

广西能源（600310.SH）

优于大市

来水转好及公允价值变动损益带动业绩大幅增长，新能源项目建设有序推进

核心观点

油品业务剥离致营收同比减少，来水转好和公允价值变动损益带动业绩大幅增长。2024 年公司实现营业收入 39.32 亿元，同比减少 76.48%，主要系油品业务剥离所致；归母净利润 0.63 亿元，同比增长 3704.04%；扣非归母净利润-0.71 亿元，同比减亏 39.65%。分业务来看，公司自发电量增加，供电业务实现扣非归母净利润 4.15 亿元，同比增长 0.48 亿元；水电业务来水转好，发电量增加，实现扣非归母净利润 2.28 亿元，同比增加 1.26 亿元；煤炭价格高于公司火电设计盈利煤价、火电利用小时数下降及递延所得税转回导致火电业务扣非归母净利润-2.86 亿元，同比增亏 1.52 亿元；风电业务实现扣非归母净利润 0.31 亿元。此外，公司计提商誉减值/计提其他应收款坏账准备/计提参股公司投资收益减少分别导致扣非归母净利润同比变化 -0.22/-0.13/-0.10 亿元，按公允价值计量的其他非流动金融资产损益/计提世纪之光诉讼产生的预计负债/电煤采购补贴、多发满发奖补等政府补助减少分别导致归母净利润变化 1.30/-0.87/-0.32 亿元。

发电量及售电量同比增加。2024 年公司累计发电量 63.83 亿千瓦时，同比增加 5.50%，平均上网电价 345.81 元/MWh；实现售电量 85.85 亿千瓦时，同比增加 1.45%，平均售电价 507.82 元/MWh。2025 年，公司经营目标安排发电量 68.56 亿 kWh，售电量 94.21 亿 kWh。

新能源项目建设有序推进。公司防城港海上风电 A 场址于 2024 年末全容量并网发电，总装机 70 万千瓦，2024 年累计发电量 6.77 亿 kWh，F 场址已取得项目开发权并正在推进前期工作，规划装机 110 万千瓦；在手八步上程、仁义，平桂水口、茶盘源合计 55 万千瓦陆上风电项目已设立八步新能源有限公司、平桂新能源公司，项目有序推进；投资来宾市兴宾区迁江镇印山光伏发电项目（一期），直流侧规划装机 108.3MWp，投资来宾市兴宾区迁江镇古欧光伏发电项目，直流侧规划装机 97.17MWp。以上项目建设完成后，公司控股风光新能源发电合计装机容量将超过原有水电、火电装机容量。

风险提示：电价下调，来水不及预期，项目进展不及预期，政策变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到电价下行等因素，我们预计 2025-2027 年归母净利润 2.71/3.94/4.52 亿元（2025/2026 原为 5.26/6.05 亿元，新增 2027 年预测），EPS 为 0.19/0.27/0.31 元，对应当前股价 PE 为 24.2/16.6/14.5X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,716	3,932	4,265	4,798	5,481
(+/-%)	-4.1%	-76.5%	8.5%	12.5%	14.2%
净利润(百万元)	2	63	271	394	452
(+/-%)	-100.7%	3704.0%	330.6%	45.4%	14.5%
每股收益(元)	0.00	0.04	0.19	0.27	0.31
EBIT Margin	3.0%	22.9%	21.2%	23.4%	25.4%
净资产收益率(ROE)	0.1%	2.1%	8.5%	11.4%	12.0%
市盈率(PE)	3956.8	104.0	24.2	16.6	14.5
EV/EBITDA	18.6	16.3	15.9	14.3	13.2
市净率(PB)	2.20	2.19	2.06	1.89	1.73

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
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.19 元
总市值/流通市值	6141/6141 百万元
52 周最高价/最低价	5.70/3.04 元
近 3 个月日均成交额	190.59 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

《广西能源（600310.SH）-来水转好及公允价值变动损益带动业绩大幅增长》——2024-10-26

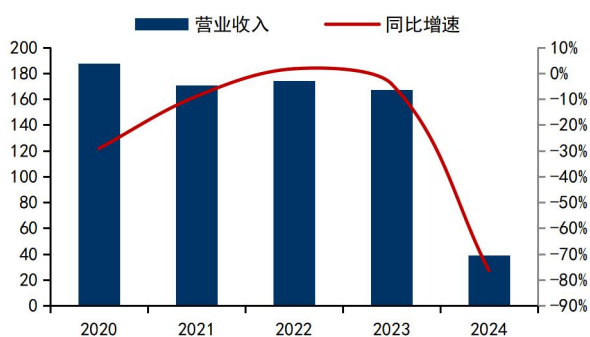
《广西能源（600310.SH）-来水转好致业绩大幅增长，海上风电项目进展顺利》——2024-08-28

《广西能源（600310.SH）-24 年上半年预计实现扣非归母净利润 0.95-1.2 亿元，同增 220%-251%》——2024-07-09

《广西能源（600310.SH）-配售售一体化公司，聚焦主业积极布局新能源发电》——2024-01-07

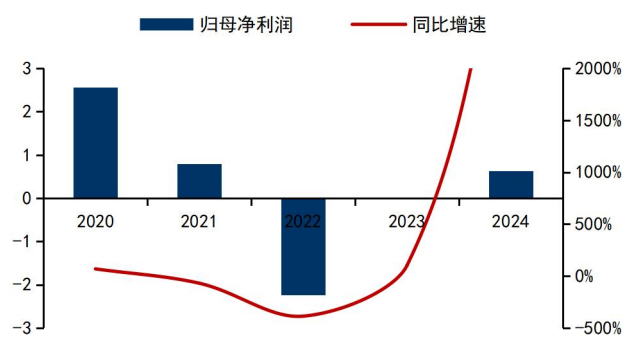
油品业务剥离致营收同比减少，来水转好和公允价值变动损益带动业绩大幅增长。2024 年公司实现营业收入 39.32 亿元，同比减少 76.48%，主要系油品业务剥离所致；归母净利润 0.63 亿元，同比增长 3704.04%；扣非归母净利润-0.71 亿元，同比减亏 39.65%。分业务来看，公司自发电量增加，供电业务实现扣非归母净利润 4.15 亿元，同比增长 0.48 亿元；水电业务来水转好，发电量增加，实现扣非归母净利润 2.28 亿元，同比增加 1.26 亿元；煤炭价格高于公司火电设计盈利煤价、火电利用小时数下降及递延所得税转回导致火电业务扣非归母净利润-2.86 亿元，同比增亏 1.52 亿元；风电业务实现扣非归母净利润 0.31 亿元。此外，公司计提商誉减值/计提其他应收款坏账准备/计提参股公司投资收益减少分别导致扣非归母净利润同比变化-0.22/-0.13/-0.10 亿元，按公允价值计量的其他非流动金融资产损益/计提世纪之光诉讼产生的预计负债/电煤采购补贴、多发满发奖补等政府补助减少分别导致归母净利润变化 1.30/-0.87/-0.32 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



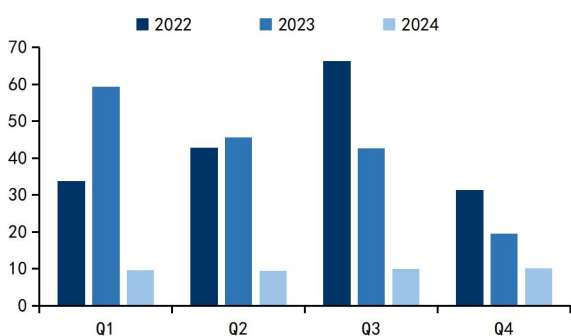
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



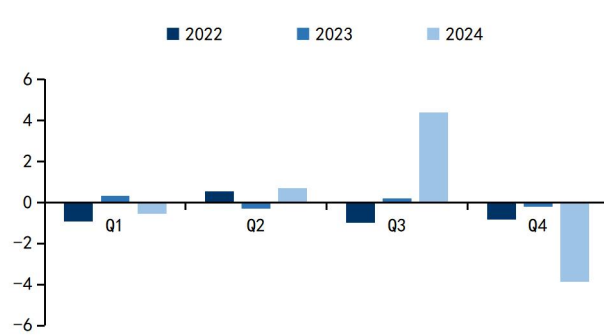
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（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：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

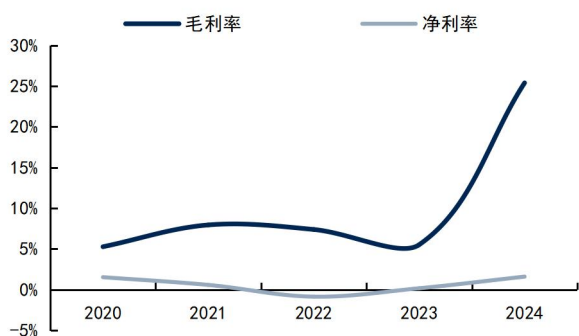


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

油品业务剥离，盈利能力显著提高。2024 年公司毛利率为 25.40%，同比大幅提高 19.88pct；净利率为 1.60%，同比提高 1.43pct，公司剥离了营收占比较大且毛利率较低的油品业务，电力主业盈利能力较强，公司盈利能力明显提高。公司销售费用率为 0.03%，同比降低 1.10pct；管理费用率为 3.81%，同比提高 2.31pct；财务费用率 11.20%，同比提高 7.90pct；研发费用率 0.43%，同比提高 0.28pct。公司管理费用率和财务费用率提高主要系营收下降幅度大于费用下降幅度所致，公司管理费用同比减少 40.1%，财务费用同比减少 20.1%。公司经营期间费用率 15.47%，同比提高 9.48pct。

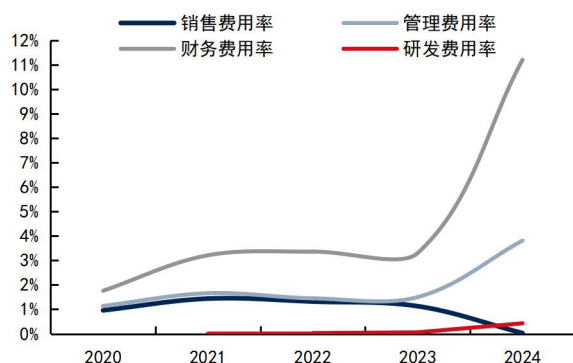
净利率上升致 ROE 同比提高，现金流规模大幅增长。公司净利率提高带动 2024 年公司 ROE 同比提高 2.06pct 至 2.11%，其中资产周转率 0.19 次，同比下降 0.65 次，主要系营业收入同比大幅下降所致；权益乘数 6.98，同比提高 0.42。公司经营性现金净流入 12.05 亿元，同比增长 98.4%，主要原因包括上年同期经营性现金净流出的油品业务已剥离、子公司桂旭能源票据支付增加现金支付减少及海上风电并网发电，电费收入增加；投资性现金净流出 33.66 亿元，同比增长 41.7%，主要系公司海上风电项目投资同比增加所致，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 36.5 亿元，同比增加 91.3%；融资性现金净流入 22.79 亿元，同比增长 140.0%，主要系收到银行借款、融资租赁及债项同比增加所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



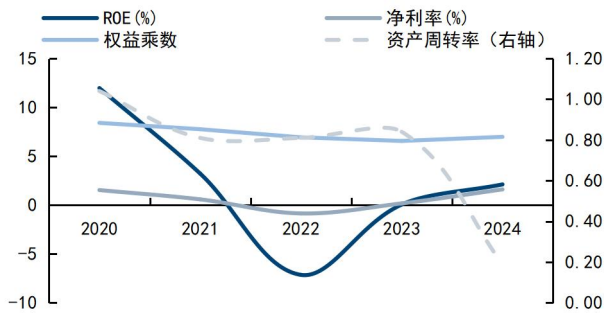
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 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

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

发电量及售电量同比增加。2024 年公司累计发电量 63.83 亿千瓦时，同比增加 5.50%，平均上网电价 345.81 元/MWh；实现售电量 85.85 亿千瓦时，同比增加 1.45%，平均售电价 507.82 元/MWh。2025 年，公司经营目标安排发电量 68.56 亿 kWh，售电量 94.21 亿 kWh。

新能源项目建设有序推进。公司防城港海上风电 A 场址于 2024 年末全容量并网发电，总装机 70 万千瓦，2024 年累计发电量 6.77 亿 kWh，F 场址已取得项目开发权并正在推进前期工作，规划装机 110 万千瓦；在手八步上程、仁义，平桂水口、茶盘源合计 55 万千瓦陆上风电项目已设立八步新能源有限公司、平桂新能源公司，项目有序推进；投资来宾市兴宾区迁江镇印山光伏发电项目（一期），直流

侧规划装机 108.3MWp，投资来宾市兴宾区迁江镇古欧光伏发电项目，直流侧规划装机 97.17MWp。以上项目建设完成后，公司控股风光新能源发电合计装机容量将超过原有水电、火电装机容量。

出售环球新材国际股票，降低公允价值变动影响。公司持有环球新材国际（6616.HK）股票 1.07 亿股，占环球新材国际总股本 12.39 亿股的 8.62%。公司拟通过大宗交易或二级市场竞价交易出售持有的环球新材国际股票，出售价格不低于环球新材国际每股净资产，出售时间至环球新材国际股票出售完毕之日止，2024 年公司累计减持 14 万股。

继续剥离非主业资产，聚焦电力主业。报告期内，公司完成控股公司陕西桂兴电力有限公司注销，不再纳入合并报表；累计转让广西永盛石化公司 49% 股权，剥离油品业务；转让广西桂东新能源科技有限责任公司 100% 股权、贺州市上程电力有限公司 96.954% 股权、上海科雷斯普能源科技股份有限公司 10.73% 股权。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到电价下行，我们预计 2025-2027 年归母净利润 2.71/3.94/4.52 亿元（2025/2026 原为 5.26/6.05 亿元，新增 2027 年预测），EPS 为 0.19/0.27/0.31 元，对应当前股价 PE 为 24.2/16.6/14.5X，维持“优于大市”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				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600116.SH	三峡水利	6.91	132	0.27	0.30	0.43	0.49	25.6	23.0	16.1	14.1	4.6%	1.71	优于大市
600236.SH	桂冠电力	6.56	517	0.14	0.31	0.35	0.38	35.6	21.2	18.7	17.4	6.7%	0.22	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：桂冠电力为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1662	2106	2139	1969	2071	营业收入	16716	3932	4265	4798	5481
应收款项	786	952	1032	1161	1327	营业成本	15792	2933	3209	3502	3880
存货净额	215	204	215	231	253	营业税金及附加	53	31	34	38	43
其他流动资产	193	627	680	765	873	销售费用	189	1	1	1	1
流动资产合计	2857	3887	4066	4126	4524	管理费用	274	183	191	200	217
固定资产	11873	16251	18190	20067	23315	财务费用	551	440	500	612	704
无形资产及其他	462	459	455	452	450	投资收益	26	1	25	25	25
投资性房地产	2573	2336	2336	2336	2336	资产减值及公允价值变动	34	167	0	0	0
长期股权投资	648	357	346	336	231	其他收入	78	(17)	75	111	102
资产总计	18413	23290	25393	27316	30856	营业利润	(6)	495	431	581	763
短期借款及交易性金融负债	4979	5605	8279	7889	7956	营业外净收支	18	(98)	0	0	0
应付款项	1078	2641	342	369	404	利润总额	12	398	431	581	763
其他流动负债	605	789	266	288	316	所得税费用	(16)	193	75	102	133
流动负债合计	6662	9035	8888	8546	8675	少数股东损益	26	142	84	85	178
长期借款及应付债券	6062	7374	9325	11205	14125	归属于母公司净利润	2	63	271	394	452
其他长期负债	1154	1875	1925	1975	2025						
长期负债合计	7217	9249	11250	13180	16150	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13879	18284	20138	21726	24825	净利润	2	63	271	394	452
少数股东权益	1552	2011	2070	2130	2254	资产减值准备	(530)	(133)	119	(4)	(7)
股东权益	2982	2995	3185	3461	3777	折旧摊销	591	624	772	863	985
负债和股东权益总计	18413	23290	25393	27316	30856	公允价值变动损失	(530)	(133)	119	(4)	(7)
						财务费用	551	440	500	612	704
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	111	1160	(2966)	(182)	(233)
每股收益	0.00	0.04	0.19	0.27	0.31	其它	963	(374)	415	651	810
每股红利	0.00	0.03	0.06	0.08	0.09	经营活动现金流	608	1205	(1271)	1717	2000
每股净资产	2.03	2.04	2.17	2.36	2.58	资本开支	(1908)	(3650)	(2826)	(2732)	(4224)
ROIC	6.83%	2.59%	4%	4%	4%	其它投资现金流	17	0	0	0	0
ROE	0.06%	2.10%	8.52%	11.39%	11.96%	投资活动现金流	(2376)	(3366)	(2815)	(2721)	(4120)
毛利率	6%	25%	25%	27%	29%	权益性融资	212	389	0	0	0
EBIT Margin	3%	23%	21%	23%	25%	负债净变化	1492	1312	1951	1880	2920
EBITDA Margin	7%	39%	39%	41%	43%	支付股利、利息	0	(44)	(81)	(118)	(135)
收入增长	-4%	-76%	8%	12%	14%	其它融资现金流	1661	341	2674	(391)	67
净利润增长率	-101%	3704%	331%	45%	15%	融资活动现金流	950	2279	4119	834	2223
资产负债率	84%	87%	87%	87%	88%	现金净变动	(988)	444	34	(170)	102
股息率	0.0%	0.7%	1.2%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	2650	1662	2106	2139	1969
P/E	3956.8	104.0	24.2	16.6	14.5	货币资金的期末余额	1662	2106	2139	1969	2071
P/B	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	(1403)	(4273)	(1127)	(2322)
EV/EBITDA	18.6	16.3	15.9	14.3	13.2	权益自由现金流	0	250	(61)	(142)	84

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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。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所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