

大唐发电 (601991.SH)

燃料成本居高不下拖累业绩，三季度单季度亏损

买入

核心观点

前三季度收入和净利润均同比提升。前三季度公司实现营业收入 872.5 亿，同比提升 15.86%，归母净利润 7.64 亿，同比提升 418.54%。

单三季度收入同比环比提高，净利润同比扭亏、环比由盈利转亏。三季度单季，公司实现营收 316.5 亿，同比提高 27.87%，环比提高 22.69%；归母净利润-6.4 亿，去年同期为-16.2 亿，亏损幅度大幅缩小，2022 二季度为 18.1 亿，环比出现较大幅度的亏损，主要原因为煤炭成本居高不下，火电发电量提高导致亏损增加，且三季度投资收益减少。

公司毛利率下降、净利润提升，管理费率 and 财务费用率略有下降。公司前三季度毛利率 7.90%，同比减少 0.67pct，净利率 0.66%，同比提高 0.79pct。销售费用率略微提高，从 0.06% 提升至 0.10%；管理费用率为 1.76%，同比减少 0.22pct；财务费用率为 5.74%，同比减少 0.73pct。

公司为火电龙头企业，正快速发展新能源。公司火电机组是最占比最高的发电主体，但近年来新能源装机规模发展迅速。风电和光伏装机容量由 2017 年底的 257 万千瓦发展至 2022H1 的 721 万千瓦，增加了 464 万千瓦，装机占比达 10.5%；前三季度风电光伏上网电量合计 102 亿度，同比增加 22.7%，占比达 5.5%。

控制煤价在合理区间，火电有望迎来业绩翻转。2022 年 2 月 24 日，发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，根据《价格法》等相关法律法规规定，现就进一步完善煤炭市场价格形成机制，促进秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税）。火电业务盈利有望迎来反转，赛道迎来重估。

风险提示：装机规模增长不及预期；电价大幅下降；燃料成本大幅提升。

投资建议：因火电燃料价格居高不下，三季度单季度产生亏损，下调盈利预测，我们预计 2022-2024 归母净利润 14.2、36.2、40.7 亿元（原值 39.4、57.2、68.8），EPS 为 0.08、0.20、0.22 元，当前股价对应 PE 为 36、14、12 倍，给予公司 2023 年 16-18 倍 PE，对应权益市值 579-652 亿元，对应 3.13-3.52 元/股合理价格，较当前股价有 15%-29% 溢价空间，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	95,614	103,412	119,391	128,358	135,766
(+/-%)	0.2%	8.2%	15.5%	7.5%	5.8%
净利润(百万元)	3040	-9264	1419.99	3621.46	4070.95
(+/-%)	185.3%	-404.7%	-115.3%	155.0%	12.4%
每股收益(元)	0.16	-0.50	0.08	0.20	0.22
EBIT Margin	13.6%	-5.2%	7.0%	10.0%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	4.2%	-14.9%	2.3%	5.6%	6.1%
市盈率 (PE)	16.6	-5.5	35.6	14.0	12.4
EV/EBITDA	8.7	33.4	13.4	11.8	11.5
市净率 (PB)	0.69	0.81	0.80	0.78	0.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

公用事业 · 电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	3.13 - 3.52 元
收盘价	2.73 元
总市值/流通市值	50524/50524 百万元
52 周最高价/最低价	4.09/2.08 元
近 3 个月日均成交额	385.46 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

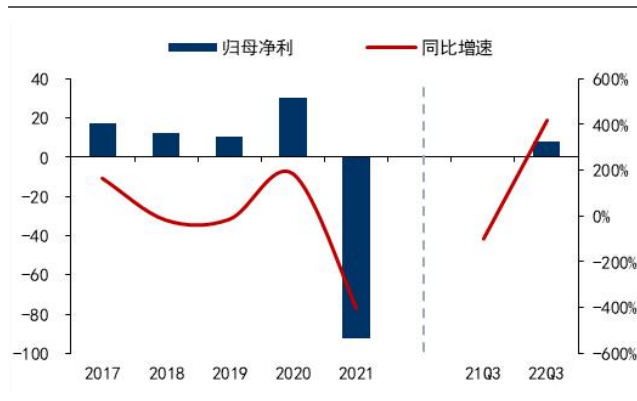
前三季度收入和净利润均同比提升。前三季度公司实现营业收入 872.5 亿，同比提升 15.86%，归母净利润 7.64 亿，同比提升 418.54%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

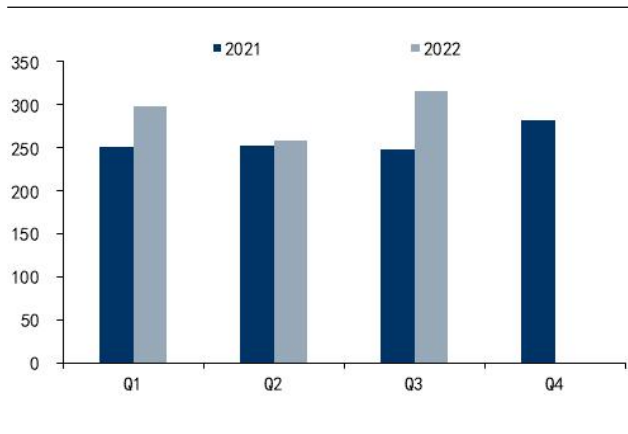
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

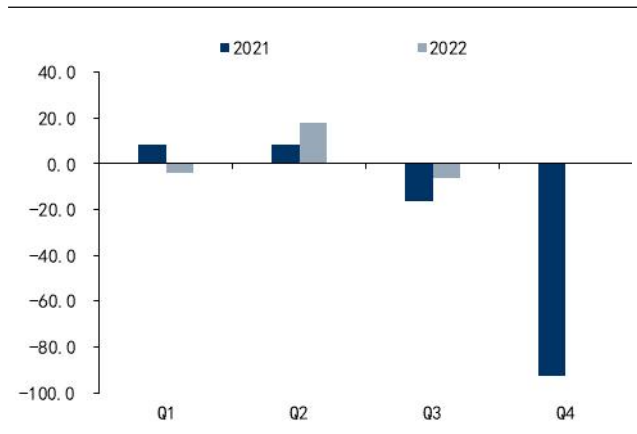
单三季度收入同比环比提高，净利润同比扭亏、环比由盈利转亏。三季度单季，公司实现营收 316.5 亿，同比提高 27.87%，环比提高 22.69%；归母净利润-6.4 亿，去年同期为-16.2 亿，亏损幅度大幅缩小，2022 二季度为 18.1 亿，环比出现较大幅度的亏损，主要原因为煤炭成本高居不下，火电发电量提高导致亏损增加，且三季度投资收益减少。

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润情况（单位：亿元）

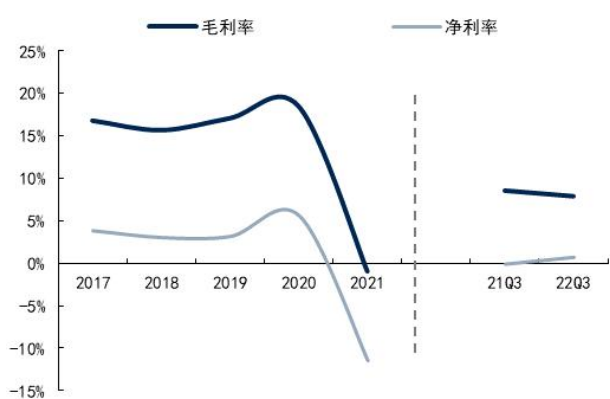


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

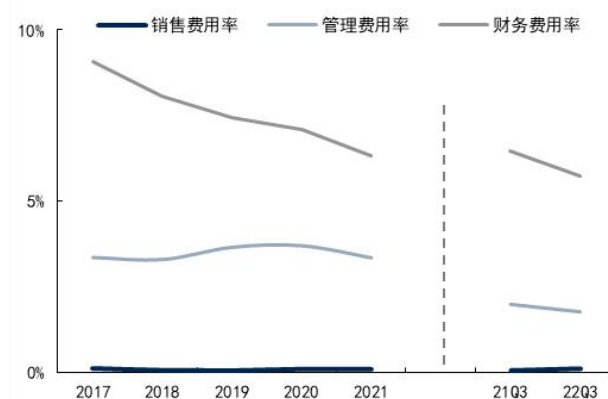
公司毛利率下降、净利润提升，管理费率及财务费用率略有下降。公司前三季度毛利率 7.90%，同比减少 0.67pct，净利率 0.66%，同比提高 0.79pct。销售费用率略微提高，从 0.06%提升至 0.10%；管理费用率为 1.76%，同比减少 0.22pct；财务费用率为 5.74%，同比减少 0.73pct。

图5：公司毛利率、净利率情况

图6：公司三项费用率情况



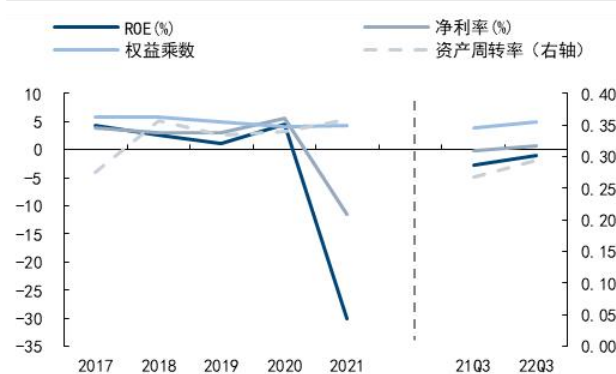
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

ROE 略有改善，经营性现金流同比增加。公司前三季度加权 ROE 为-0.93%，同比增加 1.69pct，其中主要因为净利率改善。前三季度经营性现金净流入 189.1 亿，同比增加 16.7%，投资性现金净流出 108.3 亿，同比增加 46.4%，融资性现金流净流出 87.7 亿。

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）

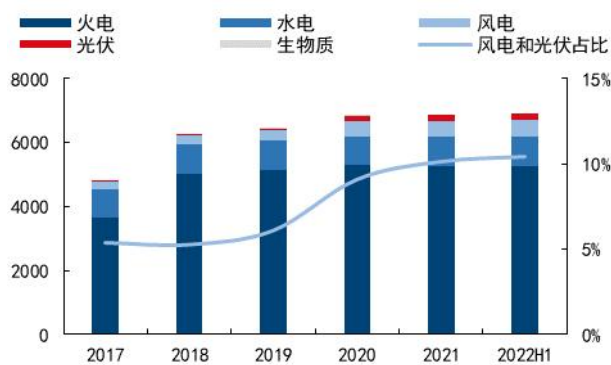


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司为火电龙头企业，正快速发展新能源。公司火电机组是最占比最高的发电主体，但近年来新能源装机规模发展迅速。风电和光伏装机容量由 2017 年底的 257 万千瓦发展至 2022H1 的 721 万千瓦，增加了 464 万千瓦，装机占比达 10.5%；前三季度风电光伏上网电量合计 102 亿度，同比增加 22.7%，占比达 5.5%。

图9：2017-2022H1 装机容量情况（单位：万千瓦）

图10：2017-2022Q3 上网电量情况（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“十四五”期间规划新增新能源装机 30GW，新能源装机预计大幅提速。2021 年和 2022H1 新增新能源装机共计 100 万千瓦，距离 3000 万千瓦有较大差距，若要完成 3000 万千瓦的装机规划，2022H2-2025 每年平均新增装机超 800 万千瓦。

控制煤价在合理区间，火电有望迎来业绩翻转。2022 年 2 月 24 日，发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，根据《价格法》等相关法律法规规定，现就进一步完善煤炭市场价格形成机制，促进秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税）。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制下通过市场化方式充分传导燃料成本变化，鼓励在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导。火电业务盈利有望迎来反转，赛道迎来重估。

投资建议：因火电燃料价格高居不下，三季度单季度产生亏损，下调盈利预测，我们预计 2022-2024 归母净利润 14.2、36.2、40.7 亿元（原值 39.4、57.2、68.8），EPS 为 0.08、0.20、0.22 元，当前股价对应 PE 为 37、15、13 倍，给予公司 2023 年 16-18 倍 PE，对应权益市值 579-652 亿元，对应 3.13-3.52 元/股合理价格，较当前股价有 15%-29%溢价空间，给予“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600011.SH	华能国际	6.78	1051.8	-0.65	-0.30	0.70	0.92	-10.4	-22.6	9.7	7.4	-19.2%	0.11	买入
600795.SH	国电电力	4.38	779.4	-0.1	0.33	0.42	0.5	-43.8	13.3	10.4	8.8	-3.29%	0.57	买入
600905.SH	三峡能源	5.7	1594.2	0.2	0.21	0.37	0.42	28.5	27.1	15.4	13.6	10.14%	0.66	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测和整理

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 3.13-3.52 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。

2、考虑到公司新能源装机规划目标较大，同时公司为央企背景，因此假设规划可以得到 100% 执行，但新能源建设具有一定不确定性，如光伏组件价格持续高位、风电资源竞争激烈等，公司新能源装机规模增速可能不及预期。

3、随着电力市场化交易的不断推进，新能源电力的不稳定性导致在电力市场化交易中相较传统能源具备一定劣势，因此存在电价大幅下跌的风险。同时市场上也在推进新能源配储能的进程，一定程度上将给新能源的建设成本增加压力，也有可能造成新能源装机进展不及预期。

4、煤炭价格持续高位，发改委 2022 年 2 月发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，给出秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税），但煤炭市场存在不确定性，有可能出现燃料价格下跌不及预期的情况。

5、考虑公司新能源装机规模及增速，给予公司 16-18 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

在对公司火电、水电及新能源项目未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、我们认为若国家从煤炭供给侧对电力运营上游进行调控，电力市场化推进不及预期可能导致电价的上浮不及我们预期；
- 2、若新能源投运增长不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 3、若新能源当年来风、光照条件较差，可能影响公司当年新能源分部的业绩。
- 4、若水电来水较差，可能影响公司当年水电分部的业绩。

经营及其它风险

1、电价波动风险。上网电价是影响公司盈利能力的重要因素。我国发电企业上网电价受到政府的严格监管，未来随着电力改革的深入及竞价上网的实施，可能导致公司的上网电价水平发生变化，这将可能影响公司的盈利水平。

政策风险。随着对新能源与传统能源公平竞争的互生越来越大，新能源配比储能将大大增加成本，从而影响新能源盈利不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8275	11258	12547	19702	29891	营业收入	95614	103412	119391	128358	135766
应收款项	16609	19271	18978	16887	14142	营业成本	77956	104362	105874	109922	115169
存货净额	3146	6245	6314	6495	6737	营业税金及附加	1330	1250	1443	1551	1641
其他流动资产	5683	8841	10207	10973	11607	销售费用	83	87	101	108	114
流动资产合计	33712	45637	48081	54114	62467	管理费用	3934	3785	4270	4360	4441
固定资产	210599	212277	241281	269052	295308	财务费用	6795	6537	6409	7431	8342
无形资产及其他	4090	4165	4197	4236	4283	投资收益	2550	1617	1617	1617	1617
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	14087	15927	15927	15927	15927	动	(2170)	(1129)	(1208)	(1316)	(1439)
长期股权投资	17844	17962	18491	18934	19297	其他收入	1188	662	571	810	641
资产总计	280334	295968	327977	362262	397281	营业利润	7084	(11459)	2275	6097	6877
短期借款及交易性金融						营业外净收支	120	191	191	191	191
负债	50150	54826	54826	54826	54826	利润总额	7205	(11268)	2465	6287	7068
应付款项	18831	27582	27890	28689	29756	所得税费用	1889	627	470	1198	1346
其他流动负债	10040	13614	13838	14262	14805	少数股东损益	2276	(2632)	576	1468	1651
流动负债合计	79020	96022	96555	97777	99387	归属于母公司净利润	3040	(9264)	1420	3621	4071
长期借款及应付债券	98134	111804	141869	171935	202000						
其他长期负债	11787	11975	12310	12564	12823	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	109921	123779	154180	184499	214823	净利润	3040	(9264)	1420	3621	4071
负债合计	188941	219801	250734	282276	314211	资产减值准备	458	(1041)	79	108	124
少数股东权益	18369	14032	14342	15134	16023	折旧摊销	14622	13413	14034	15301	16891
股东权益	73024	62135	62901	64853	67047	公允价值变动损失	458	(1041)	79	108	124
负债和股东权益总计	280334	295968	327977	362262	397281	财务费用	6795	6537	6409	7431	8342
						营运资本变动	1005	3408	(610)	2366	3481
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	7170	2770	5024	6498	7491
每股收益	0.16	(0.50)	0.08	0.20	0.22	经营活动现金流	26754	8245	20026	28002	32181
每股红利	0.09	0.15	0.04	0.09	0.10	资本开支	(16633)	(14026)	(43149)	(43219)	(43317)
每股净资产	3.95	3.36	3.40	3.50	3.62	其它投资现金流	12	(22)	(13)	(21)	(34)
ROIC	4.21%	-2.72%	3%	4%	4%	投资活动现金流	(14014)	(13115)	(43692)	(43683)	(43714)
ROE	4.16%	-14.91%	2.26%	5.58%	6.07%	权益性融资	8509	1764	0	0	0
毛利率	18%	-1%	11%	14%	15%	负债净变化	(7340)	10465	30065	30065	30065
EBIT Margin	14%	-5%	7%	10%	11%	支付股利、利息	(1684)	(2776)	(655)	(1669)	(1877)
EBITDA Margin	29%	8%	19%	22%	23%	其它融资现金流	(5336)	140	0	0	0
收入增长	0%	8%	15%	8%	6%	融资活动现金流	(12849)	8066	24954	22835	21723
净利润增长率	185%	-405%	-115%	155%	12%	现金净变动	139	2984	1288	7155	10189
资产负债率	74%	79%	81%	82%	83%	货币资金的期初余额	8136	8275	11258	12547	19702
股息率	3.3%	5.5%	1.3%	3.3%	3.7%	货币资金的期末余额	8275	11258	12547	19702	29891
P/E	16.6	(5.5)	35.6	14.0	12.4						

P/B	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	0	(2831)	(22931)	(15116)	(11040)
EV/EBITDA	8.7	33.4	13.4	11.8	11.5	权益自由现金流	0	7774	1945	8934	12272

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。本报告仅供我公司客户使用，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