



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 14 日

基础数据

09 月 12 日收盘价（元）	6.84
总市值（亿元）	239.83
总股本（亿股）	35.06

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】广州发展 2024 年三季报点评：Q3 火电量减价增，天然气业务驱动业绩增长-2024.11.02

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理：隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

广州发展(600098.SH)

能源主业量价承压，交储收益抬升利润

投资要点：

- **事件：**广州发展发布 2025 年中报。上半年公司实现营业收入 233.12 亿元，同比+2.03%，归母净利润 16.35 亿元，同比+42.56%，扣非归母净利润 3.83 亿元，同比-66.18%，投资收益同比-1.95 亿元，资产处置收益同比+16.67 亿元（期内收到土地交储补偿款 13.7 亿元），期内计提资产减值损失 3.42 亿元（去年同期为 0.01 亿元）。单 Q2 公司实现营业收入 124.79 亿元，同比+2.60%，归母净利润 11.83 亿元，同比+69.09%，扣非归母净利润-0.52 亿元，同比-107.54%。此外，公司规划 2025 年分红比例达 50%以上，并计划进行中期分红。结合经营数据，我们点评如下：
- **火电：**量价下行压力较大，上半年火电利润总额-3.13 亿元。上半年因珠江电厂一期（0.64GW）关停且广东电力市场供需宽松，上半年公司火电上网电量 70.22 亿度，同比-15.16%；同期广东中长期市场与现货市场电价均处于低位，期内火电上网电价为 0.4958 元/度，同比-0.0502 元/度。故上半年公司煤电与气电分别实现营业收入 20.68、13.44 亿元（含供热，下同），同比-26.61%、-15.33%。而尽管期内燃料成本降低，公司煤电与气电板块利润总额口径分别为-0.47、-2.66 亿元（去年同期分别为 0.98 亿元、-0.16 亿元），加回减值损失并扣除投资收益后利润总额口径分别为-0.22 亿元、-0.17 亿元（去年同期分别为 0.19 亿元、-0.16 亿元）。此外，参股火电公司亦盈利承压，上半年煤电板块确认联营及合营企业投资收益 0.37 亿元，同比-0.39 亿元。单 Q2 公司实现火电上网电量 41.26 亿度，同比-5.11%，上网电价为 0.4985 元/度，同比-0.056 元/度。
- **绿电&天然气：**装机扩张支撑绿电板块利润上行。装机扩张下，上半年公司风电上网电量 31.35 亿度，同比+23.11%，光伏售电量 12.16 亿度，同比+68.48%；新能源及储能板块实现利润总额 4.95 亿元（暂不考虑储能收益），同比+10.76%，对应度电利润总额 0.114 元/度，同比-0.023 元/度。天然气业务方面，上半年公司销气量同比-3.67%，实现营业收入 51.52 亿元，同比+4.82%，利润总额 3.81 亿元，同比-48.41%。
- **投资建议：**维持“增持”评级。据公司公告披露，上半年公司累计收到交储补偿款 13.7 亿元，剩余交储补偿款预计约 9.65 亿元，且公司规划 2025 年分红比例达 50%以上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.47、21.14、22.04 亿元，分别同比+29.8%、-6.0%、+4.3%，对应 9 月 12 日收盘价 PE 估值分别为 10.7x、11.3x、10.9x，以 50%分红比例计，公司 2025 年分红对应 9 月 12 日收盘价的股息率约为 4.69%。
- **风险提示：**动力煤价格回升、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、用电需求不及预期、市场化交易导致电价波动、宏观经济风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	48328	47423	48088	51627
同比增长	3.3%	-1.9%	1.4%	7.4%
归母净利润（百万元）	1732	2247	2114	2204
同比增长	5.7%	29.8%	-6.0%	4.3%
毛利率	10.5%	9.6%	10.0%	11.3%
ROE	6.6%	8.2%	7.4%	7.4%
每股收益（元）	0.49	0.64	0.60	0.63
市盈率	13.8	10.7	11.3	10.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14222	17690	19901	23525
货币资金	2297	6079	7905	10841
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4013	3877	3985	4261
预付款项	485	367	393	424
存货	2067	1845	1913	2034
其他	5359	5524	5705	5964
非流动资产	62281	65118	67219	68483
长期股权投资	5582	5582	5582	5582
固定资产	40932	44762	47391	49050
在建工程	3225	2612	2181	1841
无形资产	2217	1749	1532	1364
商誉	1416	1416	1416	1416
其他	8910	8997	9117	9230
资产总计	76503	82809	87120	92008
流动负债	20129	23329	24833	26857
短期借款	1079	1079	1079	1079
应付票据及应付账款	6868	6836	6994	7349
其他	12182	15414	16761	18428
非流动负债	27123	28820	30320	31820
长期借款	20531	22031	23531	25031
其他	6592	6789	6789	6789
负债合计	47252	52149	55153	58677
股本	3506	3506	3506	3506
未分配利润	9936	10699	11418	12167
少数股东权益	2855	3144	3416	3699
股东权益合计	29251	30660	31968	33331
负债及权益合计	76503	82809	87120	92008

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1732	2247	2114	2204
折旧和摊销	2421	2895	3168	3398
营运资金的变动	-762	459	1120	1335
经营活动产生现金流量	4510	5566	6676	8011
资本支出	-3188	-4329	-4329	-4529
长期投资	-263	-93	-120	-113
投资活动产生现金流量	-2563	-4281	-4307	-4482
债权融资	-1437	4781	1500	1500
股权融资	40	0	0	0
融资活动产生现金流量	-3599	2498	-542	-593
现金净变动	-1648	3782	1827	2935

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	48328	47423	48088	51627
营业成本	43220	42850	43264	45794
税金及附加	139	138	140	150
销售费用	244	232	245	259
管理费用	928	948	962	1033
研发费用	686	711	721	774
财务费用	934	891	794	747
投资收益	269	237	240	258
公允价值变动收益	12	0	0	0
信用减值损失	5	0	0	0
资产减值损失	-99	-450	-200	-50
营业利润	2413	3199	3011	3139
营业外收支	-29	-29	-29	-29
利润总额	2384	3171	2982	3110
所得税	429	634	596	622
净利润	1955	2537	2386	2488
少数股东损益	223	289	272	284
归属母公司净利润	1732	2247	2114	2204
EPS(元)	0.49	0.64	0.60	0.63

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	3.3%	-1.9%	1.4%	7.4%
营业利润增长率	2.9%	32.6%	-5.9%	4.2%
归母净利润增长率	5.7%	29.8%	-6.0%	4.3%
盈利能力				
毛利率	10.5%	9.6%	10.0%	11.3%
归母净利率	3.6%	4.7%	4.4%	4.3%
ROE	6.6%	8.2%	7.4%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	61.8%	63.0%	63.3%	63.8%
流动比率	0.71	0.76	0.80	0.88
速动比率	0.34	0.45	0.50	0.58
营运能力				
资产周转率	64.2%	59.5%	56.6%	57.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.49	0.64	0.60	0.63
每股经营现金	1.29	1.59	1.90	2.28
估值比率(倍)				
PE	13.8	10.7	11.3	10.9
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn