



浙能电力 (600023.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

煤价降幅大于电价，2Q25 量利齐增

业绩简评

8月28日公司发布25年半年报，1H25实现营收354.7亿，同比-11.7%；实现归母净利润35.1亿，同比-10.6%；扣非后归母净利润33.6亿，同比-7.2%。2Q25实现营收178.7亿，同比-11.3%；实现归母净利润24.4亿，同比+15.4%。

经营分析

用电需求景气+来水同比偏枯+新机组投产，2Q25公司上网电量同比+4.6%。1H25公司完成上网电量747亿度，其中2Q25完成约403亿度，同比+8.4%。公司火电电量占比仍保持在99%，2Q25上网电量同比提升主因：1) 2Q25来水情况不及去年同期，致使浙江省外来电两同比-1.1%、本地水电利用小时数大幅下降35.9%，火电保供发电量提升；2) 5月以来中美贸易冲突缓和，“抢出口”带动下Q2浙江省用电量同比+8.5%，环比+2.9pcts。3) 六横二期2台机组于2H24投产。展望3Q25，虽然7月均温低于去年同期或导致用电增速偏低，但1) 8月持续高温使得浙江省用电负荷创下1.31亿千瓦的新高，2) 来水持续偏弱，3) 公司浙江嘉兴电厂四期9号机组已于6月底投产，公司发电量有望保持增长。

煤价降幅大于电价降幅，2Q25业绩增速转正。测算1H25公司综合平均上网电价约385元/MWh(不含税)，同比下降49元/MWh。2Q25秦港Q5500煤价同比-214元/吨、降幅约25.3%，环比-90元/吨、降幅约12.4%。假设公司市场煤采购占比约80%、供电煤耗约300g/kWh，对应公司2Q25度电燃料成本下降约65元/MWh。Q2煤价降幅大于电价降幅，控股电厂盈利环比明显改善；但1H25参股火电资产股权投资收益同比大幅减少5亿元、降幅达43.3%。

清洁高效机组投产改善装机结构，强化核电第二增长曲线。报告期内，公司镇海燃气#4、嘉电#9、滨电#9并网发电，镇联电迁建#7迎峰度夏前满负荷达产，为浙江省增添163.8万千瓦电力支撑，并进一步提升清洁高效火电机组占比。核电资产布局方面，参股三门核电三期完成核准，金七门核电站#1浇筑核岛第一灌混凝土，投资中国聚变能源有限公司进入核聚变领域，抢滩布局未来能源。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2025~2027年分别实现归母净利润70.9/82.9/85.3亿元，EPS分别为0.53/0.62/0.64元，公司股票现价对应PE估值分别为10倍、8倍和8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、中来股份业绩不及预期等风险

公共事业与环保组

分析师：唐执敬 (执业 S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.14 元

相关报告：

- 《浙能电力公司点评：1Q25 电价下降盈利承压，24 年维持高分...》，2025.4.29
- 《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



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	81,248	83,768	85,223
营业收入增长率	19.7%	-8.3%	-7.7%	3.1%	1.7%
归母净利润(百万元)	6,520	7,753	7,085	8,286	8,533
归母净利润增长率	456.5%	18.9%	-8.6%	16.9%	3.0%
摊薄每股收益(元)	0.486	0.578	0.528	0.618	0.636
每股经营性现金流净额	0.86	1.02	0.99	1.16	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.7%	10.6%	9.2%	10.2%	9.9%
P/E	9.48	9.79	9.73	8.32	8.08
P/B	0.92	1.04	0.89	0.84	0.80

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	81,248	83,768	85,223
增长率	n.a	19.7%	-8.3%	-7.7%	3.1%	1.7%
主营业务成本	-83,364	-86,941	-77,303	-72,130	-72,627	-73,886
%销售收入	104.0%	90.6%	87.8%	88.8%	86.7%	86.7%
毛利	-3,169	9,034	10,700	9,117	11,142	11,338
%销售收入	n.a	9.4%	12.2%	11.2%	13.3%	13.3%
营业税金及附加	-330	-416	-498	-325	-335	-341
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	0	-189	-206	-187	-193	-196
%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	-2,031	-2,094	-2,131
%销售收入	2.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-261	-536	-515	-487	-503	-511
%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	6,087	8,017	8,159
%销售收入	n.a	6.1%	8.3%	7.5%	9.6%	9.6%
财务费用	-1,271	-1,235	-1,077	-920	-759	-616
%销售收入	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-169	-597	-1,304	-400	-400	-400
公允价值变动收益	-1	-67	149	-198	-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%	44.8%	37.0%	37.2%
营业利润	-3,178	9,304	10,168	9,647	11,397	11,889
营业利润率	n.a	9.7%	11.6%	11.9%	13.6%	14.0%
营业外收支	78	-198	-136	-200	-200	-200
税前利润	-3,100	9,107	10,032	9,447	11,197	11,689
利润率	n.a	9.5%	11.4%	11.6%	13.4%	13.7%
所得税	-505	-1,204	-1,140	-1,134	-1,456	-1,637
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	8,313	9,742	10,053
少数股东损益	-1,777	1,383	1,138	1,228	1,456	1,520
归属于母公司的净利润	-1,829	6,520	7,753	7,085	8,286	8,533
净利率	n.a	6.8%	8.8%	8.7%	9.9%	10.0%

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	8,313	9,742	10,053
少数股东损益	-1,777	1,383	1,138	1,228	1,456	1,520
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	-3,121	-2,899	-3,247
营运资金变动	-268	-615	-38	415	327	730
经营活动现金净流	224	11,477	13,707	13,257	15,553	16,527
资本开支	-5,227	-8,538	-8,831	-5,418	-5,346	-5,745
投资	-2,836	-2,527	-2,874	-3,696	-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	-4,900	-4,772	-6,464
股权募资	355	349	156	0	0	0
债权募资	9,622	4,279	-2,507	-2,479	-5,402	-4,524
其他	-2,115	-3,034	-5,468	-4,598	-5,133	-5,116
筹资活动现金净流	7,861	1,594	-7,818	-7,077	-10,535	-9,640
现金净流量	2,278	5,773	-2,769	1,280	246	423

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	17,298	17,344	17,566
应收账款	9,523	14,297	13,228	12,557	12,487	12,004
存货	5,536	6,538	5,885	5,929	5,969	6,073
其他流动资产	1,562	2,246	2,963	2,353	2,373	2,394
流动资产	29,745	42,444	38,294	38,136	38,173	38,036
%总资产	24.6%	28.8%	24.9%	24.4%	24.4%	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%	36.6%	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%	75.6%	75.6%	76.0%
资产总计	120,921	147,241	154,085	156,108	156,722	158,455
短期借款	15,035	16,248	18,617	19,653	17,648	17,124
应付款项	10,208	13,512	14,581	13,773	13,869	14,109
其他流动负债	1,304	2,296	1,939	1,932	2,152	2,282
流动负债	26,547	32,057	35,137	35,358	33,669	33,515
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	5,310	4,914	4,915
负债	53,434	67,274	67,265	64,025	58,941	54,787
普通股股东权益	61,213	67,405	73,315	77,349	81,592	85,959
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	29,536	33,679	37,945
少数股东权益	6,273	12,563	13,505	14,734	16,189	17,709
负债股东权益合计	120,921	147,241	154,085	156,108	156,722	158,455

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.136	0.486	0.578	0.528	0.618	0.636
每股净资产	4.565	5.027	5.468	5.769	6.085	6.411
每股经营现金净流	0.017	0.856	1.022	0.989	1.160	1.233
每股股利	0.230	0.243	0.289	0.264	0.309	0.318
回报率						
净资产收益率	-2.99%	9.67%	10.58%	9.16%	10.16%	9.93%
总资产收益率	-1.51%	4.43%	5.03%	4.54%	5.29%	5.39%
投入资本收益率	-5.81%	3.90%	4.80%	3.91%	5.07%	5.05%
增长率						
主营业务收入增长率	12.83%	19.68%	-8.31%	-7.68%	3.10%	1.74%
EBIT 增长率	37.65%	-207.82%	25.00%	-16.52%	31.71%	1.77%
净利润增长率	112.34%	-456.55%	18.92%	-8.62%	16.95%	2.98%
总资产增长率	4.58%	21.77%	4.65%	1.31%	0.39%	1.11%
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	237.7	220.5	200.1
偿债能力						
净负债/股东权益	39.20%	36.15%	34.10%	27.77%	20.98%	15.21%
EBIT 利息保障倍数	-4.3	4.7	6.8	6.6	10.6	13.2
资产负债率	44.19%	45.69%	43.65%	41.01%	37.61%	34.58%

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	0	0	0	1	24
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	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
6	2025-04-29	买入	5.84	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。

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