

粤电力 A (000539.SZ)

电价显著下滑业绩承压，新能源投产贡献增量

事件：公司发布 2025 年半年度报告。报告期内，公司实现总营业收入 231.41 亿元，同比减少 11.26%；归母净利润 3247.42 万元，同比减少 96.4%；基本每股收益 0.0062 元，同比减少 96.4%。单二季度，实现营业收入 125.68 亿元，同比减少 5.42%；归母净利润 4.15 亿元，同比减少 46.52%。公司业绩下滑主要系广东省电价显著下行以及气电燃料成本高企经营亏损。

成本下行难抵电价下滑拖累煤电盈利，气电成本高企导致亏损。电价方面，公司 2025H1 平均上网电价为 480.01 元/千千瓦时，同比下降 59.49 元/千千瓦时，降幅 11.02%。广东省主营业务营收占比超过 95%，2025 年广东省双边协商交易成交均价 391.86 元/千千瓦时，同比下降 15.84%。**成本方面**，25H1 公司总燃料成本 149.88 亿元，占营业成本的 71.07%，燃料成本同比下降 19.44 亿元，降幅 11.48%。但煤价下跌难抵电价拖累，且新能源入市逐步落地，广东省内发电机组面临的市场竞争持续加剧，煤电盈利空间持续收窄，气电因高燃料成本经营承压。2025 年上半年公司煤电、气电业务分别实现归母净利润 2910 万元、-21790 万元，毛利率分别为 6.88%、1.94%，同比降低 4.04%、6.79%。**电量方面**，2025 年上半年公司煤电/气电发电量分别为 397.55/112.61 亿千瓦时，分别同比 -3.91%/-0.04%。

新能源装机扩张贡献增量，公司积极布局能源转型项目。2025 年上半年，新能源新增装机投产，带动新能源增量贡献，实现归母净利润 1.03 亿元。**装机方面**，25H1，公司新增风电装机 50 万千瓦，风电控股装机容量 390 万千瓦；新增光伏装机 69 万千瓦，光伏控股装机容量 457.45 万千瓦。**电量方面**，25H1 风电/光伏发电量分别为 27.26/20.30 亿千瓦时，分别同比 +0.89%/+90.61%。公司积极布局能源转型项目，在建新疆克拉玛依等光伏项目合计装机容量 91.5 万千瓦，在建山西、甘肃等风电项目 20 万千瓦；完成决策拟建的项目 67.2 万千瓦。

投资建议。由于广东电价下跌趋势超预期，拖累公司业绩，故我们下调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 568.95/632.93/682.80 亿元，实现-0.5%/11.2%/7.9%增长；归母净利润实现 6.84/11.83/14.63 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.13/0.23/0.28 元/股，对应 PE 分别为 35.9/20.8/16.8 倍，考虑到当下煤价成本持续下跌，后续电价有望触底反弹，静待盈利改善，维持“买入”评级。

风险提示：电价下跌风险；装机速度不及预期；上游燃料涨价风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	59,708	57,159	56,895	63,293	68,280
增长率 yoy (%)	13.4	-4.3	-0.5	11.2	7.9
归母净利润 (百万元)	975	964	684	1,183	1,463
增长率 yoy (%)	132.7	-1.1	-29.1	73.0	23.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.19	0.18	0.13	0.23	0.28
净资产收益率 (%)	4.4	4.2	2.9	4.8	5.6
P/E (倍)	25.2	25.5	35.9	20.8	16.8
P/B (倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

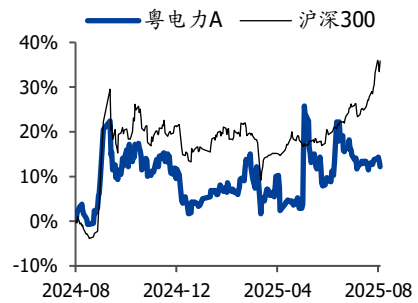
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
08 月 28 日收盘价 (元)	4.68
总市值 (百万元)	24,571.33
总股本 (百万股)	5,250.28
其中自由流通股 (%)	63.85
30 日日均成交量 (百万股)	25.48

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com

相关研究

- 《粤电力 A (000539.SZ): 电价下滑拖累业绩，成本下行静待盈利修复》 2025-05-01
- 《粤电力 A (000539.SZ): 电价回落业绩承压，清洁能源持续增长》 2024-10-31
- 《粤电力 A (000539.SZ): 成本下降推动盈利持续改善，电价压力影响业绩弹性》 2024-09-02

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	31931	30987	28052	20942	22863
现金	16431	15362	12585	3984	4771
应收票据及应收账款	8965	9102	8801	9935	10640
其他应收款	799	533	646	655	741
预付账款	1579	1441	1480	1592	1724
存货	2656	2577	2565	2803	3012
其他流动资产	1502	1973	1975	1974	1975
非流动资产	129276	144167	159605	182502	195254
长期投资	9797	10813	11620	12532	13391
固定资产	63017	73629	77171	83236	87828
无形资产	3480		4082	4356	4607
其他非流动资产	52982		66732	82379	89429
资产总计	161207	175154	187658	203444	218117
流动负债	46843	44349	41992	45779	46354
短期借款	15757	14109	18010	19137	21650
应付票据及应付账款	5185	6381	5680	6573	6867
其他流动负债	25901	23859	18302	20069	17836
非流动负债	80453	94843	108494	118519	130202
长期借款	62832	69542	82882	92907	104589
其他非流动负债	17621	25302	25613	25613	25613
负债合计	127296	139192	150486	164298	176556
少数股东权益	11769	13067	13574	14495	15607
股本	5250	5250	5250	5250	5250
资本公积	5203	5203	5203	5203	5203
留存收益	10187	11047	11656	12709	14013
归属母公司股东权益	22142	22895	23597	24651	25955
负债和股东权益	161207	175154	187658	203444	218117

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8466	10975	4171	14246	11054
净利润	1626	1755	1190	2104	2574
折旧摊销	5376	5901	7159	7813	8417
财务费用	2402	2433	3646	4097	4495
投资损失	-984	-810	-872	-934	-1027
营运资金变动	-1646	1307	-7416	1169	-3072
其他经营现金流	1690	390	464	-4	-334
投资活动现金流	-26182	-14257	-22115	-29773	-19809
资本支出	-21490	-14892	-23104	-30025	-20205
长期投资	-418	-597	-597	-697	-647
其他投资现金流	-4273	1232	1585	950	1043
筹资活动现金流	18236	3160	15168	6926	9542
短期借款	-504	-1648	3901	1127	2514
长期借款	19972	6709	13340	10025	11683
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	946	1	0	0	0
其他筹资现金流	-2176	-1902	-2074	-4226	-4655
现金净增加额	520	-123	-2776	-8601	787

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	59708	57159	56895	63293	68280
营业成本	50971	49521	49266	53846	57863
营业税金及附加	334	375	346	370	423
营业费用	93	101	95	109	116
管理费用	1592	1626	1568	1773	1928
研发费用	1117	1287	1172	1365	1440
财务费用	2288	2285	3509	3988	4473
资产减值损失	-1675	-356	-646	-147	77
其他收益	68	78	284	206	282
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	984	810	872	934	1027
资产处置收益	9	0	398	222	359
营业利润	2675	2462	1848	3058	3783
营业外收入	98	418	258	338	298
营业外支出	357	426	391	409	400
利润总额	2416	2455	1715	2987	3681
所得税	790	700	525	883	1107
净利润	1626	1755	1190	2104	2574
少数股东损益	651	791	506	922	1111
归属母公司净利润	975	964	684	1183	1463
EBITDA	10962	10194	12384	14789	16571
EPS (元/股)	0.19	0.18	0.13	0.23	0.28

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.4	-4.3	-0.5	11.2	7.9
营业利润(%)	165.8	-8.0	-24.9	65.4	23.7
归属母公司净利润(%)	132.7	-1.1	-29.1	73.0	23.7
获利能力					
毛利率(%)	14.6	13.4	13.4	14.9	15.3
净利率(%)	1.6	1.7	1.2	1.9	2.1
ROE(%)	4.4	4.2	2.9	4.8	5.6
ROIC(%)	2.7	2.1	2.1	2.7	2.9
偿债能力					
资产负债率(%)	79.0	79.5	80.2	80.8	80.9
净负债比率(%)	255.5	273.6	322.1	356.3	367.8
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	7.2	6.3	6.4	6.8	6.6
应付账款周转率	9.8	11.4	11.5	12.1	12.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.18	0.13	0.23	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.09	0.79	2.71	2.11
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.36	4.49	4.70	4.94
估值比率					
P/E	25.2	25.5	35.9	20.8	16.8
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.2	12.0	11.7	11.1	10.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com