

2025年07月01日

广州发展(600098.SH)

投资评级：买入（首次）

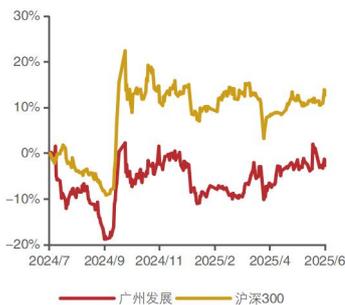
——广州市属综合能源平台 稳增长高股息迎发展

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2025年06月27日

收盘价(元)	6.26
一年内最高/最低(元)	7.40/5.40
总市值(百万元)	21,949.48
流通市值(百万元)	21,902.17
总股本(百万股)	3,506.31
资产负债率(%)	62.52
每股净资产(元/股)	7.63

资料来源：聚源数据

投资要点:

- 广州市属综合能源平台，多元发展实现对冲，业绩稳定性突出。公司实控人为广州市人民政府，已形成电力、能源物流、燃气、新能源、储能、能源金融等业务协同发展的能源产业体系。截至2024年底，公司电力总装机10.26GW，其中煤电3.14GW、气电2.34GW、风电2.44GW、光伏2.35GW。公司业务多元协同，除煤电外另持有大量稳定收益类资产，能够有效平滑其业绩波动。公司业绩稳健，2017年以来除火电公司普遍大幅亏损的2021年均实现稳定增长。2024年公司实现归母净利润17.32亿元，同比增长5.73%。公司连续26年稳定分红，多年分红比例稳定在50%左右，2024年分红比例54.67%，对应年末股息率4.21%。
- 聚焦大湾区火电，煤价回落后火电具备业绩弹性。公司火电机组集中在粤港澳大湾区电力负荷中心，受广东省电力供需及现货电价影响，2024年以来公司火电利用小时数有所下滑；2025年广东省年度长协电价同比下滑0.074元/千瓦时，预计将影响公司火电电价；但成本端煤价亦持续回落，2025年二季度以来秦皇岛港口5500大卡动力煤现货均价634元/吨，同比下降214元/吨，期待后续低煤价在燃料成本端的改善效果对公司火电业绩的增益作用。
- 新能源业务快速发展，规划到2025年底新能源装机规模达8GW。公司新能源项目主要分布于华南、华中、华北、西南等电价较高、消纳情况较好的地区，公司规划到2025年底新能源装机规模达8GW，新能源装机投产有望持续为公司贡献发电增量。电价方面，受新增项目均为平价项目及新能源入市影响，公司新能源电价有所下滑，2024年公司风电、光伏上网电价分别为0.458、0.508元/千瓦时，分别同比下滑0.065、0.016元/千瓦时。
- 燃气项目聚焦广州，销气量增长稳健。公司下属广州燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销唯一主体，公司广州LNG应急调峰气源站于2023年投产，另参股珠海金湾LNG接收站和广东大鹏LNG接收站。近年来公司天然气销气量稳定增长，2024年公司完成管道燃气销售量21.66亿立方米，同比增长26.18%，公司下属珠江LNG电厂二期于2023年投产，2024年贡献供气增量，2024年公司分销与直供销气量同比增长49.84%。
- 盈利预测与估值：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为18.49、21.20、23.73亿元，同比增速分别为6.74%、14.70%、11.91%，当前股价对应的2025-2027年PE分别为12、10、9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：电价下行风险；煤价上涨风险；天然气价格上涨风险；新能源项目建设不及预期

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	46,755	48,271	49,168	52,202	53,841
同比增长率(%)	-2.29%	3.24%	1.86%	6.17%	3.14%
归母净利润(百万元)	1,638	1,732	1,849	2,120	2,373
同比增长率(%)	20.98%	5.73%	6.74%	14.70%	11.91%
每股收益(元/股)	0.47	0.49	0.53	0.60	0.68
ROE(%)	6.47%	6.56%	6.77%	7.47%	8.03%
市盈率(P/E)	13.40	12.67	11.87	10.35	9.25

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 18.49、21.20、23.73 亿元，同比增速分别为 6.74%、14.70%、11.91%，当前股价对应的 2025–2027 年 PE 分别为 12、10、9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

从可比公司估值看，我们选取同行业申能股份、上海电力、粤电力 A 为可比公司，可比公司 2025–2027 年平均 PE 分别为 17、13、11 倍，公司估值均低于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

结合公司在建项目及装机规划，假设公司 2025–2027 年气电新增装机分别为 0、92、0 万千瓦，2025–2027 年新能源新增装机分别为 200、160、160 万千瓦。

投资逻辑要点

公司是广州市属综合能源平台，各项业务发展均衡，相比单一火电或者新能源公司，公司多元互补有效平滑单业务业绩波动，2017 年以来除火电公司普遍亏损的 2021 年，归母净利润均保持稳定增长。稳定的业绩为公司提供稳定的分红基础，截至目前，公司已连续 26 年稳定分红，分红比例稳定在 50%左右，2024 年分红比例 54.67%，对应年末股息率 4.21%。

从资产来看，公司火电机组集中在粤港澳大湾区电力负荷中心，低煤价在燃料成本端的体现有望凸显火电业绩弹性；新能源项目主要分布于电价较高、消纳情况较好的地区；燃气项目聚焦广州，公司下属广州燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销唯一主体，公司广州 LNG 应急调峰气源站于 2023 年投运，燃气板块有望持续为公司贡献稳健业绩和充裕现金流。

展望未来，我们认为公司业绩稳定略有增长，在无风险利率以及稳定类资产权益折现率下降背景下具备投资价值。

核心风险提示

电价下行风险；煤价上涨风险；天然气价格上涨风险；新能源项目建设不及预期。

内容目录

1. 广州市属综合能源平台 连续 26 年稳定分红	6
2. 电力：火风光协同发展 构筑核心基本盘	10
2.1. 火电：聚焦大湾区 煤价回落贡献业绩弹性	10
2.2. 新能源：项目优质装机成长 持续贡献发电增量	13
3. 天然气：全产业链布局 居民端顺价加速推进	14
4. 能源物流：产业链优势协同 完善综合能源供应	16
5. 盈利预测与估值	17
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 广州发展股权结构 (截至 2024 年底)	6
图表 2: 公司 2020-2024 年各业务营业收入 (亿元)	7
图表 3: 公司 2020-2024 年各业务毛利率	7
图表 4: 公司 2021-2024 年各业务净利润 (亿元)	7
图表 5: 公司 2016-2025Q1 投资收益 (亿元)	7
图表 6: 公司部分参控股公司净利润情况 (亿元)	8
图表 7: 公司 2016-2025Q1 归母净利润及增速 (亿元)	9
图表 8: 公司 2016-2025Q1 扣非归母净利润及增速 (亿元)	9
图表 9: 公司 2016-2025Q1 资产负债率	9
图表 10: 公司 2020-2024 年资本性支出 (亿元)	9
图表 11: 公司 1999 年以来现金流情况 (亿元)	9
图表 12: 公司 1999 年以来分红总额及股利支付率 (亿元)	10
图表 13: 公司控股火电机组概况 (截至 2024 年底)	11
图表 14: 广东省电力供需情况 (亿千瓦时)	11
图表 15: 2015 年以来广东省 1-11 月输入、输出电量累计值及增速 (亿千瓦时)	11
图表 16: 广东省装机结构 (万千瓦)	12
图表 17: 公司火电利用小时数	12
图表 18: 2022-2025 年广东省年度长协电价 (元/千瓦时)	13
图表 19: 公司 2020-2024 年火电上网电价 (元/千瓦时)	13
图表 20: 动力煤现货秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨)	13
图表 21: 公司 2020-2024 年新能源装机 (万千瓦)	14
图表 22: 公司 2020-2024 年新能源利用小时数 (小时)	14
图表 23: 公司 2020-2024 年新能源电价 (元/千瓦时)	14
图表 24: 公司 2020-2025Q1 销气量 (亿立方米)	15
图表 25: 公司签订天然气长协情况	15
图表 26: 能源物流业务营收构成 (亿元)	16
图表 27: 能源物流各业务毛利率	16
图表 28: 公司 2020-2024 年市场煤销售量 (万吨)	17
图表 29: 公司 2025-2027 年关键假设表 (万千瓦)	17

图表 30: 可比公司相对估值表 18

1. 广州市属综合能源平台 连续 26 年稳定分红

广州市属综合能源平台，实际控制人为广州市人民政府。公司是广州市属综合能源平台，已形成电力、能源物流、燃气、新能源、储能、能源金融等业务协同发展的能源产业体系。公司实际控制人为广州市人民政府，截至 2024 年底，广州产投直接及间接合计持有公司 57.92% 的股份，长江电力合计持有公司 15.52% 的股份。

图表 1：广州发展股权结构（截至 2024 年底）



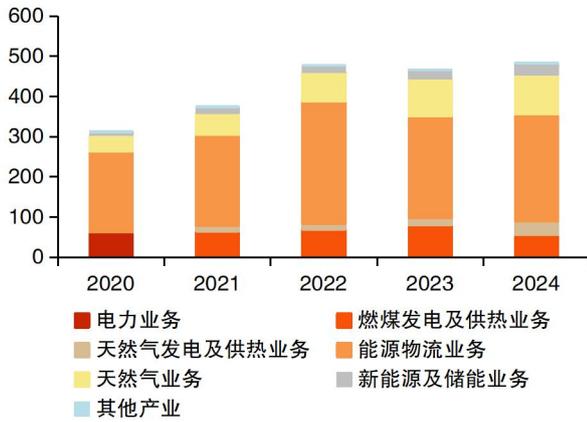
资料来源：Wind，华源证券研究所

能源物流业务营收占比超 50%，燃气和新能源分部贡献主要利润。公司主营业务包括燃煤发电及供热、天然气发电及供热、能源物流、天然气、新能源及储能业务以及其他产业，其中能源物流业务 2024 年实现营收 265.65 亿元，占总营收的 54.97%；2024 年公司煤电、气电、天然气、新能源业务分别实现营收 55.74、34.37、98.09、28.25 亿元，分别占总营业收入的 11.53%、7.11%、20.30%、5.85%。

从毛利情况来看，2024 年公司煤电、气电、能源物流、天然气、新能源及储能业务分别实现毛利 9.55、4.94、5.17、15.10、15.37 亿元，毛利率分别为 17.14%、14.37%、1.95%、15.39%、54.42%。不考虑分部间抵销，2024 年煤电、气电、新能源、燃气、能源物流业务分别实现分部利润 2.63、2.08、8.07、9.42、1.74 亿元，其中燃气分部和新能源分部为公司主要利润贡献来源。

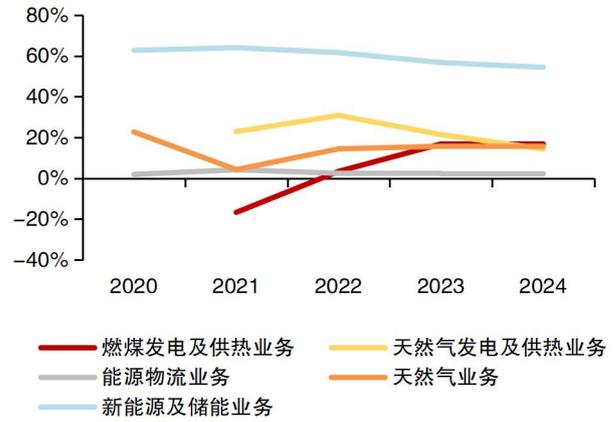
截至 2024 年底，公司重要长期股权投资包括红海湾发电（持股 25%）、珠海金湾液化（持股 25%）、广东电力发展（持股 2.22%）、广州恒运企业集团（持股 14.48%）等。

图表 2：公司 2020-2024 年各业务营业收入（亿元）



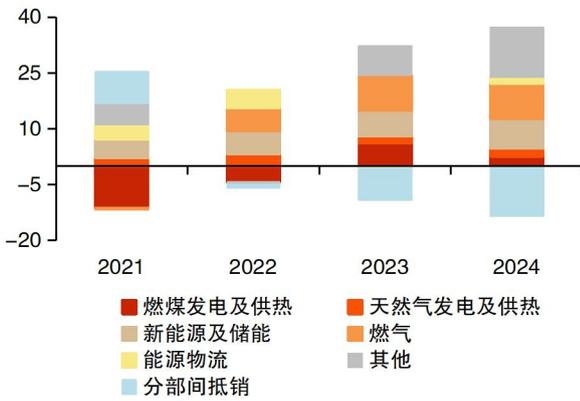
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司 2020-2024 年各业务毛利率



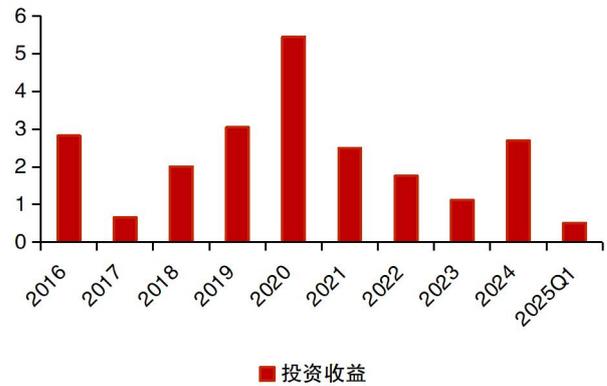
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司 2021-2024 年各业务净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司 2016-2025Q1 投资收益（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

业务发展均衡，多元协同平滑业绩波动。公司各项业务发展均衡，并持有大量稳定收益类资产为公司业绩及现金流提供支撑。从参控股公司净利润表现来看，公司下属天然气发电公司、参股的珠海金湾公司等多保持稳定盈利，有效平滑了公司煤电等业务的业绩波动，并且经营稳健贡献充裕现金流，为公司保持稳定的股东回报奠定了基础。

图表 6：公司部分参控股公司净利润情况（亿元）

	持股比例	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
珠电公司	100%	0.99	0.47	0.92	1.62	1.25		2.25	2.16	1.37
东电公司	100%	0.49	1.03	1.28	1.27	1.44		2.24	1.43	1.16
天然气发电公司	70%	2.41	1.92	2.70	2.47	2.45	2.52	3.37	2.48	2.34
恒益热电公司	50%	2.31	0.51	-1.50	-1.03	0.04	-5.35	-5.22	1.33	1.14
中电荔新公司	50%	2.97	0.88	0.10	0.59	0.87	-3.48	-2.34	0.41	0.06
南沙电力公司	72%								0.14	0.37
珠电燃料公司	100%	1.30	1.68	0.85	0.57	-0.01	0.59			
能源物流集团	100%							3.47	-1.23	1.09
燃气集团	100%	4.23	4.18	3.54	2.14	2.01	-2.20	0.77	0.81	1.82
新能源集团	100%			0.43	1.41	1.52	4.89	5.82	6.18	6.86
储能集团	34%									-0.01
财务公司	100%			1.21	0.62	0.55	0.73	0.62	0.42	0.22
珠海金湾公司	25%			1.72	1.99	3.80	4.52	4.25	4.39	4.78
红海湾发电公司	25%	3.21	2.38	2.30	4.35	3.26	-4.96	-3.27	2.26	1.63

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：持股比例为截至 2024 年底数据。

业绩表现整体稳健，2025Q1 电量电价双承压扣非归母净利润微降。2016 年以来公司归母净利润、扣非归母净利润整体呈现增长趋势，2021 年由于煤价大幅上涨煤电业绩受损业绩出现下滑，2022 年起重回稳定增长。

2024 年公司实现归母净利润 17.32 亿元，同比增长 5.73%；实现扣非归母净利润 16.29 亿元，同比增长 3.96%。2025Q1 公司实现归母净利润 4.52 亿元，同比增长 1.09%；实现扣非归母净利润 4.35 亿元，同比下降 0.61%，主要是因为 2025Q1 广东省电力供需形势总体宽松，现货价格维持低位，公司发电量和上网电量分别同比下降 10.87%和 10.59%，同时 2025Q1 公司平均上网电价 0.4918 元/千瓦时，同比下降 8.31%。

2024 年 7 月公司公告拟向广州市白云区人民政府交储广盛（罗冲围发电厂）地块土地使用权，预计补偿金额为 15.2~18.3 亿元，并于协议签订生效后一年内移交场地，预计将对公司 2025 年业绩产生正面影响。

图表 7：公司 2016-2025Q1 归母净利润及增速（亿元）


资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：公司 2016-2025Q1 扣非归母净利润及增速(亿元)

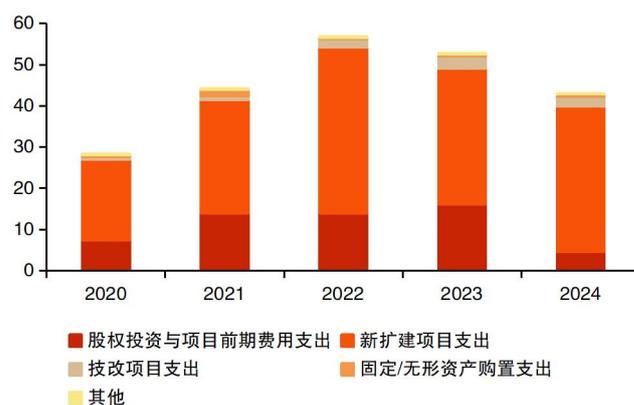

资料来源：Wind，华源证券研究所

资产负债率有所提升，主要受资本开支规模影响。由于公司业务扩张资本开支规模增长，2020 年以来公司资产负债率有所提升，截至 2024 年底公司资产负债率为 61.76%。截至 2025 年 3 月末，公司资产负债率 62.52%，较 2024 年底提升 0.75pct。

公司经营稳健现金流充裕，2024 年实现经营性现金流净额 45.10 亿元。2021 年以来公司资本开支规模有所扩大，主要是由于新扩建项目支出增加。公司 2025 年资本开支计划 86.41 亿元，其中股权投资支出计划 24.23 亿元，新扩建项目支出计划为 53.67 亿元，技术改造支出计划为 4.63 亿元，固定/无形资产购置支出计划 2.68 亿元。

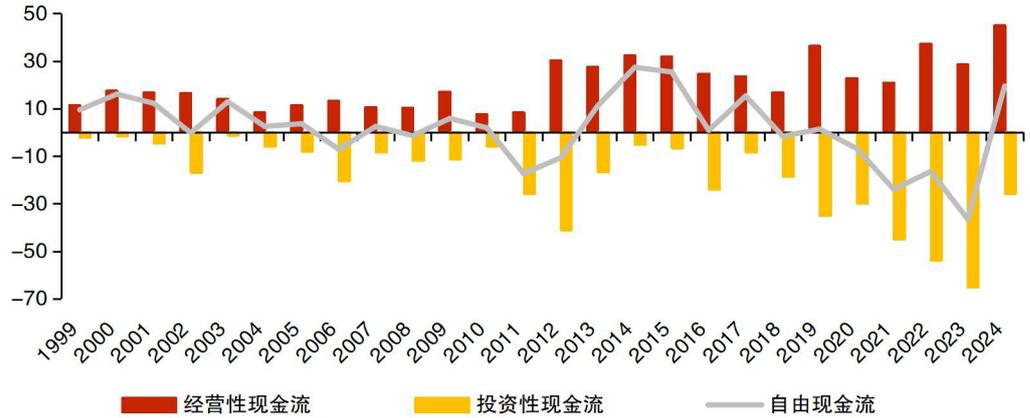
图表 9：公司 2016-2025Q1 资产负债率


资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：公司 2020-2024 年资本性支出（亿元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司 1999 年以来现金流情况（亿元）



资料来源: Wind, 华源证券研究所

连续 26 年稳定分红，规划 2024–2026 年分红比例不低于 40%。1999 年起公司连续 26 年稳定分红，近三年分红比例整体稳定在 50% 左右。根据公司股东分红回报规划，公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%。2024 年公司分红总额 9.47 亿元，分红比例 54.67%，对应 2024 年末股息率 4.21%。

图表 12: 公司 1999 年以来分红总额及股利支付率 (亿元)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

2. 电力：火风光协同发展 构筑核心基本盘

2.1. 火电：聚焦大湾区 煤价回落贡献业绩弹性

火电布局聚焦珠三角，在建项目稳步推进。公司火电机组集中在粤港澳大湾区电力负荷中心。截至 2024 年底，公司控股火电装机 547.65 万千瓦，其中煤电装机 314 万千瓦、气电装机 233.65 万千瓦。在建项目方面，公司广州珠江电厂 2X600MW 煤电环保替代项目取得核准批复，广州增城旺隆 2×460MW 气电替代工程项目开工建设。

图表 13：公司控股火电机组概况（截至 2024 年底）

电厂	装机容量（万千瓦）	持股比例	机组类型	投运时间
珠江电力	2*32	100%	燃煤	1994
东方电力	2*32	100%	燃煤	1997
珠江 LNG 电厂	2*39	70%	天然气	2007
珠江 LNG 电厂二期	2*68.7	72%	天然气	2023
恒益电厂	2*60	50%	燃煤	2011
中电荔新	2*33	50%	燃煤热电联产	2012
鳌头能源站	2*1.44	50%	燃气热电联产	2015
宝珠能源站	2*3.4	100%	燃气热电联产	2024
太平能源站	2*4.285	100%	燃气热电联产	2021
合计	547.65			

资料来源：公司公告，华源证券研究所

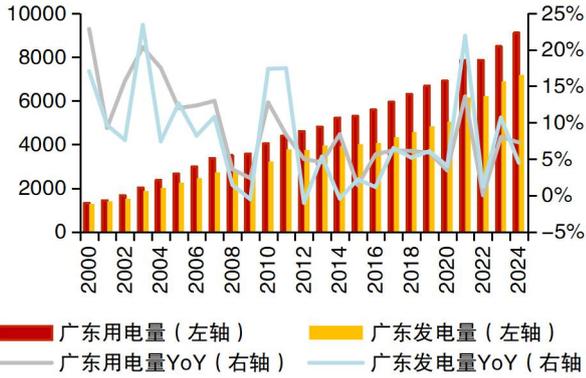
广东省外来电占比超 1/4，2024 年西电东送增量影响下公司火电机组利用小时数同比下降。广东省为我国最大的用电省份，承接我国西电东送主要电量，并通过大亚湾核电站与本地燃机向港澳送电。2024 年广东省用电量 9121 亿千瓦时，同比增长 7.3%，2024 年 1-11 月广东省累计输入电量 1987 亿千瓦时，同比增长 15.5%。

2017-2024 年广东省内电源装机从 1.09 亿千瓦增长至 2.22 亿千瓦。2024 年广东省火电装机 1.27 亿千瓦、水电 0.19 亿千瓦、核电 0.16 亿千瓦、风电 0.18 亿千瓦、光伏 0.41 亿千瓦，可调节性电源 1.63 亿千瓦。2024 年广东省最大用电负荷 1.57 亿千瓦，低于可调节性电源，并且还有 2 千亿千瓦时量级的外来电，省内电源供给较为充裕。

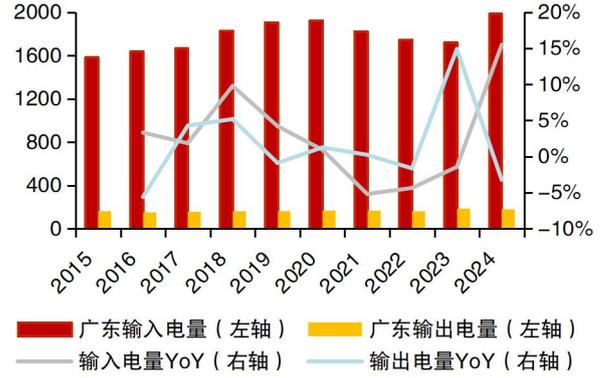
2024 年受西电东送增量及现货电价维持低位等因素影响，公司火电利用小时数 3114 小时，同比下降 1382 小时。2024 年公司煤电完成发电量 113.20 亿千瓦时，同比下降 27.44%；气电完成发电量 57.33 亿千瓦时，同比增加 70.68%，主要是由于公司 LNG 二期电厂项目 2023Q4 投产，2024 年全年贡献发电增量。2025Q1 公司煤电完成发电量 22.46 亿千瓦时，同比下降 25.11%；气电完成发电量 8.06 亿千瓦时，同比下降 29.30%，发电量同比下滑主要受珠江电厂停机改造以及广东省电力供需形势宽松影响。

图表 14：广东省电力供需情况（亿千瓦时）

图表 15：2015 年以来广东省 1-11 月输入、输出电量累计值及增速（亿千瓦时）

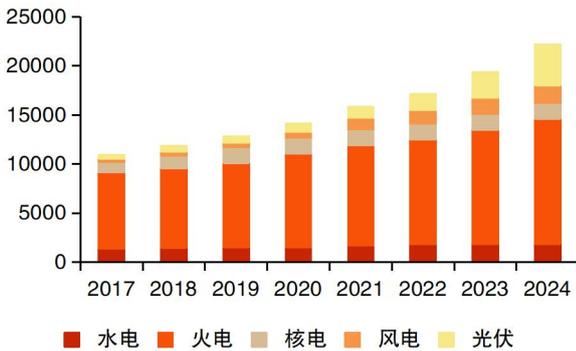


资料来源：中电联，华源证券研究所



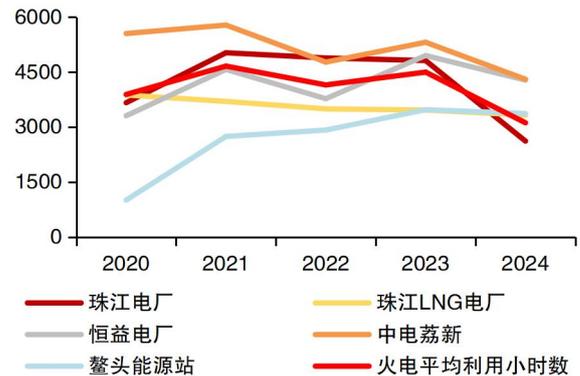
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：广东省装机结构（万千瓦）



资料来源：中电联，华源证券研究所

图表 17：公司火电利用小时数

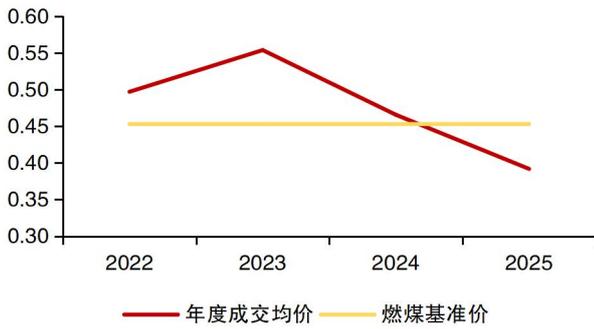


资料来源：公司公告，华源证券研究所

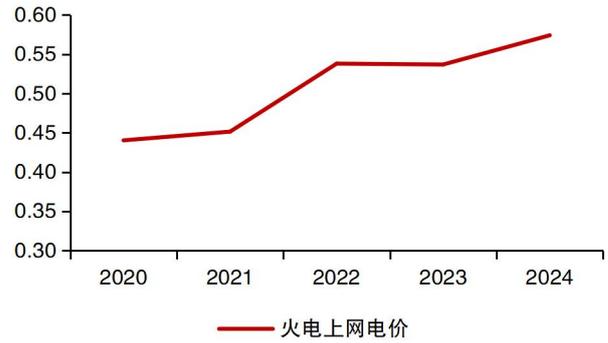
煤电电价受广东省年度长协电价下滑影响，气电补偿机制疏导气源成本变动。煤电方面，公司煤电全部进入市场化交易，2025 年广东省年度交易成交均价 0.392 元/千瓦时，同比下降 0.074 元/千瓦时，较广东省燃煤基准价下浮 13.5%，已接近 20% 的浮动下限，同时 2026 年起根据国家发改委要求，各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%，预计 2026 年起公司电价下滑压力有限。

气电方面，根据 2024 年 6 月《广东电力市场气电天然气价格传导机制实施方案(试行)》，按月动态调整市场化燃气机组变动成本补偿标准，在市场化交易电价的基础上，气电在结算时增加固定变动成本补偿和临时变动成本补偿。

此外，广东省目前煤电及气电均执行每年每千瓦 100 元（含税）的容量电价水平。2024 年公司火电上网电价 0.574 元/千瓦时，同比增加 0.037 元/千瓦时。

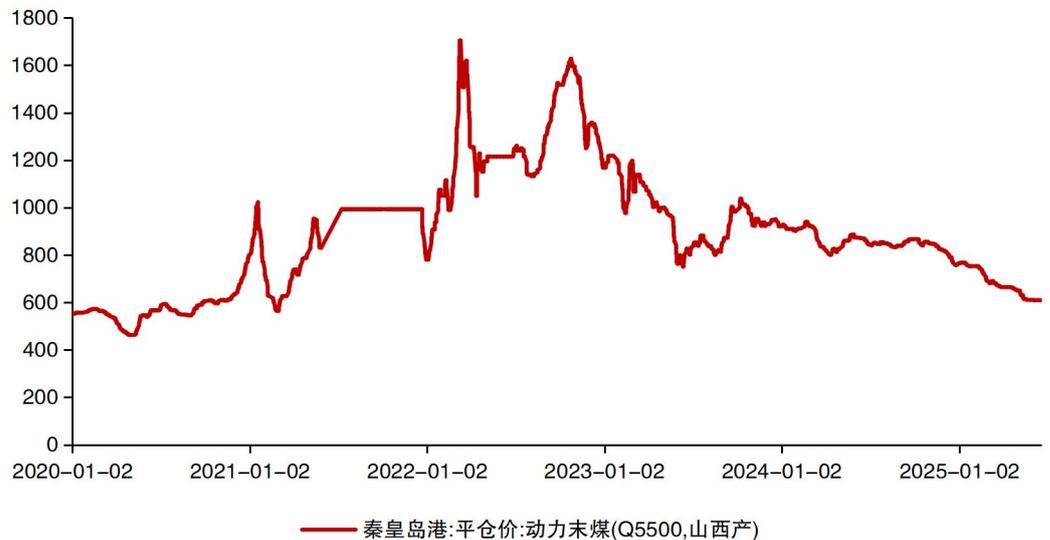
图表 18：2022-2025 年广东省年度长协电价（元/千瓦时）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：公司 2020-2024 年火电上网电价（元/千瓦时）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

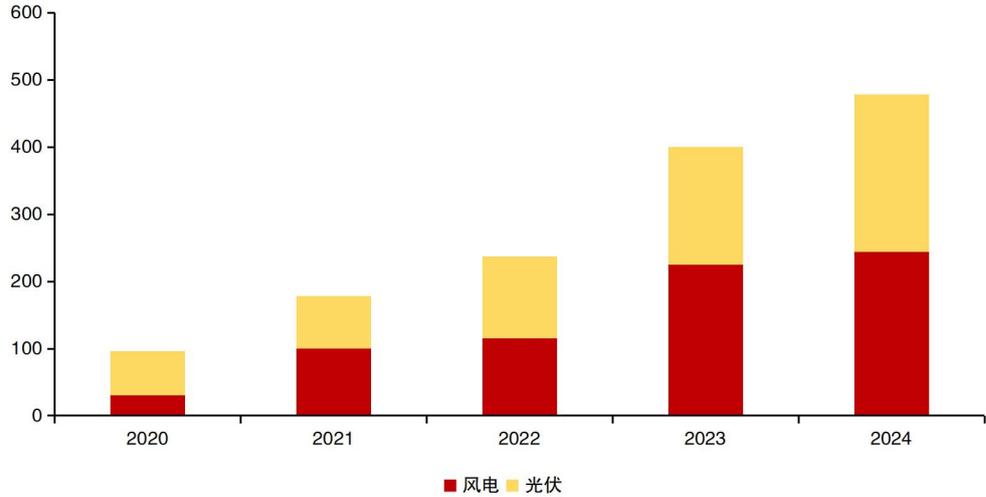
煤价持续回落，公司火电业绩弹性或将进一步释放。2025 年以来煤价中枢持续下行，2025 年 6 月 19 日秦皇岛港口 5500 大卡动力煤现货价格 609 元/吨，同比下降 259 元/吨，2025 年二季度以来均价 634 元/吨，较去年同期下降 214 元/吨，进口煤价亦同比持续下行。考虑到公司需消化库存煤，燃料成本下降对火电业绩的增厚作用存在滞后效应，期待后续低煤价带来的火电业绩弹性体现。

图表 20：动力煤现货秦皇岛 Q5500 平仓价（元/吨）


资料来源：Wind，华源证券研究所

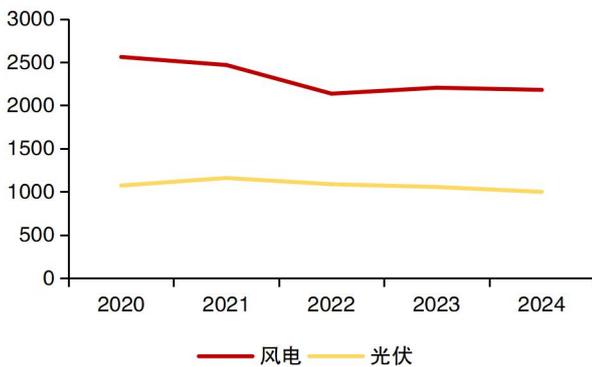
2.2. 新能源：项目优质装机成长 持续贡献发电增量

新能源业务快速增长，规划十四五末新能源装机规模 8GW。2020 年以来公司新能源装机规模快速增长，截至 2024 年底，公司控股风电、光伏装机容量分别为 2.44、2.35GW，新能源装机占公司总装机的比重达 46.6%。公司规划到十四五末新能源装机规模达到 8GW。另外公司拟以 25 万千瓦风电项目作为底层资产，申报发行基础设施公募 REITs。

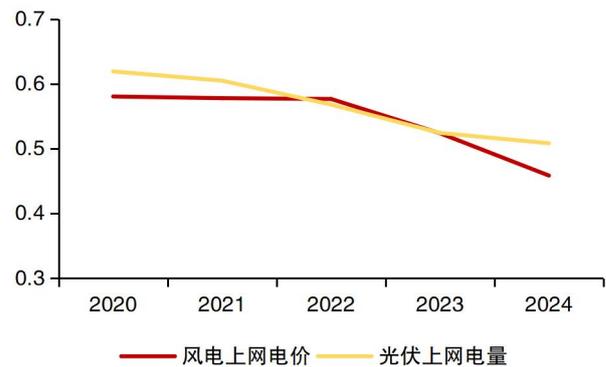
图表 21：公司 2020-2024 年新能源装机（万千瓦）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

新能源项目优质，电价有所下滑。公司新能源项目主要分布于华南、华中、华北、西南等电价较高、消纳情况较好的地区，其中光伏机组深耕华南地区，风电机组分布于西南、华中、华北及华东区域，2024 年公司风电利用小时数 2180 小时，高于全国平均 53 小时；光伏利用小时数 998 小时。电价方面，受新增项目均为平价项目及新能源入市影响，公司新能源电价持续下滑，2024 年公司风电、光伏上网电价分别为 0.458、0.508 元/千瓦时，分别同比下滑 0.065、0.016 元/千瓦时。

图表 22：公司 2020-2024 年新能源利用小时数（小时）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 23：公司 2020-2024 年新能源电价（元/千瓦时）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 天然气：全产业链布局 居民端顺价加速推进

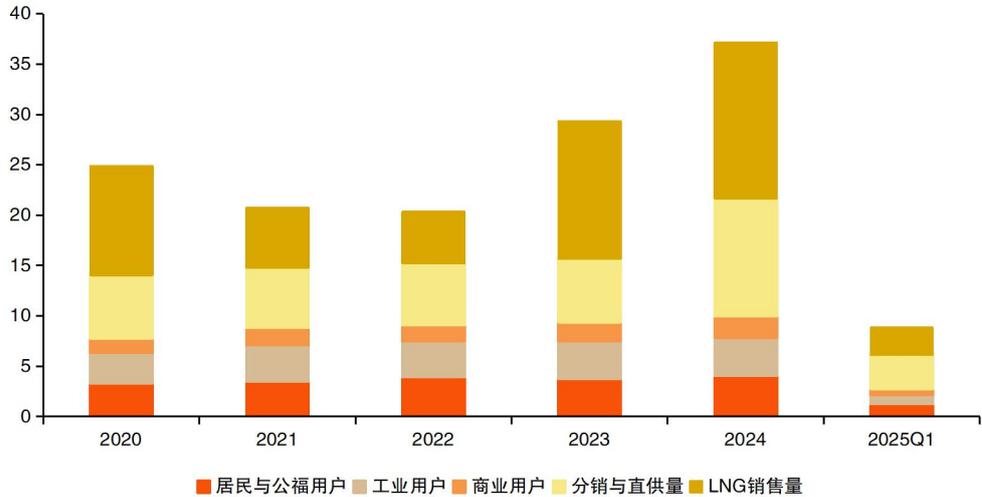
城燃项目聚焦广州，布局天然气全产业链。公司燃气业务通过下属广州燃气集团及其子公司运营管理，广州燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销唯一主体。

公司广州 LNG 应急调峰气源站首期 2 座 16 万立方米 LNG 储罐以及改建一座可靠泊 3-17.5 万立方米 LNG 船舶的接卸 LNG 专用码头已投运，二期将加建 2 座 16 万立方米 LNG 储罐，年周转量可达 100 万吨。此外，公司参股珠海金湾 LNG 接收站，持股比例 25%；并参股广东大鹏 LNG 接收站。

管道燃气销售量稳定增长，长协落地贸易气量增加。2020 年以来公司管道燃气销售量稳定增长，2024 年公司完成管道燃气销售量 21.66 亿立方米，同比增长 26.18%，其中居民与公福用户、工业用户、商业用户、分销与直供气量分别为 4.05、3.77、2.16、11.67 亿立方米，分别同比增长 8.05%、1.42%、13.46%、49.84%，分别占管道燃气销售总量的 18.72%、17.42%、9.96%、53.90%，2024 年分销与直供气量同比增长的主要原因是公司下属珠江 LNG 电厂二期于 2023 年投产，2024 年贡献供气增量。

同时 2023 年公司广州 LNG 应急调峰气源站投产运营，签订的海外长协陆续供气，带动 LNG 销售量同比增长。2025Q1 公司管道燃气销售量 6.13 亿立方米，同比增长 17.03%；LNG 销售量 2.71 亿立方米，同比增长 7.19%。

图表 24：公司 2020-2025Q1 销气量（亿立方米）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 25：公司签订天然气长协情况

合同标的	对方当事人	合同履行期限	价格公式	是否正常履行
约 65 万吨/年 天然气	BP 新加坡私人有限公司	2022-2034 年	与国际原油价格指数挂钩	是
约 40 万吨/年 天然气	中化新加坡国际石油有限公司	2023-2032 年	与美国亨利港天然气指数挂钩	是
约 200 万吨/年 天然气	墨西哥太平洋液化天然气市场销售私人有限公司	自合同生效条件满足之日起，至项目商业运行日满 20 年止	与美国天然气指数挂钩	待 FID 最终决策

资料来源：公司公告，华源证券研究所

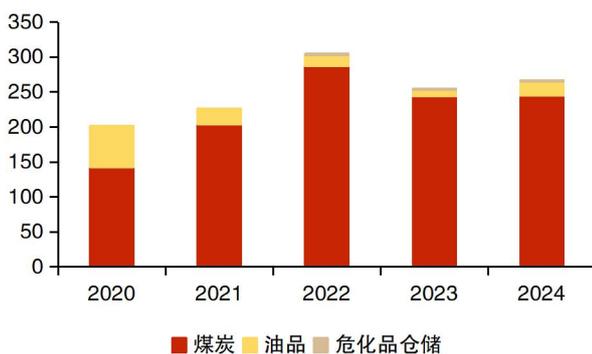
建立天然气上下游价格联动机制，有望进一步增强燃气业务盈利稳定性。根据《广州市城市燃气发展规划（2021-2035）》，目前广州市居民天然气销售价格实施阶梯式定价政策。根据《广州市发展改革委关于我市管道燃气价格管理有关问题的通知（征求意见稿）》，当全市平均购气成本波动超过8%且距离上次调价时间达到或超过12个月时，动态调整居民用气价格；非居民天然气销售价格进行上下游联动市场化改革，当全市平均购气成本波动超过4%且距离上次调价时间达到或超过6个月时，动态调整非居民用气价格。

2025年6月广东省发改委发布《广东省发展改革委城镇管道燃气价格管理办法（征求意见稿）》，其中提到，建立城镇管道燃气上下游价格联动机制，销售价格与气源价格实行联动；根据已依法制定的联动机制调整价格时，可以不再开展定价听证，进一步推动居民顺价机制的建立，有望进一步增强公司燃气业务的盈利稳定性。

4. 能源物流：产业链优势协同 完善综合能源供应

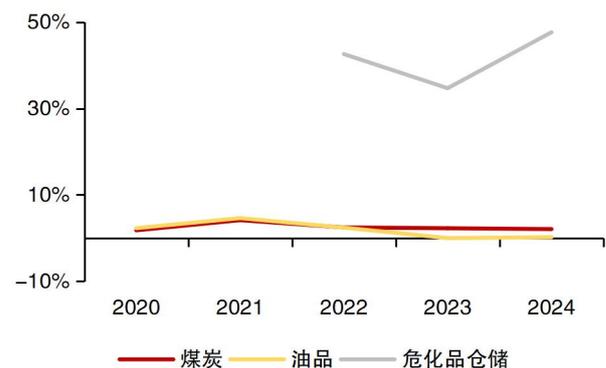
纵向一体化产业链优势协同，能源物流业务主要包括煤炭业务、油品业务和危化品仓储业务。煤炭业务方面，公司下属珠电燃料公司是华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业；油品业务方面，公司与英国BP石油公司合资组建广州发展碧辟油品有限公司，拥有67万立方米大型油库及配套8万吨级石油化工专业码头。2024年煤炭、油品、危化品仓储业务分别实现营业收入245.11、20.37、0.17亿元，毛利率分别为2.06%、0.19%、47.66%。

图表 26：能源物流业务营收构成（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 27：能源物流各业务毛利率

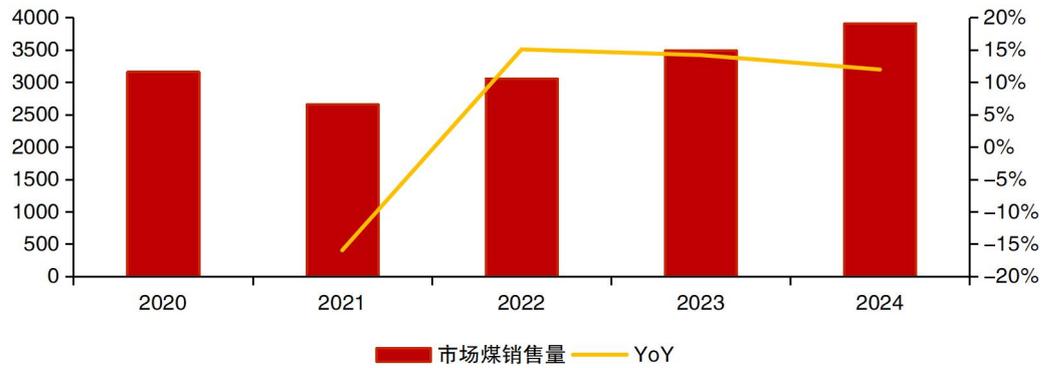


资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司煤炭业务已形成资源开发、运输、中转、销售一体化产业链，市场煤销售量规模整体稳中有增。公司通过参股同发东周窑（持股比例30%）保障煤炭资源的获取，根据约定同

发东周窑煤炭产量的 40% 优先供给燃料公司，保障公司煤炭供应稳定性。2024 年公司市场煤销售量 3909.60 万吨，同比增加 11.95%。

图表 28：公司 2020-2024 年市场煤销售量（万吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

5. 盈利预测与估值

结合公司在建项目及装机规划，假设公司 2025-2027 年气电新增装机分别为 0、92、0 万千瓦，2025-2027 年新能源新增装机分别为 200、160、160 万千瓦。

图表 29：公司 2025-2027 年关键假设表（万千瓦）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤电装机	314	314	250	250	250
新增装机	0	0	-64	0	0
气电装机	216	234	234	326	326
新增装机	127	17	0	92	0
风电装机	225	244	344	424	504
新增装机	110	19	100	80	80
光伏装机	176	235	335	415	495
新增装机	54	59	100	80	80

资料来源：公司公告，华源证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.49、21.20、23.73 亿元，同比增速分别为 6.74%、14.70%、11.91%，当前股价对应的 2025-2027 年 PE 分别为 12、10、9 倍。

从可比公司估值看，我们选取同行业申能股份、上海电力、粤电力 A 为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 17、13、11 倍，公司估值均低于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 30：可比公司相对估值表

证券代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)			PE		
		2025/6/27	24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
600642.SH	申能股份	8.63	0.81	0.85	0.89	0.93	10.18	9.71	9.32
600021.SH	上海电力	8.79	0.73	0.91	1.01	1.13	9.63	8.66	7.81
000539.SZ	粤电力 A	4.55	0.18	0.14	0.21	0.28	31.42	21.56	16.07
均值							17.08	13.31	11.06
600098.SH	广州发展	6.26	0.49	0.53	0.60	0.68	11.87	10.35	9.25

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：广州发展盈利预测为华源证券研究预测值，可比公司盈利预测为 Wind 机构一致预期

6. 风险提示

1) 电价下行风险。电价受政策影响较大，目前我国电价政策处于持续迭代期，若电价持续下调，公司电力业务盈利能力可能承压。

2) 煤价上涨风险。煤价对火电业务盈利能力影响较大，若国内煤价或进口煤价波动，燃料成本上升可能挤压利润空间。

3) 天然气价格上涨风险。公司燃气业务受国际天然气价格影响，若地缘政治或季节性需求推升气价，可能对公司燃气业务利润造成影响。

4) 新能源项目建设不及预期。公司规划十四五末新能源装机达 8GW，若新能源项目建设投产进度不及预期，将对公司未来业绩造成影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,297	1,295	1,261	1,424
应收票据及账款	4,032	4,117	4,371	4,508
预付账款	485	332	352	364
其他应收款	435	365	388	400
存货	2,067	1,789	1,891	1,941
其他流动资产	4,906	4,906	4,906	4,906
流动资产总计	14,222	12,805	13,169	13,543
长期股权投资	5,582	5,638	5,694	5,750
固定资产	41,779	44,782	50,041	53,296
在建工程	3,225	6,471	3,610	2,536
无形资产	2,217	2,098	1,979	1,859
长期待摊费用	186	167	123	144
其他非流动资产	9,292	9,276	9,260	9,244
非流动资产合计	62,281	68,432	70,707	72,829
资产总计	76,503	81,236	83,876	86,372
短期借款	1,079	2,079	2,279	2,479
应付票据及账款	6,868	6,823	7,210	7,402
其他流动负债	12,182	11,798	12,018	12,131
流动负债合计	20,129	20,700	21,507	22,012
长期借款	25,615	28,615	29,115	29,615
其他非流动负债	1,508	1,508	1,508	1,508
非流动负债合计	27,123	30,123	30,623	31,123
负债合计	47,252	50,823	52,130	53,134
股本	3,506	3,506	3,506	3,506
资本公积	8,857	8,857	8,857	8,857
留存收益	14,033	14,957	16,017	17,204
归属母公司权益	26,396	27,320	28,381	29,567
少数股东权益	2,855	3,093	3,365	3,671
股东权益合计	29,251	30,413	31,746	33,238
负债和股东权益合计	76,503	81,236	83,876	86,372

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,955	1,851	2,158	2,443
折旧与摊销	2,421	2,617	2,922	3,074
财务费用	934	901	943	933
投资损失	-269	-269	-269	-269
营运资金变动	-762	-14	208	94
其他经营现金流	232	286	286	286
经营性现金净流量	4,510	5,372	6,247	6,561
投资性现金净流量	-2,563	-8,549	-4,978	-4,978
筹资性现金净流量	-3,599	2,175	-1,303	-1,420
现金流量净额	-1,648	-1,002	-34	163

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	48,271	49,168	52,202	53,841
营业成本	43,219	43,940	46,432	47,665
税金及附加	139	141	150	155
销售费用	244	248	263	272
管理费用	928	945	1,003	1,035
研发费用	686	698	741	765
财务费用	934	901	943	933
资产减值损失	-99	-99	-99	-99
信用减值损失	5	5	5	5
其他经营损益	57	57	57	57
投资收益	269	269	269	269
公允价值变动损益	12	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
其他收益	46	46	46	46
营业利润	2,413	2,574	2,948	3,296
营业外收入	90	90	90	90
营业外支出	119	119	119	119
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,384	2,545	2,919	3,267
所得税	429	458	526	588
净利润	1,955	2,086	2,393	2,678
少数股东损益	223	238	273	305
归属母公司股东净利润	1,732	1,849	2,120	2,373
EPS(元)	0.49	0.53	0.60	0.68

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	3.24%	1.86%	6.17%	3.14%
营业利润增长率	2.85%	6.66%	14.54%	11.79%
归母净利润增长率	5.73%	6.74%	14.70%	11.91%
经营现金流增长率	57.52%	19.11%	16.29%	5.03%
盈利能力				
毛利率	10.46%	10.63%	11.05%	11.47%
净利率	4.05%	4.24%	4.58%	4.97%
ROE	6.56%	6.77%	7.47%	8.03%
ROA	2.26%	2.28%	2.53%	2.75%
	5.15%	5.56%	5.66%	5.93%
估值倍数				
P/E	12.67	11.87	10.35	9.25
P/S	0.45	0.45	0.42	0.41
P/B	0.83	0.80	0.77	0.74
股息率	4.31%	4.21%	4.83%	5.41%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。