

粤电力 A (000539.SZ)

买入

投资建设莎车县 2GW 光储一体化项目，新能源布局持续推进

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 公用事业 · 电力

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 黄秀杰	021-61761029	huangxiujie@guosen.com.cn	执证编码: S0980521060002
证券分析师: 郑汉林	0755-81982169	zhenghanlin@guosen.com.cn	执证编码: S0980522090003

事项:

公司公告: 为加快新能源开发工作, 提高清洁能源比重, 优化电源结构, 公司董事会同意由全资子公司粤电莎车公司作为投资主体, 投资建设广东能源莎车县 200 万千瓦光储一体化项目(光伏建设规模 2000MW; 储能建设规模 500MW/2000MWh)。项目总投资 129.17 亿元, 资本金按项目总投资的 20% 设置, 为 25.83 亿元, 其余资金需求通过银行融资解决。

国信环保公用观点: 莎车县 200 万千瓦光储一体化项目资源条件较为优质, 项目经济性较好。广东能源莎车县 200 万千瓦光储一体化项目场址位于喀什地区莎车县西南侧亚喀艾日克乡光伏产业基地内, 项目拟建设光伏规模为交流侧 2000MW, 储能规模 500MW/2000MWh。根据项目可行性研究报告, 项目场区太阳能资源丰富, 预计年平均利用小时数为 1479.71 小时, 利用小时数显著高于全国平均水平, 同时配套储能系统将有助于提升消纳水平, 保障项目的经济性。整体而言, 莎车县 200 万千瓦光储一体化项目总体投资经济可行, 项目投运后将有助于公司业绩增长。由于公司该新能源项目投运周期较长, 尚具有一定不确定性, 暂不考虑该项目影响, 维持盈利预测。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 529.5、606.1、693.6 亿元, 同比增长 19.9%、14.5%、14.4%; 归母净利润分别为-19.0、15.6、21.2 亿元, EPS 为-0.36、0.30、0.40 元, 当前股价对应 PE 为-15.6、19.0、14.0x, 对应 PB 为 1.4、1.3、1.2x。公司火电业务盈利修复有望持续, 且风光新能源装机规模有望持续增长, 贡献业绩增量。由于公司目前装机仍以火电为主, 考虑到火电的重资产属性, 对公司合理价值测算采用 PB 估值法。给予公司 2023 年 1.4-1.5 倍 PB, 对应 6.20-6.64 元/股合理价值, 较目前股价有 10%-14% 的溢价空间。公司新能源布局持续推进, 火电业务迎来盈利修复, 维持“买入”评级。

评论:

◆ 新能源业务布局持续推进, 助力公司未来业绩增长

“十四五”期间, 公司将大力发展风光新能源业务。根据公司“十四五”发展规划, 未来公司将新增新能源装机 1400 万千瓦, 其中新增陆上风电项目装机规模约 160 万千瓦, 新增海上风电项目装机规模约 280 万千瓦, 新增光伏发电项目装机规模约 960 万千瓦。此次公司莎车县 200 万千瓦光储一体化项目落地, 标志着公司新能源发展的“十四五”规划目标有序推进, 未来公司新能源项目资源将逐步兑现, 成为公司业绩增长的重要驱动力。

莎车县 200 万千瓦光储一体化项目资源条件较为优质, 项目经济性较好。广东能源莎车县 200 万千瓦光储一体化项目场址位于喀什地区莎车县西南侧亚喀艾日克乡光伏产业基地内, 项目拟建设光伏规模为交流侧 2000MW, 储能规模 500MW/2000MWh。根据项目可行性研究报告, 项目场区太阳能资源丰富, 预计年平均利用小时数为 1479.71 小时, 利用小时数显著高于全国平均水平, 同时配套储能系统将有助于提升消纳水平, 保障项目的经济性。整体而言, 莎车县 200 万千瓦光储一体化项目总体投资经济可行。

◆ 公司火电业务有望迎来盈利修复

收入稳步增长, 燃料成本增加致净利润大幅下滑。2022 年前三季度, 公司实现营业收入 394.86 亿元 (+20.42%), 归母净利润-17.20 亿元 (-597.48%), 扣非归母净利润-17.50 亿元 (-323.71%)。2022 年第

三季度单季度，公司实现营业收入 168.75 亿元 (+38.36%)，归母净利润-3.44 亿元 (+40.02%)，扣非归母净利润-3.50 亿元 (+48.52%)。公司收入增长主要系发电量和电价增加。前三季度，公司累计完成合并报表口径发电量 858.96 亿千瓦时，同比增加 2.76%；完成上网电量 810.44 亿千瓦时，同比增加 2.31%；上网电价方面，截至 2022 年 9 月 30 日，公司平均上网电价为 542.94 元/MWh(含税)，同比增加 84.15 元/MWh。净利润出现大幅下降主要系燃料成本增加影响，公司前三季度发电燃料成本 319.72 亿元，同比增加 63.09 亿元，增幅 24.58%。

国家政策推动煤炭保供调价，煤炭长协覆盖率、执行率和履约率提升，公司火电燃料成本有望下行；同时，受供需格局影响，预计未来下水煤价格有望下降，促进公司火电盈利改善。此外，煤电市场化交易电价上浮，对冲燃料成本压力。根据各项成本综合判断，预计 2023 年广东煤电年度长协电价大概率上浮 20%至 0.554 元/kwh，较 2022 年年度长协电价 0.497 元/kwh(较基准价上浮 9.7%)增加 0.057 元/kwh，增长 11.5%，长协电价上浮有助于对冲燃料成本压力，促进公司火电盈利修复。

近期，广东省能源局、南方能监局联合发布《关于 2023 年电力市场交易有关事项的通知》，《通知》中明确广东省 2023 年电力市场交易中一次能源价格传导机制，规定火电平均发电成本超过上浮部分，按照一定比例对年度或月度等电量进行补偿，相关费用由全部工商业用户分摊。此举有望弥补年度和月度交易的分时定价功能缺失，疏导电价±20%不能覆盖的成本上涨，有助于公司火电业务业绩改善并维持稳定。

全国电力现货市场建设推进，利好火电盈利趋于稳定。11 月 25 日，国家能源局发布《电力现货市场基本规则（征求意见稿）》《电力现货市场监管办法（征求意见稿）》，推动全国电力现货市场建设。未来全国电力现货市场建设推进情形下，电力现货交易有利于体现电力的分时价值，实时体现电力供需和成本情况，促进火电扭亏为盈或维持比较稳定的收益率水平。

进口煤价格或迎来下行，公司火电板块盈利修复可期。公司煤电电厂主要分布在沿海地区，燃料成本受进口煤价格影响较大。预计未来受海外宏观经济衰退影响，进口煤价格有望下降，这将有助于降低公司燃料成本，促进公司火电盈利改善。

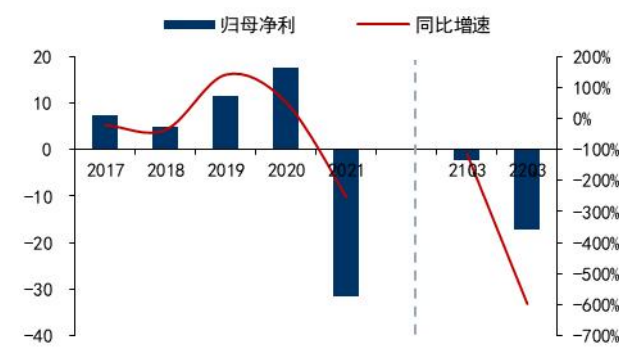
公司煤电、气电未来新增装机规模大，成为公司业绩增量来源。根据公司十四五规划，“十四五”期间，公司力争分别新增煤电、气电装机 600、1000 万千瓦，随着新增的煤电、气电项目逐步投运，将有望推动公司业绩进一步增长。

图1：粤电力 A 营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：粤电力 A 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：公司新能源布局持续推进，火电业务迎来盈利修复，维持“买入”评级。

由于公司该新能源项目投运周期较长，尚具有一定不确定性，暂不考虑该项目影响，维持盈利预测。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 529.5、606.1、693.6 亿元，同比增长 19.9%、14.5%、14.4%；归母净

利润分别为-19.0、15.6、21.2亿元，EPS为-0.36、0.30、0.40元，当前股价对应PE为-15.6、19.0、14.0x，对应PB为1.4、1.3、1.2x。公司火电业务盈利修复有望持续，且风光新能源装机规模有望持续增长，贡献业绩增量。由于公司目前装机仍以火电为主，考虑到火电的重资产属性，对公司合理价值测算采用PB估值法。给予公司2023年1.4-1.5倍PB，对应6.20-6.64元/股合理价值，较目前股价有10%-14%的溢价空间。

◆ 风险提示

行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；项目推进不及预期。

相关研究报告：

《粤电力A（000539.SZ）-业绩环比改善，火电盈利修复可期，新能源转型稳步推进》——2022-11-21

《粤电力A董事会公告拟收购集团资产快评：大股东首次大规模注入资产》——2010-07-29

《粤电力A09年三季度报点评：三季度单季业绩创历史最高》——2009-11-02

《粤电力A中报点评：二季度单季利润创5年新高》——2009-08-13

《粤电力中报点评：十五年首度亏损，但全年仍有望扭亏为盈》——2008-08-14

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5791	8105	1425	800	3235	营业收入	28329	44167	52948	60613	69363
应收款项	4332	7031	11330	14631	18643	营业成本	22472	46815	51956	52803	58871
存货净额	1590	2999	3391	3406	3758	营业税金及附加	254	294	352	403	462
其他流动资产	1777	4745	5688	6512	7452	销售费用	49	65	78	90	103
流动资产合计	13539	22880	21834	25348	33088	管理费用	899	1182	1716	1675	1787
固定资产	56375	65608	74869	98116	135891	财务费用	1109	1371	1939	2619	3989
无形资产及其他	2142	2659	2870	3093	3331	投资收益	301	834	401	401	401
投资性房地产	7227	15052	15052	15052	15052	资产减值及公允价值变动	(488)	(29)	(34)	(42)	(56)
长期股权投资	6687	8072	8631	9356	10246	其他收入	169	(269)	(568)	(620)	(753)
资产总计	85971	114271	123256	150966	197609	营业利润	3529	(5024)	(3295)	2762	3744
短期借款及交易性金融负债	10803	16058	16058	21390	30660	营业外净收支	(6)	(32)	(32)	(32)	(32)
应付款项	3758	8535	9651	9694	10697	利润总额	3522	(5056)	(3328)	2730	3712
其他流动负债	10803	13158	14992	15055	16602	所得税费用	887	(584)	(611)	501	682
流动负债合计	25365	37752	40701	46139	57959	少数股东损益	889	(1325)	(815)	669	909
长期借款及应付债券	20498	37634	45284	64084	94504	归属于母公司净利润	1746	(3148)	(1902)	1560	2121
其他长期负债	4365	6140	7242	8485	9859						
长期负债合计	24863	43774	52526	72569	104362	现金流量表 (百万元)					
负债合计	50227	81526	93227	118708	162321	净利润	1746	(3148)	(1902)	1560	2121
少数股东权益	8373	9561	8746	9414	10323	资产减值准备	326	(458)	4	8	14
股东权益	27370	23185	21284	22844	24965	折旧摊销	3420	4118	3700	4357	5406
负债和股东权益总计	85971	114271	123256	150966	197609	公允价值变动损失	326	(458)	4	8	14
						财务费用	1109	1371	1939	2619	3989
关键财务与估值指标						营运资本变动	2408	39	(2587)	(4033)	(2754)
每股收益	0.33	(0.60)	(0.36)	0.30	0.40	其它	(1946)	(133)	719	2878	4483
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	6281	(40)	(61)	4778	9283
每股净资产	5.21	4.42	4.05	4.35	4.75	资本开支	(7978)	(10732)	(13273)	(27836)	(43433)
ROIC	6.13%	-5.24%	-1%	5%	5%	其它投资现金流	(21)	50	0	0	0
ROE	6%	-14%	-9%	7%	8%	投资活动现金流	(8114)	(9131)	(13832)	(28561)	(44323)
毛利率	21%	-6%	2%	13%	15%	权益性融资	4	131	0	0	0
EBIT Margin	16%	-10%	-3%	8%	11%	负债净变化	2411	9942	7650	18800	30420
EBITDA Margin	28%	-1%	4%	15%	18%	支付股利、利息	(630)	0	0	0	0
收入增长	-4%	56%	20%	14%	14%	其它融资现金流	685	(10715)	0	5332	9269
净利润增长率	52%	-280%	--	-182%	36%	融资活动现金流	2517	7790	7213	23157	37475
资产负债率	68%	80%	83%	85%	87%	现金净变动	709	2314	(6680)	(625)	2435
股息率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5082	5791	8105	1425	800
P/E	17.0	(9.4)	(15.6)	19.0	14.0	货币资金的期末余额	5791	8105	1425	800	3235
P/B	1.1	1.3	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(10663)	(13550)	(23454)	(34792)
EV/EBITDA	10.1	(221.5)	61.5	15.9	15.1	权益自由现金流	0	(11436)	(7483)	(1459)	1641

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032