

粤电力 A (000539. SZ)

Q3 盈利大幅增长，新能源发展持续推进

买入

核心观点

第三季度营收微升，归母净利润大幅增长。2023 年前三季度，公司实现营收 451.75 亿元 (+14.41%)，归母净利润 17.27 亿元 (+201.15%)，扣非归母净利润 17.11 亿元 (+198.49%)。其中，第三季度单季营收 168.34 亿元 (-0.24%)，归母净利润 8.70 亿元 (+359.40%)，扣非归母净利润 8.62 亿元 (+352.27%)。前三季度公司营业收入同比增长的原因在于电力市场需求稳步回升以及公司新能源项目有序推进投产，发电量、上网电量同比增加，2023 年前三季度公司发电量 914.52 亿千瓦时 (+6.47%)，上网电量 864.56 亿千瓦时 (+6.68%)；公司归母净利润实现扭亏为盈主要系煤价下降及电价上浮影响。

新能源建设持续推进，在建项目规模较大，项目资源储备较为充足。2023 年前三季度，公司新增新能源装机 43.32 万千瓦，均为光伏发电项目，截至 2023 年 9 月，公司风电、光伏等新能源累计投运装机容量为 295.47 万千瓦，其中海上风电、陆上风电、光伏分别为 120、114.5、60.98 万千瓦。在建项目方面，截至 2023 年 6 月，公司在建阳江青洲一、二海上风电项目、新疆莎车光伏项目等合计装机容量超 4GW；同时，公司持续拓展新能源项目资源，截至 2023 年 6 月，公司取得备案及核准的新能源项目 1180 万千瓦。公司在建项目规模较大，且新能源项目资源储备较为充足，未来在建项目及储备项目逐步投运将驱动公司业绩稳步增长。

电改持续推进，火电盈利有望趋于稳定。新一轮电改启动，主要聚焦于加快新型电力系统建设，随着电改持续推进，火电将逐步由主体电源转为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价收入将成为火电重要的收入来源，火电盈利受煤价波动的影响变小，盈利更加稳定。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；煤价上涨；行业政策变化。

投资建议：上调盈利预测。由于煤价同比下降，上调公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 24.7/32.8/41.1 亿元（原预测值分别为 20.6/29.2/40.7 亿元），EPS 为 0.47/0.62/0.78 元，当前股价对应 PE 为 11.4/8.6/6.8x。给予公司 2024 年 10-11 倍 PE，对应 6.24-6.78 元/股合理价值，较目前股价有 16%-28% 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	2469.67	3277.54	4109.62
(+/-%)	-280.3%	-4.6%	-182.2%	32.7%	25.4%
每股收益(元)	-0.60	-0.57	0.47	0.62	0.78
EBIT Margin	-9.1%	-5.4%	9.4%	10.6%	12.1%
净资产收益率(ROE)	-13.6%	-14.8%	11.0%	12.9%	14.1%
市盈率(PE)	-8.9	-9.4	11.4	8.6	6.8
EV/EBITDA	1429.8	69.1	14.5	13.8	13.2
市净率(PB)	1.21	1.39	1.25	1.11	0.97

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	021-61761029	证券分析师：郑汉林	0755-81982169
huangxiujie@guosen.com.cn	S0980521060002	zhenghanlin@guosen.com.cn	S0980522090003
证券分析师：李依琳	010-88005029	联系人：崔佳诚	021-60375416
liyilin1@guosen.com.cn	S0980521070002	cuijiacheng@guosen.com.cn	

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.24 - 6.78 元
收盘价	5.36 元
总市值/流通市值	28142/17968 百万元
52 周最高价/最低价	8.24/4.37 元
近 3 个月日均成交额	139.90 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

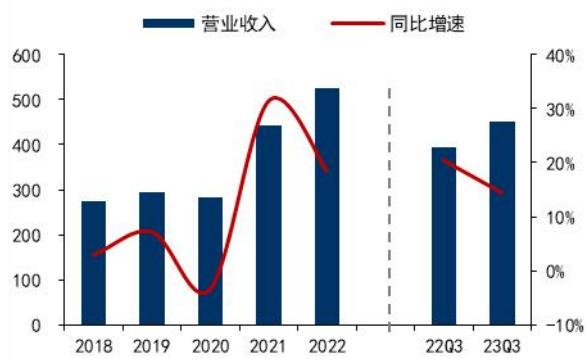
相关研究报告

- 《粤电力 A (000539. SZ) - 盈利持续改善，火电盈利有望进一步提升》——2023-08-31
- 《粤电力 A (000539. SZ) - 火电盈利有望修复，新能源发展提速》——2023-04-07
- 《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

第三季度营收微升，归母净利润大幅增长。2023 年前三季度，公司实现营收 451.75 亿元 (+14.41%)，归母净利润 17.27 亿元 (+201.15%)，扣非归母净利润 17.11 亿元 (+198.49%)。其中，第三季度单季营收 168.34 亿元 (-0.24%)，归母净利润 8.70 亿元 (+359.40%)，扣非归母净利润 8.62 亿元 (+352.27%)。前三季度公司营业收入同比增长的原因在于电力市场需求稳步回升以及公司新能源项目有序推进投产，发电量、上网电量同比增加，2023 年前三季度公司发电量 914.52 亿千瓦时 (+6.47%)，上网电量 864.56 亿千瓦时 (+6.68%)；公司归母净利润实现扭亏为盈主要系煤价下降及电价上浮影响。

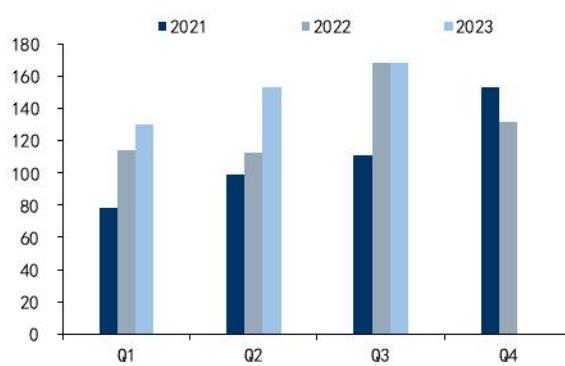
火电、风电发电量、上网电量持续增长。2023 年前三季度，公司煤电发电量 724.02 亿千瓦时 (+2.47%)，上网电量 679.00 亿千瓦时 (+2.52%)；气电发电量 146.74 亿千瓦时 (+28.30%)，上网电量 143.84 亿千瓦时 (+28.27%)；风电发电量 33.87 亿千瓦时 (+13.59%)，上网电量 32.57 亿千瓦时 (+14.52%)；水电发电量 2.97 亿千瓦时 (+1.02%)，上网电量 2.90 亿千瓦时 (+0.34%)；生物质发电量 5.18 亿千瓦时 (-1.33%)，上网电量 4.54 亿千瓦时 (-2.57%)；光伏发电量 1.74 亿千瓦时，上网电量 1.70 亿千瓦时。

图1：粤电力A营业收入及增速（单位：亿元）



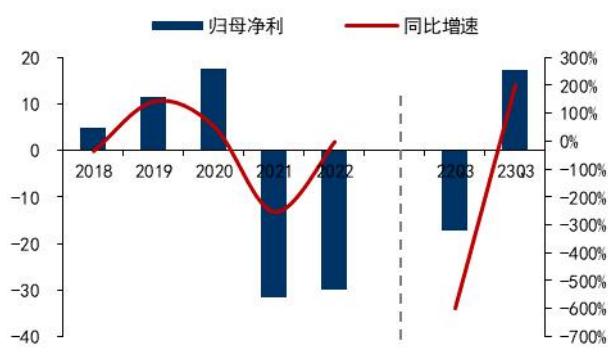
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：粤电力A单季营业收入（单位：亿元）



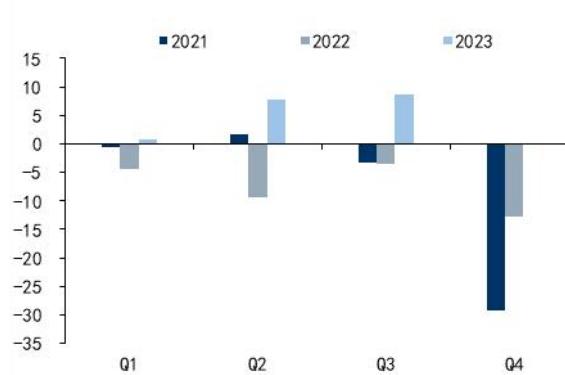
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：粤电力A归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：粤电力A单季归母净利润（单位：亿元）

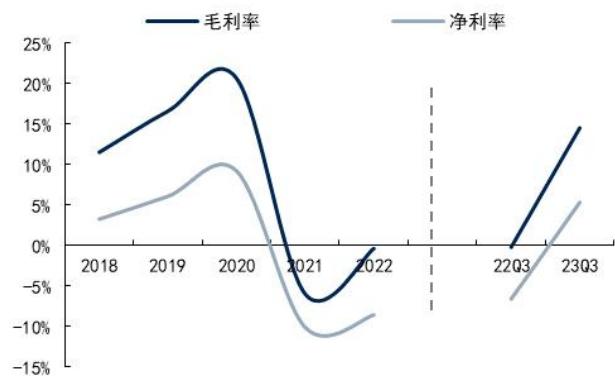


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提升及费用率基本持平，净利率水平大幅上行。2023 年前三季度，公司毛利率为 14.54%，同比增加 14.75pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降以及

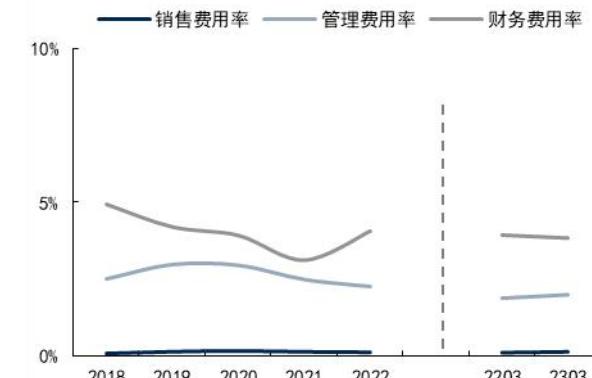
电价上浮影响。费用率方面，2023 年前三季度，公司财务费用率、管理费用率分别为 3.83%、1.99%，财务费用率同比减少 0.10pct，管理费用率同比增加 0.11pct，整体费用率基本持平。同期内，受毛利率提升影响，公司净利率较 2022 同期增加 11.99pct 至 5.39%。

图5：粤电力A毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

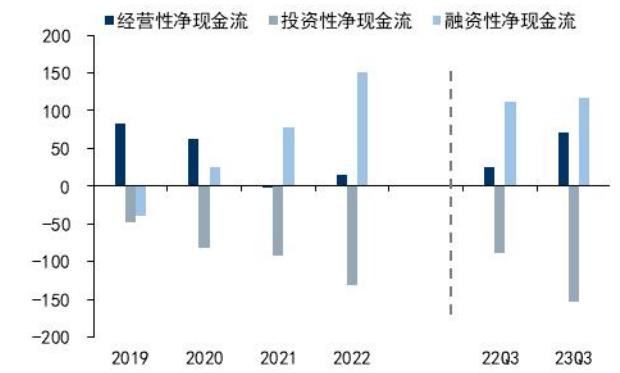
图6：粤电力A三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

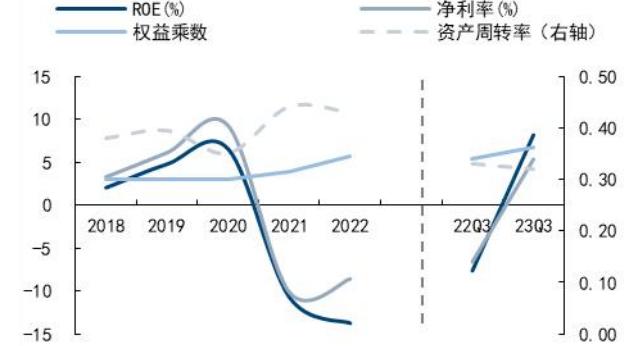
ROE 大幅增加，经营性净现金流显著改善。2023 年前三季度，受益于公司净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 15.82pct 至 8.17%。现金流方面，2023 年前三季度，公司经营性净现金流为 70.29 亿元，同比增长 173.62%，主要是受益于上网电量增加及燃料价格下降；投资性净现金流流出 152.57 亿元，同比显著增加，主要系因项目推进，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增加所致。

图7：粤电力A现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：粤电力 AROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源建设持续推进，在建项目规模较大，项目资源储备较为充足。2023 年前三季度，公司新增新能源装机 43.32 万千瓦，均为光伏发电项目，截至 2023 年 9 月，公司风电、光伏等新能源累计投运装机容量为 295.47 万千瓦，其中海上风电、陆上风电、光伏分别为 120、114.5、60.98 万千瓦。在建项目方面，截至 2023 年 6 月，公司在建阳江青洲一、二海上风电项目、新疆莎车光伏项目等合计装机容量超 4GW；同时，公司持续拓展新能源项目资源，截至 2023 年 6 月，公司取得备案及核准的新能源项目 1180 万千瓦。公司在建项目规模较大，且新能源项目资源储备较为充足，未来在建项目及储备项目逐步投运将驱动公司业绩稳步增长。

电改持续推进，火电盈利有望趋于稳定。新一轮电改启动，主要聚焦于加快新型电力系统建设，随着电改持续推进，火电将逐步由主体电源转为灵活支撑电源，辅助服务、容量电价收入将成为火电重要的收入来源，火电盈利受煤价波动的影响变小，盈利更加稳定。

投资建议：上调盈利预测。由于煤价同比下降，上调公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 24.7/32.8/41.1 亿元（原预测值分别为 20.6/29.2/40.7 亿元），EPS 为 0.47/0.62/0.78 元，当前股价对应 PE 为 11.4/8.6/6.8x。给予公司 2024 年 10-11 倍 PE，对应 6.24-6.78 元/股合理价值，较目前股价有 16%-28% 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		EPS				PE			ROE (22A)	投资 评级
			亿元		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
000883.SZ	湖北能源	4.30	280	0.18	0.33	0.30	0.43	23.9	13.0	14.3	10.0	3.8%	买入
600021.SH	上海电力	8.74	246	0.11	0.75	1.08	1.29	79.5	11.7	8.1	6.8	1.5%	买入
600483.SH	福能股份	8.56	218	1.02	1.03	1.17	1.23	8.4	8.3	7.3	7.0	13.0%	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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	12179	13916	13113	营业收入	44167	52661	60958	69439	81310
应收款项	7031	7581	12116	15704	20616	营业成本	46815	52852	52300	58736	67965
存货净额	2999	3377	3394	3809	4395	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
流动资产合计	22880	25812	31567	37846	43297	管理费用	1182	1298	1948	2191	2135
固定资产	65608	74278	80037	99927	134498	财务费用	1371	2136	2444	2903	4055
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)
资产总计	114271	131504	144396	172189	213777	营业利润	(5024)	(4063)	4032	5247	6498
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	7472	8385	9676	利润总额	(5056)	(4381)	3714	4929	6180
其他流动负债	13158	14333	14592	16383	18800	所得税费用	(584)	134	186	246	309
流动负债合计	37752	42004	42301	45004	48712	少数股东损益	(1325)	(1511)	1058	1405	1761
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)	2470	3278	4110
其他长期负债	6140	8822	10592	12668	14843						
长期负债合计	43774	60778	70197	91073	123669						
负债合计	81526	102782	112498	136077	172381						
少数股东权益	9561	8481	9433	10697	12283						
股东权益	23185	20242	22465	25414	29113						
负债和股东权益总计	114271	131504	144396	172189	213777						
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	(0.60)	(0.57)	0.47	0.62	0.78	净利润	(3148)	(3004)	2470	3278	4110
每股红利	0.12	0.00	0.05	0.06	0.08	资产减值准备	(458)	144	14	33	58
每股净资产	4.42	3.86	4.28	4.84	5.55	折旧摊销	4118	4742	3992	4508	5369
ROIC	-5.24%	-2.06%	7%	8%	8%	公允价值变动损失	(458)	144	14	33	58
ROE	-14%	-15%	11%	13%	14%	财务费用	1371	2136	2444	2903	4055
毛利率	-6%	-0%	14%	15%	16%	营运资本变动	39	512	(4657)	(1839)	(2546)
EBIT Margin	-9%	-5%	9%	11%	12%	其它	(133)	(1059)	2448	3201	4648
EBITDA Margin	0%	4%	16%	17%	19%	经营活动现金流	(40)	1480	4282	9213	11697
收入增长	56%	19%	16%	14%	17%	资本开支	(10732)	(14599)	(10355)	(24914)	(40503)
净利润增长率	-280%	-5%	-182%	33%	25%	其它投资现金流	50	0	0	0	0
资产负债率	80%	85%	84%	85%	86%	投资活动现金流	(9131)	(13152)	(11269)	(26055)	(41563)
股息率	2.2%	0.0%	0.9%	1.2%	1.5%	权益性融资	131	467	0	0	0
P/E	(8.9)	(9.4)	11.4	8.6	6.8	负债净变化	9942	13920	7650	18800	30420
P/B	1.2	1.4	1.3	1.1	1.0	支付股利、利息	(630)	0	(247)	(328)	(411)
EV/EBITDA	1429.8	69.1	14.5	13.8	13.2	其它融资现金流	(10085)	(1314)	0	0	0
						融资活动现金流	7790	15083	7663	18579	29063
						现金净变动	2314	3398	675	1737	(803)
						货币资金的期初余额	5791	8105	11504	12179	13916
						货币资金的期末余额	8105	11504	12179	13916	13113
						企业自由现金流	0	(12280)	(5578)	(15257)	(28354)
						权益自由现金流	0	327	(249)	786	(1787)

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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