

# 大唐发电（601991.SH）

买入（维持评级）

煤电扭亏为盈水电盈利修复，24 年业绩高增 229.70%

## 投资要点：

➤ **事件：**公司发布了 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 1234.74 亿元，同比增长 0.86%；归属于母公司股东的净利润 45.06 亿元，同比增长 229.70%。分季度看，4Q2024 单季度营业收入 324.88 亿元，同比增长 2.14%；归属于母公司股东的净利润 0.77 亿元，同比增长 105.23%。

➤ **24 年归母净利润高增 229.70%，毛利率净利率均进一步增长：**2024 年，公司上网电量上升约 3.81%；含税平均电价下降约 3.22%，公司营业收入同比微增 0.86%。2024 年公司电力燃料费用同比减少 41.19 亿元，受益于燃料成本下行和提质增效等，公司归母净利润同比高增 229.70%，业绩表现亮眼。2024 年，公司毛利率、净利率分别同比提高 3.12pct、3.1pct，盈利能力进一步增长。公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.0621 元（含税），合计 11.49 亿元（含税），占上市公司普通股股东净利润 38.13%，占归母公司股东净利润 25.5%。此外，公司于 2Q24 和 4Q24 分别计提资产减值损失 9.61 亿元和 3.76 亿元、信用减值损失 0.04 亿元和 4.34 亿元。分季度计提减值损失减轻单季度业绩压力，4Q24 归母净利润同比增长 105.23%。

➤ **24 年煤电度电盈利 0.0132 元，顺利实现扭亏为盈：**2024 年公司煤机上网电量为 1944.63 亿千瓦时，利润总额为 25.67 亿元，对应度电盈利为 0.0132 元（去年同期为-0.0007 元），煤机板块实现扭亏为盈。公司煤电机组主要布局在京津冀和东南沿海地区，25 年京津冀地区年度长协电价保持高位水平，预计 25 年在煤价均价进一步下降和电价高位运行的保障下，京津冀机组盈利较好。东南沿海地区长协电价虽有不同程度的下降，考虑到秦皇岛港煤价有所下降，一定程度缓解电价下降对煤电机组盈利的压力。此外，2024 年核准煤机 466 万千瓦，预计未来公司煤电装机将进一步增长。

➤ **水电度电盈利增长 0.0157 元，风光度电盈利有所波动：**24 年公司水电、风电、光伏上网电量分别为 321.37、173.23 和 58.09 亿千瓦时。24 年水风光的利润总额分别为 20.09、21.25、7.02 亿元，对应度电盈利 0.0625、0.1227、0.1208 元，分别同比增加 0.0157、减少 0.0589 和增加 0.0017 元。其中，水电度电盈利增幅明显或系来水较同期偏多；风电和光伏度电盈利有所波动或系受新能源市场化进程、风光资源条件（24 年公司风光利用小时数分别下降 306、68h）以及发电利用率等影响。此外，24 年公司低碳清洁能源装机占比进一步提升至 40.37%，核准风电 203.18 万 kw、核准光伏 805.31 万 kw；在建风电 175.93 万 kw、在建光伏 186.69 万 kw，储备资源丰富。

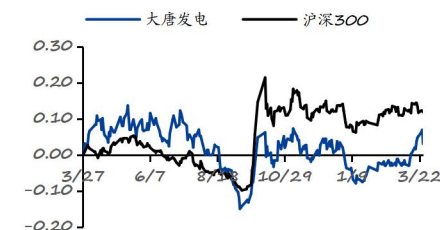
➤ **盈利预测与投资建议：**我们调整装机、电价、利用小时数等假设，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 45.82、46.05、46.07 亿元（原 25-26 年为 43.23、43.59 亿元），对应 PE 分别为 11.8、11.7 和 11.7 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**煤价上升风险；电价下行风险；新能源项目建设不及预期风险；政策不及预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 基本数据

|               |                     |
|---------------|---------------------|
| 日期            | 2025-03-26          |
| 收盘价:          | 2.92 元              |
| 总股本/流通股本(百万股) | 18,506.71/12,396.09 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 36,196.58           |
| 每股净资产(元)      | 1.64                |
| 资产负债率(%)      | 71.02               |
| 一年内最高/最低价(元)  | 3.27/2.40           |

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

**分析师：**严家源(S0210524050013)  
yjj30561@hfzq.com.cn  
**研究助理：**闫燕燕(S0210123070115)  
yyy30238@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 1、符合预期，24 年业绩预增 208%至 252%——2025.01.26
- 2、多措并举经营向好，前三季度业绩高增 56%——2024.10.30
- 3、煤机扭亏为盈水电强势修复，投资净收益增厚 Q2 收益——2024.08.23

| 财务数据和估值   | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 122,404 | 123,474 | 123,793 | 124,747 | 125,504 |
| 增长率       | 5%      | 1%      | 0%      | 1%      | 1%      |
| 净利润（百万元）  | 1,365   | 4,506   | 4,582   | 4,605   | 4,607   |
| 增长率       | 433%    | 230%    | 2%      | 0%      | 0%      |
| EPS（元/股）  | 0.07    | 0.24    | 0.25    | 0.25    | 0.25    |
| 市盈率（P/E）  | 39.6    | 12.0    | 11.8    | 11.7    | 11.7    |
| 市净率（P/B）  | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

| 资产负债表      |         |         |         |         | 利润表           |         |         |         |         |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元     | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 单位:百万元        | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 货币资金       | 7,734   | 13,974  | 13,566  | 12,550  | 营业收入          | 123,474 | 123,793 | 124,747 | 125,504 |
| 应收票据及账款    | 21,367  | 17,342  | 15,025  | 12,639  | 营业成本          | 105,116 | 103,510 | 104,630 | 106,006 |
| 预付账款       | 2,519   | 3,105   | 3,139   | 3,180   | 税金及附加         | 1,332   | 1,286   | 1,296   | 1,304   |
| 存货         | 4,825   | 5,124   | 5,179   | 5,247   | 销售费用          | 139     | 124     | 125     | 126     |
| 合同资产       | 0       | 0       | 0       | 0       | 管理费用          | 4,326   | 4,085   | 4,117   | 4,079   |
| 其他流动资产     | 6,985   | 5,567   | 5,938   | 6,240   | 研发费用          | 25      | 25      | 25      | 25      |
| 流动资产合计     | 43,432  | 45,111  | 42,847  | 39,856  | 财务费用          | 5,252   | 6,196   | 6,035   | 6,003   |
| 长期股权投资     | 20,959  | 22,007  | 23,107  | 24,263  | 信用减值损失        | -438    | -10     | -10     | -10     |
| 固定资产       | 204,883 | 217,607 | 226,016 | 229,183 | 资产减值损失        | -1,237  | -1,000  | -800    | -350    |
| 在建工程       | 29,218  | 19,718  | 23,718  | 37,718  | 公允价值变动收益      | 41      | 51      | 51      | 51      |
| 无形资产       | 4,417   | 4,553   | 4,701   | 4,800   | 投资收益          | 2,816   | 2,500   | 2,500   | 2,500   |
| 商誉         | 643     | 643     | 643     | 643     | 其他收益          | 487     | 538     | 538     | 538     |
| 其他非流动资产    | 19,050  | 19,948  | 20,309  | 20,650  | 营业利润          | 8,969   | 10,661  | 10,813  | 10,705  |
| 非流动资产合计    | 279,170 | 284,475 | 298,494 | 317,256 | 营业外收入         | 254     | 310     | 310     | 309     |
| 资产合计       | 322,602 | 329,586 | 341,341 | 357,112 | 营业外支出         | 601     | 291     | 291     | 291     |
| 短期借款       | 36,833  | 30,000  | 30,000  | 34,091  | 利润总额          | 8,622   | 10,680  | 10,832  | 10,723  |
| 应付票据及账款    | 23,459  | 25,463  | 25,739  | 26,078  | 所得税           | 1,764   | 3,738   | 3,791   | 3,753   |
| 预收款项       | 3       | 0       | 0       | 0       | 净利润           | 6,858   | 6,942   | 7,041   | 6,970   |
| 合同负债       | 1,880   | 1,857   | 1,871   | 1,883   | 少数股东损益        | 2,352   | 2,360   | 2,436   | 2,363   |
| 其他应付款      | 4,222   | 4,222   | 4,222   | 4,222   | 归属母公司净利润      | 4,506   | 4,582   | 4,605   | 4,607   |
| 其他流动负债     | 34,487  | 35,442  | 36,287  | 37,173  | EPS (按最新股本摊薄) | 0.24    | 0.25    | 0.25    | 0.25    |
| 流动负债合计     | 100,883 | 96,984  | 98,119  | 103,446 | 主要财务比率        |         |         |         |         |
| 长期借款       | 117,093 | 122,093 | 127,093 | 132,093 |               | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 应付债券       | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 成长能力          |         |         |         |         |
| 其他非流动负债    | 7,141   | 7,227   | 7,315   | 7,406   | 营业收入增长率       | 0.9%    | 0.3%    | 0.8%    | 0.6%    |
| 非流动负债合计    | 128,235 | 133,321 | 138,409 | 143,500 | EBIT 增长率      | 23.4%   | 21.6%   | -0.1%   | -0.8%   |
| 负债合计       | 229,118 | 230,304 | 236,528 | 246,946 | 归母公司净利润增长率    | 230.1%  | 1.7%    | 0.5%    | 0.1%    |
| 归属母公司所有者权益 | 76,561  | 80,585  | 83,986  | 87,391  | 获利能力          |         |         |         |         |
| 少数股东权益     | 16,923  | 18,697  | 20,827  | 22,776  | 毛利率           | 14.9%   | 16.4%   | 16.1%   | 15.5%   |
| 所有者权益合计    | 93,484  | 99,282  | 104,813 | 110,166 | 净利率           | 5.6%    | 5.6%    | 5.6%    | 5.6%    |
| 负债和股东权益    | 322,602 | 329,586 | 341,341 | 357,112 | ROE           | 4.8%    | 4.6%    | 4.4%    | 4.2%    |
| 现金流量表      |         |         |         |         | ROIC          | 5.9%    | 6.9%    | 6.6%    | 6.2%    |
| 单位:百万元     | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 偿债能力          |         |         |         |         |
| 经营活动现金流    | 26,123  | 32,794  | 30,301  | 31,791  | 资产负债率         | 71.0%   | 69.9%   | 69.3%   | 69.2%   |
| 现金收益       | 26,941  | 29,156  | 30,544  | 31,811  | 流动比率          | 0.4     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| 存货影响       | -1,190  | -299    | -55     | -68     | 速动比率          | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.3     |
| 经营性应收影响    | -74     | 4,440   | 3,083   | 2,695   | 营运能力          |         |         |         |         |
| 经营性应付影响    | 1,036   | 2,001   | 276     | 339     | 总资产周转率        | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 其他影响       | -590    | -2,505  | -3,546  | -2,986  | 应收账款周转天数      | 59      | 56      | 47      | 39      |
| 投资活动现金流    | -28,714 | -19,721 | -30,325 | -36,672 | 存货周转天数        | 14      | 17      | 18      | 18      |
| 资本支出       | -29,775 | -19,378 | -30,025 | -36,104 | 每股指标 (元)      |         |         |         |         |
| 股权投资       | -900    | -1,048  | -1,100  | -1,155  | 每股收益          | 0.24    | 0.25    | 0.25    | 0.25    |
| 其他长期资产变化   | 1,961   | 705     | 800     | 587     | 每股经营现金流       | 1.41    | 1.77    | 1.64    | 1.72    |
| 融资活动现金流    | 1,300   | -6,834  | -384    | 3,865   | 每股净资产         | 4.14    | 4.35    | 4.54    | 4.72    |
| 借款增加       | 9,008   | -1,104  | 5,751   | 9,864   | 估值比率          |         |         |         |         |
| 股利及利息支付    | -8,396  | -8,618  | -8,515  | -8,435  | P/E           | 12      | 12      | 12      | 12      |
| 股东融资       | 4,503   | 0       | 0       | 0       | P/B           | 1       | 1       | 1       | 1       |
| 其他影响       | -3,815  | 2,888   | 2,380   | 2,436   | EV/EBITDA     | 54      | 47      | 45      | 44      |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn