



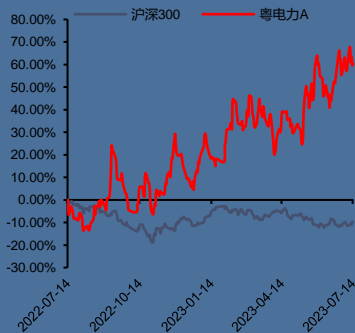
Research and
Development Center

粤电力 A：煤电“量价本”共振受益，火绿协同引领成长

——电力行业公司报告

2023 年 7 月 17 日

证券研究报告
公司研究
首次覆盖
粤电力 A (000539.SZ)
投资评级 增持

上次评级 增持


资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.49
52周内股价	4.02~8.24
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	2.60
总股本(亿股)	52.5
流通A股比例(%)	48.6
总市值(亿元)	351

资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用行业联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

粤电力 A：煤电“量价本”共振受益，火绿协同引领成长

2023年7月17日

本期内容提要：

- 广东最大省属发电企业，从“以火为主”到“火绿协同”。**公司为广东省国资委控股的最大省属发电企业。截至2023年Q1，公司拥有控股及受托管理装机容量合计约占广东省统调装机的23.38%，是广东省规模最大的电力上市公司。公司现有资产以火电机组为主，“十四五”以来火绿协同发展。截至2022年末，公司煤电机组2055万千瓦，占比达69.20%。目前公司主要在建的火电机组1345万千瓦，其中煤电机组800万千瓦，气电机组545万千瓦；新能源在建项目合计装机容量422.8万千瓦，已核准备案的新能源项目规模约1100万千瓦。**煤电收入占比高，电价与成本改善驱动公司实现扭亏。**公司煤电售电收入占比较高，风电售电收入占比增长较快。近两年燃料成本上升使得公司经营性净现金流有所下降，同时资产负债率上升至79%。2023Q1以来，公司火电板块盈利和现金流逐步修复，且融资渠道通畅，后续持续投资能力有所保障。
- 火电“量价本”三重因素共振，盈利改善可期。**根据我们研究，成本端：煤炭长协比例较低，进口占比较高，煤电成本端改善弹性较大。公司电煤长协占比较低，进口煤占比较高。展望年内，2023年上半年以来，国内外煤价大幅下行。在当前煤炭供给增量有限，迎峰度夏强力电煤保供背景下，我们预计下半年煤价将在当前价格区间内震荡企稳，全年均价有望较去年中枢下移，煤电板块成本端改善弹性较大。**收入端：广东作为电改前沿省份，23年电价上浮明显，后续收入仍有望增厚。**电力年度长协占比较高，年度长协可定价大部电量。2022年广东省年度长协电价仅上浮9.71%，电价疏导成本能力有限。2023年广东省年度长协电价较基准价上涨19.63%，几乎实现顶格20%上浮。我们认为，受益于电力长协电价提升，公司收入端有望大幅改善。**成长性：缺电背景下广东加码传统电源建设，火电有望迎来新周期和价值重估。**电力尖峰负荷持续高增长，云南开年干旱情况延续至今，广东外来电情况或将不及预期。南方电网区域已开始迎峰度夏，我们认为省内局部区域电力供需矛盾或将再度激化。在缺电背景下，公司“十四五”火电装机规划已有所调整，加码煤电气电项目。
- 绿电成长空间广阔，持续关注规划落地节奏。**广东海风资源禀赋较好，省补接力国补助力装机增长，2022年至2024年并网的海上风电项目可获得1500/1000/500元/kW的省级补贴。公司现有绿电资产以海上风电为主，我们认为省补退坡前有望加速推进。据我们估计，在2025年省补完全退坡前，公司风电装机有望实现较快增长。光伏装机从零开始，立足广东布局全国。公司光伏业务自“十四五”初起步发展，粤新青贵四省区广泛布局。硅料产能逐步释放导致组件价格加速下降，国内光伏装机有望实现加速放量。我们预计随着硅料产能释

放，后续组件价格有望继续下降，公司光伏装机有望实现快速发展。

- **盈利预测与投资评级：**成本端燃料价格弹性较大，港口海外煤价下行公司直接受益。公司年长协煤占比较低，海外进口煤占比近半。在当前全球能源价格趋势重新回归基本面的情况下，公司成本端有望直接受益。营收方面，省内高电力消费需求叠加电改持续推进，售电量价有望长期向好。广东经济较为发达，电力消费需求有望持续增长，且广东电改推进较快，电价疏导机制较为成熟完备。我们认为，公司售电量和电价均有望实现进一步增长，量价两端长期向好。未来火绿协同发展，绿电业务进一步打开成长空间。我们预测公司2023/2024/2025年归母净利润为37.83/46.09/52.17亿元，EPS为0.72/0.88/0.99元，对应7月14日收盘价的PE分别为10.40X、8.53X、7.54X，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**国内外煤价再度大幅上涨；公司新能源项目拓展建设节奏不及预期；广东电力市场化改革推进不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	44,458	52,661	61,453	69,511	78,135
增长率 YoY %	32.30%	18.45%	16.69%	13.11%	12.41%
归属母公司净利润(百万元)	-2,928	-3,004	3,783	4,609	5,217
增长率 YoY%	-242.57%	2.59%	-225.93%	21.85%	13.17%
毛利率%	-5.3%	-0.4%	22.0%	22.8%	23.0%
净资产收益率 ROE%	-12.5%	-14.8%	15.6%	15.9%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.56	-0.57	0.72	0.88	0.99
市盈率 P/E(倍)	—	—	10.40	8.53	7.54
市净率 P/B(倍)	1.68	1.94	1.62	1.35	1.14

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年7月14日收盘价

投资聚焦	6
广东最大省属发电企业，23Q1 业绩扭亏为盈	7
1、广东最大省属发电上市公司，从“以火为主”到“火绿协同”	7
2、煤电收入占比高，电价与成本改善驱动公司实现扭亏	11
火电“量价本”三因素共振，盈利改善可期	13
1、煤炭长协比例较低，进口占比较高，煤电成本端改善弹性较大	13
2、广东作为电改前沿省份，23 年电价上浮明显，后续收入仍有望增厚	16
3、缺电背景下广东加码传统电源建设，火电有望迎来新周期和价值重估	18
绿电成长空间广阔，持续关注规划落地节奏	20
1、既有绿电资产以广东海风为主，省补退坡前规模有望快速增长	20
2、光伏装机从零开始，立足广东布局全国	22
3、低渗透率叠加高电力消费增速，广东新能源发展仍在途中	23
盈利预测与投资评级	24
风险因素	25

表目录

表 1: 公司发展历程	7
表 2: 广东主要省级非核电力上市公司装机情况（万千瓦，截至 2022 年末）	8
表 3: 公司已投产控股火电发电项目（截止 2022 年底）	9
表 4: 公司主要在建火电发电项目（截止 2022 年底）	9
表 5: 公司已投产控股的新能源发电项目（截止 2022 年底）	10
表 6: 公司主要在建新能源发电项目（截止 2022 年底）	11
表 7: 国内现货煤价及海外进口煤价对于公司归母净利润的敏感性测算	15
表 8: 广东 2022-2023 年度交易协定情况	16
表 9: 2021-2023 电力供需形势	19
表 10: 公司当前在建主要风电机组项目情况	21
表 11: 国家及广东海上风电相关政策情况	21
表 12: 公司当前在建主要光伏机组项目情况	22
表 13: 近期（2023 年 7 月初）光伏项目组件招标情况	23
表 14: 公司盈利预测核心假设	24
表 15: 公司各部分业务盈利预测	25
表 16: 可比公司 PE 估值情况	25

图目录

图 1: 公司股权结构（截至 2023 年一季度）	7
图 2: 公司装机结构（截至 2022 年末）	8
图 3: 近五年公司装机结构变化情况（左轴：万千瓦；右轴：%）	8
图 4: 公司发电量结构（截至 2022 年末）	9
图 5: 近五年公司电量结构变化情况（左轴：万千瓦；右轴：%）	9
图 6: 公司售电业务收入拆分（2022 年，亿元，%）	11
图 7: 公司营业收入情况（亿元）	12
图 8: 2023 年 Q1 公司实现扭亏为盈（亿元）	12
图 9: 公司 ROE 情况	12
图 10: 2023 年 Q1 公司毛利率、净利率回正	12
图 11: 公司负债率情况（%）	13
图 12: 公司现金流情况（亿元）	13
图 13: 2020 年至今广州港动力煤价格（5500K，元/吨）	14
图 14: 2020 年至今广州港印尼进口煤价格（5500K，元/吨）	14
图 15: 2020 年至今现货煤价及长协-现货价差情况（元/吨）	14
图 16: 2020 年至今国际煤价指数变动情况（5500K，美元/吨）	14
图 17: 部分电力运营商上市公司近年单位燃料成本情况（元/kWh）	14
图 18: 全国煤炭月产量变化情况（左轴为产量，右轴为增速）	15
图 19: 2021-2023 年累计进口煤情况（万吨）	15
图 20: 2022 年广东电力市场化交易电量占比情况	16
图 21: 广东月度代理购电电价情况（元/MWh）	17
图 22: 广东电力市场月度交易价格情况（元/MWh）	17
图 23: 公司历年平均上网电价情况（元/MWh）	17

图 24: 全国气温实况图 (2023 年 5 月 31 日)	19
图 25: 云南送广东电量情况.....	19
图 26: 顶峰容量及全国尖峰负荷情况 (万千瓦)	19
图 27: 公司清洁能源装机组成.....	21
图 28: “十四五”期间公司风电装机预计情况	21
图 29: 国内组件价格情况 (元/瓦)	23
图 30: 国内组件产量情况	23
图 31: 2015-2022 年广东省用电量增长情况.....	24
图 32: 2015-2022 年广东省新能源装机及电量占比情况.....	24

投资聚焦

- 1) 公司为广东省国资委控股的最大省属发电企业，公司现有资产以火电机组为主，“十四五”以来火绿协同发展。截至 2023 年 Q1，公司拥有控股及受托管理装机容量合计约占广东省统调装机的 23.38%，是广东省规模最大的电力上市公司。截至 2022 年末，公司煤电机组 2055 万千瓦，占比达 69.20%。新能源在建项目合计装机容量 422.8 万千瓦，已核准备案的新能源项目规模约 1100 万千瓦。
- 2) 火电板块“量价本”三重因素共振，盈利改善可期。成本方面，公司年长协煤占比较低，海外进口煤占比近半。在当前全球能源价格中枢大幅下移的情况下，火电板块成本端燃料价格弹性较大，有望直接受益。电量及电价方面，广东经济较为发达，电力消费需求有望持续上行，且广东电改推进较快，电价疏导机制较为成熟完备。公司售电量和电价均有望实现进一步增长，量价两端长期向好。
- 3) 未来火绿协同发展，绿电业务进一步打开成长空间。根据公司规划，“十四五”新能源装机增长空间有望达到 1400 万千瓦。广东海风资源禀赋较好，省补接力国补助力装机增长，我们认为公司海风装机在省补退坡前有望加速推进。公司光伏板块自“十四五”初起步发展，粤新青贵四省区广泛布局。硅料产能逐步释放导致组件价格加速下降，国内光伏装机有望实现加速放量。随着硅料产能释放，后续组件价格有望继续下降，公司光伏装机有望实现快速发展。

广东最大省属发电企业，23Q1 业绩扭亏为盈

1、广东最大省属发电上市公司，从“以火为主”到“火绿协同”

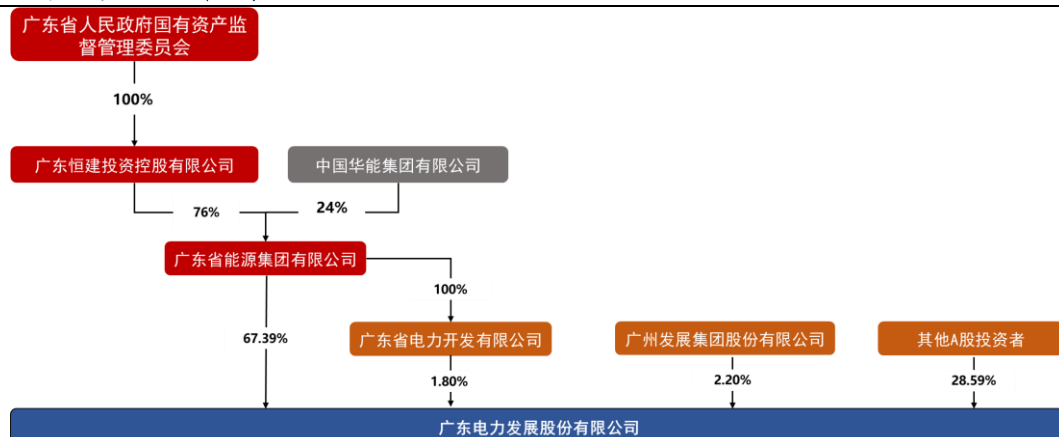
广东省国资委控股的最大省属发电企业。粤电力成立于 1992 年，分别于 1993 年和 1995 年在深交所挂牌上市 A 股和 B 股（代码 000539.SZ）。公司控股股东为广东省能源集团，控股比例 67.39%（截至 2023 年 Q1），是广东省能源集团发电资产整合后旗下唯一上市平台。公司的实控人为广东省国资委，上市以来未发生控股股东或实控人变更，股权结构较为稳定。近年来，公司确立“1+2+3+X”战略（即“建设国内一流、具有国际竞争力的绿色低碳电力能源上市公司，统筹安全与发展，做优做强煤电、气电、生物质发电业务，大力发展新能源、储能、氢能、碳捕捉利用、土地园区开发等。”），通过自建和收购的方式，拟在十四五期间加大新能源项目发展力度，逐步向绿色低碳电力企业转型。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1992	• 公司创立
1993	• 粤电力 A 股挂牌上市
1995	• 粤电力 B 股挂牌上市
2000	• 受让广东省韶关粤江发电有限责任公司 65% 的权益，全资收购沙角 A 电厂（二期）
2001	• 增发普通 A 股 8400 万
2006	• 完成股权分置改革
2008	• 发行 20 亿元公司债券
2010	• 向控股股东粤电集团非公开发行 1.38 亿股 A 股，募集资金 8.2 亿元投资云南威信煤电一体化项目、徐闻勇士风电项目
2012	• 发行 12 亿元公司债券，完成重大资产重组，重组目标资产为控股股东广东省粤电集团有限公司所直接持有的 7 个目标公司的股权
2014	• 公司全资控股临沧云投水电开发有限公司（2.68 万千瓦），实现控股水电项目零的突破
2015	• 公司投资建设粤电阳江海上风力发电一期项目（30 万千瓦），实现海上风电项目零突破。
2017	• 公司属下全部燃煤机组完成超低排放改造工作
2020	• 湛江外罗一期海上风电机组（19.8 万千瓦）全部正式投产
2022	• 公司清洁能源发电控股装机容量（水电、风电、光伏、生物质发电）达 914.62 万千瓦，占比升至 30.79%

资料来源：公司官网，公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 1：公司股权结构（截至 2023 年一季度）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

广东省属装机规模最大的电力上市公司，机组质地优良。近年来，公司控股装机容量不断提升。截至 2023 年 Q1，公司拥有控股装机容量达到 2969.82 万千瓦，包括煤电装机容量 2055 万千瓦，气电装机 639.2 万千瓦，水电装机 13.28 万千瓦，风电装机 234.5 万千瓦，光伏装机 17.84 万千瓦。此外，公司还托管广东能源集团 885.4 万千瓦的电力资产，控股及托管电力装机规模合计约占广东省统调装机的 23.38%。对比其他广东省级非核电力上市公司（深圳能源、广州发展和宝新能源），公司在广东省属上市公司中规模最大。从机组质量来看，公司 60 万千瓦及以上的火电机组占比约 59.68%，热电联产机组占火电装机约 34.8%。我们认为，综合来看，公司的煤电机组优质且运营效率较有保障。

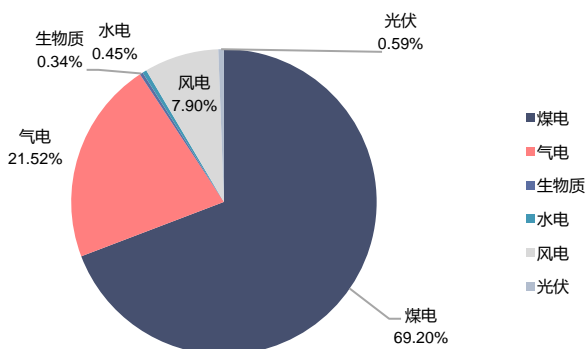
表 2: 广东主要省级非核电力上市公司装机情况 (万千瓦, 截至 2022 年末)

公司	总控股装机	煤电	气电	水电	风电	光伏	火电占比
粤电力 A	2969.62	2055	639.20	13.28	234.50	17.64	90.73%
深圳能源	1746.17	663.40	424	101.15	319.95	135.62	62.27%
广州发展	640.59	314	89	-	115.07	122.07	62.91%
宝新能源	351.80	347	0	-	4.80	-	98.64%
广东省合计	17166	10650 (火电装机容量)		1906	1357	1590	62.04%

资料来源: 各公司年报, Wind, 信达证券研发中心 (注: 部分公司总控股装机中含生物质等装机)

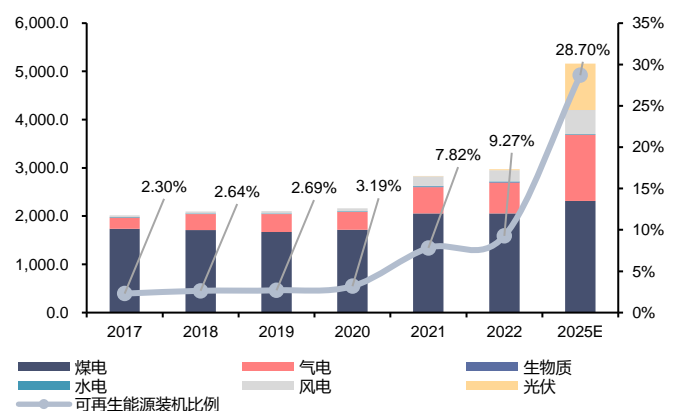
既有资产以煤电为主，“十四五”以来火绿协同发展。公司主要从事燃煤发电、LNG 发电、风力发电和水力发电等电力项目的投资、建设和经营管理，以及电力的生产和销售业务。从装机情况来看，公司装机以煤电机组为主。截至 2023 年 Q1，煤电机组容量占比达 69.20%。“十四五”以来公司开始加码投资海上风电项目，2020-2022 年公司风电新增装机容量分别为 18 万千瓦、136 万千瓦和 37 万千瓦；光伏装机 2022 年新增投产 17.64 万千瓦。未来发展方面，公司火电与绿电板块规划齐头并进，协同发展。传统电源规划部分，公司“十四五”期间计划新增 600 万千瓦煤电，1000 万千瓦气电。新能源电源规划方面，公司拟建设新能源装机 1400 万千瓦，其中新增陆上风电项目装机规模约 160 万千瓦，新增海上风电项目装机规模约 280 万千瓦，新增光伏发电项目装机规模约 960 万千瓦。若目标顺利实现，则公司新能源装机 2023 年-2025 年年均增速高达 77.11%，绿电板块在 23-25 年有望加速发展。

图 2: 公司装机结构 (截至 2022 年末)

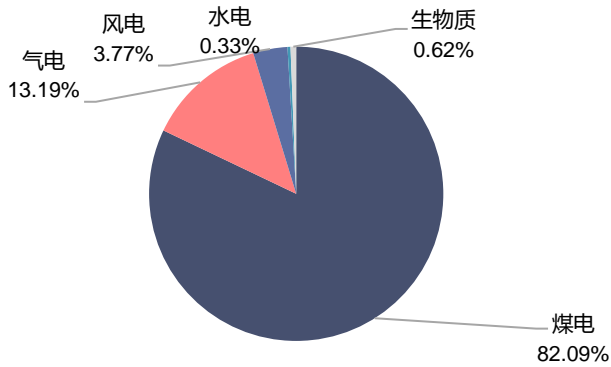


资料来源: 公司跟踪评级报告, Wind, 信达证券研发中心

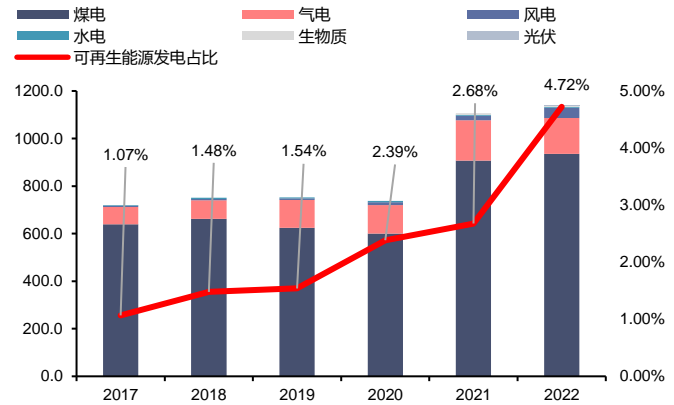
图 3: 近五年公司装机结构变化情况 (左轴: 万千瓦; 右轴: %)



资料来源: 公司跟踪评级报告, Wind, 信达证券研发中心

图 4：公司发电量结构（截至 2022 年末）


资料来源：公司跟踪评级报告，Wind，信达证券研发中心

图 5：近五年公司电量结构变化情况（左轴：万千瓦；右轴：%）


资料来源：公司跟踪评级报告，Wind，信达证券研发中心

公司火电资产全省范围分布，在建火电机组规模可观。截至 2022 年末，公司控股火电装机 2694.2 万千瓦，其中煤电机组 2055 万千瓦，气电机组 639.2 万千瓦。公司作为广东省规模最大的电力上市公司，其火电资产分布在全省 12 个地级市。2022 年，广东省 GDP 同比增长 1.9% 至 12.9 万亿元；全社会用电量为 7870.34 亿千瓦时，与 2021 年基本持平。2023 年疫情政策优化以来，一季度广东 GDP 同比增长 4.0%，全社会用电量同比增长 2.97%，增速均较为可观。我们认为，整体来看，公司火电机组有望为广东省内经济增长和电力消费需求满足提供强有力的支撑。在建机组方面，公司目前主要在建的火电机组 1345 万千瓦，其中煤电机组 800 万千瓦，预计 2024~2025 年期间投产运行；气电机组 545 万千瓦，预计 2023 年投产约 500 万千瓦，预计“十四五”期间新增 1000 万千瓦。目前在建火电机组规模较大，待其建成投产后，我们预计公司运营能力有望实现进一步提升。

表 3：公司已投产控股火电发电项目（截止 2022 年底）

项目类型	项目名称	装机容量 (万千瓦)	股权比例	权益装机容量 (万千瓦)	所在城市
煤电	沙角 A 电厂	66	100%	66.0	东莞
煤电	湛江电厂	132	76%	100.3	湛江
煤电	惠来电厂	320	65%	208.0	揭阳
煤电	韶关发电厂	186	90%	167.4	韶关
煤电	茂名臻能	113	47%	53.1	茂名
煤电	湛江中粤公司	126	90%	113.4	湛江
煤电	平海电厂	200	45%	90.0	惠州
煤电	汕尾电厂	252	65%	163.8	汕尾
煤电	大埔电厂	132	100%	132.0	梅州
煤电	博贺电厂	200	67%	134.0	茂名
煤电	沙角 C 电厂	198	51%	101.0	东莞
煤电	云河公司	60	90%	54.0	云浮
煤电	图木舒克热电	70	80%	56.0	图木舒克
合计		2055		1439.01	
气电	广前 LNG 电厂	117	100%	117.0	深圳
气电	惠州 LNG 电厂	255	67%	170.8	惠州
气电	新会发电公司	90.6	46%	41.6	江门
气电	粤华发电公司	84.6	51%	43.1	广州
气电	花都热电	92	65%	59.8	广州
合计		639.2		432.3	

资料来源：广东电力发展有限公司，信达证券研发中心

表 4：公司主要在建火电发电项目（截止 2022 年底）

项目类型	项目名称	装机容量 (万千瓦)	计划投运时间	地点
------	------	------------	--------	----

煤电	大浦电厂二期	200	2025.03	梅州
煤电	博贺电厂3、4号机组	200	/	茂名
煤电	惠来电厂5、6号机组	200	/	揭阳
煤电	汕尾电厂5、6号机组	200	/	汕尾
合计		800		
气电	沙角宁洲气电项目	248	2023.12	东莞
气电	惠州美孚天然气热电项目	133	2023.12	惠州
气电	鼎湖永安热电项目	97	2023.12	肇庆
气电	黄埔气代煤项目	67	2023.06	广州
合计		545		

资料来源：公司跟踪评级报告，公司投资者关系活动记录，北极星火力发电网，广州公共资源交易中心，Wind，信达证券研发中心

公司新能源项目储备充足，计划“十四五”新增1400万千瓦新能源装机。根据公司《“十四五”发展规划纲要》，“十四五”期间，公司力争新增新能源装机1400万千瓦。截至2022年末，公司控股风电、光伏等新能源装机252.14万千瓦，其中海上风电120万千瓦、陆上风电114.5万千瓦、光伏发电17.64万千瓦。在建阳江青洲一、二海上风电项目、新疆瀚海光伏项目等合计装机容量422.8万千瓦；公司已核准备案的新能源项目规模约1100万千瓦。新能源在建项目省外占比约2/3，在广东、新疆、青海、内蒙古、甘肃、山东、山西多地均有布局。

表5：公司已投产控股的新能源发电项目（截止2022年底）

项目类型	项目名称	装机容量(万千瓦)	股权比例	权益装机	地点
风电	湛江徐闻洋前项目	4.95	70%	3.47	广东湛江
风电	湛江徐闻勇士项目	4.95	70%	3.47	广东湛江
风电	揭阳惠来石碑山项目	10	70%	7.00	广东揭阳
风电	揭阳惠来海湾石项目	1.4	90%	1.26	广东揭阳
风电	茂名电白热水项目	4.95	100%	4.95	广东茂名
风电	湛江雷州红心楼项目	4.95	94%	4.65	广东湛江
风电	湛江徐闻石板岭项目	4.95	100%	4.95	广东湛江
风电	湛江徐闻曲界项目	4.95	100%	4.95	广东湛江
风电	外罗一海上风电项目	19.8	100%	19.80	广东湛江
风电	徐闻五兔山项目	4.95	51%	2.52	广东湛江
风电	徐闻灯角楼项目	4.95	51%	2.52	广东湛江
风电	平远茅坪项目	4.8	100%	4.80	广东梅州
风电	珠海金湾海上风电项目	30	74%	22.35	广东珠海
风电	湛江徐闻外罗二海上风电项目	20	100%	20.00	广东湛江
风电	湛江徐闻新寮海上风电项目	20.35	100%	20.35	广东湛江
风电	阳江沙扒海上风电项目	30	91%	27.42	广东阳江
风电	广西武宣项目	5	100%	5.00	广西来宾
风电	湖南溆浦太阳山项目	5	100%	5.00	湖南怀化
风电	湖南通道大高山项目	5	100%	5.00	湖南怀化
风电	汕尾电厂分散式风电项目	1.08	65%	0.70	广东汕尾
风电	南雄朱安村项目	4.99	100%	4.99	广东韶关
风电	湘潭县昌山项目	4.4	100%	4.40	湖南湘潭
风电	平远泗水项目	4	100%	4.00	广东梅州
风电	河南西华分散式风电项目	1.53	100%	1.53	河南周口
风电	河南武陟分散式风电项目	2.5	100%	2.50	河南焦作
风电	河北子牙河项目	10	80%	8.00	河北
风电	湛江雷高、调风项目	15.03	51%	7.67	广东湛江
风电	合计	234.5	-	203.3	-
光伏	宝嘉分布式光伏发电项目	0.12	90%	0.11	广东云浮
光伏	大埔电厂厂内光伏项目	0.2	100%	0.20	广东梅州
光伏	九州新能源项目	1.73	100%	1.73	广东肇庆
光伏	新会电厂分布式光伏项目	1.06	46%	0.49	广东江门
光伏	粤华公司分布式光伏项目	0.06	51%	0.03	/

光伏	山东高唐分布式光伏项目	4.05	100%	4.05	山东聊城
光伏	金秀县屋顶光伏项目	0.14	90%	0.13	广西来宾
光伏	红海湾电厂光伏项目	1	65%	0.65	广东汕尾
光伏	乌石镇屋顶光伏项目	0.014	100%	0.01	广东韶关
光伏	三合镇西华农光互补项目	0.46	100%	0.46	广东江门
光伏	海宴镇沙栏农光互补项目	1	100%	1.00	广东江门
光伏	山西洪洞项目	4.8	100%	4.80	山西临汾
光伏	梅州五华黄泥寨项目	3	100%	3.00	广东梅州
光伏	合计	17.6	-	16.7	-

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

表 6：公司主要在建新能源发电项目（截止 2022 年底）

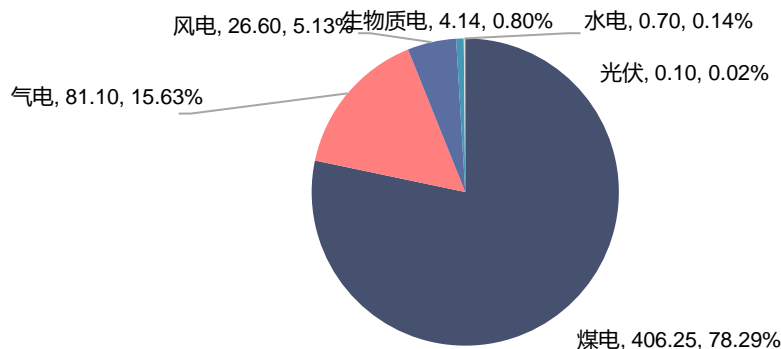
项目类型	项目名称	装机容量（万千瓦）	股权比例	权益装机	地点
海上风电	阳江青洲一	40	100%	40	广东阳江
海上风电	阳江青洲二	60	100%	60	广东阳江
风电	合计	100	-	100	-
光伏	湛江坡头	12	90%	10	广东湛江
光伏	湛江坡头乾塘	10	100%	10	广东湛江
光伏	新疆瀚海光伏项目	40	100%	40	新疆图木舒克
光伏	沐津西坡光伏项目	10	100%	10	甘肃金昌
光伏	沐洪西坡光伏项目	10	100%	10	甘肃金昌
光伏	金秀屋顶光伏项目（一期）	0.339	100%	0.34	广西来宾
光伏	梅州五华县黄泥寨项目	7	100%	7	广东梅州
光伏	山西洪洞项目	10	100%	10	山西临汾
光伏	合计	99.3	-	97.34	-

资料来源：公司跟踪评级报告，北极星火力发电网，Wind，信达证券研发中心

2、煤电收入占比高，电价与成本改善驱动公司实现扭亏

公司收入以售电业务为主，煤电售电收入占比较大，风电售电收入占比增长较快。2022 年公司总收入 526.61 亿元，同比增长 18.45%，其中售电业务收入 518.9 亿元，为主要营收来源。其中，煤电营收 406.3 亿元，占比 78.29%，同比增长 15.1%；气电营收 81.1 亿元，占比 15.63%，同比增长 27.3%；风电营收 26.6 亿元，占比 5.13%，同比增长 146.8%。2022 年，山东高唐分布式光伏项目、山西洪洞项目等光伏项目投产，光伏发电实现首次创收 0.1 亿元。

图 6：公司售电业务收入拆分（2022 年，亿元，%）

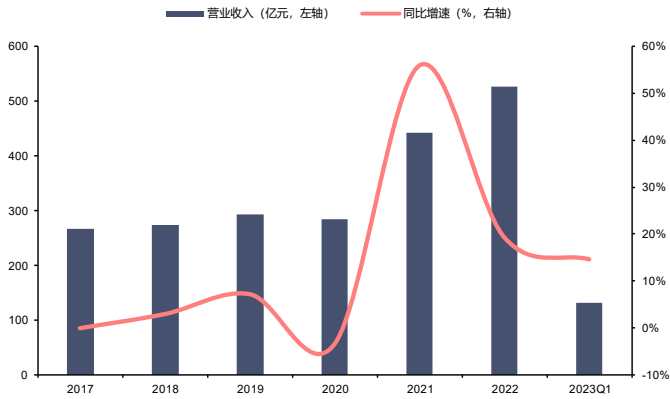


资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

售电规模及电价增长支撑公司营收上行，电价煤价此消彼长带动公司 2023 年 Q1 扭亏为盈。收入端，受益于煤电及新能源装机容量大幅增加，公司过去两年营收保持高速增长，

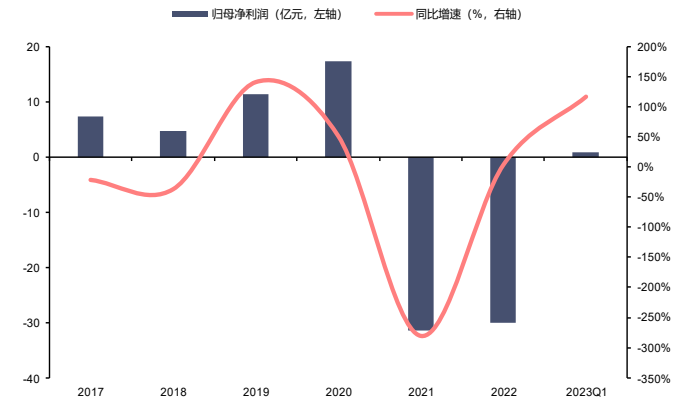
营收由 2020 年的 283.3 亿元提升至 2022 年的 526.6 亿元，增幅达 85.9%。但由于公司售电营收部分以煤电售电为主，燃料动力煤价格高位运行叠加电价传导不顺，公司业绩承压，2021、2022 年归母净利润分别亏损 31、30 亿元。2023 年一季度，受益于电价顶格上浮和现货煤价震荡下行，公司煤电板块业绩压力减缓，实现归母净利润 0.88 亿元（上年同期亏损 4.5 亿元），毛利率回正至 7.6%。

图 7：公司营业收入情况（亿元）



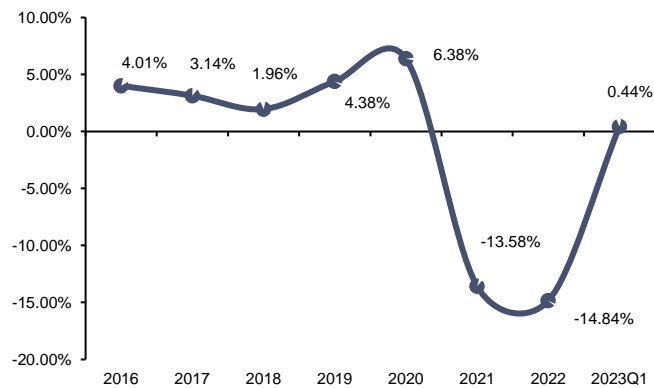
资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：2023Q1 为单季度同比值）

图 8：2023 年 Q1 公司实现扭亏为盈（亿元）



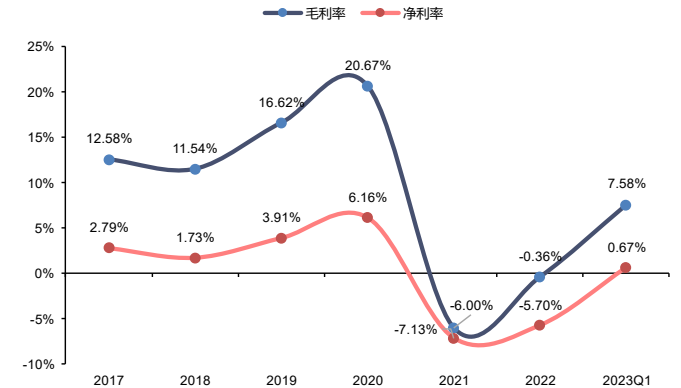
资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：2023Q1 为单季度同比值）

图 9：公司 ROE 情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：2023Q1 为单季度同比值）

图 10：2023 年 Q1 公司毛利率、净利率回正



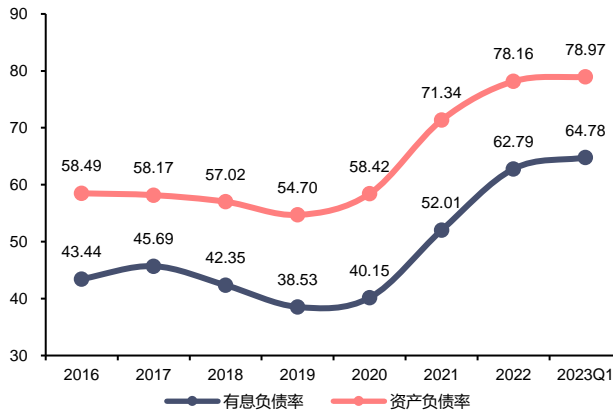
资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：2023Q1 为单季度同比值）

近两年燃料成本上升使得公司经营净现金流有所下降，同时债务规模不断扩大，资产负债率已达 79%。2021 年以来，燃料成本上升使得公司经营活动现金流大幅减少（截至 2023 年一季度为 2.99 亿元），同时投资活动现金流因装机的高增速而保持高位，公司需要对外筹资来支持新项目的投资，导致债务规模的攀升。截至 2023 年 Q1，公司总负债达 1085 亿元，其中短期借款、长期借款分别为 189.3、472.3 亿元，占总负债的 17.4%、43.5%，总资产负债率为 78.97%。

火电板块盈利和现金流逐步修复，公司融资渠道通畅。2022 年以来，燃料成本高企叠加下游电价疏导不畅，导致公司现金流受损严重，盈利能力水平偏弱。但 2023 年一季度随着电价上涨、现货煤价逐步走低，公司经营情况持续好转，盈利及获现水平同比改善。2022 年末，公司未受限的账面货币资金余额为 114.7 亿元，资金储备能力较强；未使用综合授信额度 516 亿元，备用流动性充足。公司为省属重要能源企业，且为 A+B 股上市公司，股权

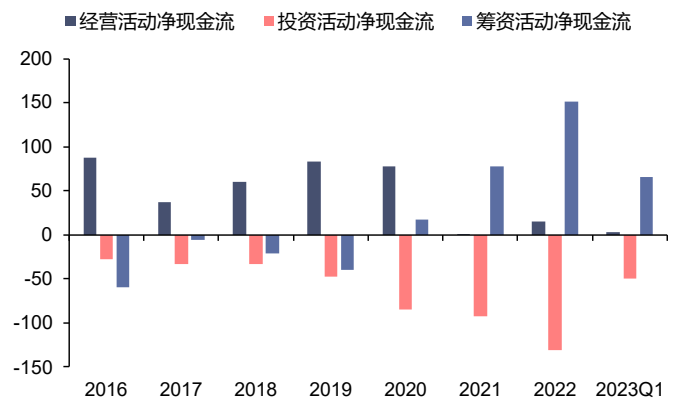
融资及债务融资渠道顺畅。此外，公司积极研究设立新能源产业基金，引进战略投资者及发行公募 REITs 等融资方案，为企业后续重点项目建设及新能源产业快速发展提供有力保障。

图 11: 公司负债率情况 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 公司现金流情况 (亿元)



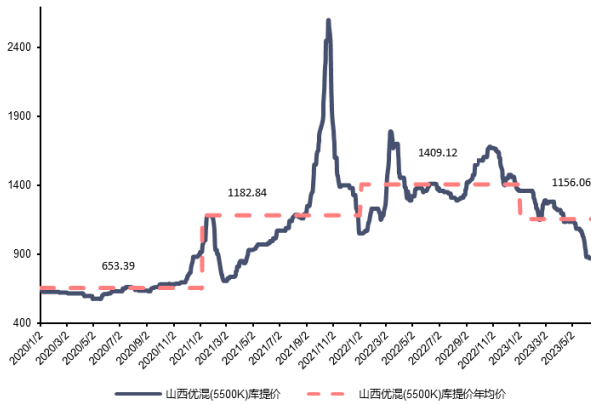
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

火电“量价本”三因素共振，盈利改善可期

1、煤炭长协比例较低，进口占比较高，煤电成本端改善弹性较大

公司电煤来源多样，保供长协煤占比较低，海外煤占比较高。公司目前无控股煤矿资源，电力生产所需燃料均需外购。尽管自 2022 年 5 月以来，国家发改委加大电煤长协保供力度，提出“严格落实三个 100%（即电煤保供签约率 100%，履约率 100%，执行合理的价格区间 100%）”的要求，电煤长协签约率、履约率均有所上行，但公司实际使用的年长协煤煤炭占比较低，进口煤和市场煤采购占比较高。煤炭主要通过合营公司广东省电力工业燃料有限公司进行统一采购，与多家大型煤炭供应商建立了稳定的战略合作关系。煤炭贸易商、港口现货煤与海外进口煤是公司主要的煤炭供应来源。

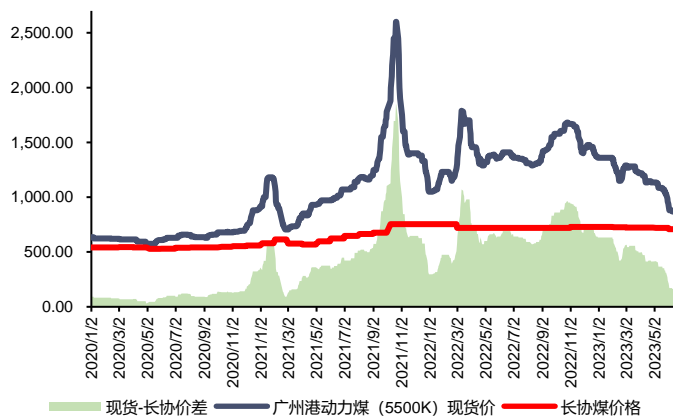
公司业绩对燃料成本敏感，煤价高位时业绩承压，煤价下行时成本改善时盈利弹性较大。2022 年，国内外动力煤价格大幅上涨并保持高位运行。广州港山西优混含税库提价年内均价达到 1409.12 元/吨，进口印尼煤年内均价达到 1297.42 元/吨。煤价上涨提高了公司发电成本，2022 年公司入炉标煤单价为 1335.77 元/吨（不含税），较 2021 年增长 13%。公司业绩承压，实现归母净利润-31 亿元。2023 年初以来，国内煤炭进口量同比大幅增长，且进口煤到岸价同比大幅下降（1-5 月进口 1.80 亿吨，同比增长 89.6%，到岸价降至 919.9 元/吨（印尼煤 5500K，截止至 6 月 30 日），同比下降 15.75%）。国内动力煤现货价同步逐步走低，至 2023 年 6 月下跌至 895 元/吨（广州港山西优混 5500K，截止至 6 月 30 日）左右。国际煤价亦出现逐步回落，至 2023 年 6 月 28 日，纽卡斯尔 5500 大卡动力煤 FOB 现货价格降至约 87.75 美元/吨左右。煤电板块成本端压力大幅减缓，2023 年 Q1 公司实现归母净利润 0.88 亿元，实现扭亏为盈。

图 13: 2020 年至今广州港动力煤价格 (5500K, 元/吨)


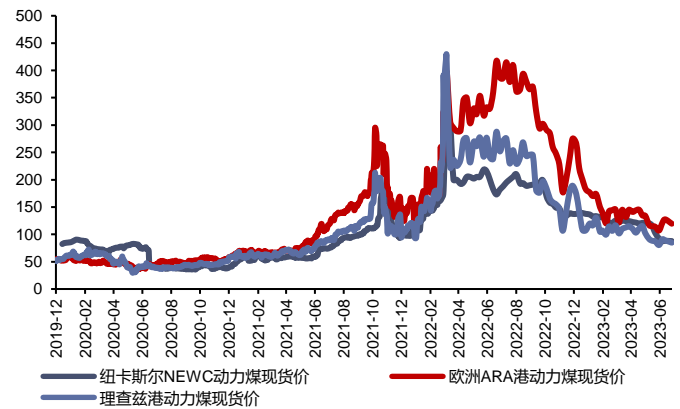
资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 14: 2020 年至今广州港印尼进口煤价格 (5500K, 元/吨)

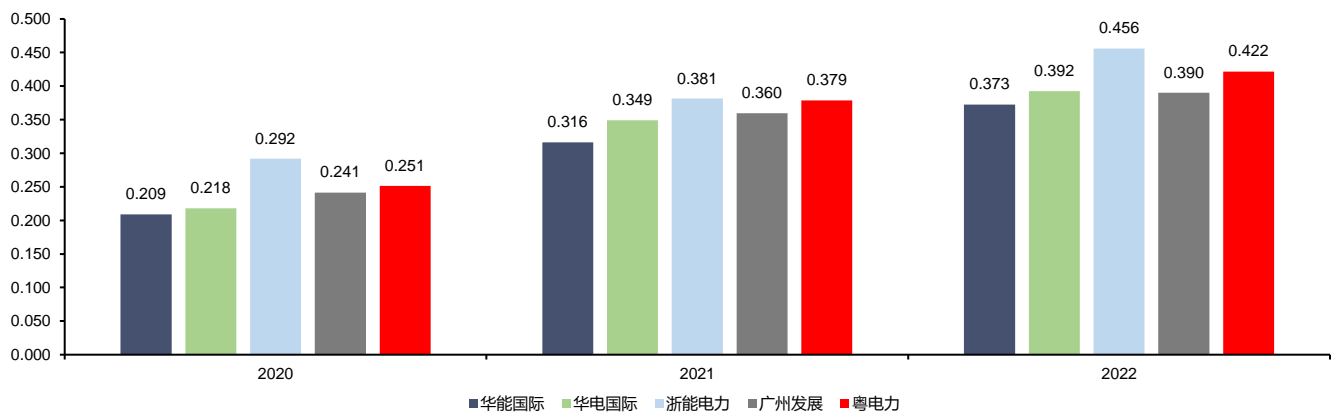

资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 15: 2020 年至今现货煤价及长协-现货价差情况 (元/吨)


资料来源: 煤炭资源网, Wind, 信达证券研发中心

图 16: 2020 年至今国际煤价指数变动情况 (5500K, 美元/吨)


资料来源: CCTD, 信达证券研发中心

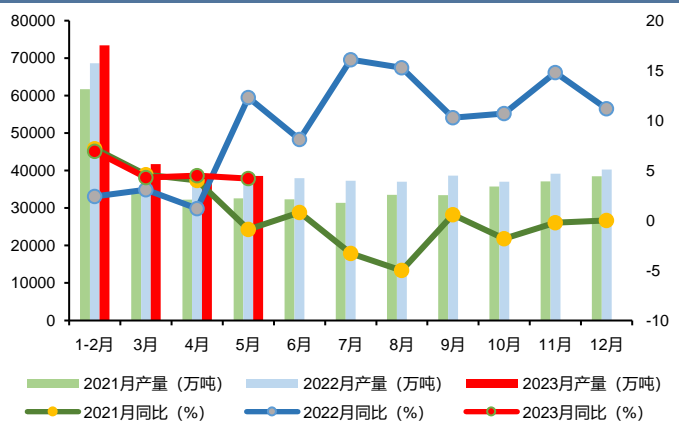
图 17: 部分电力运营商上市公司近年单位燃料成本情况 (元/kWh)


资料来源: 各公司公告, 东方财富网, 中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心, 浙能电力官网, Wind, 信达证券研发中心

展望年内, 由于国内外煤价较去年中枢有所下移, 煤电成本端改善弹性较大。2022 年 11 月, 国家发改委就做好 2023 年电煤中长期合同的签约工作提出了“963”新规, 将电煤签约量从 26 亿增至 29 亿吨, 电煤保供政策进一步加码。截至 2023 年 3 月 1 日, 2023 年电煤中长期合同签订总量超过 25 亿吨, 已基本实现签约全覆盖。随着长协履约监管继续加强, 电煤长协的实际覆盖比例有望进一步提升。国内产量方面, 2023 年 1-5 月, 全国煤炭累计

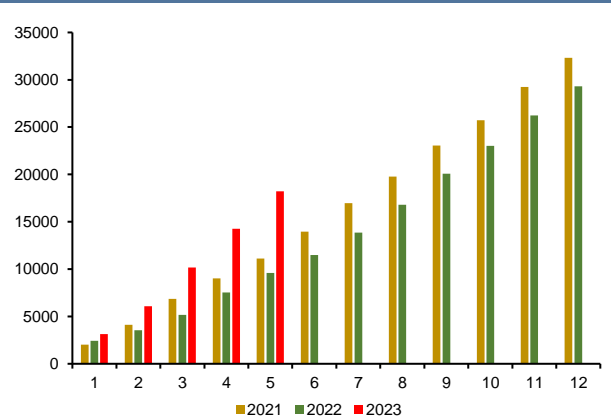
产量达到 19.12 亿吨，累计同比增长 4.8%。煤炭增产保供力度不减，国内供给仍在保持增长。海外进口煤方面，由于需求持续疲软，叠加俄乌冲突对能源价格的事件性冲击影响逐渐回落，能源价格趋势重新回归基本面。2023 年 1-5 月煤炭进口量大增至 1.8 亿吨，累计同比增长 89.6%，为近三年以来新高。我们认为，综合来看，**电煤的供需紧张程度较去年已大幅缓解，公司燃料成本部分逐步趋于可控，度电燃料成本下降带来盈利空间的大幅改善。**

图 18: 全国煤炭月产量变化情况 (左轴为产量, 右轴为增速)



资料来源: CCTD, 信达证券研发中心

图 19: 2021-2023 年累计进口煤情况 (万吨)



资料来源: CCTD, 信达证券研发中心

公司盈利对煤炭现货价格较为敏感，需动态关注煤价走势对公司业绩影响。5 月以来，国内港口动力煤现货价格出现急跌，现货煤炭价格已逼近长协价格。公司煤电板块营收占主要地位，成本端以现货煤采购为主。基于此，我们对于国内现货煤价及海外进口煤价对公司净利润做敏感性分析。具体假设为：

- 煤电机组装机容量：2055 万千瓦；
- 煤电机组利用小时数：4600 小时；
- 上网电价：0.5628 元/kWh；
- 煤炭采购结构及价格：年度长协煤占比 20%，价格为 780 元/吨；月度长协及国内现货占比 47%；进口煤占比 33%；
- 供电煤耗：302g/kWh。

表 7: 国内现货煤价及海外进口煤价对于公司归母净利润的敏感性测算

		2023 年归母净利润 (亿元)						
		1250	1150	1050	950	800	750	650
广州港动力煤国内现货价 (5500K): 元/吨	1250	3.33	9.55	15.77	21.99	28.22	34.44	40.66
	1150	11.25	17.47	23.69	29.91	36.13	42.35	48.57
	1050	19.17	25.39	31.61	37.83	44.05	50.27	56.49
	950	27.08	33.30	39.52	45.75	51.97	58.19	64.41
	850	35.00	41.22	47.44	53.66	59.88	66.10	72.43

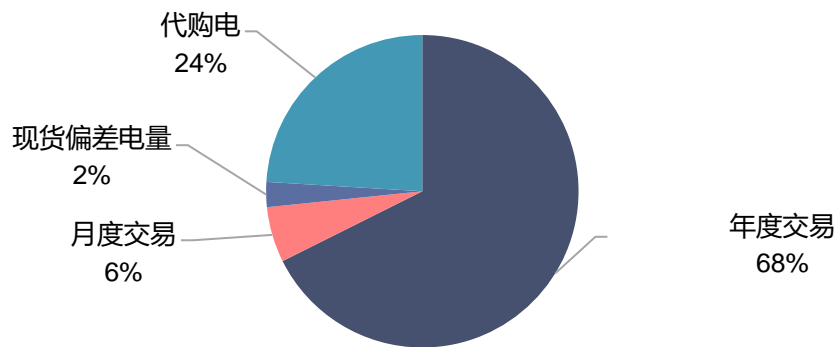
750 42.92 49.14 55.36 61.58 67.80 74.02 80.24

资料来源：信达证券研发中心整理

2、广东作为电改前沿省份，23 年电价上浮明显，后续收入仍有望增厚

电力年度长协占比较高，年度长协可定价大部电量。自 2015 年《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》印发以来，我国开启新一轮电力市场化改革，电力交易体系逐渐形成“中长期交易-现货交易”的分时段交易体系。其中，发用双方绝大部分电量的电价在年度签订的年度中长期合同中已经锁定。2022 年 12 月 2 日，国家发改委能源局发布《关于做好 2023 年电力中长期合同签订履约工作的通知》，提出“燃煤发电企业 2023 年年度中长期合同签约电量不低于上一年实际发电量的 80%”的要求。据广东电力交易中心发布，2022 年广东市场化交易电量中，年度交易电量占比达 68%。因此，年度出炉的电力年度长协均价可锁定大部分火电板块的年度收入。

图 20：2022 年广东电力市场市场化交易电量占比情况



资料来源：广东电力市场 2022 年年报，北极星售电网，信达证券研发中心

2022 年下游电价疏导成本能力有限，公司业绩受拖累。2021 年国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号），允许燃煤发电市场交易价格上浮 20%。据广东电力交易中心发布，2022 年广东省年度长协成交均价为 0.497 元/千瓦时，较基准价 0.453 元/千瓦时仅上浮 9.71%，电价上涨空间有限。因此，公司 2022 年业绩表现不佳，净利润亏损 45.15 亿元，同比下滑 2.59%。

2023 年受益于电力长协电价提升，公司收入端持续改善。对比 2022 年电力交易方案，广东电力交易中心在《关于 2023 年电力市场交易有关事项的通知》将年度长协的成交均价上限从 0.509 元/千瓦时提升至 0.554 元/千瓦时，并维持基准价不变，电价上涨空间提高。据广东电力交易中心发布，2023 年度长协成交均价为 553.88 元/兆瓦时，较基准价上涨 19.63%，几乎实现顶格 20%上浮。

表 8：广东 2022-2023 年度交易协定情况

省份	交易类型	燃煤基准价 (元/MWh)	2022 交易电价 (元/MWh)	2023 交易电价 (元/MWh)	同比变化
广东	年度双边	453 (23 年为	497 (+9.71%)	553.88 (+19.63%)	11.44%
	年度挂牌	463)		552.28 (+19.28%)	11.11%

年度集中竞争

553.96 (+19.65%)

11.46%

年度可再生能源

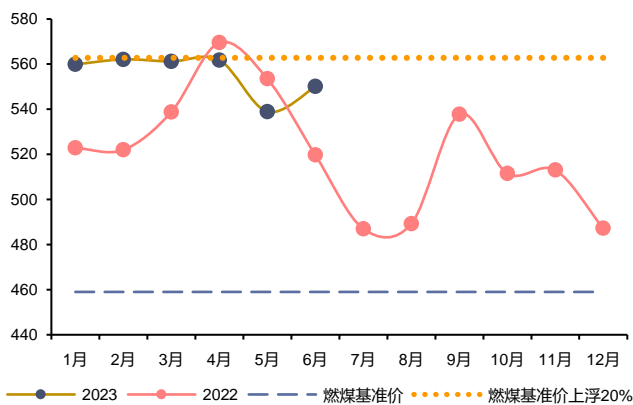
电能量均价 529.94; 环境溢价均价 21.21
(+14.46%)

10.89%

资料来源: 北极星售电网, 广东电力交易中心, 信达证券研发中心整理

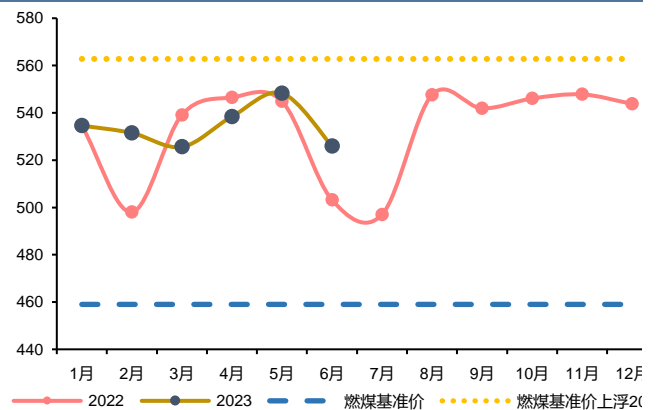
收入成本此消彼长, 火电有望扭亏为盈。在年度交易顶格上浮, 月度交易价格同比上涨, 煤炭长协比例有所提升, 现货煤价大幅下行的情况下, 我们认为公司火电板块有望在全年实现扭亏为盈。2023 年一季度, 公司实现归母净利润 0.88 亿元 (上年同期亏损 4.5 亿元), 同比提升 119.71%。二季度现货煤价下行幅度较大, 公司盈利情况持续转好。

图 21: 广东月度代理购电电价情况 (元/MWh)



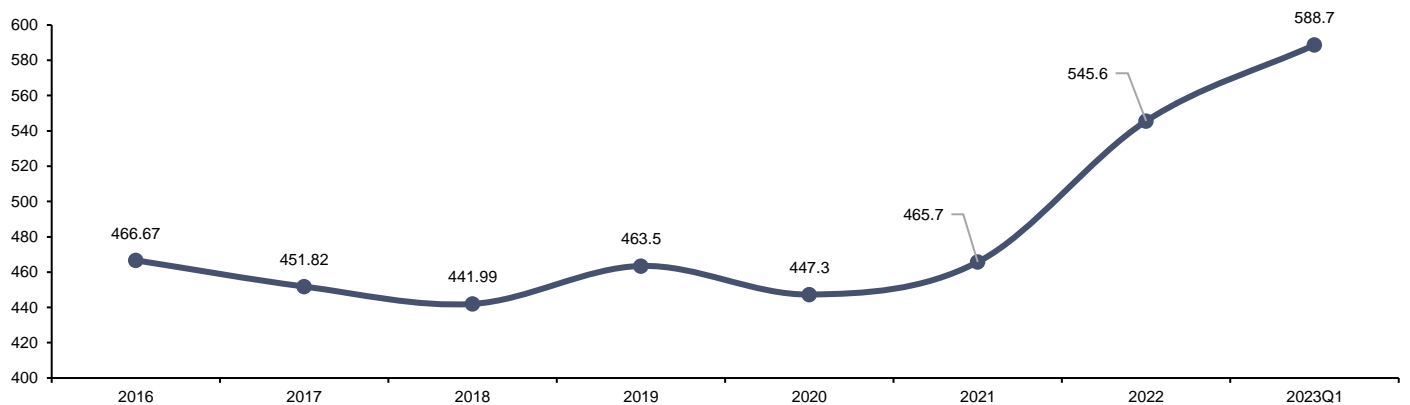
资料来源: 北极星售电网, 信达证券研发中心

图 22: 广东电力市场月度交易价格情况 (元/MWh)



资料来源: 广东电力交易中心, 信达证券研发中心

图 23: 公司历年平均上网电价情况 (元/MWh)



资料来源: 公司跟踪评级报告, Wind, 信达证券研发中心

广东省经济发达, 电价承受能力较强, 南网积极推动电改, 公司火电板块有望因顺价机制获益。广东省是我国经济最为发达的省份, 2022 年, 广东省 GDP 为 12.91 万亿元, 同比增长 1.9%, GDP 总量位居全国省区第一。发达的经济发展水平是支撑广东高电价物质基础。据我们统计, 全国 33 个省级电网区域中, 广东省燃煤基准电价为 0.453 元/kWh, 全国最高。同时, 广东省作为南方电力现货市场的起步省份, 自 2015 年以来作为首批 8 个电力现货试点之一开启电力现货改革, 目前已实现长周期结算试运行。据南方电网报报道, 广

东电力现货市场试运行满一年时，日前现货均价约 0.59 元/千瓦时，较燃煤基准价上浮约 28%，电改带来的火电机组收益增厚显著。此外，广东电力交易中心在《关于 2023 年电力市场交易有关事项的通知》首次提出“一次能源价格传导机制”，即电价无法覆盖的燃料成本可向下游用户侧额外疏导，有助于缓解火电企业压力。综合来看，广东省经济承受能力较强叠加电改推动积极，电价因机制疏导顺价而实现上涨的可能性较大，因而我们认为，公司火电资产有望在收入端长期受益。

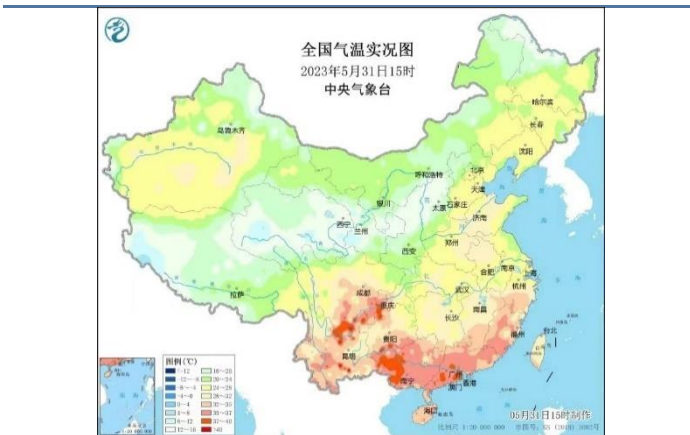
电力消费持续向好，供需矛盾激化或支持未来电价维持高位。市场化形成的电价本质上是反映市场对未来电力供需和电力成本的情况判断。尽管港口现货煤价在 5 月中突现暴跌，导致广东电力市场 6 月交易电价有所下滑，但展望全年，据中电联预计，全国用电量增速有望达到 6%，且在“迎峰度夏”和“迎峰度冬”期间，南方区域电力供需形势均为“偏紧”。在电力消费需求持续向好的情况下，广东省的电力供需或将在中短期内维持紧缺态势，煤价中枢下移或不足以影响中长期电力交易价格。因此，我们预计 2024 年电力中长期合同价格下降可能性相对较小，预计电价将仍在高位保持平稳。

3、缺电背景下广东加码传统电源建设，火电有望迎来新周期和价值重估

电力尖峰负荷持续高增长，2023 年最高需求有望超过 13.6 亿千瓦。由于第三产业和城乡居民用电量占比逐步提高，其用电量受季节性影响更大（工业用电则相对平稳），最大负荷增速会高于全社会用电量增速。2022 年国家电网已出现的最高负荷为 10.69 亿千瓦，南方电网已出现的最高负荷为 2.23 亿千瓦，合计 12.92 亿千瓦。以 2023 年尖峰负荷增速为 7% 计，我们预计 2023 年最高需求有望达到 13.48 亿千瓦。据国家能源局预计，2023 年最大电力负荷有望超过 13.6 亿千瓦。

云南开年干旱情况延续至今，广东外来电情况或将不及预期。今年以来，云南久旱少雨，多地达重旱至特旱。据中国气象局消息，4 月 18 日，云南省启动了抗旱三级应急响应。5 月以来，云南虽有降水，但未能扭转干旱局面。据界面新闻报道，云南降水过程对旱情缓解有限，至 6 月初全省大部地区无有效降雨，局地旱情仍将持续和发展。而 2022 年云南外送广东累计电量达 1221.2 亿千瓦时，占广东用电需求的 15.52%。云南外送电作为广东外来电的重要组成部分，如云南汛期因干旱导致外送电不及预期，广东电力供需矛盾或将持续激化。

南方电网区域已开始迎峰度夏，局部区域电力供需矛盾或将再度激化。2023 年 5 月，广东区域气温上升较快，拉动电力最高负荷迅速增长。据中国天气网报道，5 月 30 日广州气温升至 38℃，迎来史上最早 38℃。5 月广东有 61 个气温观测站打破 5 月最热记录，占全省观测站点的 71%。高温提前也导致用电高峰提前。5 月 22 日，南方电网统调负荷今年首次突破 2 亿千瓦大关，较去年提前 36 天；5 月 31 日，南方电网最高统调负荷 2.22 亿千瓦，同比增长 13.5%，接近历史最大值。由于高温天气，我们认为局部电力供需矛盾或将持续激化。2023 年 1 月 19 日，中电联发布《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》，并预计在迎峰度夏和迎峰度冬期间，南方区域电力供需形势均将保持偏紧。

图 24: 全国气温实况图 (2023 年 5 月 31 日)


2022年多区域缺电引发广东省内装机规划调整。受电力负荷持续增长和极端天气影响相叠加，2022年全国范围内缺电事件频发，8月全国有21个省级电网用电负荷创新高，浙江、江苏、安徽、四川、重庆、湖北等地区电力供需形势尤为紧张，川渝、湖北、浙江等地出现“拉闸限电”事件。同时，国家能源局开始提前谋划“十四五”中后期电力保供措施，逐省督促加快支撑性电源核准、加快开工、加快建设、尽早投运。据界面新闻报道，2022年9月，国家发改委召开了煤炭保供会议，提出“今明两年火电将新开工1.65亿千瓦”。广东也同样开始调整省内装机规划。5月24日，广东省能源局发布《广东省推进能源高质量发展实施方案》，提出到2025年，非化石能源发电装机占比达到44%左右。对比2022年3月印发的《广东省能源发展“十四五”规划》，《实施方案》下调非化石能源发电装机占比5个百分点，可再生能源装机目标提高超1000万千瓦，煤电装机规模调增超1000万千瓦，气电装机规模下调约400万千瓦。显示在缺电预期下，广东开始调整省内中远期电源装机规划，加速布局支撑性煤电项目。

公司“十四五”火电装机规划中期调整，电力供应短缺下主营收入有望持续夯实。2022年10月，公司发布《“十四五”发展规划纲要》并提出：“十四五”期间力争新增煤电装机600万千瓦，新增气电装机1000万千瓦。但随着2022年全国多地缺电事件频发，公司作为广东省内重要能源电力企业，也同步开始火电装机规划调整，加码煤电气电项目。据公司与投资者交流记录，目前公司在建煤电规模800万千瓦，预计于2024-2025年逐步投产；在建气电规模545.6万千瓦，预计今年投产约500万千瓦。此外，2022年公司新增核准/备案项目的计划装机容量1803.50万千瓦，以光伏及火电项目为主，项目储备较足，发展潜力较大。在目前广东用电量增速较快，电力供需矛盾逐步凸显的时段，我们认为公司火电项目有望持续夯实主营业务收入，在缺电时段价值有望更为凸显。

绿电成长空间广阔，持续关注规划落地节奏

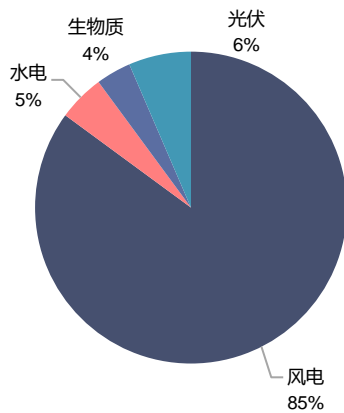
1、既有绿电资产以广东海风为主，省补退坡前规模有望快速增长

广东海风资源禀赋较好，省补接力国补助力装机增长。广东省海岸线长，沿海风能资源丰富，具有大规模发展海上风电的资源优势。我国海上风电享受补贴并大规模开发始于“十二五”期间。2014年6月，发改委发布《关于海上风电上网电价政策的通知》，规定2017年投运的潮间带海上风电和近海海上风电项目上网电价分别为0.75元/千瓦时和0.85元/千瓦时。2020年1月，财政部、国家发改委、国家能源局联合下发《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》（财建〔2020〕4号），明确从2022年开始，中央财政不再对新建海上风电项目进行补贴，鼓励地方政府自行补贴，支持本省海上风电项目的建设。国补退坡后广东省补持续接力。2021年6月，广东省人民政府发布《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》，明确提出对于2022年起广东省内平价海风项目将享受省补，补贴范围为2018年底前已完成核准、在2022年至2024年全容量并网的省管海域项目，对2025年起并网的项目不再补贴；补贴标准为2022年、2023年、2024年全容量并网项目每千瓦分别补贴1500元、1000元、500元。我们预计，未来两年作为公司“火转绿”规划落地窗口期和海风省补接力国补的窗口期，公司海风项目有望实现加速推进和快速增长。

公司既有绿电资产以海上风电为主，我们认为省补退坡前有望加速推进。截至2022年末，公司风电装机规模为234.5万千瓦，占公司清洁能源装机占比85%。公司当前在建海上风电项目装机容量合计100万千瓦。公司《“十四五”发展规划纲要》提出：“十四五”期间

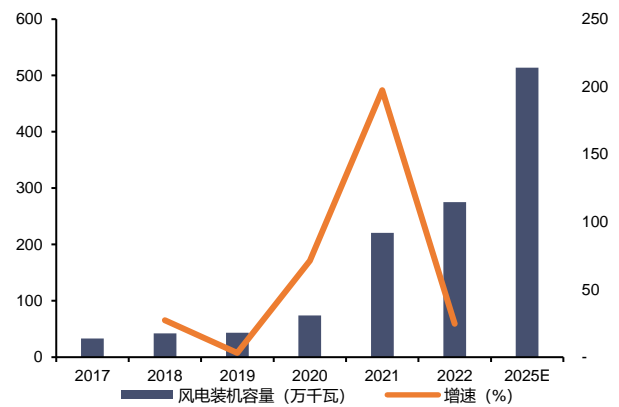
预计新增陆上风电项目装机规模约 160 万千瓦，新增海上风电项目装机规模约 280 万千瓦，合计共 440 万千瓦。据我们估计，“十四五”期间风电装机规模有望达到 560 万千瓦以上，较 2020 年增长 8 倍。在 2025 年省补完全退坡前公司风电装机有望实现较快增长。

图 27: 公司清洁能源装机组成



资料来源: 公司跟踪评级报告, Wind, 信达证券研发中心

图 28: “十四五”期间公司风电装机预计情况



资料来源: 公司年报, 公司“十四五”发展规划, Wind, 信达证券研发中心

表 10: 公司当前在建主要风电机组项目情况

项目名称	装机容量	计划投资额	已投资额	2023.4~12 计划投资	计划投运时间
粤电阳江青洲二海上风电场项目	60	102.8	25.51	21.19	2024 年 11 月
粤电阳江青洲一海上风电场项目	40	68.27	23.10	25.83	2023 年 11 月

资料来源: 公司跟踪评级报告, Wind, 信达证券研发中心整理

表 11: 国家及广东海上风电相关政策情况

时间	发布部门	文件名	内容
2014 年 6 月	国家发改委	《关于海上风电上网电价政策的通知》	海上风电潮间带与近海项目的上网电价, 分别为 0.75 元/千瓦时、0.85 元/千瓦时。
2019 年 5 月	国家发改委	《关于完善风电上网电价政策的通知》	将符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为 2019 年 0.8 元/kWh, 2020 年 0.75/kWh。对于 2018 年底前核准的海风项目如 2021 年底前全部机组完成并网, 执行核准时的上网电价; 如 2022 年及之后完成全部机组并网, 执行并网年份指导价。
2020 年 1 月	国家发改委、国家能源局	《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》	新增海上风电和光热项目不再纳入中央财政补贴范围, 按规定完成核准(备案)并于 2021 年 12 月 31 日前全部机组完成并网的存量海上风力发电和太阳能光热发电项目, 按相应价格政策纳入中央财政补贴范围。
2021 年 6 月	广东省人民政府	《关于促进我省海上风电有序开发及相关产业可持续发展的指导意见》	2022 年起, 省财政对省管海域未能享受国家补贴的项目进行投资补贴, 补贴范围为 2018 年底前已完成核准、在 2022 年至 2024 年全容量并网的省管海域项目, 对 2025 年起并网的项目不再补贴; 补贴标准为 2022 年、2023 年、2024 年全容量并网项目每千瓦分别补贴 1500 元、1000 元、500 元。

资料来源：国家发改委，国家能源局，财政部，中国政府网，广东省人民政府，信达证券研发中心整理

2、光伏装机从零开始，立足广东布局全国

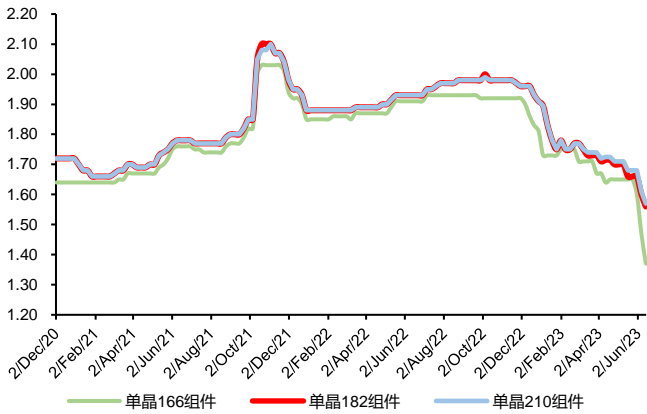
光伏部分自“十四五”初起步发展，粤新青贵四省区广泛布局。公司自 2020 年起开始发展光伏发电业务，截至 2023 年 Q1，公司光伏装机规模为 17.84 万千瓦，占公司清洁能源装机占比 6.47%。公司《“十四五”发展规划纲要》提出：“十四五”期间预计新增光伏项目装机规模约 960 万千瓦。立足于公司“4+N”的新能源布局体系，公司将坚持集中式与分布式开发并举，坚持自主开发与收并购双轮驱动，重点开发广东、新疆、青海、贵州 4 省（区）的新能源项目，大力提升光伏发电规模。其中，落地光伏项目开发建设将重点落地新疆，打造电力新疆千万千瓦级风光大基地，在南疆 5 地州 4 师市推动光伏发电和配套产业协同发展。

表 12：公司当前在建主要光伏机组项目情况

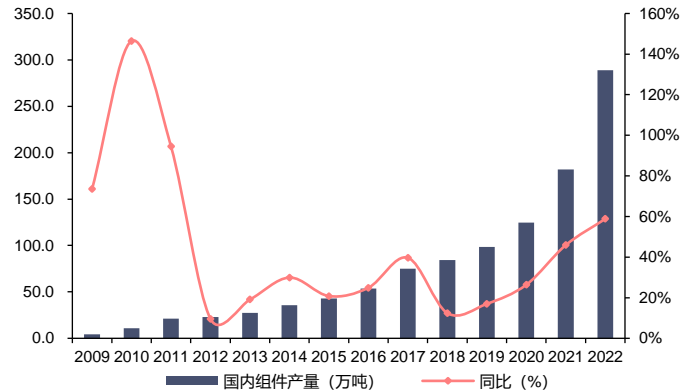
项目名称	装机容量	计划投资额	已投资额	2023.4~12 计划投资	计划投运时间
广东能源兵团三师 45 团 40 万千瓦光伏项目	40	22.27	13.39	6.61	2023 年 7 月
内蒙古清水河光伏项目	30	15.73	5.54	8.62	2023 年 8 月
河北秦皇岛土门子、凉水河光伏项目	24	12.00		10.80	2023 年 9 月
中粤湛江坡头区坡头镇渔光互补光伏电站项目	12	6.04	1.20	3.60	2023 年 11 月
金昌市沐洪新能源有限公司金川区西坡光伏发电项目	10	6.03	3.82	1.58	2023 年 6 月
金昌市洁源沐津新能源有限公司金川区西坡光伏发电项目	10	6.03	3.80	1.60	2023 年 6 月
山西临汾市洪洞光伏发电项目	10	5.17	2.64	2.06	2023 年 6 月
广东湛江市坡头乾塘渔光互补发电项目	10	5.00	1.87	2.10	2023 年 11 月

资料来源：公司跟踪评级报告，Wind，信达证券研发中心整理

硅料产能逐步释放导致组件价格加速下降，公司光伏装机有望实现放量发展。近年来国内多晶硅产量逐步释放，产量增速逐步攀升，先前硅料产能供需偏紧的局面有望在今年实现缓解。国内组件产量同步实现增速攀升情况。据可再生能源协会和光伏行业协会公布，2022 年国内组价产量情况再创新高，同比增速也为近三年新高。据 PV Info Link 消息，国产组件价格近期已跌至 1.3~1.6 元/瓦。从公开招标来看，光伏项目组件招标价格持续下降。据广东省公共资源交易平台和中国招标投标公共服务平台公布，近期最低价下探至 1.3 元/瓦左右。我们预计随着硅料产能释放，后续组件价格有望持续下降，公司储备的光伏项目可研经济指标将有望出现大幅提升，公司光伏装机有望实现放量发展。

图 29: 国内组件价格情况 (元/瓦)


资料来源: PV Info Link, 上海有色网, 信达证券研发中心

图 30: 国内组件产量情况


资料来源: 可再生能源协会, 光伏行业协会, 信达证券研发中心

表 13: 近期 (2023 年 7 月初) 光伏项目组件招标情况

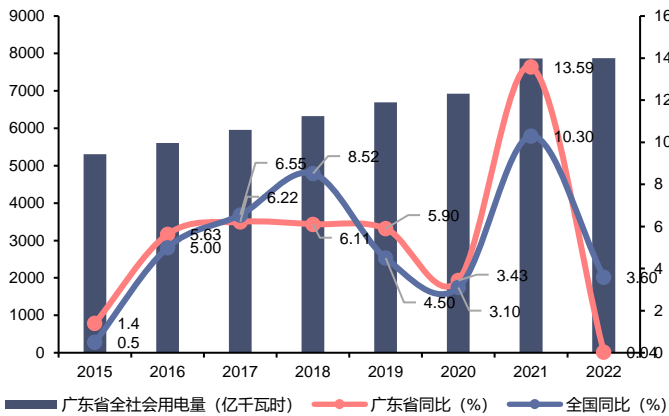
项目名称	组件类型	规模 (MW)	报价 (元/W)
广东省电力开发有限公司 2023 年第二批光伏组件采购	单晶双面双玻	222	1.3
	182P 型单面	320	1.283
水发兴业能源 2023 年度光伏发电项目光伏组件集中采购项目	182P 型单面	325	1.317
	210 双玻	162.5	1.367
福建高速能源 2023-2024 年光伏组件设备集中采购	182 单面单晶硅	35	1.35

资料来源: 广东省公共资源交易平台, 中国招标投标公共平台, 福建省高速公路集团有限公司, 信达证券研发中心整理

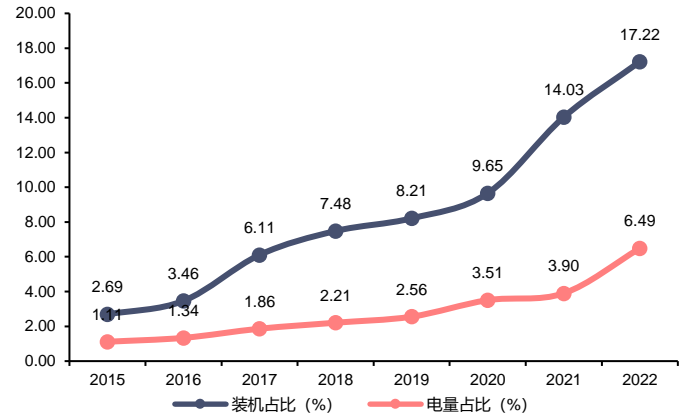
3、低渗透率叠加高电力消费增速, 广东新能源发展仍在途中

广东电力需求增长较快, 风光装机和电量渗透率均处低位, 新能源发展仍在途中。新能源消纳空间主要受电力负荷空间、跨省跨区输电网络建设情况和灵活性资源情况三者约束, 其中影响最大的因素为电力负荷空间。广东地区经济发达, 分省用电量排名全国前列, 电力需求和负荷空间仍将有望保持快速增长。且广东不同于西北和中部等省份, 装机结构以煤电和气电为主, 新能源装机占比仅为 17.22%, 发电量占比仅为 6.49%, 均低于全国整体水平。因此, 我们认为其他地区出现的消纳压力在广东仍不具备产生条件, 广东新能源发展仍然在途。

规划时间紧迫叠加成本端大幅改善, 公司新能源项目有望开启加速放量。公司“十四五”规划新增光伏装机 960 万千瓦, 截至 2023 年 5 月, 公司披露已核准备案新能源项目约 1100 万千瓦, 其中省外项目约占三分之二。当前“十四五”时间已经过半, 公司原定规划目标仅完成 17.84 万千瓦, 任务量较为艰巨。同时, 开年以来硅料产能释放拉动组件价格下跌, 在光伏产业链上游降本趋势下, 我们预计公司新能源项目有望开启加速放量。

图 31: 2015-2022 年广东省用电量增长情况


资料来源: 中电联, 信达证券研发中心

图 32: 2015-2022 年广东省新能源装机及电量占比情况


资料来源: 中电联, 信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

核心推荐逻辑:

1) 成本端燃料价格弹性较大, 港口海外煤价下行, 公司成本端有望直接受益。公司年长协煤占比较低, 海外进口煤占比近半。在当前全球能源价格趋势重新回归基本面的情况下, 公司成本端有望直接受益。2) 省内高电力消费需求叠加电改持续推进, 售电量价有望长期向好。广东经济较为发达, 电力消费需求有望持续上行, 且广东电改推进较快, 电价疏导机制较为成熟完备。公司售电量和电价均有望实现进一步增长, 量价两端长期向好。3) 未来火绿协同发展, 绿电业务进一步打开成长空间。广东省内新能源装机占比及电量占比均低于全国整体水平, 发展空间巨大, 公司规划“十四五”期间实现新增新能源装机 1400 万千瓦。

我们的核心假设如下表所示:

表 14: 公司盈利预测核心假设

	2022	2023E	2024E	2025E
燃煤装机 (万千瓦)	2055	2055	2155	2355
气电装机 (万千瓦)	639.2	982.6	1182.6	1382.6
风电装机 (万千瓦)	234.5	350	450	560
光伏装机 (万千瓦)	17.64	200	500	900
燃煤机组利用小时数 (h)	4545	4600	4600	4600
燃气机组利用小时数 (h)	2573	2800	3000	3000
风电机组利用小时数 (h)	1992	2000	2000	2000
光伏机组利用小时数 (h)	/	1200	1200	1200
煤电上网电价 (元/兆瓦时)	522.82	562.80	562.80	562.80
气电上网电价 (元/兆瓦时)	621.00	621.00	621.00	621.00
风电上网电价 (元/兆瓦时)	730.48	661.76	609.83	580.55
光伏上网电价 (元/兆瓦时)	/	400.00	360.00	360.00
标煤单价 (元/吨, 不含税)	1,392.49	1,037.33	1,028.88	1,023.25
进口煤量占煤炭成本比例 (%)	33%	33%	33%	33%

进口煤价格 (元/吨)	1,297.70	950.00	950.00	950.00
煤炭年长协量占煤炭成本比例 (%)	20%	25%	28%	30%
年长协煤价格 (元/吨)	800	780.00	780.00	780.00
国内现货煤量占煤炭成本比例 (%)	47%	42%	39%	37%
现货煤价格 (元/吨)	1,409.00	1,050.00	1,050.00	1,050.00

资料来源: 信达证券研发中心整理

基于上述关键假设, 我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润为 37.83/46.09/52.17 亿元, 增速为 225.9%/21.8%/13.2%, EPS 分别为 0.72/0.88/0.99 元, 对应 7 月 12 日收盘价的 PE 分别为 10.60X、8.70X、7.69X, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 15: 公司各板块业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	52,661	61,453	69,511	78,135
燃煤售电收入 (百万元)	40,625	44,256	45,333	48,563
燃气售电收入 (百万元)	8,110	12,200	17,451	20,674
风电售电收入 (百万元)	2,660	3,269	4,123	4,955
光伏售电收入 (百万元)	/	462	1,338	2,676
公司毛利润 (百万元)	-191	13,535	15,864	17,999
公司毛利率	-0.36%	22.02%	22.82%	23.04%

资料来源: 信达证券研发中心整理

表 16: 可比公司估值表

公司	收盘价 (元)	归母净利润 (百万元)				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
华能国际	9.16	-7387.12	9817.17	12348.51	14301.20	-	14.65	11.65	10.05
华电国际	6.36	4079.38	5168.91	6437.91	7436.00	581.45	12.58	10.10	8.75
浙能电力	4.98	-410.17	6477.00	7673.24	8729.21	-	10.31	8.70	7.65
上海电力	10.57	1082.47	2077.96	2694.11	3271.02	87.90	14.33	11.05	9.10
深圳能源	6.86	320.77	2411.58	3500.62	4274.83	13.76	13.53	9.32	7.63
宝新能源	6.78	183.17	1425.95	1741.03	2487.35	77.21	10.35	8.47	5.93
平均值						190.08	12.62	9.88	8.19
粤电力 A	7.49	-3003.92	3782.83	4609.30	5216.52	—	10.40	8.53	7.54

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理 (注: 收盘价截至 2023 年 7 月 14 日, 除粤电力外其他公司预测来自 Wind 一致预期)

风险因素

国内外煤价再度大幅上涨; 公司新能源项目拓展建设节奏不及预期; 广东电力市场化改革推进不及预期。

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	22,880	25,812	24,396	27,579	25,538	
货币资金	8,105	11,504	9,185	11,039	7,878	
应收票据	0	3	1	3	1	
应收账款	7,031	7,579	7,778	8,814	8,536	
预付账款	893	1,535	1,392	1,558	1,747	
存货	2,999	3,377	2,169	3,833	2,952	
其他	3,852	1,815	3,872	2,332	4,425	
非流动资产	91,613	105,692	124,636	147,717	174,800	
长期股权投资	8,074	9,198	10,322	11,446	12,570	
固定资产(合)	57,145	62,400	80,805	101,656	125,661	
无形资产	2,659	3,347	4,035	4,723	5,411	
其他	23,735	30,747	29,474	29,893	31,158	
资产总计	114,493	131,504	149,032	175,296	200,338	
流动负债	37,752	42,004	44,646	51,782	56,784	
短期借款	12,360	16,261	20,163	24,064	27,965	
应付票据	1,909	1,496	1,591	1,865	2,009	
应付账款	6,627	5,938	5,454	7,300	6,996	
其他	16,856	18,309	17,439	18,554	19,813	
非流动负债	43,774	60,778	69,778	81,778	93,778	
长期借款	28,941	42,861	49,861	59,861	69,861	
其他	14,833	17,917	19,917	21,917	23,917	
负债合计	81,526	102,782	114,424	133,560	150,561	
少数股东权益	9,581	8,481	10,384	12,702	15,326	
归属母公司股东	23,386	20,242	24,225	29,034	34,451	
负债和股东权益	114,493	131,504	149,032	175,296	200,338	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	44,458	52,661	61,453	69,511	78,135	
同比(%)	32.3%	18.5%	16.7%	13.1%	12.4%	
归属母公司净利	-2,928	-3,004	3,783	4,609	5,217	
同比(%)	-242.6%	-2.6%	225.9%	21.8%	13.2%	
毛利率(%)	-5.3%	-0.4%	22.0%	22.8%	23.0%	
ROE(%)	-12.5%	-14.8%	15.6%	15.9%	15.1%	
EPS(摊薄)	-0.56	-0.57	0.72	0.88	0.99	
P/E	—	—	10.40	8.53	7.54	
P/B	1.68	1.94	1.62	1.35	1.14	
EV/EBITDA	-1,400.24	43.72	7.59	7.22	7.20	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	44,458	52,661	61,453	69,511	78,135	
营业成本	46,828	52,852	47,918	53,647	60,136	
营业税金及附	294	245	286	324	364	
销售费用	65	69	92	104	117	
管理费用	1,101	1,193	1,392	1,574	1,769	
研发费用	585	1,229	1,435	1,623	1,824	
财务费用	1,371	2,136	3,382	4,057	4,716	
减值损失合计	-29	-174	-400	-400	-400	
投资净收益	836	1,062	1,229	1,390	1,563	
其他	235	113	123	140	158	
营业利润	-4,744	-4,063	7,899	9,312	10,529	
营业外收支	-32	-318	-318	-75	-75	
利润总额	-4,777	-4,381	7,581	9,237	10,454	
所得税	-525	134	1,895	2,309	2,614	
净利润	-4,251	-4,515	5,686	6,928	7,841	
少数股东损益	-1,323	-1,511	1,903	2,319	2,624	
归属母公司净	-2,928	-3,004	3,783	4,609	5,217	
EBITDA	-59	2,212	16,083	18,867	21,564	
EPS(当年)	-0.56	-0.57	0.72	0.88	0.99	
(元)						

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金	122	1,480	12,007	18,399	18,903	
净利润	-4,251	-4,515	5,686	6,928	7,841	
折旧摊销	4,305	5,057	5,653	6,515	7,514	
财务费用	1,501	2,256	3,613	4,241	4,937	
投资损失	-836	-1,062	-1,229	-1,390	-1,563	
营运资金变动	-394	-423	-2,404	1,665	-262	
其它	-203	167	689	441	436	
投资活动现金	-9,294	-13,152	-23,615	-28,205	-33,028	
资本支出	-9,076	-12,865	-23,510	-28,261	-33,256	
长期投资	-418	-396	-1,294	-1,294	-1,294	
其他	200	109	1,188	1,350	1,522	
筹资活动现金	7,790	15,083	9,289	11,660	10,964	
吸收投资	131	467	0	0	0	
借款	32,181	50,148	10,901	13,901	13,901	
支付利息或股	-4,635	-2,268	-3,613	-4,241	-4,937	
现金净增加额	-1,382	3,411	-2,319	1,854	-3,161	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。