

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 增持

上次评级 增持

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

减值计提拖累 23Q4 业绩，24 年面临电价回落压力

2024 年 3 月 31 日

事件: 3 月 29 日晚粤电力 A 发布 2023 年业绩, 2023 年公司实现营业收入 597.08 亿元, 同比上升 13.38%; 实现归母净利润 9.75 亿元, 实现扭亏为盈。公司 23Q4 单季度实现营业收入 145.33 亿元, 同比上升 10.31%, 环比下降 13.67%。由于计提 12.92 亿元减值影响, 23Q4 实现归母净利润-7.52 亿元, 同比减亏 5.32 亿元。

点评:

- 火电板块: 降本增效成果显著, 盈利能力有所恢复
- 1) 装机及电量: 继续加码煤电气电项目, 用电需求持续增长。2023 年, 公司在建火电规模 1267.42 万千瓦。2023 年, 火电板块新增投产粤华气代煤项目 66.7 万千瓦, 2024 年 1-3 月投产肇庆鼎湖天然气项目 46 万千瓦, 惠州大亚湾石化区综合能源站项目 66.5 万千瓦。我们预计公司在建火电机组有望在 2024-2026 年间密集投产, 为火电板块电量增长带来成长空间。同时, 受益于广东用电量需求的持续增长, 公司售电量稳步提升。2023 年, 公司累计完成火电发电量 1141.50 亿千瓦时, 同比增加 5.03%; 其中煤电完成 956.39 亿千瓦时, 同比增加 2.15%, 气电完成 185.11 亿千瓦时, 同比增加 23.09%。
- 2) 电价: 23 年受益于广东电价的顶格上浮, 但 24 年面临电价回落压力。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。2023 年广东年度电力交易价格实现顶格上浮, 在年度长协可锁定大部收入的背景下, 助力公司收入端改善明显。2023 年公司火电上网电价为 0.58 元/千瓦时 (含税), 同比上升 0.4 元/千瓦时, 同比上涨 7.41%。然而, 根据广东电力交易中心于 2023 年 12 月公布的交易结果, 全省 2024 年年度双边协商交易、年度挂牌交易、年度集中竞争交易的成交均价同比有所下降, 其中双边协商成交电量 2431.14 亿千瓦时, 成交均价 465.64 元/千千瓦时 (含税, 下同), 同比上年下降 88.24 元/千千瓦时。广东省中长期市场交易电价的下降, 公司 2024 年面临电价回落压力, 公司有望通过持续优化电力市场交易策略, 降低电价回落的负面影响。
- 3) 成本: 受益于国内外煤炭均价同比回落, 燃料成本下降。公司煤炭长协比例较低, 进口煤占比较高。受益于 2023 年国内外煤炭平均价格的同比回落, 尤其是进口煤价同比较大幅度下行, 公司 2023 年燃料成本同比出现大幅改善。2023 年, 公司全年发电燃料成本 402.66 亿元, 同比下降 6.90%; 2023 年实现火电度电燃料成本 0.353 元/千瓦时 (不含税), 同比下降 11.31%。展望 2024 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。
- 绿电板块: 装机电量增长较为可观, “十四五”后两年成长空间广阔。

1) 装机电量: 2023 年, 公司新能源板块装机和电量增长较为可观。其中, 风电装机新增 45 万千瓦, 同比增长 19.19%; 光伏装机新增 197.3 万千瓦。上网电量方面, 风电完成 47.18 亿千瓦时, 同比增加 14.63%; 光伏完成 3.76 亿千瓦时, 上年同期为 0.03 亿千瓦时。**2) 电价:** 2023 年, 公司风电板块实现度电上网电价 0.70 元/千瓦时 (含税), 同比下降 4.11%; 光伏板块实现度电上网电价 0.30 元/千瓦时 (含税), 同比下降 44.44%。**3) 展望:** 根据公司规划, “十四五” 新能源装机增长空间有望达到 1400 万千瓦。风电方面, 广东海风资源禀赋较好。8 月, 公司全资子公司广东省风力发电有限公司拟以公开挂牌方式增资扩股, 我们认为公司海上风电装机在省补退坡前有望加速推进。光伏方面, 公司光伏板块自 “十四五” 初起步发展, 受益于光伏组件价格近期的快速下行, 公司光伏装机规模有望加速提升。同时, 公司火电板块盈利及现金流的大幅改善, 或将有助于绿电装机的建设。

- **盈利预测及估值:** 由于广东 24 年电价回落, 我们下调公司 2024-2026 年的归母净利润预测至分别为 20.25 亿、27.83 亿、34.45 亿, 同比增速 107.8%/37.4%/23.8%; 对应 3 月 29 日收盘价 5.17 元的 PE 分别为 13.40/9.75/7.88 倍, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 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; 广东电力市场化改革推进不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	52,661	59,708	61,152	70,042	75,809
增长率 YoY %	18.5%	13.4%	2.4%	14.5%	8.2%
归属母公司净利润(百万元)	-2,980	975	2,025	2,783	3,445
增长率 YoY%	-1.8%	132.7%	107.8%	37.4%	23.8%
毛利率%	-0.4%	14.6%	15.0%	14.4%	14.5%
净资产收益率 ROE%	-14.6%	4.4%	8.4%	10.3%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	-0.57	0.19	0.39	0.53	0.66
市盈率 P/E(倍)	—	27.85	13.40	9.75	7.88
市净率 P/B(倍)	1.33	1.23	1.12	1.01	0.89

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	25,812	31,931	38,205	40,469	50,302	
货币资金	11,504	16,431	20,733	21,064	30,087	
应收票据	3	1	3	2	3	
应收账款	7,579	8,964	9,707	11,665	11,469	
预付账款	1,535	1,579	1,299	1,500	1,491	
存货	3,377	2,656	3,985	3,679	4,605	
其他	1,815	2,300	2,478	2,560	2,647	
非流动资产	105,812	129,276	142,391	154,994	167,138	
长期股权投资	9,198	9,797	10,396	10,994	11,593	
固定资产(合计)	62,400	63,017	85,708	101,640	113,989	
无形资产	3,347	3,480	3,614	3,747	3,881	
其他	30,867	52,982	42,673	38,612	37,675	
资产总计	131,624	161,207	180,596	195,463	217,441	
流动负债	42,004	46,843	51,767	56,370	62,441	
短期借款	16,261	15,757	18,757	21,257	24,757	
应付票据	1,496	755	689	644	796	
应付账款	5,938	4,430	6,141	6,060	7,128	
其他	18,309	25,901	26,181	28,409	29,760	
非流动负债	60,778	80,453	91,753	98,153	109,753	
长期借款	42,861	62,832	73,832	79,832	88,832	
其他	17,917	17,621	17,921	18,321	20,921	
负债合计	102,782	127,296	143,521	154,523	172,194	
少数股东权益	8,491	11,769	12,908	13,990	14,852	
归属母公司股东权益	20,350	22,142	24,167	26,950	30,395	
负债和股东权益	131,624	161,207	180,596	195,463	217,441	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	52,661	59,708	61,152	70,042	75,809	
同比(%)	18.5%	13.4%	2.4%	14.5%	8.2%	
归属母公司净利润	-2,980	975	2,025	2,783	3,445	
同比(%)	-1.8%	132.7%	107.8%	37.4%	23.8%	
毛利率(%)	-0.4%	14.6%	15.0%	14.4%	14.5%	
ROE(%)	-14.6%	4.4%	8.4%	10.3%	11.3%	
EPS(摊薄)(元)	-0.57	0.19	0.39	0.53	0.66	
P/E	—	27.85	13.40	9.75	7.88	
P/B	1.33	1.23	1.12	1.01	0.89	
EV/EBITDA	43.72	10.19	10.52	10.40	10.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	52,661	59,708	61,152	70,042	75,809	
营业成本	52,852	50,971	51,969	59,981	64,830	
营业税金及附加	245	334	342	392	424	
销售费用	69	93	73	84	91	
管理费用	1,193	1,592	1,223	1,401	1,516	
研发费用	1,229	1,117	1,345	1,541	1,668	
财务费用	2,136	2,288	2,796	3,072	3,440	
减值损失合计	-174	-1,675	-53	-53	-53	
投资净收益	1,062	984	1,223	1,401	1,516	
其他	113	52	64	76	83	
营业利润	-4,063	2,675	4,636	4,995	5,385	
营业外收支	-318	-259	-302	-102	-2	
利润总额	-4,381	2,416	4,334	4,893	5,383	
所得税	107	790	1,170	1,027	1,077	
净利润	-4,488	1,626	3,164	3,865	4,307	
少数股东损益	-1,508	651	1,139	1,082	861	
归属母公司净利	-2,980	975	2,025	2,783	3,445	
EBITDA	2,212	11,021	11,765	12,731	13,833	
EPS(当年)	-0.57	0.19	0.39	0.53	0.66	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,480	8,466	10,846	12,257	14,909	
净利润	-4,488	1,626	3,164	3,865	4,307	
折旧摊销	5,057	5,376	5,482	5,993	6,453	
财务费用	2,256	2,402	3,125	3,487	3,862	
投资损失	-1,062	-984	-1,223	-1,401	-1,516	
营运资金变动	-425	-1,646	-63	154	1,747	
其它	141	1,690	361	159	58	
投资活动现金流	-13,152	-26,182	-17,719	-17,340	-17,124	
资本支出	-12,865	-21,490	-18,145	-17,944	-17,843	
长期投资	-396	-418	-772	-772	-772	
其他	109	-4,273	1,198	1,375	1,491	
筹资活动现金流	15,083	18,236	11,175	5,413	11,238	
吸收投资	467	4,729	0	0	0	
借款	50,148	55,117	14,000	8,500	12,500	
支付利息或股息	-2,268	-2,848	-3,125	-3,487	-3,862	
现金净增加额	3,411	520	4,302	330	9,024	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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%~20%；	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。