

大唐发电 (601991)

Q1 多业务经营向好，归母净利高增 68%

事件：公司发布 2025 年一季报。2025 年一季度公司实现营收 302 亿元，同比下降 1.74%；实现归母净利润 22.38 亿元，同比增长 68.12%。

点评：

公司风光装机已达 16GW，低碳清洁能源装机占比有望进一步提升

2025 年一季度，公司新投光伏 37.45 兆瓦，截至 2025 年 3 月 31 日，公司总装机容量 79.15GW，其中火电煤机 47.17GW、火电燃机 6.63GW、水电 9.20GW、风电 10.06GW、光伏 6.08GW。2024 年公司风电项目核准容量 2,031.8 兆瓦、光伏项目核准容量 8,053.1 兆瓦。截至 2024 年末，公司风电在建项目装机 1,759.3 兆瓦、光伏在建项目装机 1,866.88 兆瓦。公司低碳清洁能源装机占比有望进一步提升。

水电及新能源电量显著增长，有效弥补火电电量下滑影响

电量方面，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，公司水电及新能源上网电量同比增幅较大，有效弥补火电上网电量同比下降影响。2025 年一季度公司累计完成上网电量约 603.23 亿千瓦时，同比上升约 0.76%，其中煤机同比下降 2.41%、燃机同比下降 16.42%、水电同比增长 15.39%、风电同比增长 34.18%、光伏同比增长 32.02%。电价方面，一季度公司平均上网电价为 460.91 元/兆瓦时（含税），同比下降约 3.24%。综合来看，公司实现营收 302 亿元，同比下降 1.74%。

盈利能力同比改善，Q1 归母净利同比+68%

一季度公司毛利率为 16.8%，同比提高 3.4pct，或主要系燃料成本下行、来水较好等综合影响。公司费用管控能力进一步改善，一季度期间费用率同比下降 0.6pct 至 5.4%，主要系财务费用率同比降低 0.6pct。此外，公司一季度实现投资收益 1.05 亿元，同比高增 296%，主要系上年同期发生股权处置损失。综合来看，公司净利率为 9.1%，同比提高 3.4pct；实现归母净利润 22.38 亿元，同比增长 68.12%。

投资建议：

考虑到公司全年业绩以及煤价、电价变动情况，下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 53、56、61 亿元（2025-2026 年前值为 55、63 亿元），对应 PE 11.2、10.5、9.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济大幅下行的风险、煤炭价格大幅上升、电价下调的风险、下游需求低于预期、行业竞争过于激烈的风险、补贴回收周期延长的风险、项目建设进度不及预期等

| 财务数据和估值 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 122,404.47 | 123,473.63 | 122,765.99 | 122,331.96 | 122,328.32 |
| 增长率(%) | 4.77 | 0.87 | (0.57) | (0.35) | (0.00) |
| EBITDA(百万元) | 27,009.59 | 31,130.24 | 33,350.04 | 35,571.16 | 38,089.39 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,365.13 | 4,506.18 | 5,293.28 | 5,627.46 | 6,133.40 |
| 增长率(%) | (432.82) | 230.09 | 17.47 | 6.31 | 8.99 |
| EPS(元/股) | 0.07 | 0.24 | 0.29 | 0.30 | 0.33 |
| 市盈率(P/E) | 43.38 | 13.14 | 11.19 | 10.52 | 9.66 |
| 市净率(P/B) | 0.80 | 0.77 | 0.79 | 0.73 | 0.71 |
| 市销率(P/S) | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.48 |
| EV/EBITDA | 7.59 | 7.23 | 7.46 | 7.48 | 7.25 |

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 05 月 08 日

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 公用事业/电力 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 3.18 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 12,396.09 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 12,396.09 |
| A 股总市值(百万元) | 39,419.56 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 39,419.56 |
| 每股净资产(元) | 1.75 |
| 资产负债率(%) | 69.63 |
| 一年内最高/最低(元) | 3.29/2.40 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 郭丽丽 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520030001 | |
| guolili@tfzq.com | |
| 王钰舒 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110524070006 | |
| wangyushu@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《大唐发电-半年报点评:火水盈利大幅改善，H1 业绩高增 105%》
2024-08-27
- 2 《大唐发电-年报点评报告:煤电盈利大幅改善，清洁能源转型有望加速》
2024-04-02
- 3 《大唐发电-季报点评:煤价下行叠加电量上涨，前三季度归母净利同比高增》
2023-11-03

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 9,016.67 | 7,734.43 | 9,821.28 | 9,786.56 | 9,786.27 |
| 应收票据及应收账款 | 19,638.35 | 21,367.37 | 17,658.03 | 21,430.83 | 18,102.28 |
| 预付账款 | 2,937.43 | 2,519.47 | 4,421.68 | 2,138.21 | 4,009.58 |
| 存货 | 3,634.61 | 4,824.98 | 3,752.26 | 4,252.69 | 3,855.25 |
| 其他 | 5,068.18 | 6,985.25 | 6,128.81 | 5,724.85 | 6,601.62 |
| 流动资产合计 | 40,295.23 | 43,431.50 | 41,782.06 | 43,333.13 | 42,355.00 |
| 长期股权投资 | 20,059.38 | 20,958.92 | 20,958.92 | 20,958.92 | 20,958.92 |
| 固定资产 | 193,314.48 | 204,941.58 | 208,741.31 | 216,029.20 | 225,233.81 |
| 在建工程 | 26,372.25 | 29,545.64 | 45,181.95 | 56,127.36 | 63,789.15 |
| 无形资产 | 4,692.98 | 4,794.82 | 4,499.25 | 4,203.68 | 3,908.12 |
| 其他 | 19,264.61 | 18,929.08 | 19,303.65 | 18,673.84 | 18,752.10 |
| 非流动资产合计 | 263,703.69 | 279,170.03 | 298,685.07 | 315,993.00 | 332,642.10 |
| 资产总计 | 303,998.92 | 322,601.54 | 340,467.13 | 359,326.13 | 374,997.09 |
| 短期借款 | 29,019.79 | 36,833.12 | 52,704.50 | 67,342.34 | 79,214.96 |
| 应付票据及应付账款 | 22,707.42 | 23,458.74 | 25,358.31 | 21,438.80 | 24,486.55 |
| 其他 | 37,779.99 | 38,711.49 | 38,209.17 | 39,784.48 | 38,916.78 |
| 流动负债合计 | 89,507.20 | 99,003.35 | 116,271.97 | 128,565.63 | 142,618.30 |
| 长期借款 | 114,959.02 | 117,093.43 | 117,882.58 | 119,401.87 | 116,470.48 |
| 应付债券 | 290.00 | 4,000.00 | 3,591.58 | 2,627.19 | 3,406.26 |
| 其他 | 9,053.62 | 7,141.43 | 9,100.07 | 8,431.71 | 8,224.40 |
| 非流动负债合计 | 124,302.64 | 128,234.86 | 130,574.23 | 130,460.76 | 128,101.14 |
| 负债合计 | 215,532.97 | 229,117.95 | 246,846.20 | 259,026.39 | 270,719.43 |
| 少数股东权益 | 14,871.87 | 16,922.98 | 18,286.40 | 19,610.51 | 20,924.81 |
| 股本 | 18,506.71 | 18,506.71 | 18,506.71 | 18,506.71 | 18,506.71 |
| 资本公积 | 6,137.34 | 6,115.79 | 6,115.79 | 6,115.79 | 6,115.79 |
| 留存收益 | 2,693.82 | 5,559.38 | 8,206.02 | 11,019.74 | 14,086.44 |
| 其他 | 46,256.21 | 46,378.72 | 42,506.01 | 45,046.98 | 44,643.90 |
| 股东权益合计 | 88,465.95 | 93,483.58 | 93,620.93 | 100,299.74 | 104,277.66 |
| 负债和股东权益总计 | 303,998.92 | 322,601.54 | 340,467.13 | 359,326.13 | 374,997.09 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润 | 3,004.93 | 6,857.89 | 5,293.28 | 5,627.46 | 6,133.40 |
| 折旧摊销 | 13,789.08 | 14,831.67 | 15,859.53 | 17,062.26 | 18,429.17 |
| 财务费用 | 5,732.10 | 5,260.45 | 5,939.23 | 6,538.99 | 7,002.71 |
| 投资损失 | (2,947.83) | (2,816.20) | (2,616.20) | (2,616.20) | (2,616.20) |
| 营运资金变动 | (3,956.06) | 2,386.37 | 3,035.94 | (4,382.50) | 3,748.95 |
| 其它 | 5,591.46 | (397.11) | 2,726.84 | 2,648.21 | 2,628.60 |
| 经营活动现金流 | 21,213.68 | 26,123.07 | 30,238.61 | 24,878.21 | 35,326.62 |
| 资本支出 | 19,356.97 | 32,068.05 | 33,041.36 | 35,668.36 | 35,207.30 |
| 长期投资 | 319.64 | 899.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (37,360.41) | (61,681.81) | (65,138.88) | (68,177.71) | (67,602.83) |
| 投资活动现金流 | (17,683.80) | (28,714.22) | (32,097.52) | (32,509.35) | (32,395.53) |
| 债权融资 | (9,283.80) | 3,756.13 | 11,828.52 | 9,193.28 | 1,852.69 |
| 股权融资 | 11,259.27 | 100.96 | (7,882.77) | (1,596.86) | (4,784.07) |
| 其他 | (6,562.98) | (2,556.62) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (4,587.51) | 1,300.47 | 3,945.75 | 7,596.42 | (2,931.39) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (1,057.62) | (1,290.67) | 2,086.85 | (34.72) | (0.29) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 122,404.47 | 123,473.63 | 122,765.99 | 122,331.96 | 122,328.32 |
| 营业成本 | 108,024.50 | 105,116.20 | 102,604.08 | 101,172.12 | 100,017.34 |
| 营业税金及附加 | 1,222.46 | 1,331.75 | 1,324.11 | 1,319.43 | 1,319.39 |
| 销售费用 | 124.09 | 138.63 | 137.83 | 137.35 | 137.34 |
| 管理费用 | 3,963.35 | 4,325.68 | 4,300.89 | 4,285.69 | 4,285.56 |
| 研发费用 | 27.04 | 24.90 | 24.76 | 24.67 | 24.67 |
| 财务费用 | 5,667.70 | 5,251.74 | 5,939.23 | 6,538.99 | 7,002.71 |
| 资产/信用减值损失 | (1,381.25) | (1,674.92) | (800.00) | (800.00) | (800.00) |
| 公允价值变动收益 | 60.71 | 41.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2,947.83 | 2,816.20 | 2,616.20 | 2,616.20 | 2,616.20 |
| 其他 | (3,856.53) | (2,866.70) | (515.26) | (515.26) | (515.26) |
| 营业利润 | 5,604.58 | 8,968.82 | 10,766.54 | 11,185.18 | 11,872.77 |
| 营业外收入 | 298.55 | 254.99 | 275.68 | 276.40 | 269.02 |
| 营业外支出 | 332.03 | 601.32 | 348.73 | 427.36 | 459.14 |
| 利润总额 | 5,571.10 | 8,622.48 | 10,693.49 | 11,034.23 | 11,682.66 |
| 所得税 | 2,566.17 | 1,764.59 | 2,673.37 | 2,758.56 | 2,920.66 |
| 净利润 | 3,004.93 | 6,857.89 | 8,020.12 | 8,275.67 | 8,761.99 |
| 少数股东损益 | 1,639.80 | 2,351.70 | 2,726.84 | 2,648.21 | 2,628.60 |
| 归属于母公司净利润 | 1,365.13 | 4,506.18 | 5,293.28 | 5,627.46 | 6,133.40 |
| 每股收益(元) | 0.07 | 0.24 | 0.29 | 0.30 | 0.33 |

| 主要财务比率 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 4.77% | 0.87% | -0.57% | -0.35% | 0.00% |
| 营业利润 | -3208.78% | 60.03% | 20.04% | 3.89% | 6.15% |
| 归属于母公司净利润 | -432.82% | 230.09% | 17.47% | 6.31% | 8.99% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 11.75% | 14.87% | 16.42% | 17.30% | 18.24% |
| 净利率 | 1.12% | 3.65% | 4.31% | 4.60% | 5.01% |
| ROE | 1.85% | 5.89% | 7.03% | 6.97% | 7.36% |
| ROIC | 2.73% | 4.84% | 5.03% | 5.02% | 4.92% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 70.90% | 71.02% | 72.50% | 72.09% | 72.19% |
| 净负债率 | 185.60% | 186.65% | 203.12% | 205.32% | 205.98% |
| 流动比率 | 0.44 | 0.43 | 0.36 | 0.34 | 0.30 |
| 速动比率 | 0.40 | 0.38 | 0.33 | 0.30 | 0.27 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 6.48 | 6.02 | 6.29 | 6.26 | 6.19 |
| 存货周转率 | 30.92 | 29.19 | 28.63 | 30.56 | 30.17 |
| 总资产周转率 | 0.40 | 0.39 | 0.37 | 0.35 | 0.33 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.07 | 0.24 | 0.29 | 0.30 | 0.33 |
| 每股经营现金流 | 1.15 | 1.41 | 1.63 | 1.34 | 1.91 |
| 每股净资产 | 3.98 | 4.14 | 4.07 | 4.36 | 4.50 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 43.38 | 13.14 | 11.19 | 10.52 | 9.66 |
| 市净率 | 0.80 | 0.77 | 0.79 | 0.73 | 0.71 |
| EV/EBITDA | 7.59 | 7.23 | 7.46 | 7.48 | 7.25 |
| EV/EBIT | 15.25 | 13.52 | 14.22 | 14.38 | 14.05 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |