

增持 (维持)

粤电力 A (000539)

煤电毛利率修复至-6.78%，绿电拓展提速

2023年4月3日

## 市场数据

日期	2023/3/31
收盘价(元)	6.37
总股本(百万股)	5,250
流通股本(百万股)	2,554
净资产(百万元)	20,242
总资产(百万元)	131,504
每股净资产(元)	3.86

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

## 投资要点

- **事件:** 粤电力 A 发布 2022 年报, 报告期内公司实现营业收入 526.61 亿元, 同比+18.45%, 归母净利润为-30.04 亿元, 亏损较 2021 年收窄 1.44 亿元, 扣非归母净利-29.37 亿元, 经营净现金流转正达到 14.80 亿元, 毛利率同比+5.63pct 达到-0.36%, 结合公司经营数据, 我们点评如下:
- **火电: 煤电度电毛成本同比上行 0.074 元达到 0.494 元, 但下半年已出现明显改善。** 公司煤电装机 20.55GW, 上网电量 878.05 亿度, 同比-6.5%, 火电整体年发电利用小时 4110h, 同比-496h。煤电毛利率为-6.78%, 同比+5.06pct, 毛利润-27.53 亿元。煤电度电毛成本为 0.494 元/度, 同比+0.074 元/度, 全年煤电优于 2022H1 毛成本 (0.503 元/度), 这主要得益于长协煤覆盖比率的逐渐提升与进口煤量的修复。气电方面, 上网电量 147.31 亿度, 同比-11.4%, 但得益于电价的大幅上行, 气电部分毛利率同比上行 3.97pct 达到 8.52%, 毛利润 6.91 亿元, 同比+138.3%。公司煤电核准/备案与在建容量均呈现大幅提升, 截至 2022 年底, 前两者合计达到 8.52GW, 后者为 7.46GW, 主要为煤电项目的大机组扩建, 包括公司 2022H2 以来陆续公布的茂名博贺、惠来、汕尾煤电厂的 2\*1GW 扩建工程等。
- **绿电: 风电逐渐成为公司业绩的重要支撑, 光伏项目拓展显著提速。** 1) 风电: 当前公司陆风、海风装机容量分别为 1.15、1.2GW。因 2021 年海风项目的大规模投产, 公司 2022 年风电上网电量同比+88.0%, 达到 41.15 亿度, 带来业绩上的大幅增厚, 全年毛利润达到 13.84 亿元, 同比+172.7%, 但毛利率则受到项目抢装带来装机成本上行、风资源波动等因素的影响, 同比-5.34pct 降至 52.03%。边际上, 2022 年新增陆上风电 0.37GW, 风电总装机容量提升至 2.35GW, 在建项目为青洲一、二期海风项目, 容量为 1GW, 此外十四五期间风电建设目标定为陆风、海风分别 1.6、2.8GW。2) 光伏: 当前公司光伏装机容量为 0.18GW, 但项目拓展速度较快, 储备项目已达 9.4GW, 已贴近公司十四五时期 9.6GW 的目标。
- **投资建议: 维持“增持”评级。** 公司基本面兼备周期底部向上与成长性两方面特点, 其中煤电业务作为业绩的主载体有望显著受益于煤价震荡下行趋势、进口煤量修复、广东电力负荷修复等三重修复因素, 释放较高的业绩弹性, 并且火电、绿电公司均具备较高的装机成长性。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 21.84、34.96、47.56 亿元, 分别同比扭亏为盈、+60.1%、+36.1%, 对应 3 月 31 日收盘价 PE 分别为 15.3x、9.6x、7.0x。
- **风险提示:** 动力煤价格大幅上行、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险、煤炭进口量波动

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	52661	56853	60376	64091
同比增长	19.2%	8.0%	6.2%	6.2%
归母净利润(百万元)	-3004	2184	3496	4756
同比增长	4.6%	/	60.1%	36.1%
毛利率	-0.4%	14.7%	17.1%	18.8%
ROE	-14.8%	9.7%	14.0%	17.0%
每股收益(元)	-0.57	0.42	0.67	0.91
市盈率	-11.1	15.3	9.6	7.0

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	25812	26060	27006	29346
货币资金	11504	10371	10748	12292
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	7581	8473	8896	9480
预付款项	1535	1288	1309	1392
存货	3377	3163	3234	3364
其他	1815	2764	2819	2818
<b>非流动资产</b>	105692	101905	96825	91624
长期股权投资	9198	9198	9198	9198
固定资产	62400	64461	62269	58496
在建工程	11769	5916	3030	1601
无形资产	3347	3347	3347	3347
商誉	128	128	128	128
长期待摊费用	109	109	109	109
其他	18741	18745	18744	18744
<b>资产总计</b>	131504	127964	123831	120970
<b>流动负债</b>	42004	41857	33336	24818
短期借款	16261	17791	8703	0
应付票据及应付账款	7434	6822	7042	7316
其他	18309	17245	17591	17502
<b>非流动负债</b>	60778	53832	53877	53872
长期借款	42861	42861	42861	42861
其他	17917	10971	11016	11011
<b>负债合计</b>	102782	95689	87213	78690
股本	5250	5250	5250	5250
资本公积	4257	4257	4257	4257
未分配利润	201	2418	4920	8020
少数股东权益	8481	9757	11723	14379
<b>股东权益合计</b>	28723	32275	36618	42280
<b>负债及权益合计</b>	131504	127964	123831	120970

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-3004	2184	3496	4756
折旧和摊销	4732	5083	5437	5632
资产减值准备	174	-1148	1	1
资产处置损失	-31	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2256	2436	2281	1843
投资损失	-1062	-859	-922	-925
少数股东损益	-1511	1277	1965	2656
营运资金的变动	-207	-2820	-70	-617
<b>经营活动产生现金流量</b>	1480	6082	12232	13341
<b>投资活动产生现金流量</b>	-13152	-6175	566	494
<b>融资活动产生现金流量</b>	15083	-1039	-12420	-12292
现金净变动	3411	-1133	378	1543
现金的期初余额	8023	11504	10371	10748
现金的期末余额	11434	10371	10748	12292

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	52661	56853	60376	64091
营业成本	52852	48500	50062	52012
税金及附加	245	343	343	361
销售费用	69	82	85	90
管理费用	1193	1396	1448	1535
研发费用	1229	1006	1137	1231
财务费用	2136	2436	2281	1843
其他收益	80	71	74	74
投资收益	1062	859	922	925
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
资产减值损失	-174	0	0	0
资产处置收益	31	0	0	0
<b>营业利润</b>	-4063	4020	6017	8019
营业外收入	125	125	125	125
营业外支出	444	444	444	444
<b>利润总额</b>	-4381	3701	5698	7701
所得税	134	241	237	288
<b>净利润</b>	-4515	3460	5461	7412
少数股东损益	-1511	1277	1965	2656
<b>归属母公司净利润</b>	-3004	2184	3496	4756
<b>EPS(元)</b>	-0.57	0.42	0.67	0.91

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	19.2%	8.0%	6.2%	6.2%
营业利润增长率	19.1%	/	49.7%	33.3%
归母净利润增长率	4.6%	/	60.1%	36.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	-0.4%	14.7%	17.1%	18.8%
归母净利率	-8.6%	6.1%	9.0%	11.6%
ROE	-14.8%	9.7%	14.0%	17.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.2%	74.8%	70.4%	65.0%
流动比率	0.61	0.62	0.81	1.18
速动比率	0.53	0.55	0.71	1.05
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.43	0.44	0.48	0.52
应收帐款周转率	7.21	7.08	6.95	6.98
存货周转率	16.40	14.68	15.50	15.61
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-0.57	0.42	0.67	0.91
每股经营现金	0.28	1.16	2.33	2.54
每股净资产	3.86	4.29	4.74	5.31
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-11.1	15.3	9.6	7.0
PB	1.7	1.5	1.3	1.2

## 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：A股市场以沪深300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.xyq.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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，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反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SK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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn