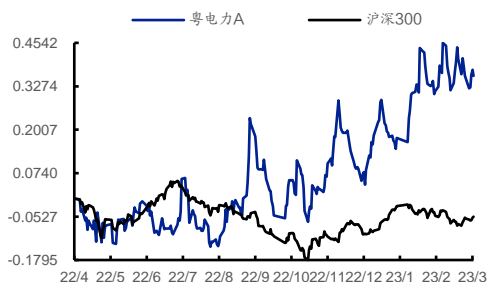


研究所  
 证券分析师： 杨阳 S0350521120005  
 yangy08@ghzq.com.cn  
 联系人： 钟琪 S0350122020016  
 zhongq@ghzq.com.cn

## 至暗时刻已过，火电业绩反转+绿电成长共振

### ——粤电力 A (000539) 2022 年年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

	2023/03/31		
表现	1M	3M	12M
粤电力 A	-2.2%	14.8%	33.3%
沪深 300	-0.5%	4.6%	-4.1%

#### 市场数据

	2023/03/31
当前价格(元)	6.37
52 周价格区间(元)	3.90-7.05
总市值(百万)	33,444.31
流通市值(百万)	16,268.42
总股本(万股)	525,028.40
流通股本(万股)	255,391.27
日均成交额(百万)	120.25
近一月换手(%)	1.09

#### 事件：

粤电力 A 发布 2022 年年报：2022 年公司实现收入 526.61 亿元，同比增长 18.5%；实现归母净利润-30.04 亿元，上年同期为-29.28 亿元（调整后）。2022Q4 公司实现收入 131.75 亿元，同比增长 12.9%；实现归母净利润-12.84 亿元，上年同期为-29.3 亿元。

#### 投资要点：

- **电价上浮及风电电量高增拉动公司 2022 年收入同比+18.5%**。2022 年公司收入同比+18.5%，主要是因为整体平均上网电价（含税）同比+16.8%。分业务来看，煤电/气电/风电业务收入分别同比增长 15.1%/27.3%/94.3%。风电收入高增，主要是因为公司 2021 年新增并网 1GW 海风项目，拉动风电发电量同比+86.4%。
- **至暗时刻已过，煤电业绩有望迎来反转**。2022 年公司归母净利润-30.0 亿元，其中，**煤电/气电/新能源/本部投资业务归母净利润分别为-39.5/1.9/3.3/10.4 亿元**，煤电是公司亏损的主因。**2022 年公司煤电度电净利-4.5 分/千瓦时**。展望未来，我们认为一是 2023 年进口煤价格中枢有望回落叠加广东煤电市场化交易电价上浮，公司煤电业绩有望改善；二是公司规划“十四五”煤电新增装机 8GW，当前火电（含气电）在建 7.46GW，项目陆续投产有望为煤电业务注入成长动力。
- **台风侵袭或影响 2022 年业绩，风光在手项目充足保障业绩高增**。2022 年公司新能源业务收入 26.7 亿元（风电 26.6 亿元），归母净利润 3.3 亿元，公司阳江风电部分资产受台风侵袭而无法正常运行，或影响 2022 年新能源业务业绩。截至 2022 年底，公司风电装机 2.35GW(含海风 1.2GW)，光伏装机 0.18GW，2022 年新增装机 0.37/0.18GW，在建 1.0/2.3GW。“十四五”公司规划新增装机陆风 1.6GW、海风 2.8GW、光伏 9.6GW，远超当前装机量。公司在手项目充足，截至 2022 年底，公司新增核准备案的光伏项目已达 9.4GW，较 2021 年的 2.6GW 大幅提升。
- **投资需求增加拉动资产负债率同比+6.8pct，财务费用率同比+1.0pct**。2022 年公司期间费用率同比+1.7pct 至 8.8%，主要是因为财务费用率和研发费用率增加。2022 年公司财务费用率同比+1.0pct 至 4.1%，主要是公司投资和周转资金需求增加，债务融资

规模扩大，拉动公司资产负债率同比+6.8pct 至 78.2%。2022 年公司研发费用率同比提升 1.0pct 至 2.3%，主要是公司及下属单位加大研发投入和完善研发费用归集管理所致。

- **盈利预测和投资评级：**展望 2023 年，公司火电业绩有望改善，新能源有望注入成长动力。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.0/24.8/31.9 亿元，对应 PE 分别为 22/13/10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策变动风险；电力需求不及预期；电价下滑；煤价大幅上涨；政策执行力度不及预期；装机不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	52661	58336	65285	78000
增长率（%）	18	11	12	19
归母净利润（百万元）	-3004	1501	2479	3187
增长率（%）	-3	150	65	29
摊薄每股收益（元）	-0.57	0.29	0.47	0.61
ROE（%）	-15	7	10	12
P/E	—	22.27	13.49	10.49
P/B	1.44	1.54	1.38	1.22
P/S	0.55	0.57	0.51	0.43
EV/EBITDA	43.72	9.84	8.41	7.62

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

盈利预测核心假设：1) 煤电和气电业务：参考公司“十四五”火电装机规划（新增 800 万千瓦煤电装机、新增 1000 万千瓦气电装机）同时假设煤价中枢有望下移；2) 新能源业务：参考公司“十四五”风电/光伏装机规划，“十四五”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。3) 其他非电业务均假设收入、成本保持稳定。

图 1：粤电力 A 收入成本拆分

注：若无特殊说明，单位均为亿元		2022	2023E	2024E	2025E
公司整体	收入	526.61	583.36	652.85	780.00
	YOY	18.45%	10.78%	11.91%	19.48%
	营业成本	528.52	509.60	551.24	654.12
	毛利率	-0.36%	12.64%	15.56%	16.14%
1、煤电业务	占总收入比重	77.14%	74.18%	66.36%	65.25%
	收入	406.25	432.72	433.21	508.93
	YOY	15.1%	6.5%	0.1%	17.5%
	营业成本	433.8	405.0	395.7	465.3
2、气电业务	占总收入比重	15.40%	14.55%	20.04%	20.03%
	收入	81.10	84.88	130.81	156.25
	YOY	27.26%	4.66%	54.11%	19.45%
	营业成本 (亿元)	74.19	77.24	119.04	142.19
3、水电业务	占总收入比重	0.13%	0.12%	0.11%	0.09%
	收入	0.70	0.70	0.70	0.70
	YOY	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	0.55	0.55	0.55	0.55
4、新能源业务	占总收入比重	5.07%	8.79%	11.22%	12.56%
	收入	26.70	51.26	73.28	97.99
	YOY	147.6%	92.0%	43.0%	33.7%
	营业成本 (亿元)	12.77	18.72	27.65	37.61
5、生物质业务	占总收入比重	0.79%	0.88%	0.78%	0.65%
	收入	4.14	5.15	5.10	5.08
	YOY	-13.4%	24.3%	-0.9%	-0.5%
	营业成本	3.74	4.38	4.33	4.32
6、粉煤灰综合利用	收入	3.66	4.39	5.26	6.32
	YOY	-26.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	营业成本	0.05	0.06	0.07	0.08
	毛利率	98.70%	98.70%	98.70%	98.70%
7、供热业务 (蒸汽)	收入	2.03	2.23	2.45	2.70
	YOY	20.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	2.03	2.23	2.46	2.70
	毛利率	-0.16%	-0.16%	-0.16%	-0.16%
8、提供劳务	收入	1.29	1.29	1.29	1.29
	YOY	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	1.12	1.12	1.12	1.12
	毛利率	12.54%	12.54%	12.54%	12.54%
9、租金收入	收入	0.43	0.43	0.43	0.43
	YOY	-12.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	0.14	0.14	0.14	0.14
	毛利率	66.11%	66.11%	66.11%	66.11%
10、其他	收入	0.32	0.32	0.32	0.32
	YOY	-34.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	0.14	0.14	0.14	0.14
	毛利率	56.54%	56.54%	56.54%	56.54%

资料来源：WIND，国海证券研究所

附表：粤电力 A 盈利预测表

证券代码:	000539				股价:	6.37	投资评级:	买入	日期:	2023/03/31
<b>财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	-15%	7%	10%	12%	EPS	-0.57	0.29	0.47	0.61	
毛利率	0%	13%	16%	16%	BVPS	3.86	4.14	4.61	5.22	
期间费率	6%	7%	7%	7%	<b>估值</b>					
销售净利率	-6%	3%	4%	4%	P/E	—	22.27	13.49	10.49	
<b>成长能力</b>					P/B	1.44	1.54	1.38	1.22	
收入增长率	18%	11%	12%	19%	P/S	0.55	0.57	0.51	0.43	
利润增长率	-3%	150%	65%	29%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
总资产周转率	0.40	0.39	0.39	0.40	<b>营业收入</b>	<b>52661</b>	<b>58336</b>	<b>65285</b>	<b>78000</b>	
应收账款周转率	6.95	7.19	7.62	7.14	营业成本	52852	50960	55124	65412	
存货周转率	15.59	22.41	22.44	21.48	营业税金及附加	245	272	347	380	
<b>偿债能力</b>					销售费用	69	88	93	111	
资产负债率	78%	79%	79%	80%	管理费用	1193	1263	1380	1649	
流动比	0.61	0.55	0.53	0.59	财务费用	2136	2868	3379	3884	
速动比	0.48	0.46	0.44	0.49	其他费用/(-收入)	1229	1303	1491	1762	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>营业利润</b>	<b>-4063</b>	<b>2507</b>	<b>4332</b>	<b>5614</b>	
现金及现金等价物	11504	12380	13570	17007	营业外净收支	-318	0	0	0	
应收款项	7581	8112	8574	10929	<b>利润总额</b>	<b>-4381</b>	<b>2507</b>	<b>4332</b>	<b>5614</b>	
存货净额	3377	2603	2909	3632	所得税费用	134	251	650	842	
其他流动资产	3350	3655	3389	5251	<b>净利润</b>	<b>-4515</b>	<b>2257</b>	<b>3683</b>	<b>4772</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>25812</b>	<b>26750</b>	<b>28441</b>	<b>36819</b>	少数股东损益	-1511	755	1204	1584	
固定资产	62400	79969	96604	112209	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-3004</b>	<b>1501</b>	<b>2479</b>	<b>3187</b>	
在建工程	11769	12134	12317	12409	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
无形资产及其他	22325	22270	22212	22151	<b>经营活动现金流</b>	<b>1480</b>	<b>13869</b>	<b>14770</b>	<b>17680</b>	
长期股权投资	9198	9198	9198	9198	净利润	-3004	1501	2479	3187	
<b>资产总计</b>	<b>131504</b>	<b>150322</b>	<b>168773</b>	<b>192786</b>	少数股东权益	-1511	755	1204	1584	
短期借款	16261	20434	24606	28688	折旧摊销	5057	7120	8240	9364	
应付款项	7434	8590	8349	11796	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-423	2327	94	219	
其他流动负债	18309	19542	20378	22090	<b>投资活动现金流</b>	<b>-13152</b>	<b>-24125</b>	<b>-24188</b>	<b>-24238</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>42004</b>	<b>48565</b>	<b>53333</b>	<b>62574</b>	资本支出	-12865	-25000	-25000	-25000	
长期借款及应付债券	51955	61955	71955	81955	长期投资	-396	0	0	0	
其他长期负债	8822	8822	8822	8822	其他	109	875	813	763	
<b>长期负债合计</b>	<b>60778</b>	<b>70778</b>	<b>80778</b>	<b>90778</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>15083</b>	<b>11132</b>	<b>10608</b>	<b>9995</b>	
<b>负债合计</b>	<b>102782</b>	<b>119343</b>	<b>134111</b>	<b>153352</b>	债务融资	20357	14173	14173	14082	
股本	5250	5250	5250	5250	权益融资	467	0	0	0	
股东权益	28723	30979	34662	39433	其它	-5741	-3040	-3565	-4088	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>131504</b>	<b>150322</b>	<b>168773</b>	<b>192786</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>3411</b>	<b>876</b>	<b>1190</b>	<b>3437</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2,2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

## 【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。