

大唐发电 (601991.SH)

25 年一季报点评: 业绩同比表现亮眼, 水风光实现高增长

大唐发电发布 2025 年一季报, 1Q25 实现营业收入 302.06 亿元, 同比-1.74%; 归母净利润 22.38 亿元, 同比+68.12%。

□ 一季度业绩同比表现亮眼。公司 1Q25 实现营业收入 302.06 亿元, 同比-1.74%; 归母净利润 22.38 亿元, 同比+68.12%; 扣非归母净利润 22.07 亿元, 同比+66.31%。

□ 火电电量下滑, 水电、风光实现高增长, 上网电价下滑。1Q25 公司煤电上网电量 448.26 亿千瓦时, 同比-2.41%, 燃机上网电量 41.61 亿千瓦时, 同比-16.42%。受公司部分水电机组所在区域来水较好、新能源装机容量同比大幅增加影响, 水电、风电及光伏上网电量分别同比增长 15.39%、34.18%、32.02%, 有效弥补火电上网电量下滑影响。截至 24 年底, 公司在建风电 175.93 万千瓦, 光伏 186.69 万千瓦, 项目储备充裕, 新能源装机有望快速增长。1Q25 公司平均上网电价为 460.91 元/兆瓦时, 同比-3.24%, 市场化交易电量约 524.65 亿千瓦时, 占比 86.97%, 同比略有下滑。

□ 盈利水平继续改善, 财务费用下降。1Q25 公司毛利率为 16.78%, 同比+3.37pct; 净利率为 9.09%, 同比+3.44pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.09%/1.53%/0%/3.8%, 同比+0.02pct/+0.01pct/+0pct/-0.62pct。公司持续优化资产负债结构, 截至 2025 年 3 月底, 资产负债率为 69.63%, 较 24 年底下降 1.39pct, 一季度财务费用 11.49 亿元, 同比-15.6%。

□ 盈利预测与估值。公司煤电机组多位于京津唐地区, 电价韧性相对较高, 25 年燃料成本预计维持低位, 公司火电业绩持续释放; 大渡河消纳问题有望得到改善, 水电或迎量价齐升; 风光装机提速, 有望持续贡献业绩增长。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 54.56、59.84、64.90 亿元, 同比增长 21%、10%、8%; 当前股价对应 PE 分别为 10.8x、9.9x、9.1x, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 燃料价格上行风险、上网电价波动风险、风光资源不及预期、项目获取和开工进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	122404	123474	130909	135627	139907
同比增长	5%	1%	6%	4%	3%
营业利润(百万元)	5605	8969	14008	15341	16616
同比增长	-3209%	60%	56%	10%	8%
归母净利润(百万元)	1365	4506	5456	5984	6490
同比增长	-433%	230%	21%	10%	8%
每股收益(元)	0.07	0.24	0.29	0.32	0.35
PE	43.2	13.1	10.8	9.9	9.1
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源: 公司数据、招商证券

增持 (维持)

周期/环保及公用事业

目标估值: NA

当前股价: 3.19 元

基础数据

总股本 (百万股)	18507
已上市流通股 (百万股)	12396
总市值 (十亿元)	59.0
流通市值 (十亿元)	39.5
每股净资产 (MRQ)	4.3
ROE (TTM)	6.7
资产负债率	69.6%
主要股东	中国大唐集团有限公司
主要股东持股比例	35.34%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《大唐发电 (601991) 24 年年报点评: 业绩符合预期, 火电弹性持续兑现》2025-03-27
- 2、《大唐发电 (601991): 火电电量修复, Q3 业绩稳健增长》2024-10-30
- 3、《大唐发电 (601991) 覆盖报告: 火电龙头逢绿改, 多能并进迎新春》2024-08-15

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	40295	43432	49335	49198	52446
现金	9017	7734	11825	10395	12473
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	469	497	515	531
应收款项	19619	20898	22157	22955	23680
其它应收款	1236	1684	1785	1850	1908
存货	3635	4825	4894	5032	5155
其他	6769	7821	8176	8451	8699
非流动资产	263704	279170	289305	298723	307473
长期股权投资	20059	20959	20959	20959	20959
固定资产	193314	204942	215716	225699	234951
无形资产商誉	5456	5438	4894	4404	3964
其他	44874	47832	47737	47660	47599
资产总计	303999	322602	338640	347921	359919
流动负债	91230	100883	107158	106108	106922
短期借款	29020	36833	66914	64890	64842
应付账款	22707	23459	23795	24468	25063
预收账款	1724	1883	1910	1964	2012
其他	37779	38708	14539	14786	15004
长期负债	124303	128235	128235	128235	128235
长期借款	114959	117093	117093	117093	117093
其他	9344	11141	11141	11141	11141
负债合计	215533	229118	235392	234342	235156
股本	18507	18507	18507	18507	18507
资本公积金	52348	52388	52388	52388	52388
留存收益	2739	5666	9973	14321	19015
少数股东权益	14872	16923	22379	28364	34853
归属于母公司所有者权益	73594	76561	80868	85215	89909
负债及权益合计	303999	322602	338640	347921	359919

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21214	26123	27217	30066	31822
净利润	3005	6858	10913	11968	12979
折旧摊销	13789	14832	15674	16391	17059
财务费用	5732	5260	5459	5656	5834
投资收益	(2948)	(2816)	(3502)	(3628)	(3743)
营运资金变动	205	1898	(1326)	(320)	(307)
其它	1430	91	0	0	0
投资活动现金流	(17684)	(28714)	(22307)	(22181)	(22066)
资本支出	(21787)	(30480)	(25809)	(25809)	(25809)
其他投资	4103	1766	3502	3628	3743
筹资活动现金流	(4588)	1300	(820)	(9316)	(7677)
借款变动	(1408)	4719	5788	(2024)	(48)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	11392	39	0	0	0
股利分配	(537)	(139)	(1149)	(1637)	(1795)
其他	(14034)	(3319)	(5459)	(5656)	(5834)
现金净增加额	(1058)	(1291)	4091	(1431)	2079

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	122404	123474	130909	135627	139907
营业成本	108025	105116	106622	109637	112305
营业税金及附加	1222	1332	1412	1463	1509
营业费用	124	139	147	152	157
管理费用	3963	4326	4586	4751	4901
研发费用	27	25	26	27	28
财务费用	5668	5252	5459	5656	5834
资产减值损失	(1368)	(1660)	(2150)	(2228)	(2298)
公允价值变动收益	61	41	0	0	0
其他收益	589	487	516	535	552
投资收益	2948	2816	2986	3093	3191
营业利润	5605	8969	14008	15341	16616
营业外收入	299	255	270	280	289
营业外支出	332	601	638	661	681
利润总额	5571	8622	13641	14961	16224
所得税	2566	1765	2728	2992	3245
少数股东损益	1640	2352	5456	5984	6490
归属于母公司净利润	1365	4506	5456	5984	6490

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	5%	1%	6%	4%	3%
营业利润	-3209%	60%	56%	10%	8%
归母净利润	-433%	230%	21%	10%	8%
获利能力					
毛利率	11.7%	14.9%	18.6%	19.2%	19.7%
净利率	1.1%	3.6%	4.2%	4.4%	4.6%
ROE	2.0%	6.0%	6.9%	7.2%	7.4%
ROIC	0.1%	3.7%	5.6%	5.8%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	70.9%	71.0%	69.5%	67.4%	65.3%
净负债比率	56.9%	55.2%	54.3%	52.3%	50.5%
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	27.3	24.9	21.9	22.1	22.0
应收账款周转率	6.5	6.0	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	4.2	4.6	4.5	4.5	4.5
每股资料(元)					
EPS	0.07	0.24	0.29	0.32	0.35
每股经营净现金	1.15	1.41	1.47	1.62	1.72
每股净资产	3.98	4.14	4.37	4.60	4.86
每股股利	0.01	0.06	0.09	0.10	0.11
估值比率					
PE	43.2	13.1	10.8	9.9	9.1
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.4	10.7	8.7	8.2	7.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。