

投资评级：推荐（维持）

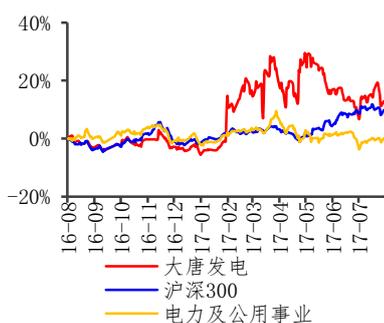
报告日期：2017年08月17日

市场数据

目前股价	4.48
总市值（亿元）	596.29
流通市值（亿元）	447.75
总股本（万股）	1,331,004
流通股本（万股）	999,436
12个月最高/最低	5.35/3.71

分析师

分析师：杨洁 S1070515020001
 电话：010-88366060-8865
 邮箱：yangj@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<甩掉煤化工包袱，重新起航>> 2017-03-19
 <<业绩符合预期，资产注入时间点推后>>
 2015-10-29
 <<非电业务亏损拖累业绩，未来确定性改善值得期待>> 2015-03-20

电价下降，煤价上涨，导致业绩下降 36.19%

——大唐发电（601991）公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	54,161	49,615	45,450
(+/-%)	(0.08)	-8.39%	-8.39%
净利润	2,660	2,926	3,863
(+/-%)	(2.01)	10.00%	32.04%
摊薄 EPS	0.20	0.22	0.29
PE	22.4	20.4	15.4

资料来源：长城证券研究所

事件：大唐发电发布 2017 年中报，公司 1-6 月份实现营业收入 300.5 亿元，比上年同期增长 2.91%，归属与上市公司股东的净利润为 10.8 亿元，比上年同期减少 36.19%。

核心观点

- 电价下调，煤价上涨，导致公司上半年业绩下降 36.19%：**公司 2017H1 营业成本比上年同期增长 21.59% 为 254 亿元，主要是因为煤炭价格同比大幅上涨导致营业成本上升。公司上网电价均价为 0.37 元/千瓦时，比上年同期下降 0.0071 元/千瓦时，同比下降 1.88%。发电量增长导致营收增长 2.91% 为 300.5 亿元，公司实现上半年业绩为 10.8 亿元，同比下降 36.19%。
- 发电量与上网电量同比增长为 10.52% 和 10.33%：**2017H1 公司累计完成发电量约 906 亿千瓦时，比去年同期增长约 10.52%；累计完成上网电量约 858 亿千瓦时，比去年同期增长约 10.33%。其中火电机组受所在区域火电利用小时数增长等因素的影响，发电量同比增长 12.43%，上网电量同比增长 12.31%。水电机组受到所在流域来水偏枯的影响，发电量同比减少 2.95%，上网电量同比减少 2.99%。此外风电机组和光伏机组受到装机容量增加的影响，风电机组发电量同比增长 9.45%，上网电量同比增长 9.53%。光伏机组发电量同比增长 51.4%，上网电量同比增长 51.18%。
- 出售煤化工及关联项目股权导致三项费用均出现下降：**2017H1 公司销售费用比上年同期下降 78.5%，管理费用下降 59.57%，财务费用下降 23.32%，均是由于出售煤化工项目所致，三项费用下降有助于改善公司基本面，利好公司未来的健康发展。
- 预计未来上网电价提高以及煤价长期下行的预期，有望改善公司业绩：**国家发改委印发《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》拟自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶

持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难。此次电价调整是在销售电价不变的前提下，将政府附加及基金减少的部分转移给发电企业，实质是变相提高煤电标杆电价。我们预计将变相提高煤电标杆电价在 1.27 分/度，预计将给公司下半年的业绩带来极大的改善。

- **投资建议：**考虑到未来上网电价上调的预期以及煤价长期下行的影响，我们预计公司未来的基本面有望得到大大的改善，预计公司 2017-2018 年 EPS 为 0.20, 0.22 元，对应 PE 为 22.4X、20.4X，给予推荐评级
- **风险提示：**煤价出现大幅上涨

1.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	61,890	59,124	54,161	49,615	45,450	成长性					
营业成本	57,933	55,178	37,841	34,665	31,755	营业收入增长	-11.83%	-4.47%	-8.39%	-8.39%	-8.39%
销售费用	204	178	241	221	202	营业成本增长					
管理费用	3,797	3,850	3,355	3,073	2,815	营业利润增长	102.37%	-435.81%	116.15%	0.00%	0.00%
财务费用	7,898	6,698	5,235	4,969	4,936	利润总额增长	54.41%	223.12%	-37.06%	-15.57%	-22.05%
投资净收益	1,202	-3,064	0	-2,048	-2,048	净利润增长	70.47%	-38.83%	135.54%	-13.24%	-18.24%
营业利润	0	0	7,490	4,640	3,695	盈利能力					
营业外收支	1,409	357			359	毛利率	31.48%	26.23%	30.13%	30.13%	30.13%
利润总额	0	0	7,490	4,640	4,054	销售净利率	5.31%	3.40%	8.73%	8.27%	7.38%
所得税	3,285	-768	796		524	ROE	2.78%	-11.78%	1.04%	0.90%	0.73%
少数股东损益	0	0			334	ROIC	0.35%	-28.75%	-5.69%	-2.38%	-2.24%
净利润	2,809	-2,623	2,660	2,926	3,863	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	0.33%	0.30%	0.44%	0.44%	0.44%
流动资产	21,020	20,195	22,420	30,895	38,730	管理费用/营业收入	6.14%	6.51%	6.19%	6.19%	6.19%
货币资金	5,574	4,528	8,134	18,395	27,279	财务费用/营业收入	12.76%	11.33%	9.66%	10.02%	10.86%
应收账款	7,343	7,506	132	132	132	投资收益/营业利润	#DIV/0!	#DIV/0!	0.00%	-44.13%	-55.42%
应收票据	517	498	18,770	17,195	15,751	所得税/利润总额	#DIV/0!	#DIV/0!	10.63%	0.00%	12.93%
存货	3,858	2,767	2,910	2,665	2,442	应收账款周转率	7.87	7.39	7.41	7.41	7.41
非流动资产	282,348	213,028	201,013	192,519	184,292	存货周转率	10.99	15.77	13.01	13.01	13.01
固定资产	182,032	137,161	172,075	163,780	155,661	流动资产周转率	2.95	3.10	2.42	1.61	1.17
资产总计	303,368	233,222	223,433	223,414	223,022	总资产周转率	0.20	0.26	0.24	0.22	0.20
流动负债	70,916	57,366	45,532	41,710	38,209	偿债能力					
短期借款	14,786	11,010	0	0	0	资产负债率	79.03%	74.38%	71.81%	70.11%	68.66%
应付款项	22,262	15,800	1,759	1,612	1,476	流动比率	0.29	0.35	0.49	0.74	1.01
非流动负债	169,102	117,263	114,924	114,924	114,924	速动比率	0.23	0.26	0.41	0.66	0.93
长期借款	130,061	90,166	0	1	2	每股指标 (元)					
负债合计	240,018	174,629	160,456	156,634	153,132	EPS	0.21	-0.20	0.20	0.22	0.29
股东权益	63,350	58,594	62,977	66,781	69,890	每股净资产	4.76	4.40	4.73	5.02	5.25
股本	13,310	13,310	13,310	13,310	13,310	每股经营现金流	1.88	1.54	1.56	1.16	1.06
留存收益	16,600	16,894	16,240	16,600	16,894	每股经营现金/EPS	8.92	-7.80	7.82	5.27	3.66
少数股东权益	0	0	22,844	26,288	29,103	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	303,368	233,222	223,433	223,414	223,022	PE	21.23	-22.73	22.42	20.38	15.43
现金流量表					(百万)	PEG	0.38	0.12	-0.61	-6.81	-6.05
经营活动现金流	25,050	20,453	20,811	15,423	14,159	PB	1.32	1.50	1.49	1.47	1.46
其中营运资本减少	2,531	-15,284	2,582	-1,991	-2,410	EV/EBITDA	8.74	9.34	8.81	8.88	9.04
投资活动现金流	-14,202	-13,747	308	108	-92	EV/SALES	3.68	3.16	3.24	3.40	3.58
其中资本支出	-9,752	-26,918	-400	-600	-800	EV/IC	1.07	1.12	1.12	1.13	1.13
融资活动现金流	-10,663	-7,401	-16,592	-5,270	-5,182	ROIC/WACC	0.05	-3.93	-0.78	-0.33	-0.31
净现金总变化	186	-699	4,527	10,261	8,884	REP	22.21	-0.28	-1.45	-3.46	-3.70

研究员介绍及承诺

杨洁: 清华大学经济管理学院 MBA, 2010 年 10 月加入长城证券, 2014 年 8 月起担任电力及公用事业行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>