

# 浙能电力 (600023.SH)

## 持有 (首次评级)

### 火电焕新核电添翼，中来破局转型升级

#### 投资要点:

➤ **浙江省属电力龙头，业绩向好未来可期：**控股股东实力雄厚，公司是集团旗下火电业务唯一整合平台，为公司发展提供坚强后盾。公司主要从事电力销售、蒸汽销售和综合能源服务等业务，深耕火电同时切入新能源高端装备业，向“火力发电+新能源制造”双主业转型升级。公司是全国控股装机容量最大的地方发电企业，火力发电为主。2023年，随着动力煤价格逐步回落，公司扭亏为盈，业绩创近五年新高，1Q-3Q24归母净利润同比增长12.37%，预计2024年公司归母净利润有望持续增长，业绩向好未来可期。公司历史分红持续稳定可观，业绩向好奠定了可观的分红基础，未来有望继续高比例分红。

➤ **火电盈利持续修复，价值重塑势头向好：**公司扎根浙江，是省内装机最大的火电企业。2023年公司管理煤电装机约30.88GW，管理气电装机4.03GW；扣除受托管理的温州特鲁莱发电和淮浙风电一期、温州燃机后，控股煤电装机28.96GW，气电装机3.68GW。权益口径下，公司煤电装机28.84GW，气电装机4.28GW。5M-7M2024，镇海联合和六横山3号机陆续投产。预计六横山4号机和浙能镇海天然气燃机迁建有望年内投产。2025-2026年，共计四台百万机组将陆续投产，未来业绩增量将逐步释放。浙江电力供需偏紧，保障公司机组利用小时处于高位水平。煤价高位回落电价维持高位，公司参控股煤电盈利改善。此外，24年开始执行容量电价，火电周期属性弱化，公用属性加强，奠定煤电可持续且趋稳的盈利预期。

➤ **参股核电筑盈利支撑，布局光伏转型双主业：**我国的核电发电量比重低于10%的世界平均水平，预计2035年核能发电量占比达到10%左右，相比2023年翻倍。“十四五”时期我国有望保持每年6-10台核电机组的核准开工节奏，核电审批常态化打开长期成长空间。公司深度布局核电领域，投资收益丰厚。未来随着三门核电、中核辽宁和中广核苍南核电项目投产，公司参股核电领域的投资收益有望进一步增加。此外，公司入股中来进军光伏，切入新能源高端装备业，公司“双主业”发展格局初步形成。公司将依托火电+新能源资源配套开发政策，积极争取配套新能源开发项目。不断深化与中来股份的产业协同，全力推动分布式光伏规模化发展。

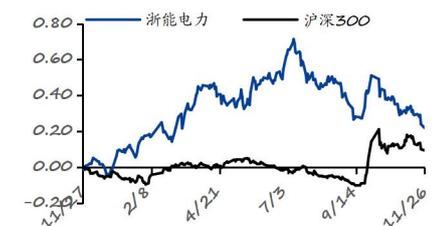
➤ **盈利预测与投资建议：**受益于新增装机投产以及煤价高位回落，公司未来业绩增长可期。我们预测24-26年公司营收分别为941.15、970.79和1007.07亿元，归母净利润分别为77.69、84.22和90.85亿元，对应PE分别为9.4/8.6/8.0倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下行导致用电需求下降的风险；燃料价格高位运行导致成本高企的风险；电力市场竞争降低上网电价的风险；中来股份业务发展不及预期的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

#### 基本数据

日期	2024-11-26
收盘价:	5.43元
总股本/流通股本(百万股)	13,408.73/13,408.73
流通A股市值(百万元)	72,809.42
每股净资产(元)	5.37
资产负债率(%)	43.92
一年内最高/最低价(元)	7.85/4.30

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

**分析师:** 严家源(S0210524050013)  
 yjy30561@hfzq.com.cn  
**联系人:** 闫燕燕(S0210123070115)  
 yyy30238@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	80,195	95,975	94,115	97,079	100,707
增长率	13%	20%	-2%	3%	4%
净利润(百万元)	-1,829	6,520	7,769	8,422	9,085
增长率	-112%	457%	19%	8%	8%
EPS(元/股)	-0.14	0.49	0.58	0.63	0.68
市盈率(P/E)	-39.8	11.2	9.4	8.6	8.0
市净率(P/B)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 浙江省属电力龙头，业绩向好未来可期	3
1.1 立足火电收购中来，省级电企龙头转型升级	3
1.2 业绩向好未来可期，奠定可观分红基础	5
2 火电盈利持续修复，价值重塑势头向好	7
2.1 在建机组待投产，贡献业绩新增量	7
2.2 区位优势淬韧性，火电出力有保障	9
2.3 煤价回落电价高位，容量落地价值重塑	10
3 参股核电筑盈利支撑，布局光伏转型双主业	11
3.1 深度布局核电，公司盈利压舱石	11
3.2 入股中来布局光伏，双轮驱动战略转型	13
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议	15
5 风险提示	17

## 图表目录

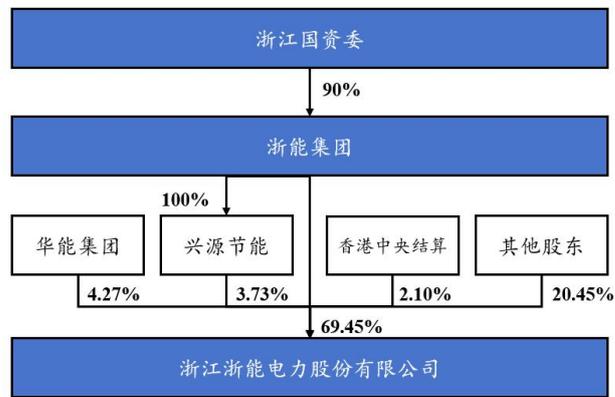
图表 1: 公司股权结构 (截至 3Q24)	3
图表 2: 公司营收结构	4
图表 3: 公司产业布局 (全国版图)	4
图表 4: 公司产业布局 (浙江版图)	4
图表 5: A 股 17 家省级发电上市公司控股装机排名	5
图表 6: 2023 年公司管理发电装机结构	5
图表 7: 1Q-3Q24 营业收入同比降低 4.62%	5
图表 8: 1Q-3Q24 归母净利润同比增长 12.37%	5
图表 9: 1Q-3Q24 净利率回升至 12.02%	6
图表 10: 2018-3Q2024 财务费用率下降了 0.94pct	6
图表 11: 2014 年至今公司股利支付率	6
图表 12: 公司控股、参股火电装机明细 (截至 2023 年底)	7
图表 13: 2023 年公司控股火电装机分布结构	8
图表 14: 2023 年公司控股火电上网电量分布结构	8
图表 15: 2024E-2026E 火电装机投产预期	8
图表 16: 浙江用电需求旺盛	9
图表 17: 浙江分电源新增装机情况	9
图表 18: 2022-2023 年公司机组利用小时数高于浙江和全国水平	9
图表 19: 浙江省“十四五”电力发展规划	10
图表 20: 秦皇岛 5500 大卡现货煤价逐步从高位回落	10
图表 21: 公司综合上网电价有望维持高位	10
图表 22: 2013 年至今秦皇岛现货煤价和火电 (SW) 指数 ROE 趋势	11
图表 23: 核电审批常态化打开长期成长空间	12
图表 24: 公司深度布局核电领域	12
图表 25: 我国光伏装机快速增长	13
图表 26: 世界光伏装机快速增长	13
图表 27: 中来股份处在光伏产业链的中下游	14
图表 28: 2018-3Q2024 中来股份营业收入	14
图表 29: 2018-3Q2024 中来股份归母净利润	14
图表 30: 公司业绩拆分预测表	15
图表 31: 可比公司估值表	16
图表 32: 财务预测摘要	18

## 1 浙江省属电力龙头，业绩向好未来可期

### 1.1 立足火电收购中来，省级电企龙头转型升级

控股股东实力雄厚，公司是集团旗下火电业务唯一整合平台。公司前身为浙江省电力开发公司，成立于1985年6月，于2013年12月在上交所上市。截至3Q24，浙能集团直接、间接持有公司69.45%、3.73%的股份，为公司控股股东，实际控制人为浙江省国资委。浙能集团为全国装机容量最大、资产规模最大、能源产业门类最全、盈利能力最强的省属地方能源企业之一。控股股东实力雄厚，为公司发展提供坚强后盾。浙能集团旗下拥有两大电力资产开发与运营主体，浙江新能主要负责集团新能源业务板块的开发与运营；公司是集团旗下火电业务唯一整合平台。

图表 1: 公司股权结构 (截至 3Q24)



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

深耕火电同时切入新能源高端装备业，向“火力发电+新能源制造”双主业转型升级。公司主要从事电力销售、蒸汽销售和综合能源服务等业务，2023年收购中来股份9.7%的股权并取得中来股份控制权，成功切入新能源高端装备制造业“新赛道”，推动公司向“火力发电+新能源制造”双主业转型升级。2023年，公司电力销售、光伏产品销售、蒸汽销售收入占比分别为71.8%、11.0%和7.5%。公司管理及控股的发电企业主要集中在浙江省内，此外还参股了中国核电、中核辽宁核电等核电公司，以及淮浙煤电等火电公司。

图表 2: 公司营收结构



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 公司产业布局 (全国版图)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

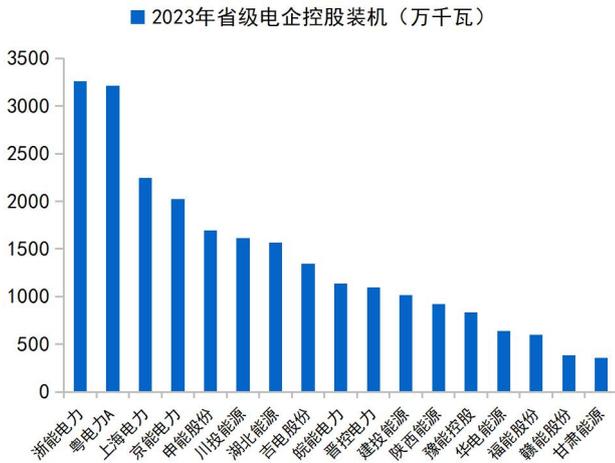
图表 4: 公司产业布局 (浙江版图)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

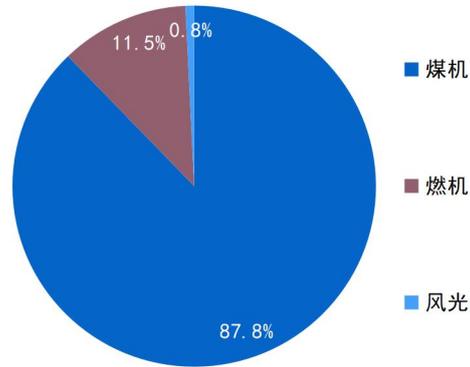
地方发电龙头，火力发电为主。2023 年省级电企控股装机中排名前五的依次是浙能电力、粤电力 A、上海电力、京能电力和申能股份，浙能电力位居首位，是全国控股装机容量最大的地方发电企业。2023 年公司管理发电装机结构中煤机、燃机和风光占比分别为 87.8%、11.5%和 0.8%，火力发电为主。

图表 5: A 股 17 家省级发电上市公司控股装机排名



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (川投为权益装机)

图表 6: 2023 年公司管理发电装机结构

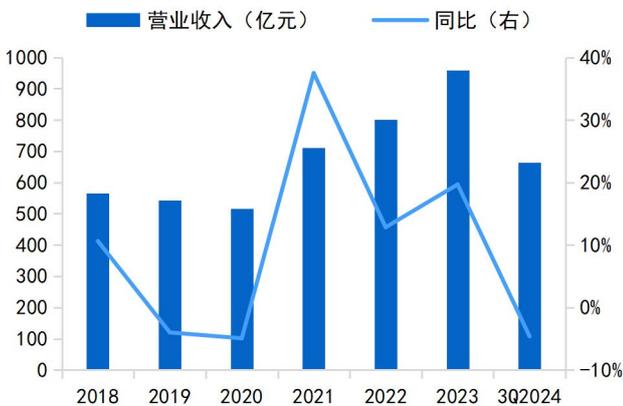


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

### 1.2 业绩向好未来可期, 奠定可观分红基础

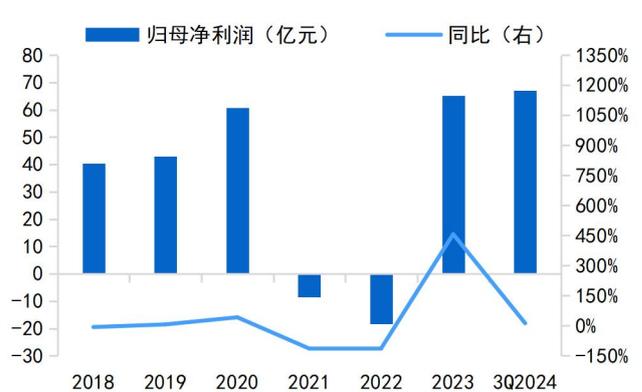
预计 24 年归母净利润持续增长, 业绩向好未来可期。2019-2020 年受新能源挤压影响, 浙江省内火电利用小时数下降, 导致公司火电发电量下降, 进而营收下滑。受电力供需紧张、机组长周期顶峰运行、重要时段能源保供等影响, 2021 年利用小时大幅增加, 公司收入增速回正。2021-2023 年营收稳健增长, 1Q-3Q2024 公司营业收入同比下降 4.62%。2019-2020 年收入虽然下降, 但由于煤价持续降低, 公司归母净利润表现较好。2021-2022 年动力煤供需紧张, 公司业绩承压。2023 年, 随着动力煤价格逐步回落, 公司扭亏为盈, 业绩创近五年新高, 1Q-3Q24 归母净利润同比增长 12.37%, 预计 2024 年公司归母净利润有望持续增长。

图表 7: 1Q-3Q24 营业收入同比降低 4.62%



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 1Q-3Q24 归母净利润同比增长 12.37%



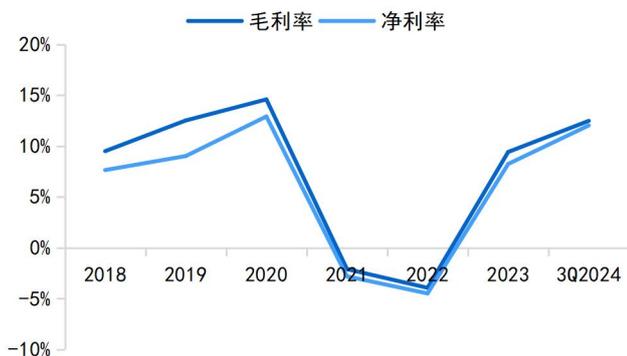
数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

1Q-3Q24 净利率修复至 12.02%, 财务费用率总体降幅明显。2018-2020 年公司盈利能力持续增加, 2020 年净利率增长至 12.9%。受煤价快速增加影响, 2021-2022 年利润率大幅下滑。1Q-3Q24 净利率修复至 12.02%。此外 2018-3Q2024, 公司财务



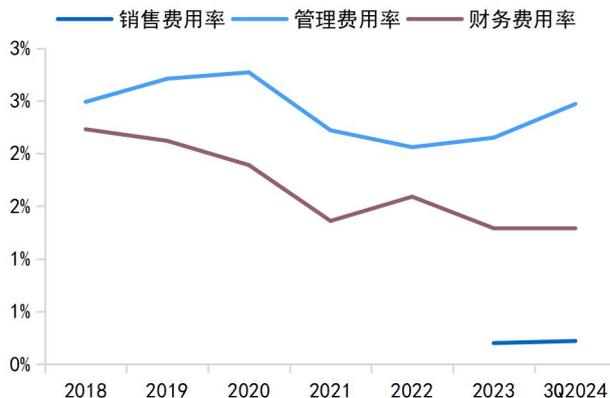
费用率总体下降了 0.94pct。

图表 9: 1Q-3Q24 净利率回升至 12.02%



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 10: 2018-3Q2024 财务费用率下降了 0.94pct



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

公司历史分红持续稳定可观，未来有望继续高比例分红。2014-2020 年公司股利支付率基本均在 50%以上，其中 2016 年为 49.9%，为 2014-2020 年最低点，历史分红持续、稳定、可观；2021-2022 两年因亏损未进行现金分红；2023 年业绩实现扭亏为盈后，公司积极分享发展红利，派发现金红利 33.52 亿元，占归母净利润的 51.4%。预计公司业绩向好，奠定可观分红基础，未来有望继续高比例分红。

图表 11: 2014 年至今公司股利支付率



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所



## 2 火电盈利持续修复，价值重塑势头向好

### 2.1 在建机组待投产，贡献业绩新增量

公司扎根浙江，是省内装机最大的火电企业。2023 年末公司管理机组总装机容量 35.17GW，约占省统调火电装机容量的一半左右，公司是浙江省内规模最大的发电企业。公司管理煤电装机约 30.88GW，管理气电装机 4.03GW，扣除受托管理的温州特鲁莱发电和淮浙风电一期（共计 192 万千瓦的煤电）、温州燃机（34.20 万千瓦的气电），公司控股煤电装机 28.96GW，气电装机 3.68GW。权益口径下，公司煤电装机 28.84GW，气电装机 4.28GW。

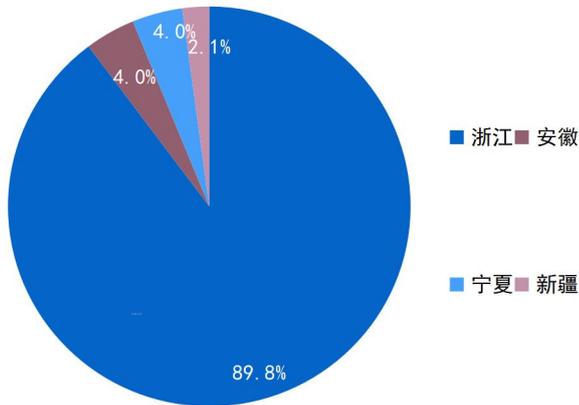
图表 12：公司控股、参股火电装机明细（截至 2023 年底）

电厂	持股比例	控股装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)
台州发电厂	-	136.00	136.00
浙江浙能北仑发电	51.00%	198.00	100.98
浙江浙能长兴发电	95.00%	132.00	125.40
浙江浙能嘉华发电	77.00%	464.00	357.28
浙江浙能嘉兴发电	70.00%	66.00	46.20
浙江浙能温州发电	66.98%	198.00	132.62
浙江浙能镇海发电	51.00%	132.00	67.32
浙江浙能台州第二发电	94.00%	210.00	197.40
浙江浙能乐清发电	52.41%	464.00	243.18
浙江浙能兰溪发电	97.00%	264.00	256.08
浙江浙能绍兴滨海热电	88.00%	88.50	77.88
浙江浙能中煤舟山煤电	63.00%	206.00	129.78
台州临港热电	51.00%	3.00	1.53
淮浙电力凤台发电	51.00%	132.00	67.32
浙能新疆阿克苏热电	100.00%	70.00	70.00
宁夏枣泉发电	51.00%	132.00	67.32
<b>控股煤电-合计</b>		<b>2895.50</b>	<b>2076.29</b>
萧山发电厂	100.00%	122.61	122.61
浙江浙能镇海联合发电	45.00%	34.40	15.48
浙江浙能镇海天然气发电	51.00%	78.92	40.25
浙江浙能镇海燃气热电	60.00%	68.10	40.86
浙江浙能常山天然气发电	100.00%	45.80	45.80
浙江浙能金华燃机发电	100.00%	18.63	18.63
<b>控股气电-合计</b>		<b>368.46</b>	<b>283.63</b>
国能浙江宁海发电	40.00%	457.50	183.00
淮浙煤电	49.57%	126.00	62.45
国能浙江北仑第三发电	40.00%	210.00	84.00
浙江大唐乌沙山发电	35.00%	260.00	91.00
国能浙江北仑第一发电	30.00%	126.00	37.80
国能浙江舟山发电	40.00%	66.50	26.60
浙江温州特鲁莱发电	30.00%	66.00	19.80

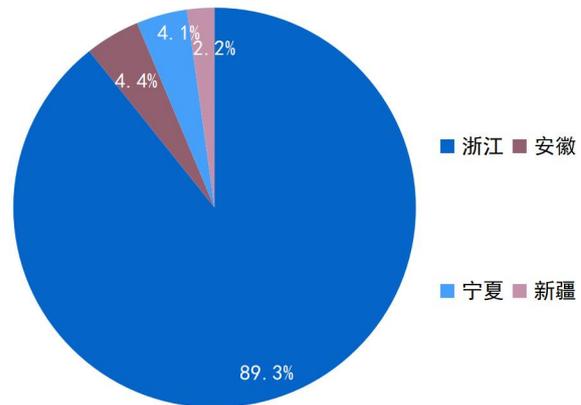


华润电力（温州）	10.00%	203.00	20.30
宁夏银星发电	49.00%	132.00	64.68
国能浙能宁东发电	49.00%	200.00	98.00
国能宁东第二发电	33.33%	132.00	44.00
国能宁夏鸳鸯湖第二发电	5.00%	220.00	11.00
国能宁夏大坝四期发电	49.00%	132.00	64.68
<b>参股煤电-合计</b>		<b>2331.00</b>	<b>807.31</b>
杭州华电半山发电	36.00%	241.50	86.94
浙江浙能长兴天然气热电	49.00%	87.00	42.63
温州燃机发电	43.00%	34.20	14.71
<b>参股气电-合计</b>		<b>362.70</b>	<b>144.28</b>

数据来源：公司公告，wind，浙江省生态环境低碳发展中心，浙江国资委，浙江生态环境厅，淮浙风电，澎拜网，分布式能源，华电半山公司，国家能源之声，中国电力报，华谋咨询股份，华福证券研究所（台州发电厂是分公司）

**图表 13：2023 年公司控股火电装机分布结构**


数据来源：公司公告，wind，浙江省生态环境低碳发展中心，浙江国资委，浙江生态环境厅，淮浙风电，澎拜网，分布式能源，华电半山公司，国家能源之声，中国电力报，华谋咨询股份，华福证券研究所（台州发电厂是分公司）

**图表 14：2023 年公司控股火电上网电量分布结构**


数据来源：公司公告，wind，浙江省生态环境低碳发展中心，浙江国资委，浙江生态环境厅，淮浙风电，澎拜网，分布式能源，华电半山公司，国家能源之声，中国电力报，华谋咨询股份，华福证券研究所（台州发电厂是分公司）

**在建机组待投产，未来业绩增量将逐步释放。**2024 年 5 月底，镇海联合发电公司燃机异地迁建项目 7 号机组首次并网一次成功；7 月，六横山二期项目 3 号机组顺利通过 168 小时试运行。预计六横山二期项目 4 号机组和浙能镇海天然气燃机迁建有望年内投产。2025-2026 年，预计嘉兴电厂 2\*100 万千瓦和台二电厂 2\*100 万千瓦共计四台百万机组将陆续投产。受益于新增装机的投产，未来业绩增量将逐步释放。

**图表 15：2024E-2026E 火电装机投产预期**

项目	类型	持股比例	装机规模（万千瓦）	预计投产时间
浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司（六横山二期）	煤电	63.00%	2*100	2024
浙江浙能嘉兴发电有限公司（嘉兴电厂）		70.00%	2*100	2025、2026
浙江浙能台州第二发电有限责任公司（台二电厂）		94.00%	2*100	2026
浙能镇海联合发电公司（燃机异地迁建）	气电	45.00%	1*49.1（原 34.40）	2024
浙江浙能镇海天然气发电有限责任公司（燃机迁建）		51.00%	2*43（原 78.92）	2024

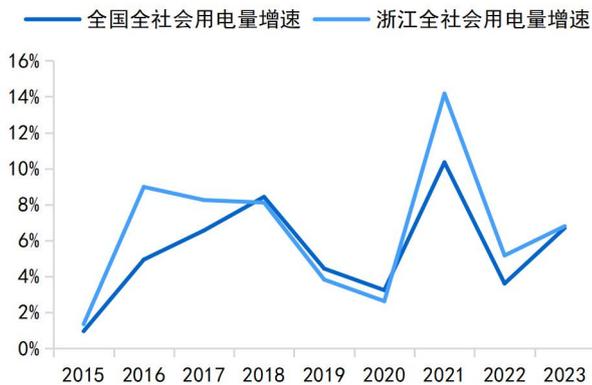
数据来源：公司公告，集团官网，北极星火力发电网，浙江人民政府，浙江公共资源交易中心，华福证券研究所



## 2.2 区位优势淬韧性，火电出力有保障

浙江电力供需偏紧，保障机组利用小时。十三五期间，浙江新增装机以新能源为主，省内新能源出力增加同时外来电量增加，火电利用小时数受到压制。2021-2023年浙江用电需求快速增长，省全社会用电量增速高于全国平均增速 3.82pct、1.56pct 和 0.10pct，用电需求旺盛。浙江新能源大规模发展以后，其出力不稳定的特点给电力系统带来挑战，2021-2023 年浙江火电利用小时数回升。公司的机组利用小时数高于浙江和全国水平。预计 2024 年浙江电力供需总体偏紧，保障公司火电机组利用小时数处于高位水平。

图表 16: 浙江用电需求旺盛



数据来源: iFind, 中国电力统计年鉴, 华福证券研究所

图表 17: 浙江分电源新增装机情况



数据来源: wind, 国家能源局, 华福证券研究所

图表 18: 2022-2023 年公司机组利用小时数高于浙江和全国水平



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

根据《浙江省电力发展“十四五”规划（征求意见稿）》，“十四五”期间浙江省预计新增火电装机共 1332 万千瓦（20-23 年新增 385/1332）；新增水电装机 355 万千瓦（20-23 年新增 217/355）；核电装机 120 万千瓦（20-23 年新增 6/120）；共计新增可控装机约 1807 万千瓦。根据规划到 2025 年浙江省电力最高负荷为 11810~12430 万千瓦，新增最高负荷约 2542-3162 万千瓦，则新增可控装机负荷缺口为 735~1355 万千瓦。2025 年浙江电力供需或延续 2024 年总体偏紧的态势，火电出

力有保障。

图表 19: 浙江省“十四五”电力发展规划

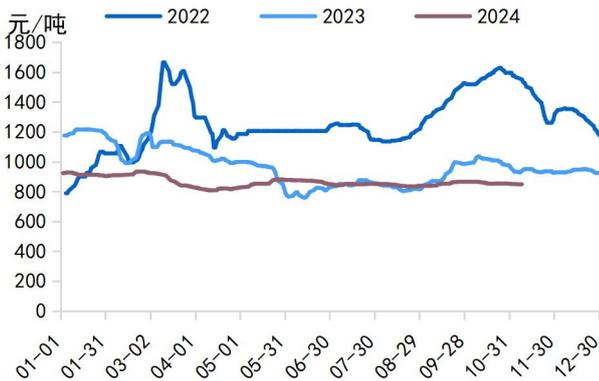
电源 (万千瓦)	2020	2023	2025	“十四五”新增装机/负荷	进度 (目前新增量/规划新增量)
全省电力最高负荷	9268	1.1 亿千瓦	11810-12430	2542-3162	
<b>火电</b>	<b>5994</b>	<b>6379</b>	<b>7326</b>	<b>1332</b>	<b>29% (20-23 年新增 385/1332)</b>
煤电	4738	5035	5370	632	47% (20-23 年新增 297/632)
气电	1256	1345	1956	700	13% (20-23 年新增 89/700)
<b>水电</b>	<b>1171</b>	<b>1388</b>	<b>1526</b>	<b>355</b>	<b>61% (20-23 年新增 217/355)</b>
常规水电	713	720	728	15	47% (20-23 年新增 7/15)
抽蓄	458	668	798	340	62% (20-23 年新增 210/340)
<b>核电</b>	<b>911</b>	<b>917</b>	<b>1031</b>	<b>120</b>	<b>5% (20-23 年新增 6/120)</b>
可控装机	8076	8684	9883	1807	34% (20-23 年新增 608/1807)
负荷-装机缺口				<b>735-1355</b>	

数据来源:《浙江省电力发展“十四五”规划》(征求意见稿) 浙江发改委 浙江能源局, wind, 国家能源局, 电联新媒, 华福证券研究所 (2023 年气电装机为燃气口径)

### 2.3 煤价回落电价高位, 容量落地价值重塑

**煤价高位回落电价维持高位, 煤电业务盈利改善。**11M22 以来秦皇岛 5500 大卡现货煤价显著下降, 24 年前三季度秦皇岛现货煤价均价为 865.1 元/吨, 煤价高位回落, 逐步回归理性。参考江苏, 24 年年度加权均价 452.94 元/兆瓦时, 较燃煤基准价上涨 15.8%, 预计 24 年公司上网电价基本维持高位水平 (公司深耕浙江, 同为江浙沪一带), 煤电业务盈利改善。此外公司参股的煤电项目的盈利能力也将有所改善, 贡献业绩有望提升。

图表 20: 秦皇岛 5500 大卡现货煤价逐步从高位回落



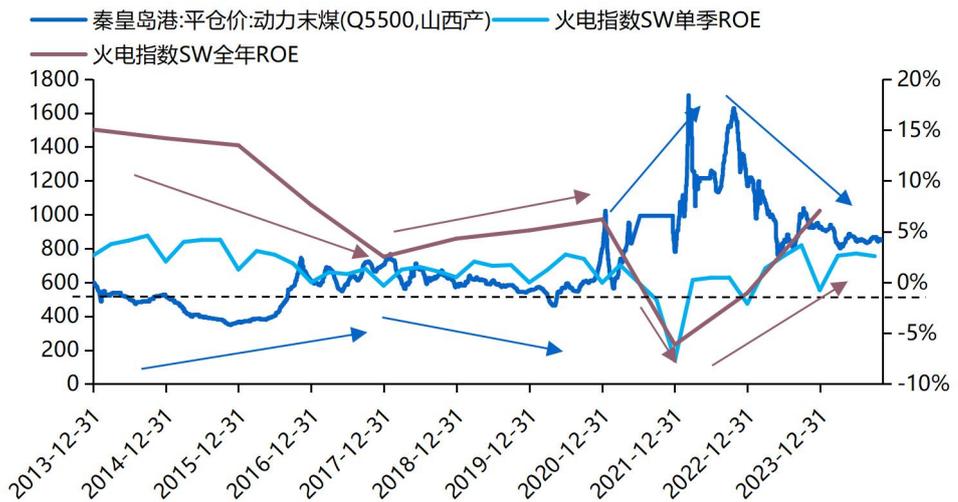
数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 21: 公司综合上网电价有望维持高位



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

24 年开始执行容量电价, 煤电机组将由单一制电价 (电量) 调整为两部制电价 (电量+容量)。预计公司控股煤机可获取容量电费约 29 亿元左右 (含税)。容量电费弱化了煤价对 ROE 的扰动, 火电周期属性弱化, 公用属性加强, 奠定煤电可持续且趋稳的盈利预期。


**图表 22: 2013 年至今秦皇岛现货煤价和火电 (SW) 指数 ROE 趋势**


数据来源: iFind, wind, 华福证券研究所

### 3 参股核电筑盈利支撑，布局光伏转型双主业

#### 3.1 深度布局核电，公司盈利压舱石

预计 2035 年核能发电量占比达到 10% 左右，我国在运在建核电项目有望稳步提升。国际主要核工业大国中，美国核电发电量占比约 20%；法国核电发电量占比约 70% 左右；俄罗斯核电发电量占比约 20%，而我国核电发电量占比仅 5% 左右，市场份额较低，我国的核电发电量比重低于 10% 的世界平均水平，与发达国家相比仍有较大差距。据中国电力报援引中国核能行业协会发布的《中国核能发展报告（2021）》蓝皮书显示，预计到 2030 年，核电在运装机容量达到 1.2 亿千瓦，核电发电量约占全国发电量的 8%；据国家能源局援引中国核能行业协会发布的《中国核能发展报告（2023）》蓝皮书预计到 2035 年，我国核能发电量在总发电量的占比将达到 10% 左右，相比 2023 年翻倍。

**核电审批常态化打开长期成长空间。**2022、2023 年核电核准数量分别为 10 台，2024 年核准 11 台，连续第 3 年新批机组数达到 10 台及以上，且今年已核准的 11 台创近十五年新高，仅次于 2008 年的 14 台。“十四五”时期我国有望保持每年 6-10 台核电机组的核准开工节奏。受益于核电核准常态化，我国在运在建核电项目有望稳步提升。



图表 23: 核电审批常态化打开长期成长空间



数据来源: 核应急中心, 国家原子能机构, 华福证券研究所

**公司深度布局核电领域, 投资收益丰厚。**公司参股中国核电以及秦山核电、核电秦山联营、秦山第三核电、三门核电、中核辽宁核电、中核海洋核动力、中广核苍南核电、中广核苍南第二、中核燕龙、国核浙能等核电及核能多用途公司。截至2023年, 公司布局的核电领域权益在运装机 293.3 万千瓦; 剔除中核体内的新能源, 纯核电在运权益装机 248 万千瓦。23 年投资收益 17 亿元, 投资收益丰厚, 构筑公司的盈利硬支撑。未来随着三门核电、中核辽宁和中广核苍南核电项目投产, 公司参股核电领域的投资收益有望进一步增加。

图表 24: 公司深度布局核电领域

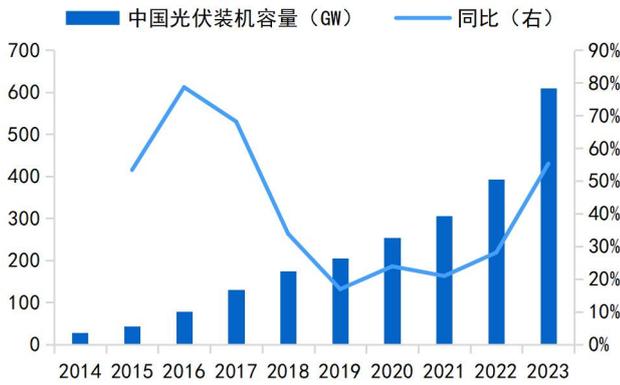
	权益比例	在运装机 (万千瓦)	在运权益装机 (万千瓦)	在建+核准装机 (万千瓦)	23 年投资收益 (亿元)	备注
中国核电	2.47%	4226.59	104.40		2.26	上市公司
秦山核电	28%	252.8	70.78	-	4.70	在运 1*35 万千瓦; 扩建方家山核电 2*108.9 万千瓦
秦山二核 (秦山联合)	20%	268	53.6	-	4.25	在运 4*67 万千瓦
秦山三核	10%	145.6	14.56	-	1.50	在运 2*72.8 万千瓦 (重水堆)
三门核电	20%	250	50.00	250.2	4.29	在运 2*125 万千瓦
中核辽宁	10%			513	0.01	徐大堡机组 1-4 号机组正在加速建设, 5-6 号机组已开展项目建议书修编工作 (共规划 6 台机组)
中广核苍南	34%			241.6	-	三澳 1 号预计 26 年投产, 2 号预计 27 年投产 (共规划 6 台机组)
中广核苍南第二	31%					建设和运营三澳核电二期、三期项目
中核海洋核动力	9%				-	海洋核动力装备
中核燕龙	15%				-0.04	核能供暖
国核浙能	50%				0.00	开展海岛核电和海岛小堆供热等项目
浙江三门高温堆	49%				-	共同投资开发、建设运营台州地区高温气冷堆核电站 (可研阶段)
合计		5143.0	293.3	1004.8	17.0	

数据来源：公司公告，wind，中国能源报，中核集团官网，人民网，北斗融媒，中广核公告，中核公告，华福证券研究所

### 3.2 入股中来布局光伏，双轮驱动战略转型

预计全球光伏新增装机仍将持续增长，光伏产业链各制造环节有望保持高速增长态势。全球多个国家提出了“零碳”或“碳中和”的气候目标，发展以光伏为代表的可再生能源已成为全球共识，预计全球光伏新增装机仍将持续增长。作为全球最大的光伏制造国，受益于世界范围内光伏电站装机的快速增长，我国光伏产业链各制造环节有望保持高速增长态势。

图表 25：我国光伏装机快速增长



数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 26：世界光伏装机快速增长

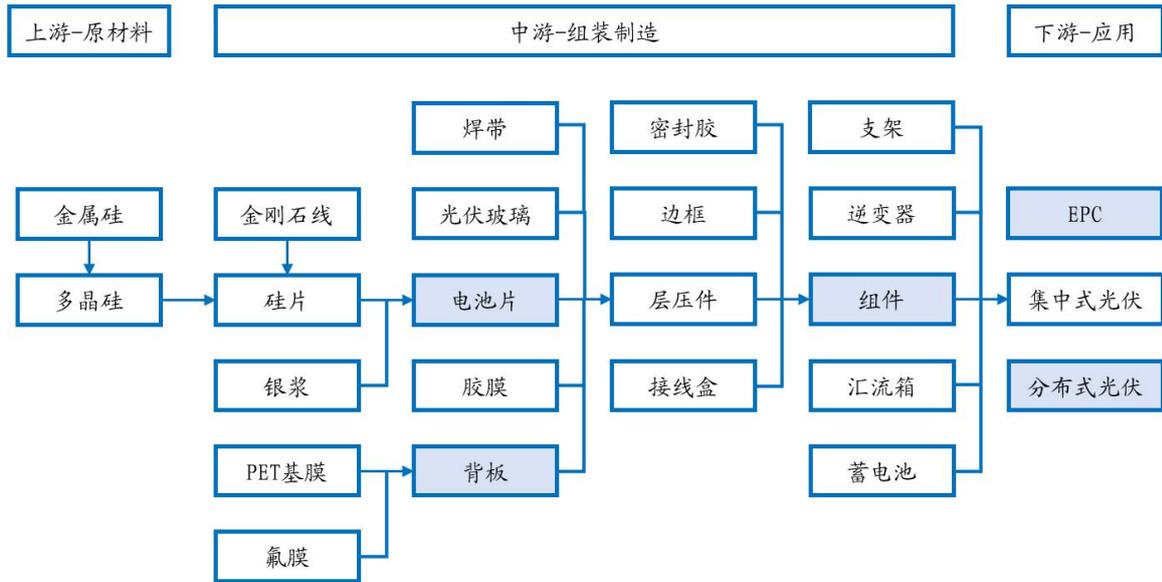


数据来源：iFind，华福证券研究所

入股中来进军光伏，切入新能源高端装备业。2022年11月，公司与中来股份控股股东林建伟、张育政夫妇签署《股份转让协议》及《表决权委托协议》，以18.17亿元受让张育政持有的中来股份9.70%股权，同时取得林建伟持有的中来股份10%股权对应的表决权。公司持有中来股份9.70%的股份及19.70%的表决权，成为中来股份的实控人。2023年3月公司将中来股份纳入合并报表范围。此外，公司通过二级市场增持中来股份，截至目前持股比例为9.75%。公司成功切入新能源高端装备业，向“火力发电+新能源制造”双主业转型升级。

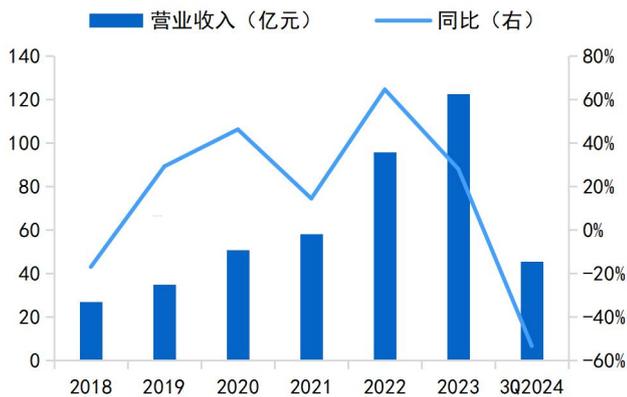
中来股份主要开展光伏辅材、高效电池、高效组件、光伏应用相关业务，处于整个光伏产业链的中下游。中来股份光伏背板出货量连续三年全球第一，年产16GW高效电池项目一期投产，N型TOPCon电池产品实验室转换效率达到世界领先水平，公司“双主业”发展格局初步形成。公司将依托火电+新能源资源配套开发政策，积极争取配套新能源开发项目。不断深化与中来股份的产业协同，全力推动分布式光伏规模化发展。充分利用制造业产业链优势，争取更多新能源项目资源。受益于光伏行业快速发展，中来股份营收持续增加。2021年国内硅料价格大幅上涨，加之海运费剧增和公司计提资产减值等因素，中来股份归母净利润大幅下跌，亏损3.13亿元；2022年实现扭亏为盈。2024年前三季度，中来股份归母净利润-3.04亿元。

图表 27: 中来股份处在光伏产业链的中下游



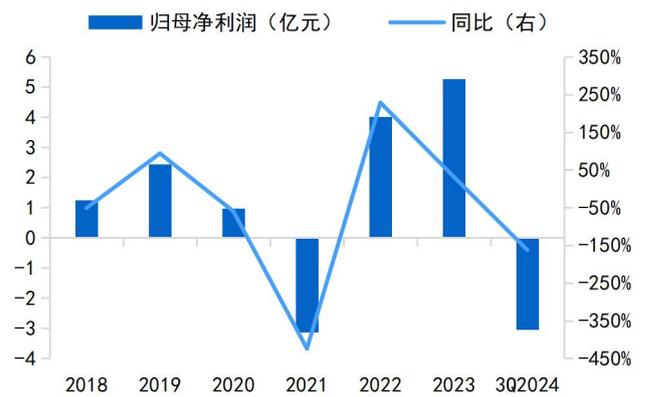
数据来源: 中来股份公司公告, 华福证券研究所

图表 28: 2018-3Q2024 中来股份营业收入



数据来源: wind, 中来股份公告, 华福证券研究所

图表 29: 2018-3Q2024 中来股份归母净利润



数据来源: wind, 中来股份公告, xw 华福证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 基于前文对公司装机的分析, 根据公司目前已经开工在建的装机量以及增容扩容工程等, 假设 24/25/26 年煤电新增投产装机 212/105.7/300 万千瓦; 气电迁建投产装机 135.1/0/0 万千瓦。

(2) 根据各机组投产节奏, 假设 24/25/26 年火电机组的年利用小时数为 4789/4806/4520h。

(3) 考虑到公司机组主要布局浙江, 假设 24-26 年煤电平均不含税电价为 0.4191/0.4198/0.4263 元/kWh; 气电平均不含税电价为 1.0828/1.0832/1.0832 元/kWh。



(4) 考虑到机组的投产节奏和电量增速预期等，假设 24-26 年电力板块燃料及备件增速为-3.91%、2.47%和 1.88%；折旧成本增速为 11.55%、7.33%和 5.76%；人工其他成本增速为 2.09%、3.47%和 1.88%。

(5) 参考中来前三季度业绩情况，以及考虑光伏行业竞争格局，我们保守假设 24-26 年光伏产品收入增速为-45%、-10%和 12%；毛利率为 9%、11%和 13%。

(6) 公司积极参股核电、煤电、绿电等，增厚公司业绩。假设 24-26 年权益法核算的长期股权投资收益增速为-7.6%、3.3%和 3.1%；假设 24-26 年以公允价值计量的权益工具均为 3 亿元。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-2%、3%、4%，归母净利润增速分别为 19%、8%、8%，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.63 元、0.68 元

**图表 30: 公司业绩拆分预测表**

		2023A	2024E	2025E	2026E
电力	收入	689.36	708.83	736.96	760.30
	YoY	7.91%	2.82%	3.97%	3.17%
	成本	638.26	625.67	644.86	659.68
	毛利率	7.41%	11.73%	12.50%	13.23%
蒸汽	收入	71.90	76.47	78.87	80.41
	YoY	-6.88%	6.36%	3.13%	1.95%
	成本	55.52	58.88	60.73	61.91
	毛利率	22.78%	23.00%	23.00%	23.00%
光伏产品	收入	105.13	57.82	52.04	58.28
	YoY		-45.00%	-10.00%	12.00%
	成本	89.71	52.62	46.31	50.71
	毛利率	14.66%	9.00%	11.00%	13.00%
其他	收入	93.36	98.03	102.93	108.08
	YoY	8.70%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	85.92	93.13	97.78	102.67
	毛利率	7.97%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	<b>959.75</b>	<b>941.15</b>	<b>970.79</b>	<b>1007.07</b>
	YoY	<b>19.68%</b>	<b>-1.94%</b>	<b>3.15%</b>	<b>3.74%</b>
	成本	<b>869.41</b>	<b>830.30</b>	<b>849.68</b>	<b>874.98</b>
	毛利率	<b>9.41%</b>	<b>11.78%</b>	<b>12.48%</b>	<b>13.12%</b>

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 4.2 投资建议

我们选取了同为区域龙头且布局在用电需求旺盛区域的粤电力 A、申能股份、上海电力、皖能电力；以及考虑到公司深度布局核电领域，我们选取了中国核电。



24年可比公司平均PE为12.38倍。

受益于新增装机投产以及煤价高位回落，公司未来业绩增长可期。我们预测24-26年公司营收分别为941.15、970.79和1007.07亿元，归母净利润分别为77.69、84.22和90.85亿元，对应PE分别为9.4/8.6/8.0倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 31: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000539.SZ	粤电力 A	4.62	0.19	0.28	0.38	0.46	26.34	16.66	12.36	10.03
600642.SH	申能股份	8.16	0.71	0.81	0.87	0.92	9.08	10.02	9.42	8.83
600021.SH	上海电力	9.41	0.57	0.90	1.00	1.10	14.96	10.01	9.04	8.23
000543.SZ	皖能电力	7.61	0.63	0.83	0.99	1.08	9.93	8.99	7.53	6.95
601985.SH	中国核电	9.41	0.56	0.58	0.63	0.68	13.33	16.20	14.78	13.74
	平均值						14.73	12.38	10.63	9.56
600023.SH	浙能电力	5.43	0.49	0.58	0.63	0.68	9.48	9.37	8.64	8.01

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (截至 2024 年 11 月 26 日数据, 数据参考同花顺一致预期)

## 5 风险提示

**宏观经济下行导致用电需求下降的风险：**电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响。发电企业经营状况与经济周期的相关性较高，经济下行周期将可能导致全社会用电需求减少，降低公司发电设备利用小时数，影响公司的盈利能力。

**燃料价格高位运行导致成本高企的风险：**公司发电设备基本由燃煤机组和燃气机组构成，煤炭及天然气价格居高不下，燃料成本在公司营业成本中占比超过七成。煤炭去产能政策造成供应大幅下降，优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭供应，导致了电煤价格难以得到有效控制。

**电力市场竞争降低上网电价的风险：**随着电力体制改革的深入，电力市场竞争加剧，交易电量及价差扩大，拉低公司平均上网电价，降低营业收入。

**中来股份业务发展不及预期的风险。**公司战略收购中来股份，于2023年3月进行并表，若未来中来股份自身业务经营不善，则可能对公司发展产生不利影响。

**研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。



图表 32: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,364	19,658	36,991	51,083	营业收入	95,975	94,115	97,079	100,707
应收票据及账款	13,745	13,338	13,270	13,245	营业成本	86,941	83,030	84,968	87,498
预付账款	593	787	713	723	税金及附加	416	470	485	464
存货	6,538	5,433	5,653	5,995	销售费用	189	46	60	77
合同资产	566	149	187	239	管理费用	2,060	1,978	2,040	2,117
其他流动资产	2,205	1,762	1,875	1,958	研发费用	536	525	542	562
流动资产合计	42,444	40,979	58,502	73,004	财务费用	1,235	1,846	1,957	2,112
长期股权投资	33,222	33,222	33,222	33,222	信用减值损失	-163	-50	-50	-50
固定资产	46,599	53,307	49,161	51,657	资产减值损失	-433	-200	-150	-100
在建工程	6,427	7,790	6,730	2,870	公允价值变动收益	-67	-23	-30	-40
无形资产	2,965	2,977	2,988	2,999	投资收益	4,609	4,169	4,305	4,429
商誉	1,241	1,241	1,241	1,241	其他收益	440	440	440	440
其他非流动资产	14,342	14,423	14,592	14,778	<b>营业利润</b>	<b>9,304</b>	<b>10,876</b>	<b>11,863</b>	<b>12,876</b>
非流动资产合计	104,797	112,960	107,935	106,766	营业外收入	30	112	112	112
<b>资产合计</b>	<b>147,241</b>	<b>153,939</b>	<b>166,437</b>	<b>179,770</b>	营业外支出	227	101	101	101
短期借款	10,024	10,000	10,000	10,000	<b>利润总额</b>	<b>9,107</b>	<b>10,887</b>	<b>11,874</b>	<b>12,887</b>
应付票据及账款	12,388	9,382	9,856	10,412	所得税	1,204	1,470	1,603	1,739
预收款项	2	15	20	25	<b>净利润</b>	<b>7,903</b>	<b>9,417</b>	<b>10,271</b>	<b>11,148</b>
合同负债	271	188	194	201	少数股东损益	1,383	1,648	1,849	2,062
其他应付款	1,124	1,124	1,124	1,124	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,520</b>	<b>7,769</b>	<b>8,422</b>	<b>9,085</b>
其他流动负债	8,248	8,195	8,229	8,271	EPS (按最新股本摊薄)	0.49	0.58	0.63	0.68
流动负债合计	32,057	28,905	29,422	30,033					
长期借款	32,026	38,026	44,026	50,026					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	3,190	3,190	3,190	3,190					
非流动负债合计	35,216	41,216	47,216	53,216					
<b>负债合计</b>	<b>67,274</b>	<b>70,121</b>	<b>76,639</b>	<b>83,250</b>					
归属母公司所有者权益	67,405	69,607	73,739	78,399					
少数股东权益	12,563	14,210	16,059	18,122					
<b>所有者权益合计</b>	<b>79,967</b>	<b>83,818</b>	<b>89,798</b>	<b>96,521</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>147,241</b>	<b>153,939</b>	<b>166,437</b>	<b>179,770</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,477</b>	<b>10,475</b>	<b>20,659</b>	<b>16,811</b>
现金收益	15,340	18,087	20,556	21,328
存货影响	-1,001	1,104	-220	-342
经营性应收影响	-4,035	412	293	115
经营性应付影响	3,257	-2,993	478	562
其他影响	-2,083	-6,136	-448	-4,852
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,266</b>	<b>-10,959</b>	<b>-3,080</b>	<b>-2,182</b>
资本支出	-12,735	-14,906	-3,134	-6,715
股权投资	-3,171	0	0	0
其他长期资产变化	8,640	3,947	54	4,533
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,594</b>	<b>778</b>	<b>-247</b>	<b>-537</b>
借款增加	8,700	5,976	6,000	6,000
股利及利息支付	-1,852	-7,528	-8,053	-8,909
股东融资	349	0	0	0
其他影响	-5,603	2,330	1,806	2,372

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	19.7%	-1.9%	3.1%	3.7%
EBIT 增长率	-665.6%	23.1%	8.6%	8.5%
归母公司净利润增长率	-456.5%	19.2%	8.4%	7.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.4%	11.8%	12.5%	13.1%
净利率	8.2%	10.0%	10.6%	11.1%
ROE	8.2%	9.3%	9.4%	9.4%
ROIC	12.4%	13.5%	13.5%	13.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.7%	45.6%	46.0%	46.3%
流动比率	1.3	1.4	2.0	2.4
速动比率	1.1	1.2	1.8	2.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	40	48	46	44
存货周转天数	25	26	23	24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.49	0.58	0.63	0.68
每股经营现金流	0.86	0.78	1.54	1.25
每股净资产	5.03	5.19	5.50	5.85
<b>估值比率</b>				
P/E	11	9	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	90	76	67	65

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn