

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

粤电力 A (000539.SZ)

投资评级 增持

上次评级 增持

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

火电盈利大幅改善，火绿协同打开成长空间

2023年8月31日

事件: 8月30日晚粤电力A发布2023年半年报业绩, 2023年上半年公司实现营业收入283.41亿元, 同比上升25.34%; 实现归母净利润8.57亿元, 同比增长162.44%; 其中, 单二季度实现营业收入152.95亿元, 同比增长36.29%, 环比增加17.24%; 实现归母净利润7.68亿元, 同比增长182.94%, 环比增长772.73%。

点评:

➤ **分板块来看, 火电盈利大幅改善, 新能源利润同比下滑。** 2023H1 公司煤电板块实现营收208.38亿元(同比上升7.70%), 毛利率7.70%(同比增加16.79pct), 实现归母净利润2.07亿元; 气电板块2023H1实现营收54.04亿元(同比上升56.13%), 毛利率12.27%(同比增加11.54pct), 实现归母净利润2.54亿元; 火电板块合计实现归母净利润4.61亿元, 同比大幅增长123.52%。同时, 2023H1 公司风电板块实现营收15.35亿元(同比上升10.12%), 毛利率49.68%(同比下降9.28pct); 光伏板块实现营收0.20亿元, 毛利率70.83%, 新能源板块2023H1 合计实现归母净利润3.01亿元, 同比下滑6.81%。

火电成本大幅下行而电价维持高位, 助力公司扭亏为盈。 1) **成本端:** 公司煤炭长协比例较低, 进口煤占比较高。受益于5月以来, 国内现货煤价和海外进口煤价的大幅下跌, 公司燃料成本二季度以来同比出现大幅改善。2023年上半年公司实现火电度电燃料成本0.392元/千瓦时, 同比下降5.71%。我们预计下半年火电的度电燃料成本有望进一步下行。2) **收入端:** 广东年度长协电价几乎顶格上浮, 月度交易价格维持较高位, 带动公司收入改善明显。公司售电结构中, 年度长协电量占售电量约七成, 代购电等月度交易和现货交易占比约三成。电力年度长协均价可锁定大部分火电板块的年度收入。2023年上半年公司售电均价为591.86元/千千瓦时(含税, 下同), 同比上升49.12元/千千瓦时, 同比涨幅9.05%。

➤ **电力消费需求有望持续增长, 公司售电量稳步提升。** 2023年上半年, 公司实现上网电量534.81亿千瓦时, 同比+15.36%。其中煤电421.46亿千瓦时, 同比+13.13%; 气电84.00亿千瓦时, 同比+28.73%; 风电24.94亿千瓦时, 同比+17.24%。展望下半年, 疫后经济复苏助力电力消费回暖, 公司售电量有望持续提升。同时, 由于广东电力负荷持续增长, 5月广东省能源局发布《广东省推进能源高质量发展实施方案》, 下调非化石能源发电装机占比5个百分点, 煤电装机规模调增超1000万千瓦。公司作为广东省内重要能源电力企业之一, 也同步加码煤电气电项目。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。

- **绿电“十四五”装机成长空间广阔。**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。风电方面，广东海风资源禀赋较好，公司已参与广东省海上风电项目竞争配置，我们认为公司海上风电装机在省补退坡前有望加速推进。光伏方面，公司光伏板块自“十四五”初起步发展，受益于光伏组件价格近期的快速下行，公司光伏装机规模有望加速提升。同时，公司火电板块盈利及现金流的大幅改善，将有助于绿电装机的建设。
- **盈利预测及估值：公司火电板块“量价本”三重因素共振，盈利改善有望持续；绿电板块规划体量可观，火绿协同发展打开成长空间。**我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润预测分别为 37.83 亿、46.09 亿、52.17 亿，同比增速 225.93%/21.85%/13.17%；对应 8 月 30 日收盘价 6.36 元的 PE 分别为 8.83/7.24/6.40 倍，维持“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)	—	—	8.83	7.24	6.40
市净率 P/B(倍)	1.43	1.65	1.38	1.15	0.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价

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	124,63	147,71	174,800	
长期股权投资	8,074	9,198	10,322	11,446	12,570	
固定资产(合计)	57,145	62,400	80,805	101,65	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	149,03	175,29	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	114,42	133,56	150,561	
少数股东权益	9,581	8,481	10,384	12,702	15,326	
归属母公司股东权益	23,386	20,242	24,225	29,034	34,451	
负债和股东权益	114,493	131,504	149,03	175,29	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%	
归属母公司净利润	-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)(元)	-0.56	-0.57	0.72	0.88	0.99	
P/E	—	—	8.83	7.24	6.40	
P/B	1.43	1.65	1.38	1.15	0.97	
EV/EBITDA	-	43.72	7.22	6.90	6.92	

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	
营业税金及附加	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	
归属母公司净利润	-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	

现金流量表		单位:				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	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	
投资活动现金流	-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	
筹资活动现金流	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	
支付利息或股息	-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，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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。