浙能电力（600023.SH）

营收受中来股份收入下降影响，归母净利润较为稳健

优于大市

核心观点

营业收入有所下降，归母净利润实现增长。2024年前三季度，公司实现营业收入662.96亿元（-4.62%），归母净利润67.00亿元（+12.37%），扣非归母净利润63.90亿元（+12.86%）。2024年第三季度，公司实现实现营业收入261.31亿元(-5.93%),归母净利润27.73亿元(-12.90%)，扣非归母净利润27.68亿元（-8.97%）。2024年前三季度，公司收入同比下降的原因主要系中来股份营业收入同比下降所致，归母净利润实现增长主要系燃煤成本同比下降所致。

24Q3火电发电量增幅较大。2024年第三季度，公司发电量537.18亿千瓦时（+17.07%），上网电量508.53亿千瓦时（+17.38%）。其中火电发电量535.68亿千瓦时(+16.92%)、上网电量507.06亿千瓦时(+17.22%)，光伏发电量1.46亿千瓦时（+117.45%）、上网电量1.43亿千瓦时（+119.10%），风电发电量0.04亿千瓦时（+45.95%）、上网电量0.04亿千瓦时（+41.31%）。公司电量上升的原因主要是：（1）浙江省全社会用电量增长；（2）乐清发电公司发电量增加。

公司煤电装机仍有增长，参股核电项目逐步落地。目前公司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。核电领域，公司参股在建的项目为三澳核电1、2号机组、三门核电3、4号机组，装机容量合计492.2万千瓦，权益装机容量132.2万千瓦，参股待建的项目为中广核苍南第二核电有限公司3号、4号机组，合计装机容量243万千瓦，权益装机容量75.3万千瓦；随着公司参股的核电项目逐步投产，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：维持盈利预测，预计2024-2026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%；EPS分别为0.56/0.60/0.64元，当前股价对应PE为10.4/9.8/9.2X。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6%-15%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）	-43.0	12.1	10.4	9.8	9.2
EV/EBITDA	136.2	11.2	7.6	7.7	7.8
市净率（PB）	1.29	1.17	1.11	1.05	0.99

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

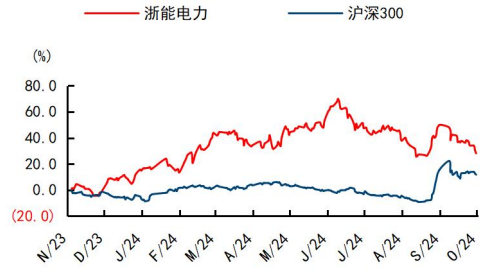
证券分析师：郑汉林
0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

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	5.75元
总市值/流通市值	77100/77100百万元
52周最高价/最低价	7.85/4.30元
近3个月日均成交额	283.16百万元

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）-业绩表现较为稳健，盈利能力有所提升》——2024-09-09

《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

营业收入有所下降，归母净利润实现增长。2024 年前三季度，公司实现营业收入 662.96 亿元（-4.62%），归母净利润 67.00 亿元（+12.37%），扣非归母净利润 63.90 亿元（+12.86%）。2024 年第三季度，公司实现实现营业收入 261.31 亿元（-5.93%），归母净利润 27.73 亿元（-12.90%），扣非归母净利润 27.68 亿元（-8.97%）。2024 年前三季度，公司收入同比下降的原因主要系中来股份营业收入同比下降所致，归母净利润实现增长主要系燃煤成本同比下降所致。

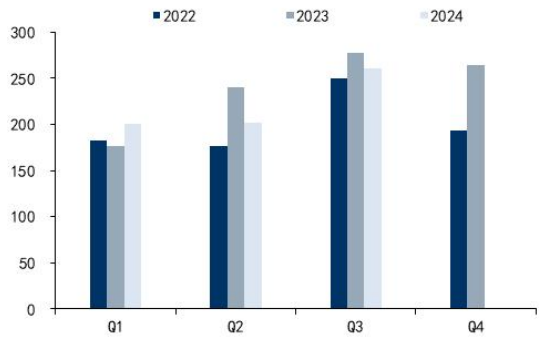
2024 年前三季度，公司发电量 1291.88 亿千瓦时（+6.96%），上网电量 1222.88 亿千瓦时（+7.03%）。其中火电发电量 1288.99 亿千瓦时（+6.88%）、上网电量 1220.08 亿千瓦时（+6.95%），光伏发电量 2.78 亿千瓦时（+59.35%）、上网电量 2.69 亿千瓦时（+58.96%），风电发电量 0.11 亿千瓦时（+17.55%）、上网电量 0.11 亿千瓦时（+13.02%）。

2024 年第三季度，公司发电量 537.18 亿千瓦时（+17.07%），上网电量 508.53 亿千瓦时（+17.38%）。其中火电发电量 535.68 亿千瓦时（+16.92%）、上网电量 507.06 亿千瓦时（+17.22%），光伏发电量 1.46 亿千瓦时（+117.45%）、上网电量 1.43 亿千瓦时（+119.10%），风电发电量 0.04 亿千瓦时（+45.95%）、上网电量 0.04 亿千瓦时（+41.31%）。公司电量上升的原因主要是：（1）浙江省全社会用电量增长；（2）乐清发电公司发电量增加（乐电三期于 2023 年 6 月全面投产）。

图1：浙能电力营业收入及增速（单位：亿元）

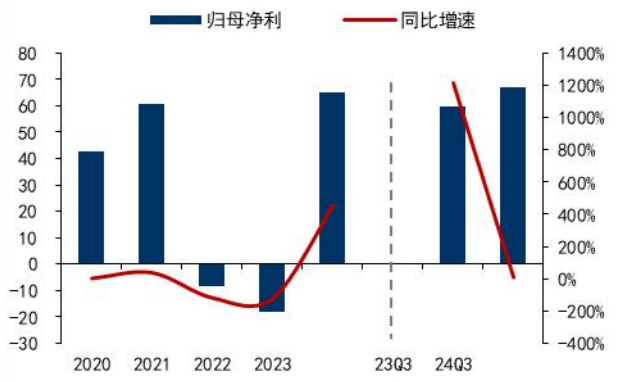
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：浙能电力单季营业收入（单位：亿元）



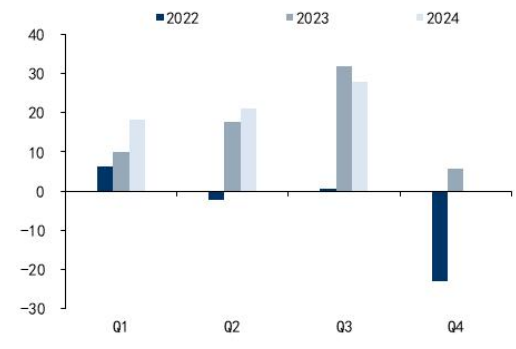
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

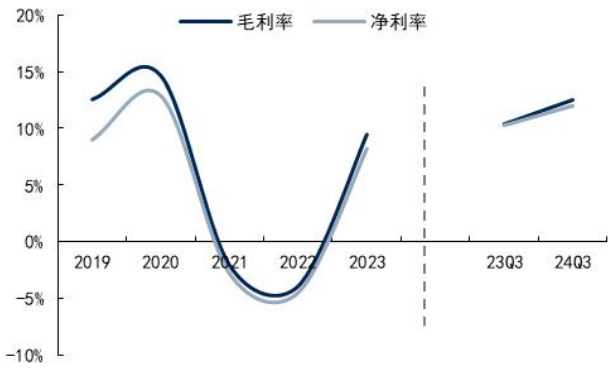
图4：浙能电力单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

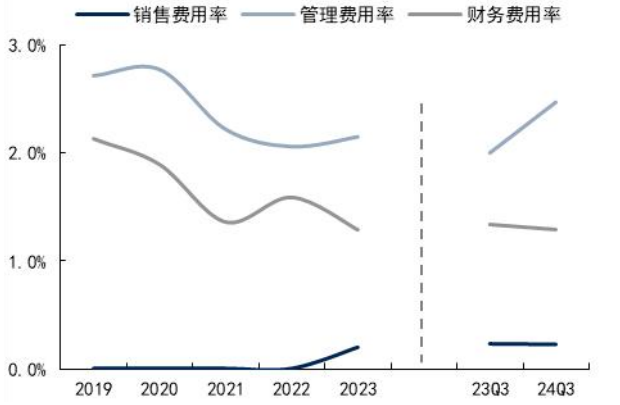
毛利率增长，费用率增加，净利率水平提升。2024 年前三季度，公司毛利率为 12.47%，同比增加 2.15pct，毛利率提升主要系煤价下降使得燃料成本下降影响。费用率方面，2024 年前三季度，公司销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为 0.22%、1.29%、2.47%，管理费用率同比增加 0.47pct，财务费用率同比减少 0.05pct，整体费用率水平有所增加。同期内，受毛利率增长影响，公司净利率较 2023 同期增加 1.73pct 至 12.02%。

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

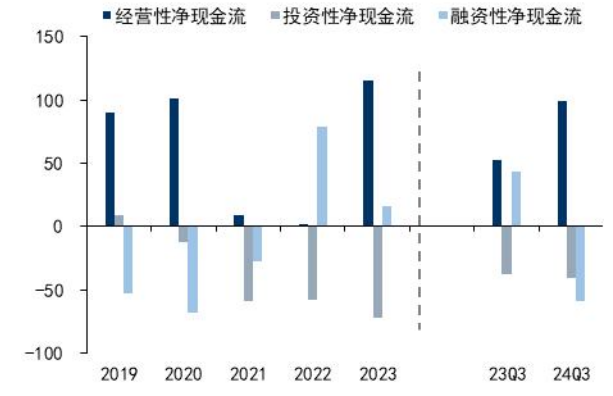
图6：浙能电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

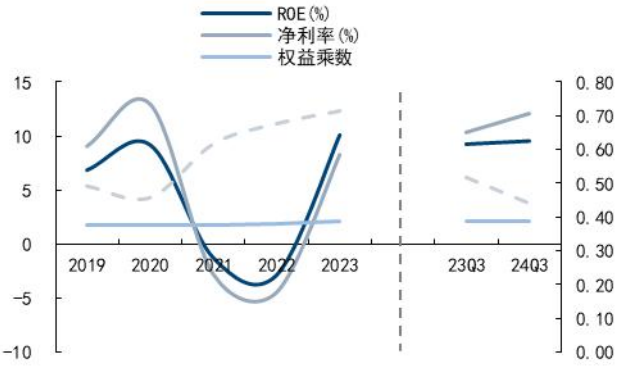
ROE 上行，经营性净现金流同比大幅增长。2024 年前三季度，由于净利率增加，公司 ROE 上行，较 2023 年同期增加 0.29pct 至 9.58%。现金流方面，2024 年前三季度，公司经营性净现金流为 98.55 亿元，同比增长 88.69%，主要系本期内燃煤成本较上年同期下降，采购成本下降；投资性净现金流出 40.40 亿元，同比小幅增长；融资性净现金流-59.40 亿元，同比显著下降，主要系公司债务规模同比减少。

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

公司煤电装机仍有增长，参股核电项目逐步落地。目前公司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。核电领域，公司参股在建的项目为三澳核电 1、2 号机组、三门核电 3、4 号机组，装机容量合计 492.2 万千瓦，权益装机容量 132.2 万千瓦，参股待建的项目为中广核苍南第二核电有限公司 3 号、

4 号机组，合计装机容量 243 万千瓦，权益装机容量 75.3 万千瓦；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。

投资建议：维持盈利预测，预计 2024-2026 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%；EPS 分别为 0.56/0.60/0.64 元，当前股价对应 PE 为 10.4/9.8/9.2X。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 6%-15%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

表1：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	5.66	579	0.44	0.59	0.66	0.73	12.9	9.6	8.6	7.8	6.5%	优于大市
600795.SH	国电电力	5.02	895	0.31	0.54	0.52	0.56	16.2	9.3	9.7	9.0	11.5%	优于大市
001289.SZ	龙源电力	17.90	1,496	0.75	1.01	1.09	1.22	23.9	17.7	16.4	14.7	8.8%	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	13123	19364	43849	70327	99189
应收款项	9311	13884	14037	14150	14544
存货净额	5536	6538	6101	6154	6371
其他流动资产	1774	2659	2688	2710	2785
流动资产合计	**29745**	**42444**	**66676**	**93341**	**122889**
固定资产	47857	53861	52691	51633	48443
无形资产及其他	2439	2965	3198	3437	3683
投资性房地产	10828	14749	14749	14749	14749
长期股权投资	30051	33222	36011	39032	42026
资产总计	**120921**	**147241**	**173324**	**202191**	**231790**
短期借款及交易性金融负债	15035	16248	16248	16248	16248
应付款项	9374	12388	11562	11661	12072
其他流动负债	2137	3420	3199	3221	3326
流动负债合计	**26547**	**32057**	**31010**	**31131**	**31646**
长期借款及应付债券	24540	32026	35526	39026	41126
其他长期负债	2348	3190	3307	3519	3909
长期负债合计	**26887**	**35216**	**38834**	**42545**	**45036**
负债合计	**53434**	**67274**	**69844**	**73676**	**76681**
少数股东权益	6273	12563	32291	53296	75609
股东权益	61213	67405	71189	75219	79499
负债和股东权益总计	**120921**	**147241**	**173324**	**202191**	**231790**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	(0.14)	0.49	0.56	0.60	0.64
每股红利	0.13	0.10	0.28	0.30	0.32
每股净资产	4.57	5.03	5.31	5.61	5.93
ROIC	-7.89%	6.42%	12%	12%	12%
ROE	-2.99%	9.7%	10.6%	10.7%	10.8%
毛利率	-4%	9%	16%	16%	15%
EBIT Margin	-6%	7%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	1%	14%	20%	20%	20%
收入增长	13%	20%	1%	1%	3%
净利润增长率	112%	-457%	16%	6%	6%
资产负债率	49%	54%	59%	63%	66%
股息率	2.1%	1.7%	4.8%	5.1%	5.4%
P/E	(43.0)	12.1	10.4	9.8	9.2
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	136.2	11.2	7.6	7.7	7.8

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**80195**	**95975**	**97035**	**97816**	**100542**
营业成本	83364	86941	81871	82609	85396
营业税金及附加	330	416	420	424	436
销售费用	0	189	191	192	198
管理费用	1816	2330	2369	2276	2159
财务费用	1271	1235	869	749	418
投资收益	3293	4609	4809	5209	5809
资产减值及公允价值变动	(138)	(500)	(171)	(240)	(207)
其他收入	253	331	570	1043	1122
营业利润	(3178)	9304	16523	17579	18661
营业外净收支	78	(198)	(198)	(198)	(198)
利润总额	(3100)	9107	16325	17382	18463
所得税费用	**505**	**1204**	**2158**	**2298**	**2441**
少数股东损益	(1777)	1383	6598	7025	7462
归属于母公司净利润	(1829)	6520	7569	8059	8561

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(1829)	6520	7569	8059	8561
资产减值准备	119	363	(29)	(32)	(32)
折旧摊销	5748	6201	6584	6706	6835
公允价值变动损失	119	363	(29)	(32)	(32)
财务费用	1271	1235	869	749	418
营运资本变动	89	(2158)	(556)	(66)	(171)
其它	(4022)	189	15817	16577	16954
经营活动现金流	**224**	**11477**	**29356**	**31212**	**32114**
资本开支	(5637)	(9030)	(5855)	(5856)	(3859)
其它投资现金流	298	0	0	0	0
投资活动现金流	**(5816)**	**(7266)**	**(8644)**	**(8876)**	**(6853)**
权益性融资	355	349	0	0	0
负债净变化	6403	7487	3500	3500	2100
支付股利、利息	(1690)	(1341)	(3785)	(4030)	(4280)
其它融资现金流	1095	(9117)	0	0	0
融资活动现金流	**7861**	**1594**	**3774**	**4142**	**3601**
现金净变动	**2259**	**6241**	**24485**	**26478**	**28862**
货币资金的期初余额	10864	13123	19364	43849	70327
货币资金的期末余额	13123	19364	43849	70327	99189
企业自由现金流	0	928	11382	12137	14217
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±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±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