

研究所：

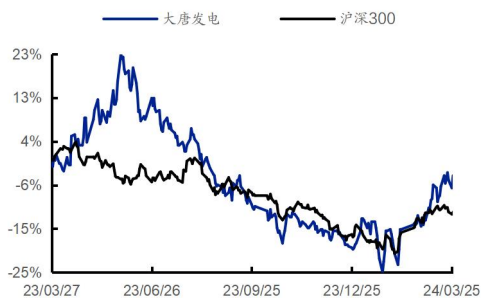
证券分析师：

 钟琪 S0350523080002  
 zhongq@ghzq.com.cn

## 煤电大幅减亏，减值影响全年业绩

### ——大唐发电（601991）2023年年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/03/26

表现	1M	3M	12M
大唐发电	13.0%	20.2%	-6.8%
沪深300	2.6%	6.6%	-12.0%

市场数据

2024/03/26

当前价格(元)	2.86
52周价格区间(元)	2.19-3.72
总市值(百万)	52,929.19
流通市值(百万)	35,452.81
总股本(万股)	1,850,671.05
流通股本(万股)	1,239,608.91
日均成交额(百万)	345.51
近一月换手(%)	1.00

相关报告

《大唐发电（601991）2023年业绩预告点评：全年业绩扭亏为盈，2024年业绩有望继续修复（买入）\*电力\*钟琪》——2024-02-04

《大唐发电（601991）2023年三季报点评：煤电业绩修复明显，经营性现金流大幅改善（买入）\*电力\*钟琪》——2023-10-29

## 事件：

2024年3月22日，大唐发电发布2023年年报：

1) 2023年实现收入1224亿元，同比+4.8%；实现归母净利润13.7亿元，上年同期亏损4.1亿元；实现扣非后归母净利润5.6亿元，上年同期亏损14.8亿元。

2) 2023Q4实现收入317.9亿元，同比+7.5%；实现归母净利润-14.7亿元，上年同期为-11.7亿元；实现扣非后归母净利润-16.3亿元，上年同期为-17.7亿元。

## 投资要点：

■ **煤电大幅减亏，减值+所得税费用变化影响2023Q4业绩。**2023年公司实现归母净利润13.7亿元，同比扭亏为盈，主要是因为煤电业绩大幅减亏。2023年煤电/燃机利润总额-1.3/3.9亿元，2022年为-60.5/-0.9亿元；风电/光伏/水电利润总额分别为25.6/4.8/13.8亿元，同比变化+11.8%/+8.1%/-15%。2023Q4公司归母净利润-14.7亿元，亏损额同比扩大，一是因为计提资产减值损失13.6亿元（其中内蒙煤电一体化项目的煤矿计提减值12亿元），二是因为所得税同比增加14.0亿元（2023年递延所得税费用同比+15.5亿元）。若剔除减值影响，2023Q4公司业绩大幅改善。2023Q4公司毛利率14.6%，同比+9.8pct，环比+1pct。

■ **2023H2煤电扭亏为盈，在手火电项目接近10GW有望贡献成长性。**2023年公司煤电利润总额-1.3亿元，度电净利（利润总额口径，下同）0.1分/度，同比2022年的-3.3分/度大幅改善。2023H2煤电利润总额6.7亿元，度电净利0.7分/度，同比2022H2的-3.9分/度扭亏为盈，主要是因为煤价下降。2023年公司火电在建4.67GW，煤电核准4GW，燃机核准1.08GW，在手项目合计接近10GW，有望贡献火电成长性。

■ **平价项目增加影响利润增速，在手项目充足。**2023年公司风电/光伏利润总额25.6/4.8亿元，同比+11.8%/+8.1%，上网电量同比+16.5%/+60%，利润总额增速低于电量增速，主要是因为度电收入下降。2023年风电/光伏度电收入同比-0.028/-0.113元/度，度电净

利同比-0.008/-0.057元/度。我们认为度电收入下降或是因为平价项目增加。度电净利降幅低于度电收入，或是因为风电/光伏利用小时数同比+114h/+80h。值得注意的是，2023H2光伏利润总额为1.4亿元，同比-42.7%，我们认为可能是因为2023Q4光照一般较弱且电价下降，影响了利润。2023年公司风电/光伏新增装机2.0/1.6GW，在建3.0/2.1GW，核准2.2/5.5GW，在手项目充足，新能源业务成长性有望继续修复。

- **盈利预测和投资评级：**根据最新业绩，我们调整盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为44.8/51.0/56.1亿元，对应PE分别为12/10/9倍。展望2024年，公司火电业绩有望进一步改善；水电来水有望好转修复业绩；绿电装机有望进一步贡献成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；新增装机不及预期；煤炭价格大幅上涨；电价下调；来水偏枯；行业竞争加剧；减值风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	122404	122887	125265	126583
增长率(%)	5	0	2	1
归母净利润（百万元）	1365	4475	5100	5611
增长率(%)	435	228	14	10
摊薄每股收益（元）	-0.02	0.24	0.28	0.30
ROE(%)	2	6	6	6
P/E	-185.71	11.83	10.38	9.43
P/B	0.72	0.68	0.64	0.60
P/S	0.43	0.43	0.42	0.42
EV/EBITDA	9.28	7.21	6.72	6.26

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：大唐发电盈利预测表

证券代码:	601991				股价:	2.86		投资评级:	买入		日期:	2024/03/26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	2%	6%	6%	6%	EPS	-0.02	0.24	0.28	0.30				
毛利率	12%	14%	15%	16%	BVPS	3.98	4.21	4.47	4.74				
期间费率	8%	8%	8%	8%	<b>估值</b>								
销售净利率	1%	4%	4%	4%	P/E	-185.71	11.83	10.38	9.43				
<b>成长能力</b>					P/B	0.72	0.68	0.64	0.60				
收入增长率	5%	0%	2%	1%	P/S	0.43	0.43	0.42	0.42				
利润增长率	435%	228%	14%	10%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.40	0.37	0.36	0.34	<b>营业收入</b>	<b>122404</b>	<b>122887</b>	<b>125265</b>	<b>126583</b>				
应收账款周转率	6.24	6.08	6.29	6.52	营业成本	108025	105882	106869	106882				
存货周转率	33.68	42.36	47.54	48.03	营业税金及附加	1222	1229	1289	1277				
<b>偿债能力</b>					销售费用	124	116	122	124				
资产负债率	71%	71%	71%	71%	管理费用	3963	3834	3908	3949				
流动比	0.44	0.61	0.76	0.92	财务费用	5668	5597	6115	6599				
速动比	0.36	0.54	0.70	0.86	其他费用/(-收入)	27	30	28	29				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>5605</b>	<b>7399</b>	<b>8134</b>	<b>8922</b>				
现金及现金等价物	9017	25153	40713	56287	营业外净收支	-33	60	60	93				
应收款项	19638	20260	19960	19466	<b>利润总额</b>	<b>5571</b>	<b>7459</b>	<b>8194</b>	<b>9014</b>				
存货净额	3635	2901	2635	2635	所得税费用	2566	1492	1393	1532				
其他流动资产	8006	7953	8006	8021	<b>净利润</b>	<b>3005</b>	<b>5967</b>	<b>6801</b>	<b>7482</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>40295</b>	<b>56266</b>	<b>71314</b>	<b>86410</b>	少数股东损益	1640	1492	1700	1870				
固定资产	193314	208010	218806	227101	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1365</b>	<b>4475</b>	<b>5100</b>	<b>5611</b>				
在建工程	26372	20686	17843	16422	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	23958	23804	23646	23488	<b>经营活动现金流</b>	<b>21214</b>	<b>31501</b>	<b>32695</b>	<b>34726</b>				
长期股权投资	20059	20059	20059	20059	净利润	1365	4475	5100	5611				
<b>资产总计</b>	<b>303999</b>	<b>328827</b>	<b>351668</b>	<b>373480</b>	少数股东损益	1640	1492	1700	1870				
短期借款	29020	28092	29323	29338	折旧摊销	13960	18643	19706	20784				
应付款项	22707	24367	24595	24598	公允价值变动	-61	0	0	0				
预收帐款	1	0	0	0	营运资金变动	-1378	2041	723	449				
其他流动负债	39503	39719	39702	39670	<b>投资活动现金流</b>	<b>-17684</b>	<b>-25340</b>	<b>-25340</b>	<b>-25307</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>91230</b>	<b>92179</b>	<b>93620</b>	<b>93605</b>	资本支出	-21702	-27440	-27440	-27407				
长期借款及应付债券	115249	133249	148249	163249	长期投资	247	0	0	0				
其他长期负债	9054	9054	9054	9054	其他	3771	2100	2100	2100				
<b>长期负债合计</b>	<b>124303</b>	<b>142303</b>	<b>157303</b>	<b>172303</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4588</b>	<b>9975</b>	<b>8205</b>	<b>6155</b>				
<b>负债合计</b>	<b>215533</b>	<b>234481</b>	<b>250922</b>	<b>265908</b>	债务融资	-3514	17072	16231	15014				
股本	18507	18507	18507	18507	权益融资	21400	0	0	0				
股东权益	88466	94345	100746	107572	其它	-22474	-7097	-8026	-8860				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>303999</b>	<b>328827</b>	<b>351668</b>	<b>373480</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-1067</b>	<b>16136</b>	<b>15560</b>	<b>15574</b>				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【公共事业小组介绍】

钟琪，公用事业团队分析师，山东大学金融硕士，曾任职于方正证券、上海证券。

## 【分析师承诺】

钟琪，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视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。