

大唐发电 (601991.SH)

25 年中报点评: 煤价下行叠加电价具有韧性, 公司盈利超预期修复

大唐发电发布 2025 年中报, 上半年实现营业收入 571.93 亿元, 同比-1.93%; 归母净利润 45.79 亿元, 同比+47.35%。

□ **分红口径调整, 提高股东回报。**公司上半年实现营业收入 571.93 亿元, 同比-1.93%; 归母净利润 45.79 亿元, 同比+47.35%; 其中, 2Q25 实现营业收入 269.87 亿元, 同比-2.14%; 归母净利润 23.41 亿元, 同比+31.78%。公司首次进行中期分红, 拟派发现金股利 0.055 元/股, 占归属于上市公司普通股股东的净利润比例约为 26.7%。公司于 6 月修订章程, 将利润分配原则由原来的“为当年实现的中国会计准则下母公司净利润的 50%”, 调整为“不少于合并报表当年实现的归属于普通股股东的可分配利润的 50%”。**修改后的分红基数进一步提高, 且分红比例也有更好的提升空间。**我们预计公司 2025 年实现归母净利润 60.28 亿元, 假设按照 50%的比例进行分红, 扣除永续债利息约 15 个亿, 全年累计分红总额预计达到 22.64 亿元, 为对应当前股息率为 3.5%。

□ **煤电电量略降, 度电盈利大幅提升。**上半年公司实现上网电量 1239.93 亿千瓦时, 同比+1.30%。其中, 2Q25 煤电、气电上网电量分别为 425.26、42.38 亿千瓦时, 同比-0.8%、+1.1%。受益于上半年煤价同比降幅较大, 公司煤电板块实现利润总额 31.48 亿元, 同比+108.51%, 测算煤机度电利润总额为 0.036 元/千瓦时, 同比+0.019 元/千瓦时, 盈利水平实现了大幅改善。上半年公司水电实现上网电量 134.47 亿千瓦时, 同比+1.55%, 度电利润总额 0.090 元/千瓦时, 同比+0.012 元/千瓦时。上半年公司平均上网电价为 444.48 元/兆瓦时, 同比-3.95%, 测算 2Q25 上网电价为 428.91 元/兆瓦时, 同比-4.62%。

□ **新能源电量高增, 风电度电盈利逆势增长。**上半年公司风电上网电量为 112.38 亿千瓦时, 同比+31.28%; 光伏上网电量为 35.57 亿千瓦时, 同比+36.35%。风电、光伏板块分别实现利润总额 19.38、4.04 亿元, 测算度电利润总额分别为 0.172、0.114 元/千瓦时, 同比+0.04 元/千瓦时、-0.036 元/千瓦时, 即便考虑去年同期风电板块有近 2 个亿的减值, 今年风电度电利润总额同比也有 0.017 元/千瓦时的提升, 盈利实现较好改善。

□ **整体盈利能力提升, 融资成本持续优化。**上半年公司毛利率为 18.55%, 同比+3.12pct; 净利率为 10.61%, 同比+3.26pct, 盈利持续改善。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.1%/1.72%/0.01%/3.94%, 同比+0.02pct/+0.04pct/+0pct/-0.55pct。公司充分利用低利率环境, 上半年综合融资成本完成 2.43%, 较年初压降 20 个 bp, 期内财务费用同比-14.06%至 22.54 亿元。

□ **盈利预测及估值。**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。考虑到公司上半年业绩改善超预期, 上调公司 2025-2027 年归母净利润预期至 60.28、65.70、70.89 亿元, 同比增长 34%、9%、8%; 当前股价对应 PE 分别为 10.5x、9.6x、8.9x, 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

增持 (维持)

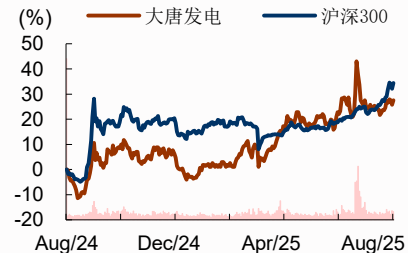
周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 3.41 元

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)	63.1
流通市值 (十亿元)	42.3
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	7.0
资产负债率	68.3%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	24	29
相对表现	-8	9	-7



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《大唐发电 (601991) 25 年一季报点评: 业绩同比表现亮眼, 水风光实现高增长》2025-05-08
- 《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
- 《大唐发电 (601991): 火电电量修复, Q3 业绩稳健增长》2024-10-30

宋盈盈 S1090520080001
songyingying@cmschina.com.cn
卢湘雪 研究助理
luxiangxue@cmschina.com.cn

目获取和开工进度不及预期等。

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	15436	16805	18114
同比增长	-3209%	60%	72%	9%	8%
归母净利润(百万元)	1365	4506	6028	6570	7089
同比增长	-433%	230%	34%	9%	8%
每股收益(元)	0.07	0.24	0.33	0.36	0.38
PE	46.2	14.0	10.5	9.6	8.9
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

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	49197	49072	52304
现金	9017	7734	11735	10316	12380
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	4863	5001	5123
其他	6769	7821	8160	8434	8682
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	338502	347795	359776
流动负债	91230	100883	105877	103839	103614
短期借款	29020	36833	65853	62844	61761
应付账款	22707	23459	23643	24313	24907
预收账款	1724	1883	1898	1952	1999
其他	37779	38708	14483	14729	14947
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	234112	232074	231849
股本	18507	18507	18507	18507	18507
资本公积金	52348	52388	52388	52388	52388
留存收益	2739	5666	10545	15306	20424
少数股东权益	14872	16923	22951	29521	36609
负债及权益合计	303999	322602	338502	347795	359776

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21214	26123	27965	31005	32780
净利润	3005	6858	12055	13140	14177
折旧摊销	13789	14832	15674	16391	17059
财务费用	5732	5260	5236	5425	5596
投资收益	(2948)	(2816)	(3502)	(3628)	(3743)
营运资金变动	205	1898	(1499)	(323)	(310)
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	(1657)	(10243)	(8651)
借款变动	(1408)	4719	4728	(3009)	(1083)
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)	(1808)	(1971)
其他	(14034)	(3319)	(5236)	(5425)	(5596)
现金净增加额	(1058)	(1291)	4000	(1418)	2063

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	105940	108946	111605
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	5236	5425	5596
资产减值损失	(1368)	(1660)	(1627)	(1685)	(1739)
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	15436	16805	18114
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	15069	16425	17722
归属于母公司净利润	1365	4506	6028	6570	7089

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%	72%	9%	8%
归母净利润	-433%	230%	34%	9%	8%
获利能力					
毛利率	11.7%	14.9%	19.1%	19.7%	20.2%
净利率	1.1%	3.6%	4.6%	4.8%	5.1%
ROE	2.0%	6.0%	7.6%	7.8%	8.0%
ROIC	0.1%	3.7%	5.9%	6.1%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	70.9%	71.0%	69.2%	66.7%	64.4%
净负债比率	56.9%	55.2%	54.0%	51.7%	49.7%
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	0.5
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	0.33	0.36	0.38
每股经营净现金	1.15	1.41	1.51	1.68	1.77
每股净资产	3.98	4.14	4.40	4.66	4.93
每股股利	0.01	0.06	0.10	0.11	0.11
估值比率					
PE	46.2	14.0	10.5	9.6	8.9
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.5	10.9	8.5	8.0	7.6

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。