

浙能电力（600023）

证券研究报告

2023年06月01日

火电盈利修复弹性可期，参股核电支撑业绩

浙江省核心电力上市平台，区域火电龙头企业

公司为浙能集团电力主业资产整体运营平台，其业务以火电为主，同时向煤炭销售、新能源发电等领域延伸。截至 2022 年底，公司总管理装机容量约 3311 万千瓦，其中煤电机组约 2887 万千瓦，占比约 87%，气电机组约 404 万千瓦，占比约 12%。同时，公司参股多家火电、核电企业，优质资产为公司贡献客观的投资收益，对公司业绩产生显著支撑。

盈利修复+资产质量提升，公司火电业务有望持续优化

从成本端来看，行业层面，国内煤炭供需相对宽松，电厂及港口库存维持高位，带动煤价中枢下行，截至 2023 年 5 月 26 日，秦皇岛港 Q5500 混煤平仓价已降至 870 元/吨，同比降低约 335 元/吨。公司层面，公司努力提高长协煤占比，并通过进口煤采购、参与优质煤电联营资产等手段压低燃料成本。从收入端来看，公司装机集中于浙江省内，电力供需偏紧背景下发电水平及上网电价有望维持较高水平，量价齐升下盈利有望优先修复。另外，目前公司镇海电厂 4 台老旧机组全部退役关停，新建大功率机组接替投产，充足储备项目资源支持下公司优质机组规模有望持续扩张。

参股核电贡献稳定投资收益，业绩压舱石作用凸显

公司深度布局核电领域，参股中国核电以及秦山核电、三门核电等核电及核能多用途公司，截至 2022 年底公司核电权益装机规模达到约 237 万千瓦。对比各类电力品种，核电资产盈利能力与稳定性优势突出，2022 年公司参股核电企业贡献投资收益达 13.61 亿元，业绩压舱石作用显著。

控股中来股份入局光伏产业，战略进军新能源板块

中来股份主营业务为光伏辅材（背板）、高效电池及组件、光伏应用系统三大板块，2022 年实现营业收入 95.77 亿元，实现归母净利润 4.01 亿元。中来股份重点发力分布式光伏业务，借助产业链一体化优势，携手央企持续开发分布式光伏项目，截至 2022 年底，中来民生与各市/县/镇签约的分布式光伏项目拟建容量累计超过 10.75GW。

盈利预测与估值：考虑中来股份并表，我们预计公司 2023-2025 年可实现营业收入 1003.50、1147.20、1255.00 亿元，同比分别增加 25.13%、14.32%、9.40%；可实现归母净利润 69.80、83.81、93.95 亿元，24、25 年同比分别增加 20.08%、12.10%。基于分部估值，我们给予公司估值 919.27 亿元，对应目标股价为 6.86 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，煤炭价格波动风险，电力价格波动风险，项目建设速度滞后的风险，投资业务盈利不及预期风险，中来股份经营情况不及预期等

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.93 元
目标价格	6.86 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	13,408.73
流通 A 股股本(百万股)	13,408.73
A 股总市值(百万元)	66,105.05
流通 A 股市值(百万元)	66,105.05
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	47.95
一年内最高/最低(元)	5.23/3.09

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	71,073.24	80,194.58	85,109.29	88,775.36	91,875.80
增长率(%)	37.51	12.83	6.13	4.31	3.49
EBITDA(百万元)	3,762.25	3,961.88	19,655.30	22,093.72	23,969.30
归属母公司净利润(百万元)	(855.22)	(1,822.45)	6,897.71	8,232.00	9,192.27
增长率(%)	(114.05)	113.10	(478.49)	19.34	11.67
EPS(元/股)	(0.06)	(0.14)	0.51	0.61	0.69
市盈率(P/E)	(77.30)	(36.27)	9.58	8.03	7.19
市净率(P/B)	1.03	1.08	0.96	0.90	0.83
市销率(P/S)	0.93	0.82	0.78	0.74	0.72
EV/EBITDA	18.99	17.21	3.95	3.09	2.34

资料来源：wind，天风证券研究所（注：仅展示公司原业务部分盈利预测）

内容目录

1. 浙江省核心电力上市平台，区域火电龙头企业	4
2. 盈利修复+资产质量提升，公司火电业务有望持续优化	5
2.1. 煤价回落叠加电价上浮，火电盈利有望修复	5
2.2. 新老电厂交替，资产质量稳步提升	9
3. 参股核电贡献稳定投资收益，业绩压舱石作用凸显	10
4. 控股中来股份入局光伏产业，战略进军新能源板块	11
5. 盈利预测与估值	13
5.1. 盈利预测	13
5.2. 估值	14
6. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）	4
图 2：公司电力装机结构（截至 2022 年底）	4
图 3：2017-2022 公司营收规模及结构（亿元）	4
图 4：2017-2022 公司发电业务毛利率情况	4
图 5：2017-2023Q1 公司归母净利润变化情况	4
图 6：2017-2023Q1 公司投资净收益及归母净利润情况	5
图 7：2021-2023.3 国内原煤产量情况（亿吨）	6
图 8：南方八省电厂煤炭库存情况（万吨）	6
图 9：2023.4.4-2023.4.11 神华外购长协车板采购价格变化情况（巴图塔）（元/吨）	6
图 10：秦皇岛港煤炭库存情况（万吨）	6
图 11：曹妃甸港煤炭库存情况（万吨）	6
图 12：广州港集团煤炭库存（万吨）	6
图 13：秦皇岛港 Q5500 煤价走势（元/吨）	7
图 14：燃煤发电市场交易价格浮动范围	8
图 15：2022 年各省份发用电缺口情况（亿千瓦时）	8
图 16：2022 年公司和全国煤电利用小时数对比（h）	9
图 17：公司上网电价情况（元/KWh）	9
图 18：公司煤电机组各类型占比（截至 2022 年底）	9
图 19：各电源类型 ROE 对比	10
图 20：中来股份业务布局情况	11
图 21：中来股份 2018-2023Q1 年营收情况	11
图 22：中来股份 2018-2023Q1 年归母净利润情况	11
图 23：中来股份 2022 年分业务营收及毛利率情况（亿元）	12
图 24：分布式光伏开发运营流程	12
图 25：中来股份分布式光伏项目开发工作快速开展	13

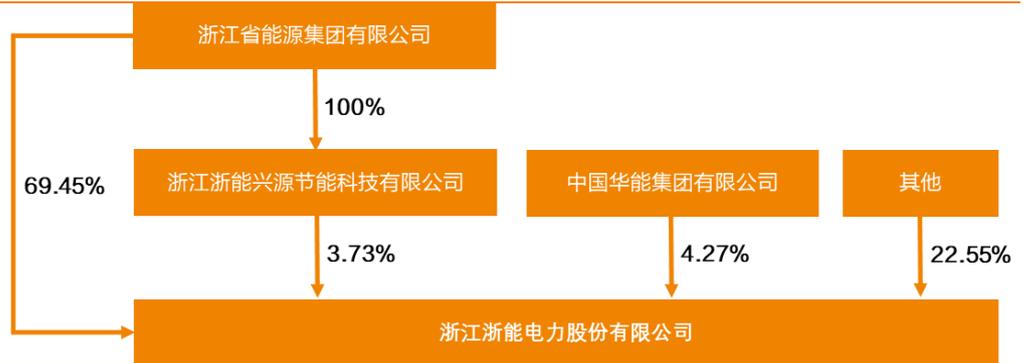
表 1: 晋陕蒙新四省 2023 年工作报告煤炭产量目标.....	5
表 2: 2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案与 2022 年不同之处.....	7
表 3: 公司主要控/参股公司情况 (亿元)	7
表 4: 公司在建及待建项目情况.....	9
表 5: 公司参股核电公司装机情况 (截至 2022 年底)	10
表 6: 公司参股核电公司贡献投资收益情况.....	10
表 7: 受让完成后公司及其一致行动人对中来股份持股情况	11
表 8: 公司核心业务经营数据预测	13
表 9: 公司 2023-2025 年营收及归母净利润预测	14
表 10: 可比公司估值表 (截至 2023 年 5 月 29 日)	14

1. 浙江省核心电力上市平台，区域火电龙头企业

浙能集团电力主业资产整体运营平台，区域能源龙头企业。公司前身为浙江省电力开发有限公司，2011年10月，电开有限经股份制改制变更为浙能电力。2013年12月，公司通过换股吸收合并浙江东南发电股份有限公司实现上市。公司自设立以来即以电力产品的生产销售为主营业务，作为浙能集团电力主业资产整体上市运营的唯一平台，经过多年发展，其业务规模与领域不断拓展，目前已经发展成为浙江省乃至全国范围的区域能源龙头企业。

截至2023年3月31日，公司**第一大股东浙江省能源集团有限公司**直接持有公司69.45%股权，并通过浙江浙能兴源节能科技有限公司间接持有公司3.73%股权，**合计持股比例为73.18%**，**公司实控人为浙江省国资委**。公司**第二大股东为华能集团**，持股比例为4.27%。

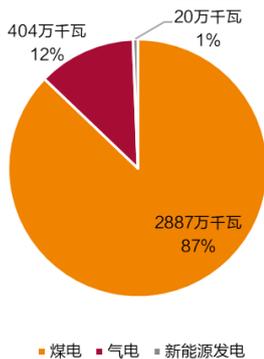
图 1：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司以火电业务为主，同时向煤炭销售、新能源发电等领域延伸。从装机规模来看，截至2022年底，公司总管理装机容量约3311万千瓦，其中，煤电机组约2887万千瓦，占比约87%，气电机组约404万千瓦，占比约12%，新能源发电机组约20万千瓦，占比较小，公司省内统调煤机约占全省统调煤机装机容量的55%。从营收占比来看，2022年公司实现营业收入801.95亿元，其中，发电业务收入638.84亿元，占比达79.66%，供热业务收入77.22亿元，占比为9.63%，煤炭销售及其他业务收入85.89亿元，占比为10.71%。

图 2：公司电力装机结构（截至 2022 年底）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2017-2022 公司营收规模及结构（亿元）

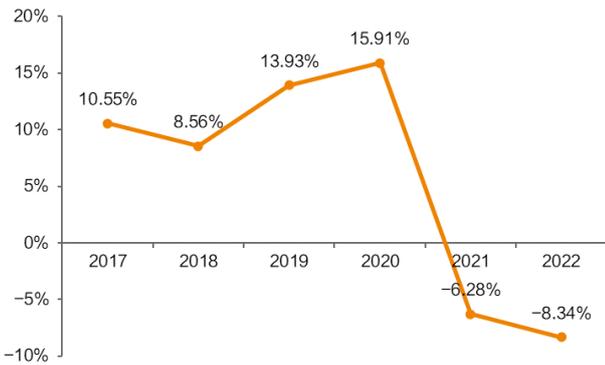


资料来源：Wind，天风证券研究所

22 年煤价上涨导致燃料成本高企，23Q1 实现扭亏为盈。由于公司火电业务营收占比较高，其业绩水平受燃料价格影响较大。在 2021-2022 年煤炭价格高企的情况下，公司成本压力显著增大，对业绩造成拖累。2021、2022 年公司分别实现归母净利润-8.55、-18.22 亿元，而伴随煤炭价格有所回调，公司 2023Q1 业绩扭亏为盈，实现归母净利润 10.11 亿元，同比增长 61.19%。

图 4：2017-2022 公司发电业务毛利率情况

图 5：2017-2023Q1 公司归母净利润变化情况



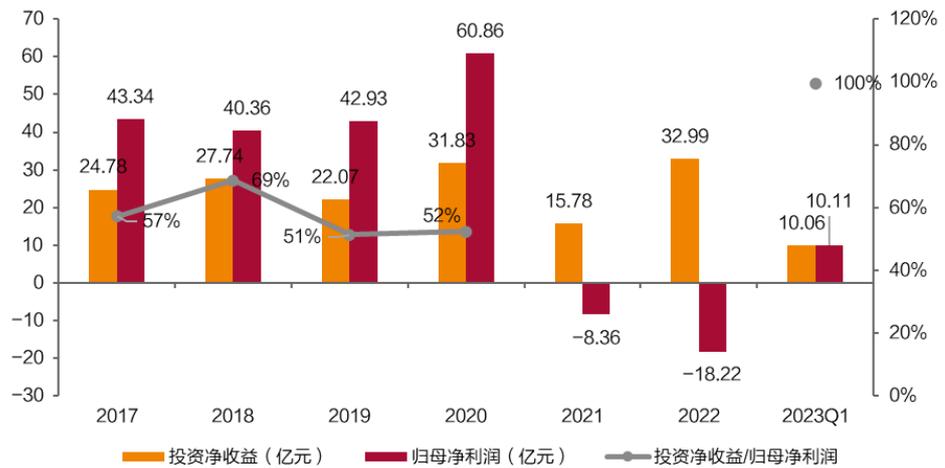
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

投资收益占比较高, 对公司业绩产生显著支撑。公司参股多家火电、核电企业, 优质资产为公司贡献可观的投资收益。2022 年在主营业务出现明显亏损的情况下, 公司实现投资净收益 32.99 亿元。从业绩占比来看, 在剔除 21-22 年业绩异常的情况下, 2017-2020 年公司投资净收益占归母净利润的比例均达到一半以上, 而 2023Q1 投资净收益占归母净利润的比例超过 99%, 公司投资收益对业绩产生显著支撑。

图 6: 2017-2023Q1 公司投资净收益及归母净利润情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

2. 盈利修复+资产质量提升, 公司火电业务有望持续优化

2.1. 煤价回落叠加电价上浮, 火电盈利有望修复

➤ 从成本端来看

市场煤方面, 国内煤炭扩产趋势明显, 供需预计相对宽松, 库存压力较大。根据国家统计局数据, 2023 年 1-4 月国内原煤产量达到 15.27 亿吨, 同比提高 4.8%, 4 月国内原煤产量达到 3.81 亿吨, 同比提高 4.5%, 我们预计 2023 年国内煤炭产量将继续提升。而相比于供给侧的增加, 需求侧则相对疲软, 在保长协发运背景下, 电厂煤炭库存处于较高水平, 对市场煤采购积极性不足, 根据 Wind 数据, 截至 2023 年 5 月 18 日, 南方八省电厂煤炭库存达到 3585 万吨, 同比增加 562 万吨。

表 1: 晋陕蒙新四省 2023 年工作报告煤炭产量目标

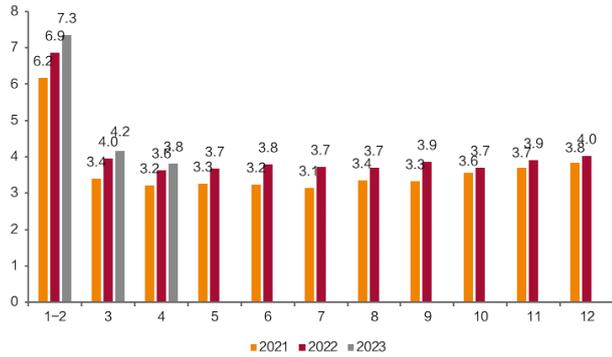
省份	具体目标
山西	在确保安全生产前提下, 加快煤炭先进产能释放, 力争煤炭产量达到 13.65 亿吨。
陕西	扛牢保能源安全责任, 抓好煤炭稳产保供和优质产能建设, 争取海则滩等 4 处煤矿开工建设, 确保煤炭产量达到 7.5 亿吨。
内蒙古	努力盘活“僵尸”煤矿闲置资源, 在产煤矿总产能稳定在 13 亿吨以上, 煤炭产量达到 12.5 亿吨左右, 保障全国 2/3 以上省份的用煤需求。

新疆

加快释放煤炭先进优质产能，力争“疆煤外运”8800万吨、“疆电外送”1300亿千瓦时。

资料来源：晋陕蒙新四省 2023 年工作报告，天风证券研究所

图 7：2021-2023.3 国内原煤产量情况（亿吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 8：南方八省电厂煤炭库存情况（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

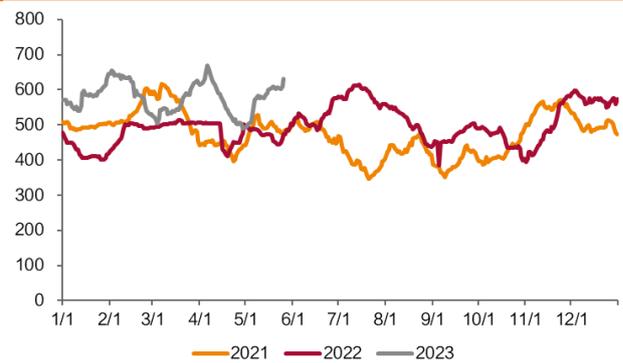
港口煤炭持续累库，倒逼上游煤企降价。截至 2023 年 5 月 26 日，秦皇岛港、曹妃甸港、广州港煤炭库存分别为 630、608、338 万吨，分别同比增加 158、174、37 万吨。在此情况下，上游煤矿销售普遍较差，报价出现明显下跌，以 4 月 4 日-11 日国能坑口外购煤实际执行价格为例，其价格出现较大幅度下调，巴图塔站台神优 2 号下调 88 元至 944 元/吨，委托外购 5500 大卡、5000 大卡、4500 大卡分别下调 72.5 元、48 元、29.5 元。

图 9：2023.4.4-2023.4.11 神华外购长协车板采购价格变化情况（巴图塔）（元/吨）

神华外购	上期价格	本期价格	涨跌幅度
神优2号	1032	944	-88
外购5500大卡	902	829.5	-72.5
外购5000大卡	762	714	-48
外购4500大卡	646	616.5	-29.5

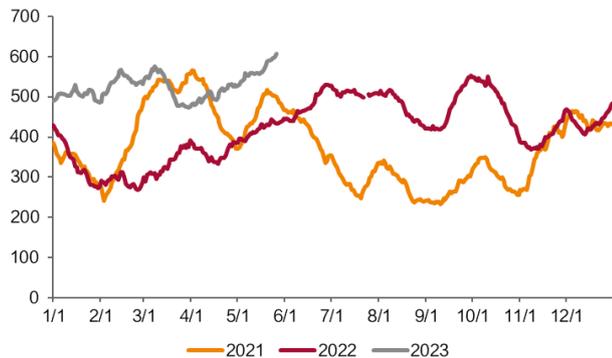
资料来源：煤炭价格指数公众号，天风证券研究所

图 10：秦皇岛港煤炭库存情况（万吨）



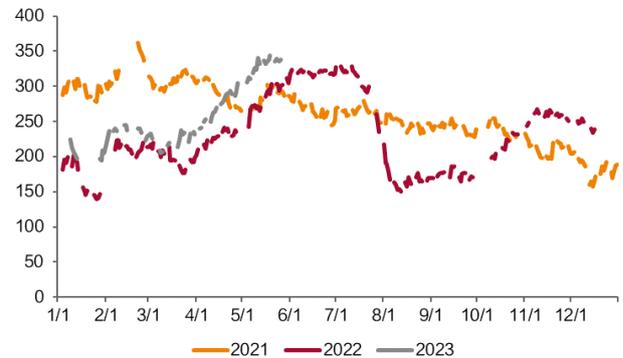
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：曹妃甸港煤炭库存情况（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

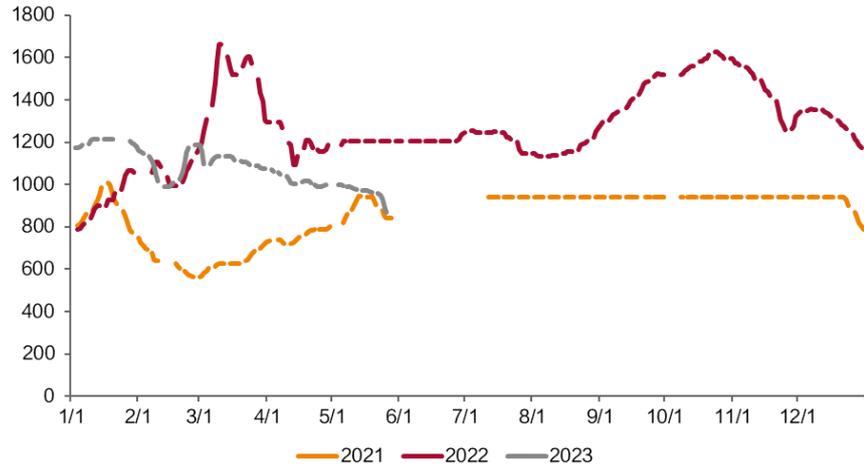
图 12：广州港集团煤炭库存（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

市场有所反映，煤价中枢有望进一步下移。面对库存的持续累计和上游煤企的降价行为，市场煤价跌势开始加快。2023 年 5 月 26 日秦皇岛港 Q5500 混煤平仓价为 870 元/吨，环比降低 25 元/吨，同比降低约 335 元/吨，仍处于下降通道。在此情况下，全年煤价中枢有望进一步下移。

图 13: 秦皇岛港 Q5500 煤价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

长协煤方面, 2022 年 10 月 31 日, 国家发改委办公厅印发《2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案通知》, 与 2022 年方案相比, 2023 年的中长协合同的供应方范围扩大, 所有在产的煤炭生产企业均在范围内, 而需求方范围缩小至发电和供暖用煤企业, 同时, 下水煤合同基准价按 5500 大卡动力煤 675 元/吨执行, 较 2022 年 700 元/吨有所回落, **国家长协煤政策导向明显趋严**。2023 年 4 月 12 日, 国务院新闻办公室举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会, **明确提出要重点保障电煤供应的量、质和价, 督促各省密切跟踪电煤长协保质保量签订和履约情况, 积极做好督促落实和协调工作**。在此背景下, 长协煤签约率及履约率有望持续提升。

表 2: 2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案与 2022 年不同之处

	2022 年	2023 年
文件名称	2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案 (发改电【2021】365 号)	2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案 (发改办运行【2022】903 号)
供应方	30 万吨/年及以上的煤炭生产企业	所有在产的煤炭生产企业
需求方	发电供热企业、纯供暖企业、地方政府推荐的农村居民采暖用煤经营单位、承担政府煤炭储备任务的储备基地、化肥生产企业	发电和供热用煤企业
下水煤合同基准价	700 元/吨 (5500)	675 元/吨 (5500)

资料来源: 今日动力煤公众号, 天风证券研究所

除行业整体情况的改善, 公司也采取多项措施以加快燃料成本压力的缓解:

- 1) 积极提高长协煤占比。**作为沿海电厂, 公司在当前煤炭采购结构中市场煤占比较高, 截至 2022 年 7 月公司执行长协煤价的占比仅为 20%, 具有较大的提升空间。
- 2) 灵活调整煤炭采购策略。**公司地处沿海省份, 在进口煤采购方面具备先发优势, 面对国内煤价的高企, 公司全资子公司富兴燃料发挥集约化采购平台优势, 积极探索国际市场, 采购印尼煤、俄煤等多元煤种, 同时, 伴随澳煤进口放开, 公司煤炭采购品种有望进一步优化。
- 3) 增加煤电联营业务。**公司参股的淮浙煤电有限责任公司、国能浙江宁海发电有限公司、国能浙江北仑第三发电有限公司均为优质的煤电联营资产, 根据公司公告显示, 在 2021-2022 公司控股火电厂普遍亏损的情况下, 上述资产仍取得了可观的净利润水平。

表 3: 公司主要控/参股公司情况 (亿元)

控/参股公司	业务类型	持股比例	净利润	
			2021	2022

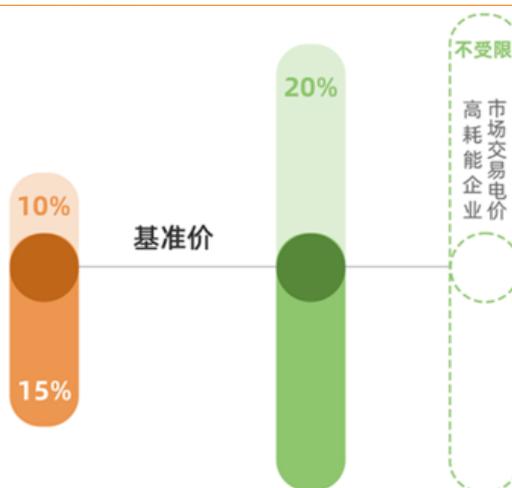
浙江浙能北仑发电有限公司	火力发电	51%	-1.38	-3.64
浙江浙能乐清发电有限责任公司	火力发电	51%	-5.28	-8.51
浙江浙能嘉华发电有限公司	火力发电	77%	-9.55	-13.21
浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司	火力发电	63%	-3.64	-4.61
浙江浙能镇海发电有限责任公司	火力发电	51%	-3.01	-4.70
淮浙电力有限责任公司	火力发电	51%	0.31	3.31
淮浙煤电有限责任公司	火力发电及煤炭生产销售	49.57%	2.44	15.71
国能浙江宁海发电有限公司	火力发电	40%	1.93	10.50
国能浙江北仑第三发电有限公司	火力发电	40%	3.10	5.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 从收入端来看

电价方面，在国家政策支持下，电价上涨空间拉大。2021 年 10 月，国家发展改革委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（简称《通知》）。改革提出扩大市场交易电价上下浮动范围，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制，电价上涨空间拉大。

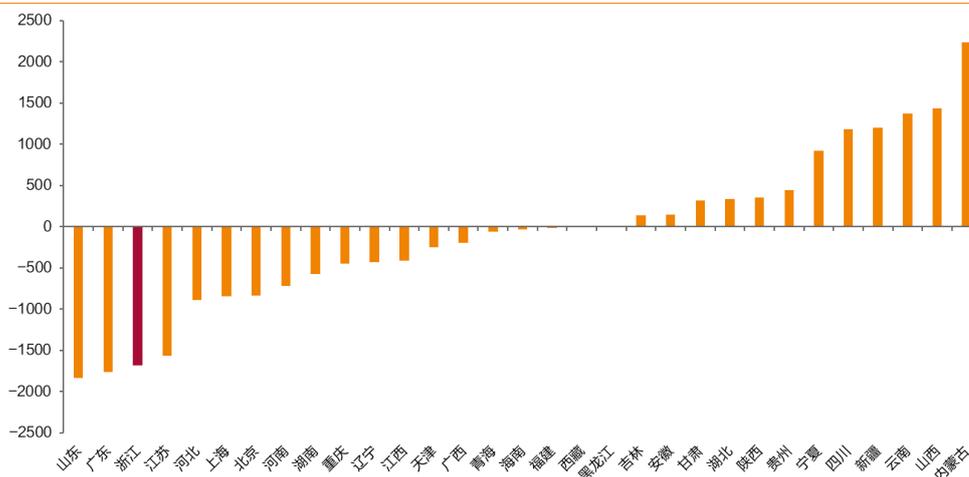
图 14：燃煤发电市场交易价格浮动范围



资料来源：浙电 e 家公众号，天风证券研究所

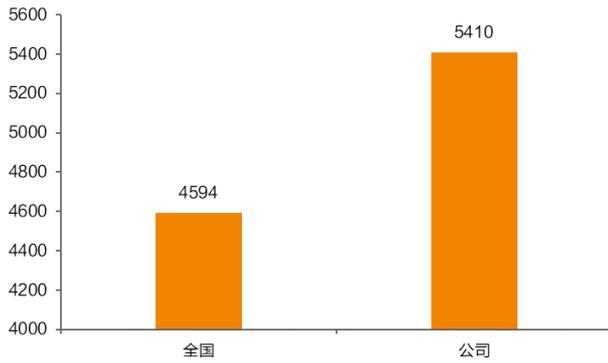
公司项目主要集中于浙江省内，量价齐升下火电盈利有望优先修复。从公司项目分布来看，2022 年公司浙江省内发电量占比约 89%，占比较高，而浙江省作为我国用电大省，其电力消费及用电缺口规模均位于前列，在电力供需偏紧背景下，我们预计公司火电发电水平及上网电价均将维持较高水平，其火电业务板块或将迎来量价齐升，盈利有望优先修复。

图 15：2022 年各省份发用电缺口情况（亿千瓦时）



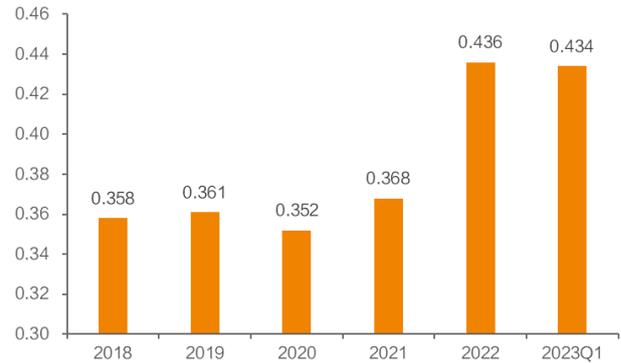
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 2022 年公司和全国煤电利用小时数对比 (h)



资料来源: 中电联, 公司公告, 天风证券研究所

图 17: 公司上网电价情况 (元/KWh)

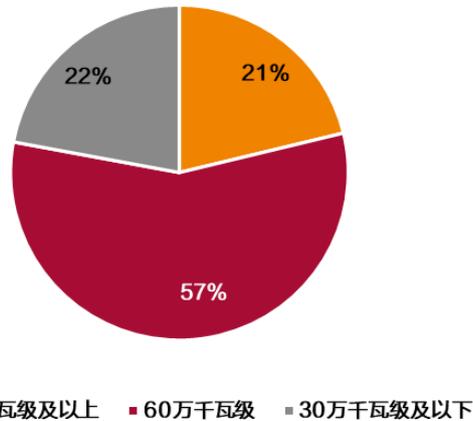


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 新老电厂交替, 资产质量稳步提升

镇海电厂 4 台老旧机组全部退役关停, 新建大功率机组接替投产。公司下属镇海电厂始建于上世纪七八十年代, 其中, 3、4、5、6 号机组规模均为 21.5 万千瓦, 属于国家明令淘汰关停的不达标机组, 被列入浙江省“十三五”关停计划, 3、4 号机组和 5、6 号机组分别于 2018 年 12 月和 2020 年 12 月退役关停。同时, 镇海发电迁建新厂 (招宝山电厂) 1 号、2 号燃煤机组 (2×66 万千瓦) 分别于 2020 年 10 月、12 月投产运行, 新老电厂交替下, 公司资产质量稳步提升。

图 18: 公司煤电机组各类型占比 (截至 2022 年底)



资料来源: 公司公告, 国际能源资讯网, 天风证券研究所

注: 2022 年数据根据 2020 年披露规模及占比测算

储备项目资源丰富, 优质机组规模有望持续扩张。截至 2022 年底, 公司主要在建项目为乐清电厂三期工程, 该项目建设 2 台 100 万千瓦级高效超超临界燃煤机组 (5、6 号机组), 其中 5 号机组已经于 2023 年 4 月 27 日正式投产, 6 号机组计划于 23 年 7 月建成投产。另外, 2022 年 1 月, 公司六横电厂二期工程获浙江省发改委核准, 该项目建设 2 台 100 万千瓦级超超临界二次再热高效机组, 首台机组预计于 2024 年年底建成投产。公司储备优质项目体量可观, 资产规模及质量有望持续提升。

表 4: 公司在建及待建项目情况

项目	阶段	计划投产时间	规模 (万千瓦)
乐清电厂三期工程 5 号机组	投运	-	100
乐清电厂三期工程 6 号机组	在建	2023 年 7 月	100
六横电厂二期工程	在建	2024 年底 (首台)	2×100

合计

400

资料来源：公司公告，中国能建公司官网，浙能集团官网，天风证券研究所

3. 参股核电贡献稳定投资收益，业绩压舱石作用凸显

公司深度布局核电领域，权益装机规模约 237 万千瓦。公司深度布局核电领域，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、三澳核电、中核燕龙、国核浙能等核电及核能多用途公司，截至 2022 年年底公司核电权益装机规模达到约 237 万千瓦。

表 5：公司参股核电公司装机情况（截至 2022 年底）

参股公司	控股方	公司参股比例	装机规模 (万千瓦)	权益 装机规模 (万千瓦)	在/待建 装机规模 (万千瓦)	权益在/待建 装机规模 (万千瓦)
中国核能电力股份有限公司	中核集团	2.47%	2375	59	1255	31
秦山核电有限公司	中国核电	28%	253	71	-	-
三门核电有限公司	中国核电	20%	250	50	500	100
核电秦山联营有限公司	中国核电	20%	264	53	-	-
秦山第三核电有限公司	中国核电	10%	146	15	-	-
中广核苍南核电有限公司	中广核集团	34%	-	-	240	82
中核辽宁核电有限公司	中国核电	10%	-	-	750	75
中核海洋核动力发展有限公司	中国核电	9%	-	-	-	-
浙江三门高温堆电站有限公司	中核集团	49%	-	-	-	-
中核燕龙科技有限公司	中国核电	15%	-	-	-	-
中广核苍南第二核电有限公司 (拟成立)	中广核集团	31%	-	-	480	149
国核浙能核能有限公司	国电投集团	50%	海岛核电和海岛小堆供热等项目			
中核浙能能源有限公司（集团参股）	中国核电	50%	象山金七门、龙游核电项目及其他能源相关项目开发等工作			

资料来源：Wind，公司公告，中国能源政策研究院，中国核电信息网，澎湃新闻，中国核电官网，天风证券研究所

对比各类电力品种，核电资产盈利能力与稳定性优势突出，业绩压舱石作用凸显。火电资产盈利修复取决于煤炭采购成本，绿电盈利取决于组件与配储的成本博弈，水电盈利受来水波动影响较大，而核电资产经营稳定，ROE 弹性主要取决于内部管理效率。对比各类型资产上市公司 ROE 水平，核电企业 ROE 水平较高且稳定性明显较强。2022 年公司参股核电企业贡献投资收益达 13.61 亿元，业绩压舱石作用显著。

图 19：各电源类型 ROE 对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 6：公司参股核电公司贡献投资收益情况

参股核电公司	权益法下确认的投资损益（亿元）
--------	-----------------

	2019	2020	2021	2022
中国核能电力股份有限公司	0.37	1.27	1.73	1.92
秦山核电有限公司	5.25	3.62	4.48	4.34
三门核电有限公司	-1.75	2.88	2.89	2.06
核电秦山联营有限公司	3.86	3.96	3.57	3.80
秦山第三核电有限责任公司	1.31	1.58	1.48	1.48
中核辽宁核电有限公司	0.01	0.01	-0.05	0.01
合计	9.05	13.32	14.10	13.61
YoY		47.17%	5.84%	-3.44%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 控股中来股份入局光伏产业，战略进军新能源板块

公司 2022 年 11 月 10 日与苏州中来光伏新材股份有限公司（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》，拟受让苏州中来光伏新材股份有限公司 9.70% 的股份及 19.70% 的表决权，并成为中来股份控制方。截至 2023 年 2 月 14 日，公司已完成股份过户登记，并从 3 月起将中来股份纳入合并报表范围。

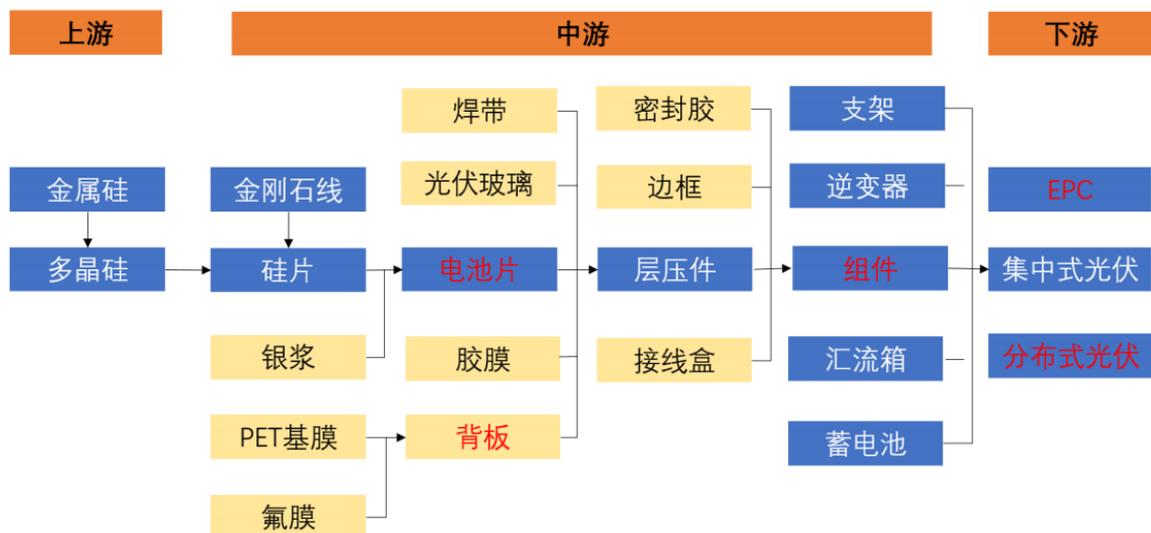
表 7：受让完成后公司及其一致行动人对中来股份持股情况

股东名称	持股数（股）	占总股本比例	拥有表决权股数（股）	拥有表决权占总股份比例
浙能电力	105745704	9.70%	214708440	19.70%
林建伟	180685737	16.58%	71723001	6.58%
张育政	30000000	2.75%	30000000	2.75%
普乐投资	9936448	0.91%	9936448	0.91%
合计	326367889	29.95%	326367889	29.95%

资料来源：中来股份公告，天风证券研究所

中来股份主营业务为光伏辅材（背板）、高效电池及组件、光伏应用系统三大板块。中来股份持续深耕光伏行业，主要专注于光伏辅材、N 型高效单晶电池和组件的研发、生产与销售，以及光伏应用系统的设计、开发、销售与运维，侧重于分布式户用光伏领域，并正在筹划报批上游硅料项目。2022 年中来股份共实现营业收入 95.77 亿元，同比增长 64.56%，实现归母净利润 4.01 亿元，同比增长 228.09%；分板块来看，2022 年其太阳能背板、高效组件、光伏应用系统板块分别实现营业收入 27.15、30.33、36.75 亿元，毛利率分别为 23.82%、5.26%、17.42%。

图 20：中来股份业务布局情况



资料来源：中来股份公司公告，天风证券研究所

图 21：中来股份 2018-2023Q1 年营收情况

图 22：中来股份 2018-2023Q1 年归母净利润情况

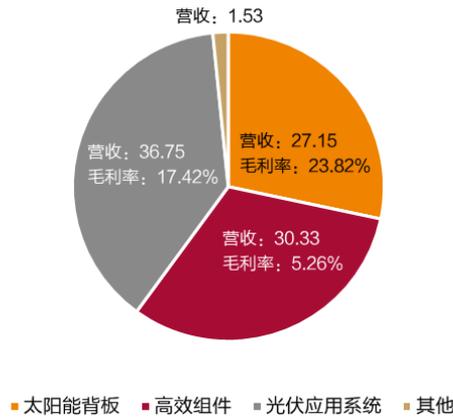


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

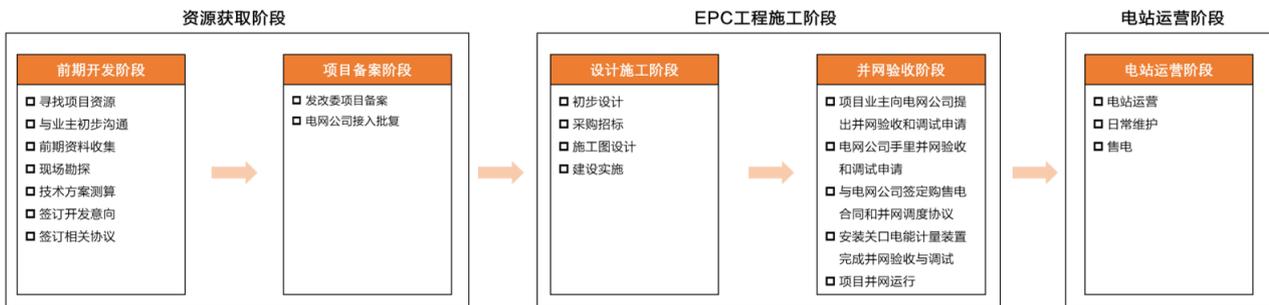
图 23: 中来股份 2022 年分业务营收及毛利率情况 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

重点发力分布式光伏，跑马圈地步伐加速。中来股份于 2015 年成立苏州中来民生能源有限公司（中来民生）入局光伏电站业务，并重点发力分布式光伏，作为市场上独家以 N 型双面组件主推户用分布式光伏的企业，中来民生经过多年的积累与发展，目前已具备较强的电站开发能力与完善的电站运维能力，在业内建立了较好的品牌口碑、较高的行业知名度及广泛的经销渠道。截至 2022 年底，公司主要从事分布式户用光伏 EPC 业务，中来民生户用分布式业务覆盖范围已经逐步扩展到 20 个省 142 个市 634 个区县 4000 多个村/镇，拥有 450 多家核心代理商，管理和运维 16 万多座家庭新能源光伏电站，年内累计开发分布式光伏 1.94GW，与各市/县/镇签约的分布式光伏项目拟建容量累计超过 10.75GW。

图 24: 分布式光伏开发运营流程



资料来源: 西勘院规划研究中心, 天风证券研究所

产业链一体化优势显著，携手央国企保障项目持续开发：

- 一方面，中来股份持续向产业链上游拓展，从而强化其产品协同优势。2022 年 3 月 15 日，中来股份与太原、古交市政府签订《战略合作与投资协议》，约定在山西省古交市投资年产 20 万吨工业硅及年产 10 万吨高纯多晶硅项目，截至 2023 年 4 月，已完成硅料项目公司的新设，并取得山西省企业投资项目备案证，正处于前期报批

手续的第三方评估阶段。

- 另一方面，中来股份与多家大型央企建立了长期稳定的战略合作关系。2021 年，中来股份与国电投展开深度合作，合资成立上海源焯新能源有限公司，并由中来股份为其提供电站 EPC 服务，双方计划首年合作建设规模至少 1.2GW，第二年至第五年平均新增建设容量不低于 1.5GW，且设立满 5 年累计装机容量达 7.2GW 以上，同时，上海源焯将优先考虑中来民生或中来民生关联企业承接项目的开发、设计、材料采购、电站建设并签署 EPC 协议。截至 2022 年底，公司年内在 EPC 合作业务项下向上海源焯交付 1.52GW 光伏电站，累计向上海源焯交付近 2.2GW 电站。

图 25：中来股份分布式光伏项目开发工作快速开展



资料来源：国际能源资讯网，中来股份公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

- 公司原业务部分（不含中来股份）：

我们将公司主营业务分为火电及供热、投资收益（参股核电及火电）、其他（光伏发电和煤炭销售等）三部分：

火电及供热业务：公司火电业务包括燃煤发电与燃气发电，其中以燃煤发电为主体，截至 2022 年底，公司管理的煤电及气电总装机容量分别约为 2887.4、404.0 万千瓦，占比分别达到 87.2%、12.2%。考虑公司主要在建项目为乐清电厂三期工程，该项目建设 2 台 100 万千瓦级高效超超临界燃煤机组（5、6 号机组），其中 5 号机组已经于 4 月 27 日正式投产，6 号机组计划于 23 年 7 月建成投产，同时六横电厂二期工程（2×100 万千瓦）、嘉兴电厂四期扩建项目（2×100 万千瓦）均已获得核准，因此我们预计公司 2023、2024、2025 年底煤电装机规模分别约为 3087、3187、3287 万千瓦，气电装机规模分别约为 404、462、462 万千瓦。

投资收益（参股核电及火电）：公司参股企业主要为优质的火电资产及核电资产，收益水平较为稳定，考虑公司 23Q1 投资收益情况，我们预计 2023-2025 年公司每年可实现投资净收益 40 亿元。

表 8：公司核心业务经营数据预测

	2022	2023E	2024E	2025E
火电及供热业务				
火电装机容量（万千瓦）	3291	3491	3649	3749
燃煤发电	2887	3087	3187	3287
燃气发电	404	404	462	462
火电发电量（亿千瓦时）	1518	1569	1636	1714
上网电价（元/KWh）	0.444	0.454	0.454	0.454
发电收入（亿元）	637.62	672.75	701.43	735.29
供热收入（亿元）	77.22	79.78	83.18	87.19
火电营收（亿元）	714.84	752.52	784.60	822.48
YoY	21.80%	5.27%	4.26%	4.83%

毛利率	-5.74%	18.05%	20.94%	22.36%
参股核电及火电				
投资净收益 (亿元)	32.99	40.00	40.00	40.00
其他业务 (光伏发电和煤炭销售等)				
营业收入 (亿元)	87.11	98.57	103.15	96.28
YoY	-29.65%	13.16%	4.65%	-6.66%
毛利率	5.62%	4.05%	4.17%	4.61%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

根据上述核心假设, 我们预计公司原业务部分 (不含中来股份) 2023-2025 年可实现营业收入 851.09、887.75、918.76 亿元, 同比分别增加 6.13%、4.31%、3.49%; 可实现归母净利润 68.98、82.32、91.92 亿元, 24、25 年同比分别增加 19.34%、11.67%。

➤ 中来股份部分:

中来股份业绩部分我们采取 Wind 一致性预期, 截至 2023 年 5 月 29 日, 中来股份预计 2023-2025 年可实现营业收入 182.89、259.45、336.24 亿元, 同比分别增加 90.97%、41.86%、29.60%; 可实现归母净利润 10.12、15.38、20.92 亿元, 同比分别增加 152.13%、51.97%、36.04%。

一方面, 公司实际于 2023 年 3 月对中来股份进行并表; 另一方面, 公司对中来股份实际持股比例为 9.7%。因此, 综合考虑上述两部分情况, 我们预计公司 2023-2025 年可实现营业收入 1003.50、1147.20、1255.00 亿元, 同比分别增加 25.13%、14.32%、9.40%; 可实现归母净利润 69.80、83.81、93.95 亿元, 24、25 年同比分别增加 20.08%、12.10%。

表 9: 公司 2023-2025 年营收及归母净利润预测

	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	1003.50	1147.20	1255.00
YoY	25.13%	14.32%	9.40%
公司原业务部分 (亿元)	851.09	887.75	918.76
中来股份部分 (亿元)	182.89	259.45	336.24
归母净利润 (亿元)	69.80	83.81	93.95
YoY	-	20.08%	12.10%
公司原业务部分 (亿元)	68.98	82.32	91.92
中来股份部分 (亿元)	0.82	1.49	2.03

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

注: 中来股份归母净利润贡献根据持股比例及并表时间测算

5.2. 估值

考虑公司业绩主要由主营火电相关业务及参股核电贡献, 我们分部对公司进行估值分析: 考虑公司电力相关营收占比接近 90%, 因此我们以公司整体净资产减去参股核电资产作为该板块净资产。截至 2022 年底, 公司归属于母公司所有者权益合计 612.85 亿元, 参股核电企业期末账面余额合计 136.02 亿元, 因此估计主营火电相关业务板块权益净资产为 476.83 亿元, 参股核电板块权益净资产为 136.02 亿元。

主营火电相关业务方面, 考虑公司资产状况及区域分布, 我们选取粤电力 A (000539.SZ)、宝新能源 (000690.SZ)、申能股份 (600642.SH) 作为可比公司, 当前可比公司平均 PB (LF) 为 1.52 倍, 我们给予公司主营火电相关业务板块 2023 年 1.5 倍 PB, 对应估值为 715.24 亿元; **参股核电方面**, 我们选取中国核电 (601985.SH)、中国广核 (003816.SZ) 作为可比公司, 当前可比公司平均 PB (LF) 为 1.49 倍, 我们给予公司参股核电板块 2023 年 1.5 倍 PB, 对应估值为 204.03 亿元。

综上, 公司合计估值为 919.27 亿元, 对应目标股价为 6.86 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值表 (截至 2023 年 5 月 31 日)

火电板块可比公司				核电可比公司			
股票代码	公司简称	市值 (亿元)	PB (LF)	股票代码	公司简称	市值 (亿元)	PB (LF)
000539.SZ	粤电力 A	393.77	1.94	601985.SH	中国核电	1328.44	1.55
000690.SZ	宝新能源	170.59	1.51	003816.SZ	中国广核	1570.51	1.42
600642.SH	申能股份	350.04	1.11				

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

宏观经济下行风险: 如果未来经济增长放慢, 全社会用电量增长速度将放缓, 有可能造成弃水、弃风、弃光情况, 对公司发电水平产生不利影响。

煤炭价格波动风险: 若煤炭供需紧张, 则可能导致煤炭价格大幅上涨, 公司火电盈利能力或将出现较大幅度的下滑。

电力价格波动风险: 随着电力体制改革推进, 市场化交易电量比例持续提高, 跨省区交易比例大幅增长, 现货交易加快推进, 交易品种日趋完善, 电力市场竞争异常激烈, 市场化交易电价面临一定的下行压力。

项目建设速度滞后的风险: 公司目前具有较大规模的在建及储备项目, 若项目推进进程不及预期, 则可能对公司未来业绩造成一定冲击。

投资业务盈利不及预期风险: 投资收益是公司业绩的重要来源之一, 若未来公司参控股企业经营情况不及预期, 则可能对公司业绩产生不利影响。

中来股份经营情况不及预期: 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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,863.90	13,123.14	6,808.74	7,102.03	16,041.37
应收票据及应收账款	9,337.04	9,171.54	10,160.75	9,835.16	11,087.54
预付账款	646.25	697.85	639.34	634.32	661.58
存货	4,329.44	5,536.34	2,422.35	5,565.57	2,845.11
其他	1,964.11	1,209.32	1,734.34	1,438.75	1,615.89
流动资产合计	27,140.74	29,738.19	21,765.53	24,575.82	32,251.49
长期股权投资	27,015.12	30,122.74	30,122.74	30,122.74	30,122.74
固定资产	46,733.43	42,292.27	36,988.90	31,685.52	30,752.34
在建工程	1,847.15	4,967.01	7,667.01	7,667.01	3,066.81
无形资产	2,466.89	2,529.01	2,433.76	2,338.52	2,243.28
其他	10,479.38	11,336.15	9,905.79	10,502.87	10,396.62
非流动资产合计	88,541.97	91,247.18	87,118.20	82,316.66	76,581.78
资产总计	115,693.96	120,991.96	108,883.73	106,892.48	108,833.27
短期借款	9,114.00	10,615.14	12,310.38	5,907.56	0.00
应付票据及应付账款	8,189.81	9,374.48	6,310.96	8,951.58	6,897.94
其他	5,649.90	6,506.44	6,800.06	5,715.72	7,020.23
流动负债合计	22,953.71	26,496.06	25,421.39	20,574.86	13,918.17
长期借款	18,136.09	24,539.56	3,738.14	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,672.75	2,347.83	2,619.40	2,546.66	2,504.63
非流动负债合计	20,808.85	26,887.39	6,357.54	2,546.66	2,504.63
负债合计	43,905.78	53,434.08	31,778.94	23,121.53	16,422.80
少数股东权益	7,856.01	6,273.04	8,572.28	10,276.88	12,440.55
股本	13,600.69	13,408.73	13,408.73	13,408.73	13,408.73
资本公积	24,362.61	23,954.46	23,954.46	23,954.46	23,954.46
留存收益	23,175.31	21,371.35	28,269.06	33,382.85	39,873.86
其他	2,793.56	2,550.29	2,900.25	2,748.03	2,732.86
股东权益合计	71,788.18	67,557.88	77,104.79	83,770.95	92,410.46
负债和股东权益总计	115,693.96	120,991.96	108,883.73	106,892.48	108,833.27

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(2,000.51)	(3,599.00)	6,897.71	8,232.00	9,192.27
折旧摊销	5,775.06	5,748.07	5,398.62	5,398.62	5,628.63
财务费用	1,154.67	1,394.27	1,225.22	1,306.70	1,290.38
投资损失	(1,578.29)	(3,300.11)	(4,000.00)	(4,000.00)	(4,000.00)
营运资金变动	(4,336.09)	(1,085.57)	1,370.73	(1,718.31)	362.46
其它	1,830.82	1,066.40	2,299.24	2,744.00	3,064.09
经营活动现金流	845.66	224.07	13,191.52	11,963.01	15,537.83
资本支出	6,883.70	7,849.27	2,428.42	72.74	42.03
长期投资	2,101.42	3,107.61	0.00	0.00	0.00
其他	(14,848.67)	(16,772.61)	(1,132.92)	3,925.76	3,960.47
投资活动现金流	(5,863.56)	(5,815.72)	1,295.50	3,998.50	4,002.50
债权融资	2,675.74	8,005.47	(21,151.38)	(11,358.38)	(6,984.13)
股权融资	(510.21)	(843.37)	349.96	(4,309.84)	(3,616.85)
其他	(4,876.81)	698.81	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(2,711.28)	7,860.91	(20,801.42)	(15,668.22)	(10,600.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(7,729.18)	2,269.26	(6,314.40)	293.29	8,939.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	71,073.24	80,194.58	85,109.29	88,775.36	91,875.80
营业成本	72,574.73	83,363.61	72,565.59	73,655.63	74,990.06
营业税金及附加	464.90	330.42	340.44	355.10	367.50
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,575.18	1,649.45	1,702.19	1,775.51	1,837.52
研发费用	388.69	261.18	404.40	398.81	382.84
财务费用	965.48	1,271.28	1,225.22	1,306.70	1,290.38
资产/信用减值损失	(22.34)	(168.79)	(178.99)	(123.37)	(66.03)
公允价值变动收益	(0.79)	(1.06)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,578.29	3,299.28	4,000.00	4,000.00	4,000.00
其他	(3,529.98)	(6,638.56)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	(2,920.91)	(3,172.22)	12,692.46	15,160.22	16,941.47
营业外收入	156.62	151.20	150.00	152.61	151.27
营业外支出	63.49	72.75	68.92	68.38	70.02
利润总额	(2,827.78)	(3,093.76)	12,773.55	15,244.45	17,022.73
所得税	(827.27)	505.24	3,576.59	4,268.45	4,766.36
净利润	(2,000.51)	(3,599.00)	9,196.95	10,976.00	12,256.36
少数股东损益	(1,145.29)	(1,776.55)	2,299.24	2,744.00	3,064.09
归属于母公司净利润	(855.22)	(1,822.45)	6,897.71	8,232.00	9,192.27
每股收益(元)	(0.06)	(0.14)	0.51	0.61	0.69

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	37.51%	12.83%	6.13%	4.31%	3.49%
营业利润	-137.32%	8.60%	-500.11%	19.44%	11.75%
归属于母公司净利润	-114.05%	113.10%	-478.49%	19.34%	11.67%
获利能力					
毛利率	-2.11%	-3.95%	14.74%	17.03%	18.38%
净利率	-1.20%	-2.27%	8.10%	9.27%	10.01%
ROE	-1.34%	-2.97%	10.06%	11.20%	11.49%
ROIC	-1.80%	-2.75%	12.12%	14.81%	17.33%
偿债能力					
资产负债率	37.95%	44.16%	29.19%	21.63%	15.09%
净负债率	27.07%	39.15%	16.65%	2.98%	-13.14%
流动比率	1.18	1.12	0.86	1.19	2.32
速动比率	0.99	0.91	0.76	0.92	2.11
营运能力					
应收账款周转率	9.18	8.67	8.80	8.88	8.78
存货周转率	20.12	16.26	21.39	22.23	21.85
总资产周转率	0.62	0.68	0.74	0.82	0.85
每股指标(元)					
每股收益	-0.06	-0.14	0.51	0.61	0.69
每股经营现金流	0.06	0.02	0.98	0.89	1.16
每股净资产	4.77	4.57	5.11	5.48	5.96
估值比率					
市盈率	-77.30	-36.27	9.58	8.03	7.19
市净率	1.03	1.08	0.96	0.90	0.83
EV/EBITDA	18.99	17.21	3.95	3.09	2.34
EV/EBIT	-36.72	-39.78	5.44	4.10	3.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com