

电气煤多轮驱动，综合能源服务商扬帆起航

核心观点

公司为广东省地方综合能源龙头企业，旗下已成功打造火电产业链与气电产业链，并积极发展新能源发电业务。受益于市场煤价下跌，2023 年公司火电业务成功扭亏，并有望在煤价持续下行背景下贡献利润弹性。广东省大力发展燃气发电，公司气电规模有望持续增长，同时燃气销售业务也有望快速扩大规模。公司积极推进新能源发电业务，新能源储备快速增长，新能源装机有望快速提升贡献业绩增量。公司重视股东回报，已发布 2024~2026 年股东回报规划，预计将保持 50%以上分红比例。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.56 亿元、23.60 亿元、25.88 亿元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

摘要

广东省地方能源龙头，多业务协同发展

公司为广东省地方综合能源龙头企业，实控人为广州市人民政府。公司围绕建设国内领先的绿色低碳综合智慧能源企业集团战略定位，打造了电力、能源物流、燃气、新能源及能源金融等业务协同发展的产业体系，气电合力输出，优势互补。

火电产业链一体化完善，煤电弹性有望释放

公司煤电扎根粤港澳大湾区，截至 2023 年底，公司煤电控股装机保持为 314 万千瓦，旗下包括珠江电厂、恒益热电、中电荔新。珠江电厂预计分别在 2024 年与 2027 年将服役满 30 年的机组等容替代为 2*600MW 级燃煤机组，此外公司暂无其他新增煤电机组投资计划。公司围绕煤电业务，持续补全上下游产业链，实现各业务板块联动，深化煤电协同联动，将电力业务与能源物流业务统筹推进。2023 年公司煤电度电净利润为 0.027 元/千瓦时，同比提升 0.068 元/千瓦时，实现扭亏为盈。受市场电价下行影响，我们测算结果显示公司点火价差较去年降低 0.028 分/千瓦时。但考虑到 2024 年以来我国动力煤价格明显下降，公司煤电业务仍有望释放利润弹性。我们的测算结果显示在其他边际条件不变的情况下，全年市场煤均价每同比下跌 100 元/吨时，公司煤电板块归母净利润将改善 1.49 亿元。

气电上下游一体化，业务规模持续扩大

截至 2023 年底，受益于珠江 LNG 二期投产，公司气电控股装机上升至 216 万千瓦，旗下包括珠江天然气发电、南沙电力等气电子公司以及鳌头能源站、太平能源站等燃气分布式能源站。公司

广州发展 (600098. SH)

维持

买入

当前股价： 6.69 元
目标价格 6 个月： 8 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
4.53/5.37	18.62/14.26	2.29/6.56
12 月最高/最低价 (元)		7.04/5.04
总股本 (万股)		350,687.07
流通 A 股 (万股)		349,102.98
总市值 (亿元)		234.61
流通市值 (亿元)		233.55
近 3 月日均成交量 (万)		2493.86
主要股东		
广州产业投资控股集团有限公司		57.58%

股价表现



相关研究报告

2019-04-12	【中信建投电力】广州发展(600098): 全年利润基本持平，燃气、新能源业务发展可期
2018-08-3	广州发展 (600098)：三大业务稳健增

气电装机规模有望持续增长，92 万千瓦旺隆项目已于 2023 年底开工，明珠能源站项目已竣工投产、白云能源站等项目也将有序投产。公司燃气产业链完善，全资子公司燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销唯一主体，拥有基本覆盖广州市全区域的高、中压管网，统筹全市高压管网建设和上游气源购销。2023 年公司天然气供气量 51 亿立方米，同比增长 51%；售气毛差为 0.50 元/立方米，去年同期为 0.51 元/立方米。

积极推动能源结构转型，新能源发电利润体量快速增长

公司积极推动产业布局从清洁能源为主向绿色低碳能源为主转变。2023 年，公司新能源发电在山西、江苏、甘肃、新疆等地实现项目零的突破，全年新增新能源装机容量超过 160 万千瓦。截至 2023 年底，公司风电累计装机达 225 万千瓦，同比增长 95.32%；光伏累计装机达 176 万千瓦，同比增长 44%。从利润规模来看，公司 2023 年风电实现毛利润 9.03 亿元，同比增长 14.31%，2019~2023 年毛利润复合增长率达 44.89%；光伏实现毛利润 3.45 亿元，同比增长 25.86%，2019~2023 年毛利润复合增长率达 38.07%。

重视股东回报，首次覆盖给予“买入”评级

公司一向重视股东回报，自 1999 年以来每年坚持现金分红回馈股东。2023 年，公司每股分红 0.25 元，合计现金分红 8.77 亿元，占当年归属于普通股股东净利润的 53.53%，以 2024 年 4 月 19 日收盘价 6.71 元计算对应股息率为 3.73%。公司为建立较为完善的分红决策和监督机制，自 2015 年开始发布未来三年股东回报规划，明确分红标准以及比例，切实维护了中小股东的合法权益。公司 2024 年 4 月 9 日发布《广州发展未来三年（2024 年~2026 年）股东分红回报规划》，制定未来三年分红规划，提高了现金分红比例。我们预测公司 2024-2026 年营收分别为 499.49 亿元、523.00 亿元、551.35 亿元，归母净利润分别为 22.56 亿元、23.60 亿元、25.88 亿元，对应 EPS 分别为 0.64 元/股、0.67 元/股、0.74 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

煤价大幅上涨的风险；售气增速不及预期的风险；区域利用小时数下滑的风险；电价下降的风险

目录

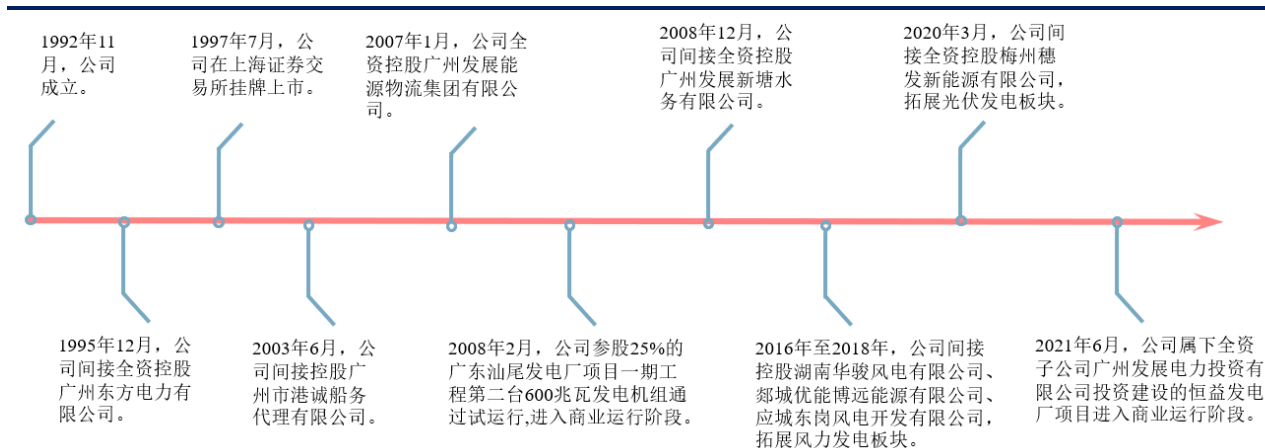
广州市电力龙头，综合能源属性突出	1
市属国资委旗下上市平台，产业协同优势尽显.....	1
能源物流板块贡献多数营收，气电联营贡献多数利润.....	3
火电产业链一体化完善，机组盈利能力得到保障.....	5
煤电上下游一体化完善，广东煤炭能源基地.....	5
气电上下游一体化，管道燃气利润弹性有望释放.....	10
风光发电快速增长，持续贡献利润增量	15
风光电装机快速提升，利润体量不断扩大.....	15
盈利预测及投资建议	18
风险分析	20

广州市电力龙头，综合能源属性突出

市属国资委旗下上市平台，产业协同优势尽显

广州发展集团股份有限公司系广州市大型国有控股上市公司，1997 年 7 月在上海证券交易所上市，1998 年、2012 年证券简称分别更名为“广州控股”、“广州发展”。公司坚守“扎根广州、深耕华南、优拓全国、走向海外”的战略布局，围绕建设国内领先的绿色低碳综合智慧能源企业集团战略定位，打造了电力、能源物流、燃气、新能源及能源金融等业务协同发展的产业体系，坚持多能协同、创新驱动、产融结合，业务拓展到国内 21 个省市，外延至 9 个国家地区。

图 1：广州发展发展历程



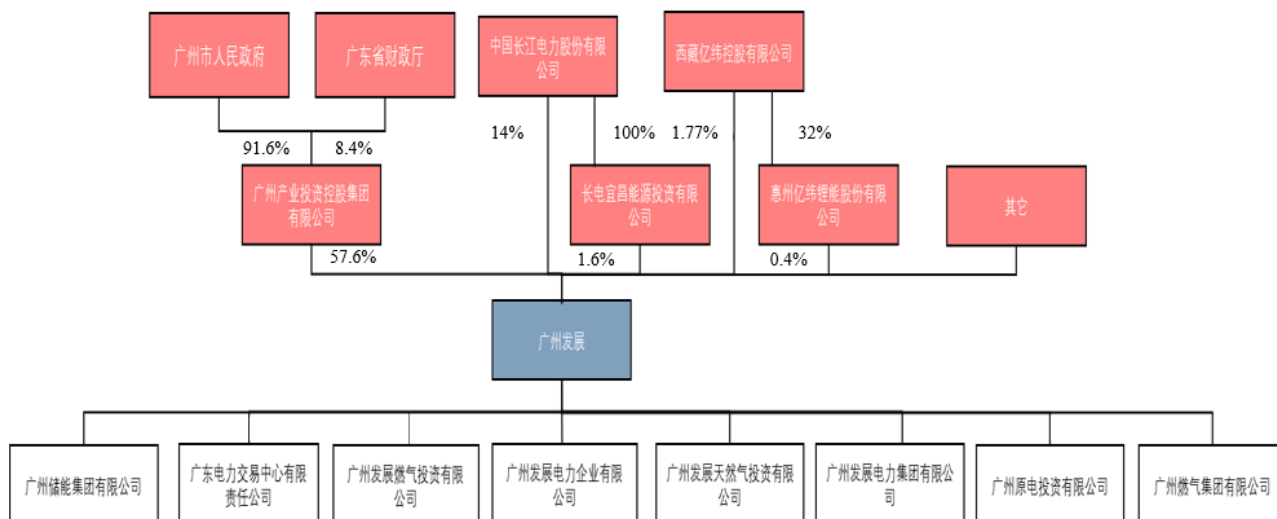
资料来源：公司公告，中信建投

公司实控人为广州市人民政府，通过广州产业投资控股集团有限公司间接控制广州发展，广州产投持股比例为 57.6%。在公司股东名单中，长江电力作为目前的第二大股东，自 2015 年开始持续推进增持计划，截止 2023 年末攻击持有公司 15.6%的股份。

广州发展围绕电力业务持续发力，补齐燃气全产业链，气电合力输出，优势互补。公司充分发挥广州市新能源产业链综合能源分链“链主”头雁势能，在推动自有新能源业务版图扩张的同时，深化资源共享，打造完善互利产业链。积极实现绿色转型，全年新增新能源并网装机规模 163 万千瓦，深入挖掘绿色需求，完成广东省绿电交易 4.7 亿千瓦时。

2021 年 8 月 30 日公司审议通过 2021 年度股权激励计划，公司以人民币 3.82 元的价格向符合条件的 197 名激励对象首次授予 2726 万股限制性股票。解禁条件为以 2019 年业绩为基数，2022 年扣非 ROE 年复合增长不低于 5%、扣非归母净利润增长率不低于 30%、绿电装机累计增长不低于 150 万千瓦；2023 年扣非 ROE 年复合增长不低于 5%、扣非归母净利润增长率不低于 40%、绿电装机累计增长不低于 300 万千瓦；2024 年扣非 ROE 年复合增长不低于 5%、扣非归母净利润增长率不低于 50%、绿电装机累计增长不低于 450 万千瓦。2023 年 9 月，公司将第一个解除限售期限限售条件的股票授予被激励人员。

图 2：广州发展股权结构图

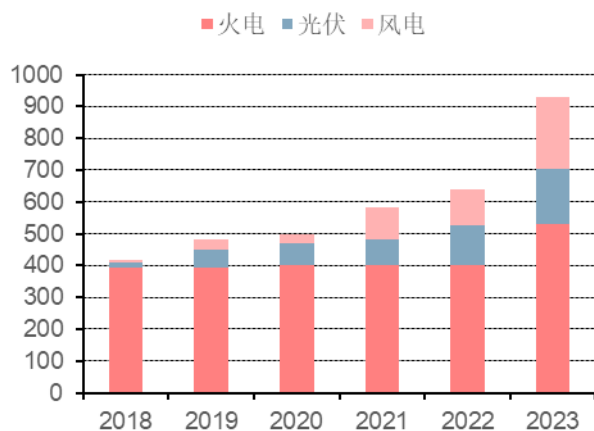


资料：公司公告，中信建投

公司装机规模不断增长，结构优化助力建成新型能源体系。截至 2023 年 12 月底，公司可控发电装机容量为 930.78 万千瓦，其中：火电可控装机容量为 530.25 万千瓦，同比增长 31.43%；光伏发电可控装机容量 176 万千瓦，同比增长 44%；风力发电可控装机容量 225 万千瓦，同比增长 95.32%。年新增新能源装机容量超过 160 万千瓦，产业结构加速优化升级，新能源可控发电装机容量突破 400 万千瓦，绿色低碳能源装机占比达到 66%，较“十三五”末增加 29 个 pct，公司新能源发电快速增长为建立新型能源体系打下坚实基础。

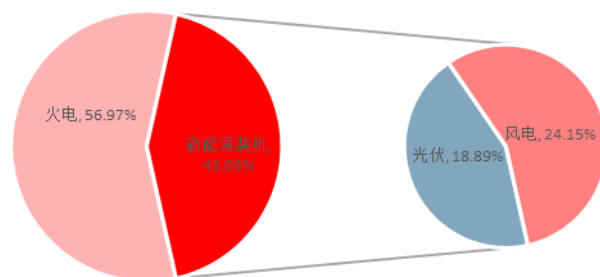
2023 年 1-12 月，公司合并口径发电企业累计完成发电量 236.42 亿千瓦时，与去年同期相比增长 17.56%。其中，火电完成 189.58 亿千瓦时，同比增加 13.30%；风力发电完成 33.02 亿千瓦时，同比增加 34.49%；光伏发电完成 13.82 亿千瓦时，同比增加 49.49%。全年完成上网电量 224.36 亿千瓦时，与去年同期相比增长 17.73%。

图 3：2018-2023 年公司装机容量（单位：万千瓦）



资料：公司公告，中信建投

图 4：2023 年公司装机结构

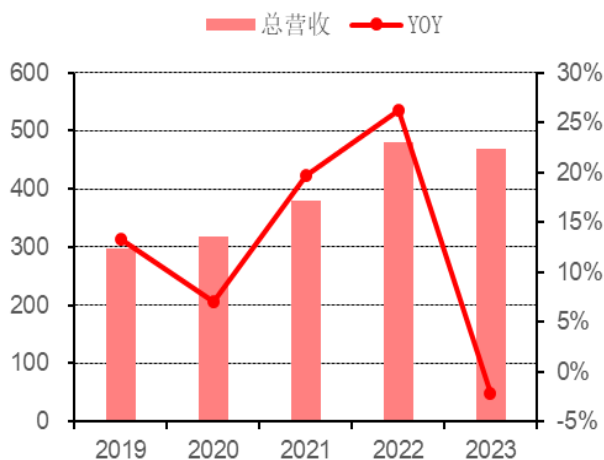


资料：公司公告，中信建投

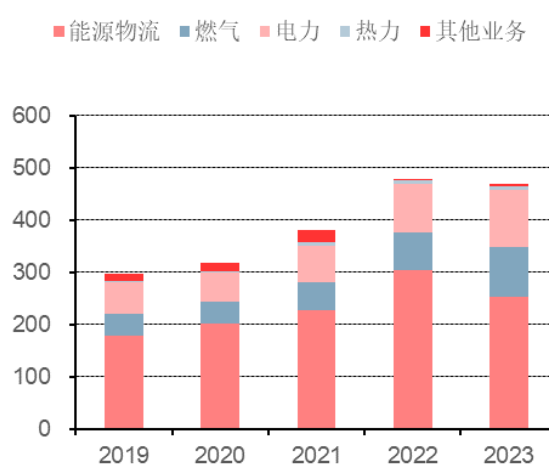
能源物流板块贡献多数营收，气电联营贡献多数利润

受益于能源物流业务的稳定贡献与气电一体化产业链的进一步优化，公司近年营收较为稳定，2023 年实现营业收入 467.79 亿元，同比小幅下降 2.32%。具体来看，公司营收主要由能源物流业务、燃气业务及电力业务贡献，2023 年分别实现营收 253 亿元、93 亿元及 111 亿元，分别同比变化-16.5%、+28.9%、+19.7%，占比分别为 54.2%、20.0%、23.8%。此外热力和其他业务分别实现营收 6.09、3.60 亿元，分别同比变化+1.83%、-10.67%，占比分别为 1.30%、0.77%。能源物流业务板块，收入小幅下滑主要由于煤炭市场价格下跌导致煤炭业务收入减少；电力业务稳健增长，主要由火电销售量、价齐升双重驱动，以及风光电并网装机规模增长带来售电量增长。

图 5：2019-2023 年公司营业收入及同比（单位：亿元，%） 图 6：2019-2023 年公司营业收入构成（单位：亿元）



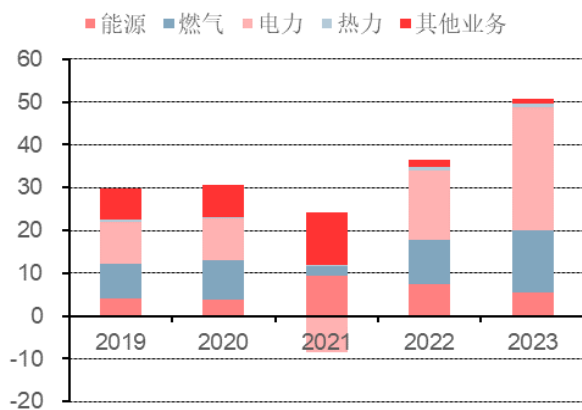
资料：公司公告，中信建投



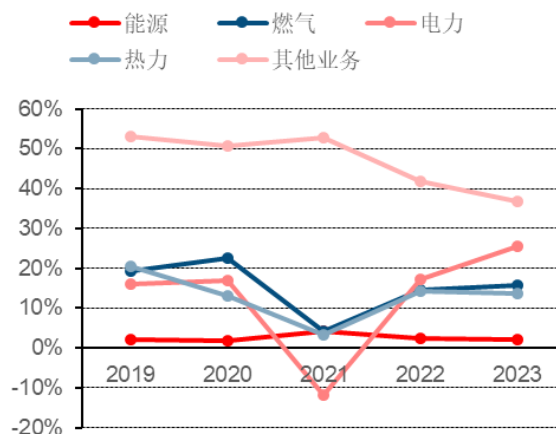
资料：公司公告，中信建投

毛利率方面，2023 年公司毛利率为 10.78%，较去年同期上升 3.27 个百分点，主要受电力业务毛利率修复的积极影响。分业务来看，能源物流业务毛利率为 2.17%，同比下降 0.26 个百分点；燃气业务毛利率为 15.69%，同比增加 1.26 个百分点；电力业务毛利率为 25.58%，同比增加 8.23 个百分点；热力业务毛利率为 13.63%，同比下降 0.54 个百分点；其他业务毛利率为 36.67%，同比下降 5.12 个百分点。

图 7：2019-2023 年公司分业务毛利润情况（单位：亿元） 图 8：2019-2023 年公司分业务毛利率情况（单位：%）



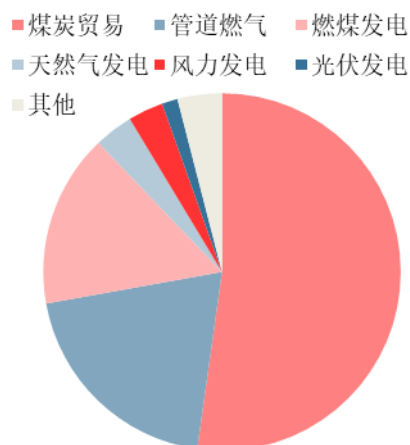
资料：公司公告，中信建投



资料：公司公告，中信建投

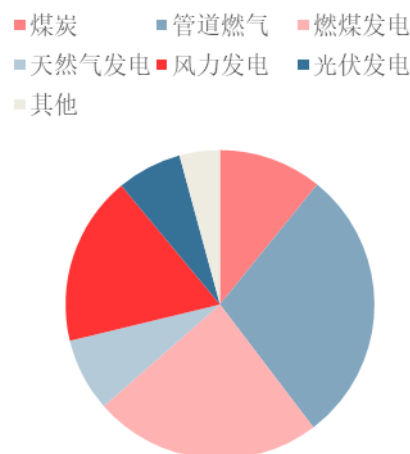
从营收构成来看，2023 年公司煤炭贸易、管道燃气、燃煤发电业务分别完成营业收入 244.3 亿元、93.4 亿元、73.4 亿元，占比分别为 52.2%、19.9%、15.7%，此外天然气发电、风力发电、光伏发电营收占比分别为 3.5%、3.2%、1.4%。从毛利构成来看，2023 年公司煤炭贸易、管道燃气、燃煤发电、天然气发电、风力发电、光伏发电毛利占比分别为 10.84%、28.82%、23.88%、7.67%、17.77%、6.79%，管道燃气、燃煤发电、风力发电业务毛利占比位居前列。

图 9：2023 年公司营业收入分拆（单位：亿元）



资料：公司公告，中信建投

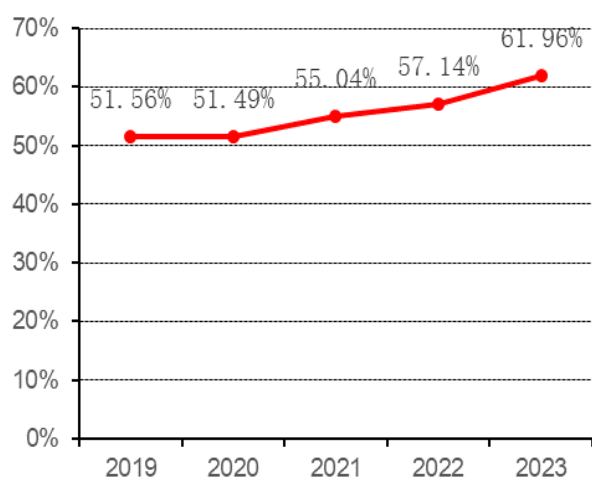
图 10：2023 年公司毛利分拆（单位：亿元）



资料：公司公告，中信建投

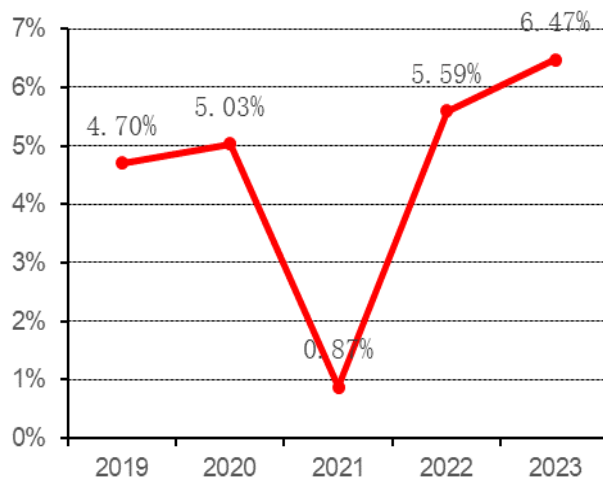
公司近年大力拓展新能源发电业务，资本开支有所增加带动负债率提升，2023 年底公司资产负债率为 61.96%，同比上升 4.82 个百分点，仍处于较为安全水平。受益于煤电和管道燃气业务盈利能力回升，2023 年公司摊薄 ROE 为 6.47%，较去年提升 0.9 个百分点，创近五年来新高。

图 11：2019-2023 年公司资产负债率（单位：%）



资料：公司公告，中信建投

图 12：2019-2023 年摊薄净资产收益率（单位：%）



资料：公司公告，中信建投

火电产业链一体化完善，机组盈利能力得到保障

煤电上下游一体化完善，广东煤炭能源基地

公司为广州省区域重要的综合能源企业之一，为下游客户提供电力等能源产品。公司煤电扎根广州，深耕华南，主要服务粤港澳大湾区客户。截至 2023 年底，公司煤电控股装机保持为 314 万千瓦，旗下包括珠江电厂、佛山恒益热电、广州中电荔新热电三家煤电子公司。

珠江电厂位于珠江口西岸的广州市南沙区，是广州市最大的电力生产企业和省网内主力电厂之一，也是广州市最早的引进外资办电项目。电厂始建于 1988 年，总装机容量为 4×320MW。一期为广州珠江电力有限公司，2 台机组于 1994 年 1 月 1 日正式投入商业运行；二期为广州东方电力有限公司，2 台机组于 1997 年 12 月 31 日正式投入商业运行。

佛山恒益热电位于佛山市三水区，公司持有 50% 股份，以“上大压小”方式兴建 2 台 600MW 超临界燃煤发电机组，总装机容量 120 万千瓦，2 台机组相继于 2011 年 6 月、10 月投产发电。中电荔新位于广州市增城区新塘环保工业园内，由公司与中电国际公司合作投资经营，运营机组总装机容量为 2×330MW，两台机组分别于 2012 年 8 月和 10 月建成投产。

表 1：2023 年广州发展煤电公司明细

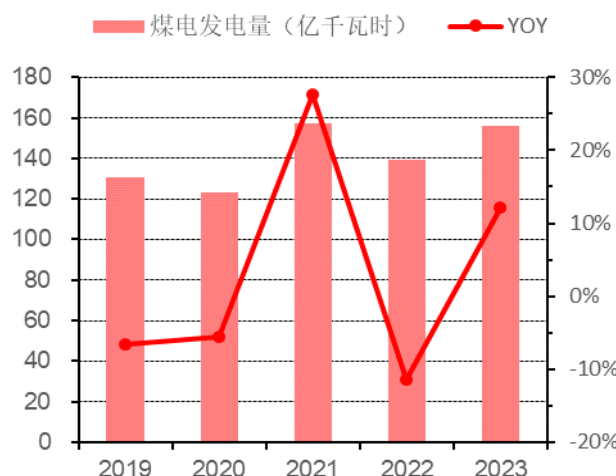
电厂	权益比例	总装机（万千瓦）	机组结构（万千瓦）	权益装机（万千瓦）
珠江电厂	100.0%	128	4*32	128
佛山恒益热电有限公司	50.0%	120	2*60	60
广州中电荔新热电有限公司	50.0%	66	2*33	33

资料来源：公司公告，中信建投

公司煤电业务保持稳健发展战略，在维持较强盈利背景下持续对老旧机组进行升级改造。公司准备对珠江电厂进行等容替代升级。预计分别在 2024 年与 2027 年将服役满 30 年的机组等容替代为 2*600MW 级燃煤机组，煤电总体装机规模短期内预计仍将保持。

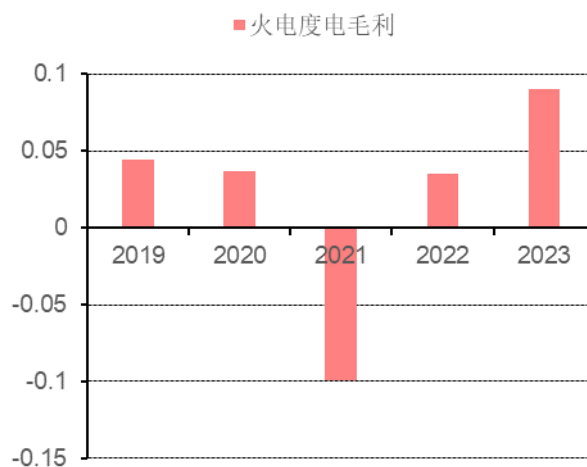
受益于国内用电需求回升以及煤价下跌带来的度电成本下降，公司 2023 年煤电发售电量实现稳健增长，2023 年公司煤电实现发电量 156 亿千瓦时，同比增长 12.04%；实现上网电量 146 亿千瓦时，同比增长 12.01%。从毛利润口径来看，公司 2023 年煤电度电毛利润为 0.083 元/千瓦时，较 2022 年度电毛利润 0.009 元/千瓦时持续提升，较 2021 年度电毛利润-0.076 元/千瓦时大幅改善。公司度电毛利润改善主要系上网电价上涨以及燃煤成本下降联合导致。

图 9：公司近年煤电发电量（单位：亿千瓦时）



资料：公司公告，中信建投

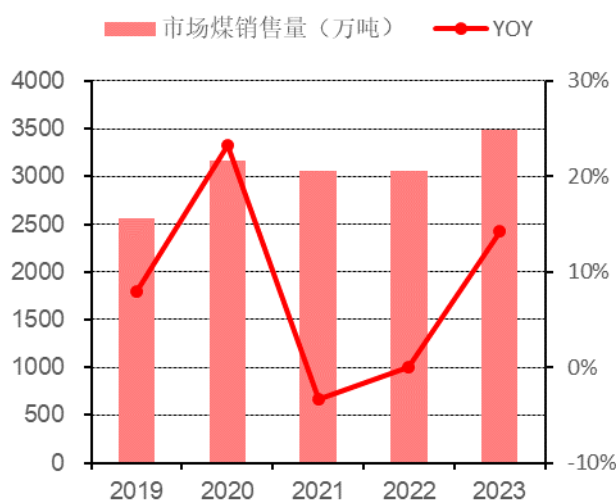
图 10：公司近年火电度电毛利（单位：元/千瓦时）



资料：公司公告，中信建投

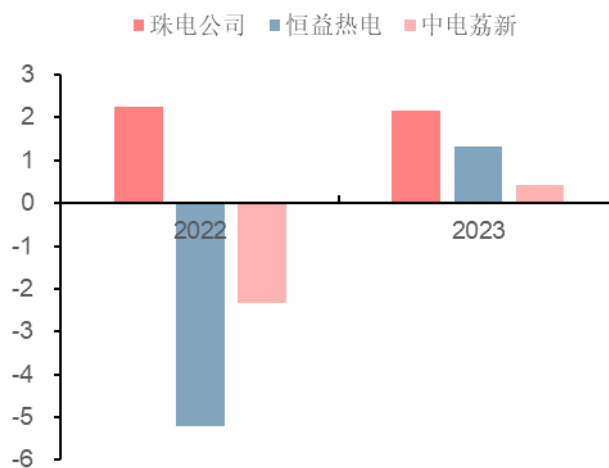
公司围绕煤电业务，持续补全上下游产业链，实现各业务板块联动，深化煤电协同联动，将电力业务与能源物流业务统筹推进。公司为国家指定的七家电煤保供企业之一，也是广东省煤炭储备基地之一。控股子公司珠电燃料公司是广东省最大的市场煤供应商之一，在珠三角地区市场占有率连续多年保持第一，已形成全国性营销网络，建立海外资源与销售渠道。公司积极应对市场煤炭价格波动，在资源衔接、长协兑现、用煤结构调整等方面加强沟通，有效提高长协煤比例。2023 年公司完成销售煤炭总量 4111 万吨，同比增长 12.77%；其中销售市场煤 3492 万吨，同比增长 14.2%。公司深化煤电协同联动，电力业务与能源物流业务统筹推进，积极应对煤炭市场波动，在资源衔接、长协兑现、用煤结构调整等方面加强沟通，有效提高长协煤比例；同时公司持续强化技术监督、设备检修、节能降耗等措施，有效提升机组运行经济性，2023 年属下煤电厂实现全面盈利。2023 年公司煤电度电净利润为 0.027 元/千瓦时，较去年同期 -0.041 元/千瓦时同比提升 0.068 元/千瓦时。

图 11：公司近五年市场煤销售量（单位：万吨）



资料：公司公告，中信建投

图 12：公司 2023 年属下煤电全面盈利（单位：亿元）



资料：公司公告，中信建投

2024 年煤炭供需相对较为宽松。根据中能传媒研究院煤炭市场分析，煤炭市场需求不足的情况较为突出。

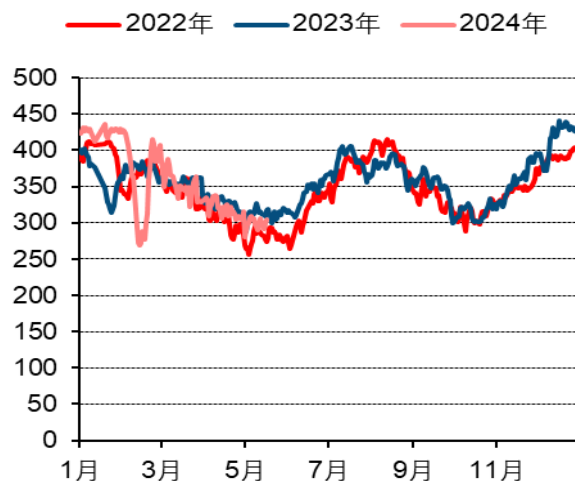
一方面，保长协发运背景拉低终端电厂市场煤采购需求，北港及江内库存持续高位，另一方面，化工、水泥等非电企业用煤需求持续低迷，在此情况下，煤炭需求或将持续偏弱。从电厂煤炭日耗来看，截至 5 月 16 日，沿海 8 省份日耗 170.60 万吨，环比减少 5.20 万吨，幅度为 2.96%；同比减少 2.6 万吨，幅度为 1.50%。而内陆省份日耗为 303.80 万吨，环比增加 8.90 万吨，幅度为 3.02%；同比减少 13.7 万吨，幅度为 4.31%。

图 13：沿海省份煤炭日耗变动情况（单位：万吨）

图 14：内陆省份煤炭日耗变动情况（单位：万吨）



资料：CCTD，中信建投



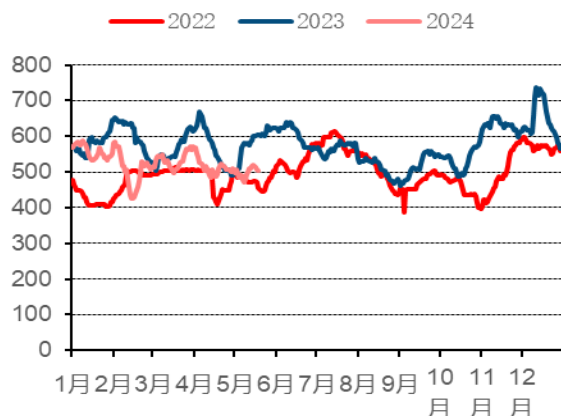
资料：CCTD，中信建投

从生产端来看，国内煤炭保供力度充足，同时主要煤炭进口国产量目标增加、价格下调，有望促进动力煤价格下降。此外，国家加快建立煤炭产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，到 2030 年形成 3 亿吨/年左右的可调度产能储备。产能储备煤矿的设计产能包含常规产能和储备产能两部分，其中常规产能由企业根据市场情况自主组织生产，不纳入国家统一调度范围；储备产能是用于调峰的产能，应急状态下按国家统一调度与常规产能同步释放，实现煤矿“向上弹性生产”。

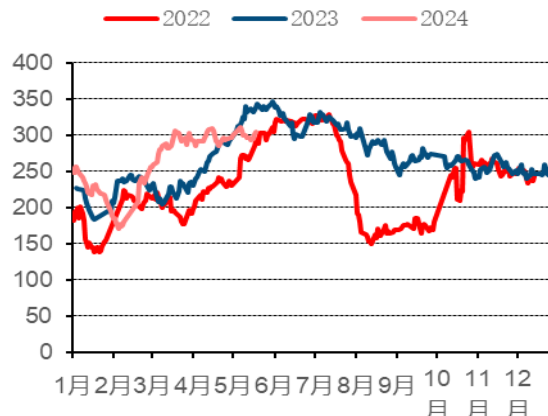
从库存端来看，港口库存保持近年较好水平。截至 5 月 18 日，秦港库存 502 万吨，环比增加 2 万吨，增幅 0.4%，同比减少 108 万吨，降幅 17.02%。而广州港 5 月 17 日库存为 305 万吨，环比增加 9 万吨，增幅 3.04%，同比减少 32.8 万吨，降幅 9.71%。

图 15：秦皇岛港煤炭库存变动情况（单位：万吨）

图 16：广州港煤炭库存变动情况（单位：万吨）



：CCTD，中信建投

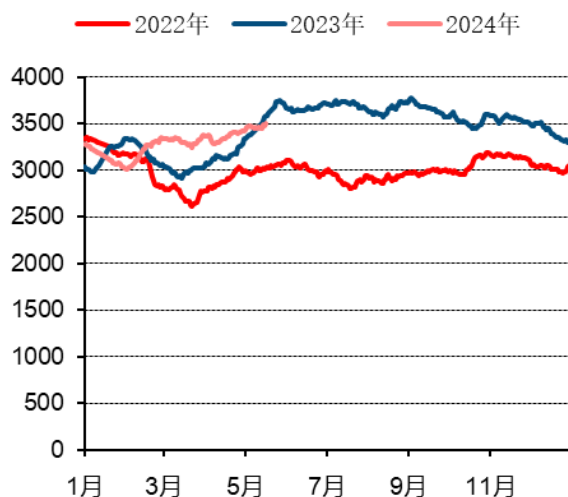


资料：CCTD，中信建投

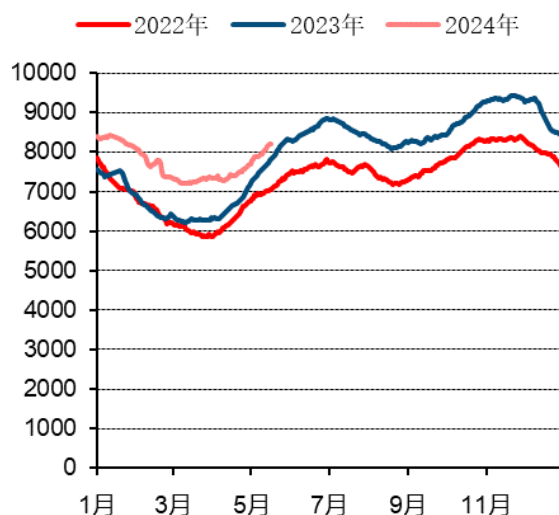
电厂库存方面，截至 5 月 16 日，沿海 8 省份库存 3497.20 万吨，环比减少 47.70 万吨，幅度为 1.38%；同比减少 82.7 万吨，幅度为 2.31%。而内陆 17 省份煤炭库存为 8203.70 万吨，环比增加 240.20 万吨，幅度为 3.02%；同比增加 384.6 万吨，幅度为 4.92%。

图 17：沿海省份煤炭库存变动情况（单位：万吨）

图 18：内陆省份煤炭库存变动情况（单位：万吨）



资料：CCTD，中信建投



资料：CCTD，中信建投

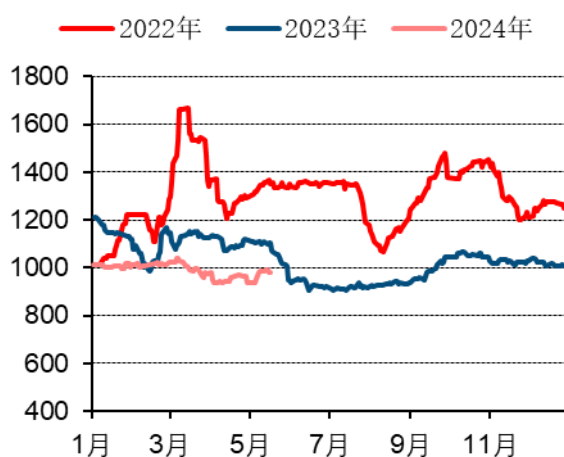
截至 5 月 18 日秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价格为 850 元/吨，环比下降 1.16%，同比下降 13.71%。进口煤炭方面，广州港 5500 大卡印尼煤 5 月 16 日价格为 980 元/吨，环比下降 0.41%，同比降低 11.15%。

图 19：秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价（单位：元/吨）

图 20：印尼进口 Q5500 煤价（单位：元/吨）



资料：公司公告，中信建投



资料：公司公告，中信建投

鉴于 2024 年以来我国动力煤价格明显下降，我们采用如下关键假设计算公司煤电业务利润弹性。假设公司 2024 年煤电年上网电量为 146.6 亿千瓦时，供电标煤耗为 323 克/千瓦时，动力煤现货敞口为 50%，所得税率为 20%，则在全年市场煤均价同比下跌 100 元/吨时，公司煤电板块归母净利润改善 1.49 亿元。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/147111065115006115>