

# 粤电力 A (000539. SZ)

火电盈利有望修复，新能源发展提速

买入

## 核心观点

**收入稳步增长，净利润仍为亏损状态。**2022年，公司实现营业收入526.61亿元(+18.45%)，归母净利润-30.03亿元(-2.39%)，扣非归母净利润-29.37亿元(-9.35%)。公司收入增长主要得益于上网电价同比上涨及风电、光伏等新能源项目有序推进投产，2022年，公司合并报表售电均价为545.55元/MWh(含税)，同比增加78.44元/MWh，同比增长16.79%。由于煤价仍处于高位，公司燃料成本同比增加，导致净利润仍为亏损状态。2022年，公司燃料成本432.52亿元，同比增加45.89亿元，增幅11.87%。

**煤电电价上浮，促进公司火电盈利改善。**广东全省2023年双边协商成交均价553.88元/MWh，同比提高56.84元/MWh。同时，广东省能源局、南方能监局联合印发《关于2023年电力市场交易有关事项的通知》，提出当一次能源价格波动超出一定范围时，视市场运行情况启动一次性能源价格波动传导机制，推动成本端压力向下游传导。

**进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行，进一步推动公司煤电业务盈利修复。**随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内补充作用增强。政策保障下电煤中长期合同签约履约率将得到提升，有效发挥电煤长协“压舱石”作用，预计煤炭市场供需将有所缓解，煤炭价格中枢或将有所下移，公司成本端压力减轻。

**装机规模有望大幅增长，保障长期业绩增长。**2022年，公司新增风电、光伏装机0.38、0.17GW，截至2022年，公司风光新能源装机2.52GW，在建装机容量3.32GW，已核准备案的新能源项目规模约10GW。此外，十四五期间，公司力争分别新增煤电、气电装机6、10GW，2022年，公司新增火电装机0.92GW，核准/备案项目的计划装机容量8.52GW。

**风险提示：**用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；新能源投运不及预期。

**投资建议：**由于电价上浮及新能源加快发展，上调盈利预测。预计2023-2025年公司营业收入分别为609.6、694.4、813.1亿元(2023、2024年原值为606.1、693.6亿元)，同比增长15.8%、13.9%、17.1%；归母净利润分别为20.6、29.2、40.7亿元(2023、2024年原值为15.6、21.2亿元)，EPS为0.39、0.56、0.77元，当前股价对应PE为16.2、11.4、8.2x，对应PB为1.5、1.4、1.2x。给予公司2023年1.6-1.7倍PB，对应6.80-7.22元/股合理价值，较目前股价有19%-26%的溢价空间，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,167	52,661	60,958	69,439	81,310
(+/-%)	55.9%	19.2%	15.8%	13.9%	17.1%
净利润(百万元)	-3148	-3004	2060.48	2921.63	4067.44
(+/-%)	-280.3%	-4.6%	-168.6%	41.8%	39.2%
每股收益(元)	-0.60	-0.57	0.39	0.56	0.77
EBIT Margin	-9.1%	-5.4%	8.4%	9.8%	12.0%
净资产收益率(ROE)	-13.6%	-14.8%	9.3%	11.8%	14.3%
市盈率(PE)	-10.6	-11.1	16.2	11.4	8.2
EV/EBITDA	1498.9	71.9	16.1	15.0	13.6
市净率(PB)	1.44	1.65	1.51	1.35	1.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰	证券分析师：郑汉林
021-61761029	0755-81982169
huangxiujie@guosen.com.cn	zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980521060002	S0980522090003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.80 - 7.22元
收盘价	5.72元
总市值/流通市值	30032/19175百万元
52周最高价/最低价	7.05/3.90元
近3个月日均成交额	196.51百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

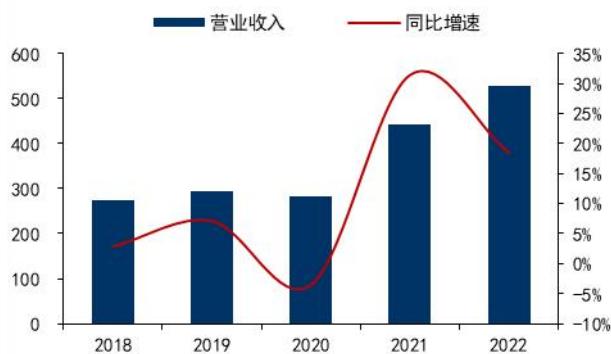
### 相关研究报告

- 《粤电力 A (000539. SZ) - 投资建设莎车县 2GW 光储一体化项目，新能源布局持续推进》——2022-12-02  
 《粤电力 A (000539. SZ) - 业绩环比改善，火电盈利修复可期，新能源转型稳步推进》——2022-11-21

**收入稳步增长，净利润仍为亏损状态。**2022年，公司实现营业收入526.61亿元(+18.45%)，归母净利润-30.03亿元(-2.39%)，扣非归母净利润-29.37亿元(-9.35%)。公司收入增长主要得益于上网电价同比上涨及风电、光伏等新能源项目有序推进投产，2022年，公司合并报表售电均价为545.55元/MWh(含税)，同比增加78.44元/MWh，同比增长16.79%。由于煤价仍处于高位，公司燃料成本同比增加，导致净利润仍为亏损状态。2022年，公司燃料成本432.52亿元，同比增加45.89亿元，增幅11.87%。

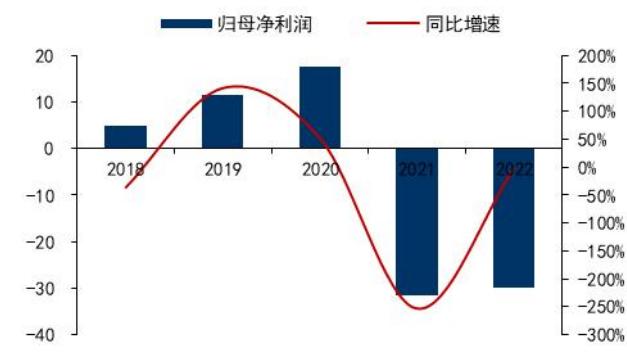
**火电发电量微增，风电发电量大幅增长。**2022年，公司累计完成合并报表口径发电量1140.59亿千瓦时，同比增加2.59%；完成上网电量1076.79亿千瓦时，同比增加2.16%；分不同电源来看，2022年，公司火电发电量1086.73亿千瓦时，同比增加0.86%；风电发电量42.99亿千瓦时，同比增加86.43%；水电发电量3.76亿千瓦时，同比增加9.30%；生物质发电量7.09亿千瓦时，同比减少10.14%；光伏发电量0.03亿千瓦时。

图1：粤电力A营业收入及增速（单位：亿元）



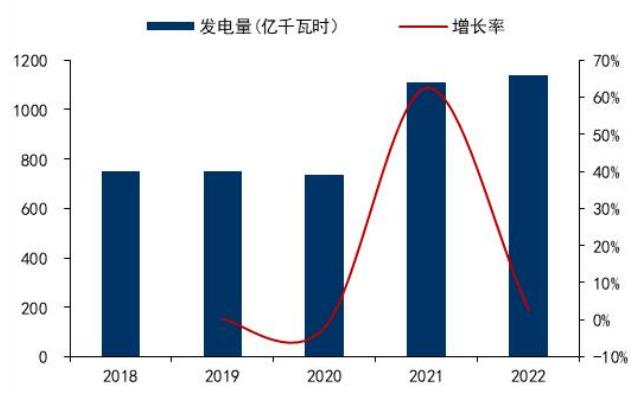
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：粤电力A归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：粤电力A发电量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

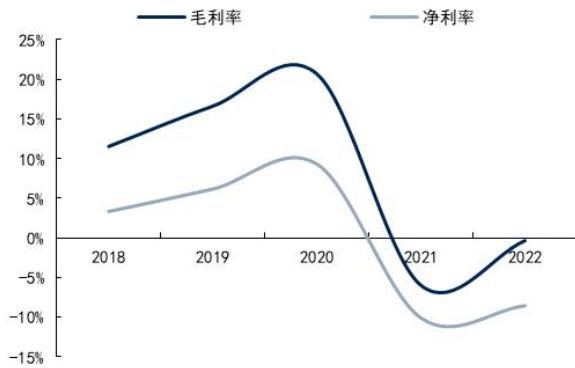
图4：粤电力A上网电量情况（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

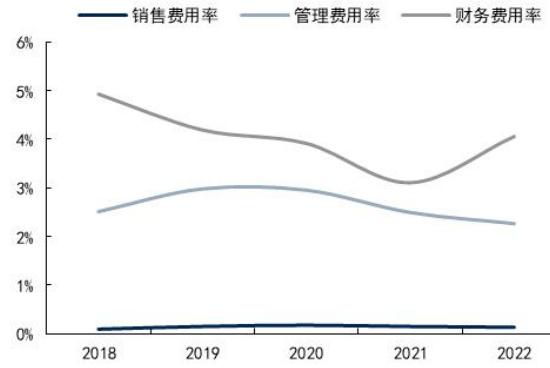
**毛利率有所回升，费用率小幅增长。**2022年，公司毛利率为-0.36%，同比增加5.63pct，主要系上网电价上涨影响所致。费用率方面，公司管理费用率为2.26%，同比减少0.23pct；财务费用率为4.06%，同比增加0.95pct，财务费用增加主要系公司投资和周转资金需求增加，债务融资规模扩大所致。净利率方面，公司净利率为-8.57%，反映出公司盈利能力仍有待提升。

图5：粤电力A毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

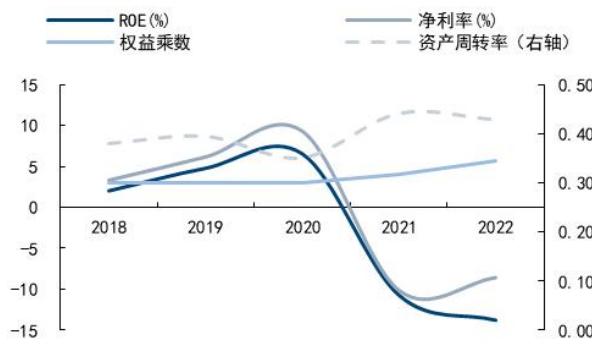
图6：粤电力A三项费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

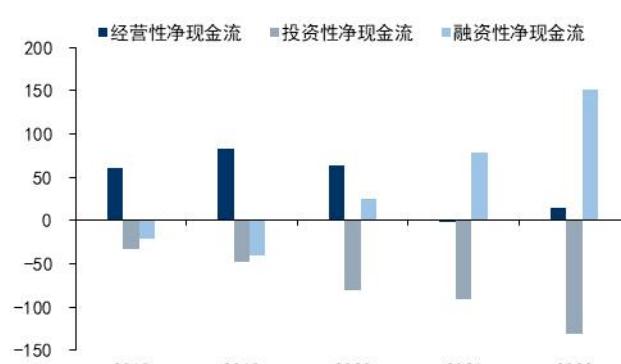
**ROE 下降，经营性净现金流有所下降。**2022年前，公司ROE为-13.77%，同比减少3.05pct，主要系公司净利率下降影响所致。现金流方面，2022年，公司经营性净现金流为14.80亿元，同比增长1111.27%，主要是因为公司收入增幅大于成本增幅且2021年同期基数较小所致；投资性现金流出131.52亿元，增加34.16%，主要是因为瀚海、永安等基建单位及靖海、博贺、大埔等二期项目购建固定资产及无形资产同比增加所致；融资性现金流150.83亿元，同比增加93.63%，主要是工商投资和周转资金需求增加及债务融资扩大所致。

图7：粤电力 AROE 及杜邦分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：粤电力 A 现金流情况 (亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**煤电电价上浮，促进公司火电盈利改善。**广东电力交易中心于2022年12月公布的交易结果显示，广东全省2023年双边协商成交均价553.88元/MWh，同比提高56.84元/MWh。同时，广东省能源局、南方能监局联合印发《关于2023年电力市场交易有关事项的通知》，提出当一次能源价格波动超出一定范围时，视市场运行情况启动一次性能源价格波动传导机制，推动成本端压力向下游传导。电价边际上涨将在一定程度上对冲燃料成本压力。

**进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行，进一步推动公司煤电业务盈利修复。**近年来，政策性保供将持续发力，推动煤炭先进产能继续核增释放，但由于前两年核增产能已释放大部分，大幅增产空间有限。国际市场方面，随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内补充作用增强。需求方面，非化石能源电量占比将在2023年继续提高，煤炭消费增速将进一步放缓。2023年，政策保障下电煤中长期合同签约履约率将得到提升，有效发挥电煤长协“压舱石”作用，预计煤炭市场供需将有所缓解，煤炭价格中枢或将有所下移，公司成本端压力减轻。

**装机规模有望大幅增长，保障长期业绩增长。**“十四五”期间，公司初步计划新增新能源装机约14GW，2022年，公司新增风电、光伏装机0.38、0.17GW，截至2022年末，公司共计拥有风电、光伏等新能源装机约2.52GW，其中海上风电1.20GW、陆上风电约1.15GW、光伏发电0.18GW；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3.32GW，同时公司已核准备案的新能源项目规模约10GW。未来公司将继续积极把握“双碳”目标下加快能源转型的发展大势，实施“1+2+3+X”战略，积极通过自建和收购等多种形式，进一步拓展新能源项目资源。此外，十四五期间，公司力争分别新增煤电、气电装机6、10GW，2022年，公司新增火电装机0.92GW，核准/备案项目的计划装机容量8.52GW，未来项目投运将加快公司业绩增长。

**投资建议：**由于电价上浮及新能源加快发展，上调盈利预测。预计2023-2025年公司营业收入分别为609.6、694.4、813.1亿元（2023、2024年原值为606.1、693.6亿元），同比增长15.8%、13.9%、17.1%；归母净利润分别为20.6、29.2、40.7亿元（2023、2024年原值为15.6、21.2亿元），EPS为0.39、0.56、0.77元，当前股价对应PE为16.2、11.4、8.2x，对应PB为1.5、1.4、1.2x。给予公司2023年1.6-1.7倍PB，对应6.80-7.22元/股合理价值，较目前股价有19%-26%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PB				投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600021.SH	上海电力	9.93	280	-0.72	0.36	0.94	1.22	2.3	1.7	1.6	1.4	买入
600863.SH	内蒙华电	3.32	217	0.08	0.37	0.49	0.55	2.0	2.1	1.8	1.7	买入
600483.SH	福能股份	12.26	240	0.65	1.31	1.49	1.66	1.8	1.6	1.3	1.2	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：福能股份为Wind一致预测。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8105	11504	11915	13139	12108	<b>营业收入</b>	<b>44167</b>	<b>52661</b>	<b>60958</b>	<b>69439</b>	<b>81310</b>
应收款项	7031	7581	12116	15704	20616	营业成本	46815	52852	53241	59293	68054
存货净额	2999	3377	3460	3847	4402	营业税金及附加	294	245	284	323	379
其他流动资产	4745	3350	3878	4418	5173	销售费用	65	69	80	91	107
<b>流动资产合计</b>	<b>22880</b>	<b>25812</b>	<b>31369</b>	<b>37108</b>	<b>42299</b>	管理费用	1182	1298	1643	2191	2135
固定资产	65608	74278	80037	99927	134498	财务费用	1371	2136	2447	2916	4078
无形资产及其他	2659	3347	3811	4293	4798	投资收益	834	1062	934	934	934
投资性房地产	15052	18869	18869	18869	18869	资产减值及公允价值变动	(29)	(174)	(188)	(221)	(279)
长期股权投资	8072	9198	10112	11254	12314	其他收入	(269)	(1011)	(616)	(661)	(826)
<b>资产总计</b>	<b>114271</b>	<b>131504</b>	<b>144198</b>	<b>171451</b>	<b>212778</b>	营业利润	(5024)	(4063)	3392	4677	6387
短期借款及交易性金融负债	16058	20237	20237	20237	20237	营业外净收支	(32)	(318)	(318)	(318)	(318)
应付款项	8535	7434	7617	8470	9690	利润总额	(5056)	(4381)	3074	4359	6068
其他流动负债	13158	14333	14775	16543	18825	<b>所得税费用</b>	<b>(584)</b>	<b>134</b>	<b>130</b>	<b>185</b>	<b>258</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>37752</b>	<b>42004</b>	<b>42629</b>	<b>45250</b>	<b>48752</b>	少数股东损益	(1325)	(1511)	883	1252	1743
长期借款及应付债券	37634	51955	59605	78405	108825	归属于母公司净利润	(3148)	(3004)	2060	2922	4067
其他长期负债	6140	8822	10592	12668	14843						
<b>长期负债合计</b>	<b>43774</b>	<b>60778</b>	<b>70197</b>	<b>91073</b>	<b>123669</b>						
<b>负债合计</b>	<b>81526</b>	<b>102782</b>	<b>112826</b>	<b>136323</b>	<b>172421</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	9561	8481	9275	10402	11971	<b>净利润</b>	(3148)	(3004)	2060	2922	4067
股东权益	23185	20242	22096	24726	28386	资产减值准备	(458)	144	14	33	58
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>114271</b>	<b>131504</b>	<b>144198</b>	<b>171451</b>	<b>212778</b>	折旧摊销	4118	4742	3992	4508	5369
						公允价值变动损失	(458)	144	14	33	58
						财务费用	1371	2136	2447	2916	4078
						营运资本变动	39	512	(4395)	(1894)	(2720)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	其它	(133)	(1059)	2294	3076	4654
每股收益	(0.60)	(0.57)	0.39	0.56	0.77	<b>经营活动现金流</b>	<b>(40)</b>	<b>1480</b>	<b>3980</b>	<b>8678</b>	<b>11487</b>
每股红利	0.12	0.00	0.04	0.06	0.08	资本开支	(10732)	(14599)	(10355)	(24914)	(40503)
每股净资产	4.42	3.86	4.21	4.71	5.41	其它投资现金流	50	0	0	0	0
ROIC	-5.24%	-2.06%	6%	7%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(9131)</b>	<b>(13152)</b>	<b>(11269)</b>	<b>(26055)</b>	<b>(41563)</b>
ROE	-14%	-15%	9%	12%	14%	权益性融资	131	467	0	0	0
毛利率	-6%	-0%	13%	15%	16%	负债净变化	9942	13920	7650	18800	30420
EBIT Margin	-9%	-5%	8%	10%	12%	支付股利、利息	(630)	0	(206)	(292)	(407)
EBITDA Margin	0%	4%	15%	16%	19%	其它融资现金流	(10085)	(1314)	0	0	0
收入增长	56%	19%	16%	14%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>7790</b>	<b>15083</b>	<b>7700</b>	<b>18602</b>	<b>29045</b>
净利润增长率	-280%	-5%	-169%	42%	39%	<b>现金净变动</b>	<b>2314</b>	<b>3398</b>	<b>412</b>	<b>1224</b>	<b>(1031)</b>
资产负债率	80%	85%	85%	86%	87%	货币资金的期初余额	5791	8105	11504	11915	13139
股息率	1.9%	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%	货币资金的期末余额	8105	11504	11915	13139	12108
P/E	(10.6)	(11.1)	16.2	11.4	8.2	企业自由现金流	0	(12280)	(5881)	(15789)	(28539)
P/B	1.4	1.7	1.5	1.4	1.2	权益自由现金流	0	327	(575)	218	(2024)
EV/EBITDA	1498.9	71.9	16.1	15.0	13.6						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032