

# 煤价高企火电持续承压，新 能源转型脚步加快

## 核心观点

2022 年度，公司实现营业收入 526.61 亿元，同比增长 18.45%；归母净亏损 30.04 亿元，较去年同期亏损扩大 2.59%。公司 2022 年受燃料成本压力上升导致业绩亏损放大，但 2023 年公司煤电电价进一步上涨叠加进口煤价回落，公司火电业绩有望回升。此外，公司利用平台优势推进省内及省间战略拓展，持续开展能源转型，计划“十四五”期间新增绿电装机 14GW，能源转型持续加速。我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 24.25 亿元、31.49 亿元、40.01 亿元，对应 EPS 为 0.46 元/股、0.6 元/股、0.76 元/股，维持“买入”评级。

## 事件

### 粤电力 A 发布 2022 年年度报告

粤电力 A 发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 526.61 亿元，同比增加 18.45%；实现归母净利润-30.04 亿元，较去年同期亏损扩大 2.59%；实现扣非归母净利润-29.37 亿元，较去年同期亏损扩大 9.35%；每股净亏损 0.5721 元，同比增亏 0.0144 元/股。

## 简评

### 沿海燃煤成本盘踞高位施压火电，新能源利润贡献迅速提升

粤电力 A 为广东省最大的电力上市公司之一，2022 年全年，公司实现营业收入 526.61 亿元，同比增加 18.45%；实现营业成本 528.52 亿元，同比增加 12.87%；实现归母净利润-30.04 亿元，较去年同期亏损扩大 2.59%；实现扣非归母净利润-29.37 亿元，较去年同期亏损扩大 9.35%。2022 年公司营收增长主要系电力市场化改革下上网电价均价上行；成本增长主要系受燃料价格高企影响；利润亏损扩大主要系电价涨幅较难覆盖高企的燃料成本的成本端压力。2022 年，公司销售费率、管理费率 and 财务费率分别 0.13%、2.26% 和 4.06%，同比变化-0.02ppt、-0.21ppt、+0.97ppt，财务费率上升较大主要系公司投资和周转资金需求增加，债务融资规模扩大所致。

粤电力主营业务集中在广东省内的电力产销，分为燃煤、燃气、风力、生物质、水力发电与光伏六大板块，2022 年板块毛利分别为-27.53 亿元、-6.91 亿元、13.84 亿元、0.40 亿元、0.15 亿元、0.09 亿元。公司火电业务亏损主要系受煤价维持高位影响，全年

## 粤电力 A (000539.SZ)

### 首次评级

### 买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440519060004

发布日期：2023 年 04 月 11 日

当前股价：5.92 元

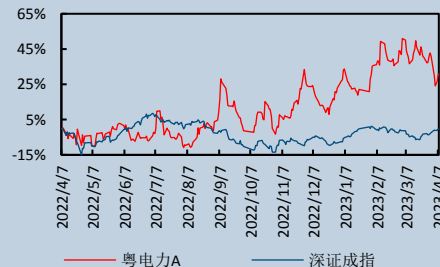
目标价格 6 个月：7.1 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.68/-12.85	-1.99/-7.37	26.77/25.42
12 月最高/最低价 (元)		6.82/4.03
总股本 (万股)		525,028.40
流通 A 股 (万股)		255,391.27
总市值 (亿元)		280.56
流通市值 (亿元)		168.20
近 3 月日均成交量 (万)		3156.39
主要股东		
广东省能源集团有限公司		67.39%

### 股价表现



### 相关研究报告

燃料成本达 432.52 亿元，同比增加 45.89 亿元，上升 11.87%。

### 火电占比较高，盈利有望迎边际修复

截至 2022 年底，公司控股装机规模为 2970 万千瓦，其中煤电装机 2055 万千瓦，占比 69.2%；气电装机 639 万千瓦，占比 21.52%。全年总发电量 1141 亿千瓦时，其中火电发电量 1087 亿千瓦时，同比增加 0.86%，其中燃煤、燃气分别实现发电量 936 亿千瓦时、150 亿千瓦时，同比变化+3.54%、-11.28%。

2022 年公司燃煤发电板块实现营业收入 406 亿元，同比增长 15.14%，主要系平均上网电价上涨所致；燃气发电收入 81.1 亿元，同比增长 27.26%。全年火电机组平均上网含税电价 0.54 元/千瓦时，同比上升 0.08 元/千瓦时；利用小时数 4110 小时，同比下降 496 小时。燃煤营业成本 433.78 亿元，同比增加 9.93%，主要系煤价高企所致，全年燃料成本 433 亿元，占营业成本的 81.84%，同比增加 11.87%。考虑到 2023 年广东省年度长协电价进一步上涨，市场电力需求维持景气，叠加年初进口煤价格已开始逐步回落，我们认为公司火电业务有望迎来修复。

### 立足省内布局全国，拓展新能源第二增长曲线

公司积极执行新能源转型战略，“十四五”期间，公司初步计划新增新能源装机约 1400 万千瓦，其中陆上风电约 160 万千瓦、海上风电约 280 万千瓦、光伏约 960 万千瓦。2022 年，公司不仅不断开发省内海上风电资源，也利用省际政策优势积极布局西北地区风电项目，开拓性的战略帮助公司实现新能源转型。截至 2022 年底，公司风电、光伏装机分别为 234.5 万千瓦、17.6 万千瓦，同比分别增长 37.5 万千瓦、17.6 万千瓦。公司全年风电与光伏发电量分别为 42.99 亿千瓦时、0.03 亿千瓦时，同比增加 19.93 亿千瓦时、0.03 亿千瓦时。2023 年公司风电在建项目计划装机容量为 100 万千瓦，光伏在建项目的计划装机容量为 232 万千瓦。

### 经营地域电力需求旺盛，给予“买入”评级

公司主营业务在地域上集中于广东省，2022 年省内收入占比 98.25%。2022 年广东省 GDP、用电量分别为 129118.58 亿元、7870.34 亿千瓦时，同比分别增长 1.9%、0.05%。广东省电力需求在全国范围内处于领先地位，用电量在过去 5 年中有 4 年处于全国第一，5 年复合增长率达 4.47%，位于全国中游水平，公司扎根广东，电力需求较为旺盛。

公司目前提出了“1+2+3+X”战略，积极通过自建和收购等多种形式进一步拓展新能源项目资源，目前已核准备案约 1000 万千瓦，预计将在未来数年内持续加大资本性开支，快速扩大新能源装机规模。我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 24.25 亿元、31.49 亿元、40.01 亿元，对应 EPS 为 0.46 元/股、0.6 元/股、0.76 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 1：粤电力 A 盈利预测（单位：百万元，元）**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>44167.2</b>	<b>52661.1</b>	<b>59199.3</b>	<b>66339.3</b>	<b>79865.7</b>
<b>营业成本</b>	46814.8	52852.3	51764.5	57063.7	67896.8
营业税金及附加	294.0	245.3	275.7	309.0	372.0
销售费用	65.4	69.1	77.7	87.1	104.8
管理费用	1101.1	1192.5	1340.6	1502.2	1808.6
财务费用	1371.4	2135.9	2401.1	2690.7	3239.3
资产减值损失	(29.3)	(173.8)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	834.0	1061.9	1100.0	1200.0	1300.0
其他收益	72.7	80.2	100.0	100.0	100.0
营业利润	(5024.0)	(4062.7)	4589.8	6036.7	7894.3
营业外收入	139.1	125.5	100.0	100.0	100.0
营业外支出	171.5	443.9	300.0	300.0	300.0
利润总额	(5056.4)	(4381.1)	4389.8	5836.7	7694.3
所得税	(583.7)	133.9	658.5	992.2	1538.9
净利润	(4472.7)	(4515.0)	3731.3	4844.4	6155.4
少数股东损益	(1324.9)	(1511.1)	1306.0	1695.6	2154.4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>(3147.8)</b>	<b>(3003.9)</b>	<b>2425.3</b>	<b>3148.9</b>	<b>4001.0</b>
<b>EPS（摊薄）</b>	<b>(0.60)</b>	<b>(0.57)</b>	<b>0.46</b>	<b>0.60</b>	<b>0.76</b>

资料来源：公司公告，中信建投

## 风险分析

**煤价上涨的风险：**由于目前火电长协煤履约率不达 100% 的政策目标，因此火电燃料成本仍然受到市场煤价波动的影响，如果煤价大幅上涨，则将造成火电燃料成本提升，对公司利润形成损害。假设国内现货煤价较我们的假设值上涨 100 元，预计公司 2023 年归母净利润将下降至 21.8 亿元；假设国内现货煤价较我们假设值上涨 300 元，预计公司 2023 年归母净利润将下降至 16.9 亿元。

**新能源装机进展不及预期的风险：**新能源发电装机受到政策指引、下游需求、上游材料价格等多因素影响，装机增速具备不确定性，存在装机增速不及预期的风险。

**电源结构的风险：**在碳达峰、碳中和“30•60”目标背景下，能源生产和消费加速向低碳转型。根据国家优化能源结构的要求，火电将逐步由主体性电源向调峰调频基础性电源转变。至 2022 年 12 月末，公司煤电控股装机容量占比为 69.2%，比例偏高，电源清洁低碳化转型压力较大。

**电价下降的风险：**在深改委全面推进火电进入市场化交易并放宽电价浮动范围后，受市场供需关系和高煤价影响市场电价长期维持较高水平。如果后续电力供给过剩或煤炭价格回落、火电长协煤机制实质性落地，引导火电企业燃料成本降低，则火电的市场电价有下降的风险。

## 分析师介绍

### 高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

## 研究助理

### 罗焱曦

luoyanxi@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk