

# 大唐发电 (601991.SH)

优于大市

煤电、水电板块利润显著改善，24H1 归母净利润大幅增长

## 核心观点

**营业收入微增，归母净利润实现大幅增长。**2024H1，公司实现营业收入 583.10 亿元 (+0.19%)，归母净利润 31.08 亿元 (+104.85%)，扣非归母净利润 31.19 亿元 (+145.43%)。其中，第二季度营收 275.73 亿元 (-8.65%)，归母净利润 17.77 亿元 (+28.71%)，扣非归母净利润 17.92 亿元 (+46.50%)。公司营业收入微升受发电量、上网电量增加和电价下降综合影响，2024H1，公司上网电量 1223.97 亿千瓦时 (+4.43%)，而平均上网结算电价 462.74 元/兆瓦时 (含税)，同比下降 4.70%。公司归母净利润增长的原因在于煤价同比下降使得燃料成本下降，同时水电来水情况较好驱动水电板块盈利大幅增长。

**煤电、水电板块利润总额大幅增长，风电板块利润总额同比下降。**分板块利润总额来看，2024 年上半年，公司煤电板块利润总额 15.10 亿元 (+288.13%)，燃机板块 3.45 亿元 (+59.04%)，水电板块 10.32 亿元 (+1033.02%)，风电板块 11.31 亿元 (-23.06%)，光伏板块 3.90 亿元 (+14.30%)。

**公司在建、核准项目资源充足，未来业绩有望持续增长。**公司紧抓转型发展机遇，大力发展以新能源为主体的战略性新兴产业，加快规模化优质新能源项目的资源获取，择优、梯次推动新一代煤电项目的迭代开发，加速实现公司传统产业转型升级。2024 年上半年，公司核准电源项目 122 个，核准容量 471.50 万千瓦，其中风电项目核准容量 110.93 万千瓦、光伏项目核准容量 360.57 万千瓦；在建电源项目 80 个，在建容量 1186.92 万千瓦，其中火电项目在建容量 574.61 万千瓦、风电项目在建容量 345.77 万千瓦、光伏项目在建容量 266.54 万千瓦。未来公司在建及储备项目逐步投运，业绩有望持续增长。

**风险提示：**电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期。

**投资建议：**预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 50.3/56.2/61.8 亿元，分别同比增长 268.1%/11.9%/9.9%；EPS 分别为 0.27、0.30、0.33 元，当前股价对应 PE 为 10.0/8.9/8.1X。给予公司 2024 年 11-12xPE，公司合理市值为 553-603 亿元，对应 2.99-3.26 元/股合理价值，较目前股价有 10%-20%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	116,828	122,404	116,732	118,012	122,417
(+/-%)	13.0%	4.8%	-4.6%	1.1%	3.7%
净利润(百万元)	-410	1365	5025	5624	6183
(+/-%)	-95.6%	-432.8%	268.1%	11.9%	9.9%
每股收益(元)	-0.02	0.07	0.27	0.30	0.33
EBIT Margin	3.2%	7.9%	12.1%	12.2%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	-0.7%	1.9%	6.5%	6.9%	7.2%
市盈率 (PE)	-122.3	36.7	10.0	8.9	8.1
EV/EBITDA	16.2	11.3	9.4	9.6	9.5
市净率 (PB)	0.80	0.68	0.65	0.62	0.59

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

联系人：崔佳诚  
021-60375416  
cuijiacheng@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	2.99 - 3.26 元
收盘价	2.69 元
总市值/流通市值	49783/49783 百万元
52 周最高价/最低价	3.27/2.19 元
近 3 个月日均成交额	286.31 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

《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》——2022-11-02

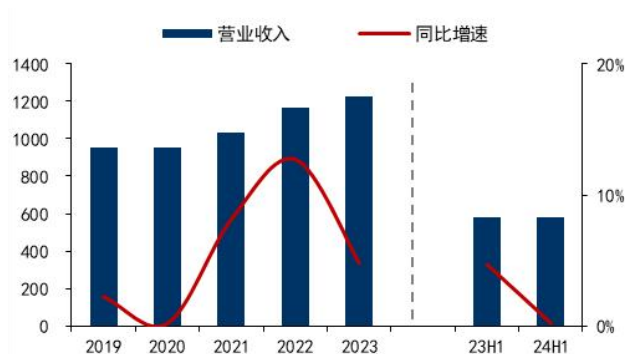
《大唐发电 (601991.SH) - 新能源和水电表现亮眼，季度盈利能力环比大幅提升》——2022-09-07

**营业收入微增，归母净利润实现大幅增长。**2024H1，公司实现营业收入 583.10 亿元（+0.19%），归母净利润 31.08 亿元（+104.85%），扣非归母净利润 31.19 亿元（+145.43%）。其中，第二季度营收 275.73 亿元（-8.65%），归母净利润 17.77 亿元（+28.71%），扣非归母净利润 17.92 亿元（+46.50%）。公司营业收入微升受发电量、上网电量增加和电价下降综合影响，2024H1，公司上网电量 1223.97 亿千瓦时（+4.43%），而平均上网结算电价 462.74 元/兆瓦时（含税），同比下降 4.70%。公司归母净利润增长的原因在于煤价同比下降使得燃料成本下降，同时水电来水情况较好驱动水电板块盈利大幅增长。

**煤电、水电板块利润总额大幅增长，风电板块利润总额同比下降。**分板块利润总额来看，2024 年上半年，公司煤电板块利润总额 15.10 亿元（+288.13%），燃机板块 3.45 亿元（+59.04%），水电板块 10.32 亿元（+1033.02%），风电板块 11.31 亿元（-23.06%），光伏板块 3.90 亿元（+14.30%）。

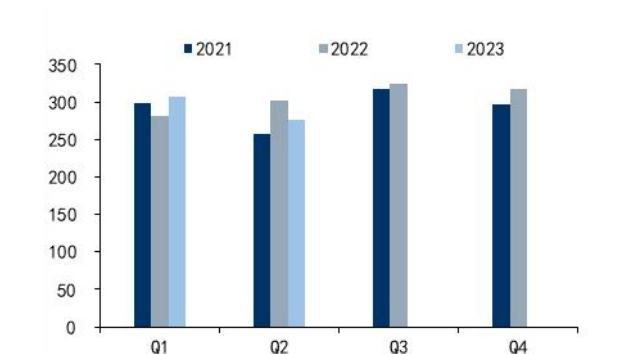
2024 年上半年，受全社会用电量增加、公司部分水电区域来水情况改善、新能源装机容量持续增加影响，公司水电、新能源上网电量同比实现大幅增长。2024H1，公司累计完成上网电量 1223.97 亿千瓦时，同比上升 4.43%。其中：煤电 888.14 亿千瓦时（-0.83%），气电 91.70 亿千瓦时（-2.22%），水电 132.43 亿千瓦时（+41.34%），风电 85.61 亿千瓦时（+19.92%），光伏 26.09 亿千瓦时（+48.45%）。

图1：大唐发电营业收入及增速（单位：亿元）



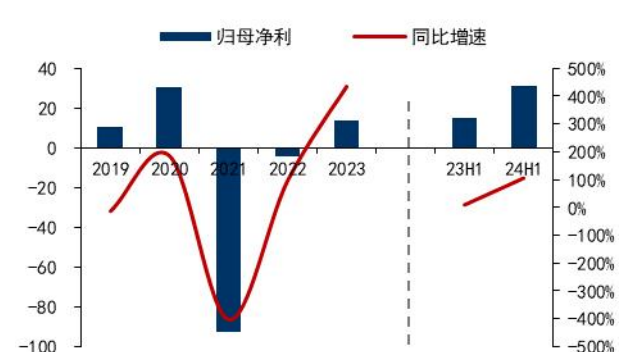
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：大唐发电单季营业收入（单位：亿元）



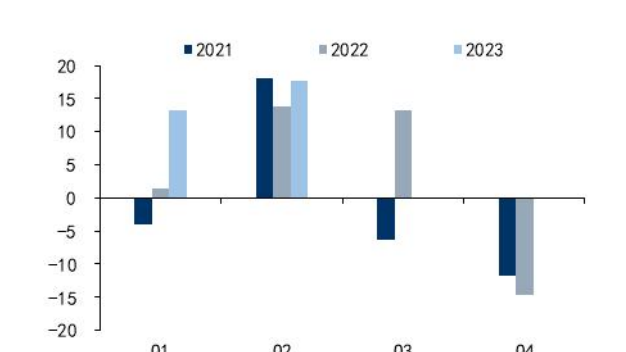
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：大唐发电归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

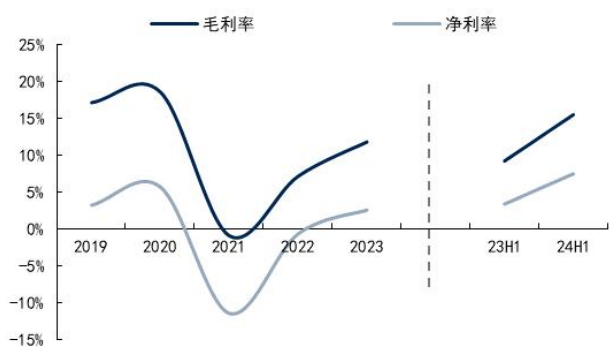
图4：大唐发电单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

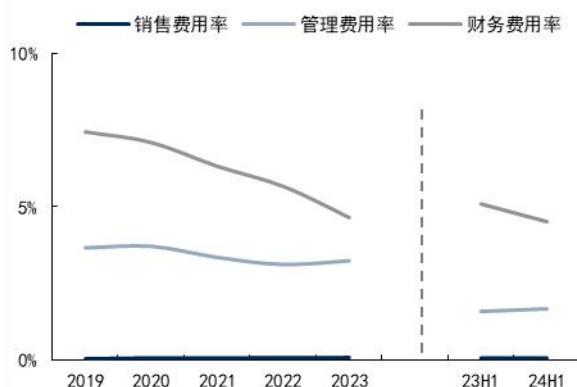
**毛利率提升，费用率下降，净利率水平上行。**2024H1，公司毛利率为 15.43%，同比增加 6.26pct，主要系煤价下降使得度电燃料成本下降以及水电发电量增加使得水电单位成本下降影响。费用率方面，2024H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 4.49%、1.68%，财务费用率同比减少 0.58pct、管理费用率同比增加 0.08pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受毛利率提升和费用率水平下降影响，公司净利率较 2023 同期增加 4.08pct 至 7.35%。

图5: 大唐发电毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

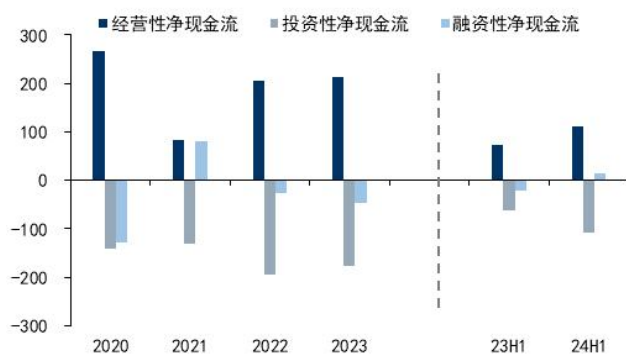
图6: 大唐发电三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

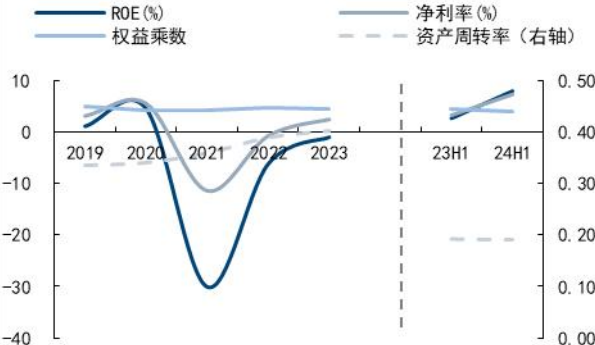
**ROE 提升，经营性净现金流改善。**2024H1，受益于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2023 年同期增加 5.44pct 至 8.05%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 111.24 亿元，同比增长 52.98%，主要是由于燃煤成本同比下降，购买商品、接受劳务支付的现金同比下降；投资性净现金流流出 107.48 亿元，同比大幅增加，主要系用于购建固定资产的投资支出增加影响。融资性净现金流 15.42 亿元，同比增长 174.00%，主要系投资建设新能源项目导致的净融资金额增加影响。

图7: 大唐发电现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 大唐发电 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

**公司在建、核准项目资源充足，未来业绩有望持续增长。**2024H1，公司清洁能源新增装机容量 97.39 万千瓦，其中燃机新增 0.12 万千瓦、风电新增 56.43 万千瓦、光伏新增 40.83 万千瓦；截至 2024H1，公司累计装机容量 7373.49 万千瓦，其中，火电煤机 4512.4 万千瓦、火电燃机 663.28 万千瓦、水电 920.47 万千瓦、风电 802.88 万千瓦、光伏发电 474.45 万千瓦。公司紧抓转型发展机遇，大力发展以新能源为主体的战略性新兴产业，加快规模化优质新能源项目的资源获取，择优、梯次推动新一代煤电项目的迭代开发，加速实现公司传统产业转型升级。2024 年

上半年，公司核准电源项目 122 个，核准容量 471.50 万千瓦，其中风电项目核准容量 110.93 万千瓦、光伏项目核准容量 360.57 万千瓦；在建电源项目 80 个，在建容量 1186.92 万千瓦，其中火电项目在建容量 574.61 万千瓦、风电项目在建容量 345.77 万千瓦、光伏项目在建容量 266.54 万千瓦。未来公司在建项目逐步投运，业绩有望持续增长。

**投资建议：**预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 50.3/56.2/61.8 亿元，分别同比增长 268.1%/11.9%/9.9%；EPS 分别为 0.27、0.30、0.33 元，当前股价对应 PE 为 10.0/8.9/8.1X。给予公司 2024 年 11-12xPE，公司合理市值为 553-603 亿元，对应 2.99-3.26 元/股合理价值，较目前股价有 10%-20%的溢价空间，维持“优于大市”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 (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600011.SH	华能国际	7.12	1,118	0.54	0.74	0.77	0.82	13.2	9.6	9.2	8.7	11.3%	优于大市
600795.SH	国电电力	5.41	965	0.31	0.54	0.52	0.56	17.5	10.0	10.4	9.7	11.8%	优于大市
000883.SZ	湖北能源	4.97	323	0.27	0.43	0.48	0.55	18.4	11.6	10.4	9.0	5.6%	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10142	9017	25873	40645	55616	营业收入	116828	122404	116732	118012	122417
应收款项	18939	20671	16514	13462	10611	营业成本	108512	108025	98352	99320	102103
存货净额	4283	3635	3251	3262	3336	营业税金及附加	1270	1222	1166	1179	1223
其他流动资产	9724	6505	6204	6272	6506	销售费用	114	124	118	120	124
<b>流动资产合计</b>	<b>43089</b>	<b>40295</b>	<b>52591</b>	<b>64840</b>	<b>77987</b>	管理费用	4121	4367	3821	3668	3648
固定资产	216850	220332	212826	218697	227684	财务费用	6613	5668	6112	6066	6274
无形资产及其他	4460	4453	4555	4667	4790	投资收益	2961	2948	3248	3448	3448
投资性房地产	20913	18859	18859	18859	18859	资产减值及公允价值变动	(256)	(1295)	(1295)	(1205)	(1333)
长期股权投资	19740	20059	20798	21743	22411	其他收入	917	954	857	1254	1101
<b>资产总计</b>	<b>305052</b>	<b>303999</b>	<b>309628</b>	<b>328806</b>	<b>351730</b>	营业利润	(180)	5605	9972	11156	12261
短期借款及交易性金融负债	61620	57962	57962	57962	57962	营业外净收支	161	(33)	(33)	(33)	(33)
应付款项	28353	22707	20308	20377	20845	利润总额	(20)	5571	9938	11123	12227
其他流动负债	12456	10561	9441	9476	9699	<b>所得税费用</b>	<b>852</b>	<b>2566</b>	<b>1988</b>	<b>2225</b>	<b>2445</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>102429</b>	<b>91230</b>	<b>87711</b>	<b>87815</b>	<b>88506</b>	少数股东损益	(461)	1640	2925	3274	3599
长期借款及应付债券	115207	115249	119743	133865	150665	归属于母公司净利润	(410)	1365	5025	5624	6183
其他长期负债	11105	9054	8143	6865	5452	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>126312</b>	<b>124303</b>	<b>127886</b>	<b>140730</b>	<b>156117</b>	净利润	(410)	1365	5025	5624	6183
<b>负债合计</b>	<b>228741</b>	<b>215533</b>	<b>215597</b>	<b>228546</b>	<b>244623</b>	资产减值准备	(873)	1039	0	10	27
少数股东权益	13695	14872	16920	19211	21731	折旧摊销	13495	13789	14105	14601	15304
股东权益	62616	73594	77112	81049	85377	公允价值变动损失	(873)	1039	0	10	27
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>305052</b>	<b>303999</b>	<b>309628</b>	<b>328806</b>	<b>351730</b>	财务费用	6613	5668	6112	6066	6274
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	1022	(5537)	1456	3078	3233
每股收益	(0.02)	0.07	0.27	0.30	0.33	其它	8102	9518	4912	4900	5318
每股红利	0.03	0.15	0.08	0.09	0.10	<b>经营活动现金流</b>	<b>20464</b>	<b>21214</b>	<b>25499</b>	<b>28223</b>	<b>30092</b>
每股净资产	3.38	3.98	4.17	4.38	4.61	资本开支	(20249)	(21787)	(6835)	(20594)	(24441)
ROIC	63.56%	2.06%	5%	5%	5%	其它投资现金流	21	(467)	(281)	(450)	(719)
ROE	-0.66%	1.85%	6.52%	6.94%	7.24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(19417)</b>	<b>(17684)</b>	<b>(7855)</b>	<b>(21989)</b>	<b>(25828)</b>
毛利率	7%	12%	16%	16%	17%	权益性融资	18136	21400	0	0	0
EBIT Margin	3%	8%	12%	12%	13%	负债净变化	6106	6237	4494	14122	16800
EBITDA Margin	15%	19%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(537)	(2776)	(1508)	(1687)	(1855)
收入增长	13%	5%	-5%	1%	4%	其它融资现金流	(19070)	(18482)	0	0	0
净利润增长率	-96%	-433%	268%	12%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2589)</b>	<b>(4588)</b>	<b>(789)</b>	<b>8539</b>	<b>10706</b>
资产负债率	79%	76%	75%	75%	76%	<b>现金净变动</b>	<b>(1117)</b>	<b>(1125)</b>	<b>16856</b>	<b>14773</b>	<b>14970</b>
股息率	1.1%	5.5%	3.0%	3.4%	3.7%	货币资金的期初余额	11258	10142	9017	25873	40645
P/E	(122.3)	36.7	10.0	8.9	8.1	货币资金的期末余额	10142	9017	25873	40645	55616
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	企业自由现金流	0	(8340)	20052	8617	6781
EV/EBITDA	16.2	11.3	9.4	9.6	9.5	权益自由现金流	0	(20585)	19657	17886	18562

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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