

2025 年 03 月 28 日

大唐发电 (601991.SH)

投资评级：买入（上调）

——业绩符合预期 关注煤价弹性

投资要点：

- **事件：1）公司发布 2024 年度报告**，2024 年全年实现归母净利润 45.06 亿元，同比增长 229.7%；扣非后归母净利润 45.04 亿元，同比增长 695.69%。公司单四季度实现归母净利润 0.77 亿元，2023 年同期亏损 14.7 亿元。**公司 2024 年归母净利润处于业绩预告中值。**2）**公司发布 2024 年利润分配方案**，拟每股派息 0.0621 元（含税，人民币），占母公司未分配利润（扣除永续债利息）56%。
- **2024 年业绩高增受益于煤价下跌，煤价等效度电利润弹性约 20%。**公司 2024 年利润总额增长 30.51 亿元，煤机、燃机、水电、风电、光伏利润总额分别为 25.67、3.41、20.09、21.25、7.02 亿元，分别同比变动 27.00、-0.51、6.26、-4.31、2.22 亿元，利润高增主要由煤电板块贡献，公司 2024 年全年售电价 0.4514 元/kwh（含税），同比下降 0.015 元/kwh。我们测算，公司 2024 年煤电板块度电利润 0.0132 元/kwh，2023 年为 -0.0007 元/kwh，煤电效益改善主要受益于煤价下跌，另外公司煤电利用小时数 4628 小时，同比提升 30 小时。**煤价弹性测算上，公司火电售电量约 2000 亿千瓦时/年，若煤价下降等效电价 1 分，按照 2024 年业绩测算，等效业绩弹性约 20%（ $2000 \times 0.01 / 1.13 \times 75\% \times 69\% / 45$ ），建议关注公司煤价弹性。**
- **减值频次提高减轻年末压力，参股核电贡献稳定现金流。**公司在 2024 年 5 月、8 月以及 2025 年 3 月分三次对各项资产进行减值测试，并于 2024 年二季度（9.6 亿）、四季度（7.1 亿）分两次减值，极大减轻四季度经营业绩压力。另外，公司联合营业绩主要由参股的福建宁德核电（持股 44%）与同煤塔山煤矿（持股 28%）贡献，2024 年两者合计贡献 24 亿权益收益。核电与煤矿资产均具备分红能力，可为公司发展新项目贡献持续现金流。
- **在建机组风光 10GW 体量，投产与在建或体现效益优先。**根据公司年报，2024 年公司新增装机 6700 兆瓦，其中风电 2594 兆瓦、光伏 1705 兆瓦，低碳清洁能源装机占比提升至 40.37%，较 2023 年末提高 2.62 个百分点。公司在建项目装机规模 10004 兆瓦，其中火电 6378 兆瓦、风电 1759 兆瓦、光伏 1867 兆瓦。公司 2024 年新投产新能源 4.3GW，风电超一半，十四五新增装机约 10GW，较十四五目标（30GW）新增仍有较大差距，并且在建项目约 3.6GW，风电占比约一半，从公司谨慎的装机节奏与电源比例，或体现公司对于项目质量的严苛。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 49.16、53.45、59.35 亿元，扣除永续债利息约 15 亿后，当前股价对应的 PE 分别为 16、14、12 倍，2024 年分红对应 A 股股息率 2.1%，对应港股股息率 4.4%（港股兑人民币汇率按照 1:1.1）。**公司装机火电为主，且主要位于北方产煤地，当前秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价跌破 770 元/吨的长协价，或处于下行周期，公司或将享受超额收益，我们上调评级至“买入”评级。**
- **风险提示：电价不及预期，来水不及预期，煤价上涨超预期。**

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 27 日

收盘价（元）	2.89
一年内最高/最低（元）	3.27/2.40
总市值（百万元）	53,484.39
流通市值（百万元）	53,484.39
总股本（百万股）	18,506.71
资产负债率（%）	71.02
每股净资产（元/股）	1.64

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	122,404	123,474	120,391	123,446	127,465
同比增长率（%）	4.77%	0.87%	-2.50%	2.54%	3.26%
归母净利润（百万元）	1,365	4,506	4,916	5,345	5,935
同比增长率（%）	432.82%	230.09%	9.10%	8.72%	11.05%
每股收益（元/股）	0.07	0.24	0.27	0.29	0.32
ROE（%）	1.85%	5.89%	5.94%	5.97%	6.11%
市盈率（P/E）	39.18	11.87	10.88	10.01	9.01

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,734	9,428	10,220	12,042
应收票据及账款	21,385	19,807	20,310	20,971
预付账款	2,519	3,554	3,644	3,763
其他应收款	1,707	1,762	1,807	1,866
存货	4,825	3,960	4,057	4,160
其他流动资产	5,261	3,820	3,917	4,045
流动资产总计	43,432	42,331	43,955	46,846
长期股权投资	20,959	23,230	25,501	27,772
固定资产	207,357	214,697	228,571	233,190
在建工程	29,546	32,906	24,534	20,535
无形资产	4,417	4,279	4,133	3,797
长期待摊费用	477	159	159	160
其他非流动资产	16,415	16,215	16,003	15,980
非流动资产合计	279,170	291,487	298,900	301,435
资产总计	322,602	333,818	342,855	348,281
短期借款	36,833	34,833	32,833	30,833
应付票据及账款	23,459	23,115	23,680	24,281
其他流动负债	40,591	36,504	37,400	38,369
流动负债合计	100,883	94,452	93,913	93,483
长期借款	122,710	129,710	127,710	120,710
其他非流动负债	5,525	5,525	5,525	5,525
非流动负债合计	128,235	135,235	133,235	126,235
负债合计	229,118	229,687	227,148	219,718
股本	18,507	18,507	18,507	18,507
资本公积	6,116	6,116	6,117	6,119
留存收益	51,938	58,179	64,964	72,498
归属母公司权益	76,561	82,802	89,588	97,124
少数股东权益	16,923	21,329	26,120	31,439
股东权益合计	93,484	104,131	115,707	128,563
负债和股东权益合计	322,602	333,818	342,855	348,281

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	6,858	6,702	7,514	8,633
折旧与摊销	15,012	17,169	18,060	18,943
财务费用	5,252	5,210	5,228	5,015
投资损失	-2,816	-2,908	-2,908	-2,908
营运资金变动	-133	-1,637	630	501
其他经营现金流	1,951	3,336	3,350	3,350
经营性现金净流量	26,123	27,871	31,874	33,533
投资性现金净流量	-28,714	-27,293	-23,294	-19,295
筹资性现金净流量	1,300	1,115	-7,788	-12,416
现金流量净额	-1,285	1,693	792	1,822

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	123,474	120,391	123,446	127,465
营业成本	105,116	99,824	102,266	104,858
税金及附加	1,332	1,270	1,302	1,345
销售费用	139	135	139	143
管理费用	4,326	4,218	4,325	4,466
研发费用	25	25	26	27
财务费用	5,252	5,210	5,228	5,015
资产减值损失	-1,237	-963	-370	-382
信用减值损失	-438	-153	-157	-162
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2,816	2,908	2,908	2,908
公允价值变动损益	41	0	1	2
资产处置收益	15	9	9	9
其他收益	487	515	515	515
营业利润	8,969	12,025	13,067	14,502
营业外收入	255	276	276	276
营业外支出	601	349	349	349
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	8,622	11,952	12,994	14,429
所得税	1,765	2,629	2,859	3,174
净利润	6,858	9,323	10,135	11,255
少数股东损益	2,352	4,406	4,790	5,319
归属母公司股东净利润	4,506	4,916	5,345	5,935
EPS(元)	0.24	0.27	0.29	0.32

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	0.87%	-2.50%	2.54%	3.26%
营业利润增长率	60.03%	34.08%	8.66%	10.98%
归母净利润增长率	230.09%	9.10%	8.72%	11.05%
经营现金流增长率	23.14%	6.69%	14.36%	5.21%
盈利能力				
毛利率	14.87%	17.08%	17.16%	17.74%
净利率	5.55%	7.74%	8.21%	8.83%
ROE	5.89%	5.94%	5.97%	6.11%
ROA	1.40%	1.47%	1.56%	1.70%
估值倍数				
P/E	11.87	10.88	10.01	9.01
P/S	0.43	0.44	0.43	0.42
P/B	1.77	1.46	1.23	1.05
股息率	0.00%	-2.48%	-2.69%	-2.99%
EV/EBITDA	8	7	6	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。