

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

邢秦浩 电力公用分析师

执业编号: S1500524080001

联系电话: 010-83326712

邮箱: xingqin hao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

燃料成本下降对冲电价下行,“火+绿”双成长持续

2024年8月31日

事件: 8月30日晚粤电力A发布2024年半年报,2024H1公司实现营业收入260.79亿元,同比下降7.98%;实现归母净利润9.03亿元,同比增长5.42%;实现扣非归母净利润8.86亿元,同比上升4.36%。公司24Q2单季度实现营业收入132.89亿元,同比下降13.11%,环比上升3.91%。实现归母净利润7.77亿元,同比上升1.11%,环比大幅上升515.02%;实现扣非归母净利润7.91亿元,同比上升2.10%,环比大幅上升729.52%。

点评:

公司上半年煤电板块归母净利3.06亿元,气电板块归母净利1.44亿元,水电板块归母净利-0.10亿元,新能源板块实现归母净利1.98亿元,投资收益归母净利2.11亿元。整体来看,公司业绩同比提升的原因是煤电板块营业成本下行幅度对冲营业收入下行幅度(毛利率同比+3.23pct),以及可再生能源板块营业成本上行幅度不及营业收入上行幅度(毛利率同比+1.47pct),进而影响公司发电业务整体毛利率同比+2.24pct。

➢ **火电板块: 装机持续投产成长, 燃料成本下行对冲电价下行**

➢ **1) 装机及电量: 继续加码煤电气电项目, 气电发电量持续提升, 煤电电量同比下滑。**截止2024年6月,公司在运煤电控股装机1989万千瓦,气电控股装机1019.10万千瓦。2024年上半年火电板块新增投产气电313.2万千瓦,其中包括肇庆鼎湖天然气项目92万千瓦,惠州大亚湾石化区综合能源站项目133万千瓦,东莞宁洲替代电源项目1号机组82.8万千瓦。我们预计公司在建火电机组有望在2024-2026年间密集投产,为火电板块电量增长带来成长空间。同时,受益于广东用电量需求的持续增长,公司售电量长期有望继续提升。2024H1,公司煤电发电量累计完成413.71亿千瓦时,同比减少7.88%,气电完成112.65亿千瓦时,同比增加31.45%。

➢ **2) 电价: 广东区域电价下行明显, 公司收入端承压。**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。根据广东电力交易中心于2023年12月公布的交易结果,全省2024年年度双边协商交易、年度挂牌交易、年度集中竞争交易的成交均价同比有所下降,其中双边协商成交均价465.64元/千千瓦时(含税,下同),同比下降88.24元/千千瓦时。2024年上半年广东电力市场月度交易中,煤电机组成交均价437.2元/千千瓦时,同比下降94.26元/千千瓦时,同比-17.74%;气电机组成交均价440.3元/千千瓦时,同比下降101.83元/千千瓦时,同比-18.78%。即便考虑约度电2分左右的容量电价补偿,广东区域电价同比下行幅度约为度电7-8分钱。受区域电价下行影响,公司上半年年内持续面临电价回落压力,上半年合并报表售电均价539.50元/千千瓦时,同比下降52.36元/千千瓦时,同比降幅8.85%。下半年公司有望通过持续优化电力市场交易策略,降低电

价回落的负面影响。

- **3) 成本：燃料成本下降可观，对冲收入回落效果明显。**公司煤炭长协比例较低，进口煤占比较高。受益于 2024 年以来国内外煤炭平均价格的同比回落，尤其是进口煤价同比持续下行，公司 2024 年燃料成本同比持续改善。2024H1，公司实现发电燃料成本 169.32 亿元，同比下降 14.46%；实现火电度电燃料成本 321.68 元/兆瓦时，同比下降 13.09%。展望下半年，公司有望进一步严控各项成本费用、控制燃料采购成本，带动火电度电成本的进一步降低。
- **绿电板块：装机电量增长较为可观，“十四五”后两年成长空间广阔。**
 - 1) **装机电量：**2024H1，公司新能源板块装机和电量增长较为可观。其中，风电装机新增 60 万千瓦；光伏装机新增 23.45 万千瓦。发电量方面，风电完成 27.02 亿千瓦时，同比增加 5.59%；光伏完成 10.65 亿千瓦时，上年同期为 0.51 亿千瓦时。
 - 2) **展望：**根据公司规模， “十四五”新能源装机增长空间有望达到 1400 万千瓦。目前公司在建新疆莎车光伏项目等合计装机容量 325 万千瓦；完成决策拟建及签订收购协议的项目 233.5 万千瓦；已核准备案及已取得指标的新能源项目规模约 620.4 万千瓦。风电方面，广东海风资源禀赋较好。7 月公司发布公告，旗下风电项目托克逊风电 100 万千瓦、高栏二项目 50 万千瓦、徐闻东一项目 40 万千瓦获得核准，公司风电装机成长有望持续。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，或将有助于绿电装机的建设。
- **盈利预测及估值：**由于广东 24 年电价的超预期回落，我们调整公司 2024-2026 年的归母净利润预测至分别为 14.48 亿、18.19 亿、22.87 亿，同比增速 48.6%/25.6%/25.7%；EPS 分别为 0.28/0.35/0.44；对应 8 月 30 日收盘价的 PE 分别为 15.55/12.38/9.85 倍。考虑公司火电板块与绿电板块装机成长的优势与广东省用电量高增速需求，**维持公司“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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	52,661	59,708	60,543	68,189	73,056
增长率 YoY %	18.5%	13.4%	1.4%	12.6%	7.1%
归属母公司净利润(百万元)	-2,980	975	1,448	1,819	2,287
增长率 YoY%	-1.8%	132.7%	48.6%	25.6%	25.7%
毛利率%	-0.4%	14.6%	11.6%	11.4%	13.3%
净资产收益率 ROE%	-14.6%	4.4%	6.1%	7.2%	8.3%
EPS(摊薄)(元)	-0.57	0.19	0.28	0.35	0.44
市盈率 P/E(倍)	—	23.11	15.55	12.38	9.85
市净率 P/B(倍)	1.11	1.02	0.95	0.89	0.81

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	25,812	31,931	36,040	35,585	42,593	
货币资金	11,504	16,431	18,536	16,728	22,964	
应收票据	3	1	3	2	3	
应收账款	7,579	8,964	9,521	11,285	11,008	
预付账款	1,535	1,579	1,338	1,510	1,457	
存货	3,377	2,656	4,182	3,537	4,559	
其他	1,815	2,300	2,461	2,523	2,603	
非流动资产	105,812	129,276	142,392	155,097	167,442	
长期股权投资	9,198	9,797	10,397	11,097	11,897	
固定资产(合计)	62,400	63,017	85,708	101,640	113,989	
无形资产	3,347	3,480	3,614	3,747	3,881	
其他	30,867	52,982	42,673	38,612	37,675	
资产总计	131,624	161,207	178,432	190,682	210,036	
流动负债	42,004	46,843	51,540	54,715	58,951	
短期借款	16,261	15,757	17,757	19,757	21,757	
应付票据	1,496	755	731	611	797	
应付账款	5,938	4,430	6,455	5,833	7,054	
其他	18,309	25,901	26,596	28,514	29,342	
非流动负债	60,778	80,453	90,753	97,153	108,753	
长期借款	42,861	62,832	72,832	78,832	87,832	
其他	17,917	17,621	17,921	18,321	20,921	
负债合计	102,782	127,296	142,293	151,868	167,704	
少数股东权益	8,491	11,769	12,549	13,405	14,636	
归属母公司股东权益	20,350	22,142	23,590	25,409	27,695	
负债和股东权益	131,624	161,207	178,432	190,682	210,036	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	52,661	59,708	60,543	68,189	73,056	
同比(%)	18.5%	13.4%	1.4%	12.6%	7.1%	
归属母公司净利润	-2,980	975	1,448	1,819	2,287	
同比(%)	-1.8%	132.7%	48.6%	25.6%	25.7%	
毛利率(%)	-0.4%	14.6%	11.6%	11.4%	13.3%	
ROE(%)	-14.6%	4.4%	6.1%	7.2%	8.3%	
EPS(摊薄)(元)	-0.57	0.19	0.28	0.35	0.44	
P/E	—	23.11	15.55	12.38	9.85	
P/B	1.11	1.02	0.95	0.89	0.81	
EV/EBITDA	43.72	10.19	12.38	12.29	10.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	52,661	59,708	60,543	68,189	73,056	
营业成本	52,852	50,971	53,512	60,408	63,353	
营业税金及附加	245	334	339	382	409	
销售费用	69	93	73	82	88	
管理费用	1,193	1,592	1,211	1,364	1,461	
研发费用	1,229	1,117	1,332	1,500	1,607	
财务费用	2,136	2,288	2,076	2,249	2,487	
减值损失合计	-174	-1,675	-53	-53	-53	
投资净收益	1,062	984	1,211	1,500	1,461	
其他	113	52	63	73	80	
营业利润	-4,063	2,675	3,223	3,726	5,138	
营业外收支	-318	-259	-252	-252	-252	
利润总额	-4,381	2,416	2,971	3,474	4,886	
所得税	107	790	743	799	1,368	
净利润	-4,488	1,626	2,228	2,675	3,518	
少数股东损益	-1,508	651	780	856	1,231	
归属母公司净利	-2,980	975	1,448	1,819	2,287	
EBITDA	2,212	11,021	9,643	10,540	12,688	
EPS(当年)	-0.57	0.19	0.28	0.35	0.44	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,480	8,466	9,727	9,718	13,005	
净利润	-4,488	1,626	2,228	2,675	3,518	
折旧摊销	5,057	5,376	5,482	5,993	6,453	
财务费用	2,256	2,402	2,240	2,434	2,738	
投资损失	-1,062	-984	-1,211	-1,500	-1,461	
营运资金变动	-425	-1,646	678	-193	1,448	
其它	141	1,690	311	309	309	
投资活动现金流	-13,152	-26,182	-17,683	-17,492	-17,631	
资本支出	-12,865	-21,490	-18,095	-18,094	-18,094	
长期投资	-396	-418	-773	-873	-973	
其他	109	-4,273	1,185	1,475	1,436	
筹资活动现金流	15,083	18,236	10,060	5,966	10,862	
吸收投资	467	4,729	0	0	0	
借款	17,822	19,467	12,000	8,000	11,000	
支付利息或股息	-2,268	-2,848	-2,240	-2,434	-2,738	
现金净增加额	3,411	520	2,105	-1,808	6,236	

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，CPA，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，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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，从事公用环保行业研究。

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。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。