

火电攻，核电守，利润估值弹性兼具

华泰研究

2023年4月03日 | 中国内地

首次覆盖

发电

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

5.72

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+(86) 755 8249 3570
联系人	李雅琳
SAC No. S0570121040031	liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420	+(86) 21 2897 2228
联系人	胡知
SAC No. S0570121120004	huzhi019072@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

兼具利润和估值高弹性，被严重低估的火电区域龙头

公司为浙江省龙头火电公司，截至2021年底控股装机容量3064万千瓦，权益煤电装机(含参、控股)2747万千瓦，其中80%以上容量位于浙江省。我们看好公司2023年入炉煤价下降带来的业绩弹性，预计公司2022-2024年归母净利润-17.6/76.7/81.4亿元。基于对公司2023EPS/BPS 0.57/5.21x的预期，2023年3月31日公司收盘价3.58元对应公司2023年PE/PB 6.3/0.69x，显著低于同为沿海火电的申能股份/上海电力/粤电力A/宝新能源2023E Wind一致预期PE 10.4/16.2/20.5/9.3x，PB 0.86/1.36/1.45/1.04x。参考可比公司Wind一致预期2023E PE均值13x，给予公司10x 2023E PE，折价考虑可比公司估值中已含对十四五新能源规划预期，公司分布式光伏发展仍需进一步落地，目标价5.72元，首次覆盖予以“买入”评级。

火电攻，核电守，分布式出奇

攻: 基于我们对市场煤价下行预期，看好2022年长协煤比例低的沿海火电业绩弹性。我们测算公司2022年长协煤比例仅20%左右，假设长协煤比例2023年提升至70%-50%，国内现货煤价850-1050元/吨，进口煤价800-1000元/吨，对应2023年公司权益煤电净利润64-29亿元(去年同期约-40亿元); **守:** 参股核电公司经营利润稳中有升，2020/2021年已达到13-14亿元归母净利贡献，是公司业绩的压舱石。 **出奇:** 2023年控股中来股份，打破新能源同业竞争限制，中来民生和国电投在分布式光伏领域合作密切，公司未来有望以中来民生为支点大力发展分布式光伏。

长期股权投资表现优异，业绩释放压力显著低于同业

2017-2021年，公司长期股权投资回报率众数/中位数/平均数为11/11/9%，投资能力凸显。2017-2020年，权益法核算投资受益对公司归母净利贡献比例高达48%-58%，2021年公司整体亏损情况下仍贡献12.3亿元。近5年来，资产减值是众多火电公司利润释放的重大干扰因素，大型火电公司更是每年几十亿的资产减值损失。浙能电力近5年来资产减值计提最多的一次仅不到2亿元，这也导致在整体都能够盈利的2017-2020年，公司EPS、ROE(摊薄)均高于规模更大的华能国际/国电电力/华电国际。

目标价5.72元，首次覆盖予以“买入”评级

我们预计公司EPS为-0.13/0.57/0.61元，参考可比公司Wind一致预期2023E PE均值13x，给予公司10x 2023E PE，对应公司股价为5.72元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示: 煤价下行不及预期，上网电价不及预期。

经营预测指标与估值

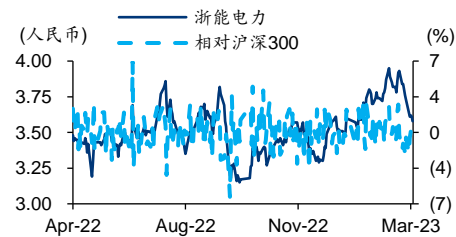
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	51,684	71,073	84,248	84,375	88,202
+/-%	(4.94)	37.51	18.54	0.15	4.54
归属母公司净利润(人民币百万)	6,086	(855.22)	(1,763)	7,672	8,138
+/-%	41.76	(114.05)	(106.09)	535.26	6.08
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.45	(0.06)	(0.13)	0.57	0.61
ROE(%)	9.22	(1.30)	(2.80)	11.62	11.30
PE(倍)	7.89	(56.13)	(27.23)	6.26	5.90
PB(倍)	0.71	0.75	0.77	0.69	0.65
EV EBITDA(倍)	4.56	19.21	40.38	4.10	4.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	5.72
收盘价(人民币 截至3月31日)	3.58
市值(人民币百万)	48,003
6个月平均日均成交额(人民币百万)	89.80
52周价格范围(人民币)	3.15-3.95
BVPS(人民币)	4.72

股价走势图



资料来源: Wind



正文目录

投资概要	3
有别于市场观点.....	3
股价复盘.....	4
聚焦火电，区域能源龙头逆境淬火	5
浙能电力：浙能集团火电业务唯一整合上市平台.....	5
区域火电龙头，分红比例处于高位.....	6
攻守兼备，资产布局彰显战略水准	9
攻：煤电业绩弹性十足，利润释放有望体现.....	9
权益煤电装机利润敏感性分析，直击归母净利润增厚.....	9
浙江省火电龙头地位稳固，十四五投产煤电容量预计占全省的 63%.....	14
资产优质减值少，利润可释放性高.....	16
守：参股多家核电公司，投资收益贡献稳定.....	16
破局新能源，有望以中来民生发展分布式光伏	18
控股中来股份，携手大力发展新能源产业.....	18
中来股份：国家级重点高新技术企业，业务遍布光伏产业链上下游.....	18
以中来民生为支点，分布式光伏发展可期.....	20
A 股稀有被严重低估火电标的，2023 年有望大幅扭亏	22
2022/2023/2024 年公司营业收入有望同比 18.5%/0.2%/4.5%.....	22
2022/2023/2024 年公司归母净利润有望同比-106.1%/+535.3%/+6.1%.....	24
目标价 5.72 元，首次覆盖予以“买入”评级.....	25
风险提示.....	25

投资概要

火电攻，核电守，分布式光伏出奇。攻：我们测算公司参、控股煤电权益装机 2747 万千瓦，2023 年上网电量约 1390 亿千瓦时。作为浙江省火电龙头公司，公司 80%/81% 以上权益煤电装机容量/上网电量公司位于浙江省。基于华泰证券原材料组 2023 年 2 月 14 日《节后煤价快速下行，2Q23 仍存压力》报告中对北港 5,500 卡动力煤均价有望从 2022 年的 1,264 元/吨下移至 2023 年 950 元/吨的预期，我们对煤电基本面保持乐观。我们测算较为中性的假设下 2023 年公司整体权益煤电净利润为 50 亿元(2022 年我们测算为-40 亿元)，较 2022 年提升空间接近 90 亿元。**守：**核电项目利润相对稳定，是公司业绩的压舱石。2017-2020 年公司整体正常盈利年份，核电投资收益占归母净利润的比例在 21% 以上，占权益法核算总投资收益的 44% 以上。2021 年公司因高煤价产生亏损，但参股核电仍贡献 14.1 亿归母净利润。**出奇：**2023 年公司将打破新能源发展受同业竞争限制问题，控股中来股份，未来有望以中来民生为支点大力发展分布式光伏。

公司价值被严重低估。基于我们对公司 2023/2024 年 EPS 预期 0.57/0.61 元和 BPS 预期 5.21/5.53 元，2023 年 3 月 31 日公司收盘价 3.58 元，对应 2023/2024 年 PE 6.3x/5.9x；PB0.69x/0.65x。而同为沿海火电区域公司的中电股份/上海电力/粤电力 A/宝新能源 2023 年 Wind 一致预期 PE 为 10.4/16.2/20.5/9.3x，PB 为 0.86/1.36/1.45/1.04x。

有别于市场观点

市场认为浙能电力只是一个区域火电公司，缺乏估值催化剂。我们认为公司的重要看点在于：

- 1) 利润弹性被低估。**我们认为 2023 年煤电业绩弹性第一梯队的就是 2022 年长协煤执行率低的沿海火电。主要系：沿海火电厂进口煤比例相对高，2022 年之前进口煤价格较国内市场煤有价格优势，但是 2022 年俄乌冲突等造成进口煤与国内市场煤价格倒挂，此类事件也较难提前预期，留好的进口煤敞口多数只能用国内现货煤去补，事后补长协对省属火电公司来说较难。
我们采用业绩预告倒推公司 2022 年入炉标煤单价 1330 元/吨，在浙江的长协煤比例可能在 20% 左右水平。2022 年长协煤比例够低，2023 年提升空间够大，入炉标煤单价下降幅度才可能更多，业绩增厚也会更显著。我们对公司参控股煤电厂权益净利润进行敏感性测算，公司于浙江省长协比例自 2022 年的 20% 左右提升至 70%-50%，国内现货煤价 850-1050 元/吨，进口煤价 800-1000 元/吨时，于浙江省入炉标煤单价 941-1081 元/吨，对应 2023 年公司权益煤电净利润 64-29 亿元；较为中性的假设下公司浙江省入炉标煤单价 1000 元/吨，2023 年整体权益煤电净利润为 50 亿元。
- 2) 如果业绩好，利润释放被资产减值阻碍的风险显著更小。**很多投资者会担心的一个问题是业绩好的情况下能不能释放出来。近 5 年来，资产减值是众多火电公司利润释放的重大干扰因素，大型火电公司更是一年多几十亿的计提资产减值损失。公司近 5 年来计提最多的一次也只有不到 2 亿元，这也导致在整体都能够盈利的 2017-2020 年公司盈利指标 EPS、ROE（摊薄）均高于规模更大的华能国际/国电电力/华电国际。
- 3) 长期股权投资表现优异。**从长期股权投资回报率（对联营企业和合营企业的投资收益/长期股权投资）的角度看，2017/2018/2019/2020/2021 年浙能电力分别为 11%/11%/9%/12%/5%，多数年份超过 11%，长期股权投资能力凸显。
- 4) 2023 年公司将打破新能源发展受同业竞争限制问题，控股中来股份，未来有望以中来民生为支点大力发展分布式光伏。**2021 年 4 月，中来民生与国家电力投资集团有限公司（国电投）下属子公司开展合作，约定中来民生为上海源焯提供户用光伏 EPC 工程服务，其中首年合作建设规模至少 1.2GW，2022 年-2025 年每年不少于 1.5GW。在此之后，其整县推进项目分布于吉林、山东、河北、云南、安徽、湖南、海南等地区。分布式光伏发展空间广阔，结合浙能电力作为电力国企的资源优势，中来民生将有望成为分布式光伏领域的新领跑者之一，为浙能电力控股发展分布式光伏项目提供助力。

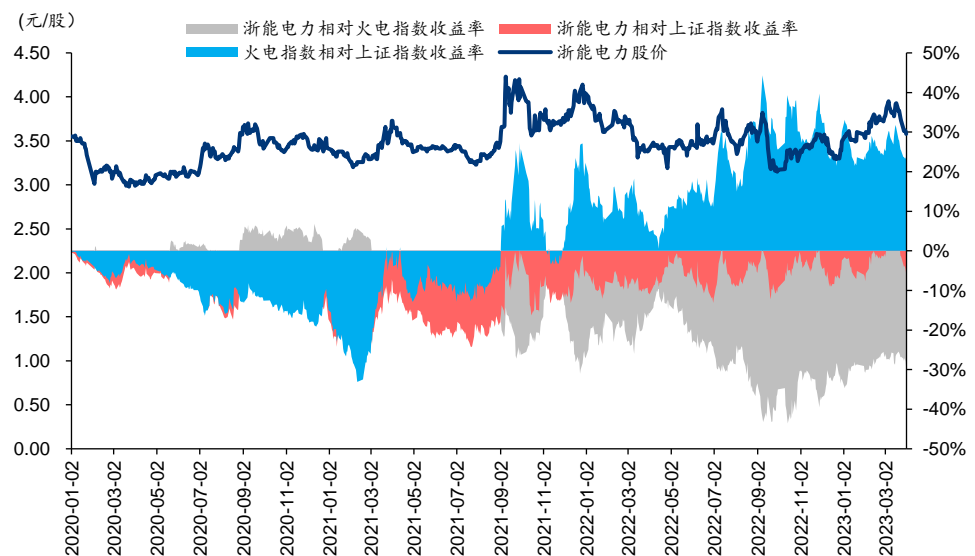
股价复盘

我们复盘了 2020 年以来浙能电力的股价走势、浙能电力相对火电指数（申万）收益率和浙能电力相对上证指数收益率，并采用火电指数（申万）相对上证指数收益率进行对比（收益率均采用 2019 年 12 月 31 日为基准日）。2020 年初始至 2021 年 8 月底，火电指数相对上证指数收益率一直为负数，2021 年 9 月至今基本一直为正数，且截至 2023 年 3 月 31 日火电指数相对上证指数超额收益率高达 24%，我们认为主要系 1) 2021 年 3 月双碳目标提出后，绿电运营商估值高涨，2021 年下半年投资者开始寻找兼具风光成长性但估值便宜的标的，火电转型新能公司估值开始重塑；2) 2021 年下半年煤价高涨，火电企业亏损严重，投资者预期煤价高涨倒逼电力市场化改革，即火电上网电价的上涨预期，其次是煤价后期下行带来的火电业绩高弹性；3) 2021 年疫情有所好转，用电需求提升，水电来水相对偏枯，下半年高温天气频发导致缺电严重，火电保供重要性凸显。

浙能电力相对火电指数收益率在 2020 年 5 月-2021 年 2 月为正，我们认为主要系此期间煤价较低，火电公司利润较好，且公司没有计提过大额资产减值，相对大型火电央企国企利润释放性更优。但后续火电指数表现优异，浙能电力相对火电指数收益率较差的原因，我们分析最重要的一个原因在于：由于和集团新能源平台同业竞争问题，公司难以大力发展新能源，并不在火电转型新能源的公司之列，也就没有价值重估的机会。浙能电力相对上证指数收益率自 2020 年以来一直为负，我们认为主要还是公司股价走势在此期间较为平淡，但实际自 2021 年 7 月开始，公司相对上证指数的负收益率有明显收窄趋势，说明公司股价还是跟着火电的 beta 行情有所上涨，只不过涨幅不如其他火电转型新能源的公司。

我们认为公司将迎来估值提升的原因系：1) 2023 年，我们认为火电股的重要机会在于煤价下行/长协煤比例提升带来的煤电业绩高弹性。2) 市场化电价改革进一步推进，火电容量电价或加速出台，若容量电价实施，火电价值将迎来重估机会。3) 分布式光伏发展空间广阔，2021/2022 年我国分布式光伏新增装机显著高于集中式光伏，其中户用光伏 2021/2022 年新增装机连续两年超过 20GW，我们认为公司未来有望以中来民生为支点大力控股发展分布式户用光伏。目前 A 股市场纯火电标的非常少，公司系数不多的一个。大多数火电转型新能源的上市公司估值已经有了很大提升。我们认为当市场对火电公司的主要关注点在火电业绩弹性和容量电价出台这两方面的情况下，叠加公司未来有望大力控股发展分布式户用光伏，作为估值还很便宜的火电业绩高弹性标的，公司估值水平有望提升。

图表1：2020 年至今浙能电力股价和相对收益率复盘



资料来源：Wind、华泰研究

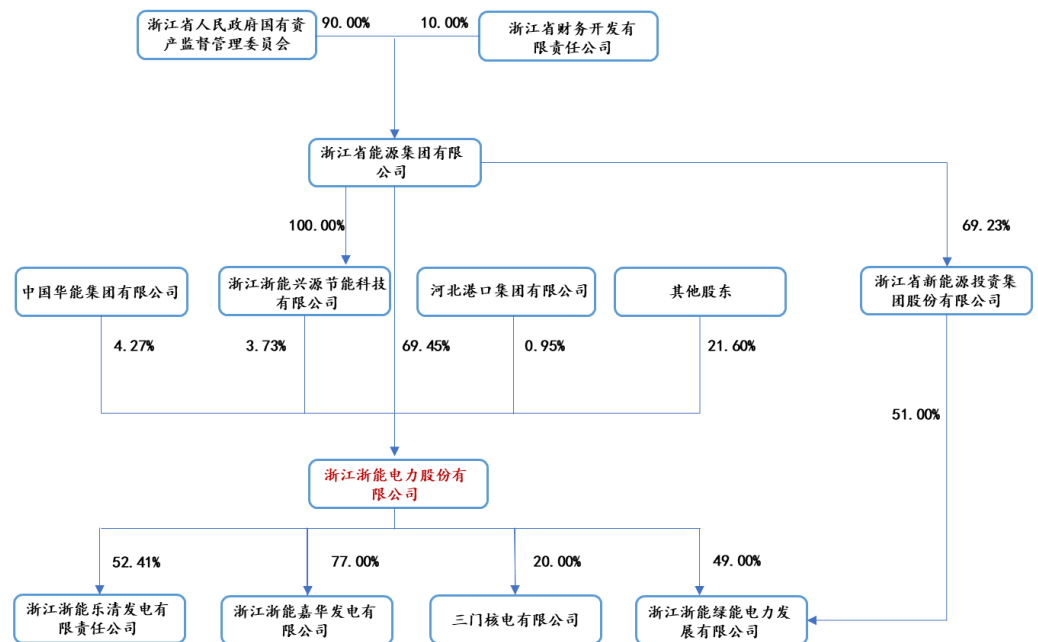
聚焦火电，区域能源龙头逆境淬火

公司为浙能集团旗下火电上市公司，扎根于浙江省，截至 2021 年底，公司管理及控股火电装机容量达 3290.20 万千瓦（其中代管火电装机 226.2 万千瓦），约占浙江省统调火电装机容量的一半左右。由于公司主营业务为火力发电业务，2017-2022 年公司归母净利润受煤价影响而有所波动，但公司长期股权投资利润贡献突出，在 2017-2020 年的盈利年份，公司权益法核算投资收益对归母净利润贡献比例在 48%-58%之间，2021 年公司整体亏损情况下，其对归母净利润贡献仍达到 12.3 亿。此外，公司积极维护投资者权益，2017-2020 年持续 50%及以上的高分红比例。

浙能电力：浙能集团火电业务唯一整合上市平台

公司控股股东系浙江省能源集团有限公司，深耕浙江电力市场多年。公司于 1985 年 6 月在浙江杭州成立，前身为浙江省电力开发公司，并于 2013 年 12 月 19 日在上海证券交易所上市。浙江省能源集团有限公司持有公司 69.45% 股份，为公司控股股东。公司实控人为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会，属于国有企业。公司主营业务为火力发电及热力生产供应，系浙江省规模最大的发电企业，浙江省内统调火电装机容量的一半以上由公司进行管理及控股。同时公司也通过长期股权投资方式积极参与核电、风电、光伏等项目开发运营。

图表2：浙能电力股权结构图（截至 2022 年三季度）



注：浙能电力控股/参股公司众多，上图仅列示部分代表性企业，乐清发电/嘉华发电为公司控股公司，三门核电及浙能绿能发电为参股公司

资料来源：Wind、华泰研究

公司系浙能集团火电唯一整合上市平台，截至 2021 年底管理及控股总装机容量 3307.40 万千瓦。浙能集团经营范围囊括电力、油气、能源三大产业，控股多家上市公司。浙能电力主要的经营范围为传统煤电与气电，截至 2021 年底，浙能电力为浙能集团旗下装机规模最大的电力上市公司，其管理及控股装机容量 3307.40 万千瓦，占浙能集团同口径装机容量（3835.31 万千瓦）的 86.2%。浙能集团控股的其他上市平台中，浙江新能主要经营水电、风电、光伏等可再生能源项目；锦江环境主营垃圾焚烧发电业务；宁波海运致力于开发煤炭运输为主的专业化运输服务。

图表3：浙能集团旗下上市公司情况（截至 2021 年）

公司名称	经营范围	控股装机容量 (万千瓦)	2021 年发电量 (亿千瓦时)
浙能电力	煤电、气电	3307.40	1469.73
浙江新能	水电、光电、风电	379.41	47.53
锦江环境	垃圾焚烧发电	79.00	34.30
宁波海运	煤炭运输	/	/
合计	/	3765.81	1551.57

注：锦江环境为浙能集团控股的海外上市公司

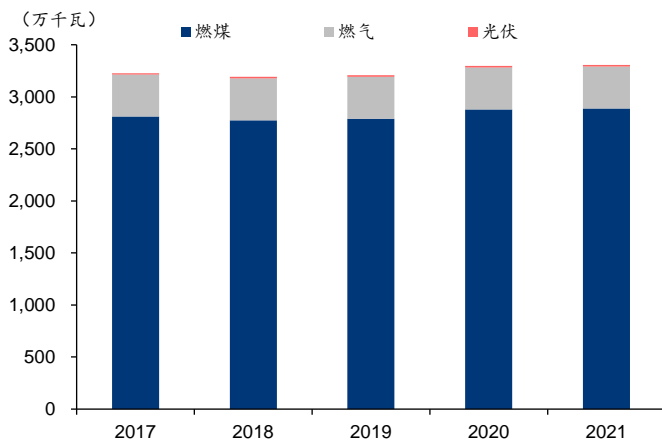
资料来源：各公司官网、各公司公告、华泰研究

区域火电龙头，分红比例处于高位

公司系浙江省内规模最大的发电企业，燃煤大容量机组比例高。截至 2021 年底，公司管理和控股燃煤装机 2887.5 万千瓦（其中代管装机 192 万千瓦），燃气装机 402.7 万千瓦（其中代管装机 34.2 万千瓦），光伏装机 17.2 万千瓦。2017-2021 年，公司整体装机水平较为稳定，其中火电装机占比超过 99.5%。截至 2020 年底，公司燃煤机组中，100 万千瓦以上机组占比 22.2%，60 万千瓦级机组占比 54.6%，30 万及以下机组占比仅 23.1%，公司燃煤机组中大容量机组占比高于全国平均水平。

公司售电量主要受浙江省用电需求影响而有一定波动。2019/2020 年，公司售电量连续两年同比下滑，主要系公司控股火电装机中，89%装机容量位于浙江省，受浙江省用电量/发电量影响较大；2019/2020 年，浙江省全社会用电量同比增速分别为 3.8%/2.6%，较 2016-2018 年每年 8%-9%的同比增速明显放缓，且随着省内清洁能源装机增长挤压火电发电利用小时及外购电的增长，2019/2020 年，浙江省火电发电量同比下降 3.4%/2.7%。2021 年，随着浙江省全社会用电量同比大幅增长 14.2%，公司火电售电量同比高增 29.8%。2022 年公司火电售电量同比增长 3.4%至 1435.4 亿千瓦时。

图表4：2017-2021 年公司分电源装机容量



资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：2017-2022 年分电源售电量

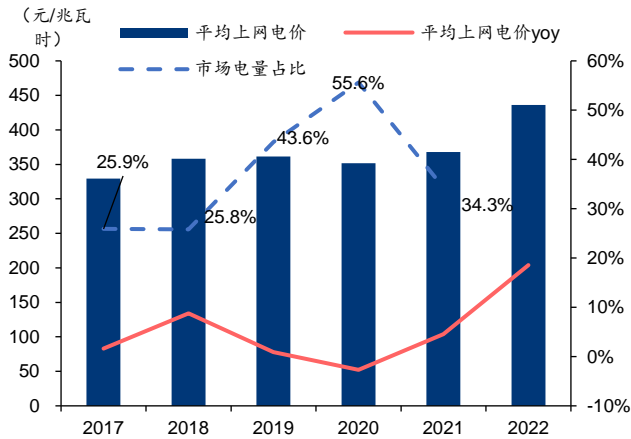


注：2022 年公司还有 0.1 亿千瓦时风电发电量，由于年报尚未公布新增风电装机细节，且电量较少，不予以上图展示

资料来源：公司公告、华泰研究

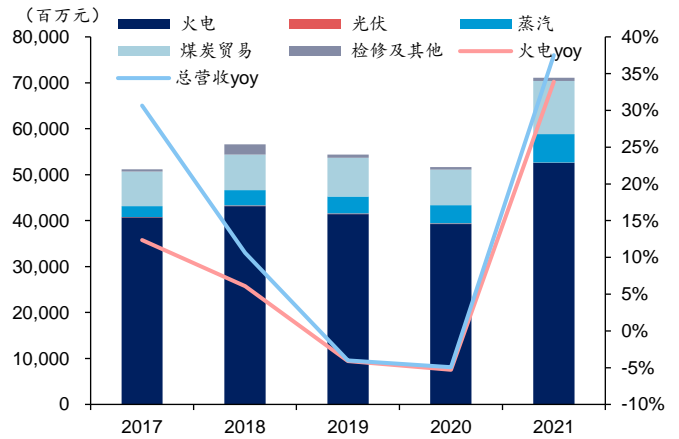
电力收入为公司主要收入来源，因此公司总营收变化与火电收入变化趋同。2017-2021 年电力收入占公司总营收的比例在 74%-80%之间，但呈现下行趋势，主要系随着热电联产带来蒸汽收入占总营收比例自 2017 年的 5%提升至 2021 年的 9%。2019/2020 年火电营收同比下滑 4.1%/5.3%主要系火电售电同比下滑 4.5%/4.2%。2020 年公司平均上网电价（不含税）同比下降 2.7%主要系市场化电量占比同比提升 12.1 个百分点，当年市场化交易电价较燃煤基准电价仍处于下浮阶段。2021 年火电业务量价齐升推动公司火电/总营收同比增长 33.9%/37.5%，上网电价端同比增长主要系 2021 年下半年煤价大幅提升倒逼电力市场化改革，10 月以后市场化交易电价开始较基准电价出现同比上浮。2022 年为煤电电量原则上 100%参与市场化交易且市场化交易电价较基准电价上浮（上浮比例除高耗能用户上限 20%）的第一个完整年度，因此 2022 年公司平均上网电价（不含税）同比涨幅超过 18%。

图表6: 2017-2022 年平均上网电价及市场化比例



注: 上表均为不含电价, 除此之外 2017-2019 年平均上网电价测算时除直供电外不含环保电价, 2020 年不含超低排放电价, 2021 年只是不含税
资料来源: 公司公告、华泰研究

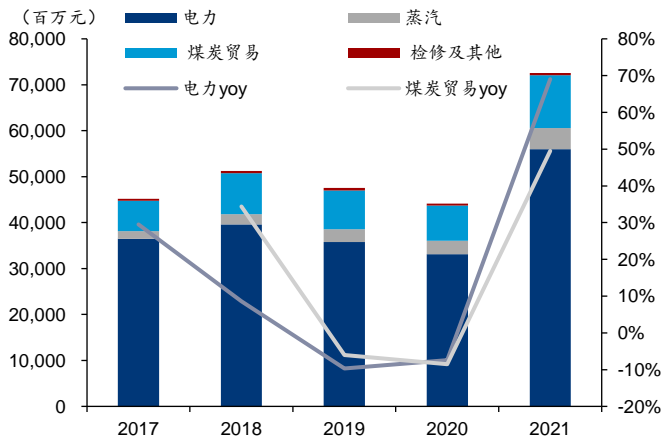
图表7: 2017-2021 年公司分板块营业收入



资料来源: 公司公告、华泰研究

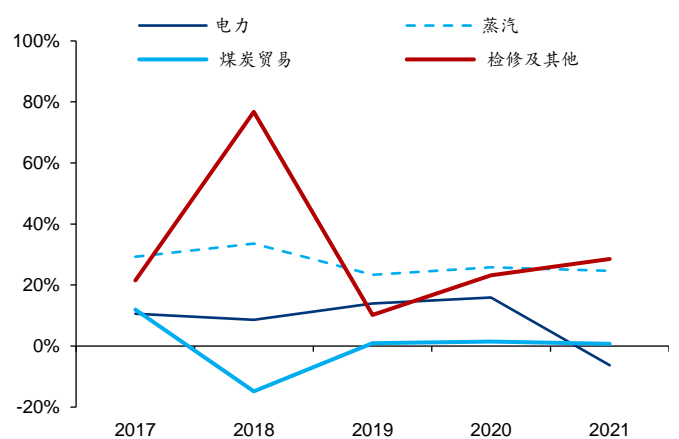
2021 年公司电力业务毛利率受燃料成本拖累。由于公司光伏业务体量非常小, 其电力业务成本主要来自火电板块, 而火电板块成本波动主要受燃料成本影响。2019/2020 年公司电力业务毛利率 14%/16%, 显著高于 2017/2018 年的 11%/9%, 主要系 2019/2020 年燃煤成本更低, 以秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价为例, 2019/2020 年其市场价为 587/577 元/吨, 2017/2018 年为 638/647 元/吨。而 2021 年秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价同比大幅增长 78.3%至 1028 元/吨, 使得公司电力成本同比高增 69%, 公司电力业务毛利率同比下滑 22 个百分点至-6%。公司煤炭贸易业务模式为煤炭采购销售, 煤价高涨时该板块营收和营业成本会同步提升, 因此 2021 年煤价大涨时公司煤炭贸易毛利率同比仍较为稳定。

图表8: 2017-2021 年公司分板块营业成本



注: 电力营业成本包括火电和光伏
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表9: 2017-2021 年公司分板块毛利率

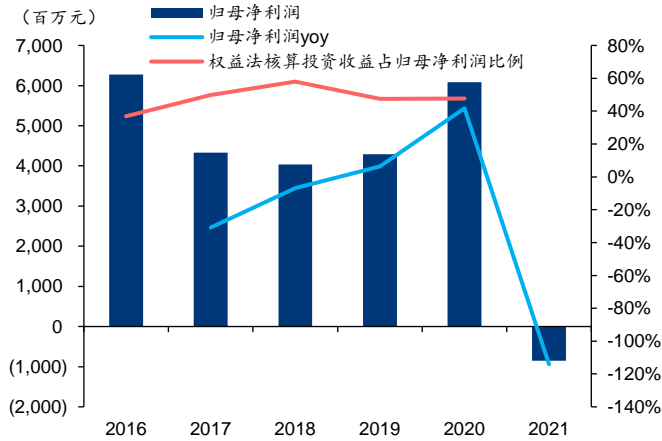


资料来源: 公司公告、华泰研究

2017-2022 年公司归母净利润有一定波动。2017/2018 年公司归母净利润分别下滑 30.9%/6.9%, 主要系 2017/2018 年市场煤价上涨使得公司入炉标煤单价同比增长 37%/5% (华泰测算值), 从而导致公司毛利同比下滑 23.8%/1.5%, 且 2018 年财务费用同比增长 20%。2019 年煤价回落带动公司归母净利润回暖。2020 年归母净利润同比大幅增长主要系: 1) 公司入炉标煤单价同比下降 5% (华泰测算值) 促使公司毛利同比增长 8.9%; 2) 公司 2020 年投资收益同比增长 9.76 亿元, 占当年归母净利润同比增加额的 54%。2021 年公司归母净利润大幅下滑主要系煤价高企, 公司控股和参股火电亏损较为严重。2022 年公司预计其归母净亏损 15.1-22.61 亿, 说明上网电价上涨幅度仍不足以弥补煤价上涨带来的负面影响。

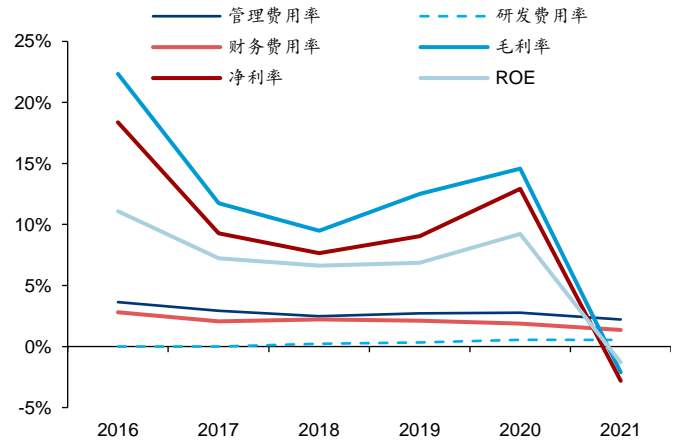
除控股经营业务外,公司联营合营企业投资收益对利润贡献突出。公司除火电主营业务外,长期股权投资种类非常丰富,其中较为聚焦主要还是核电和火电企业。核电经营业绩一般较为稳定,在一定程度下为公司业绩起到压舱石作用;火电业绩随煤价变化影响较大。但从权益法核算投资收益占归母净利润比例角度看,2017-2020年公司正常产生利润的年份,该比例在48%-58%之间,2021年公司产生亏损情况下,权益法核算投资收益仍贡献12.3亿归母净利润。

图表10: 2017-2021年归母净利润情况



注: 2021年归母净利润为负,权益法核算投资收益占归母净利润比例测算意义不大
资料来源:公司公告、华泰研究

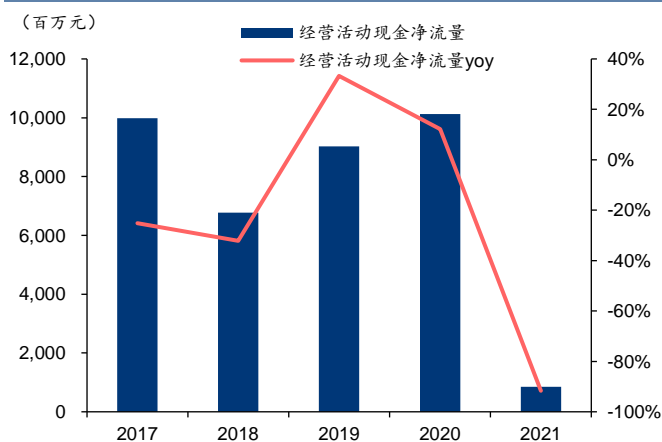
图表11: 2017-2021年公司期间费用率和利润率表现



注: 1) 公司销售费用率为0; 2) ROE采用的时Wind加权平均净资产收益率
资料来源:Wind、公司公告、华泰研究

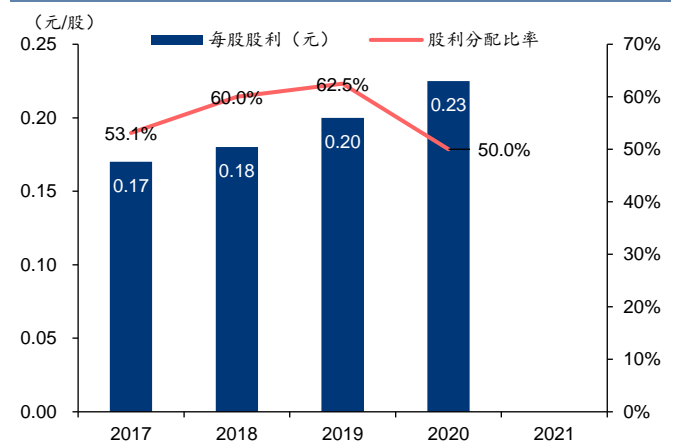
经营活动净现金流变动趋势与归母净利润较一致,除2021年外分红比例保持在50%以上。2017-2020年,公司盈利情况较好,虽然经营现金净流量有所波动,但公司每股股息逐年增长,且分红比例始重维持在50%(含)以上的水平。2021年公司归母净亏损8.55亿元,经营火电现金净流量自2020年的101.3亿同比大幅下滑至8.5亿元,公司未进行现金分红情有可原。且2021年8月公司发布回购公司股份方案公告,截至2022年8月31日,公司回购期限届满,公司已实际回购公司股份1.9亿股,占公司总股本的1.4%,回购价格在3.29-3.9元/股,回购资金总额7.2亿元(不含印花税、交易佣金等交易费用)。

图表12: 2017-2021年公司经营活动现金净流量



资料来源:公司公告、华泰研究

图表13: 2017-2020年公司每股股利及分红比率



资料来源:公司公告、华泰研究



攻守兼备，资产布局彰显战略水准

煤电攻，核电守，公司 2023 年归母净利润在现货煤价下行、长协和进口煤比例提升的背景下有望打个漂亮的“翻身仗”。直击归母净利润增厚，我们对公司截至 2022 年 6 月末含参、控股在内的权益煤电净利润进行了测算，基于华泰证券原材料组 2023 年 2 月 14 日《节后煤价快速下行，2Q23 仍存压力》报告中对北港 5,500 卡动力煤均价有望从 2022 年的 1,250 元/吨下移至 2023 年 950 元/吨的预期，在较为中性假设下，我们测算 2023 年公司权益煤电净利润 50 亿元（2022 年我们测算为-40 亿），较 2022 年提升空间接近 90 亿元。核电经营业绩相对稳定，系公司业绩压舱石。且公司历史上资产减值少，最高一年不超过 2 亿元，彰显资产优质性，利润可释放性高。

攻：煤电业绩弹性十足，利润释放有望体现

权益煤电装机利润敏感性分析，直击归母净利润增厚

火电装机集中于浙江省内，省外装机基本为送浙机组。公司控股及参股火电装机主要集中于浙江省内，部分电厂分布于新建、宁夏、安徽等省份，但省外装机基本都是电量外送入浙机组。为了后续更为直观的分析煤电利润弹性对归母净利润影响，我们对截至 2022 年 6 月末公司包含控股、参股火电在内的权益装机进行了整理统计。公司拥有燃气权益装机容量 429 万千瓦，平均持股比例 59%；拥有煤电权益装机容量 2748 万千瓦，平均持股比例 55%。

图表14：公司权益煤电装机表

	直接持股比例 (%)	装机容量(万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)
控股			
台州发电厂	100	136	136
浙江浙能北仑发电有限公司	51	198	101
浙江浙能长兴发电有限公司	95	132	125
浙江浙能嘉华发电有限公司	77	476	367
浙江浙能嘉兴发电有限公司	70	66	46
浙江浙能温州发电有限公司	67	198	133
浙江浙能镇海发电有限责任公司	51	132	67
浙江浙能台州第二发电有限责任公司	94	210	197
浙江浙能乐清发电有限责任公司	52	264	137
浙江浙能兰溪发电有限责任公司	97	264	256
浙江浙能绍兴滨海热电有限责任公司	88	89	78
浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司	63	206	130
台州临港热电有限公司	51	3	2
淮浙电力有限责任公司凤台发电分公司	51	132	67
浙能新疆阿克苏热电有限公司	100	70	70
宁夏枣泉发电有限责任公司	51	132	67
参股			
国能浙江北仑第三发电有限公司	40	200	80
浙江大唐乌沙山发电有限责任公司	35	240	84
国能浙江北仑第一发电有限公司	30	126	38
浙江温州特鲁莱发电有限责任公司	30	66	20
淮浙煤电有限责任公司	50	126	62
华润电力(温州)有限公司	10	200	20
宁夏银星发电有限责任公司	49	132	65
国能浙能宁东发电有限责任公司	49	200	98
国能宁夏大坝电厂四期发电有限公司	49	132	65
神华国能宁夏鸳鸯湖发电有限公司	5	200	10
国能浙江宁海发电有限公司	40	452	181
国能浙江舟山发电有限责任公司	2	65	2
国能宁东第二发电有限公司	33	132	44
合计			2,748

资料来源：集团债券募集说明书、公司公告、公司招聘网、Wind、华泰研究

图表15: 公司权益燃气装机表

		直接持股比例 (%)	装机容量(万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)
控股	萧山发电厂(天然气机组)	100	123	123
	浙江浙能镇海联合发电有限公司	45	34	15
	浙江浙能镇海天然气发电有限责任公司	51	79	40
	浙江浙能镇海燃气热电有限责任公司	60	68	41
	浙江浙能常山天然气发电有限公司	100	46	46
	浙江浙能金华燃机发电有限责任公司	100	19	19
参股	杭州华电半山发电有限公司	36	242	87
	温州燃机发电有限公司	43	34	15
	浙江浙能长兴天然气热电有限公司	49	87	43
合计			429	

资料来源: 集团债券募集说明书、公司公告、公司招聘网、Wind、华泰研究

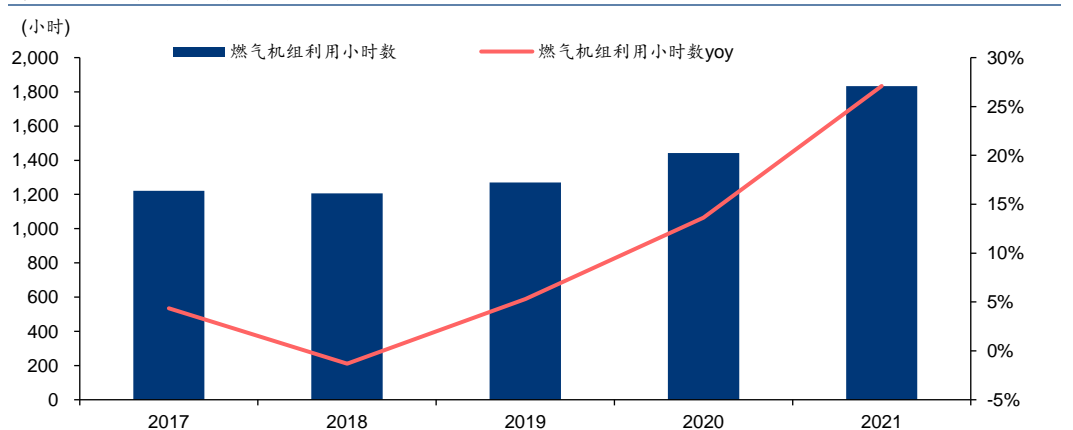
燃气成本通过电量电价疏导, 盈利关键在机组小时, 我们预期未来较为稳定。公司参控股燃气机组均位于浙江省内, 我们梳理了自 2015 年以来浙江省天然气发电上网电价政策, 在电量电价部分, 各类型燃气机组上网电价变化主要系考虑各城市天然气门站价格变动。根据 2021 年 9 月 24 日浙江省发改委发布的《省发展改革委关于优化我省天然气发电上网电价的通知》(浙发改价格〔2021〕357 号) 更是直接将气电价格联动方式列明, 分淡旺季, 9F、6F 机组电量电价=天然气到厂价(含管输费, 下同)÷4.9×(电源增值税÷气源增值税); 9E、6B 机组电量电价=天然气到厂价÷4.5×(电源增值税÷气源增值税)。电力市场运行期间, 天然气发电机组电量电价执行电力市场交易电价。基于气价往下游传导机制, 我们认为燃气机组盈利受气价波动影响相对较小。

图表16: 2015 年至今浙江省天然气发电上网电价政策变化

序号	日期	名称	各机组容量电价 (元/千瓦·年)				各机组电量电价 (元/千瓦时)			
			9E	9F	6B	6F	9E	6B		6F
								9F (省统调)	6B (非省统调)	
1	2015/6/12	《关于我省天然气发电机组试行两部制电价的通知》	360	360	470	680	0.73	0.67	0.73	0.67
2	2015/12/2	《关于调整天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.6	0.54	0.6	0.54
3	2016/6/8	《关于调整天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.58	0.52	0.58	0.52
4	2018/10/30	《关于调整天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.79	0.73	0.79	0.73
5	2019/4/16	《关于调整天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.659	0.599	0.659	0.599
6	2019/12/4	《关于调整天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.686	0.626	0.686	0.626
7	2020/3/27	《关于调整天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.607	0.547	0.607	0.547
8	2020/7/13	《关于调整天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.5552	0.4952	0.5552	0.4952
9	2021/6/30	《省发展改革委关于明确天然气发电上网电价的通知》	360	360	470	680	0.465	0.4335	0.465	0.5821
10	2021/9/24	《省发展改革委关于优化我省天然气发电上网电价的通知》	302.4	302.4	394.8	571.2				0.4335

资料来源: 浙江省发改委官网、华泰研究

图表17: 公司控股燃气机组利用小时数



资料来源: 公司公告、华泰研究

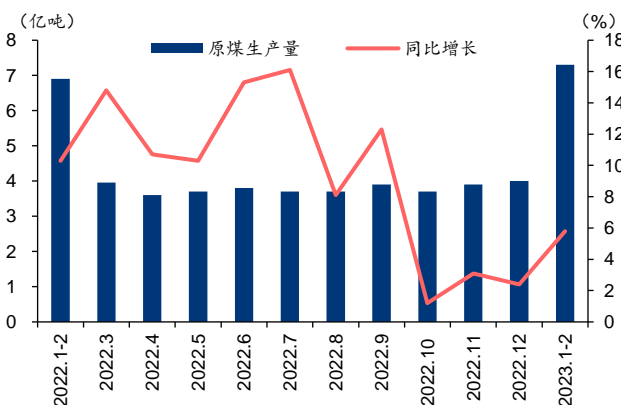
利用小时影响固定成本度电分摊，随着公司燃气机组利用小时提升其盈利能力有所增强。以公司控股燃气机组利用小时数作为参考，2017-2019年，公司控股燃气机组利用小时数不到1300小时，但2020年/2021年分别同比提升14%/27%至1443/1834小时，我们认为主要系近年来浙江省电力供需趋紧，尤其是在迎峰度夏和迎峰度冬期间。

2022年长协煤执行比例低/现货煤价高/进口煤价被倒挂，公司整体业绩仍处于亏损状态。虽然2022年2月24日，国家发改委发布的《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确要求秦皇岛港下水煤（5500千卡）中长期交易价格较合理区间为570~770元/吨（含税），自2022年5月1日起实施。但煤电企业2022年实际在国家发改委价格区间执行的长协比例不高，我们认为总体执行比例高低排序为：煤、电联营集团公司>大型央企>省属/区域公司。

按照公司发布的2022年业绩预告和电量电价公告我们倒推了公司2022年控股浙江省煤电机组的综合入炉煤价，测算出在85元/吨左右运费等其他成本情况下，公司实际符合国家发改委价格区间的长协执行率在20%左右。而北方港口5500大卡动力煤2022年市场均价同比上涨22.9%至1264元/吨。且2022年在国际冲突的影响下国际煤价也处于高位，进口煤甚至与现货煤价出现倒挂，2022年印尼/澳洲进口5500大卡烟煤库提价平均为1294/1299元/吨，较北方港口5500大卡动力煤平均市场价高30/35元/吨，沿海电厂进口煤价格优势变劣势。

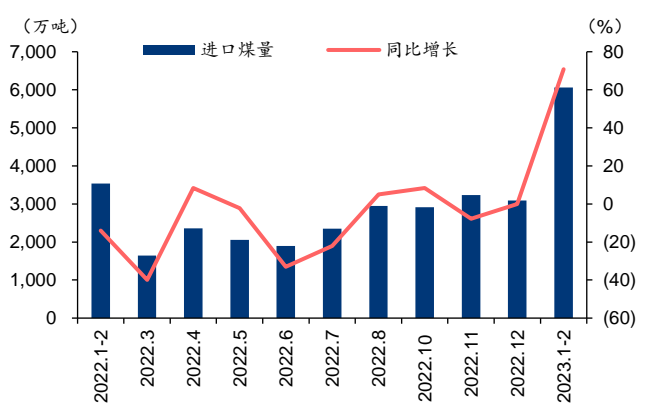
2023年国内煤炭现货价格中枢有望下行。2022年以来，我国原煤生产量一直保持同比增长态势，且2022年前三季度每月原煤产量同比增速基本都在双位数水平。2023年我国主要煤炭产地省份中的陕西、陕西、内蒙和新疆四个省份预计合计增产1.5亿吨煤炭。截至2023年3月28日，我国秦皇岛港/广州港/曹妃甸港动力煤库存为620/221/476万吨，分别同比增长22%/13%/27%。2022年煤炭价格高企的重要因素之一系国际煤炭价格受地缘冲突影响大幅增长，但2023年以来广州港印尼/澳洲进口5500大卡烟煤库提价均价较广州港5500大卡动力煤市场均价低130/125元/吨，澳煤进口的放开及进口煤价格优势重新凸显有助于补充国内煤炭市场供给和对国内动力煤市场价下行产生积极影响。因此，我们认为2023年国内煤炭供需格局或处于相对宽松的局面，国内现货煤价中枢有望下行。

图表18：2022年以来我国原煤生产量每月保持正增长



资料来源：国家统计局、华泰研究

图表19：2023年1-2月我国进口煤量同比增速高达70.8%



资料来源：国家统计局、华泰研究

2023年公司权益煤电利润有望在现货煤价下行、长协和进口煤比例提升的背景下大幅反转。我们统计截至2022年6月底，公司权益煤电装机容量中，浙江省占比80%，新疆/宁夏/安徽合计占比20%，故整体看浙江省燃煤机组盈利变化对权益煤电利润的影响最大，由于2022年以来浙江燃煤市场化电价基本较燃煤基准电价顶格上浮，2023年入炉标煤单价走势决定盈利变化。

测算的关键假设：

- 1) 除新疆市场化电价（含税）仍在基准电价 0.25 元/千瓦时（参考新疆煤电运营商天富能源 2022 年 10 月 28 日发布的关于收到兵团第八师发改委《关于执行〈兵团贯彻落实关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革方案〉的通知》公告中新疆火电交易均价），假设其余三省燃煤上网电价（含税）较基准电价上浮 20%；
- 2) 除浙江省利用小时参考 2022 年电量公告倒推基础上不变，其他省份均假设较 2021 年该省份火电利用小时数增长 10%；
- 3) 入炉标煤单价假设方面，主要基于华泰证券原材料组对北港 5,500 卡动力煤均价有望从 2022 年的 1,264 元/吨下移至 2023 年 950 元/吨的预期。
浙江：假设 60%长协执行率，729 元/吨长协煤价，30%国内现货比例，950 元/吨 5500 大卡市场煤煤价（含税），10%进口煤比例，900 元/吨 5500 大卡进口煤煤价（2023 年以来同大卡数广州港印尼/澳洲进口煤库提价明显低于国内现货价格），即入炉标煤单价（7000 大卡，不含税）为 1000 元/吨；
宁夏：基于宁夏发改委提出宁夏回族自治区煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨 280-445 元（4500 千卡，含税）。煤炭现货价格合理区间上限按照不得超过中长期交易价格合理区间上限 50%的规定，最高上限为每吨 668 元。自 2023 年 3 月 1 日起执行。假设中协价格按照 280 和 445 元/吨的均价，中长协比例 60%，现货 40%保守预计按照 668 元/吨现货煤价上限执行，可得宁夏入炉标煤单价 667 元/吨。
安徽：基于皖能电力 2022 年 6 成以上长协煤，其中执行国家长协价格机制的比例在 8-9 成，入炉标煤单价 1100-1200 元；我们推算，公司浙江省煤电厂入炉标煤单价（考虑运费 85 元/吨）在类似的长协比例和执行情况下会比皖能高 50 元/吨左右，故在假设浙江省 1000 元/吨入炉标煤单价基础上假设安徽为 950 元/吨。
- 4) 其他假设：厂用电率 5.5%，供电煤耗 295 克/千瓦时，除燃料外其他度电成本 0.1 元/千瓦时。

图表 20：敏感性测算关键假设

	权益装机（万千瓦）	利用小时数	上网电价（元/千瓦时，不含税）	入炉标煤单价（元/吨，不含税）
浙江	2,199	5,414	0.441	1000
新疆	70	5,566	0.221	450
宁夏	349	4,982	0.276	667
安徽	130	5,213	0.408	950

资料来源：华泰研究预测

基于以上假设，由于公司浙江省权益煤电上网电量占比高达 81%，且浙江省长协煤比例和进口煤比例提升的空间相对更大，我们进行了 1) 公司浙江省入炉标煤单价（对应公司整体权益煤电净利润）对长协比例/国内现货煤价/进口煤价敏感性分析，2) 公司浙江省入炉标煤单价（对应公司整体权益煤电净利润）对进口煤价格/长协煤比例敏感性分析。

分析：根据 2022 年公司业绩预告归母净利润均值及电量公告，我们倒推公司 2022 年权益煤电净亏损为 -40 亿元。

- 1) 对于测算 1)，公司于浙江省长协比例自 2022 年的 20%左右提升至 70%-50%，国内现货煤价 850-1050 元/吨，进口煤价 800-1000 元/吨时，于浙江省入炉标煤单价 941-1081 元/吨，对应公司 2023 年权益煤电净利润 64-29 亿元；长协比例最大，即 100%时，对应浙江入炉标煤单价 906 元/吨，公司权益煤电净利润 73 亿元。
- 2) 测算 2) 显示，在进口煤比例 5%-15%，进口煤价 800-1000 元/吨时，公司浙江入炉标煤单价为 980-1014 元/吨，公司权益煤电净利润 46-55 亿元。
- 3) 在国内现货煤价高于长协煤价时，长协煤比例提升对公司浙江入炉标煤单价的下行和整体权益煤电净利润的增厚更有显著。

图表21：公司浙江省入炉标煤单价对长协煤比例/国内现货煤价（元/吨）/进口煤价（元/吨）敏感性分析

国内现货煤价	进口煤价	长协煤比例								
		20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
650	600	829	838	847	856	865	874	883	892	906
750	700	919	917	915	912	910	908	905	903	906
850	800	1,009	996	982	969	955	941	928	914	906
950	900	1,100	1,075	1,050	1,025	1,000	975	950	925	906
1050	1000	1,190	1,154	1,117	1,081	1,045	1,009	973	937	906
1150	1100	1,280	1,232	1,185	1,138	1,090	1,043	995	948	906
1250	1200	1,370	1,311	1,253	1,194	1,135	1,076	1,018	959	906

注：国内现货煤价及进口煤价为 5500 大卡含税，公司入炉标煤单价测算结果为 7000 大卡不含税
 资料来源：华泰研究预测

图表22：公司权益煤电净利润对长协煤比例/国内现货煤价（元/吨）/进口煤价（元/吨）敏感性分析

国内现货煤价	进口煤价	长协煤比例								
		20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
650	600	92	90	88	86	83	81	79	77	73
750	700	70	70	71	71	72	73	73	74	73
850	800	47	51	54	57	61	64	68	71	73
950	900	25	31	37	43	50	56	62	68	73
1050	1000	2	11	20	29	38	47	56	65	73
1150	1100	-20	-8	4	15	27	39	51	63	73
1250	1200	-45	-30	-15	0	15	30	45	60	73

注：国内现货煤价及进口煤价为 5500 大卡含税，公司入炉标煤单价测算结果为 7000 大卡不含税
 资料来源：华泰研究预测

图表23：公司浙江省入炉标煤单价对进口煤价格（元/吨）/长协煤比例敏感性分析

进口煤价	长协煤比例					
	0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%
600	1,006	986	966	947	927	907
700	1,006	992	977	963	949	935
800	1,006	997	989	980	972	963
900	1,006	1,003	1,000	997	994	992
1000	1,006	1,008	1,011	1,014	1,017	1,020
1100	1,006	1,014	1,023	1,031	1,039	1,048
1200	1,006	1,020	1,034	1,048	1,062	1,076

注：国内现货煤价及进口煤价为 5500 大卡含税，公司入炉标煤单价测算结果为 7000 大卡不含税
 资料来源：华泰研究预测

图表24：公司权益煤电净利润对进口煤价格（元/吨）/长协煤比例敏感性分析

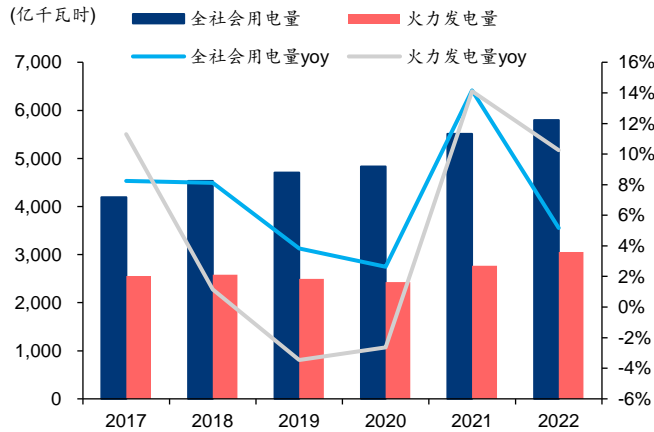
进口煤价	长协煤比例					
	0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%
600	48	53	58	63	68	73
700	48	52	55	59	62	66
800	48	50	52	55	57	59
900	48	49	50	50	51	52
1000	48	48	47	46	45	45
1100	48	46	44	42	40	38
1200	48	45	41	38	34	31

注：国内现货煤价及进口煤价为 5500 大卡含税，公司入炉标煤单价测算结果为 7000 大卡不含税
 资料来源：华泰研究预测

浙江省火电龙头地位稳固，十四五投产煤电容量预计占全省的 63%

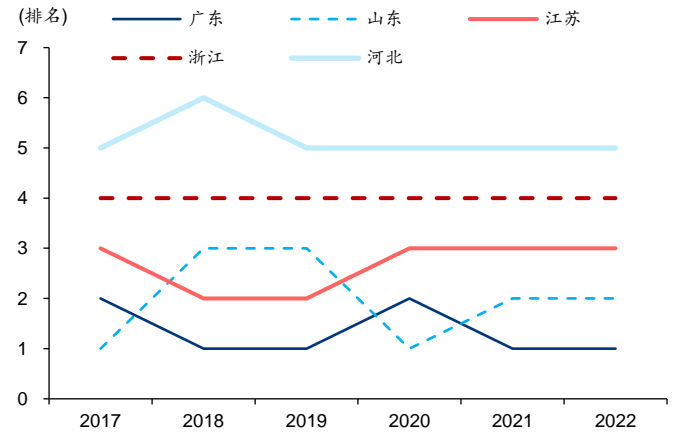
浙江省为民营经济大省，用电需求大。2016年，浙江省全社会用电量占全国总用电量的 6.5%，人均用电量高达 0.69 万千瓦时，不仅高于江苏、上海、广东、山东等东部沿海省市，也高于英国、西班牙、意大利等西方发达国家。2017-2022 年，浙江省经济形势持续向好，用电量不断增加，2021 年浙江省用电量达 5514 亿千瓦时，成为全国第四个用电量突破 5000 亿千瓦时的省份。2018-2022 年，浙江省用电量一直处于全国第四位，在社会用电量增加的同时，由于外购电规划及省内清洁能源装机增长，浙江省内火电发电量有一定波动，2022 年火力发电量达 3054.9 亿千瓦时，同比增长 10.25%。

图表25：浙江省用电发电情况



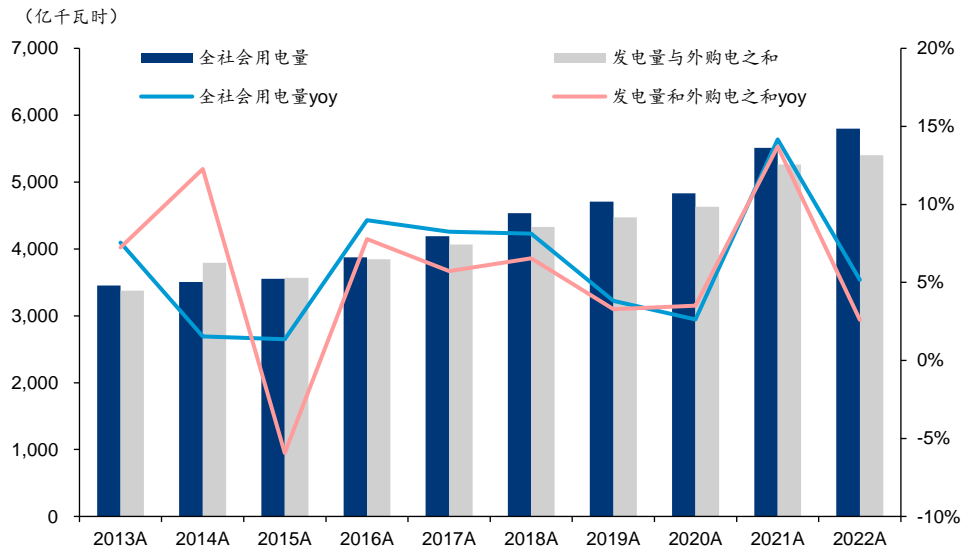
资料来源：华泰研究

图表26：2018-2022 年全社会用电前列省份排名



资料来源：华泰研究

2023 年迎峰度夏/度冬期间浙江省电力供需或仍处于偏紧状态，但不必过于担忧高省间电价传导问题。我们统计了 2013-2022 年浙江省电力供需情况，其中多数全社会用电量增速高于电力供给（发电量和外购电之和）增速。2022 年 7-8 月，在极端高温少雨天气叠加经济恢复增长的影响下，浙江省电力供需形势紧张，出现在省间现货市场高价购电保供的情形，8 月浙江全电力市场清算亏损 38.44 亿，此前有方案讨论让下游火电企业分摊亏损，即煤电上网电价下降，但最终直接传导至下游工商业客户分摊 33.44 亿元。2023 年，根据中电联发布的《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计 2023 年全国电力供需总体偏紧，迎峰度夏/度冬期间华东地区电力供需偏紧。我们认为用电高峰时期浙江省电力供需仍将处于偏紧状态，但不用过于担忧若出现高省间现货价格须由煤电企业分摊电网亏损，因为煤电企业已经连续亏损 2021 和 2022 年两年，本身经营负担重，且目前电力供应中煤电仍是最为重要的支撑电源。

图表27：多数年份，浙江省全社会用电量增速高于电力供给的增速


注：发电量中不含泰山核电发电量

资料来源：国家统计局、北极星电力网、华泰研究

浙江省煤电龙头地位稳固，十四五公司预计投产全省新增煤电装机容量的63%。根据浙江十四五电力发展规划，十四五期间浙江煤电新增装机容量为632万千瓦，气电新增装机容量为700万千瓦，新增火电装机容量共1332万千瓦。十四五期间火电与核电新增指标有望为公司发展提供新的机遇。目前，公司预计在十四五期间投产400万千瓦燃煤机组，分别为乐清电厂三期高效超超临界燃煤机组工程2*100万千瓦，六横电厂二期超超临界二次再热高效机组工程2*100万千瓦，占十四五浙江煤电新增装机容量的63%。燃气主要涉及两个项目的搬迁改造工作，单机容量有所提升，搬迁改造后运营效率有望提升。

图表28：浙江十四五电力发展规划

指标类型	指标名称	单位	2020年	2025年规划目标
结构优化	非化石能源装机比重	%	39.7	45.6
	煤电装机比重	%	46.7	40
	非化石能源发电量比重(含外购电量)	%	30	40
	电力占终端能源比重	万千瓦	36	40
	常规水电	万千瓦	713	728
	抽水蓄能	万千瓦	458	798
	煤电	万千瓦	4738	5370
	气电	万千瓦	1256	1956
	核电	万千瓦	911	1031
	风电	万千瓦	186	641
	光伏发电	万千瓦	1517	2726
	生物质发电	万千瓦	240	300
	海洋能	万千瓦	0.58	0.58
	余能利用及其他	万千瓦	123	130
节能减碳	6000千瓦以上火电发电标煤耗	克标煤/千瓦时	281	280以下
民生保障	居民人均生活用电	千瓦时	1065	1300以上
	综合供电可靠率	%	99.9603	99.977
	城乡用户年均停电时间	小时	3.49	2

资料来源：浙江省人民政府门户网站、华泰研究

图表29：公司新增火电装机规划

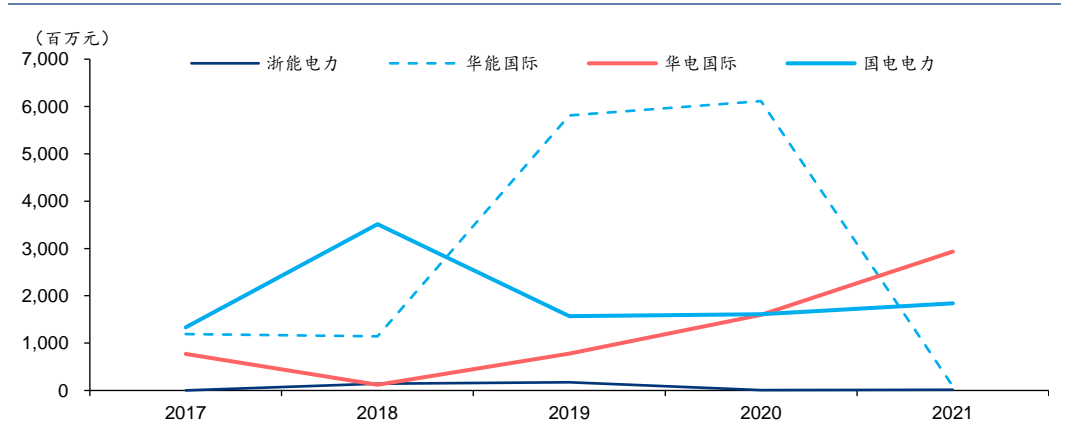
项目名称	装机容量 (万千瓦)	预计投产时间
乐清电厂三期高效超超临界燃煤机组工程	2*100	2023 年夏
六横电厂二期超超临界二次再热高效机组工程	2*100	首台 2024 年底
浙能镇海天然气公司燃机搬迁改造项目	2*43 (原装机 78.922 万千瓦)	2024 年 3 月底
浙能镇海联合发电公司燃机搬迁改造项目	1*49 (原装机 34.4 万千瓦)	2023 年 11 月

资料来源：北极星、公司公告、华泰研究

资产优质减值少，利润可释放性高

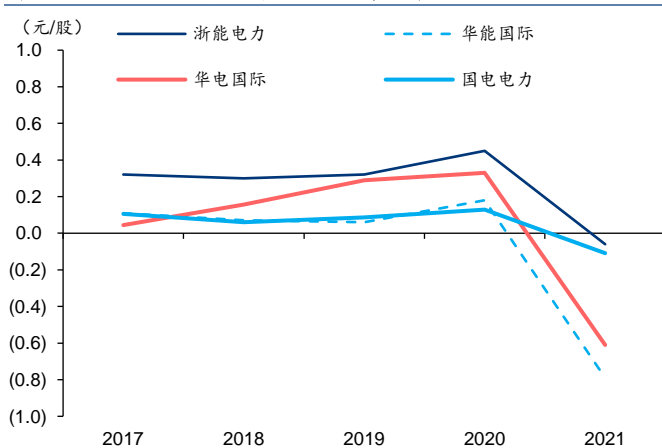
2017-2020 年，代表性火电龙头资产减值耽误利润增长，浙能电力利润释放显著更优。2021 年煤价跃升，火电企业亏损较为严重，计提火电资产减值情有可原。2017-2020 年，火电公司盈利的年份，华能国际、华电国际与国电电力等代表性全国型火电龙头计提了大量资产减值损失，原因包括电力需求、竞争加剧、政府对煤电限制政策等因素导致三家电力企业的子公司机组建设受阻、经营业绩下滑乃至破产。而浙能电力计提最多的一年不超过 2 亿元，显著低于上述三家公司，2017-2021 年浙能电力盈利指标 EPS、ROE (摊薄) 均高于其他三家公司。

图表30：2017-2021 年火电龙头资产减值损失计提情况



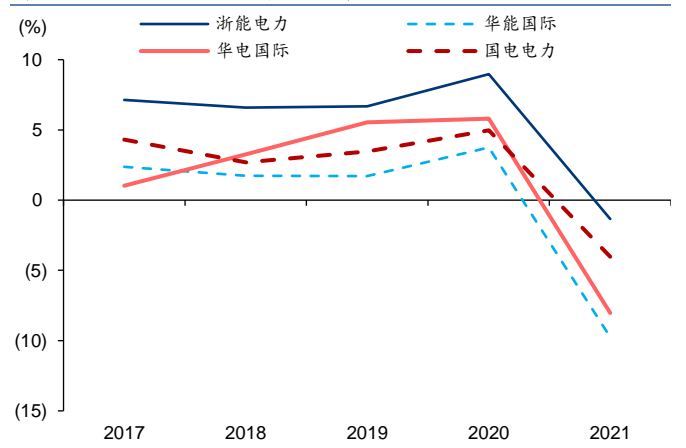
资料来源：Wind、华泰研究

图表31：2017-2021 各公司 EPS (摊薄) 情况



资料来源：Wind、华泰研究

图表32：2017-2021 各公司 ROE 情况



注：采用 Wind 净资产收益率 (摊薄) 口径

资料来源：Wind、华泰研究

守：参股多家核电公司，投资收益贡献稳定

截至目前，公司权益核电装机容量 247 万千瓦，未来新增权益装机规模可观。即使不考虑中国核能电力股份有限公司的新增容量 (我国两大核电上市公司之一，潜在项目多，难以明确统计)，我们预计公司参股核电新项目完全投产后其权益核电装机容量将新增约 327 万千瓦。

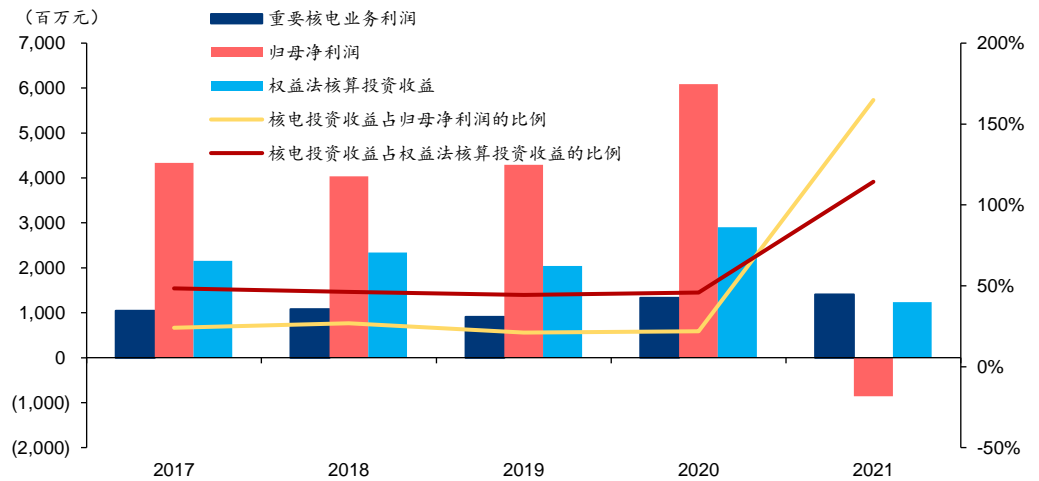
图表33：2023年3月4日公司参股核电公司情况（万千瓦）

	持股比例	装机容量	权益装机容量	预计新增装机容量	备注
核电泰山联营有限公司	20%	264	53		
三门核电有限公司	20%	250	50		250 三门核电#3 #4 机组，#3 在建，#4 核准，2027、2028 年投产
泰山核电有限公司	28%	252.8	71		
国核浙能核能有限公司	50%				
泰山第三核电有限责任公司	10%	145.6	15		
中核辽宁核电有限公司	10%			454.8	徐大堡#3 #4 在建，2027、2028 年投产；徐大堡#1 #2 拟建
中核海洋核动力发展有限公司	9%				6 中国首个浮动核电站
浙江三门高温堆电站有限公司	49%				
中国核能电力股份有限公司	2.47%	2371	59		
中广核苍南核电	34%			242	苍南三澳核电#1 #2 机组，2*121 万千瓦在建，预计 2026-2027 年投产
中核燕龙科技有限公司	15%				
中广核苍南第二核电	31%			480	4 台百万千瓦级机组
合计			247		

资料来源：中国核电公告、Wind、公司公告、华泰研究预测

核电项目利润相对稳定，是公司业绩的压舱石。只要不出现需要长时间检修的重大问题，核电项目运营相对平稳；铀价为各核电公司及其集团签订的长协价格，因此也较难出现像煤电一样利润受煤价波动影响大的情形，故核电项目经营业绩相对稳定。2017-2021 年，除 2019 年因三门核电检修影响公司核电投资收益外，公司核电投资收益贡献整体呈现上升趋势。2017-2020 年公司整体正常盈利年份，公司核电投资收益占归母净利润的比例在 21% 以上，占权益法核算总投资收益的 44% 以上。2021 年公司因高煤价产生亏损，但参股核电仍贡献 14.1 亿归母净利润。

图表34：重要核电参股公司投资收益情况



资料来源：公司公告、华泰研究

破局新能源，有望以中来民生发展分布式光伏

2023年2月14日，公司成为中来股份控制方。中来股份是国家级火炬计划重点高新技术企业，主营光伏背板，光伏电池与组件，分布式系统应用开发与新能源业态创新开发四大业务。中来股份2023年3月31日市值为163亿元，根据中来股份2023年1月30日发布的2022年度业绩预告，其2022年有望实现3.46-4.10亿元归母净利润。本次交易一方面有利于公司打破与集团旗下新能源平台同业竞争下难以控股发展新能源的限制，有望以中来民生为支点大力发展分布式光伏，为公司提供新的增长点；二是发挥产业协同，为中来股份提供市场拓展、增信、融资等方面的支持，进一步提升中来股份的增长潜力。

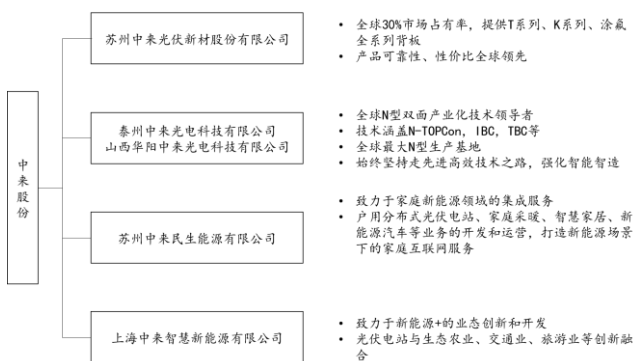
控股中来股份，携手大力发展新能源产业

取得中来股份控制权，打破与集团旗下新能源平台同业竞争下难以发展新能源的限制。2023年2月14日，公司完成1.06亿股中来股份股票过户手续（本次交易对价为18.2亿元），持有中来股份9.70%的股份及19.70%的表决权，成为中来股份的控制方。受限于同业竞争承诺，公司难以控股形式发展集中式风光项目。本次对中来股份控制权的获得，一方面有益于公司打破新能源发展僵局，为公司提供新的增长点，二是发挥产业协同，为中来股份提供市场拓展、增信、融资等方面的支持，进一步提升中来股份的增长潜力。

中来股份：国家级重点高新技术企业，业务遍布光伏产业链上下游

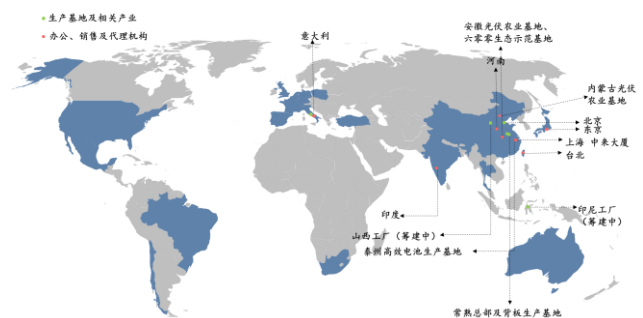
中来股份于2008年在江苏常熟成立，是国家级火炬计划重点高新技术企业。中来股份主营光伏背板，光伏电池与组件，分布式系统应用开发与新能源业态创新开发四大业务。2014年中来股份成功上市，是A股第一家以光伏背板作为主营业务的上市公司，累计出货超160GW太阳能背板与超5GW的N型双面电池及组件。其子公司苏州中来光伏新材股份有限公司拥有全球最大的光伏背板生产基地，具有全球30%光伏背板市场占有率，产品性价比领先全球。中来股份在常熟、泰州拥有生产基地，并拟在山西、印尼等地筹建工厂，其办公、销售及代理机构遍及南亚、西欧、南非、南北美、澳洲等区域，服务于全球80多个国家与地区。

图表35：中来股份旗下公司情况



资料来源：中来股份2022年招聘、华泰研究

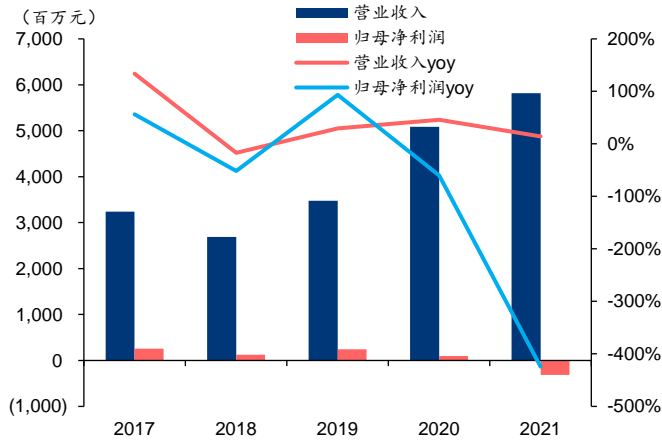
图表36：中来股份业务布局



资料来源：中来股份官网、华泰研究

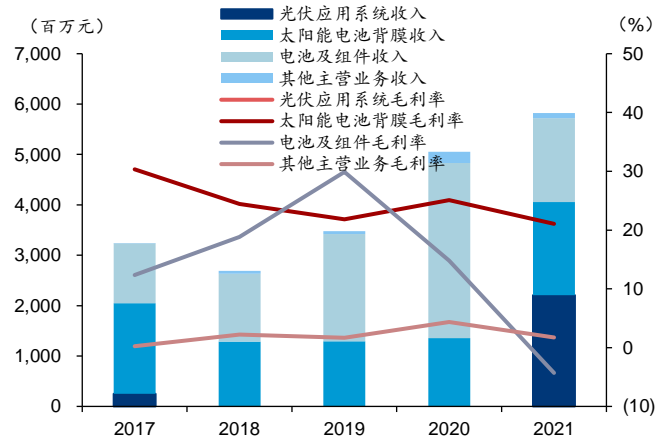
中来股份技术领先，子公司中来新材在光伏背板领域拥有157件授权专利，其中发明专利51件，PCT国际专利8件。中来股份成立了光伏薄膜实验室，是全球第一家获得美国UL、德国TUV、日本JET国际认证及中国CQC认证的背板企业，是太阳能背板国家标准起草单位。在光伏电池方面，2017年中来股份开始研发并量产N-TOPCon太阳能电池，正面转换效率最高达到23.5%。2020年子公司泰州中来生产的TOPCon电池量产转换效率达到24.5%，成为国内拥有最高TOPCon电池量产效率的公司。

图表37: 2017-2021 年中来股份营业收入与归母净利润情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表38: 2017-2021 年中来股份主营构成与毛利率情况

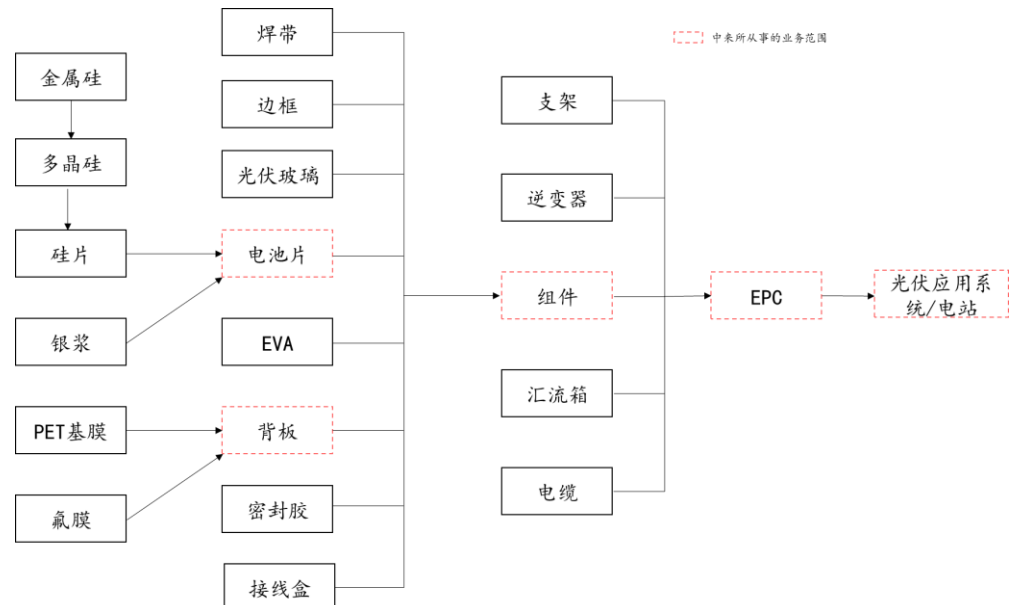


资料来源: 公司公告、华泰研究

2017-2021 中来股份营业收入整体保持快速增长趋势。2017 年中来股份营业收入为 32.43 亿, 2021 年营业收入增长至 58.20 亿, CAGR 为 33.20%。2021 年, 主要受国外硅料厂商停产及全球疫情的影响, 硅料供需严重不平衡, 中来股份主要原材料价格上涨, 同时海运费用剧增导致当年产生大额亏损。根据中来股份 2023 年 1 月 30 日发布的 2022 年度业绩报告, 其 2022 年销售收入上升, 有望实现 3.46-4.10 亿元归母净利润。

太阳能电池背板、电池及组件与光伏应用系统收入构成了中来股份主营收入的主要部分。其中中来太阳能电池背板收入是主营构成中较为稳定的部分, 2017-2021 年的营收均在 12 亿以上, 毛利润稳定在 20% 以上。2017-2020 年, 中来股份电池及组件收入增速较快。从 2017 年的 11.89 亿上升到 2020 年的 34.74 亿, 2021 年该业务收入略有下降。光伏应用系统收入在五年内波动较大, 2017 年该业务营收仅为 2.51 亿, 随着业务的逐渐成熟与政策推动, 2021 年该业务收入达 22.07 亿, 毛利润上升到 37.93%, 成为对主营收入贡献最大的部分。中来业务遍及光伏行业各领域, 业务板块既实行独立经营决策又互相联动, 形成了良好的协同效应, 太阳能电池背板和光伏应用系统将成为公司新的发力点。

图表39: 中来主要业务布局



资料来源: 公司公告、华泰研究

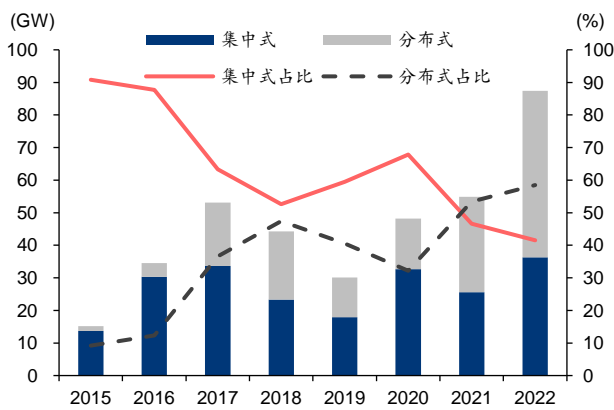
以中来民生为支点，分布式光伏发展可期

国内分布式光伏装机快速发展，2016-2022年CAGR达59%。2016年至2022年，我国分布式光伏新增装机规模从4.24GW增加至51GW，累计装机容量从10.32GW增加至158GW，累计容量2016-2022年CAGR达到59%，发展态势良好。2021-2022年，受上游原材料价格影响，组件价格高企，影响地面集中式光伏电站投资，但分布式装机未受明显影响。

从占比看，分布式光伏电站新增装机与累计装机占比均逐年提高。2016年至2022年，分布式光伏电站新增装机占比从12%增加至58%，累计装机占比从13%增加至40%。2021年分布式光伏电站新增装机占比首次超过集中式光伏电站，2022年，分布式光伏电站新增装机占比由2021年的53%提升5个百分点至58%，较集中式电站新增装机占比高16个百分点，分布式与集中式光伏已实现并举发展。

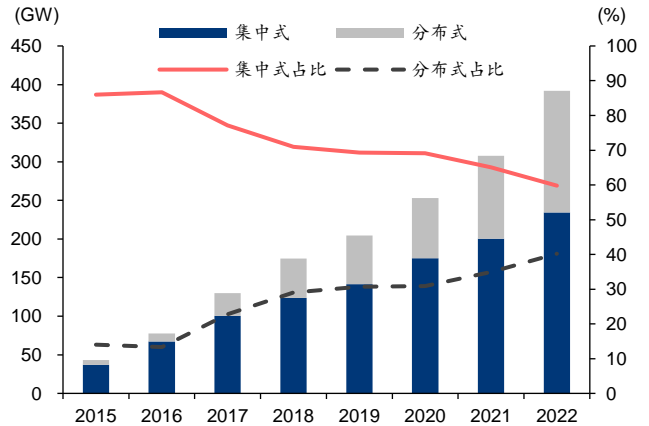
2021年是分布式光伏“启航之年”，其装机增长主要来源于户用光伏。2021年分布式新增装机中，户用光伏、工商业光伏分别为21.59GW、7.41GW，同比分别增长113%、37%。户用光伏高速增长，其新增装机占分布式光伏新增装机/总新增光伏装机的74%/39%。2022年，户用光伏仍保持较高绝对量增长，新增装机25.25GW，占分布式光伏新增装机/总新增光伏装机的49%/29%。户用光伏已经成为我国如期实现“碳达峰、碳中和”目标和落实乡村振兴战略的重要力量。

图表40：2015-2022 我国光伏新增装机容量及占比



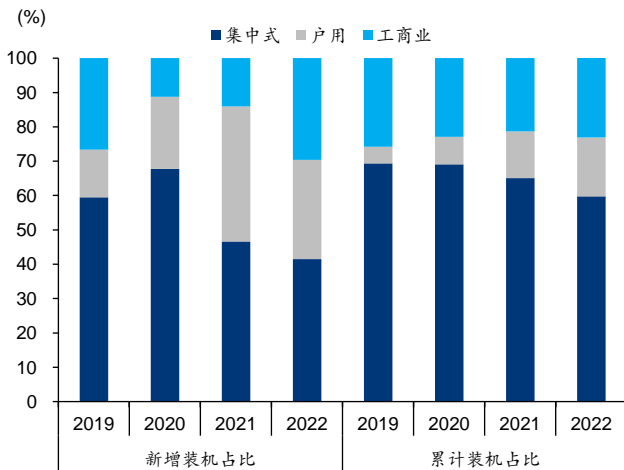
资料来源：国家能源局、华泰研究

图表41：2015-2022 我国光伏累计装机容量占比及占比



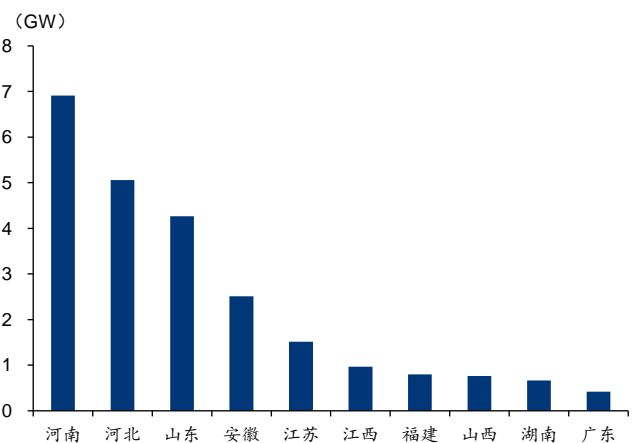
资料来源：国家能源局、华泰研究

图表42：2019-2022 年我国户用分布式光伏占比逐步提高



资料来源：国家能源局、华泰研究

图表43：2022 年我国户用光伏新增装机 TOP10 省份



资料来源：国家能源局、华泰研究

整县开发示范县标准发布促进分布式光伏发展。2021年6月20日，国家能源局综合司正式下发《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，通知中明确党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于40%；工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于30%；农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于20%。

图表44：整县开发示范县可安装光伏发电比例标准

	安装光伏比例不低于
党政机关建筑	50
学校、医院、村委会等公共建筑屋顶	40
工商业厂房屋顶	30
农村居民屋顶	20

资料来源：国家能源局、华泰研究

首批整县光伏开发试点比例达到23.8%。2021年9月8日，国家能源局公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点676个，而若试点地区2023年底前各类屋顶安装光伏发电的比例均达到一定要求的，将列为开发示范县。具体比例要求如下文所述，参照2021年6月20日国家能源局综合司下发的《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》。据中国民政部统计，截至2020年末全国县级行政区划单位合计2844个，其中市辖区973个、县级市388个、县与自治县1,429个、旗与自治旗52个、特区与林区2个。第一批整县光伏开发试点占全国县级行政单位的比例约为23.8%。

中来民生专注于分布式户用光伏领域的光伏应用系统的设计/开发/销售/运维，将乘“整县推进”东风。中来股份控股子公司中来民生在分布式光伏领域深耕多年，专注于户用分布式光伏领域，积极响应“精准扶贫”政策，为农村贫困户提供高能扶贫光伏系统，使贫困户零投资就能获得持续二十年的每年3000元/户以上的最低收入。2021年底该业务已覆盖14省市，380多个县/区，2300多个乡/镇。“整县推进”政策发布之后，中来民生借助用户优势，与13个县、74个镇签署了合作框架协议，拟建容量达到8.29GW。

中来民生与国电投深度合作，未来有望为浙能电力在分布式光伏领域提供新增长点。2021年4月，中来民生与国家电力投资集团有限公司（国电投）下属子公司开展合作，合资设立项目公司上海源焱，签署了《户用光伏发电项目EPC总承包协议》，约定中来民生为上海源焱提供户用光伏EPC工程服务，其中首年合作建设规模至少1.2GW，2022年-2025年每年不少于1.5GW。在此之后，其整县推进项目分布于吉林、山东、河北、云南、安徽、湖南、海南等地区。分布式光伏发展空间广阔，结合浙能电力作为电力国企的资源优势，中来民生将有望成为分布式光伏领域的新领跑者之一，为浙能电力控股发展分布式光伏项目提供助力。

A 股稀有被严重低估火电标的，2023 年有望大幅扭亏

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润将同比-106.1%/+535.3%/+6.1%至-17.6/76.7/81.4 亿元，对应 EPS 为-0.13/0.57/0.61 元，选择同为区域火电公司的皖能电力、申能股份、上海电力为公司可比公司，参考可比公司 Wind 一致预期 2023E PE 均值 13x，给予公司 10x 2023E PE，较可比公司折价主要考虑可比公司估值中已经包含对十四五新能源发展规划预期，公司分布式光伏发展仍需进一步落地，对应公司股价为 5.72 元，首次覆盖予以“买入”评级。

重要提示：由于中来股份仍未进入公司合并报表公布，我们在做模型和盈利预测时暂不考虑中来股份并表影响。

2022/2023/2024 年公司营业收入有望同比 18.5%/0.2%/4.5%

我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入有望同比增长 18.5%/0.2%/4.5%。2022 年，公司营业收入有望同比增长 18.5%，主要系：1) 平均上网电价同比大幅增长 18.6%带动电力收入同比增长 19%，2) 高煤价下煤炭贸易业务收入同比增长 24.6%。2023 年和 2024 年，电力业务营收增长主要受乐清电厂三期 200 万燃煤机组和六横电厂二期首台 100 万千瓦燃煤机组投产推动。基于华泰原材料组 2023 年北方港 5500 大卡（含税）市场煤价自 2022 年 1264 元/吨下降至 950 元/吨预期，我们假设煤炭贸易收入变动与上述市场煤价变化幅度联动，并维持 2021 年煤炭贸易毛利率不变。因此，我们预计 2023 年/2024 年煤炭贸易收入同比下降 24.8%/持平。对于其他业务收入，其中主要为检修业务，我们将其同比增速与公司控股装机增长挂钩。综上，2023/2024 年公司营业收入同比增长 0.2%/4.5%。

图表45：2022/2023/2024 年公司营业收入有望同比增长 18.5%/0.2%/4.5%

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	百万元	54,371	51,684	71,073	84,248	84,375	88,202
	yoy	%	(4.0)	(4.9)	37.5	18.5	0.2
电力	百万元	41,573	39,384	52,672	62,702	66,028	69,492
	yoy	%	(4.0)	(5.3)	33.7	19.0	5.3
火电	百万元	41,427	39,236	52,538	62,583	65,895	69,358
	yoy	%	(4.1)	(5.3)	33.9	19.1	5.3
光伏	百万元	146	148	134	118	134	134
	yoy	%					
蒸汽	百万元	3,672	3,960	6,152	6,460	6,783	7,122
	yoy	%	10.6	7.8	55.4	5.0	5.0
煤炭贸易	百万元	8,464	7,785	11,555	14,392	10,821	10,821
	yoy	%	9.0	(8.0)	48.4	24.6	(24.8)
其他	百万元	661	556	694	694	742	767
	yoy	%					

资料来源：公司公告、华泰研究预测

公司电力业务核心假设：

由于公司电力营收中光伏占比不到 0.5%，我们对光伏电站的经营数据假设基本维持 2021 年的水平，主要对火电进行拆分预测。

1) 控股装机容量：基于图表 29 公司未来装机规划及其预计投产时间。

2) 利用小时数：2022 年公司燃煤、燃气机组均采用公司已公告发电量倒推得出分别同比 +0.3%/-11.6%，我们认为或因：1) 2021 年利用小时基数较高，2) 虽然迎峰度夏期间电力供需格局紧张，但 2022 年浙江省全社会用电量同比增长 5.17%，受疫外部环境干扰用电增速明显放缓。2023 年经济处于陆续恢复阶段，我们暂保守假设 2023/2024 年燃煤和燃气利用小时较 2022 年持平。

3) 电量：基于上述对控股装机容量和利用小时预期，我们测算公司 2022-2024 年发电量将同比增长 3.4%/3.6%/5.3%。2022 年各电源厂用电率根据公司已公告发电量和售电量数据得出，火电厂用电率同比变动小，假设 2023-2024 年维持 2022 年水平。因此，2022-2024 年公司售电量增速与发电量增速较为一致。

4) 平均上网电价: 2019/2020 年公司燃煤上网电价同比下滑 1.1%/4% 主要系 2019 年 7 月 1 日开始, 浙江省发改委印发《省发展改革委关于调整部分电厂上网电价有关事项的通知》(浙发改价格〔2019〕306 号), 电力行业增值税税率降低到 13%, 浙江省统调燃煤机组上网电价每千瓦时降低 1.07 分(含税, 下同), 执行电量不包括当年已参加直接交易电量。2021 年/2022 年平均上网电价上涨主要系煤价高企倒逼电力市场化交易改革, 2021 年 10 月起燃煤上网电价较基准电价开始上浮, 且上浮比例逐步走向顶格。由于 2022 年浙江省燃煤市场化交易电价基本实现顶格上浮, 而 2023 年年度市场化交易电价一般于 2022 年年底确认(高煤价时期), 且浙江省年度市场化交易电站占全年市场化交易安排电量的绝大部分, 因此我们认为哪怕预期 2023 年现货煤价中枢下移, 2023 年燃煤上网电价仍保持高水平。2024 年我们预期燃煤上网电价同比持平, 主要系我们认为在电力供需偏紧, 且即便 2023 年煤价同比下降的背景下也还是处于高水平的情况下, 电力市场化或进一步推进且容量电价机制或加速出台(云南已出台)。

对于燃气机组, 我们在前文已分析过其电量电价部分的气电联动价格机制, 因此我们在考虑 2023 年/2024 年天然气价格同比下降 0.05 元/立方米/同比持平的基础上, 给予燃气综合上网电价同比小幅下滑 0.2 分/度和同比持平的假设。

附表 46: 公司电力业务核心假设

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
控股装机容量	万千瓦	2,983	2,880	3,081	3,081	3,296	3,403
燃煤	万千瓦	2,598	2,496	2,696	2,696	2,896	2,996
燃气	万千瓦	369	368	369	369	383	390
光伏	万千瓦	16	16	17	17	17	17
利用小时	小时	4,141	3,884	4,956	5,117	5,125	5,136
yoy	%	(4.5)	(6.2)	27.6	3.3	0.2	0.2
燃煤	小时	4,568	4,236	5,399	5,414	5,414	5,414
yoy	%	(4.8)	(7.3)	27.5	0.3	-	-
燃气	小时	1,270	1,443	1,834	1,621	1,621	1,621
yoy	%	5.3	13.6	27.1	(11.6)	-	-
光伏	小时	929	1,097	968	968	968	968
发电量	亿千瓦时	1,186	1,137	1,470	1,520	1,575	1,658
yoy	%	(4.4)	(4.1)	29.2	3.4	3.6	5.3
燃煤	亿千瓦时	1,137	1,082	1,401	1,459	1,513	1,594
燃气	亿千瓦时	47	53	68	60	61	63
光伏	亿千瓦时	2	2	2	1	2	2
售电量	亿千瓦时	1,108	1,072	1,390	1,437	1,489	1,568
yoy	%	(5.4)	(3.2)	29.7	3.4	3.6	5.3
燃煤	亿千瓦时	1,071	1,018	1,323	1,377	1,428	1,505
厂用电率	%	5.8	5.9	5.6	5.6	5.6	5.6
燃气	亿千瓦时	46	52	66	58	59	61
厂用电率	%	2.5	2.5	2.5	2.3	2.3	2.3
光伏	亿千瓦时	1	2	2	1	2	2
厂用电率	%	3.2	3.6	2.8	6.5	6.5	6.5
平均上网电价	元/千瓦时	0.427	0.415	0.416	0.493	0.514	0.514
yoy	%	-0.8	-2.7	0.1	18.6	4.4	-0.1
燃煤	元/千瓦时	0.408	0.391	0.408	0.490	0.498	0.498
yoy	%	-1.1	-4.0	4.4	20.0	1.7	0.0
燃气	元/千瓦时	0.677	0.536	0.536	0.555	0.553	0.553
光伏	元/千瓦时	1.140	0.988	0.970	0.970	0.970	0.970

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

2022/2023/2024 年公司归母净利润有望同比-106.1%/+535.3%/+6.1%

煤价高企，燃料成本占营业成本的比例由 2019/2020 年的 60%左右提升至 2021 年及之后的 70%左右。公司归母净利润对入炉标煤单价敏感性高，我们本次对 2022 年公司归母净利润预测参考公司业绩预告归母净亏损 15.1-22.6 亿元的均值。在入炉标煤单价 1330 元/吨的情况下，公司 2022 年归母净亏损 17.6 亿元。基于华泰原材料组对 2023 年北方港 5500 大卡（含税）市场煤价中枢将自 2022 年 1264 元/吨下降 24.8%至 950 元/吨的预期，假设公司 2023 年入炉标煤单价也同比下降 24.8%至 1000 元/吨，近似前文我们在做敏感性分析时对公司于浙江省入炉标煤单价的较为中性预期。暂预期 2024 年公司入炉标煤单价维持 2023 年水平。因此 2023 年公司营业成本将同比下降 17.7%，而 2024 年因新增机组投产煤炭采购量提升而同比增长 4%。

图表47： 2022/2023/2024 年公司营业成本有望同比+21.2%/-17.7%/+4.0%

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
营业成本	百万元	47,571	44,147	72,575	87,949	72,404	75,306	
	yoy	%	-7.2	-7.2	64.4	21.2	-17.7	4.0
燃料成本	百万元	28,429	26,313	50,019	62,441	49,856	52,403	
燃煤	百万元	24,407	21,882	44,178	57,304	44,684	47,081	
天然气	百万元	4,023	4,432	5,841	5,137	5,172	5,321	
采购量								
煤炭	万吨，标煤	3,379	3,190	4,137	4,309	4,468	4,708	
平均供电标准煤耗	克/千瓦时	297	295	295	295	295	295	
天然气	万立方	103,412	116,929	148,634	131,388	133,991	137,855	
气耗	立方米/千瓦时	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	
平均采购价格								
入炉标煤单价	元/吨	722	686	1,068	1,330	1,000	1,000	
	yoy	%	-11.3	-5.1	55.7	24.6	-24.8	0.0
秦皇岛 Q5500 煤价	元/吨	587	577	1,028	1,264	950	950	
	yoy	%	-9.2	-1.8	78.3	22.9	-24.8	0.0
天然气	元/立方米	3.89	3.79	3.93	3.91	3.86	3.86	

资料来源：公司公告、华泰研究预测

2019-2021 年，管理费用率/研发费用率有所波动，2021 年均呈现下行趋势，暂保守预计 2022-2024 年维持 2021 年水平。1-9M22 公司财务费用率 1.6%，因此预计 2022 年全年为 1.6%，但在 2023 年盈利好转后的 2024 年开始下滑。

投资收益部分 2022-2024 年预测期仅考虑权益法核算投资收益，基于我们中国核电模型泰山、三门核电站的利润预期及对中国核电的盈利预测，我们预计 2022-2024 年核电投资收益贡献为 15.1/15.2/15.3 亿元。基于前文较为中性假设下公司权益煤电净利润 50 亿元的测算，对不同地区按照参股部分权益装机占比进行利润分配，得出 2022-2024 年为煤电投资收益贡献 7.65 亿元。此外，公司 2022 年 5 月以 12 亿元参与中核汇能（中国核电旗下新能源公司）增资扩股，并取得 4.8%股权，基于我们中国核电模型对中核汇能盈利预期，我们预计 2022-2024 年中核汇能将为公司贡献投资收益 0.64/1.5/1.6 亿元。参考 2022 年半年度情况调整 2022 年其他各长期股权投资公司权益法下核算投资收益额，且预期 2023-2024 年基本维持稳定，综合得到 2022-2024 年投资收益将分别同比增长 63.4%/19.5%/0.9%至 25.8/30.8/31.1 亿元。公司 2022-2024 年归母净利润将同比-106.1%/+535.3%/+6.1%至 -17.6/76.7/81.4 亿元。

图表48: 2022/2023/2024 年公司归母净利润有望同比-106.1%/+535.3%/+6.1%

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
管理费用率	%	2.7	2.8	2.2	2.2	2.2	2.2
研发费用率	%	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用率	%	2.1	1.9	1.4	1.6	1.6	1.5
投资收益	百万元	2,207	3,183	1,578	2,579	3,081	3,109
	yoy	%	-20.5	44.2	-50.4	63.4	19.5
归母净利润	百万元	4,293	6,086	(855)	(1,763)	7,672	8,138
	yoy	%	6.4	41.8	-114.1	-106.1	535.3

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

目标价 5.72 元, 首次覆盖予以“买入”评级

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 -0.13/0.57/0.61 元, 选择同为区域火电公司的皖能电力、申能股份、上海电力为公司可比公司 (考虑所处地理位置接近), 参考可比公司 Wind 一致预期 2023E PE 均值 13x, 给予公司 10x 2023E PE, 折价考虑可比公司估值中已含对十四五新能源发展规划预期, 公司分布式光伏发展仍需进一步落地, 目标价 5.72 元, “买入”。

图表49: 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
		2023/3/31	2023/3/31	22E	23E	22E	23E	22E	23E		
皖能电力	000543 CH	4.93	11,176	24	12	0.9	0.81	4%	7%		
申能股份	600642 CH	5.86	28,769	16	10	0.9	0.86	6%	8%		
上海电力	600021 CH	9.93	27,970	0	16	0.0	1.36	0%	8%		
平均值				-	13	-	1.01	-	8%		
浙能电力	600023 CH	3.58	48,003	-27.3	6.3	0.8	0.7	-4%	11%		

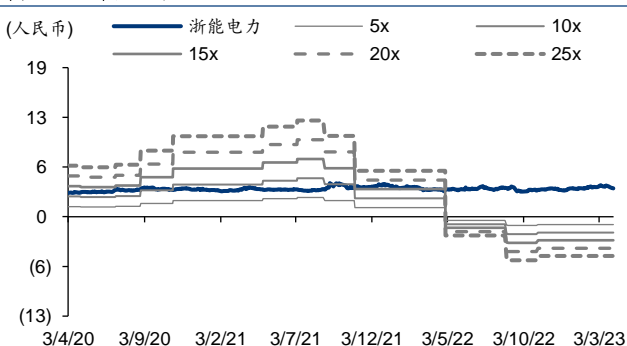
注: 可比公司预测来自 Wind 一致预期; 由于上海电力已公布年报, 无一致预期, 不计算 2022E 可比公司 PE/PB/ROE 均值

资料来源: Wind、华泰研究预测

风险提示

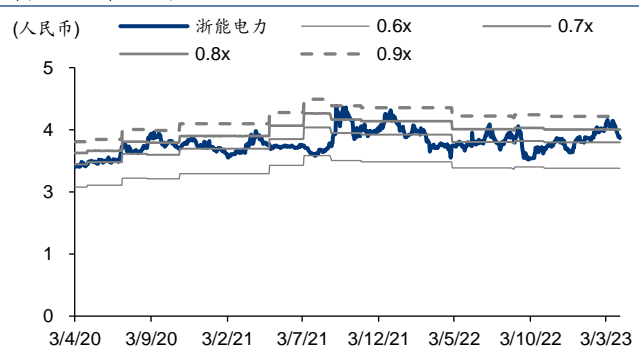
- 1) 煤价下行不及预期。**我们基于 2023 年北方港 5500 大卡 (含税) 市场煤价中枢将自 2022 年 1264 元/吨下降 24.8%至 950 元/吨的预期以及符合国家发改委价格区间长协煤执行率/进口煤比例提升对公司入炉标煤单价进行预测。但实际若地产基建恢复良好, 煤炭需求旺盛, 市场煤价下行或不及我们预期。且 2023 年符合国家发改委价格区间长协煤执行率仍存在不及预期的风险。
- 2) 上网电价不及预期。**2022 年迎峰度夏期间浙江省缺电严重, 曾在省间现货市场高价购电保供, 产生的亏损此前有方案讨论让下游火电企业分摊, 即煤电上网电价下降。但由于 2022 年煤电厂仍因高煤价亏损严重, 此方案最终没有执行, 且亏损直接传导至下游工商业客户。虽然我们认为 2023 年煤价即便同比下降也还是处于高水平, 电力市场化或进一步推进且容量电价机制或加速出台 (云南已出台), 且 2021 和 2022 年连续两年煤电企业大额亏损造成较大经营压力, 预计 2023-2024 年上网电价或仍处于高位, 但若考虑下游工商业用电成本增长对经济发展的影响等, 我们对上网电价的预测仍存在不及预期风险。

图表50: 浙能电力 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表51: 浙能电力 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	29,842	27,152	31,125	30,403	32,557
现金	18,567	10,864	13,159	13,941	15,928
应收账款	6,024	8,527	8,722	8,731	8,964
其他应收账款	105.72	304.65	327.87	330.31	357.72
预付账款	611.15	646.25	1,267	1,288	1,343
存货	2,734	4,329	5,153	3,597	3,392
其他流动资产	1,799	2,481	2,495	2,516	2,572
非流动资产	84,671	88,542	91,306	94,239	100,677
长期投资	24,914	27,015	31,144	36,101	41,062
固定投资	48,168	46,348	44,602	42,580	43,956
无形资产	2,127	2,385	2,334	2,270	2,231
其他非流动资产	9,462	12,793	13,226	13,288	13,429
资产总计	114,512	115,694	122,431	124,641	133,234
流动负债	16,698	23,097	26,634	25,439	27,238
短期借款	4,662	9,114	9,114	9,114	9,114
应付账款	5,860	7,438	8,246	7,468	7,276
其他流动负债	6,176	6,545	9,274	8,857	10,848
非流动负债	21,500	20,809	27,174	21,295	22,019
长期借款	18,663	18,136	24,501	18,622	19,346
其他非流动负债	2,838	2,673	2,673	2,673	2,673
负债合计	38,198	43,906	53,808	46,733	49,257
少数股东权益	8,466	7,856	6,453	8,066	9,833
股本	13,601	13,601	13,409	13,409	13,409
资本公积	24,309	24,363	24,363	24,363	24,363
留存公积	26,581	23,175	20,010	24,652	29,605
归属母公司股东权益	67,849	63,932	62,170	69,841	74,144
负债和股东权益	114,512	115,694	122,431	124,641	133,234

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	10,128	845.66	165.51	13,803	14,228
净利润	6,673	(2,001)	(3,165)	9,285	9,905
折旧摊销	5,697	5,788	5,913	6,125	6,296
财务费用	975.51	965.48	1,309	1,323	1,326
投资损失	(3,183)	(1,578)	(2,579)	(3,081)	(3,109)
营运资金变动	(140.81)	(1,285)	(1,212)	251.75	(90.44)
其他经营现金	106.06	(1,044)	(100.02)	(100.03)	(100.28)
投资活动现金	(1,233)	(5,864)	(6,003)	(5,882)	(9,531)
资本支出	(3,202)	(4,712)	(4,486)	(4,036)	(7,705)
长期投资	(352.24)	(3,841)	(4,129)	(4,957)	(4,961)
其他投资现金	2,322	2,689	2,612	3,110	3,135
筹资活动现金	(6,771)	(2,711)	8,133	(7,140)	(2,709)
短期借款	(1,060)	4,452	0.00	0.00	0.00
长期借款	(2,689)	(526.56)	6,365	(5,879)	724.36
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	193.17	53.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,215)	(6,690)	1,768	(1,262)	(3,434)
现金净增加额	2,117	(7,726)	2,296	781.28	1,987

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	51,684	71,073	84,248	84,375	88,202
营业成本	44,147	72,575	87,949	72,404	75,306
营业税金及附加	441.44	464.90	551.07	551.90	576.94
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,432	1,575	1,867	1,870	1,955
财务费用	975.51	965.48	1,309	1,323	1,326
资产减值损失	(5.82)	(17.75)	(160.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.01	(0.79)	(0.79)	(0.79)	(0.79)
投资净收益	3,183	1,578	2,579	3,081	3,109
营业利润	7,827	(2,921)	(5,056)	11,259	12,078
营业外收入	63.79	156.62	156.62	156.62	156.62
营业外支出	70.52	63.49	63.49	63.49	63.49
利润总额	7,821	(2,828)	(4,963)	11,352	12,171
所得税	1,147	(827.27)	(1,798)	2,068	2,266
净利润	6,673	(2,001)	(3,165)	9,285	9,905
少数股东损益	587.13	(1,145)	(1,403)	1,613	1,767
归属母公司净利润	6,086	(855.22)	(1,763)	7,672	8,138
EBITDA	14,476	3,921	2,008	18,550	19,442
EPS (人民币, 基本)	0.45	(0.06)	(0.13)	0.57	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(4.94)	37.51	18.54	0.15	4.54
营业利润	34.82	(137.32)	(73.11)	322.67	7.27
归属母公司净利润	41.76	(114.05)	(106.09)	535.26	6.08
获利能力 (%)					
毛利率	14.58	(2.11)	(4.39)	14.19	14.62
净利率	12.91	(2.81)	(3.76)	11.00	11.23
ROE	9.22	(1.30)	(2.80)	11.62	11.30
ROIC	14.47	(2.38)	(4.38)	19.20	20.29
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.36	37.95	43.95	37.49	36.97
净负债比率 (%)	12.45	27.52	39.20	26.06	24.73
流动比率	1.79	1.18	1.17	1.20	1.20
速动比率	1.54	0.91	0.88	0.95	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.62	0.71	0.68	0.68
应收账款周转率	8.67	9.77	9.77	9.67	9.97
应付账款周转率	8.64	10.92	11.22	9.22	10.22
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	(0.06)	(0.13)	0.57	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.06	0.01	1.03	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.06	4.77	4.64	5.21	5.53
估值比率					
PE (倍)	7.89	(56.13)	(27.23)	6.26	5.90
PB (倍)	0.71	0.75	0.77	0.69	0.65
EV EBITDA (倍)	4.56	19.21	40.38	4.10	4.03

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司