

公司研究 | 点评报告 | 粤电力 A (000539.SZ)

偏弱量价限制营收表现, 业绩压力环比有所释放

报告要点

燃料成本的优化难以对冲煤电量价双弱的压力, 上半年煤电业务实现归母净利润 2910 万元, 同比下降 90.48%; 受营业成本大幅抬升影响, 气电业务实现归母净利润-21790 万元, 同比大幅转亏。新能源板块上半年归母净利润 1.03 亿元, 同比减少 48.15%。整体来看, 火电及清洁能源板块均明显承压, 叠加投资收益同比下降, 上半年公司归母净利润 0.32 亿元, 同比降低 96.40%。单二季度来看, 随着二季度新增发电产能的释放以及风况的边际改善, 公司盈利能力有所修复, 二季度公司实现归母净利润 4.15 亿元, 同比减少 46.52%, 但环比一季度扭亏为盈。

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

粤电力 A (000539.SZ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

偏弱量价限制营收表现，业绩压力环比有所释放

事件描述

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年，公司实现营业收入 231.41 亿元，同比减少 11.26%；实现归属上市公司股东净利润 0.32 亿元，同比降低 96.40%。

事件评论

- 成本改善难以对冲量价压力，火电板块业绩同比转亏。**2025 年上半年，公司煤电完成上网电量 373.20 亿千瓦时，同比减少 3.85%，气电完成上网电量 110.24 亿千瓦时，同比减少 0.39%，火电电量偏弱表现主因或系电力供需形势宽松叠加新能源持续扩张挤压火电出力空间。电价方面，2025 年广东电力市场竞争加剧，年度双边协商交易成交均价大幅下降，受此影响 2025 年上半年公司平均上网电价为 0.480 元/千瓦时，同比下降 0.059 元/千瓦时。在量价双弱的背景下，煤电实现营业收入 138.87 亿元，同比降低 19.70%；而气电业务虽然电量略有承压，但或由于去年投产高电价燃气机组使得综合电价结构性提升，营业收入同比增长 2.23%。成本方面，2025 年上半年受益于煤炭价格回落，公司燃料成本同比下降 11.48%，其中煤电业务营业成本同比下降 16.05%，但降幅小于煤电收入降幅。**整体来看，成本端的优化难以对冲煤电量价双弱的压力，上半年煤电业务实现归母净利润 2910 万元，同比下降 90.48%；气电业务虽然收入表现小幅改善，但营业成本同比增长 9.84%，主因或系折旧同比增加、天然气采购成本结构性抬升的共同影响，上半年气电业务实现归母净利润-21790 万元，同比大幅转亏。**
- 清洁能源受限资源与成本抬升，投资收益偏弱共同压制业绩表现。**上半年，公司水电完成上网电量 1.36 亿千瓦时，同比增加 23.64%，得益于电量表现的修复，水电板块大幅减亏，上半年实现归母净利润-527 万元，较去年同期减亏 488 万元。截至 2025 年 6 月底，公司风电和光伏装机分别达到 389.50 万千瓦、457.45 万千瓦，同比增长 14.73%、91.92%。得益于装机增长的拉动，上半年风电和光伏分别完成上网电量 26.14 亿千瓦时、19.74 亿千瓦时，同比分别增长 0.85%、88.90%，其中风电增幅较弱主要受到一季度沿海地区海风强度同比减弱影响。但新增装机的投产也推高了折旧、运维等各项成本，上半年公司可再生能源板块营业成本同比增长 22.41%，远高于收入增幅。因此，上半年公司新能源业务实现归母净利润 1.03 亿元，同比减少 48.15%。此外，投资收益的明显下降也共同压制了公司业绩表现，上半年公司实现投资收益 4.14 亿元，同比降低 24.16%。**综合来看，公司火电及清洁能源板块均明显承压，叠加投资收益贡献同比下降，上半年公司实现归母净利润 0.32 亿元，同比降低 96.40%。单二季度来看，随着二季度煤炭成本降幅扩大、新增发电产能释放以及风况的边际改善，公司盈利能力有所修复，二季度公司实现归母净利润 4.15 亿元，同比减少 46.52%，但环比一季度扭亏为盈。**
- 投资建议与估值：**根据公司最新财务数据，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.11 元、0.22 元和 0.30 元，对应 PE 分别为 43.02 倍和 20.85 和 15.33 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、电力供需形势恶化风险；
- 2、煤炭价格非季节性上涨风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.62
总股本(万股)	525,028
流通A股/B股(万股)	255,391/79,841
每股净资产(元)	4.37
近12月最高/最低价(元)	5.78/4.10

注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《主业量价偏弱压制营收表现，成本降幅难以对冲业绩承压》2025-05-07
- 《清洁能源主导利润，资产减值大幅减少》2025-03-30
- 《电量维持稳健增长，电价限制业绩表现》2024-11-11



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、电力供需形势恶化风险：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，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格非季节性上涨风险：2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，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超预期增长。

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	57159	55739	61408	65343	货币资金	15362	13076	14112	17826
营业成本	49521	49825	53574	56182	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7638	5914	7835	9161	应收账款	9102	8515	10893	9758
%营业收入	13%	11%	13%	14%	存货	2577	2688	2973	2963
营业税金及附加	375	366	403	429	预付账款	1441	1449	1559	1634
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2506	2740	2638	2832
销售费用	101	99	109	116	流动资产合计	30987	28468	32176	35014
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	10813	11413	12013	12613
管理费用	1626	1586	1747	1859	投资性房地产	336	336	336	336
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	73629	83865	107767	115128
研发费用	1287	1255	1382	1471	无形资产	3787	3787	3787	3787
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	2	2	2	2
财务费用	2285	2187	2435	2613	递延所得税资产	1099	1099	1099	1099
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他非流动资产	54501	53804	43804	38804
加: 资产减值损失	-356	0	0	0	资产总计	175154	182775	200984	206783
信用减值损失	-33	0	0	0	短期贷款	14109	14109	14109	14109
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	4279	4579	4945	5043
投资收益	810	808	860	915	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2462	1305	2693	3663	应付职工薪酬	556	560	602	631
%营业收入	4%	2%	4%	6%	应交税费	303	296	326	347
营业外收支	-8	0	0	0	其他流动负债	25101	26431	27994	28681
利润总额	2455	1305	2693	3663	流动负债合计	44349	45974	47976	48810
%营业收入	4%	2%	4%	6%	长期借款	69542	74683	89065	91625
所得税费用	700	365	754	1026	应付债券	11107	11107	11107	11107
净利润	1755	940	1939	2637	递延所得税负债	470	470	470	470
归属于母公司所有者的净利润	964	564	1163	1582	其他非流动负债	13724	13724	13724	13724
少数股东损益	791	376	776	1055	负债合计	139192	145959	162343	165737
EPS (元)	0.18	0.11	0.22	0.30	归属于母公司所有者权益	22895	23373	24423	25773
					少数股东权益	13067	13443	14219	15273
现金流量表 (百万元)					股东权益	35962	36816	38642	41046
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	175154	182775	200984	206783
经营活动现金流净额	10975	9800	10840	14861	基本指标				
取得投资收益收回现金	369	808	860	915		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-1016	-600	-600	-600	每股收益	0.18	0.11	0.22	0.30
资本性支出	-14892	-16984	-21733	-11000	每股经营现金流	2.09	1.87	2.06	2.83
其他	1282	697	0	0	市盈率	25.17	43.02	20.85	15.33
投资活动现金流净额	-14257	-16079	-21474	-10685	市净率	1.04	1.04	0.99	0.94
债券融资	6011	0	0	0	EV/EBITDA	11.98	13.93	11.96	10.25
股权融资	988	0	0	0	总资产收益率	0.6%	0.3%	0.6%	0.8%
银行贷款增加(减少)	5061	5141	14382	2560	净资产收益率	4.2%	2.4%	4.8%	6.1%
筹资成本	-3350	-2484	-2711	-3022	净利率	1.7%	1.0%	1.9%	2.4%
其他	-5550	1336	0	0	资产负债率	79.5%	79.9%	80.8%	80.2%
筹资活动现金流净额	3160	3993	11670	-461	总资产周转率	0.34	0.31	0.32	0.32
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-123	-2286	1036	3714					

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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。