

2025 年 05 月 17 日

投资评级：买入（维持）

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 05 月 16 日

收盘价（元） 3.22
一年内最高/最低（元） 3.33/2.40
总市值（百万元） 59,591.61
流通市值（百万元） 59,591.61
总股本（百万股） 18,506.71
资产负债率（%） 69.63
每股净资产（元/股） 1.75

资料来源：聚源数据

大唐发电 (601991.SH)

——25Q1 业绩超预期 重申煤价弹性

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年一季度报告**，一季度实现营收 302.06 亿元，同比下降 1.74%；归母净利润 22.38 亿元，同比增长 68.12%；扣非后归母净利润 22.07 亿元，同比增长 66.31%，公司一季度业绩超出市场预期。
- **一季度电量电价稳健，业绩大增或受益于煤价下降**。公司一季度上网电量 603 亿千瓦时，同比增长 0.76%；其中煤机、燃机、水电、风电、光伏分别为 448、42、41、58、15 亿千瓦时，分别同比变动-2.41%、-16.42%、+15.39%、+34.18%、+32.02%。截至今年 3 月底，公司总装机 7915 万千瓦，其中煤机、燃机、水电、风电、光伏分别为 4717、663、920、1006、608 万千瓦，分别较 2024 年 3 月底装机增速为 5%、0%、0%、29%、39%。
- 公司一季度电量增速稳健，一方面得益于装机增长，另一方面或与其装机分布在华北一带有关；一季度平均上网电价 460.91 元/兆瓦时（含税），同比下降约 3.24%，即下降约 1.5 分/千瓦时。公司一季度营业成本 251 亿元，同比下降 15 亿元，或主要系燃煤成本下降，根据 wind，秦皇岛港口 5500 大卡现货煤煤价一季度均价 721 元/吨，同比下降 181 元/吨。
- **煤价等效度电利润弹性 20%，一季度业绩弹性初显，二季度弹性或释放更充分**。我们在公司 2024 年报点评中测算，公司煤价下降带来的等效 1 分电价上涨，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。考虑到公司一季度仍需消化去年年底库存高价煤（根据公司 2024 年年报，年底存货较期初新增 33%，主要系燃煤库存增加），预计二季度公司入炉煤价将会进一步下降。另外，公司在 2024 年二季度计提 9.6 亿资产减值，去年业绩低基数为今年业绩高增长提供保障。
- **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**：根据最新煤价形势，我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 65、67、68 亿元，扣除永续债利息约 15 亿后，当前股价对应的 PE 分别为 12、11、11 倍，维持“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。**

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	121,227	122,029	121,460
同比增长率（%）	4.77%	0.87%	-1.82%	0.66%	-0.47%
归母净利润（百万元）	1,365	4,506	6,499	6,686	6,777
同比增长率（%）	432.82%	230.09%	44.22%	2.88%	1.36%
每股收益（元/股）	0.07	0.24	0.35	0.36	0.37
ROE（%）	1.85%	5.89%	8.04%	7.88%	7.66%
市盈率（P/E）	43.65	13.22	9.17	8.91	8.79

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）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,734	4,091	4,807	5,773	营业收入	123,474	121,227	122,029	121,460
应收票据及账款	21,385	19,945	20,076	19,983	营业成本	105,116	97,831	98,779	98,370
预付账款	2,519	3,579	3,602	3,586	税金及附加	1,332	1,279	1,287	1,281
其他应收款	1,707	1,774	1,786	1,778	销售费用	139	136	137	136
存货	4,825	3,881	3,919	3,903	管理费用	4,326	4,607	4,881	5,101
其他流动资产	5,261	3,847	3,872	3,854	研发费用	25	26	26	26
流动资产总计	43,432	37,116	38,063	38,876	财务费用	5,252	4,769	4,734	4,711
长期股权投资	20,959	23,230	25,501	27,772	资产减值损失	-1,237	-1,212	-610	-364
固定资产	207,357	216,465	232,235	241,937	信用减值损失	-438	-154	-155	-155
在建工程	29,546	32,906	24,534	17,335	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	4,417	4,309	4,193	3,888	投资收益	2,816	2,908	2,908	2,908
长期待摊费用	477	159	159	160	公允价值变动损益	41	0	1	2
其他非流动资产	16,415	16,215	16,003	15,980	资产处置收益	15	9	9	9
非流动资产合计	279,170	293,284	302,625	307,072	其他收益	487	515	515	515
资产总计	322,602	330,401	340,687	345,947	营业利润	8,969	14,646	14,853	14,750
短期借款	36,833	38,333	36,333	34,333	营业外收入	255	276	276	276
应付票据及账款	23,459	22,653	22,873	22,778	营业外支出	601	800	600	300
其他流动负债	40,591	35,955	36,364	36,280	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	100,883	96,942	95,570	93,391	利润总额	8,622	14,122	14,528	14,726
长期借款	122,710	125,710	128,710	127,710	所得税	1,765	3,107	3,196	3,240
其他非流动负债	5,525	5,525	5,525	5,525	净利润	6,858	11,015	11,332	11,486
非流动负债合计	128,235	131,235	134,235	133,235	少数股东损益	2,352	4,516	4,646	4,709
负债合计	229,118	228,177	229,804	226,626	归属母公司股东净利润	4,506	6,499	6,686	6,777
股本	18,507	18,507	18,507	18,507	EPS(元)	0.24	0.35	0.36	0.37
资本公积	6,116	6,116	6,117	6,119	主要财务比率				
留存收益	51,938	56,162	60,174	63,901	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	76,561	80,785	84,797	88,527	成长能力				
少数股东权益	16,923	21,439	26,085	30,795	营收增长率	0.87%	-1.82%	0.66%	-0.47%
股东权益合计	93,484	102,224	110,883	119,321	营业利润增长率	60.03%	63.30%	1.41%	-0.69%
负债和股东权益合计	322,602	330,401	340,687	345,947	归母净利润增长率	230.09%	44.22%	2.88%	1.36%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	23.14%	-0.11%	16.36%	2.21%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	6,858	8,746	8,907	8,826	毛利率	14.87%	19.30%	19.05%	19.01%
折旧与摊销	15,012	15,371	16,134	17,030	净利率	5.55%	9.09%	9.29%	9.46%
财务费用	5,252	4,769	4,734	4,711	ROE	5.89%	8.04%	7.88%	7.66%
投资损失	-2,816	-2,908	-2,908	-2,908	ROA	1.40%	1.97%	1.96%	1.96%
营运资金变动	-133	-2,770	397	-25	估值倍数				
其他经营现金流	1,951	2,885	3,099	3,399	P/E	13.22	9.17	8.91	8.79
经营性现金净流量	26,123	26,094	30,363	31,033	P/S	0.48	0.49	0.49	0.49
投资性现金净流量	-28,714	-27,193	-23,239	-19,306	P/B	1.97	1.73	1.55	1.41
筹资性现金净流量	1,300	-2,544	-6,408	-10,761	股息率	0.00%	3.82%	4.49%	5.12%
现金流量净额	-1,285	-3,643	716	966	EV/EBITDA	8	7	7	7

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）。