

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

粤电力 A (000539.SZ)

投资评级 -

上次评级 增持

邢秦浩 电力燃气公用研究负责人
执业编号: S1500524080001
联系电话: 010-83326712
邮箱: xingqinhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

煤电成本改善对冲电价下行，电价触底静待拐点来临

2026年4月3日

事件: 3月30日晚粤电力A发布2025年年报, 2025年公司实现营业收入515.41亿元, 同比-9.83%; 实现归母净利润6.00亿元, 同比-37.78%; 实现扣非归母净利润4.75亿元, 同比-49.00%。公司2025年度利润分配预案拟为每10股派发现金红利0.2元(含税), 共计派发现金红利1.05亿元。

点评:

公司2025年煤电板块归母净利4.83亿元, 气电板块归母净利-0.22亿元, 水电板块归母净利0.12亿元, 新能源板块实现归母净利0.20亿元。整体来看, 受益于燃煤价格回落, 公司煤电板块成本改善, 成为公司利润的主要来源; 但由于燃气价格波动变化较小(板块营业成本同比+1.81%), 燃气发电板块毛利率同比-5.15pct。可再生能源发电板块面临“增量不增收”, 风电光伏装机分别新增60万千瓦和99.36万千瓦, 但板块整体收入同比-1.29%, 导致毛利率同比-7.13pct。整体售电业务毛利率实现10.89%, 同比下降2.08pct。

- 火电板块: 装机持续投产成长, 燃料成本下行对冲电价下行
- 1) 装机及电量: 煤电进入批量投产季, 火电电量同比基本持平。截止2025年末, 公司在运煤电控股装机2301万千瓦, 气电控股装机1184.70万千瓦。2025年火电板块新增投煤电306万千瓦。且公司目前仍有500万千瓦煤电、394.6万千瓦气电在建, 我们预计公司在建火电机组有望在2026-2028年间密集投产, 为火电板块电量增长带来成长空间。发电量角度看, 2025年公司煤电上网电量实现861.35亿千瓦时, 同比+4亿千瓦时; 气电上网电量实现246.27亿千瓦时, 同比-5.49亿千瓦时。
- 2) 电价: 广东26年电价触底, 拐点有望于27年来临。公司售电结构中, 年度长协电量占售电量约七成, 代购电等月度交易和现货交易占比约三成。广东2025年度交易成交均价391.86元/千千瓦时, 同比继续下行73.78元/千千瓦时。电价大幅下行已反应在报表中, 公司2025年煤电电价同比下行约7分/千瓦时, 气电电价同比下行约1分/千瓦时。根据广东电力交易中心, 2026年度交易成交均价372.14元/千千瓦时, 同比继续下行19.72元/千千瓦时。但我们预计因广东火电目前已经达到“基准价下浮20%”的电价底部, 虽26年公司业绩承压或将持续, 但收入端拐点有望在27年年度电价谈判时来临。
- 3) 成本: 26年成本端控制有望对冲部分电价端的压力。公司煤炭长协比例较低, 进口煤占比较高。受益于2025年以来国内外煤炭平均价格的同比回落, 公司2025年燃料成本同比持续改善。2025年公司实现发电燃料成本337.13亿元, 同比下降2.06%。展望2026年, 公司有望进

一步严控各项成本费用、控制燃料采购成本，带动火电度电成本的进一步降低，实现对电价回落的部分对冲。

- **绿电板块：装机电量增长较为可观，风电电价下行拖累板块利润。** 装机方面，2025 年公司新能源板块装机有所增长。其中，风电装机新增 60 万千瓦；光伏装机新增 37.5 万千瓦。发电量方面，风电完成 54.35 亿千瓦时，同比+2.58 亿千瓦时；光伏完成 42.18 亿千瓦时，同比+17.09 亿千瓦时。但公司风电板块上网电价大幅下行，同比降幅达 7 分/千瓦时，拖累板块利润不增反降。我们预计公司绿电板块电价或随火电电价于 27 年迎来拐点。
- **盈利预测及投资评级：** 由于广东 26 年电价的进一步回落，我们调整公司 2026-2028 年的归母净利润预测分别为 1.96/7.37/12.19 亿元，对应 4 月 2 日收盘价的 PE 分别为 156.65/41.65/25.19 倍。
- **风险因素：** 广东电价持续超预期下行；国内外煤价再度大幅上涨；公司新能源项目拓展建设节奏不及预期。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	57,159	51,541	58,569	65,297	73,763
增长率 YoY %	-4.3%	-9.8%	13.6%	11.5%	13.0%
归属母公司净利润(百万元)	964	600	196	737	1,219
增长率 YoY%	-1.1%	-37.8%	-67.3%	276.1%	65.3%
毛利率%	13.4%	11.3%	7.0%	8.3%	9.0%
净资产收益率 ROE%	4.2%	2.6%	0.8%	3.0%	4.8%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.11	0.04	0.14	0.23
市盈率 P/E(倍)	31.85	51.20	156.65	41.65	25.19
市净率 P/B(倍)	1.34	1.31	1.30	1.26	1.20

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 2 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	30,987	30,647	29,425	30,598	34,746	
货币资金	15,362	14,840	13,513	12,226	15,857	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	9,102	9,583	8,288	11,614	10,875	
预付账款	1,441	974	1,362	1,497	1,678	
存货	2,577	2,294	3,155	2,166	3,055	
其他	2,506	2,957	3,107	3,095	3,282	
非流动资产	144,167	155,387	162,229	163,698	168,731	
长期股权投资	10,813	11,543	12,143	12,743	13,343	
固定资产(合计)	73,629	85,897	106,028	115,137	122,988	
无形资产	3,787	3,700	3,612	3,525	3,438	
其他	55,939	54,247	40,444	32,292	28,962	
资产总计	175,154	186,034	191,654	194,296	203,478	
流动负债	44,349	45,818	50,436	51,243	57,849	
短期借款	14,109	9,741	7,741	7,941	8,141	
应付票据	2,102	1,520	2,718	1,606	2,870	
应付账款	4,279	4,295	5,925	5,304	7,288	
其他	23,859	30,262	34,052	36,393	39,551	
非流动负债	94,843	98,754	99,454	100,154	100,854	
长期借款	69,542	71,609	72,609	73,609	74,609	
其他	25,302	27,145	26,845	26,545	26,245	
负债合计	139,192	144,572	149,890	151,397	158,703	
少数股东权益	13,067	18,018	18,124	18,521	19,178	
归属母公司股东权益	22,895	23,444	23,640	24,378	25,597	
负债和股东权益	175,154	186,034	191,654	194,296	203,478	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	57,159	51,541	58,569	65,297	73,763	
同比(%)	-4.3%	-9.8%	13.6%	11.5%	13.0%	
归属母公司净利润	964	600	196	737	1,219	
同比(%)	-1.1%	-37.8%	-67.3%	276.1%	65.3%	
毛利率(%)	13.4%	11.3%	7.0%	8.3%	9.0%	
ROE(%)	4.2%	2.6%	0.8%	3.0%	4.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.11	0.04	0.14	0.23	
P/E	31.85	51.20	156.65	41.65	25.19	
P/B	1.34	1.31	1.30	1.26	1.20	
EV/EBITDA	11.98	12.73	15.15	13.12	11.31	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	57,159	51,541	58,569	65,297	73,763	
营业成本	49,521	45,714	54,488	59,866	67,132	
营业税金及附加	375	384	387	392	369	
销售费用	101	101	70	78	89	
管理费用	1,626	1,653	1,171	1,306	1,475	
研发费用	1,287	567	644	718	811	
财务费用	2,285	2,186	1,986	1,994	1,963	
减值损失合计	-390	-389	-209	-209	-209	
投资净收益	810	792	820	849	885	
其他	78	70	79	89	100	
营业利润	2,462	1,409	513	1,670	2,700	
营业外收支	-8	103	-95	-95	-95	
利润总额	2,455	1,511	419	1,576	2,605	
所得税	700	480	117	441	730	
净利润	1,755	1,032	302	1,135	1,876	
少数股东损益	791	432	106	397	657	
归属母公司净利	964	600	196	737	1,219	
EBITDA	10,194	9,773	8,709	10,221	11,614	
EPS(当年)	0.18	0.11	0.04	0.14	0.23	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	10,975	10,233	15,204	8,012	16,906	
净利润	1,755	1,032	302	1,135	1,876	
折旧摊销	5,901	6,640	6,819	7,197	7,631	
财务费用	2,433	2,250	2,134	2,129	2,147	
投资损失	-810	-792	-820	-849	-885	
营运资金变动	1,306	741	6,488	-1,878	5,863	
其它	391	362	280	278	274	
投资活动现金流	-14,257	-10,884	-13,096	-8,070	-12,029	
资本支出	-14,892	-12,170	-13,124	-8,121	-12,118	
长期投资	-597	-327	-787	-787	-787	
其他	1,232	1,613	815	839	876	
筹资活动现金流	3,160	1,161	-3,434	-1,229	-1,247	
吸收投资	988	4,877	0	0	0	
借款	5,061	-2,300	-1,000	1,200	1,200	
支付利息或股息	-3,350	-3,394	-2,134	-2,129	-2,147	
现金净增加额	-123	511	-1,327	-1,287	3,631	

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。