中来股份 9.7% 股权，新能源业务布局持续推进》——2022-11-17
《浙能电力 (600023.SH) - 燃料价格上涨致净利下滑，火电盈利有望迎来改善》——2022-11-06

营业收入微降，归母净利润实现增长。2024H1，公司实现营业收入401.65亿元（-3.75%），归母净利润39.27亿元（+41.33%），扣非归母净利润36.22亿元（+38.17%）。2024年第二季度，公司实现营业收入201.41亿元（-16.36%），归母净利润21.12亿元（+19.44%），扣非归母净利润18.64亿元（+4.29%）。公司归母净利润增长主要系煤炭成本下降使得燃料成本下降。

2024年上半年火电发电量微增。2024上半年，公司累计发电量754.70亿kWh（+0.77%），其中火电发电量753.30亿kWh（+0.74%），光伏发电量1.33亿kWh（+23.17%），风电发电量0.07亿kWh（+6.61%）；上网电量714.35亿kWh（+0.70%），其中火电上网电量713.02亿kWh（+0.67%），光伏上网电量1.26亿kWh（+21.08%），风电上网电量0.07亿kWh（+2.12%）。

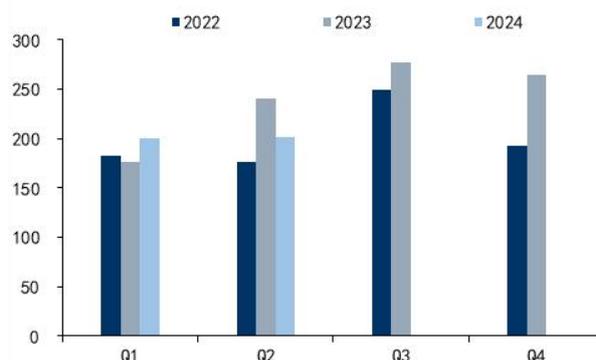
2024年第二季度火电发电量同比下降。2024Q2公司累计发电量371.22亿kWh（-12.32%），其中火电发电量370.40亿kWh（-12.37%），光伏发电量0.78亿kWh（+17.66%），风电发电量0.04亿kWh（-4.67%）；上网电量350.56亿kWh（-12.58%），其中火电上网电量349.79亿kWh（-12.63%），光伏上网电量0.73亿kWh（+13.77%），风电上网电量0.04亿kWh（-4.67%）。

图1：浙能电力营业收入及增速（单位：亿元）



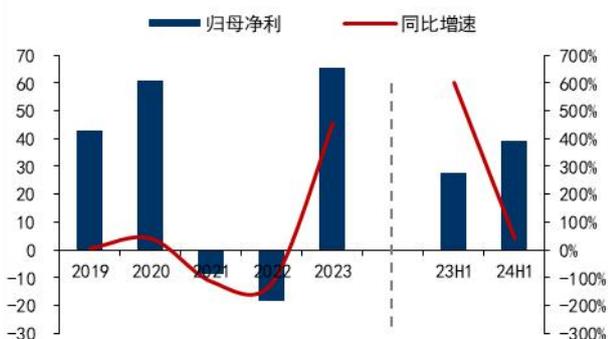
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：浙能电力单季营业收入（单位：亿元）



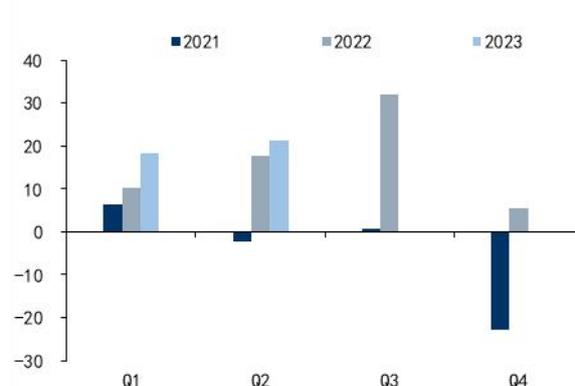
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：浙能电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

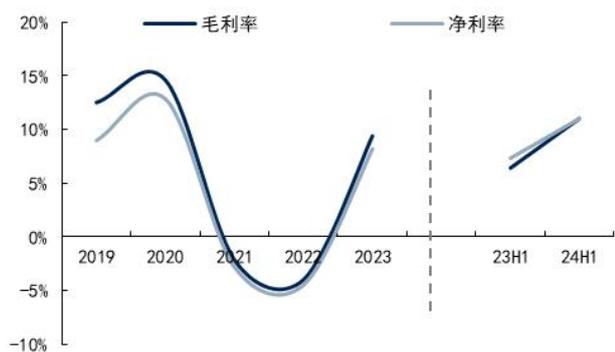
图4：浙能电力单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

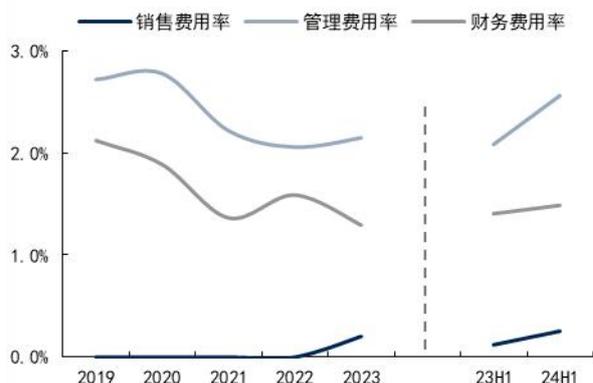
毛利率小幅增长，费用率增加，净利率水平提升。2024H1，公司毛利率为 11.03%，同比增加 4.60pct，毛利率提升主要系煤价下降使得燃料成本下降影响。费用率方面，2024H1，公司销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为 0.25%、1.48%、2.56%，销售费用率、财务费用率、管理费用率分别同比增加 0.13、0.08、0.47pct，整体费用率水平有所增加。同期内，受毛利率增长影响，公司净利率较 2023 同期增加 3.70pct 至 11.06%。

图5: 浙能电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

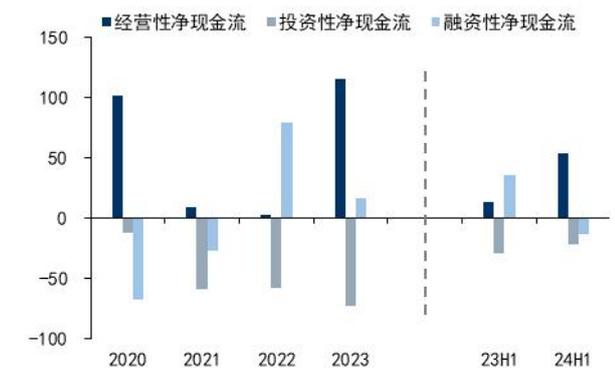
图6: 浙能电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

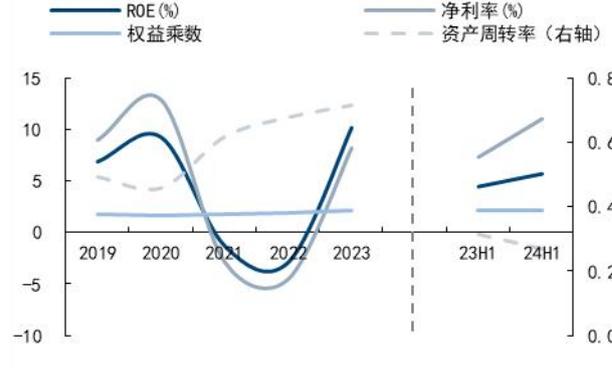
ROE 上行，经营性净现金流同比大幅增长。2024H1，由于净利率增加，公司 ROE 上行，较 2023 年同期增加 1.23pct 至 5.68%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 53.31 亿元，同比增加 304.60%，主要系本期内燃煤成本较上年同期下降引起的变动；投资性净现金流出 21.90 亿元，同比有所下降；融资性净现金流-13.16 亿元，同比下降 137.09%，主要系公司债务规模同比减少。

图7: 浙能电力现金流情况 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 浙能电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤电盈利趋于稳健，公司煤电装机仍有增长。电改持续推进，未来火电将逐步成为调节、支撑电源，收入来源包括电量电价、容量电价、辅助服务收入等，有助于实现盈利稳定；预计未来电价、煤价趋稳，点火价差保持稳定，公司煤电业务板块度电利润水平将维持合理水平。公司目前正在建的煤电项目有浙能嘉兴电厂四期扩建项目、台二燃煤发电机组二期项目、滨海四期扩建项目等，预计 2024-2026 年有 6 台 100 万千瓦级燃煤机组建成投产，未来项目投运后将使得公司煤电装机规模和利润体量进一步增加。

公司持续投资核电领域，投资收益有望进一步增加。公司将在核电领域持续进行投资，2024年8月19日，公司参股的中广核苍南第二核电有限公司3号、4号机组获得国务院核准，合计装机容量243万千瓦，同时公司参股公司有三澳核电1、2号机组、三门核电3、4号机组在建，装机容量合计未来随着公司参股的核电项目逐步投产，核电权益装机容量有望增加，公司投资收益将实现进一步增长。

盈利预测

假设前提：

1) 火电方面，根据公司在建项目及未来发展规划，2024-2026年有6台100万千瓦级燃煤机组建成投产，2024-2026年公司煤电在建项目投产，煤电仍有一定增长空间；根据公司在建项目项目，燃机装机规模预计未来也会有一定程度增长；利用小时数方面，参考过往火电利用小时数情况，以及水电来水增加对火电发电量的影响，假设利用小时数呈现下降趋势；电价方面，由于煤价下降因素影响，预计电量电价呈现下降趋势，容量电价假定为100元/KW/年（含税）。

2) 风光新能源方面，根据公司发展规划及储备在手的项目资源情况，假设2024-2026年公司新增光伏装机容量分别为10/15/15万千瓦；利用小时数方面，参考公司过往风光新能源项目利用小时数情况，假设利用小时数持平；电价方面，由于市场化交易电量增加和分时电价机制影响，预计公司光伏上网电价呈现下降趋势。

3) 供热业务方面，参考公司过往蒸汽销量增速，假设2024-2026年公司蒸汽销量增速均为5%。毛利率则参考公司过往水平，假设与2023年持平。

4) 投资收益方面，随着公司新增投资增加，未来参股核电项目逐步投运，以及联营、联营企业的业绩增长，预计公司投资收益将有望持续增长；同时，参考公司过往投资收益及2024年上半年投资收益水平，假设2024-2026年公司投资收益分别为48.1、52.1、58.1亿元。

5) 成本及期间费用方面，主要考虑煤炭价格变化趋势、煤电和天然气发到你项目投资成本等因素进行假设。同时销售费用率、研发费用率、管理费用率、所得税率较为稳定，参考公司过往水平进行设定。

表1：公司电力业务收入测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
火电						
装机规模（万千瓦）	3290	3290	3490	3490	3830	4030
煤机	2888	2888	3088	3088	3288	3488
燃机	403	403	403	403	543	543
发电量（亿千瓦时）	1518	1630	1703	1747	1783	1883
平均上网电价（元/KWh，不含税）	0.378	0.444	0.446	0.433	0.428	0.420
营业收入（亿元）	525.38	637.62	687.92	694.87	698.49	721.28
毛利率	-6.5%	-10.8%	5.0%	13.7%	13.5%	12.9%
光伏						
装机规模（万千瓦）		17	25	35	50	65
发电量（亿千瓦时）		1.5	2.5	3.0	4.3	5.8
平均上网电价（元/KWh）		0.86	0.56	0.54	0.51	0.48
营业收入（亿元）		1.18	1.38	1.44	1.85	2.36
毛利率		73%	71%	66%	66%	68%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

综合以上假设，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 970.35/978.16/100.42 亿元，增长率分别为 1.1%/0.8%/2.8%。由于公司火电装机规模持续增加，同时公司投资收益稳健，因而公司净利润有望实现持续增长，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 75.7/80.6/85.6 亿元，增长率分别为 16.1%/6.5%/6.2%。

表 2: 公司未来三年业绩测算表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	95975	97035	97816	100542
营业成本	86941	81871	82609	85396
销售费用	189	191	192	198
管理费用	2330	2369	2276	2159
财务费用	1235	869	749	418
营业利润	9304	16523	17579	18661
利润总额	9107	16325	17382	18463
归属于母公司净利润	6520	7569	8059	8561
EPS	0.49	0.56	0.60	0.64
ROE	9.7%	10.6%	10.7%	10.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

投资建议：由于煤价下降影响，上调 2024 年盈利预测，新增 2025-2026 年盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 75.7/80.6/85.6 亿元（2024 年原预测值为 26.8 亿元），增长率分别为 16.1%/6.5%/6.2%；EPS 分别为 0.56/0.60/0.64 元，当前股价对应 PE 为 10.7/10.0/9.4X。给予公司 2024 年 11-12xPE，公司合理市值为 833-908 亿元，对应 6.21-6.77 元/股合理价值，较目前股价有 3%-13%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值				EPS				PE				ROE	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)				
600027.SH	华电国际	5.39	551	0.44	0.59	0.66	0.73	12.3	9.1	8.2	7.4	6.5%	优于大市			
600795.SH	国电电力	5.20	927	0.31	0.54	0.52	0.56	16.8	9.6	10.0	9.3	11.5%	优于大市			
600483.SH	福能股份	14.37	1,201	0.75	1.01	1.09	1.22	19.2	14.2	13.2	11.8	8.8%	优于大市			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 6.21-6.77 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。

2、考虑到公司火电资产主要分布在浙江省内，区域电力供需格局偏紧以及经济发展情况较好，公司火电资产盈利较好，同时考虑到公司未来火电装机仍有增长以

及参股核电项目逐步投产，公司业绩有望保持稳健增长态势，给予公司 2024 年 12-13 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。。

盈利预测的风险

在对公司火电项目未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

1、目前煤价水平下以及容量电价政策执行，可能会导致电量电价有所下降；同时，新能源装机规模持续增长，未来可能会对火电发电量形成挤压，导致火电项目发电量下降；

2、公司净利润的重要来源是参股核电公司投资收益，若未来电力市场需求不及预期，亦或是核电燃料成本上升，公司参股核电公司盈利出现下降，将会影响公司投资收益，进而使得业绩增长不及预期。

经营及其它风险

1、电价波动风险。上网电价是影响公司盈利能力的重要因素。我国发电企业上网电价受到政府的严格监管，未来随着电力改革的深入及竞价上网的实施，可能导致公司的上网电价水平发生变化，这将可能影响公司的盈利水平。

2、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响电力消费需求，导致电力消纳不及预期；同时，电力供需格局偏松，将可能导致电价下行，影响公司收入和净利润水平。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	13123	19364	43849	70327	99189	营业收入	80195	95975	97035	97816	100542
应收款项	9311	13884	14037	14150	14544	营业成本	83364	86941	81871	82609	85396
存货净额	5536	6538	6101	6154	6371	营业税金及附加	330	416	420	424	436
其他流动资产	1774	2659	2688	2710	2785	销售费用	0	189	191	192	198
流动资产合计	29745	42444	66676	93341	122889	管理费用	1816	2330	2369	2276	2159
固定资产	47857	53861	52691	51633	48443	财务费用	1271	1235	869	749	418
无形资产及其他	2439	2965	3198	3437	3683	投资收益	3293	4609	4809	5209	5809
投资性房地产	10828	14749	14749	14749	14749	资产减值及公允价值变动	(138)	(500)	(171)	(240)	(207)
长期股权投资	30051	33222	36011	39032	42026	其他收入	253	331	570	1043	1122
资产总计	120921	147241	173324	202191	231790	营业利润	(3178)	9304	16523	17579	18661
短期借款及交易性金融负债	15035	16248	16248	16248	16248	营业外净收支	78	(198)	(198)	(198)	(198)
应付款项	9374	12388	11562	11661	12072	利润总额	(3100)	9107	16325	17382	18463
其他流动负债	2137	3420	3199	3221	3326	所得税费用	505	1204	2158	2298	2441
流动负债合计	26547	32057	31010	31131	31646	少数股东损益	(1777)	1383	6598	7025	7462
长期借款及应付债券	24540	32026	35526	39026	41126	归属于母公司净利润	(1829)	6520	7569	8059	8561
其他长期负债	2348	3190	3307	3519	3909						
长期负债合计	26887	35216	38834	42545	45036	现金流量表 (百万元)					
负债合计	53434	67274	69844	73676	76681	净利润	(1829)	6520	7569	8059	8561
少数股东权益	6273	12563	32291	53296	75609	资产减值准备	119	363	(29)	(32)	(32)
股东权益	61213	67405	71189	75219	79499	折旧摊销	5748	6201	6584	6706	6835
负债和股东权益总计	120921	147241	173324	202191	231790	公允价值变动损失	119	363	(29)	(32)	(32)
						财务费用	1271	1235	869	749	418
关键财务与估值指标						营运资本变动	89	(2158)	(556)	(66)	(171)
每股收益	(0.14)	0.49	0.56	0.60	0.64	其它	(4022)	189	15817	16577	16954
每股红利	0.13	0.10	0.28	0.30	0.32	经营活动现金流	224	11477	29356	31212	32114
每股净资产	4.57	5.03	5.31	5.61	5.93	资本开支	(5637)	(9030)	(5855)	(5856)	(3859)
ROIC	-7.89%	6.42%	12%	12%	12%	其它投资现金流	298	0	0	0	0
ROE	-2.99%	9.7%	10.6%	10.7%	10.8%	投资活动现金流	(5816)	(7266)	(8644)	(8876)	(6853)
毛利率	-4%	9%	16%	16%	15%	权益性融资	355	349	0	0	0
EBIT Margin	-6%	7%	13%	13%	13%	负债净变化	6403	7487	3500	3500	2100
EBITDA Margin	1%	14%	20%	20%	20%	支付股利、利息	(1690)	(1341)	(3785)	(4030)	(4280)
收入增长	13%	20%	1%	1%	3%	其它融资现金流	1095	(9117)	0	0	0
净利润增长率	112%	-457%	16%	6%	6%	融资活动现金流	7861	1594	3774	4142	3601
资产负债率	49%	54%	59%	63%	66%	现金净变动	2259	6241	24485	26478	28862
股息率	2.1%	1.7%	4.7%	5.0%	5.3%	货币资金的期初余额	10864	13123	19364	43849	70327
P/E	(44.1)	12.4	10.7	10.0	9.4	货币资金的期末余额	13123	19364	43849	70327	99189
P/B	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	企业自由现金流	0	928	11382	12137	14217
EV/EBITDA	138.3	11.4	7.7	7.8	7.9	权益自由现金流	0	(703)	14128	14987	15954

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032