



浙能电力 (600023.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

1Q25 电价下降盈利承压, 24 年维持高分红业绩简评

4月28日晚间公司发布24年年报及25年一季报, 24年全年实现营业收入880.0亿元, 同比-8.3%; 实现归母净利润77.5亿元, 同比+18.9%。1Q25实现营业收入176.0亿元, 同比-12.1%; 实现归母净利润10.7亿元, 同比-40.8%。2024年度计划现金分红0.29元/股, 同比+0.04元/股, 现金分红比例约50.2%, 当前股价对应股息率约5.0%。

经营分析

24 年增量降本火电盈利实质性改善。24 年公司完成上网电量 1647 亿度, 同比+6.6%, 主因: 1) 六横电厂二期项目全面投产, 叠加镇海天然气#3、镇海联合#7 机组投产, 公司火电装机规模净增 205.1 万千瓦; 2) 浙江省用电需求景气+省内电力供需偏紧需火电顶峰保供, 公司煤机利用小时数同比+99 小时、达 5632 小时。成本方面, 24 年公司度电燃料及备件成本同比-8.3%, 大于火电不含税综合平均上网电价降幅、即 3.6%。

25 年电价降幅大于成本降幅, Q1 盈利暂承压。1Q25 公司完成上网电量 366 亿千瓦时、同比基本持平, 营收下降主因电价下降: 根据国网浙江公司, 3M25 浙江省电网代理工商业购电价格同比-72 元/MWh。然而, 由于 24 年末至 25 年初电厂煤炭库存偏高, 春节假期后市场煤价的快速下行为公司成本端带来的利好尚未反应在报表端, 致使公司 1Q25 盈利承压, 毛利率同比下行-2.3pcts 至 7.1%。展望后续, 公司主业盈利能力有望随着高价库存的消耗而边际改善, 业绩降幅有望环比收窄。

公司买过火电建设高峰期进入收获期, 资本开支压力减小、现金流保持健康。24 年是公司火电项目建设高峰期, 最多有 5 台燃煤发电机组+3 台燃气机组+1 台燃煤热电联产机组同时在建, 使得公司产生 86.8 亿元的投资性活动现金流净流出。火电盈利能力自 23 年改善起, 公司每年经营性现金流净额不仅能够覆盖资本开支, 还使资产负债率从 2023 年底的 45.7% 下降至 1Q25 的 42.3%, 助 24 年节省财务费用约 1.6 亿元。随着机组陆续投产, 公司资本开支压力减小: 1Q25 投资性活动现金流净流出同比减少 24.2%。以健康现金流为保障, 公司 24 年计划现金分红 0.29 元/股, 现金分红比例达 50.2%。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025~2027 年分别实现归母净利润 66.3/79.1/81.4 亿元, EPS 分别为 0.50/0.59/0.61 元, 公司股票现价对应 PE 估值分别为 12 倍、10 倍和 10 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、电力市场化进展不及预期, 光伏产业链竞争格局恶化、光伏制造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

分析师: 唐执敬 (执业 S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 5.84 元

相关报告:

- 《浙能电力公司点评: 3Q24 电量高增, 煤电价差同比收窄》, 2024.10.30
- 《浙能电力公司点评: Q2 电量承压, 煤电价差扩大增利》, 2024.8.30
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	95,975	88,003	81,778	83,138	84,848
营业收入增长率	19.7%	-8.3%	-7.1%	1.7%	2.1%
归母净利润(百万元)	6,520	7,753	6,632	7,905	8,139
归母净利润增长率	456.5%	18.9%	-14.5%	19.2%	3.0%
摊薄每股收益(元)	0.486	0.578	0.495	0.590	0.607
每股经营性现金流净额	0.86	1.02	0.94	1.13	1.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.7%	10.6%	8.6%	9.7%	9.5%
P/E	9.48	9.79	11.81	9.91	9.62
P/B	0.92	1.04	1.02	0.96	0.92

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	80,195	95,975	88,003	81,778	83,138	84,848
增长率		19.7%	-8.3%	-7.1%	1.7%	2.1%
主营业务成本	-83,364	-86,941	-77,303	-73,433	-72,519	-74,042
%销售收入	104.0%	90.6%	87.8%	89.8%	87.2%	87.3%
毛利	-3,169	9,034	10,700	8,345	10,620	10,806
%销售收入	n.a	9.4%	12.2%	10.2%	12.8%	12.7%
营业税金及附加	-330	-416	-498	-327	-333	-339
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	0	-189	-206	-188	-191	-195
%销售收入	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-1,649	-2,060	-2,189	-2,044	-2,078	-2,121
%销售收入	2.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-261	-536	-515	-491	-499	-509
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	-5,410	5,833	7,291	5,294	7,519	7,641
%销售收入	n.a	6.1%	8.3%	6.5%	9.0%	9.0%
财务费用	-1,271	-1,235	-1,077	-928	-776	-638
%销售收入	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-169	-597	-1,304	-400	-400	-400
公允价值变动收益	-1	-67	149	-3	-70	-70
投资收益	3,293	4,609	4,146	4,229	4,144	4,351
%税前利润	-106.2%	50.6%	41.3%	47.8%	38.8%	39.0%
营业利润	-3,178	9,304	10,168	9,042	10,882	11,349
营业利润率	n.a	9.7%	11.6%	11.1%	13.1%	13.4%
营业外收支	78	-198	-136	-200	-200	-200
税前利润	-3,100	9,107	10,032	8,842	10,682	11,149
利润率	n.a	9.5%	11.4%	10.8%	12.8%	13.1%
所得税	-505	-1,204	-1,140	-1,061	-1,389	-1,561
所得税率	n.a	13.2%	11.4%	12.0%	13.0%	14.0%
净利润	-3,605	7,903	8,892	7,781	9,294	9,588
少数股东损益	-1,777	1,383	1,138	1,150	1,389	1,449
归属于母公司的净利润	-1,829	6,520	7,753	6,632	7,905	8,139
净利率	n.a	6.8%	8.8%	8.1%	9.5%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-3,605	7,903	8,892	7,781	9,294	9,588
少数股东损益	-1,777	1,383	1,138	1,150	1,389	1,449
非现金支出	6,021	6,934	8,107	7,650	8,384	8,991
非经营收益	-1,925	-2,744	-3,254	-3,307	-2,881	-3,225
营运资金变动	-268	-615	-38	421	361	711
经营活动现金净流	224	11,477	13,707	12,545	15,158	16,065
资本开支	-5,227	-8,538	-8,831	-5,418	-5,346	-5,745
投资	-2,836	-2,527	-2,874	-3,500	-3,570	-5,070
其他	2,248	3,799	3,024	4,214	4,144	4,351
投资活动现金净流	-5,816	-7,266	-8,681	-4,704	-4,772	-6,464
股权募资	355	349	156	0	0	0
债权募资	9,622	4,279	-2,507	-1,867	-5,541	-4,171
其他	-2,115	-3,034	-5,468	-4,381	-4,961	-4,941
筹资活动现金净流	7,861	1,594	-7,818	-6,248	-10,502	-9,112
现金净流量	2,278	5,773	-2,769	1,593	-116	489

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,123	19,364	16,218	17,611	17,294	17,582
应收款项	9,523	14,297	13,228	12,639	12,393	11,951
存货	5,536	6,538	5,885	6,036	5,960	6,086
其他流动资产	1,562	2,246	2,963	2,369	2,368	2,393
流动资产	29,745	42,444	38,294	38,654	38,016	38,012
%总资产	24.6%	28.8%	24.9%	24.7%	24.3%	24.0%
长期投资	37,639	42,465	47,681	51,598	55,198	60,298
固定资产	47,259	53,264	58,608	57,186	54,090	50,791
%总资产	39.1%	36.2%	38.0%	36.5%	34.5%	32.1%
无形资产	3,127	4,828	4,177	4,203	4,227	4,249
非流动资产	91,176	104,797	115,791	117,972	118,549	120,418
%总资产	75.4%	71.2%	75.1%	75.3%	75.7%	76.0%
资产总计	120,921	147,241	154,085	156,625	156,565	158,431
短期借款	15,035	16,248	18,617	20,265	18,122	17,951
应付款项	10,208	13,512	14,581	14,021	13,848	14,139
其他流动负债	1,304	2,296	1,939	1,894	2,106	2,232
流动负债	26,547	32,057	35,137	36,180	34,076	34,322
长期贷款	24,540	32,026	27,357	23,357	20,357	16,357
其他长期负债	2,348	3,190	4,771	5,311	4,914	4,915
负债	53,434	67,274	67,265	64,848	59,346	55,593
普通股股东权益	61,213	67,405	73,315	77,122	81,175	85,344
其中：股本	13,409	13,409	13,409	13,409	13,409	13,409
未分配利润	16,083	22,054	25,993	29,309	33,261	37,331
少数股东权益	6,273	12,563	13,505	14,655	16,044	17,493
负债股东权益合计	120,921	147,241	154,085	156,625	156,565	158,431

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.136	0.486	0.578	0.495	0.590	0.607
每股净资产	4.565	5.027	5.468	5.752	6.054	6.365
每股经营现金净流	0.017	0.856	1.022	0.936	1.130	1.198
每股股利	0.230	0.243	0.289	0.247	0.295	0.303
回报率						
净资产收益率	-2.99%	9.67%	10.58%	8.60%	9.74%	9.54%
总资产收益率	-1.51%	4.43%	5.03%	4.23%	5.05%	5.14%
投入资本收益率	-5.81%	3.90%	4.80%	3.39%	4.76%	4.73%
增长率						
主营业务收入增长率	12.83%	19.68%	-8.31%	-7.07%	1.66%	2.06%
EBIT 增长率	37.65%	-207.82%	25.00%	-27.39%	42.01%	1.63%
净利润增长率	112.34%	-456.55%	18.92%	-14.47%	19.20%	2.96%
总资产增长率	4.58%	21.77%	4.65%	1.65%	-0.04%	1.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.0	40.1	51.2	50.0	48.0	45.0
存货周转天数	21.6	25.3	29.3	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	36.3	42.6	56.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	192.5	178.1	221.6	236.1	222.2	200.9
偿债能力						
净负债/股东权益	39.20%	36.15%	34.10%	28.18%	21.64%	16.12%
EBIT 利息保障倍数	-4.3	4.7	6.8	5.7	9.7	12.0
资产负债率	44.19%	45.69%	43.65%	41.40%	37.91%	35.09%

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	8	14	21	57
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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
4	2024-08-30	买入	6.42	N/A
5	2024-10-30	买入	5.87	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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