



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 03 日

基础数据

09 月 02 日收盘价（元）	3.66
总市值（亿元）	677.35
总股本（亿股）	185.07

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】大唐发电：煤电盈利大幅改善，看好 25 年电煤成本端弹性-2025.04.01

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyl@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理：隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

大唐发电(601991.SH)

火电风电盈利显著提升，投资收益下滑

投资要点：

- **事件：**大唐发电发布 2025 年中报，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%，扣非归母净利润 44.89 亿元，同比+43.92%，经营性净现金流 155.64 亿元，同比+39.83%，投资收益 8.26 亿元，同比-5.24 亿元，财务费用压降约 3.69 亿元，资产减值计提 2.72 亿元（上年同期为 9.61 亿元）。其中，单 Q2 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%。此外公司拟实施中期分红，每股派发现金红利 0.055 元（含税），预计分红金额 10.18 亿元，占上半年归属普通股股东净利润 26.7%。结合经营数据我们点评如下：
- **火电：电煤成本下行，度电盈利大幅提升。**上半年公司煤电、气电上网电量分别为 873.52、83.99 亿度，同比-1.6%、-8.4%，利用小时同比-122h、-157h，其中二季度煤电、气电电量同比-0.8%、+1.1%，二季度新增煤机 0.66GW、新增燃机 0.5GW。上半年公司平均上网电价 444.48 元/兆瓦时（含税），同比-3.95%（同比-1 分 8），Q1 为同比-1 分 5、Q2 为同比-2 分 1。电煤成本大幅走低对冲量价下行压力，Q1、Q2 公司毛利率分别为 16.78%、20.54%，同比+3.37pct、+2.84pct。上半年公司煤电、气电板块利润总额分别 31.48、1.29 亿元，同比+16.38、-2.16 亿元，对应度电利润总额 0.036、0.015 元/度，同比+0.019、-0.022 元/度。
- **绿电&水电：风光装机持续高增，板块利润增厚。**上半年公司新增风电、光伏各 1.67GW、4.48GW（同期新增为 5.64、4.08GW），主要集中在 Q2 投产；期内风光上网电量分别为 112.38 亿度、35.57 亿度，同比+31.27%、+36.35%，利润总额分别达 19.38、4.04 亿元，同比+8.07、+0.14 亿元，对应度电利润总额分别为 0.172、0.114 元/度，同比+0.040、-0.036 元/度。水电板块上半年实现上网电量 134.47 亿度，同比+1.55%，利润总额 12.10 亿元，同比+1.78 亿元，度电利润总额为 0.090 元/度，同比+0.012 元/度。
- **投资收益：核电及煤矿贡献下降。**上半年公司联营企业投资收益为 8.09 亿元，同比-5.80 亿元（Q2 同比-5.86 亿元），其中参股公司宁德核电、塔山煤矿分别贡献投资收益 4.72、3.18 亿元，同比-2.13、-2.88 亿元。
- **投资建议：维持“增持”评级。**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 62.20、66.95、70.38 亿元，分别同比+38.0%、+7.6%、+5.1%，对应 9 月 2 日 A 股收盘价 PE 估值分别为 10.9x、10.1x、9.6x。
- **风险提示：**动力煤价格回升、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、用电需求不及预期、市场化交易导致电价波动、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	123474	120322	118983	118127
同比增长	0.9%	-2.6%	-1.1%	-0.7%
归母净利润（百万元）	4506	6220	6695	7038
同比增长	229.7%	38.0%	7.6%	5.1%
毛利率	14.9%	17.8%	18.9%	19.8%
ROE	5.9%	7.0%	7.1%	7.0%
每股收益（元）	0.24	0.34	0.36	0.38
市盈率	15.0	10.9	10.1	9.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	43432	42469	42475	45752
货币资金	7734	7514	7183	9940
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	21367	20822	20590	20442
预付款项	2519	2371	2312	2272
存货	4825	4540	4428	4351
其他	6985	7222	7962	8746
非流动资产	279170	297238	309005	319406
长期股权投资	20959	21811	22591	23415
固定资产	204942	230430	246827	259005
在建工程	29546	19673	14286	11693
无形资产	4417	4626	4804	4976
商誉	643	643	643	643
其他	18664	20055	19854	19674
资产总计	322602	339707	351480	365157
流动负债	100883	99649	99891	101572
短期借款	36833	36018	35547	35047
应付票据及应付账款	23459	22074	21527	21155
其他	40591	41557	42817	45370
非流动负债	128235	131024	133024	135024
长期借款	117093	119093	121093	123093
其他	11141	11931	11931	11931
负债合计	229118	230673	232915	236596
股本	18507	18507	18507	18507
未分配利润	-11043	-6337	-1305	3964
少数股东权益	16923	20169	23663	27336
股东权益合计	93484	109034	118565	128561
负债及权益合计	322602	339707	351480	365157

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4506	6220	6695	7038
折旧和摊销	15012	16985	18647	20208
营运资金的变动	-133	-238	376	1661
经营活动产生现金流量	26123	31110	34010	37345
资本支出	-30405	-33355	-30386	-30402
长期投资	-35	-803	-642	-741
投资活动产生现金流量	-28714	-34097	-29301	-29407
债券融资	11489	2629	1529	1500
股权融资	4503	0	0	0
融资活动产生现金流量	1300	2768	-5040	-5181
现金净变动	-1285	-221	-331	2757

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	123474	120322	118983	118127
营业成本	105116	98913	96460	94792
税金及附加	1332	1267	1252	1249
销售费用	139	128	128	127
管理费用	4326	4031	4025	4007
研发费用	25	25	25	25
财务费用	5252	5152	5210	5277
投资收益	2816	1950	1950	1950
公允价值变动收益	41	0	0	0
信用减值损失	-438	-438	-438	-438
资产减值损失	-1237	-700	-650	-550
营业利润	8969	12139	13262	14120
营业外收支	-346	-158	-200	-210
利润总额	8622	11982	13062	13910
所得税	1765	2516	2874	3199
净利润	6858	9466	10189	10711
少数股东损益	2352	3246	3494	3673
归属母公司净利润	4506	6220	6695	7038
EPS (元)	0.24	0.34	0.36	0.38

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	0.9%	-2.6%	-1.1%	-0.7%
营业利润增长率	60.0%	35.4%	9.2%	6.5%
归母净利润增长率	229.7%	38.0%	7.6%	5.1%
盈利能力				
毛利率	14.9%	17.8%	18.9%	19.8%
归母净利率	3.6%	5.2%	5.6%	6.0%
ROE	5.9%	7.0%	7.1%	7.0%
偿债能力				
资产负债率	71.0%	67.9%	66.3%	64.8%
流动比率	0.43	0.43	0.43	0.45
速动比率	0.31	0.30	0.29	0.32
营运能力				
资产周转率	0.39	0.36	0.34	0.33
每股资料 (元)				
每股收益	0.24	0.34	0.36	0.38
每股经营现金	1.41	1.68	1.84	2.02
估值比率 (倍)				
PE	15.0	10.9	10.1	9.6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn