大唐發電（0991）

更新報告

買入

2008 年 7 月 25 日

電源結構多元化及產業鏈發展結合，前景正面

- **上網電價上調 5.23%**：根據發改委通知，自 7 月 1 日起，各燃煤電廠上網電價上調。按照批准的電價調整方案，公司火電機組平均上網電價比調整前提高了人民幣 17.7 元/兆瓦時，增幅約 4.91%，按照公司 2008 年計畫的電量加權平均計算，增幅達 5.23%。我們預測，此次電價上調給公司 2008 年收入的提升爲 2.6%。
- **上網電量增長 10.96%**：2008 年上半年，公司累計完成發電量 622.53 億千瓦時，同比增長 11.08%；上網電量 585.99 億千瓦時，同比增長 10.96%。發電量的增長主要受益於公司裝機容量的增長，上半年公司新增裝機容量 3812 兆瓦，較 2007 年底增長 18.9%。同時由於下花園電廠關停 200 兆瓦發電機組，公司上半年實際裝機容量增長 3612 兆瓦。
- **煤炭資源豐富**：公司是擁有最多煤炭資源的電力公司。目前，公司投資的塔山煤礦預計 2008 年產能達到 1000 萬噸，朔州地區的煤礦 2008 年產能 600 萬噸。同時，公司尚擁有若干待批煤礦，預計到 2010 年煤炭自給率達到 40%，從長期看將實現自備煤 60%以上的比例。
- **維持買入評級，目標價 6.90 港元**：我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 6.90 港元。目標價相當於 08 年 32.1 倍市盈率，較現價有 44.45%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	4.78 港元
目標價	6.90 港元（+44.45%）
股票代碼	0991
已發行 H 股本	32.70 億股
H 股市值	156.74 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%)

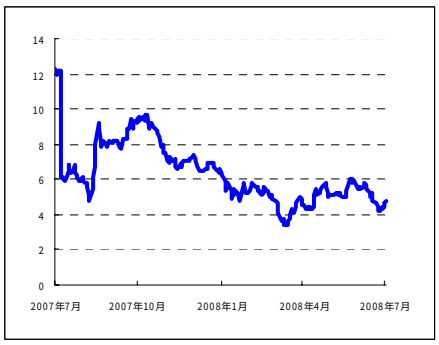
盈利摘要

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	39,802	46,212	48,229
变动(%)		32.2%	21.2%	16.1%	4.4%
净利润(人民币百万)	2,778	3,406	2,271	2,543	2,748
每股盈利(人民币元)	0.268	0.293	0.194	0.217	0.234
变动(%)		9.4%	-33.9%	12.0%	8.1%
市盈率@4.78港元(倍)	16.1	14.7	22.2	19.9	18.4
每股股息(人民币元)	0.23	0.12	0.08	0.09	0.10
股息现价比率(%)		2.81%	1.86%	2.08%	2.25%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

上網電價上調 5.23%

收入提升 2.6%

根據發改委通知，自 7 月 1 日起，各燃煤電廠上網電價上調。按照批准的電價調整方案，公司火電機組平均上網電價比調整前提高了人民幣 17.7 元/兆瓦時，增幅約 4.91%，按照公司 2008 年計畫的電量加權平均計算，增幅達 5.23%。我們預測，此次電價上調給公司 2008 年收入的提升爲 2.6%。

表 1：公司電價上調方案

电厂	调价前（人民币/兆瓦时）	调价后（人民币/兆瓦时）	上调幅度
高井热电厂	388.50	398.80	2.65%
陡河发电厂			
1-2号机组	347.20	363.20	4.61%
3-6号机组	359.00	375.00	4.46%
7-8号机组	374.00	390.00	4.28%
下花园电厂	359.00	375.00	4.46%
张家口发电厂			
1、3、4号机组	359.00	375.00	4.46%
2号机组	332.50	348.50	4.81%
5-8号机组	349.50	365.50	4.58%
新余电厂	403.00	418.00	3.72%
盘山电厂	355.20	366.80	3.27%
托克托电厂	312.00	322.00	3.21%
云岗电厂	281.00	300.90	7.08%
唐山电厂	346.00	362.00	4.62%
神头电厂	298.00	308.00	3.36%
连城电厂	250.80	261.50	4.27%
王滩电厂	350.40	366.40	4.57%
乌沙山电厂	361.00	382.20	5.87%
潮州电厂	453.20	479.20	5.74%
宁德电厂	379.00	402.30	6.15%
红河电厂	270.30	305.30	12.95%
运城电厂	275.40	295.30	7.23%
呼和浩特电厂	250.90	259.90	3.59%
综合	338.86	355.49	4.91%

資料來源：公司資料，第一上海

上半年上網電量增長 10.96%

上網電量增長 10.96%

2008 年上半年，公司累計完成發電量 622.53 億千瓦時，同比增長 11.08%；上網電量 585.99 億千瓦時，同比增長 10.96%。發電量的增長主要受益於公司裝機容量的增長，上半年公司新增裝機容量 3812 兆瓦，較 2007 年底增長 18.9%。同時由於下花園電廠關停 200 兆瓦發電機組，公司上半年實際裝機容量增長 3612 兆瓦。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

加大水電和風電的投資

水電和風電機組容量比重增長

上半年，公司加大投入水電及風電機組，其中裝機容量較大的彭水水電公司發電量達 10.12 億千瓦時。2007 年底公司水電、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%。

煤炭資源豐富

煤炭資源豐富

公司是擁有最多煤炭資源的電力公司。目前，公司投資的塔山煤礦預計 2008 年產能達到 1000 萬噸，朔州地區的煤礦 2008 年產能 600 萬噸。同時，公司尚擁有若干待批煤礦，預計到 2010 年煤炭自給率達到 40%，從長期看將實現自備煤 60%以上的比例。

盈利預測

盈利預測

假設前提：

不考慮電價未來繼續上調空間。

根據我們預測，公司 2008 年 EPS 爲 0.19 港元。

表 2：公司盈利預測

	2006年	2007年	2008年预测	2009年预测	2010年预测
营业收入	24,835	32,829	39,802	46,212	48,229
变动		*32.2%*	*21.2%*	*16.1%*	*4.4%*
营业成本	(18,847)	(25,089)	(33,652)	(39,145)	(40,632)
变动		*33.1%*	*34.1%*	*16.3%*	*3.8%*
营业利润	5,988	7,740	6,150	7,067	7,597
变动		*29.3%*	*-20.5%*	*14.9%*	*7.5%*
净利润	2,778	3,406	2,271	2,543	2,748
变动		*22.6%*	*-33.3%*	*12.0%*	*8.1%*

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

投資建議

目標價

我們用 DCF 估值法對公司進行估值，目標價 6.90 港元。目標價相當於 08 年 32.1 倍市盈率，較現價有 44.45%的上升空間，我們維持買入評級。

表 3：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	(2,303)	4,856	3,748	6,554	5,646	5,816	5,990	6,170
自由现金流折现	(2,152)	4,239	3,056	4,994	4,020	3,868	3,722	3,582
期数	1	2	3	4	5	6	7	8

WACC	7.03%
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	71.93%
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

估值敏感性

根據 WACC 和穩定期增長率的敏感性分析，目標價在 4.94 港元—10.60 港元之間。

表 5：目標價對 WACC 和穩定期增長率敏感性

稳定期增长率 \ WACC	5.03%	6.03%	7.03%	8.03%	9.03%
1%	9.64	7.87	6.61	5.67	**4.94**
2%	9.87	8.05	6.75	5.79	5.04
3%	10.11	8.24	**6.90**	5.91	5.15
4%	10.36	8.43	7.06	6.04	5.25
5%	**10.60**	8.62	7.21	6.17	5.36

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	39,802.2	46,212.0	48,229.3
燃料	(10,663.8)	(15,263.0)	(21,340.4)	(24,967.2)	(25,588.7)
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)	(6,936.7)	(7,699.1)
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)	(428.0)	(496.9)	(352.0)
经营利润	5,988.2	7,740.2	6,150.4	7,066.7	7,597.1
财务费用	(1,334.0)	(2,012.1)	(2,599.2)	(3,145.1)	(3,354.9)
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	3,551.2	3,975.9	4,296.4
税项	(1,081.3)	(1,446.4)	(639.2)	(715.7)	(773.4)
少数股东	(804.6)	(983.9)	(640.6)	(717.2)	(775.1)
净利润	2,777.8	3,406.2	2,271.3	2,543.0	2,748.0
EPS（Rmb）	0.3	0.3	0.2	0.2	0.0
EBITDA	10,095.8	12,670.4	12,345.3	14,003.4	15,296.2
增长					
总收入（%）	38.0%	32.2%	21.2%	16.1%	4.4%
EBITDA（%）	38.9%	25.5%	-2.6%	13.4%	9.2%
EPS-diluted（%）	-40.1%	9.4%	-33.4%	12.0%	-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%	31.0%	30.3%	31.7%
EBIT 利率 (%)	24.1%	23.6%	15.5%	15.3%	15.8%
净利率(%)	11.2%	10.4%	5.7%	5.5%	5.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	12.2%	10.7%	11.0%	11.3%	11.2%
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%	231.9%	214.7%	202.6%
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
总资产/股本	3.8	4.1	4.0	3.8	3.6
收入对利息倍数	4.4	3.7	2.3	2.2	2.2
ROE	11.6%	11.5%	7.1%	7.4%	7.4%

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	2,063.4	2,503.0	591.5
应收账款	3,337.5	4,945.5	2,944.3	3,418.4	3,567.6
存货	807.0	1,051.2	2,120.7	1,592.3	2,216.6
其他流动资产	730.5	1,815.5	2,128.5	2,518.9	2,858.1
总流动资产	9,326.2	11,508.8	9,256.9	10,032.6	9,233.8
固定资产	77,506.0	########	111,390.2	114,453.4	116,754.2
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	########	127,515.4	131,617.6	133,401.5
短期银行贷款	12,243.3	26,904.6	19,491.9	11,934.1	11,884.2
应付帐款	7,648.4	10,743.7	11,165.4	13,070.2	13,407.8
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	34,600.2	28,947.2	29,235.0
长期银行贷款	40,273.6	44,272.9	56,487.1	64,446.2	63,997.1
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	92,616.3	94,922.4	94,761.1
少数股东权益	3,304.7	4,643.4	3,030.2	2,283.3	1,480.7
股东权益	23,896.1	29,597.5	31,868.8	34,411.8	37,159.8
每股账面值	2.3	2.5	2.7	2.9	3.2

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	3,551.2	3,975.9	4,296.4
折旧	4,109.3	4,930.1	6,194.9	6,936.7	7,699.1
营运资金变化	(1,613.1)	(983.2)	990.9	1,568.7	(775.1)
税项	(1,047.7)	(1,293.5)	(639.2)	(715.7)	(773.4)
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	10,114.4	11,690.1	10,352.9
资本开支	(15,394.1)	(25,968.4)	(15,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)
自由现金流	(10,330.4)	(17,580.2)	(4,885.6)	1,690.1	352.9
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)	(10,241.9)	(10,241.9)
负债变化	12,788.7	12,070.3	4,801.5	401.3	(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)	(938.9)	(1,051.2)	(1,136.0)
其他融资活动	386.6	0.0	(320.3)	(358.6)	(387.5)
融资活动现金流	14,703.2	16,541.4	3,542.2	(1,008.6)	(2,022.4)
现金变化	3,427.3	(799.3)	(1,585.3)	439.6	(1,911.5)
	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	2,063.4	2,503.0
期末持有现金	4,451.1	3,648.7	2,063.4	2,503.0	591.5

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。