

浙能电力（600023.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年10月13日

基本信息	估值结果	四维评级
所属行业 公用事业及金融	价值 896.30亿	成长空间 ★★☆☆☆
当前股价 5.36	DDM估值 上行空间 25%	盈利趋势 ★★☆☆☆
总市值 718.71亿	状态 合理估值	产业格局 ★★☆☆☆
PE-TTM 13.02	价值 831.92亿	护城河 ★★☆☆☆
PB-MRQ 0.98	动态估值 上行空间 16%	
	状态 合理估值	

核心评级结论

公司为浙能集团下唯一火电上市公司，是浙江省电力龙头运营商，目前公司电源装机以火电为主，旗下火电机组占省内统调机组比例近一半，此外公司积极布局参股核电企业。

公司成长空间较低，在我国能源转型背景下，虽然公司现有的火电业务未来依旧存在新增装机产能，但成长空间有限。公司整体盈利趋势中等，主要系2025年煤价上涨公司业绩承压，但未来随着煤炭周期回落，公司火电业务存在改善预期。公司产业格局中等，主要系我国火电行业主要有央企主导，地方国企补充，公司在浙江省内具有绝对优势，但火电的上游主要系煤炭企业，火电企业对煤炭企业议价能力有限。公司护城河较深，主要系公司背靠浙江国资委，控股股东为公司提供获取融资或项目资源优势，同时公司积极参股核电业务，核电贡献公司近一半利润。

基于我们对于公司火电装机规模整体保持平稳，2026年公司盈利能力明显下滑，2027年开始随着煤价中枢下移，公司火电盈利逐步修复至2025年水平的合理假设下，公司当前处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

由于我国电力供给偏松，公司火电发电量和上网电价均存在下滑，且2026年上半年煤价持续高位，压制市场对于公司火电业绩预期；但我们认为短期的煤价波动会导致2026年业绩明显下滑，但从长期角度，我们认为公司盈利大概率回归周期中枢盈利水平，因此我们对公司估值相对保持理性乐观。

风险提示

若动力煤价格大幅上涨，火电业务盈利改善低于预期风险；若国家燃煤上网电价政策变化，导致公司上网电价下滑风险；公司参股核电企业盈利大幅下滑风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司是浙江省内规模最大的发电企业，主要从事煤电、气电、核电、热电联产、综合能源等业务，管理及控股发电企业主要集中在浙江省内。2023年，公司取得中来股份控制权，中来股份为深圳证券交易所创业板上市公司，主要开展光伏辅材、高效电池及组件、光伏应用业务。

公司具有丰富的电力行业管理经验，管理及控股装机容量约占浙江省统调火电装机容量的一半。除火电行业外，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、中核浙能、中国聚变公司、中广核苍南核电、中广核苍南第二核电、国核浙能等核电公司。

2. 业务介绍

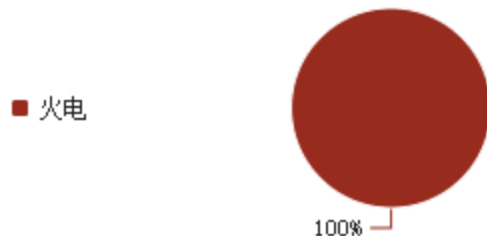
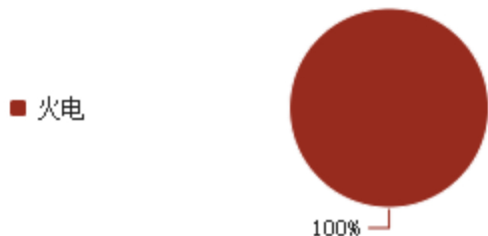
对于浙能电力公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

火电：

火电主要包括燃煤发电和燃气发电。2025年末公司管理机组总装机容量4103.66万千瓦，其中燃煤机组占总装机容量的85.12%，燃气机组占总装机容量的10.38%。电力是国民经济的基础性行业，发电企业业绩驱动的主要因素包括售电量（供热量）、电价（热价）及燃料价格等，受国家政策、经济运行形势、市场竞争和供求关系的影响较大。我们对该业务的市场界定为浙江省内火电业务。

图1：预测2026年收入占比

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型重资产行业，不管是火电还是参股的核电资产，商业模式均属于BO即建设运营模式，因此在前期的电站建设需要进行大额资本投入，通过后期运营产生现金流实现投资回报。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司具有明显的重资产特征，截至2025年末，公司固定资产为579.61亿元，主要为各类火电机组、燃气机组、发电厂房及配套电力生产设施，大额的资本开支集中于电站前期建设与设备购置。受行业属性约束，发电项目前期建设投入大、建设周期长，设备资产体量庞大，使得公司整体资产周转率处于较低水平。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司营销强度低。电力产品具备标准化特征，公司发电业务与下游电网深度绑定，生产的电力直接并网上网，中间流通环节极少，无需面向终端用户开展复杂的市场推广与渠道开拓，因此不需要投入大额营销开支。2025年公司销售费用率仅为0.18%，处于市场较低水平。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度高，2025年公司前五名客户销售额696.96亿元，占年度销售总额87.19%，处于市场较高水平，造成该现象的核心原因在于公司发电资产主要集中布局于浙江省内，电力产品按照调度要求直接输送至电网，下游核心采购方为国家电网有限公司。

4. 历史经营绩效

过去几年受煤价下跌利好影响，公司持续盈利能力提升，公司控制力和股东回报星级亦明显改善，但电价下跌拖累公司成长能力。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近几年公司整体盈利能力星级持续提升，主要系2023年以来动力煤价格中枢下移，公司燃料成本下降，公司业绩扭亏为盈，公司盈利能力处于市场较高水平，但2026年以来煤价上涨叠加电价下跌，盈利能力或有所下滑。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



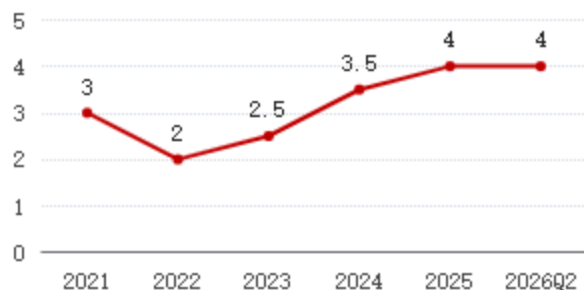
数据来源：公司财报，壹评级

2023年公司成长能力提升，主要系煤价下跌，公司火电业务盈利能力改善，利润存在明显提升，但2025年公司成长星级走低，主要系电价走低导致公司收入、利润小幅下滑，2026年上半年公司业绩大幅下滑，导致公司成长星级再次走低。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力有所提升。公司盈利质量表现较好，经营现金流净额与净利润比值持续大于100%，利润现金兑现能力较强。同时公司在产业链具备尚可的话语权，应收、应付管控得当，没有出现被上下游大额占款的情况，现金流较为健康，为资本开支、分红及债务偿还提供了坚实支撑。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年和2022年公司业绩亏损，因此公司连续两年未分红，但2023年开始公司业绩扭亏为盈，公司重新恢复分红政策，且分红率超过50%，股息率超5%（按照年末收盘价计算），对于股东具有较强吸引力，整体股东回报较好。

5. 四维评级

公司整体成长空间较低，盈利趋势星级中等，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司成长空间较低，在我国能源转型背景下，虽然公司现有的火电业务未来依旧存在新增装机产能，但成长空间有限。

火电(1.5星):

火电仍是我国电力供应体系的核心压舱石，在保障电力系统安全稳定运行、承担调峰兜底任务方面具备不可替代的作用。伴随国内能源转型持续推进，风电、光伏装机规模将持续快速扩张，新能源发电量占比稳步抬升，电力供给结构将发生深刻变化。结合行业发展趋势判断，2030年之后国内火电装机规模或将迎来小幅下行。整体来看，火电行业增量扩张的时代逐步落幕，未来行业整体增长空间有限，成长性偏弱，行业投资逻辑将由过去的规模扩张，逐步转向存量机组优化、灵活性改造、降本增效以及辅助服务收益提升等方向。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势中等，主要系2025年煤价上涨公司业绩承压，但未来随着煤炭周期回落，公司火电业务存在改善预期。

火电(3星):

2026 年动力煤价格中枢上行，燃料成本抬升对浙能电力形成明显成本压力，火电业务盈利受到挤压，公司业绩阶段性承压。但火电板块盈利具备较强的周期反转特征，后续若煤炭供需格局缓和、煤价周期回归回落，公司燃料端压力将得到释放。叠加容量电价机制落地、区域用电需求支撑，火电业务盈利存在明确修复空间。不过需要注意，煤价波动、电力交易电价变化仍会对利润形成扰动，盈利修复节奏仍取决于煤炭价格走势与电力市场交易环境的变化。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，主要系我国火电行业主要有央企主导，地方国企补充，公司在浙江省内具有绝对优势，但火电的上游主要系煤炭企业，火电企业对煤炭企业议价能力有限。

火电(2.5星):

公司整体产业格局处于中等水平。国内火电行业格局以央企为核心主导，地方国资作为重要补充，行业竞争格局相对固化。浙能电力依托区域资源禀赋，在浙江省内火电市场具备绝对竞争优势，区域装机、发电份额处于领先地位，但向外省扩张布局相对有限。从产业链角度看，火电上游供给集中于煤炭生产企业，煤炭资源集中度较高，火电企业整体对上游煤炭供应商议价能力偏弱，燃料成本易受煤价周期波动影响，一定程度上制约公司盈利稳定性。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深。依托浙能集团的国资背景，公司可获得融资与项目资源加持；参股核电带来可观收益，核电贡献近一半利润，夯实盈利与竞争优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
火电	(3.5星) 经壹评级调整后，公司火电业务净资产收益率约为10%，整体来说盈利水平处于市场中游偏上水平，存在一定的超额收益，公司在浙江省内市占率相对领先，且火电业务控制力较强，因此公司护城河宽度星级较高。	(3星) 公司火电业务护城河为股东背景优势和火电牌照优势，火电行业属于重资产行业，公司背靠浙能集团，实控人为浙江国资委，但考虑到火电行业未来存在下滑预期，因此公司火电业务护城河持续性中等。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对于公司火电装机规模整体保持平稳，2026年公司盈利能力明显下滑，2027年开始随着煤价中枢下移，公司火电盈利逐步修复至2025年水平的合理假设下，公司当前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为火电业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 量：我们假设未来4年公司在建燃煤机组全部投产，2029年公司燃煤装机规模为4000万千瓦，2030年后保持不变；燃机装机规模保持不变，光伏及其他装机规模每年新增25万千瓦；
- 2) 价：由于电力供给偏松，我们假设2026年公司火电上网电价存在下滑，为0.35元/千瓦时，考虑到2027年电力供需有所改善，电价小幅上涨至0.36元/千瓦时，2028年后维持不变；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：2026年动力煤价格较2025年中枢明显抬升，考虑到公司上网电价明显下滑，公司整体火电业务毛利率小幅下滑至15%，2027年修复至22%，2028年为25%，此后维持不变；
- 2) 费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2025年水平不变，公司财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2025年不变。

表2：公司整体业绩预测

浙能电力	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	959.8	880.0	795.5	759.5	799.0	820.9	860.6	864.9
归母净利润(亿)	65.1	77.5	75.3	36.7	56.4	74.8	76.9	77.2
归母净利润增速(%)	455.6	19.0	-2.9	-51.3	53.9	32.6	2.7	0.4
经营性净利润(亿)	35.4	47.4	39.0	-1.3	24.4	44.9	47.1	47.5
经营性净利润增速(%)	152.9	34.0	-17.6	-103.3	2018.9	83.9	5.1	0.7
经营性归母净利润(亿)	29.2	41.3	38.5	-1.3	22.0	40.4	42.4	42.7
经营性归母净利润增速(%)	186.1	41.6	-6.9	-103.3	1844.5	83.9	5.1	0.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

火电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	959.8	880.0	795.5	759.5	799.0	820.9	860.6	864.9
收入增速(%)	19.7	-8.3	-9.6	-4.5	5.2	2.7	4.8	0.5
经营性净利润(亿)	35.4	47.4	39.0	-1.3	24.4	44.9	47.1	47.5
经营性净利率(%)	3.7	5.4	4.9	-0.2	3.1	5.5	5.5	5.5
经营性净利润增速(%)	152.9	34.0	-17.6	-103.3	2018.9	83.9	5.1	0.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
火电	0.5%	中低	一般	较强	8.5%	8.75	47.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
火电(亿)	92.1	298.8	390.9	-	39.0	480.0	831.9
公司整体测算(亿)	92.1	298.8	390.9	-	39.0	480.0	831.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
火电(亿)	280.0	182.3	462.3	-	46.0	480.0	896.3
公司整体测算(亿)	280.0	182.3	462.3	-	46.0	480.0	896.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

浙能电力作为典型的火电企业，公司火电业务盈利存在周期波动，且公司燃料成本中现货煤占比较高，因此整体业绩预测难度较大，其次从可跟踪性来看，国家能源局每个月发布不同发电类型的经营数据情况，公司每季度也会发布发电量、上网电价等数据，综合判断公司估值确定性中等。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。