



公司研究 | 深度报告 | 大唐发电 (601991.SH)

# 大唐发电：北地砺火，乘势而起

## 报告要点

在煤价温和波动、电改深化的背景下，公司作为以火电装机为主的电力运营商，将深度受益于2025年以来煤价下行带来的燃料成本改善以及容量电价政策对于公司盈利的支撑。公司火电资产核心布局的北方地区具备更强电价韧性，并且从电力供需格局来看，这一结构性优势有望持续。公司凭借优质的资产布局和机组效率，火电板块业绩弹性释放潜力有望高于行业。同时清洁能源多元化布局能够平滑周期波动并贡献增长动能。

## 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

大唐发电 (601991.SH)

2025-07-23

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

## 大唐发电：北地砺火，乘势而起

### 复盘：历史负担出清，开启发展新阶段

大唐发电 2014-2021 年股价相对收益持续走弱，2021 年后虽受益于“双碳”目标和电改深化有所修复，但表现仍弱于主要同行，核心原因在于：1) 前期转型战略失焦，煤化工业务成为压制公司业绩与股价表现的巨大包袱；2) 低效资产拖累严重，压制公司业绩表现。但在 2016 年 7 月公司已经逐步摆脱煤化工包袱、重新聚焦发电主业；同时也在不断推进资产结构优化，持续剥离低效资产。当前，大唐发电已摆脱历史包袱，资产质量显著优化，在电改深化及煤价温和波动背景下，依托优化后的资产基础，公司正步入盈利质量与竞争力同步提升的新阶段。

### 集团火电整合平台，多元布局清洁能源

公司为大唐集团旗下火电业务最终整合平台，同时稳步推进装机结构的绿色低碳转型。当前，火电业务仍为公司经营重要支撑，公司业绩受燃料成本影响较大，但清洁能源业绩的稳步扩张，一定程度上平滑了煤价波动对公司业绩的不利影响。2024 年，煤价持续稳步回落，煤机盈利实现扭亏，煤机实现利润总额 25.67 亿元；同时，公司清洁能源布局成效逐步显现，2024 年风电和光伏板块合计实现利润总额 28.27 亿元，占比达到 36.51%。

### 资产布局与效率共振，火电业绩弹性释放

公司火电资产核心布局于京津冀及内蒙古等北方区域，从 1-6 月各省代理购电价格来看，北方地区电价降幅普遍优于南方地区，公司电价相对而言更具韧性。公司持续优化机组结构，供电煤耗已从 2020 年的 293.17 克/千瓦时显著降至 2024 年的 288.47 克/千瓦时，处于行业领先水平。同时，公司机组区域用电需求增长更具韧性，2024 年利用小时实现逆势回升。2025 年煤炭价格大幅下行，公司优质布局与资产质地共同发力，或将更加受益于煤炭价格下降带来的燃料成本端改善，业绩弹性空间有望高于行业平均。展望来看，公司重点布局的京津冀及内蒙古等北方地区，电力供需格局均呈现显著供需偏紧的特征，从而转化为更加坚挺的电价支撑。

### 多元布局清洁能源，业绩贡献稳步扩张

公司多元布局清洁能源，新能源方面，公司新能源装机节奏相对克制、注重效益，且以更具优势的风电为主。得益于集中布局在风光资源富集区域，公司风电和光伏利用小时数长期领先全国平均。随着装机规模的持续扩张，风光板块逐渐成为公司利润总额的重要构成。公司控股水电主要集中于西南地区，在区域供需改善的背景下，电价仍有望保持相对稳定，公司水电资产持续贡献稳定业绩。公司参股宁德核电，能够为公司提供持续稳定的投资收益与现金流，宁德核电 5、6 号机组已于 2023 年获得核准，建成投产后将进一步增厚公司业绩。

### 投资建议：北地砺火，乘势而起

在煤价温和波动、电改深化的背景下，公司凭借其优质资产布局与机组效率，火电业绩弹性释放潜力有望高于行业，同时清洁能源多元化布局能够平滑周期波动并贡献增长动能。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.34 元、0.36 元、0.38 元，对应 PE 分别为 11.59 倍、10.66 倍、10.35 倍，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

- 1、电力供需恶化风险；2、煤炭价格非季节性上涨风险；
- 3、新项目建设进度不及预期风险；4、盈利预测不及预期风险。

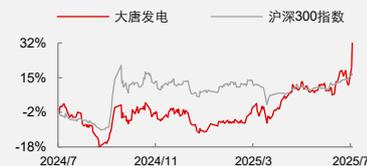
请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	3.89
总股本(万股)	1,850,671
流通A股/B股(万股)	1,239,609/0
每股净资产(元)	1.75
近12月最高/最低价(元)	3.89/2.40

注：股价为 2025 年 7 月 22 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

复盘：历史负担出清，开启发展新阶段 .....	6
集团火电整合平台，多元布局清洁能源 .....	8
资产布局与效率共振，火电业绩弹性释放.....	11
火电核心布局京津冀，机组效率持续优化.....	11
煤价下行改善燃料成本，业绩弹性释放可期 .....	13
区域电力供需偏紧，电价更具坚实支撑 .....	15
多元布局清洁能源，业绩贡献稳步扩张 .....	16
新能源扩张节奏克制，贡献重要业绩支撑.....	16
多元布局水核资产，贡献稳定现金流 .....	18
投资建议：北地砺火，乘势而起.....	21
风险提示.....	22

## 图表目录

图 1：2014 年以来大唐发电与沪深 300 涨跌幅 .....	6
图 2：2014 年以来主要火电公司股价涨跌幅 .....	6
图 3：2006 年以来大唐发电归母净利润情况（单位：亿元） .....	7
图 4：截至 2024 年底大唐发电股权结构.....	8
图 5：公司装机结构持续优化（单位：万千瓦） .....	9
图 6：2020-2024 年公司发电量情况（单位：亿千瓦时） .....	9
图 7：截至 2024 年底公司发电资产区域布局（单位：万千瓦，%） .....	9
图 8：公司营业收入稳步增长（单位：亿元，%） .....	10
图 9：煤价高位回落带动业绩修复（单位：亿元，%） .....	10
图 10：公司盈利结构持续优化（单位：亿元，元/吨） .....	10
图 11：减值限制业绩弹性（单位：亿元） .....	10
图 12：截至 2024 年底公司火电机组结构.....	11
图 13：2024 年公司火电电量分布 .....	11
图 14：2024 年公司火电电量区域分布（单位：亿千瓦时） .....	11
图 15：公司煤耗仅略高于华电国际（单位：克/千瓦时） .....	13
图 16：近三年煤电利用小时稳步提升（单位：小时） .....	13
图 17：2025 年以来煤炭价格加速回落（单位：元/吨） .....	14
图 18：2021-2024 年主要电力公司火电度电盈利（单位：元/千瓦时） .....	14
图 19：主要电力公司火电度电盈利变化情况（单位：元/千瓦时） .....	14
图 20：2022-2024 年各地常规电源装机容量与用电量复合增速对比.....	15
图 21：河北省火电装机容量与用电增速对比 .....	15
图 22：2025 年 M1-5 各省用电量增速 .....	15
图 23：公司新能源装机情况（单位：万千瓦，%） .....	16
图 24：公司新能源新增装机情况（单位：万千瓦） .....	16
图 25：2024 年公司风电电量分布（单位：亿千瓦时） .....	16

图 26: 2024 年公司光伏电量分布 (单位: 亿千瓦时) .....	16
图 27: 公司风电和光伏利用小时情况 (单位: 小时) .....	17
图 28: 公司风电电价整体降幅有限 (单位: 元/千瓦时) .....	17
图 29: 公司光伏电价呈现企稳态势 (单位: 元/千瓦时) .....	17
图 30: 新能源板块业绩贡献 (单位: 亿元) .....	18
图 31: 公司 2020-2024 年水电发电量情况 (单位: 亿千瓦时, %) .....	19
图 32: 公司主要地区水电电价情况 (单位: 元/兆瓦时) .....	19
图 33: 公司水电利润总额 (单位: 亿元) .....	19
图 34: 宁德核电投资收益贡献 (单位: 亿元, %) .....	20
图 35: 宁德核电装机容量 (单位: 万千瓦) .....	20
表 1: 截至 2024 年底, 大唐集团及旗下上市公司装机结构 (单位: 万千瓦) .....	8
表 2: 2025 年 1-6 月各省代理购电价格及同比情况 (单位: 元/千瓦时) .....	12
表 3: 公司主要水电资产情况 (单位: 万千瓦) .....	18

## 复盘：历史负担出清，开启发展新阶段

复盘 2014 年以来大唐发电的股价走势：2014 年至 2021 年公司相对收益持续走弱，2021 年后在“双碳”目标提出以及电改持续深化的推动下，公司股价表现逐步迎来修复契机，但与主要火电公司的表现相比，大唐发电 2021 年以来的股价走势仍相对平淡。公司股价走势长期偏弱的核心原因可以归结于：

- **前期转型战略失焦，煤化工业务成为压制公司业绩与股价表现的巨大包袱。**2005 年起大唐发电在内蒙古等相关政策的支持下，正式进军煤化工领域，多伦煤化工等项目相继启动，而巨额资本投入带来的却是持续亏损，仅 2013-2015 年间煤化工板块累计亏损超过 115 亿元，成为压制业绩与股价的沉重负担。直到 **2016 年 7 月**，公司以 1 元人民币的交易目标转让对价，将多个煤化工项目剥离至集团旗下的中新能源，并确认 43.14 亿元亏损，自此摆脱煤化工包袱、重新聚焦发电主业。
- **低效资产拖累严重，压制公司业绩表现。**在剥离煤化工业务后，公司业绩仍未摆脱困境，核心症结在于煤价高位下受低效发电资产的拖累，盈利能力弱、连年计提大额减值，严重侵蚀利润。近年来，公司坚定推进资产结构优化，持续剥离低效资产，先后完成红河发电、连城发电等股权转让，同时强化机组改造、提高运营效率。

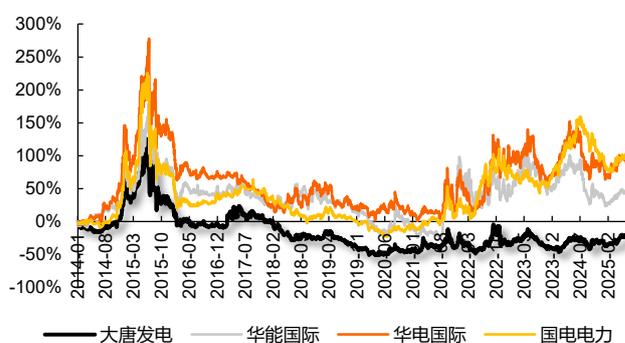
站在当前时点来看，大唐发电已经摆脱过往的战略失误与低效资产的桎梏，资产质量实现显著优化，公司重新轻装上阵。随着电力体制改革持续深化，以及当前煤炭价格偏弱运行、温和波动的背景下，公司依托其优化后的资产基础，步入盈利质量与竞争力同步提升的发展新阶段。

图 1：2014 年以来大唐发电与沪深 300 涨跌幅



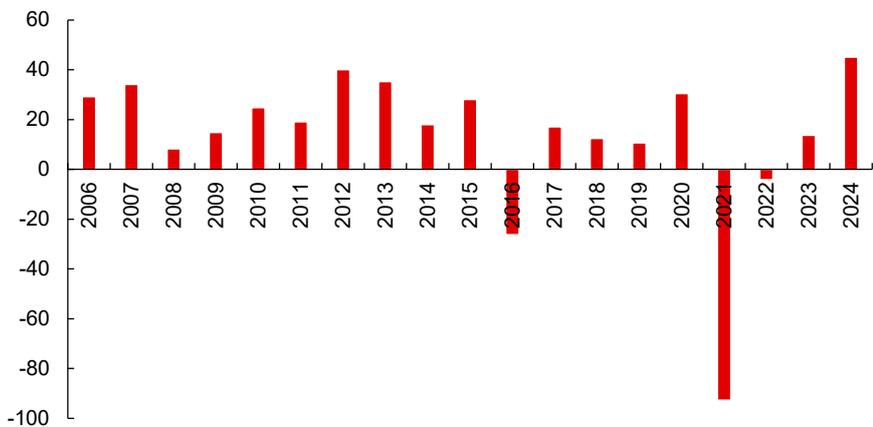
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2014 年以来主要火电公司股价涨跌幅



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2006 年以来大唐发电归母净利润情况（单位：亿元）



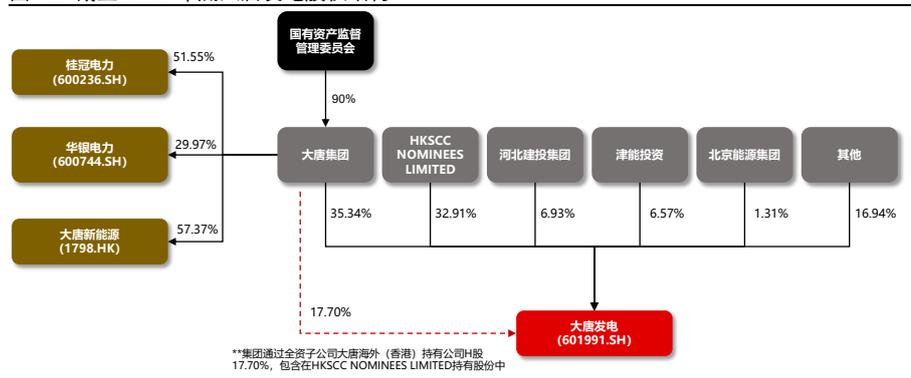
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 集团火电整合平台，多元布局清洁能源

大唐集团旗下火电业务最终整合平台，持续推进绿色低碳转型。大唐发电成立于 1994 年，1997 年在香港及伦敦交易所上市，2006 年于 A 股上市。作为大唐集团控股的核心上市公司、火电业务最终整合平台，大唐发电是我国火电龙头企业之一。截至 2025 年一季度，集团合计持有公司 53.04% 股权，国资委为公司实际控制人。

大唐集团旗下共有四家电力上市公司，除公司外，还控股桂冠电力、华银电力、大唐新能源。截至 2024 年底，大唐集团控股在运装机 19799 万千瓦，其中，大唐发电、桂冠电力、华银电力、大唐新能源在运装机分别为 7911、1390、689、1885 万千瓦。

图 4：截至 2024 年底大唐发电股权结构



资料来源：公司公告，大唐集团募集说明书，长江证券研究所

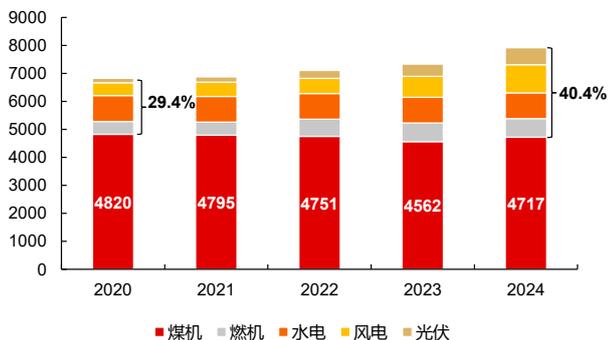
表 1：截至 2024 年底，大唐集团及旗下上市公司装机结构（单位：万千瓦）

主体	火电	水电	风电	光伏	总计
大唐集团	10924	2773	3623	2479	19799
大唐发电	5381	920	1006	604	7911
大唐新能源			1448	436	1885
桂冠电力	133	1024	87	146	1390
华银电力	482	14	54	139	689

资料来源：公司公告，长江证券研究所

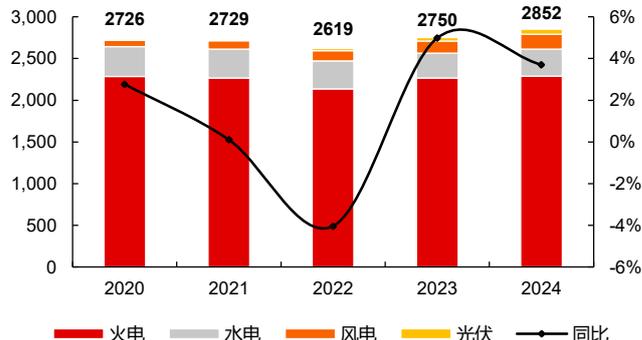
火电机组担当主力，装机结构持续优化。随着“双碳”目标及新型电力系统建设纵深推进，公司稳步推进装机结构的绿色低碳转型。截至 2024 年底，公司总装机容量达到 7911 万千瓦，清洁能源占比达到 40.37%，较 2020 年提升 10.97 个百分点，其中风电与光伏装机合计 1610 万千瓦，与 2020 年相比年均复合增长达到 26.86%。装机规模的持续扩张带动发电量整体稳中有增，2022 年受电力需求偏弱、煤价高企以及来水偏枯等多重因素的共同影响，公司发电量同比减少 4.04%，除此之外，近五年来公司发电量稳步增长。2024 年公司发电量达到 2851.53 亿千瓦时，同比增长 3.71%，其中火电仍担当公司电量主力，2024 年火电电量比重为 80.28%。

图 5：公司装机结构持续优化（单位：万千瓦）



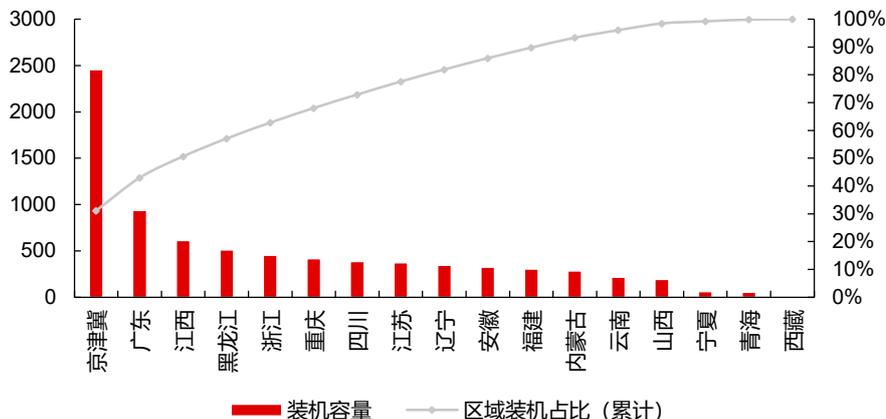
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：2020-2024 年公司发电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

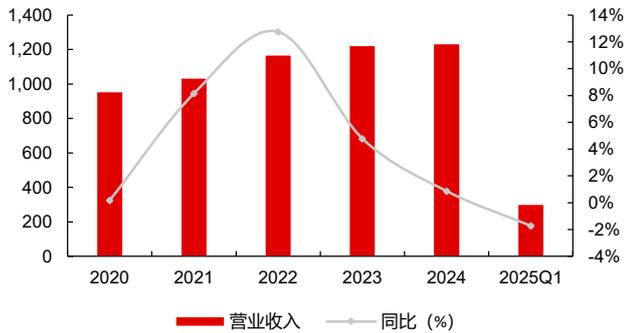
图 7：截至 2024 年底公司发电资产区域布局（单位：万千瓦，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

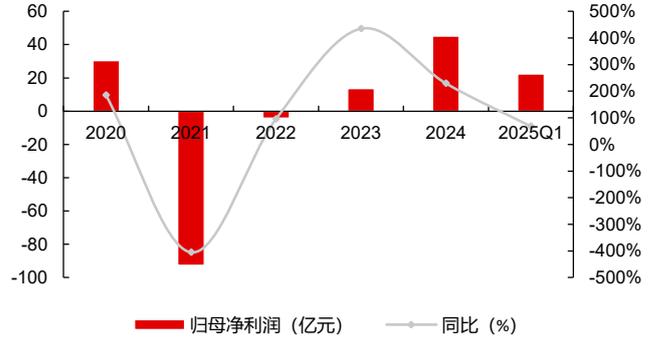
**营业收入稳步增长，煤价回落带动业绩修复。**2020-2024 年，公司售电量价齐升带动营业收入呈现稳步增长趋势，2024 年公司总营业收入达 1234.74 亿元，同比增长 0.86%。2025 年一季度，受需求偏弱以及电价波动影响，公司营业收入同比微降 1.74%。公司主要业务仍为火力发电，因此利润水平受燃料成本影响较大。2021 年煤炭价格攀升，公司单位燃料成本同比上升 110.25 元/兆瓦时，导致燃料成本增加 233.49 亿元，公司承受较大亏损，归母净利润为-92.64 亿元。2023 年以来随着煤价稳步回落，公司归母净利润逐步改善，2024 年公司实现归母净利润 45.06 亿元，同比增长 230%，2025 年公司盈利延续改善，一季度业绩同比增长 68%。

图 8：公司营业收入稳步增长（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：煤价高位回落带动业绩修复（单位：亿元，%）

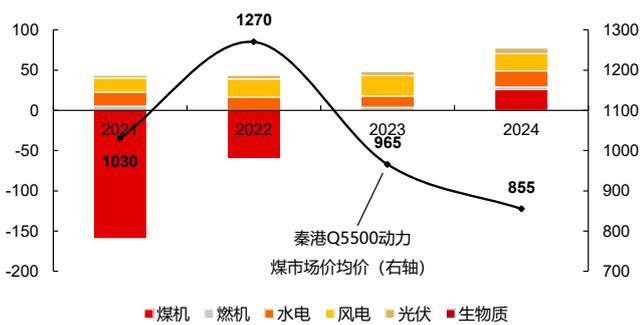


资料来源：Wind，长江证券研究所

**成本改善带动煤机盈利改善，减值限制业绩弹性释放。**2021-2022 年受煤价高企拖累，公司煤机巨额亏损；2023 年，随着煤价的显著回落，公司煤机盈利持续修复，实现利润总额-1.33 亿元，较 2022 年大幅减亏。2024 年，煤价持续稳步回落，煤机盈利实现扭亏，2024 年煤机实现利润总额 25.67 亿元。同时，公司积极布局清洁能源，风电和光伏板块业绩持续扩张，2024 年实现利润总额 28.27 亿元，占比达到 36.51%；此外，2024 年在来水偏丰的带动下，公司水电板块业绩显著改善。清洁能源业绩的稳步扩张，一定程度上平滑了煤价波动对公司业绩的不利影响。

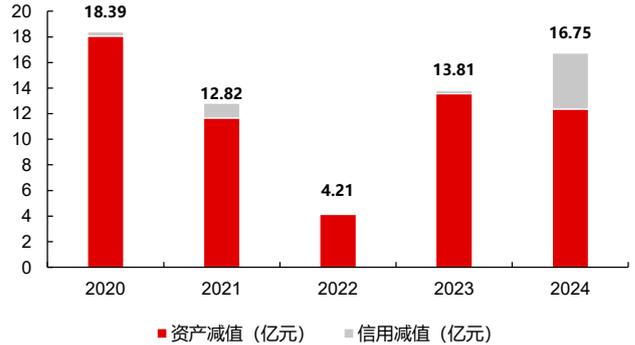
近年来，虽然公司经营持续优化，但连年较大规模的减值也限制了公司业绩弹性的释放，公司减值主要集中于老旧燃煤机组的关停、部分无法继续开发的在建项目、关停经营较差的氧化铝子公司、处理煤化工板块资产等。减值短期限制公司业绩，但长远来看，剥离低效资产有助于公司聚焦发电主业，优化发电机组质地，保障公司业绩的稳健成长。

图 10：公司盈利结构持续优化（单位：亿元，元/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：减值限制业绩弹性（单位：亿元）



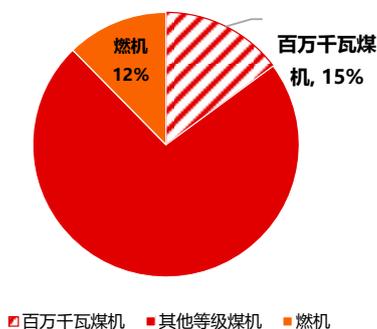
资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 资产布局与效率共振，火电业绩弹性释放

### 火电核心布局京津冀，机组效率持续优化

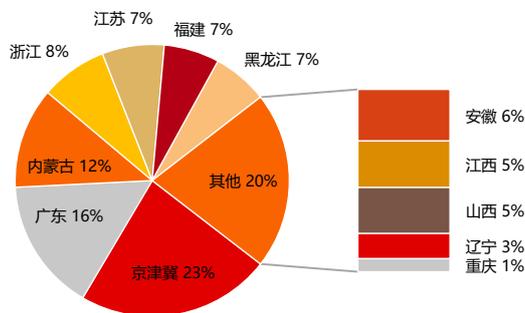
**聚焦北方地区，电价更具韧性。**公司火电机组主要分布于以京津冀为代表的北方地区，以及广东等东南沿海省份。2024 年公司位于京津冀以及内蒙古的火电电量占比达到 34.93%，且考虑内蒙古区域的托克托电厂实际外送至京津唐地区，公司火电电量消纳集中于京津冀。2025 年各省年度长协电价普遍有所波动，而从各省 1-6 月份的代理购电价格来看，北方地区电价降幅普遍优于南方地区，且如蒙东、山西等部分北方内陆地区 1-6 月代购电均价同比仍有明显提升。**考虑公司火电机组主要集中于北方地区，公司电价相对而言更具韧性。**

图 12：截至 2024 年底公司火电机组结构



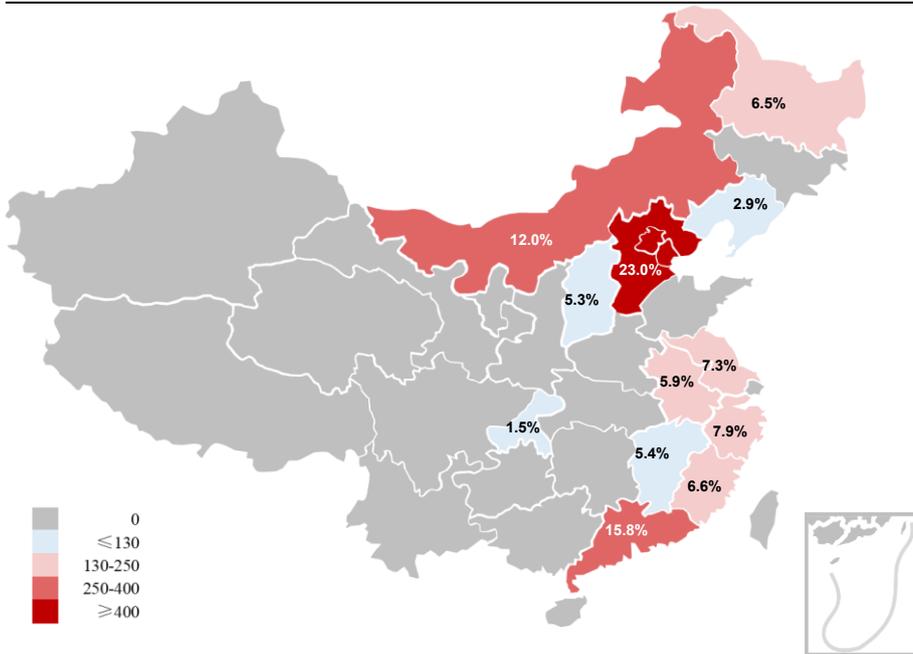
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 13：2024 年公司火电电量分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 14：2024 年公司火电电量区域分布（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 2: 2025 年 1-6 月各省代理购电价格及同比情况 (单位: 元/千瓦时)

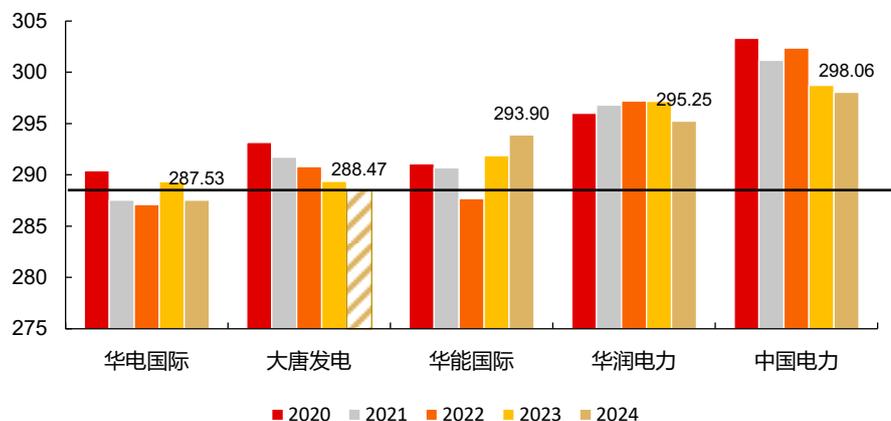
地区	2024M1-6	2025M1-6	同比
蒙东	0.2573	0.2736	0.016
山西	0.3526	0.3615	0.009
云南	0.2810	0.2879	0.007
山东	0.3917	0.3960	0.004
湖南	0.4685	0.4703	0.002
新疆	0.2366	0.2382	0.002
冀北电网	0.4171	0.4177	0.001
天津	0.4108	0.4114	0.001
北京	0.4011	0.3997	-0.001
重庆	0.4648	0.4617	-0.003
蒙西	0.2999	0.2960	-0.004
辽宁	0.4275	0.4226	-0.005
河南	0.4102	0.4052	-0.005
冀南电网	0.4158	0.4103	-0.005
上海	0.4734	0.4644	-0.009
江苏	0.4519	0.4421	-0.010
广东	0.4797	0.4695	-0.010
贵州	0.4122	0.3984	-0.014
海南	0.5027	0.4880	-0.015
江西	0.4710	0.4529	-0.018
黑龙江	0.4071	0.3887	-0.018
宁夏	0.3102	0.2914	-0.019
吉林	0.4214	0.3990	-0.022
广西	0.3923	0.3697	-0.023
福建	0.4392	0.4163	-0.023
青海	0.2972	0.2739	-0.023
安徽	0.4369	0.4120	-0.025
湖北	0.4609	0.4283	-0.033
四川	0.4282	0.3812	-0.047
甘肃	0.3163	0.2677	-0.049
陕西	0.3973	0.3477	-0.050
浙江	0.4774	0.4065	-0.071

资料来源: 国家电网, 南方电网, 长江证券研究所

**机组效率持续优化, 处于行业前列。**得益于公司持续强化环保改造工作、优化机组结构, 公司供电煤耗整体呈现逐年下降的趋势, 从 2020 年的 293.17 克/千瓦时降至 2024 年的 288.47 克/千瓦时, 累计降低 4.7 克/千瓦时。同时, 公司机组主要布局于北方, 较大

比重的供热业务也使得公司的供电煤耗处于行业领先水平,在大型火电企业中,2024 年公司供电煤耗仅略高于华电国际,低于全国平均水平 14.73 克/千瓦时。

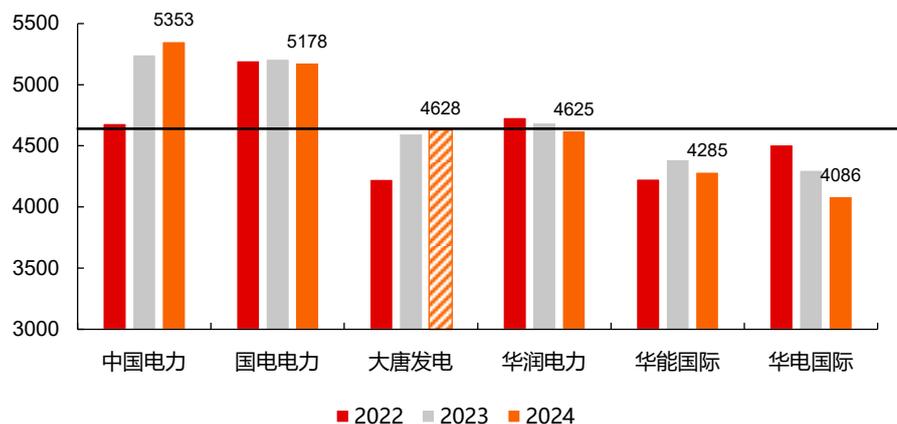
图 15: 公司煤耗仅略高于华电国际 (单位: 克/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

机组结构优化及区域布局合理, 煤电利用小时“后来居上”。从利用小时来看, 近三年来公司的利用小时稳步提升, 2024 年利用小时达到 4628 小时, 从 2022 年落后于行业平均, 提升至 2024 年处于行业中游水平。且不同于华能国际、华电国际等大型火电央企 2024 年利用小时数普遍同比回落, 公司利用小时仍实现稳定增长 29 小时, 公司机组区域用电需求增长更具韧性, 且公司核心布局的河北地区“无核电、缺水电”, 清洁能源对煤电机组出力空间的挤压程度较小。

图 16: 近三年煤电利用小时稳步提升 (单位: 小时)



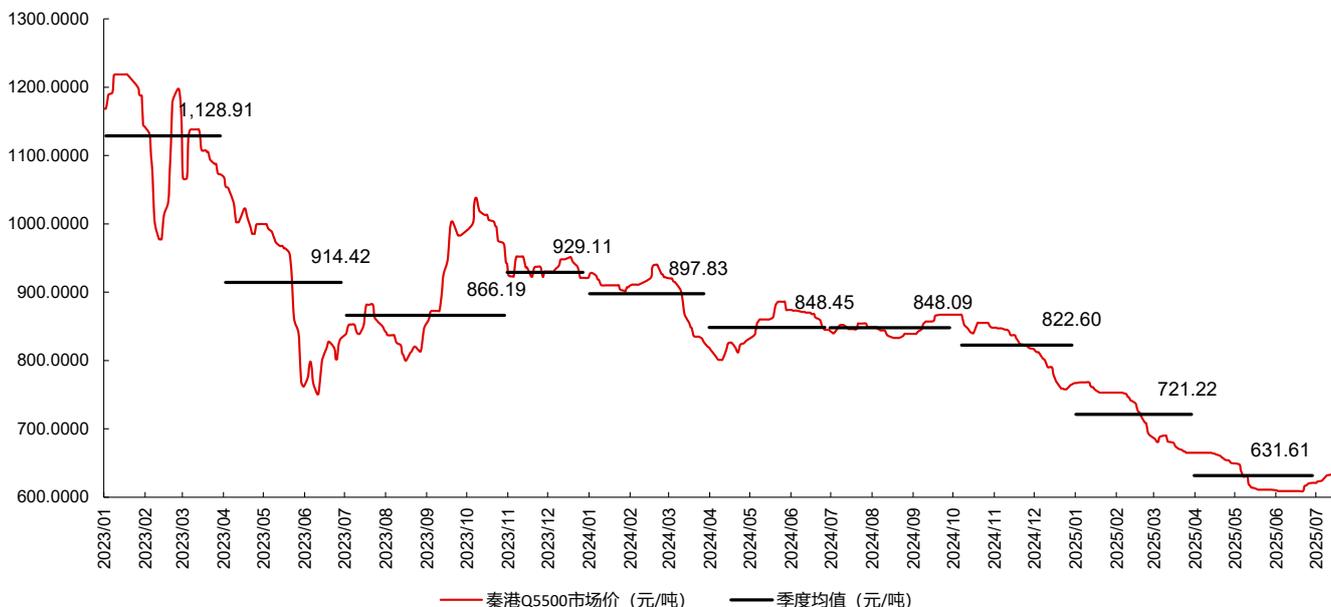
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 煤价下行改善燃料成本, 业绩弹性释放可期

煤炭价格持续探底, 火电当期盈利修复。2025 年开年以来煤炭价格持续下行, 截至 2025 年 7 月 18 日, 2025 年以来秦皇岛港 Q5500 动力煤均价为 670.84 元/吨, 相较 2024 年煤价中枢下降 184.08 元/吨。按照供电煤耗 300 克/千瓦时进行测算, 若电厂全部采购市场煤, 则对应成本端降幅为 0.062 元/千瓦时; 若电厂的市场煤采购比例为 50%, 则对应成本端降幅为 0.031 元/千瓦时。煤价超预期下跌的同时, 综合电价跌幅克制, 从已经披露的一季度业绩来看, 主要火电企业一季度均实现优异的业绩表现, 若考虑电厂 20

天左右的煤炭库存，将进一步放大二季度燃料成本的改善弹性。当前电厂库存仍处于偏高位置，据中电联电力行业燃料统计，截至7月10日燃煤电厂煤炭库存高于去年同期156万吨，而日耗则处于同期偏低水平，**短期来看高位库存仍压制煤价迎峰度夏的反弹动能，经营环境的改善很大程度上提振火电企业全年业绩预期。**

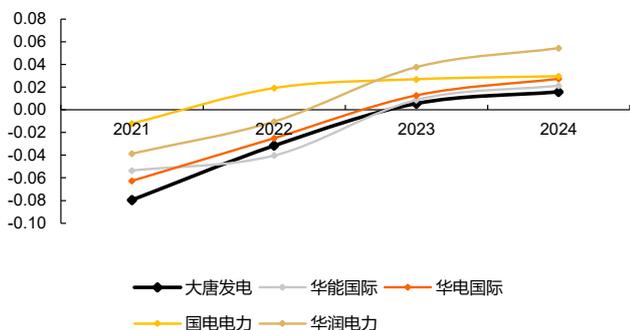
图 17: 2025 年以来煤炭价格加速回落 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

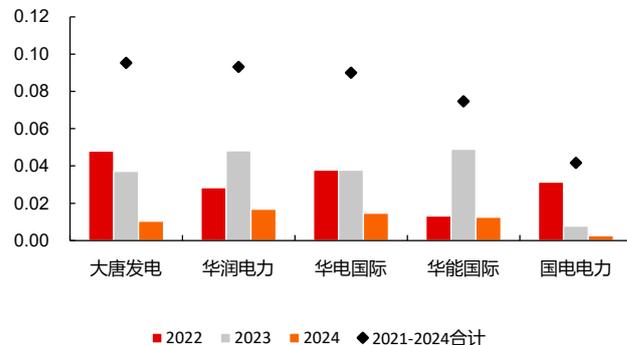
**优质布局与资产质地共同发力，公司业绩弹性有望高于行业平均。**梳理 2021 年-2024 年主要电力公司的火电度电盈利水平，随着燃料成本压力的释放，大唐发电度电盈利的改善程度位于行业前列。展望全年来看，公司机组核心布局的京津唐及内蒙古等地区电价韧性更强，同时公司火电机组效率持续优化，**公司或将更加受益于煤炭价格下降带来的燃料成本端改善，业绩弹性空间有望高于行业平均。**

图 18: 2021-2024 年主要电力公司火电度电盈利<sup>1</sup> (单位: 元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 主要电力公司火电度电盈利变化情况 (单位: 元/千瓦时)



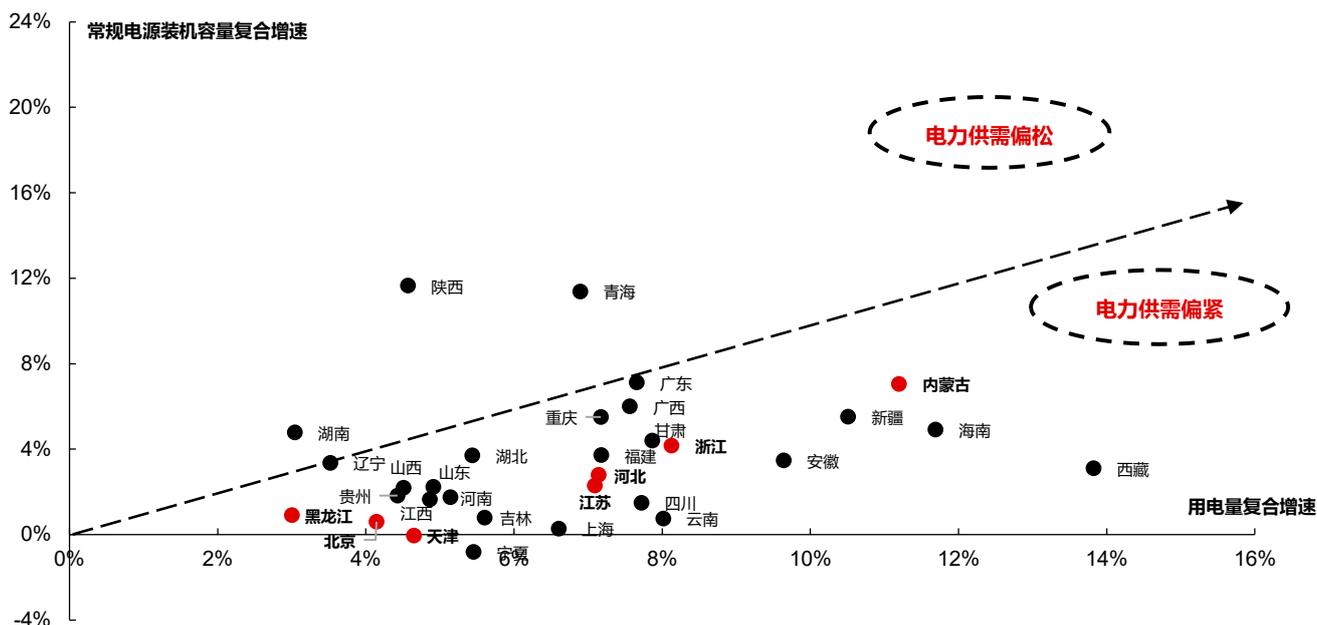
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

<sup>1</sup> 度电盈利主要基于还原火电减值的利润总额与火电上网电量进行测算，其中国电电力为净利润口径，华电国际以公司整体利润总额扣除投资收益进行近似计算。

## 区域电力供需偏紧，电价更具坚实支撑

展望未来，区域供需格局主导电厂盈利分化，公司布局优势凸显。在电力体制改革持续深化、新能源保持快速扩张的当下，区域电力供需格局已成为影响电厂盈利能力的核心变量，供需偏紧区域通常具备更强的电价支撑。考虑新能源出力的不稳定性，我们以剔除新能源后的常规电源装机增速反映电力供给，并与各地用电需求增速进行对比，可以发现大部分省份用电增速均高于常规电源装机增速。公司重点布局的京津冀及内蒙古等北方地区，电力供需格局均呈现显著供需偏紧的特征，从而转化为更加坚挺的电价支撑。

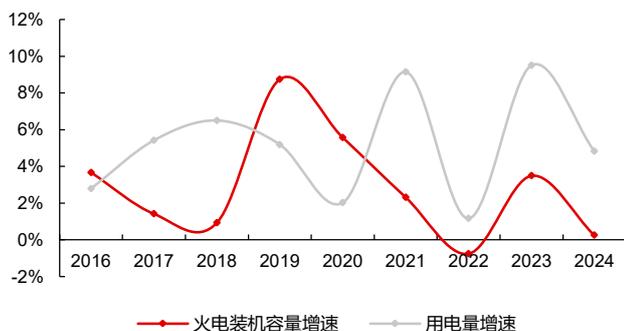
图 20：2022-2024 年各地常规电源装机容量与用电量复合增速对比



资料来源：国家能源局，中电联，长江证券研究所

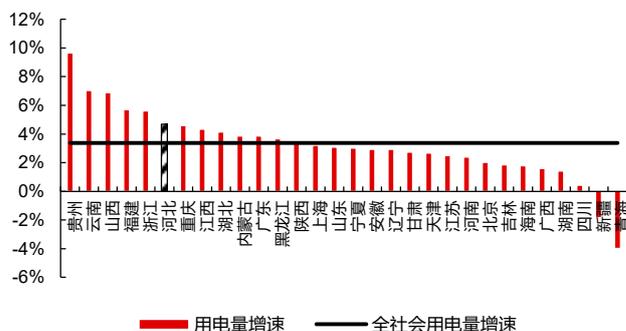
聚焦公司火电装机占比最高的河北地区，由于河北省电源结构呈现“缺核少水”特征，火电作为基荷电源的地位更加突出。2021 年以来，省内火电装机容量增速持续低于用电增速，叠加 2025 年 1-5 月用电需求旺盛，省内电力供需或持续处于紧平衡状态。此格局下，区域内存量火电机组有望维持较高利用小时水平，并具备更强的市场议价能力，公司持续受益于这一结构性优势，区域战略价值进一步凸显。

图 21：河北省火电装机容量与用电增速对比



资料来源：中电联，长江证券研究所

图 22：2025 年 M1-5 各省用电量增速



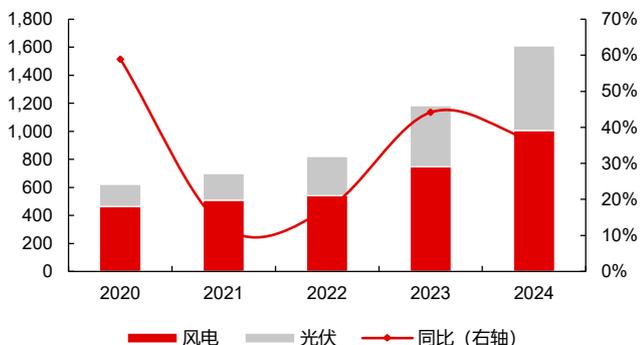
资料来源：中电联，长江证券研究所

## 多元布局清洁能源，业绩贡献稳步扩张

### 新能源扩张节奏克制，贡献重要业绩支撑

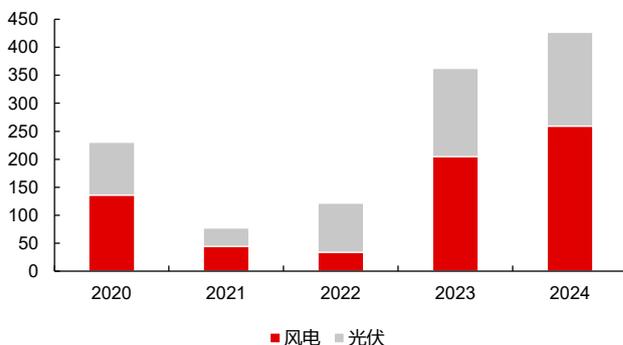
效益为先转型节奏克制，装机结构以风电为主。近年来，公司锚定“双碳”目标，稳步推进绿色转型，新能源装机由2020年的622万千瓦扩张至2024年的1610万千瓦，年均复合增速26.86%。公司新能源发展节奏相对克制，且新增装机整体以更具优势的风电为主。截至2024年底，公司风电装机容量1006万千瓦，光伏装机容量604万千瓦，2024年新能源装机同比增长36.08%。2024年公司风电项目核准容量203.18万千瓦、光伏项目核准容量805.31万千瓦，截至2024年底，公司在建项目装机规模1000.42万千瓦，其中风电和光伏在建项目装机容量分别为175.93万千瓦、186.69万千瓦，公司新能源装机规模保持有序扩张。

图 23：公司新能源装机情况（单位：万千瓦，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

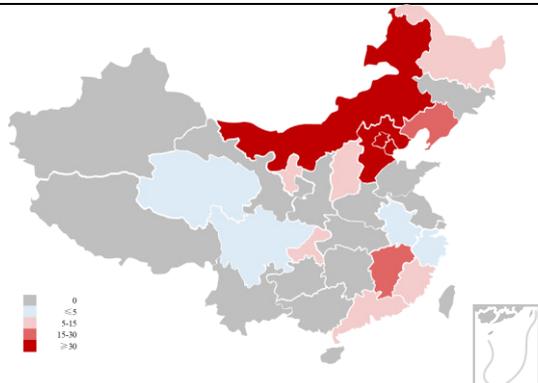
图 24：公司新能源新增装机情况（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

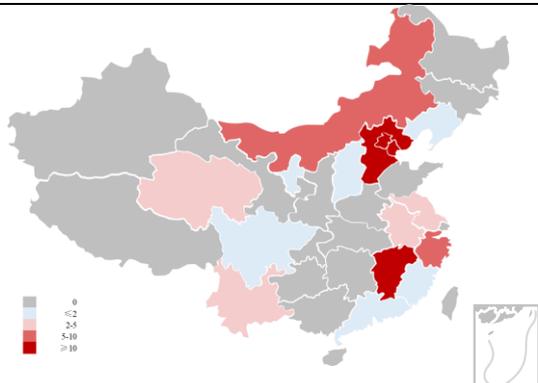
集中布局资源富集区域，利用小时领先全国平均。从电量分布来看，公司风电项目主要分布于内蒙古、京津冀、辽宁等风资源优异的区域，光伏则主要分布于江西、京津冀、内蒙古等光照资源富集的区域。受益于良好的风光资源，公司风电和光伏利用小时数长期领先全国平均，只有光伏机组2021-2022年略低于全国平均水平。2024年公司风电、光伏的利用小时数分别为2228小时、1274小时，分别高于全国平均101小时、63小时，在行业内处于中游水平。

图 25：2024 年公司风电电量分布（单位：亿千瓦时）



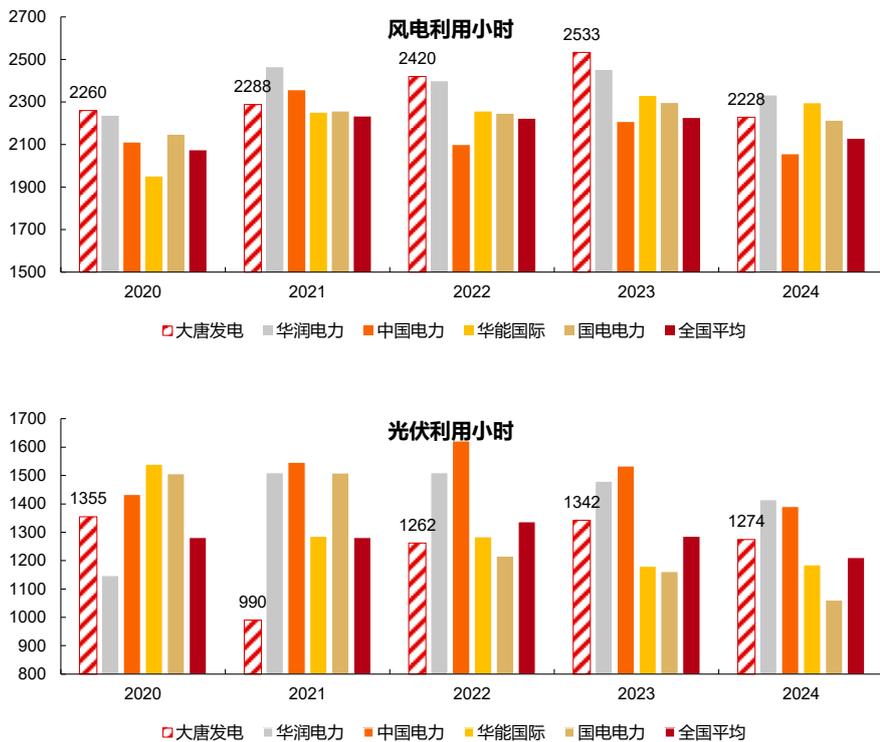
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：2024 年公司光伏电量分布（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

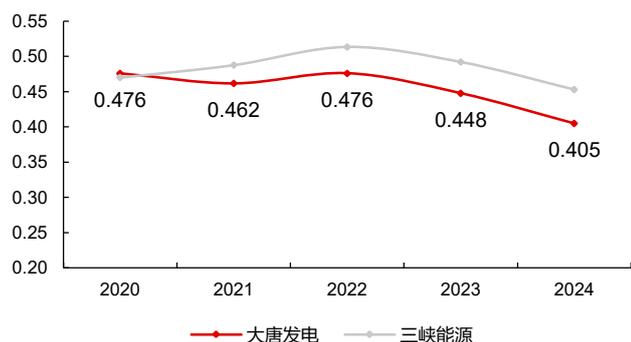
图 27：公司风电和光伏利用小时情况（单位：小时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

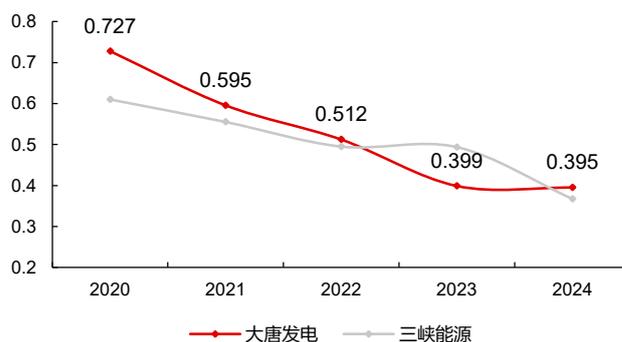
风光电价整体持续下行，光伏电价呈现企稳态势。受平价项目占比提升以及市场化交易规模扩大的影响，公司风电和光伏的上网电价整体呈现持续下行的趋势，但风电整体相对平稳，2024 年风电电价 0.405 元/千瓦时，相比 2020 年降幅仅为 0.071 元/千瓦时；光伏电价 2020-2023 年以来快速下滑，但 2024 年已经呈现企稳态势，同比仅降低 0.004 元/千瓦时。

图 28：公司风电电价整体降幅有限（单位：元/千瓦时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：公司光伏电价呈现企稳态势（单位：元/千瓦时）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

装机规模持续扩张，新能源成为重要业绩支撑。随着装机的持续扩张，风光板块逐渐成为公司利润总额的重要构成，2024 年公司风电、光伏板块利润总额分别实现 21.25 亿元、7.02 亿元，新能源板块利润总额同比略降 6.95%，主要是由于 2024 年来风及光照资源偏弱，限制板块业绩增长。虽然业绩规模略有下降，但板块利润总额贡献占比仍然实现 36.51%，担当公司业绩的重要支撑。

图 30: 新能源板块业绩贡献 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 多元布局水核资产, 贡献稳定现金流

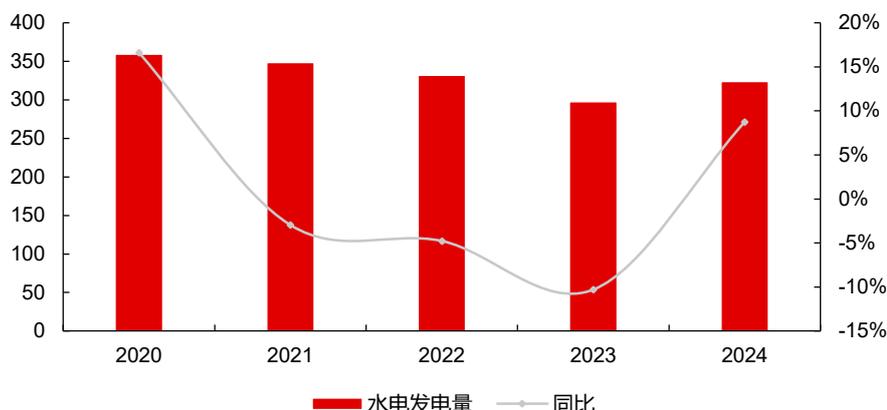
控股水电集中西南地区, 来水改善带动电量增长。截至 2024 年底, 公司水电控股装机容量 920 万千瓦, 其中, 四川、重庆、云南水电装机分别为 380、302、189 万千瓦, 主要位于大渡河以及乌江流域。2020-2023 年受来水偏弱影响, 公司水电发电量持续下滑, 2024 年在来水显著改善的带动下, 公司水电发电量达到 323.62 亿千瓦时, 同比增长 8.7%。

表 3: 2024 年公司主要水电资产情况 (单位: 万千瓦)

地区	公司名称	电站	装机容量	区域合计	占比	持股比例
云南	云南大唐国际文山水电开发有限公司	马鹿塘水电站二期	30	189	20.5%	60.0%
	云南大唐国际那兰水电开发有限公司	那兰水电站	15			51.0%
	云南大唐国际李仙江流域水电开发有限公司	崖羊山水电站、戈兰滩水电站等	144			97.3%
重庆	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	彭水水电站	175	302	31.7%	64.0%
	重庆大唐国际武隆水电开发有限公司	银盘水电站	65			75.5%
	渝能(集团)有限责任公司	浩口水电站等	62			100.0%
四川	四川金康电力发展有限公司	金平电站等	34	380	41.3%	54.4%
	四川大唐国际甘孜水电开发有限公司	长河坝水电站	260			52.7%
		黄金坪水电站	85			52.7%
		江咀水电站	1			52.7%
青海	青海大唐国际直岗拉卡水电开发有限公司	直岗拉卡水电站	19	19	2.1%	90.0%
安徽	大唐安徽发电有限公司陈村水力发电分公司	陈村水电站	15	15	1.6%	100.0%
黑龙江	大唐黑龙江新能源开发有限公司	东升水电站	3	3	0.4%	100.0%
内蒙古	内蒙古大唐国际海勃湾水利枢纽开发有限公司	海勃湾水电站	9	9	1.0%	100.0%

资料来源: 公司公告, iFinD, 长江证券研究所

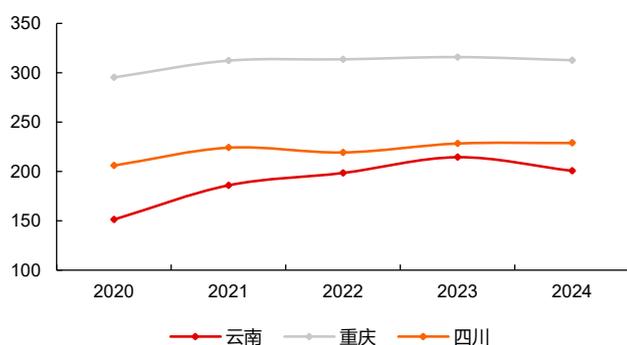
图 31: 公司 2020-2024 年水电发电量情况 (单位: 亿千瓦时, %)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

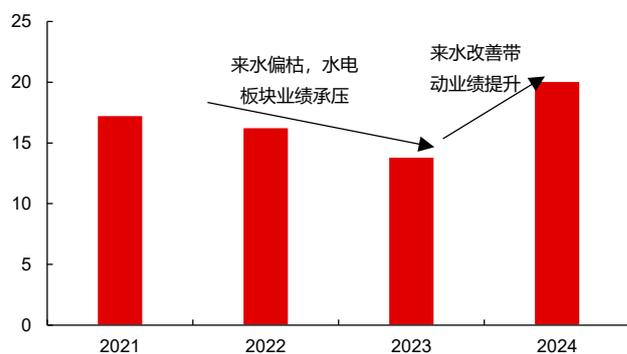
受区域供需宽松以及外送通道不畅等影响, 公司水电机组所在四川、云南等区域前期存在严重的弃水问题, 电价处于偏低水平, 水电机组盈利能力偏弱。随着外送通道的持续完善, 以及云南引进高耗能产业落地, 区域供需环境改善, 水电消纳明显优化。2020-2023 年公司主要地区水电上网电价有所上涨, 其中云南电价提升更为明显。水电机组在供需改善的背景下, 电价仍有望保持相对稳定, 公司水电资产持续贡献稳定业绩。

图 32: 公司主要地区水电电价情况 (单位: 元/兆瓦时)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

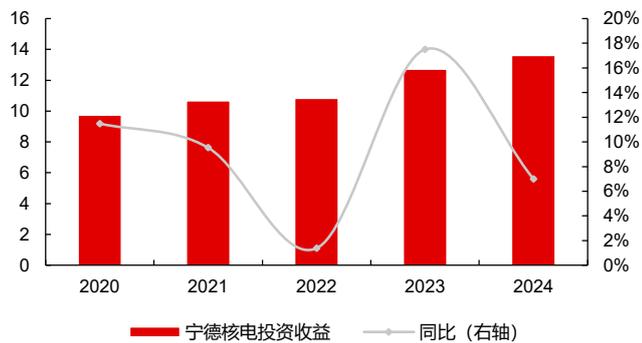
图 33: 公司水电利润总额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

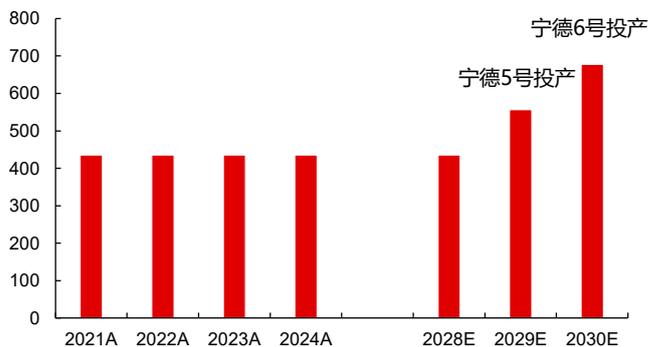
**参股宁德核电, 贡献稳定现金流。**2006 年与中国广核、福能股份共同投资设立宁德核电, 其中公司持股比例为 44%。宁德核电项目规划总容量为 6 台百万千瓦级机组, 截至 2024 年底, 宁德核电共有 4 台机组投入商业运行, 装机容量为 435.6 万千瓦。核电作为稳定出力的清洁能源, 能够为公司提供持续稳定的投资收益与现金流。2024 年宁德核电为公司贡献 13.60 亿元投资收益。此外, 宁德核电 5、6 号机组已于 2023 年获得核准, 装机容量合计 242 万千瓦, 建成投产后将进一步增厚公司业绩。

图 34: 宁德核电投资收益贡献 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 35: 宁德核电装机容量 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资建议：北地砺火，乘势而起

在煤价温和波动、电改持续深化的背景下，公司凭借其优质资产布局与机组效率，火电业绩弹性释放潜力有望高于行业，同时清洁能源多元化布局能够平滑周期波动并贡献增长动能：

首先，公司作为以火电装机为主的电力运营商，将深度受益于 2025 年以来煤价下行带来的燃料成本改善以及容量电价政策对于公司盈利的支撑。公司火电资产核心布局的北方地区具备更强电价韧性，并且从电力供需格局来看，这一结构性优势有望持续。公司凭借优质的资产布局和机组效率，火电板块业绩弹性释放潜力有望高于行业。

同时，公司多元布局清洁能源，一定程度平滑煤炭价格波动对于公司业绩的影响。公司新能源业务以效益为先，“双碳”目标下新能源装机的有序扩张进一步打开公司的成长空间。

结合公司各项业务的经营情况以及发展规划，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.34 元、0.36 元、0.38 元，对应 PE 分别为 11.59 倍、10.66 倍、10.35 倍，给予公司“买入”评级。

## 风险提示

1、电力供需恶化风险。若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，也会通过市场化交易的渠道影响电价表现，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。

2、煤价非季节性上涨风险。2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给大幅收缩或者需求出现大幅增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现大幅增长。

3、新项目建设进度不及预期风险。公司经营业绩的增长依赖于火电机组等项目的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因各种因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力。

4、盈利预测不及预期风险。基于目前我们对于行业和公司各要素的分析和判断，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1227.31、1272.81 和 1254.98 亿元，2025-2027 年业绩分别为 62.10、67.53 和 69.56 亿元。

但如果出现供需宽松导致电量和电价表现偏弱、煤炭价格上涨以及其他因素的影响，可能会导致公司收入业绩不及预期，悲观情形下预计公司 2025-2027 年收入分别为 1218.52、1263.42 和 1245.71 亿元，2025-2027 年业绩分别为 57.77、62.87 和 64.95 亿元。

项目	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入（亿元）	1227.31	1272.81	1254.98	1218.52	1263.42	1245.71
同比	-0.60%	3.71%	-1.40%	-1.31%	3.68%	-1.40%
归母净利润（亿元）	62.10	67.53	69.56	57.77	62.87	64.95
同比	37.82%	8.73%	3.01%	28.21%	8.82%	3.31%



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。