

## 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

## 电价下行业绩承压，静待度电盈利改善

2025年4月1日

**事件:** 3月28日晚粤电力A发布2024年年报, 2024年公司实现营业收入571.59亿元, 同比下降4.27%; 实现归母净利润9.64亿元, 同比下降1.07%; 实现扣非归母净利润9.31亿元, 同比下降14.86%。公司24Q4单季度实现营业收入146.42亿元, 同比上升0.75%, 环比下降10.93%。实现归母净利润-5.03亿元, 同比改善33.15%, 环比下降189.13%; 实现扣非归母净利润-5.56亿元, 同比改善9.94%, 环比下降192.45%。公司**2024年度利润分配预案拟为每10股派发现金红利0.2元(含税), 共计派发现金红利1.05亿元。**

**点评:**

公司2024年煤电板块归母净利2.78亿元, 气电板块归母净利4.83亿元, 水电板块归母净利-0.16亿元, 新能源板块实现归母净利1.71亿元, 投资收益归母净利8.10亿元。整体来看, 公司火电板块受电价下行影响较大, 燃煤、燃气发电业务的毛利率同比分别下降3.69pct和1.50pct; 虽然可再生能源发电业务毛利率同比增长12.78pct, 但受限于体量不及火电, 整体售电业务毛利率实现12.97%, 同比下降1.14pct。

**➤ 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年末, 公司在运煤电控股装机1995万千瓦, 气电控股装机1184.70万千瓦。2024年火电板块新增投产气电478.8万千瓦。且公司目前仍有800万千瓦煤电、194.2万千瓦气电在建, 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持续提升。2024年公司煤电发电量累计完成913.23亿千瓦时, 同比减少4.51%, 气电完成256.95亿千瓦时, 同比增加38.81%。

**➤ 2) 电价: 广东24及25年电价下行导致公司业绩承压或将持续。**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。广东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。公司2024年煤电电价同比下行约7分/千瓦时, 气电电价同比下行约3分/千瓦时。且根据广东电力交易中心, 2025年度交易成交均价391.86元/千千瓦时, 同比继续下行73.78元/千千瓦时。我们认为25年公司业绩承压或将持续。

**➤ 3) 成本: 燃料成本下降可观, 有望对冲部分电价端的压力。**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。2024 年公司实现发电燃料成本 375.41 亿元，同比下降 6.77%；实现火电度电燃料成本 0.318 元/千瓦时，同比下降 9.92%。展望 2025 年，一季度以来港口煤价持续下跌（广州港印尼煤 3800K 含税价同比-82 元/吨），燃料成本实现进一步下跌；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，实现对电价回落的部分对冲。

- **绿电板块：装机电量增长较为可观，未来成长空间广阔。1) 装机电量：**2024 年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 173.2 万千瓦。发电量方面，风电完成 51.81 亿千瓦时，同比增加 5.67%；光伏完成 25.08 亿千瓦时，同比增加 556.54%。**2) 展望：**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。目前公司在建新疆托克逊风电、莎车光伏项目等合计装机容量 207.9 万千瓦，公司风光装机成长有望持续。
- **盈利预测及估值：**由于广东 25 年电价的进一步回落，我们调整公司 2025-2027 年的归母净利润预测分别为 8.78 亿、11.49 亿、12.03 亿，同比增速-8.9%/30.8%/4.6%；EPS 分别为 0.17/0.22/0.23 元；对应 3 月 31 日收盘价的 PE 分别为 26.90/20.56/19.65 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：**广东电价持续超预期下行；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。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	59,708	57,159	58,187	64,898	72,446
增长率 YoY %	13.4%	-4.3%	1.8%	11.5%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	975	964	878	1,149	1,203
增长率 YoY%	132.7%	-1.1%	-8.9%	30.8%	4.6%
毛利率%	14.6%	13.4%	10.9%	11.4%	11.0%
净资产收益率 ROE%	4.4%	4.2%	3.7%	4.6%	4.6%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.18	0.17	0.22	0.23
市盈率 P/E(倍)	24.24	24.50	26.90	20.56	19.65
市净率 P/B(倍)	1.07	1.03	0.99	0.95	0.90

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	31,931	30,987	34,069	35,731	43,571	
货币资金	16,431	15,362	18,711	17,996	25,506	
应收票据	1	0	2	0	2	
应收账款	8,964	9,102	8,659	11,133	10,965	
预付账款	1,579	1,441	1,296	1,437	1,612	
存货	2,656	2,577	2,607	2,502	2,513	
其他	2,300	2,506	2,795	2,663	2,972	
非流动资产	129,276	144,167	155,898	167,033	177,664	
长期股权投资	9,797	10,813	11,413	12,113	12,913	
固定资产(合计)	63,017	73,629	95,480	110,034	120,688	
无形资产	3,480	3,787	4,093	4,400	4,706	
其他	52,982	55,939	44,912	40,487	39,358	
资产总计	161,207	175,154	189,967	202,765	221,235	
流动负债	46,843	44,349	47,511	52,140	57,160	
短期借款	15,757	14,109	16,109	18,109	20,109	
应付票据	755	2,102	1,930	2,221	2,078	
应付账款	4,430	4,279	4,838	5,271	6,071	
其他	25,901	23,859	24,634	26,539	28,903	
非流动负债	80,453	94,843	105,143	111,543	123,143	
长期借款	62,832	69,542	79,542	85,542	94,542	
其他	17,621	25,302	25,602	26,002	28,602	
负债合计	127,296	139,192	152,654	163,683	180,304	
少数股东权益	11,769	13,067	13,540	14,159	14,807	
归属母公司股东权益	22,142	22,895	23,773	24,922	26,125	
负债和股东权益	161,207	175,154	189,967	202,765	221,235	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	59,708	57,159	58,187	64,898	72,446	
同比(%)	13.4%	-4.3%	1.8%	11.5%	11.6%	
归属母公司净利润	975	964	878	1,149	1,203	
同比(%)	132.7%	-1.1%	-8.9%	30.8%	4.6%	
毛利率(%)	14.6%	13.4%	10.9%	11.4%	11.0%	
ROE(%)	4.4%	4.2%	3.7%	4.6%	4.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.18	0.17	0.22	0.23	
P/E	24.24	24.50	26.90	20.56	19.65	
P/B	1.07	1.03	0.99	0.95	0.90	
EV/EBITDA	10.25	11.98	12.06	11.38	11.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	59,708	57,159	58,187	64,898	72,446	
营业成本	50,971	49,521	51,842	57,480	64,488	
营业税金及附加	334	375	382	426	476	
销售费用	93	101	70	78	87	
管理费用	1,592	1,626	1,164	1,298	1,449	
研发费用	1,117	1,287	1,280	1,428	1,594	
财务费用	2,288	2,285	2,369	2,567	2,654	
减值损失合计	-1,675	-356	-147	-147	-147	
投资净收益	984	810	815	844	869	
其他	52	45	61	70	80	
营业利润	2,675	2,462	1,809	2,388	2,502	
营业外收支	-259	-8	68	68	68	
利润总额	2,416	2,455	1,877	2,456	2,570	
所得税	790	700	526	688	720	
净利润	1,626	1,755	1,351	1,768	1,850	
少数股东损益	651	791	473	619	648	
归属母公司净利	975	964	878	1,149	1,203	
EBITDA	10,962	10,194	10,855	12,303	13,082	
EPS(当年)	0.19	0.18	0.17	0.22	0.23	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	8,466	10,975	11,874	12,018	15,286	
净利润	1,626	1,755	1,351	1,768	1,850	
折旧摊销	5,376	5,901	7,307	8,008	8,611	
财务费用	2,402	2,433	2,522	2,754	2,924	
投资损失	-984	-810	-815	-844	-869	
营运资金变动	-1,646	1,307	1,410	234	2,673	
其它	1,690	390	98	98	98	
投资活动现金流	-26,182	-14,257	-18,303	-18,378	-18,452	
资本支出	-21,490	-14,892	-18,324	-18,324	-18,324	
长期投资	-418	-597	-788	-888	-988	
其他	-4,273	1,232	810	834	860	
筹资活动现金流	18,236	3,160	9,778	5,646	10,676	
吸收投资	4,729	988	0	0	0	
借款	19,467	5,061	12,000	8,000	11,000	
支付利息或股息	-2,848	-3,350	-2,522	-2,754	-2,924	
现金净增加额	520	-123	3,349	-715	7,511	

## 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。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，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。

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。