

## 公司研究 | 点评报告 | 大唐发电 (601991.SH)

# 单季经营延续改善，全年业绩弹性释放

### 报告要点

2025 年公司实现上网电量 2731.09 亿千瓦时，同比增长 1.41%，其中第四季度公司完成上网电量 668.68 亿千瓦时，同比微降 0.50%。电价方面，2025 年公司平均上网电价约为 0.435 元/千瓦时，同比降低约 0.017 元/千瓦时。在燃料成本仍同比改善的带动下，四季度公司主业经营延续改善趋势，公司预计 2025 年实现归母净利润 68 亿元到 78 亿元，同比增加 51%到 73%；四季度公司预计实现归母净利润 0.88 亿元到 10.88 亿元，同比增加 14%到 1317%。

### 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



张子淳

## 单季经营延续改善，全年业绩弹性释放

### 事件描述

公司发布 2025 年度业绩预增公告：公司预计 2025 年度实现归属于母公司所有者的净利润约为 68 亿元至 78 亿元，同比增加约 51%到 73%；预计实现扣非归母净利润约为 72 亿元到 82 亿元，同比增加约 60%到 82%。

### 事件评论

- **电量平稳电价降幅收窄，主业营收延续小幅承压。** 2025 年公司实现上网电量 2731.09 亿千瓦时，同比增长 1.41%，其中第四季度公司完成上网电量 668.68 亿千瓦时，同比微降 0.50%。分电源来看，2025 年四季度公司煤机完成上网电量 450.46 亿千瓦时，同比降低 9.61%；燃机完成上网电量 56.58 亿千瓦时，同比增长 37.99%；在来水同比改善的带动下，水电完成上网电量 79.45 亿千瓦时，同比增长 22.77%；风电及光伏分别完成上网电量 65.41、16.78 亿千瓦时，同比分别增长 22.19%、16.10%，主要得益于新能源装机规模的持续扩张，截至 2025 年底公司风电及光伏装机分别达到 1119.69、717.71 万千瓦，同比分别增长 11.32%、19.70%。电价方面，2025 年公司平均上网电价约为 0.435 元/千瓦时，同比降低约 0.017 元/千瓦时；据前三季度上网电量及电价进行测算，四季度公司平均上网电价约为 0.449 元/千瓦时，同比减少 0.008 元/千瓦时，电价降幅环比有所收窄。整体来看，四季度公司电量基本平稳、电价延续同比回落，预计四季度及全年公司主业营收延续小幅承压。
- **燃料成本延续改善，全年业绩表现优异。** 成本方面，四季度煤炭价格有所回暖，但同比仍保持一定降幅，四季度秦港 Q5500 大卡煤价中枢 765.44 元/吨，同比降低 57.15 元/吨，燃料成本的优化将为公司火电经营提供有力支撑，但整体来看四季度煤价降幅环比收窄 118.47 元/吨，公司四季度燃料成本改善幅度预计也将有所收窄。整体来看，在燃料成本仍保持同比回落的带动下，四季度公司主业经营延续改善趋势，同时考虑前三季度公司业绩的优异表现，全年业绩保持高速增长，**公司预计 2025 年实现归母净利润 68 亿元到 78 亿元，同比增加 51%到 73%；**据此计算，**四季度公司预计实现归母净利润 0.88 亿元到 10.88 亿元，同比增加 14%到 1317%。**
- **装机规模有序扩张，保障长期成长空间。** 2025 年公司新增装机容量 712.59 万千瓦，截至 2025 年底公司装机容量达到 8619.21 万千瓦，同比增加 9.01%；新增装机中包括火电煤机 196 万千瓦、火电燃机 284.66 万千瓦、风电 113.82 万千瓦、光伏 118.11 万千瓦，公司风电及光伏装机保持有序扩张的节奏。随着在建项目逐步投产入列以及新增项目资源的持续获取将为公司长期成长空间提供有力支撑。
- **投资建议：**根据最新经营数据，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.39 元、0.36 元和 0.39 元，对应 PE 分别为 9.46 倍、10.44 倍和 9.63 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

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)	3.73
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)	1.90
近12月最高/最低价(元)	4.14/2.69

注：股价为 2026 年 2 月 2 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《经营改善兑现弹性，减值前置瑕不掩瑜》2025-10-30
- 《成本优化主导火电经营，水绿共济业绩展望优异》2025-10-26
- 《减值收窄助力业绩表现，弹性释放受限投资收益》2025-08-31



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险：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，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，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超预期增长。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>123474</b>	<b>120971</b>	<b>123054</b>	<b>121574</b>	货币资金	7734	8312	8297	8560
营业成本	105116	97805	101855	100032	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>18357</b>	<b>23166</b>	<b>21199</b>	<b>21543</b>	应收账款	20898	21842	22218	21951
%营业收入	15%	19%	17%	18%	存货	4825	4489	4675	4592
营业税金及附加	1332	1754	1784	1763	预付账款	2519	2344	2441	2398
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	7454	6752	6789	6763
销售费用	139	145	148	146	<b>流动资产合计</b>	<b>43432</b>	<b>43739</b>	<b>44420</b>	<b>44263</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	20959	20959	20959	20959
管理费用	4326	4355	4430	4498	投资性房地产	476	476	476	476
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	204942	219606	231947	228805
研发费用	25	30	31	30	无形资产	4417	4417	4417	4417
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	643	643	643	643
财务费用	5252	4373	4111	3803	递延所得税资产	2870	2516	2516	2516
%营业收入	4%	4%	3%	3%	其他非流动资产	44864	46659	46659	46659
加: 资产减值损失	-1237	-1800	-1250	-1000	<b>资产总计</b>	<b>322602</b>	<b>339015</b>	<b>352036</b>	<b>348737</b>
信用减值损失	-438	0	0	0	短期贷款	36833	28333	26333	21833
公允价值变动收益	41	0	0	0	应付款项	22386	20829	21692	21304
投资收益	2816	2419	2461	2431	预收账款	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>8969</b>	<b>13430</b>	<b>12214</b>	<b>13037</b>	应付职工薪酬	155	144	150	148
%营业收入	7%	11%	10%	11%	应交税费	1143	1119	1139	1125
营业外收支	-346	-350	-350	-350	其他流动负债	40363	38255	38497	38380
<b>利润总额</b>	<b>8622</b>	<b>13080</b>	<b>11864</b>	<b>12687</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>100883</b>	<b>88685</b>	<b>87814</b>	<b>82792</b>
%营业收入	7%	11%	10%	10%	长期借款	117093	123154	129215	122278
所得税费用	1765	2354	2135	2220	应付债券	4000	4000	4000	4000
净利润	6858	10725	9728	10467	递延所得税负债	640	825	825	825
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>4506</b>	<b>7293</b>	<b>6615</b>	<b>7170</b>	其他非流动负债	6502	7581	7581	7581
少数股东损益	2352	3432	3113	3297	<b>负债合计</b>	<b>229118</b>	<b>224245</b>	<b>229435</b>	<b>217476</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.39</b>	<b>0.36</b>	<b>0.39</b>	归属于母公司所有者权益	76561	94415	99134	104496
					少数股东权益	16923	20355	23468	26765
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>93484</b>	<b>114770</b>	<b>122602</b>	<b>131261</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>322602</b>	<b>339015</b>	<b>352036</b>	<b>348737</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>26123</b>	<b>26714</b>	<b>28654</b>	<b>29063</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	1793	2419	2461	2431		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-900	0	0	0	每股收益	0.16	0.39	0.36	0.39
资本性支出	-30405	-29044	-27950	-13000	每股经营现金流	1.41	1.44	1.55	1.57
其他	797	-1121	0	0	市盈率	22.90	9.46	10.44	9.63
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-28714</b>	<b>-27746</b>	<b>-25489</b>	<b>-10569</b>	市净率	2.28	1.79	1.59	1.42
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.88	7.64	7.83	7.21
股权融资	4503	0	0	0	总资产收益率	2.2%	3.2%	2.8%	3.0%
银行贷款增加(减少)	137810	-2439	4061	-11437	净资产收益率	5.9%	7.7%	6.7%	6.9%
筹资成本	-8396	-5250	-7241	-6794	净利率	3.6%	6.0%	5.4%	5.9%
其他	-132616	9301	0	0	资产负债率	71.0%	66.1%	65.2%	62.4%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1300</b>	<b>1612</b>	<b>-3181</b>	<b>-18230</b>	总资产周转率	0.39	0.37	0.36	0.35
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-1291</b>	<b>580</b>	<b>-16</b>	<b>264</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 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。