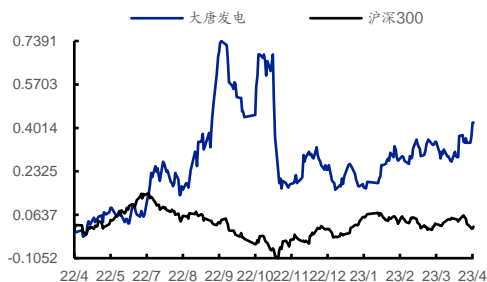


研究所  
 证券分析师： 杨阳 S0350521120005  
 yangy08@ghzq.com.cn  
 联系人： 许紫荆 S0350122070063  
 xuzj02@ghzq.com.cn

## 2023Q1 扭亏，利润有望持续修复 ——大唐发电（601991）点评报告

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

	2023/04/28		
表现	1M	3M	12M
大唐发电	9.0%	19.3%	42.8%
沪深300	0.4%	-3.6%	3.4%

### 市场数据

	2023/04/28
当前价格(元)	3.11
52周价格区间(元)	2.22-4.09
总市值(百万)	60,516.94
流通市值(百万)	40,535.21
总股本(万股)	1,850,671.05
流通股本(万股)	1,239,608.91
日均成交额(百万)	456.96
近一月换手(%)	0.80

### 相关报告

- 《——大唐发电（601991）2022 年年报点评报告：2022 年火电大幅减亏，静待盈利反转（买入）\*电力\*杨阳》——2023-03-29
- 《——大唐发电（601991）点评报告：2022 年大幅减亏，静待火电盈利反转（买入）\*电力\*杨阳》——2023-01-31
- 《——大唐发电（601991）季报点评：燃煤成本高企影响利润，后续盈利有望回升（买入）\*电力\*杨阳》——2022-10-28
- 《——大唐发电（601991）2022H1 业绩点评报告：业绩超预期，Q2 归母净利润同比+114%（买入）\*电力\*杨阳》——2022-08-31
- 《大唐发电（601991）深度报告：被低估的综合能源巨头（买入）\*电力\*杨阳》——2022-06-21

### 事件：

2023Q1，公司实现营业收入 280.5 亿元，同比-5.88%，环比-5.17%；归母净利润 1.37 亿元，同比+5.46 亿元，环比+13.11 亿元。

### 投资要点：

- **煤价下行带动利润如期修复。**2023 年 Q1 公司营业收入同比下降，主要受全社会用电量增速放缓影响，煤机上网电量同比-10.97%，总上网电量同比-8.69%；净利润实现正增长主要受益于煤价下行，2023 年 Q1 秦皇岛动力煤（Q5500）市场价均价 1154 元/吨，最低价 995 元/吨，较 2022 年 12 月 31 日的 1203 元/吨大幅下降，公司火电业务实现大幅减亏，整体销售毛利率环比提升 1.93pct 至 6.73%。此外，2023Q1 公司取得投资收益 4.46 亿元，助力业绩实现正增长。
- **来水偏枯水电发电量下滑，风光发电量大幅增长。**2023 年 Q1，公司煤机/燃机/水电/风电/光伏发电量分别同比-10.97%/+22.82%/-36.30%/+33.01%/+51.30%，其中水电主要受来水偏枯影响，新能源机组受益于利用小时数提升和装机增长。截至 2022 年底，公司新能源装机 1.2GW，在建+核准 11.2GW，后续有望提供充足增长动力。
- **管理费用率+财务费用率双降，高质量增长可期。**2023 年 Q1 公司盈利质量进一步提升，管理费用率较 2022 年下降 1.52pct 至 1.6%，财务费用率较 2022 年下降 0.25pct 至 5.41%。公司 2023 年 4 月发行的超短融票面利率低至 2.1%，融资成本下行有望为后续新能源装机提供支撑。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37/48/63 亿元，对应 PE 分别为 16/12/10 倍。后续随燃料成本下行，公司有望实现盈利反转，新能源装机持续增长也将贡献业绩增量。维持“买入”评级。
- **风险提示** 宏观经济下滑风险；政策推进不及预期；来水不及预期；电力需求不及预期；电价下滑风险；风光新增装机项目进展不及预期风险等。

预测指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	116828	125333	130054	140364
增长率 (%)	13	7	4	8
归母净利润 (百万元)	-410	3664	4789	6322
增长率 (%)	95	993	31	32
摊薄每股收益 (元)	-0.10	0.20	0.26	0.34
ROE (%)	-1	6	7	8
P/E	-28.9	15.7	12.0	9.1
P/B	0.8	0.9	0.8	0.7
P/S	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	12.7	7.9	7.1	6.6

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：大唐发电盈利预测表

证券代码:	601991		股价: 3.11		投资评级:	买入		日期: 2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	-1%	6%	7%	8%	EPS	-0.10	0.20	0.26	0.34
毛利率	7%	11%	14%	16%	BVPS	3.38	3.58	3.84	4.18
期间费率	9%	8%	9%	9%	<b>估值</b>				
销售净利率	0%	3%	4%	5%	P/E	-28.88	15.71	12.02	9.10
<b>成长能力</b>					P/B	0.82	0.87	0.81	0.74
收入增长率	13%	7%	4%	8%	P/S	0.44	0.46	0.44	0.41
利润增长率	95%	993%	31%	32%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.38	0.37	0.35	0.35	营业收入	116828	125333	130054	140364
应收账款周转率	6.47	6.12	6.06	6.21	营业成本	108512	111889	112292	118456
存货周转率	27.28	24.06	23.83	26.41	营业税金及附加	1270	1539	1527	1632
<b>偿债能力</b>					销售费用	114	112	117	130
资产负债率	75%	76%	76%	76%	管理费用	3642	4208	4256	4561
流动比	0.42	0.39	0.36	0.33	财务费用	6613	5855	6864	7829
速动比	0.33	0.32	0.29	0.27	其他费用/(-收入)	25	26	32	31
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	-180	6053	9508	12613
现金及现金等价物	10142	9860	9386	8732	营业外净收支	161	209	187	186
应收款项	18137	20684	21594	22753	利润总额	-20	6263	9695	12798
存货净额	4283	5208	5459	5316	所得税费用	852	1378	2327	3072
其他流动资产	10528	10481	12042	13726	净利润	-871	4885	7368	9727
<b>流动资产合计</b>	<b>43089</b>	<b>46234</b>	<b>48481</b>	<b>50528</b>	少数股东损益	-461	1221	2579	3404
固定资产	191387	215455	247365	276920	归属于母公司净利润	-410	3664	4789	6322
在建工程	24857	27429	28714	29357	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	25979	25525	25151	24877	经营活动现金流	20464	28220	34242	42128
长期股权投资	19740	21517	23294	25072	净利润	-410	3664	4789	6322
<b>资产总计</b>	<b>305052</b>	<b>336159</b>	<b>373005</b>	<b>406754</b>	少数股东权益	-461	1221	2579	3404
短期借款	37431	53227	68798	87080	折旧摊销	13621	24394	27857	30877
应付款项	28353	28637	29279	30719	公允价值变动	-158	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	3896	-3000	-3815	-1960
其他流动负债	36645	36786	35051	34352	投资活动现金流	-19417	-48283	-58260	-58067
<b>流动负债合计</b>	<b>102429</b>	<b>118650</b>	<b>133128</b>	<b>152151</b>	资本支出	-19992	-49678	-59736	-59811
长期借款及应付债券	115207	125207	140207	145207	长期投资	-1047	-1739	-1775	-1765
其他长期负债	11105	11105	11105	11105	其他	1623	3133	3251	3509
<b>长期负债合计</b>	<b>126312</b>	<b>136312</b>	<b>151312</b>	<b>156312</b>	筹资活动现金流	-2589	19782	23544	15285
<b>负债合计</b>	<b>228741</b>	<b>254962</b>	<b>284440</b>	<b>308463</b>	债务融资	5278	25795	30572	23282
股本	18507	18507	18507	18507	权益融资	18136	0	0	0
股东权益	76312	81197	88565	98291	其它	-26003	-6013	-7028	-7997
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>305052</b>	<b>336159</b>	<b>373005</b>	<b>406754</b>	现金净增加额	-1532	-281	-474	-654

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【公共事业&中小盘小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

## 【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况

下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。