大唐發電（0991）

更新報告

買入

2008 年 5 月 2 日

電源結構多元化及產業鏈發展結合，前景正面

- **1 季度業績下降 49.6%：**1 季度公司實現淨利潤 4.38 億元人民幣，同比下降 49.59%。這主要是由於經營成本上漲過快，同比上漲 23.2%，超出收入 10.27%的增長速度。但是，受益於裝機容量的增長，公司 1 季度發電量及上網電量分別提升 6.45%和 6.24%。
- **裝機容量降大幅增長：**2008 年是公司發展最爲快速的一年，預計全年新增火電機組 5,400 兆瓦、水電機組 2,637 兆瓦、風電機組 115 兆瓦，至 2008 年底公司權益裝機容量 28,401 兆瓦，增幅達 40.2%。我們認爲，權益裝機容量的大幅增長將在 2009 年產生規模效應。
- **全年煤炭成本增增幅小於 1 季度：**公司已簽訂合同煤 67%，預計合同兌現率爲 81%-82%。而公司 1 季度的煤炭採購爲合同煤和市場煤各 50%左右，我們預計隨著合同煤的履行，全年燃煤成本的增長將小於 1 季度 16%的增長幅度。而關於煤電聯動問題，我們仍維持 2009 年實行的預期，但不排除年內政府以補貼形式支持。
- **電源結構多元化及產業鏈發展的經營策略：**在電源結構方面，公司將加大向水電、風電等可再生能源發電轉變。目前公司水電、風電的裝機容量占比 4%，公司計畫在 2008 年末將此比例提升至 13%。同時，公司實行煤炭聯營，鎖定上游煤炭供應鏈。 預計 2008 年自產煤礦 1000 萬噸，2009 年將達到 2000-2500 萬噸，從長期看將實現自備煤 60%的比例。此外，煤化工專案建成後也將爲公司帶來現金流。
- **維持買入評級，目標價 6.78 港元：**我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 6.78 港元。目標價相當於 08 年 38.8 倍市盈率，較現價有 21.87%的上升空間，評級爲**買入**。

。

第一上海研究部

86755-3336 7019

主要資料

行業	公用事業
股價	5.56 港元
目標價	6.78 港元（+21.87%）
股票代碼	0991
已發行 H 股本	32.70 億股
H 股市值	175.58 億港元
52 周高/低	3.33-10.14 港元
每股淨現值	2.11 港元
主要股東	大唐集團(35.42%) 北京能源投資(13.01%) 河北建設投資(13.01%)

盈利摘要

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(人民币百万)	24,835	32,829	38,530	45,007	47,558
变动(%)		32.2%	17.4%	16.8%	5.7%
净利润(人民币百万)	2,778	3,406	1,843	2,208	2,625
每股盈利(人民币元)	0.268	0.293	0.157	0.188	0.224
变动(%)		9.4%	-46.4%	19.8%	18.9%
市盈率@5.56港元(倍)	18.7	17.1	31.9	26.6	22.4
每股股息(人民币元)	0.23	0.12	0.06	0.08	0.09
股息现价比率(%)		2.42%	1.30%	1.55%	1.85%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現

來源：彭博

1 季度業績分析

業績大幅下滑

淨利潤下降 49.6%

1 季度公司實現淨利潤 4.38 億元人民幣，同比下降 49.59%。這主要是由於經營成本上漲過快，同比上漲 23.2%，超出收入 10.27%的增長速度。

表 1：公司財務資料摘要

	2007-1Q	2008-1Q	*变动*	说明
营业收入	7,576	8,353	*10.27%*	发电量增长6.45%，上网电量增长6.24%
营业成本	(5,305)	(6,536)	*23.20%*	燃煤单位成本增长16%
毛利率	*29.97%*	*21.75%*		
营业税金及附加	(86)	(88)	*2.48%*	
销售费用		(19)		
管理费用	(261)	(338)	*29.70%*	
财务费用净额	(489)	(673)	*37.60%*	贷款数额上升及资本化的利息支出费用化
投资收益	3	2	*-49.76%*	
营业利润	1,437	701	*-51.26%*	
营业利润率	*18.97%*	*8.39%*		
营业外收入	0	2	*485.54%*	
营业外支出	(1)	(3)	*120.03%*	
税前利润	1,437	700	*-51.27%*	
所得税	(357)	(133)	*-62.83%*	
税后利润	1,080	567	*-47.45%*	
股东应占净利润	868	438	*-49.59%*	
净利润率	*11.46%*	*5.24%*		
EPS（人民币元）	0.08	0.04	*-50.00%*	

資料來源：公司資料，第一上海

燃煤成本上漲過快

燃煤成本大幅增長仍是公司成本上升的最大問題。1 季度，公司標煤單價達到 465 元/噸，上漲 25%，平均單位燃煤成本上漲 16%，超出公司原定 10%以內的控制目標。而受此因素影響，公司 18 個火電電廠中已有 6 個出現虧損。

發電量提升 6.45%

發電量提升，利用小時下降

1 季度累計完成發電量 293.06 億千瓦時，較去年同期增長 6.45%，完成上網電量 275.61 億千瓦時，同比增長 6.24%。發電量的增長主要由於權益機組容量增加，新餘電廠、唐山電廠、運城電廠及李仙江電廠全部投入運營，提升了整體發電能力。但是，由於奧運因素及南方雪災，相關電廠停運修檢，機組利用小時略有下降。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

2008 年展望

裝機容量問題

裝機容量大幅增長

2008 年是公司發展最爲快速的一年，預計全年新增火電機組 5,400 兆瓦、水電機組 2,637 兆瓦、風電機組 115 兆瓦，至 2008 年底公司權益裝機容量 28,401 兆瓦，增幅達 40.2%。我們認爲，權益裝機容量的大幅增長將在 2009 年產生規模效應。

機組利用小時問題

機組利用小時較 1 季度提升

由於公司在 1 季度集中安排機組的檢修，因此利用小時的下降爲一次性影響。從第 2 季度起，機組將高效運轉，預計全年機組利用小時爲 5800-6000 小時。

燃煤成本問題

2008 年全年單位燃煤成本將小於 1 季度增幅

公司 2008 年預計煤炭需求量 7200 噸，已簽訂合同煤 67%，預計合同兌現率爲 81%-82%。而公司 1 季度的煤炭採購爲合同煤和市場煤各 50%左右，由於市場煤價的高企，出現單位煤炭成本大幅增長情況。我們預計隨著合同煤的履行，全年燃煤成本增長將小於 1 季度 16%的增長幅度。

關於煤電聯動

煤電聯動

由於電力企業的普遍虧損，近期煤電聯動呼聲愈高。但由於 CPI 的控制問題，我們認爲煤電聯動仍需等待時機，降低預期至 2009 年。然而，不排除年內政府以補貼形式支持。

發展戰略

電源結構多元化

電源結構多元化

在電源結構方面，公司將加大向水電、風電等可再生能源發電轉變。目前公司水電、風電的裝機容量占比 4%，公司計畫在 2008 年末將此比例提升至 13%，未來將進一步提升。

產業鏈發展

煤炭聯營

公司實行煤炭聯營，鎖定上游煤炭供應鏈。目前已投資 7 座煤礦，其中 4 座已獲批，3 座仍在審批中。 預計 2008 年自產煤礦 1000 萬噸，2009 年將達到 2000-2500 萬噸，從長期看將實現自備煤 60%的比例。

煤化工

公司預計煤化工專案建成後將年產 46 萬噸聚丙烯及其它副產品。從中國聚丙烯需求情況看，多年來供需差額逐漸加大，每年進口量不斷增長。同時，由於聚丙烯價格與石油價格相關，石油價格的不斷上漲將帶動公司煤化工專案的盈利空間加大。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

估值

盈利預測

盈利預測

收入假設條件：
電價：2008 年不變，2009 年上漲 1%；
利用小時：2008 年小幅下降，2009 年回升。

單位成本假設條件：
煤炭成本 2008 年上漲 14%

表 2：公司盈利預測

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
营业收入	24,835	32,829	38,530	45,007	47,558
变动		*32.2%*	*17.4%*	*16.8%*	*5.7%*
营业成本	(18,847)	(25,089)	(33,270)	(38,638)	(40,250)
变动		*33.1%*	*32.6%*	*16.1%*	*4.2%*
营业利润	5,988	7,740	5,260	6,369	7,308
变动		*29.3%*	*-32.0%*	*21.1%*	*14.7%*
净利润	2,778	3,406	1,843	2,208	2,619
变动		*22.6%*	*-45.9%*	*19.8%*	*18.6%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

EPS 對單位煤炭成本變動敏感性

我們對單位煤炭成本變動對公司盈利影響進行分析，EPS 敏感性如下：

表 3：EPS 對單位煤炭成本變動敏感性

	2008年预测	*变动*	2009年预测	*变动*
+10%	0.197	*25.44%*	0.235	*24.88%*
+12%	0.177	*12.70%*	0.212	*12.66%*
+14%	**0.157**		**0.188**	
+16%	0.137	*-12.77%*	0.165	*-12.32%*
+18%	0.117	*-25.50%*	0.141	*-25.07%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

投資建議

目標價

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 6.78 港元。目標價相當於 08 年 38.8 倍市盈率，較現價有 21.87%的上升空間，我們維持買入評級。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

表 4：DCF 估值表

	2008年预测	2009年预测	2010年预测	2011年预测	2012年预测	稳定增长期 2013年预测	2014年预测	2015年预测
自由现金流	(3, 080)	6, 109	5, 372	8, 238	6, 692	6, 893	7, 099	7, 312
自由现金流折现	(2, 857)	5, 258	4, 289	6, 102	4, 599	4, 395	4, 199	4, 013
期数	1	2	3	4	5	6	7	8

WACC	7.79%
无风险利率	5.30%
市场风险溢价	7.00%
贝塔值	0.9
权益成本	11.60%
债务比率	60.00%
所得税	25.00%
债务成本	7.00%
稳定期增长率	3.00%

单位:百万人民币

資料來源：公司資料，第一上海預測

目標價對WACC和稳定期增長率敏感性

根據 WACC 和稳定期增長率的敏感性分析，目標價在 4.98 港元—9.97 港元之間。

表 5：目標價對 WACC 和稳定期增長率敏感性

		WACC 5.79%	6.79%	7.79%	8.79%	9.79%
稳定期增长率	**1%**	9.10	7.60	6.49	5.65	**4.98**
	2%	9.31	7.77	6.63	5.76	5.08
	3%	9.53	7.94	**6.78**	5.88	5.18
	4%	9.75	8.12	6.92	6.00	5.28
	5%	**9.97**	8.30	7.07	6.12	5.38

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

主要財務報表

损益表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	24,835.2	32,829.3	38,529.9	45,006.7	47,557.8
燃料	(10,663.8)	(15,263.0)	(20,972.5)	(24,536.7)	(25,406.7)
维修保养	(778.1)	(1,038.7)	(1,300.6)	(1,536.4)	(1,599.4)
折旧	(4,107.6)	(4,930.1)	(6,194.9)	(6,873.0)	(7,549.1)
销售管理费用	(3,018.0)	(3,504.3)	(4,387.9)	(5,208.2)	(5,393.0)
其他	(279.5)	(353.0)	(414.3)	(483.9)	(352.0)
经营利润	5,988.2	7,740.2	5,259.7	6,368.5	7,257.5
财务费用	(1,334.0)	(2,012.1)	(2,378.5)	(2,970.3)	(3,208.1)
联营公司投资收益	9.5	108.4	0.0	54.2	54.2
税前利润	4,663.6	5,836.5	2,881.2	3,452.4	4,103.7
税项	(1,081.3)	(1,446.4)	(518.6)	(621.4)	(738.7)
少数股东	(804.6)	(983.9)	(519.8)	(622.8)	(740.3)
净利润	2,777.8	3,406.2	1,842.8	2,208.2	2,624.7
EPS（Rmb）	0.3	0.3	0.2	0.2	0.0
EBITDA	10,095.8	12,670.4	11,454.6	13,241.6	14,806.7
增长					
总收入（%）	38.0%	32.2%	17.4%	16.8%	5.7%
EBITDA（%）	38.9%	25.5%	-9.6%	15.6%	11.8%
EPS-diluted（%）	-40.1%	9.4%	-46.0%	19.8%	-100.0%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	40.7%	38.6%	29.7%	29.4%	31.1%
EBIT 利率 (%)	24.1%	23.6%	13.7%	14.2%	15.3%
净利率(%)	11.2%	10.4%	4.8%	4.9%	5.5%
营运表现					
SG&A/收入(%)	12.2%	10.7%	11.4%	11.6%	11.3%
实际税率（%）	23.2%	24.8%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率（%）	48.6%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%
库存周转	20	20	20	20	20
应付账款天数	180	180	180	180	180
应收账款天数	27	27	27	27	27
财务状况					
净负债/股本	205.8%	228.2%	236.1%	215.7%	198.9%
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
总资产/股本	3.8	4.1	4.0	3.9	3.6
收入对利息倍数	4.4	3.7	2.2	2.1	2.2
ROE	11.6%	11.5%	5.9%	6.6%	7.2%

资产负债表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	4,451.3	3,648.8	1,744.8	2,597.0	1,524.6
应收账款	3,337.5	4,945.5	2,850.2	3,329.3	3,518.0
存货	807.0	1,051.2	2,069.2	1,583.5	2,199.9
其他流动资产	730.5	1,815.5	2,099.5	2,491.4	2,842.8
总流动资产	9,326.2	11,508.8	8,763.7	10,001.2	10,085.3
固定资产	77,506.0	########	111,390.2	112,517.1	112,968.0
其他资产	3,021.4	5,353.7	5,111.4	5,092.7	5,092.7
联营公司权益	857.4	1,341.9	1,756.9	2,038.8	2,320.7
总资产	90,711.0	########	127,022.1	129,649.9	130,466.7
短期银行贷款	12,243.3	26,904.6	19,491.9	11,814.1	11,664.2
应付帐款	7,648.4	10,743.7	10,984.0	12,857.9	13,318.1
其他流动负债	1,538.3	3,942.9	3,942.9	3,942.9	3,942.9
总短期负债	21,430.1	41,632.0	34,418.8	28,615.0	28,925.2
长期银行贷款	40,273.6	44,272.9	56,487.1	63,366.2	62,017.1
可转换债券	1,111.8	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	694.8	1,529.0	1,529.0	1,529.0	1,529.0
总负债	63,510.3	87,532.5	92,434.9	93,510.1	92,471.4
少数股东权益	3,304.7	4,643.4	3,146.9	2,491.2	1,722.1
股东权益	23,896.1	29,597.5	31,440.3	33,648.5	36,273.2
每股账面值	2.3	2.5	2.7	2.9	3.1

现金流量表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
税前利润	4,663.6	5,836.5	2,881.2	3,452.4	4,103.7
折旧	4,109.3	4,930.1	6,194.9	6,873.0	7,549.1
营运资金变化	(1,613.1)	(983.2)	984.1	1,488.6	(696.2)
税项	(1,047.7)	(1,293.5)	(518.6)	(621.4)	(738.7)
其他变化	(1,048.3)	(101.8)	16.6	(75.6)	(94.2)
营运现金流	5,063.7	8,388.2	9,558.2	11,117.0	10,123.7
资本开支	(15,394.1)	(25,968.4)	(15,000.0)	(8,000.0)	(8,000.0)
自由现金流	(10,330.4)	(17,580.2)	(5,441.8)	3,117.0	2,123.7
其他投资活动	(945.5)	239.4	(241.9)	(241.9)	(241.9)
投资活动现金流	(16,339.6)	(25,729.0)	(15,241.9)	(8,241.9)	(8,241.9)
负债变化	12,788.7	12,070.3	4,801.5	(798.7)	(1,498.9)
股本变化	3,278.8	1,111.8	0.0	0.0	0.0
股息	(1,750.8)	(3,520.6)	(761.8)	(912.8)	(1,085.0)
其他融资活动	386.6	0.0	(259.9)	(311.4)	(370.2)
融资活动现金流	14,703.2	16,541.4	3,779.8	(2,022.9)	(2,954.1)
现金变化	3,427.3	(799.3)	(1,903.9)	852.2	(1,072.3)
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	1,029.2	4,451.1	3,648.7	1,744.8	2,597.0
期末持有现金	4,451.1	3,648.7	1,744.8	2,597.0	1,524.6

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。