



公司研究 | 深度报告 | 广州发展 (600098.SH)

用发展的眼光看“发展”

报告要点

当前时点我们建议要以发展的眼光来看广州发展：随着电改的持续推进和深化，容量电价的推进乃至容量市场的交易也是新型电力系统建设的重要一环，优质煤电、气电机组依然是长期具备坚实价值的资产；未来能源体系的发展，也将逐步从单一的能源提供向综合能源服务提供的方向进行演变，广州发展更全面稳健的业务布局，对企业长周期的发展和稳定盈利更为有利。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

用发展的眼光看“发展”

以电力为核心的综合能源服务商平台

公司业务布局多元，包括传统火电、新能源、燃气和能源物流，虽然能源物流收入占比过半，但利润贡献的核心是发电和燃气业务，2024年发电业务利润总额贡献54%，燃气业务贡献40%。其中得益于气电和新能源的发展，传统煤电业务占比不高，且即便在火电行业经营尤为困难的2021年，公司火电业务也没有出现亏损，凸显了业务协同的托底作用，能源物流业务和燃气业务分别为煤电业务和气电业务提供更好的能源供应保障。且2023-2024年公司燃气业务规模的快速扩张，以及稳定的盈利贡献，也构成了公司利润的核心支撑。

聚焦广东电力市场，火电如何走出泥沼

2025年，广东省年度交易电价折价幅度达到4.61分/千瓦时（含容量），不可避免的会对本地火电机组盈利能力产生影响，但考虑到2025年以来煤价中枢的回落，我们判断广东省火电可能存在盈利空间。广东省年度交易电价出现显著下滑的原因是多方面的：持续降低的煤价为用户端压价提供了筹码；随着各电源装机增长，广东省电力供给裕度提升；现货市场推进的同时，容量电价或补偿机制没有得到同步推进，带来中长期市场和现货市场的价差。

广东省火电机组经营困境的扭转，尚需容量电价或容量补偿机制的进一步推进。根据国家发改委的要求，广东省当前100元/千瓦·年的容量电价将在2026年起提升至165元/千瓦·年或以上，能够在一定程度上缩小中长期市场和现货市场的交易价差。更有效的方式是完善价格机制，出台类似山东的现货市场容量补充电价。

业务协同，凸显联营优势

公司煤电联营、气电联营的开展，也为公司燃料的供应保障和价格提供了有利条件：一方面电力业务与能源物流业务在资源衔接、长协兑现、用煤结构调整等方面有效协调；另一方面燃气业务与电力业务联动，在气源组织、气量消纳、燃气发电等方面优势互补，保障气电项目用气需求，珠江LNG二期投产后提升了供气规模，为获取中长期气源合同提供支撑。

借助传统能源提供的丰厚现金流和产业资源基础，广州发展积极开拓新能源项目，整合传统能源与新能源禀赋优势，发展林光互补、渔光互补、农光互补，积极布局储能、氢能领域，“新能源+”新业态发展自成特色。截至2024年末，公司风力及光伏发电可控装机规模479万千瓦，新能源的持续开发预计将为公司持续贡献增量利润。

用发展的眼光看“发展”

当前时点我们建议要以发展的眼光来看广州发展：随着电改的持续推进和深化，容量电价的推进乃至容量市场的交易也是新型电力系统建设的重要一环，优质煤电、气电机组依然是长期具备坚实价值的资产；未来能源体系的发展，也将逐步从单一的能源提供向综合能源服务提供的方向进行演变，广州发展更全面稳健的业务布局，对企业长周期的发展和稳定盈利更为有利。综合公司各项业务的开展情况，预计公司2025-2027年EPS分别为0.57元、0.63元和0.74元，4月30日股价对应PE分别为11.41倍、10.16倍和8.75倍，给予公司“买入”评级。

风险提示

1、电力供需恶化风险；2、天然气需求不及预期风险；3、煤价非季节性上涨风险；4、盈利预测不及预期风险。

公司基础数据

当前股价(元)	6.45
总股本(万股)	350,631
流通A股/B股(万股)	349,875/0
每股净资产(元)	7.63
近12月最高/最低价(元)	7.40/5.40

注：股价为2025年4月30日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

广州发展：以电力为核心的综合能源服务商平台	6
能源体系全面布局	6
业务协同托底业绩表现	8
聚焦广东电力市场，火电如何走出泥沼	9
电价的松动与折价卖电的再现	9
透过现象看本质，电价为何出现预期外的下滑	10
电价风险全景评估：当下洞察与远景展望	12
业务协同，凸显联营优势	14
燃气扩张，构建稳健利润支撑	14
煤电&气电联营，保障供应&协同优势	15
新老结合，探索综合能源服务模式	16
用发展的眼光看“发展”	18
风险提示	19

图表目录

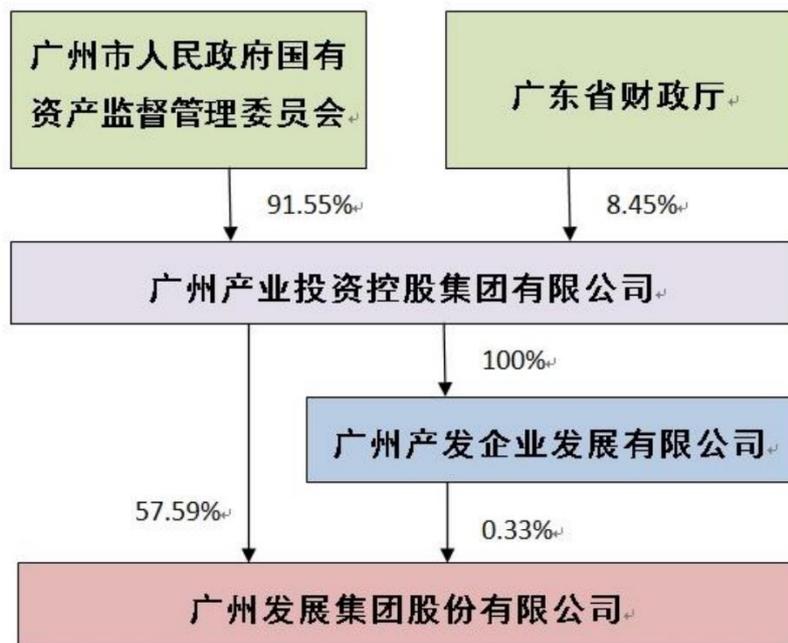
图 1：公司股权结构情况（截至 2024 年底）	6
图 2：公司控股装机及结构（单位：万千瓦）	7
图 3：公司业务收入结构情况（单位：亿元）	7
图 4：公司业务利润总额结构情况（单位：亿元，未考虑内部抵销）	8
图 5：公司近年盈利收入表现（单位：亿元）	8
图 6：公司近年归母业绩表现（单位：亿元）	8
图 7：广东省电力交易情况（单位：元/千瓦时）	9
图 8：广东电力市场月度交易综合价（单位：元/千瓦时）	9
图 9：电价煤价对应关系说明	10
图 10：秦港动力煤价情况（单位：元/吨）	11
图 11：印尼进口煤价格情况（单位：元/吨）	11
图 12：全国与广东省用电量增速对比	11
图 13：广东省最大用电负荷和各电源装机情况（单位：亿千瓦）	11
图 14：广东省现货市场日前加权平均电价（单位：厘/千瓦时）	12
图 15：广东省中长期交易电价区间与 2025 年实际水平（单位：元/千瓦时）	12
图 16：公司天然气业务规模持续扩张（单位：亿立方米）	14
图 17：燃气业务利润及贡献度（单位：亿元）	14
图 18：公司火电机组结构情况（单位：万千瓦）	15
图 19：产业链一体化优势	16
图 20：公司新能源装机发展与展望（单位：万千瓦）	17
图 21：火电公司 2024 年 ROE 与 PB 分布图（PB 基于 2025 年 4 月 30 日收盘价）	18
表 1：年度长协电价&不同煤价预期下的广东火电度电盈利测算（首行是不同煤价假设，单位：元/吨）	10

表 2: 广东省煤电容量电价将在 2026 年得到提升	13
表 3: 公司火电资产细则 (截至 2024 年底, 单位: 万千瓦)	15
表 4: 公司替代项目情况 (单位: 万千瓦)	16
表 5: 公司部分新能源项目推进情况 (单位: 万千瓦)	17
表 6: 公司收入业绩敏感性测试 (单位: 亿元)	19

广州发展：以电力为核心的综合能源服务商平台

广州发展是广东省重要的地方性综合能源公司之一，产业以湾区核心门户枢纽广州市为基础，向外辐射省内、湾区各大城市并优拓全国，走向海外。公司围绕建设国内领先的绿色低碳综合智慧能源企业集团战略定位，积极打造煤电联营、气电联营、传统能源与新能源联营等多元产业链，构建绿色低碳综合智慧能源全产业链协同发展新格局。

图 1：公司股权结构情况（截至 2024 年底）



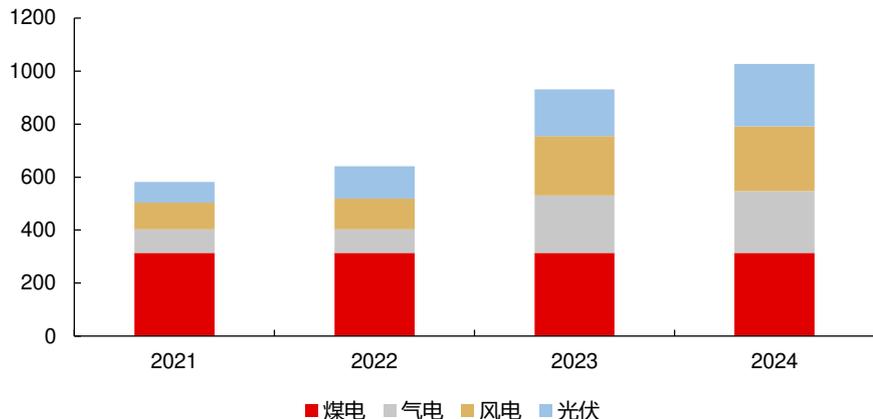
资料来源：公司公告，长江证券研究所

能源体系全面布局

公司业务布局多元，涵盖能源体系多个方向，包括传统火电、新能源、燃气、能源物流和储能：

- 电力业务中包含煤电、气电、风电和光伏多种发电类型，截至 2024 年底公司装机容量 1026.39 万千瓦，其中火电 547.65 万千瓦，风电 244.07 万千瓦，光伏 234.67 万千瓦，各电源发展较为均衡，其中除了兼顾发电以外，公司还在积极推进用户侧储能和电源侧储能业务发展；

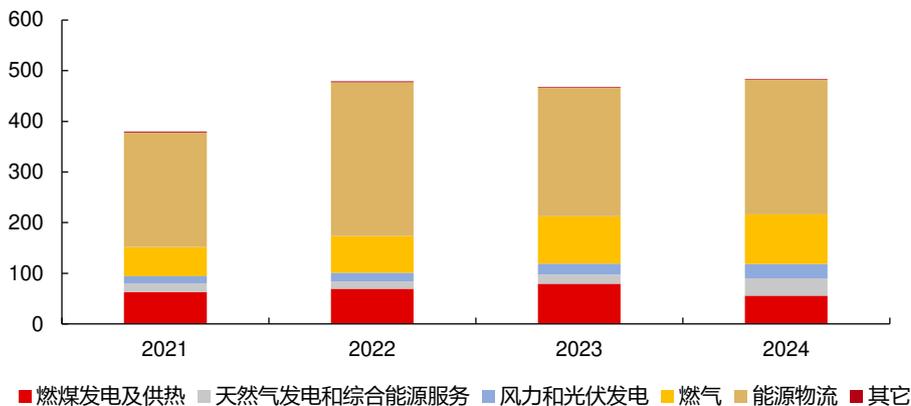
图 2：公司控股装机及结构（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

- 能源物流业务是公司实现综合能源产业链发展的环节之一，包括煤炭业务、油品业务，其中以煤炭销售为主，公司也是华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业；
- 燃气业务通过属下燃气集团及其子公司运营管理，燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销的唯一主体，拥有基本覆盖广州市全区域的高、中压管网，统筹全市高压管网建设和上游气源购销。

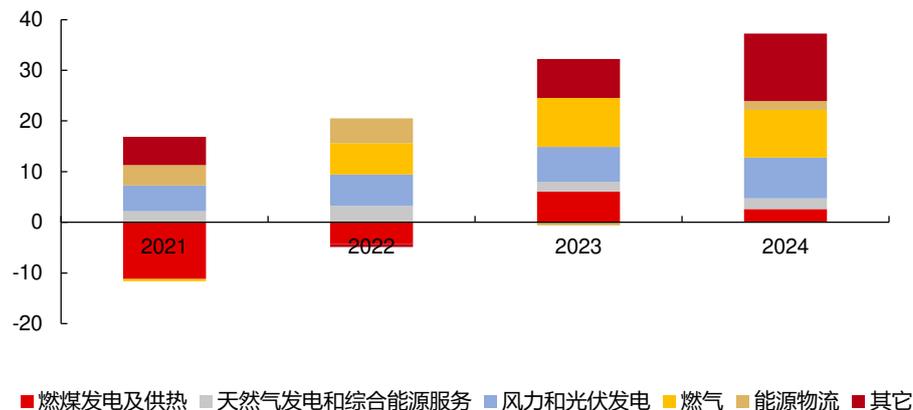
图 3：公司业务收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

虽然公司业务收入中能源物流占比过半，但利润贡献的核心主要是发电业务和燃气业务，2023 年随着电力业务盈利的修复，煤电业务占利润总额比例达到 26%，气电 8%，新能源占比 30%，发电业务合计 64%，燃气业务占比 42%。2024 年，受限于广东偏弱的电价表现，煤电业务利润同比下滑，但发电业务合计利润贡献依然占到 54%，燃气业务占比 40%，其他业务贡献占比显著提升系参股的航运公司 2023 年亏损导致拖累投资收益 2.22 亿元，但 2024 扭亏为盈贡献投资收益 36 万元。

图 4：公司业务利润总额结构情况（单位：亿元，未考虑内部抵销）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

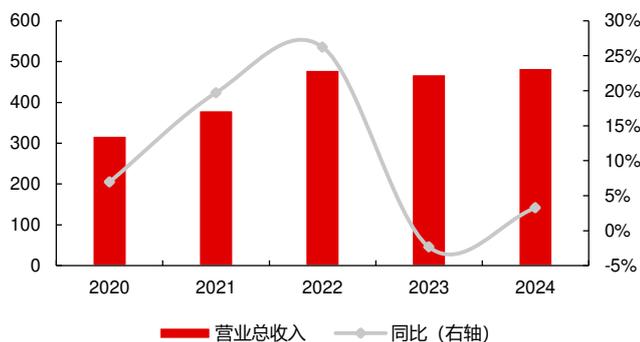
业务协同托底业绩表现

传统火电不可避免的受到能源价格和市场交易电价的影响，2021 年公司业绩大幅下滑，主因系能源价格高涨导致煤电业务亏损；随后随着能源价格的回落和广东省电价 2022 年开启上浮，并在 2023 年进一步提升，公司业绩持续修复。新能源业务的发展扩张，为公司提供了持续的利润增长点。

2024 年全年，公司实现 3.27% 的收入增长，以及 5.73% 的业绩增长，主要拉动因素来自新投产的气电和天然气项目带动业务规模扩张，贡献增量利润，以及 2023 年亏损的参股企业经营情况于 2024 年实现显著改善。

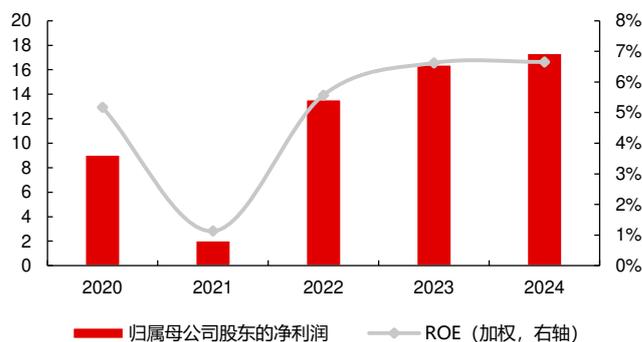
其中值得注意的是，在火电行业经营尤为困难的 2021 年，公司火电业务也没有出现亏损，这凸显了公司业务协同的托底作用。公司煤电联营、气电联营的模式，能够通过能源物流业务和燃气业务分别为煤电业务和气电业务提供更好的能源供应保障。

图 5：公司近年盈利收入表现（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司近年归母业绩表现（单位：亿元）



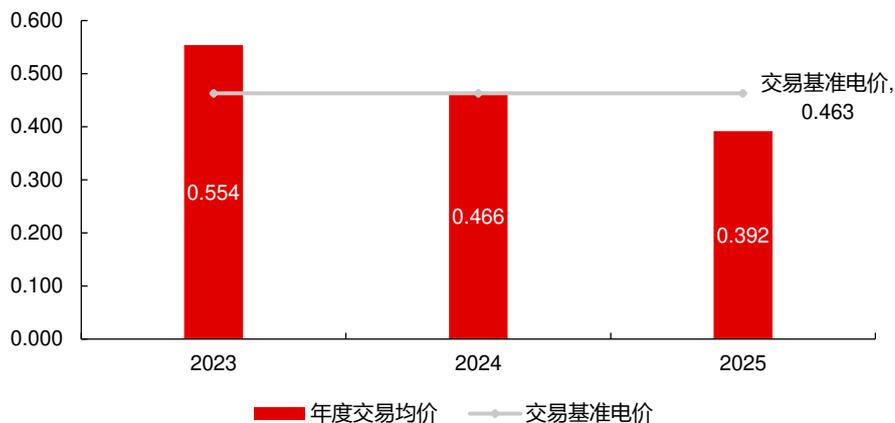
资料来源：Wind，长江证券研究所

聚焦广东电力市场，火电如何走出泥沼

电价的松动与折价卖电的再现

2024 年广东省年度交易电价率先出现比较明显的松动,即便考虑到 2024 年开始煤电容量电价政策的执行,电价表现也较 2023 年显著下滑;随后的 2025 年,广东省年度交易电价同比降低的绝对值也达到了 7.38 分/千瓦时,且再度出现了“十三五”时期的“折价卖电”,折价幅度达到 7.11 分/千瓦时,考虑容量电价(按 4000 小时数测算)之后折价幅度约为 4.61 分/千瓦时。

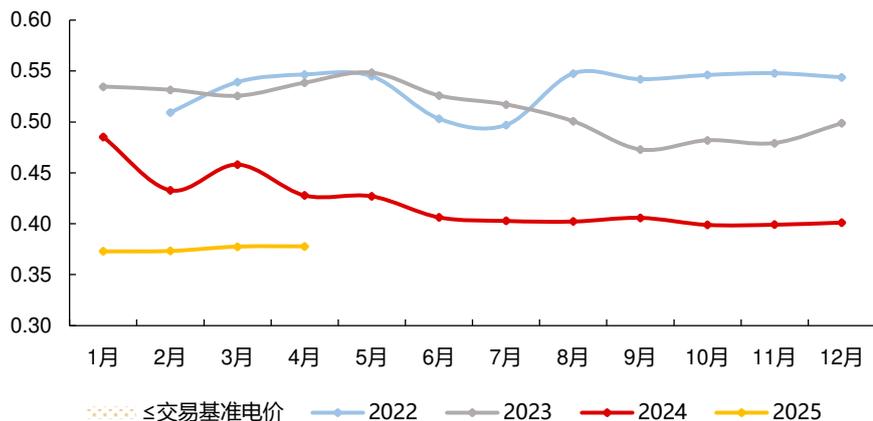
图 7: 广东省电力交易情况(单位:元/千瓦时)



资料来源:广东电力交易中心,长江证券研究所

但在 2025 年年度交易折价发生之前,2024 年月度交易的结果似乎已经预告了年度交易折价发生的可能性:2024 年 2 月份,广东月度交易综合价已经跌破当地煤电基准电价,虽然 3-4 月有所恢复,但后续持续处于“折价卖电”状态。

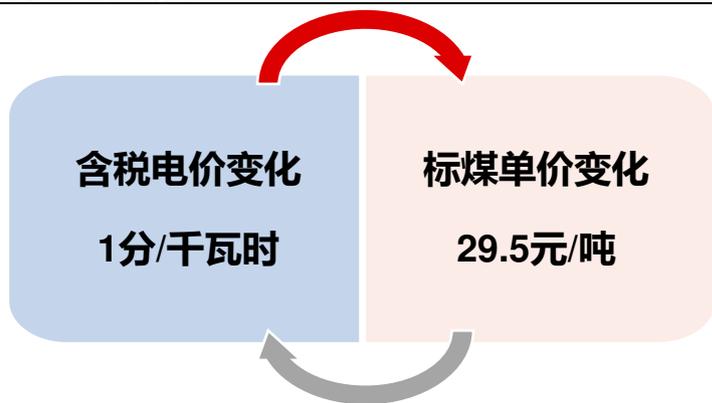
图 8: 广东电力市场月度交易综合价(单位:元/千瓦时)



资料来源:广东电力交易中心,长江证券研究所

电价的下滑不可避免的会对火电盈利产生影响,7.38 分/千瓦时的电价下滑,按照 300 克/千瓦时的供电煤耗进行推算,大概对应需要 218 元/吨的标煤单价的下跌才能完全对冲。即便考虑全额市场煤采购、成本弹性最大化的角度出发,也对应需要港口 5500 大卡煤价从 2024 年均值的 855 元/吨(秦港 Q5500 动力末煤平仓价)跌至 662 元/吨。

图 9：电价煤价对应关系说明



资料来源：长江证券研究所

但考虑到 2025 年以来煤价中枢的回落，我们判断广东省火电机组可能存在盈利空间。我们以当前火电主力机型 60 万千瓦机组为例，对广东火电度电盈利的情况进行估算。参照 2025 年广东年度交易成交结果，考虑不同的煤价情形，煤价中枢跌至 710 元/吨时 60 万千瓦机组即可实现盈亏平衡。

表 1：年度长协电价&不同煤价预期下的广东火电度电盈利测算（首行是不同煤价假设，单位：元/吨）

项目	单位	670	680	690	700	710	720
利用小时	小时			4000			
容量电价	元/千瓦			100			
平均电价	元/千瓦时			0.4169			
长协煤价格	元/吨	674	676	678	680	682	684
长协煤比例	%			20%			
运杂费	元/吨			60			
标煤单价	元/吨	816	825	834	844	853	863
度电燃料成本	元/千瓦时	0.245	0.247	0.250	0.253	0.256	0.259
度电其他成本	元/千瓦时			0.112			
度电利润总额	元/千瓦时	0.012	0.009	0.006	0.003	0.001	-0.002

资料来源：Wind，中电联，长江证券研究所

透过现象看本质，电价为何出现预期外的下滑

广东省年度交易电价出现如此显著下滑的原因是多方面的，电力供需、能源价格都是重要影响因素。

首先从能源价格角度来看，2024 年底正值年度交易谈判之际，国内秦港动力煤价格和以印尼煤为代表的进口煤价格均出现了明显下跌。作为公开市场数据，持续降低的煤价也为用户端谈判压价提供了筹码。

图 10: 秦港动力煤价情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

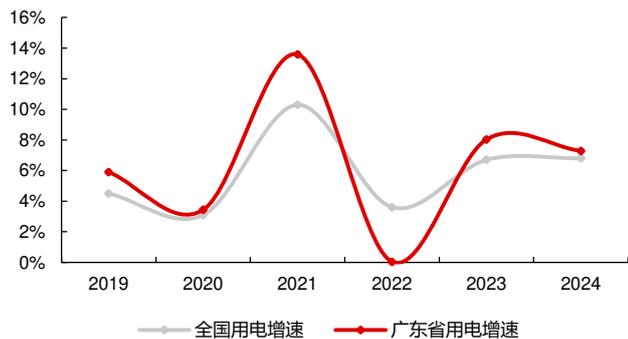
图 11: 印尼进口煤价格情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

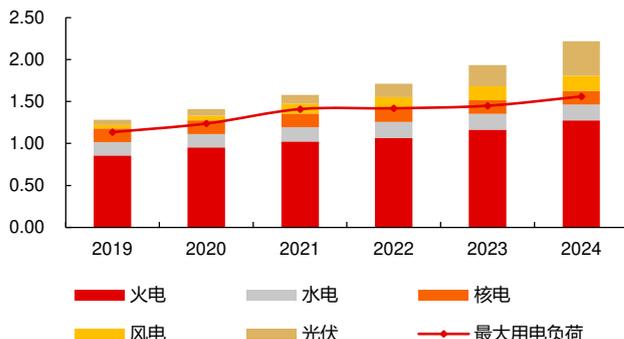
从供需因素角度来看, 虽然广东省用电量增速多数时候领先于全国水平, 最大用电负荷也在持续提升, 但随着供给端各电源发电装机的增长, 广东省也已经逐步走出了 2021 年-2022 年用电相对紧张的局面, 供给裕度逐步提升。

图 12: 全国与广东省用电量增速对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 广东省最大用电负荷和各电源装机情况 (单位: 亿千瓦)



资料来源: 中电联, 南方电网, CMG, 《华夏时报》, 广东省发改委, 《羊城晚报》, 长江证券研究所

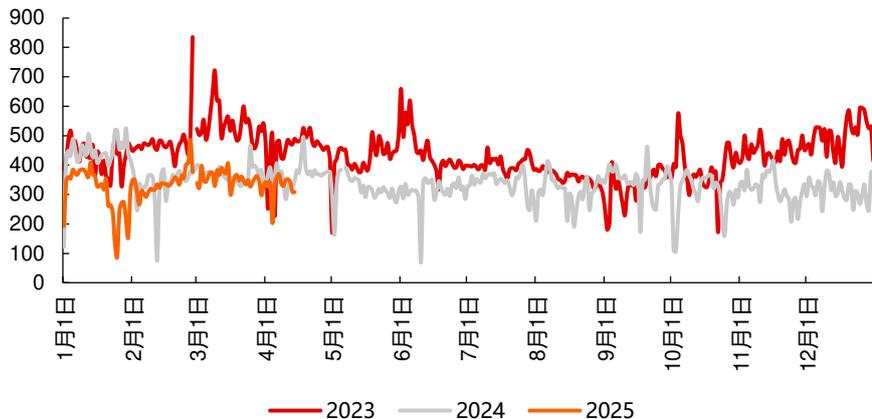
此外, 电力市场化推进过程中的机制不合理也对电价产生了重要影响。广东省作为第一批电力现货市场的试点省份之一, 现货市场建设进程位居全国前列, 2024 年已经实现现货市场的正式运行。从结算规模上看, 2024 年广东省市场用户结算市场电量 3948.2 亿千瓦时, 其中现货偏差电量 421.5 亿千瓦时, 占市场电量的 10.68%。

但在现货市场上, 对于煤电机组而言, 凡是用户方报价高于发电边际成本, 也就是高于度电燃料成本时, 接受报价就能起到多发电、摊薄其他固定成本的作用, 因此在煤价不高、供需不紧张的情况下, 现货成交电价很难达到较高水平, 也正如 2024 年广东电力现货市场实际电价, 全年日前市场加权均价 0.3468 元/千瓦时, 实时市场加权均价 0.3411 元/千瓦时。

但在中长期交易市场上, 发电企业愿意接受的电价报价不仅需要覆盖边际成本, 同时也需要覆盖其它固定成本, 两部分合计的电价要求远高于广东现货电价的水平。而在当下广东省和多数省份的价格机制下, 并没有专门针对于现货市场的容量补偿机制, 因此用户也会倾向于预留更多电量参与现货市场, 并在年度市场上压低报价。

总结而言即现货市场推进的同时, 容量电价或容量补偿机制并没有得到同步推进, 带来了中长期市场和现货市场的价差。

图 14：广东省现货市场日前加权平均电价（单位：厘/千瓦时）

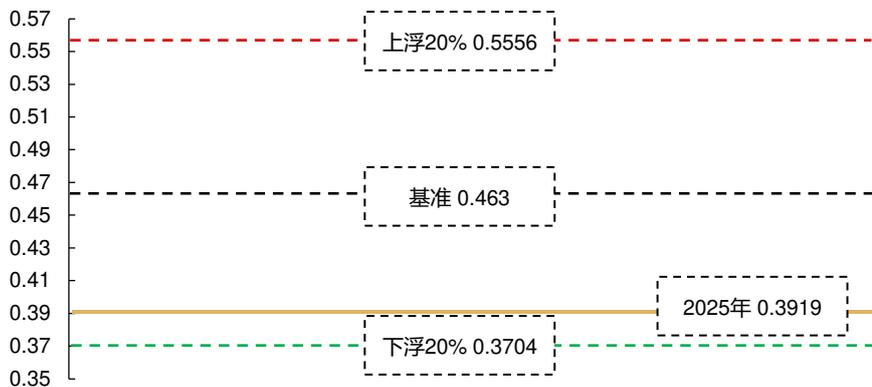


资料来源：广东电力交易中心，长江证券研究所

电价风险全景评估：当下洞察与远景瞻望

按照当前中长期市场电价政策要求，广东省中长期交易电价以本地交易基准电价 0.463 元/千瓦时为中枢，浮动的上下限均为 20%，即中长期电价的区间为 0.3704-0.5556 元/千瓦时，而 2025 年年度交易电价已经降至 0.3919 元/千瓦时，距离“跌停”仅有 2 分钱出头的距离。此外，广东省火电 2025 年已经面临着较大的盈利挑战，如果煤价不进一步下探，发电企业的盈利和资本开支都很难得到保障，进一步接受更低电价的能力也极为有限。

图 15：广东省中长期交易电价区间与 2025 年实际水平（单位：元/千瓦时）



资料来源：广东电力交易中心，长江证券研究所

按照 0.37 元/千瓦时的中长期交易最低电价估算，现金流角度依然能在平衡点以上，即度电亏损金额少于度电折旧金额。但广东省火电机组经营困境的扭转，尚需容量电价或容量补偿机制的进一步推进。

根据国家发改委的要求，“2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%”，这意味当前广东省所执行的 100 元/千瓦·年容量电价，将在 2026 年起提升至 165 元/千瓦·年或以上。按照 2022-2024 年广东省火电利用小时均值折算，度电补偿金额将从当前的 0.0244 元/千瓦时提升到 0.0403 元/千瓦时，能够在一定程度上缩小中长期市场和现货市场的交易价差。

表 2: 广东省煤电容量电价将在 2026 年得到提升

项目	2024-2025 年	2026 年
广东省煤电容量电价 (元/千瓦, 含税)	100	165
广东省 2022-2024 年火电平均利用小时	4091	4091
折算度电电价 (元/千瓦时, 含税)	0.0244	0.0403

资料来源: 国家发改委, 中电联, 长江证券研究所

更有效的方式是完善价格机制, 出台现货市场容量补充电价, 山东便是典范: 2022 年, 山东省发改委印发《关于电力现货市场容量补偿电价有关事项的通知》, 提出“山东容量市场运行前, 参与电力现货市场的发电机组容量补偿费用从用户侧收取, 电价标准暂定为每千瓦时 0.0991 元 (含税)” ; 随后在国家发改委煤电容量电价政策出台后, 除了 100 元/千瓦的容量补充以外, 现货市场上的容量补偿电价用户侧收取标准由每千瓦时 0.0991 元暂调整为 0.0705 元。

得益于现货市场中可以获得额外的容量补偿电价, 山东省现货交易市场上即便电能量电价基于边际成本报价的逻辑, 成交电价偏低, 但相对充足的容量补充也有效的缩小了中长期市场和现货市场的交易价差, 保障了山东省中长期交易电价的稳定。

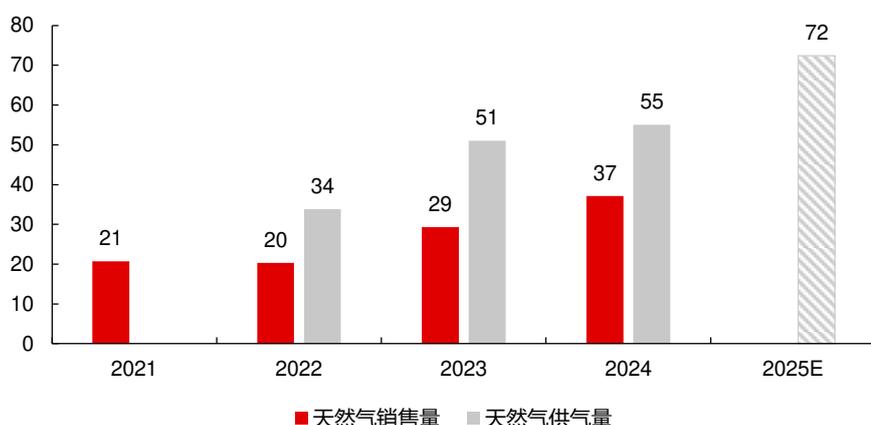
业务协同，凸显联营优势

燃气扩张，构建稳健利润支撑

公司燃气业务致力于打造自主掌控的气源采购、储存运输、终端销售、延伸服务一体化天然气全产业链。2023-2024 年，公司燃气业务保持较高的规模增速，其中 2023 年天然气销量同比增长 44.14%，2024 年天然气销量同比增长 20.53%。2023 年，公司旗下广州 LNG 应急调峰气源站建成投产，有助于优化气源结构，提升气源成本控制能力；同年珠江 LNG 电厂二期项目实现双机投产，进一步为煤气电联营蓄能增势。2024 年，公司天然气利用四期工程整体竣工投产，实现燃气管网与国家管网连通，增加了公司的天然气供应能力。

按照公司 2024 年报给到的规划指引，2025 年公司天然气供应量计划从 2024 年的 55 亿立方米提升到 2025 年规划的 72 亿立方米，燃气业务继续保持快速扩张。

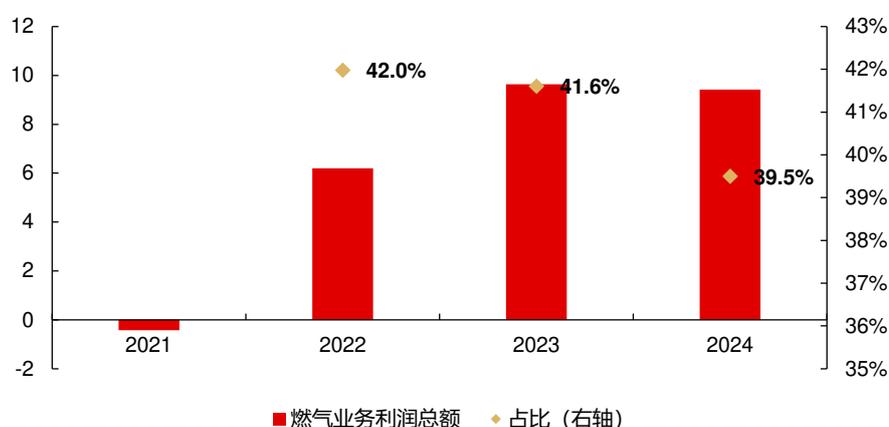
图 16：公司天然气业务规模持续扩张（单位：亿立方米）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

从利润贡献角度看，受益于 2022 年开始推进的非居民天然气价格最高限价的调整，燃气业务盈利实现同比改善，并进一步在 2023-2024 年稳定在 9 亿以上的利润总额贡献，占到公司整体利润总额的比例约 40%，构成了公司利润的核心支撑。

图 17：燃气业务利润及贡献度（单位：亿元）

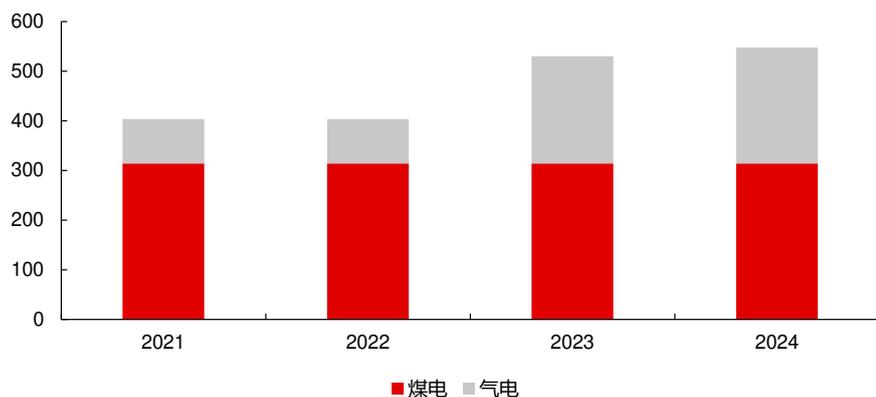


资料来源：公司公告，长江证券研究所

煤电&气电联营，保障供应&协同优势

公司火力发电厂集中在粤港澳大湾区电力负荷中心，是华南地区大型发电企业之一，也是广州市属最大的发电企业，有近 30 年电力项目投资、建设、运营经验。截至 2024 年底，公司火电装机 547.65 万千瓦，其中煤电 314 万千瓦、气电 233.65 万千瓦。

图 18：公司火电机组结构情况（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：公司火电资产细则（截至 2024 年底，单位：万千瓦）

电厂	类型	股比	控股装机	权益装机
珠江电力	燃煤	100%	64	64
东方电力	燃煤	100%	64	64
恒益电厂	燃煤	50%	120	60
中电荔新	燃煤	50%	66	33
燃煤合计			314	221
珠江 LNG 电厂	燃气	70%	78	54.6
珠江 LNG 电厂二期	燃气	72%	137.4	98.93
鳌头能源站	燃气	50%	2.88	1.44
宝珠能源站	燃气	100%	6.8	6.8
太平能源站	燃气	100%	8.567	8.567
燃气合计			233.647	170.335

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

后续公司还将通过增容/等容替代的方式，发展一批高效煤电、气电机组，进一步改善公司火电机组的能耗、排放等相关指标，其中主要包括旺隆热电替代工程项目和珠江电厂煤电环保替代项目，其中珠江电厂煤电环保替代项目分两期实施，工程完成后将由 2 台超超临界煤电机组，取代当前的 4 台 30 万千瓦级的低效机组。

表 4：公司替代项目情况（单位：万千瓦）

项目	老项目类型	装机	新项目类型	装机	状态
旺隆热电	煤电	2*10	气电	2*46	已关停，新项目建设中
珠江电力	煤电	2*32	煤电	1*64	2024 年底关停
东方电力	煤电	2*32	煤电	1*64	预计 2027 年关停

资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

此外，公司同时作为华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业和广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销的唯一主体，煤电联营、气电联营、新能源和传统能源联营的“大产业链”发展思路，业务之间相互支撑，协同发展优势明显。

一方面能源物流业务的发展，与传统煤电业务形成联营，电力业务与能源物流业务在资源衔接、长协兑现、用煤结构调整等方面有效协调，电厂需求好、效益高的时期优先支持电厂用煤，电厂需求弱、效益差的时期通过能源物流谋求更高的单位煤炭资源经济产出。

另一方面燃气业务与气电业务联动，在气电项目建设、气源组织、气量消纳、燃气发电等方面优势互补，保障气电项目用气需求；珠江 LNG 电厂二期项目顺利投产后进一步提升了燃气供气规模，为获取中长期气源合同提供了重要支撑。

图 19：产业链一体化优势



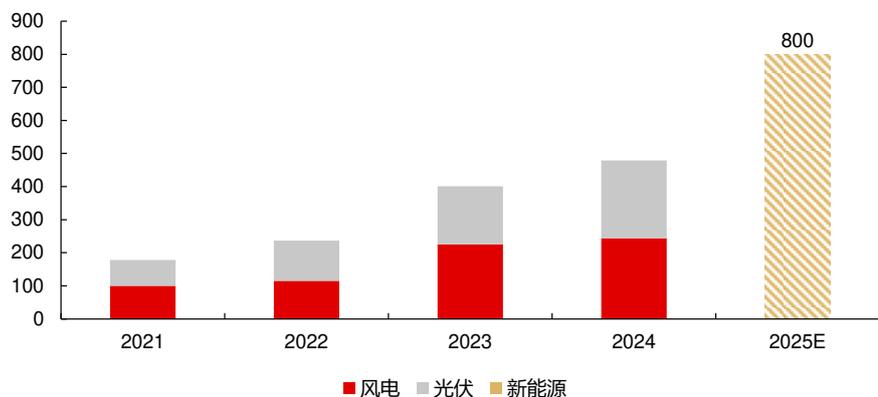
资料来源：公司公告，长江证券研究所

新老结合，探索综合能源服务模式

借助传统能源提供的丰厚现金流和产业资源基础，跟随国家建设新型电力系统战略持续推进，广州发展也积极开拓发展新能源项目，并且探索新能源业务与电力业务、燃气业务、储能业务联动，在绿电交易、设备采购、储能布局、项目建设等方面融合发展，积极整合传统能源与新能源禀赋优势，推动新型能源体系建设，且“新能源+”新业态发展自成特色，发展林光互补、渔光互补、农光互补，积极布局储能、氢能领域，拓展价值链延伸。

根据公司“十四五”规划目标，2025 年新能源装机规模目标是达到 800 万千瓦，后续还将择优布局，推进项目建设。

图 20: 公司新能源装机发展与展望 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

公司当前项目储备丰富, 根据公司 2025 年 2 月份披露的项目进展情况, 目前处于在建、审核、拟开工、前期阶段的项目容量合计 280 万千瓦, 此外公司还通过绿色低碳产业基金进行项目拓展, 新能源的持续开发预计将为公司持续贡献增量利润。

表 5: 公司部分新能源项目推进情况 (单位: 万千瓦)

项目	装机容量	状态/进展
韶关市武江区光伏项目	118	在建, 部分并网
梅州市蕉岭县“光伏小镇”示范项目	22	在建, 已并网 0.75 万千瓦
松原市乾安县光伏项目	20	提交主管部门审核
云南省禄二期项目	5	在建
重庆秀山光伏发电项目	20	一期 5 万千瓦在建, 二期 15 万千瓦前期
天津市西青区风力、光伏发电项目	75	准备开工
湖北省荆州市江陵县能源一体化项目	20	在建
合计	280	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

用发展的眼光看“发展”

虽然短期而言，广东省的电价和火电盈利问题很难得到有效解决，不利于广州发展的火电业务盈利表现，但当前时点我们建议要以发展的眼光来看广州发展：

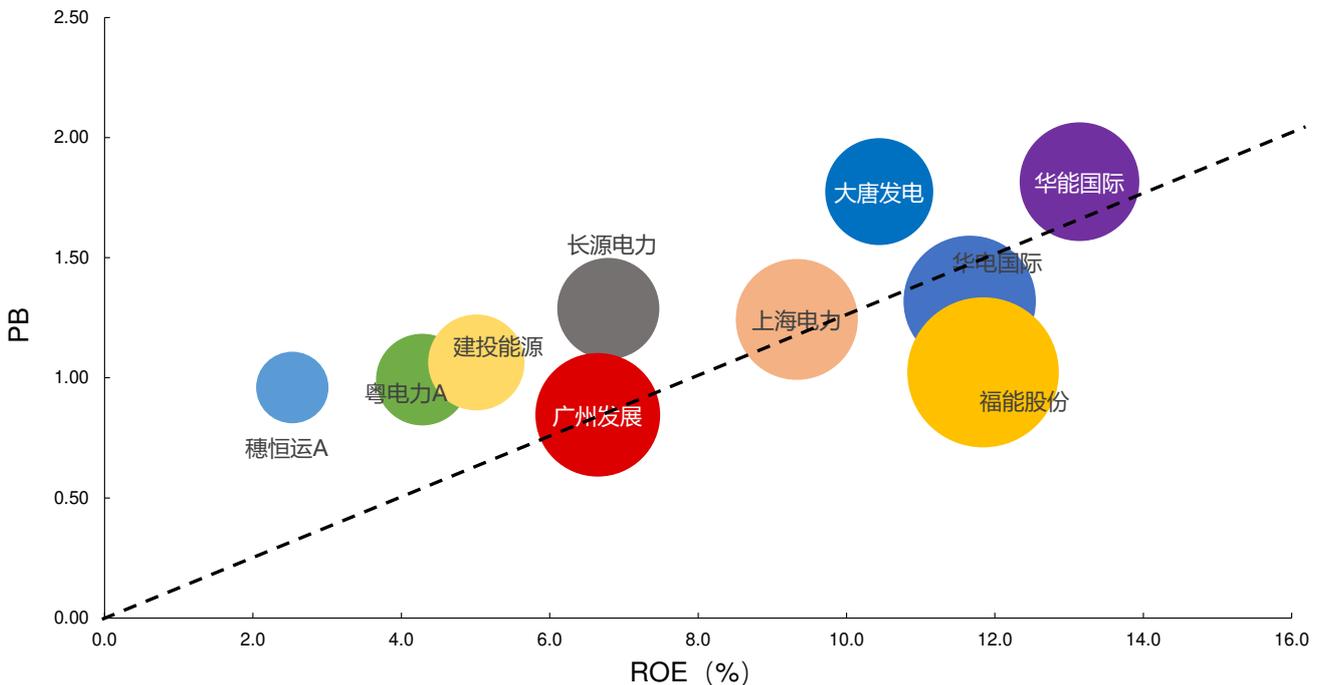
首先，电力体制改革是发现问题、解决问题的循序渐进过程，随着电改的持续推进和深化，容量电价的推进乃至容量市场的交易也是新型电力系统建设的重要一环，而广东省作为用电负荷的集中区域，优质煤电、气电机组依然是长期具备坚实价值的资产。

其次，未来能源体系的发展，也将逐步从单一的能源提供向综合能源服务提供的方向进行演变，广州发展的煤电+能源物流，气电+燃气业务，新老能源结合、延伸发展新能源+的策略契合时代发展的趋势，虽然时下而言缺乏相对单一要素的弹性，但更全面稳健的业务布局，对企业长周期的发展和稳定盈利更为有利。

从PB-ROE角度来看，广州发展虽然ROE表现并不突出，但在当前偏低的PB水平下依然在众多火电公司中具备一定的性价比。

综合公司各项业务的开展情况，预计公司2025-2027年业绩19.82亿、22.25亿和25.86亿，EPS分别为0.57元、0.63元和0.74元，4月30日股价对应PE分别为11.41倍、10.16倍和8.75倍，给予公司“买入”评级。

图 21：火电公司 2024 年 ROE 与 PB 分布图 (PB 基于 2025 年 4 月 30 日收盘价)



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、电力供需恶化风险。若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，也会通过市场化交易的渠道影响电价表现，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。

2、天然气需求不及预期风险。天然气消费量与经济生产需求存在较强相关性，若经济表现偏弱，也将通过天然气需求进而影响城市燃气公司的销气量表现，从而导致收入表现不及预期。

3、煤价非季节性上涨风险。2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给大幅收缩或者需求出现大幅增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现大幅增长。

4、盈利预测不及预期风险。基于目前我们对于行业和公司各要素的分析和判断，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 493.33、518.63 和 536.21 亿，2025-2027 年业绩分别为 19.82、22.25 和 25.86 亿。

但如果出现需求不佳导致电量和售气量表现偏弱、能源价格上涨以及其他因素的影响，可能会导致公司收入业绩不及预期，悲观情形下预计公司 2025-2027 年收入分别为 484.91、509.81 和 526.91 亿，2025-2027 年业绩分别为 18.30、20.64 和 24.11 亿。

表 6：公司收入业绩敏感性测试（单位：亿元）

项目	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	493.33	518.63	536.21	484.91	509.81	526.91
同比	2.08%	5.13%	3.39%	0.34%	5.14%	3.35%
归母净利润	19.82	22.25	25.86	18.30	20.64	24.11
同比	14.45%	12.26%	16.20%	5.66%	12.77%	16.82%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	48328	49333	51863	53621	货币资金	2297	2389	2405	2460
营业成本	43220	43745	45767	46867	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5051	5531	6039	6698	应收账款	3857	3937	4139	4280
%营业收入	10%	11%	12%	13%	存货	2067	2093	2189	2242
营业税金及附加	139	141	149	154	预付账款	485	491	513	526
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	5516	5528	5560	5583
销售费用	244	249	261	270	流动资产合计	14222	14437	14807	15090
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	5582	5582	5582	5582
管理费用	928	947	995	1029	投资性房地产	197	197	197	197
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	40932	45472	49310	52573
研发费用	686	700	736	761	无形资产	2217	2217	2217	2217
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	1416	1416	1416	1416
财务费用	934	1034	1115	1213	递延所得税资产	794	794	794	794
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他非流动资产	11143	12143	13143	14143
加: 资产减值损失	-99	0	0	0	资产总计	76503	82259	87467	92012
信用减值损失	5	0	0	0	短期贷款	1079	2279	2979	3479
公允价值变动收益	12	0	0	0	应付款项	6054	6127	6411	6565
投资收益	269	197	207	214	预收账款	2	2	2	2
营业利润	2413	2761	3096	3593	应付职工薪酬	706	715	748	766
%营业收入	5%	6%	6%	7%	应交税费	145	148	155	160
营业外收支	-29	-30	-30	-30	其他流动负债	12143	12207	12407	12529
利润总额	2384	2731	3066	3563	流动负债合计	20129	21478	22702	23501
%营业收入	5%	6%	6%	7%	长期借款	20531	23641	26102	28040
所得税费用	429	492	552	641	应付债券	4432	4432	4432	4432
净利润	1955	2240	2514	2922	递延所得税负债	633	633	633	633
归属于母公司所有者的净利润	1732	1982	2225	2586	其他非流动负债	1527	1527	1527	1527
少数股东损益	223	258	289	336	负债合计	47252	51711	55396	58133
EPS (元)	0.50	0.57	0.63	0.74	归属于母公司所有者权益	26396	27435	28669	30142
					少数股东权益	2855	3113	3402	3738
现金流量表 (百万元)					股东权益	29251	30548	32071	33880
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	76503	82259	87467	92012
经营活动现金流净额	4510	5642	6709	7509					
取得投资收益收回现金	419	197	207	214	基本指标				
长期股权投资	20	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-3188	-8130	-7955	-7780	每股收益	0.50	0.57	0.63	0.74
其他	185	0	0	0	每股经营现金流	1.29	1.61	1.91	2.14
投资活动现金流净额	-2563	-7933	-7748	-7566	市盈率	13.16	11.53	10.27	8.84
债券融资	0	0	0	0	市净率	0.87	0.83	0.80	0.76
股权融资	40	0	0	0	EV/EBITDA	9.32	8.89	8.17	7.47
银行贷款增加(减少)	14368	4310	3161	2438	总资产收益率	2.6%	2.8%	3.0%	3.3%
筹资成本	-2074	-1931	-2106	-2326	净资产收益率	6.6%	7.2%	7.8%	8.6%
其他	-15933	0	0	0	净利率	3.6%	4.0%	4.3%	4.8%
筹资活动现金流净额	-3599	2379	1055	112	资产负债率	61.8%	62.9%	63.3%	63.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1652	88	16	56	总资产周转率	0.64	0.62	0.61	0.60

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。