

大唐发电 A

非电业务恐继续拖累主业

上调电力业务盈利预测，但下调非电业务预测

由于燃料成本下降，公司 2013 年电力业务超我们预期，因此我们上调了公司电力业务的盈利预测。但多伦煤化工项目亏损额大幅超出我们预期，因此我们下调了多伦煤化工、克旗和阜新煤制气项目的利用率假设并上调了燃料成本假设，从而下调了非电业务的盈利预测。

我们认为公司煤化工项目或普遍存在煤炭供应问题

我们此前报告曾提到，大唐克旗煤制气项目事故或因煤质不符导致设备腐蚀。由于公司需重新选择合适的煤种，我们预计此次事故可能使项目燃料成本有所增加，而维修时间加长则会降低项目产能利用率。管理层表示，克旗和多伦项目仍在调试中，我们担心阜新项目可能也会遭遇同样的问题。

A 股投资者对煤气化项目抱有较高预期，其开工率稳定改善前股价或受压制

13 年 6 月天然气方案上调了各省增量气的最高门站价，导致市场对公司煤制气项目充满期待，所以公司 13 年 6 月-8 月之间公司股价表现显著强于同业，但克旗项目事故导致市场预期落空，虽然公司电力业务表现良好，一定程度抵消非电业务的下滑，但我们认为煤气化项目稳定运行前，股价将受压制。

估值：下调盈利预测和目标价，维持“买入”评级

我们将 2014/15/16 年 EPS 预测从 0.43/0.47/0.62 元下调至 0.41/0.42/0.47 元，基于 DCF 估值方法（假设 WACC 为 6.7%）将目标价由 5.80 元下调至 4.70 元。

Equities

中国
电力生产和供应业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb4.70**
之前: Rmb5.80

股价 **Rmb3.73**

路透代码: 601991.SS 彭博代码 601991 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb5.44-3.66		
市值	Rmb44.6 十亿/US\$7.18 十亿		
已发行股本	9,994 百万 (ORDA)		
流通股比例	31%		
日均成交量(千股)	8,549		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb33.1		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb48.0 十亿		
市净率 (12/14E)	1.0x		
净债务 / EBITDA	7.0x		

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.43	0.41	-5.21	0.37
12/15E	0.47	0.42	-12.09	0.45
12/16E	0.62	0.47	-23.07	-

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	72,382	77,598	75,227	80,400	89,051	96,776	102,569	107,580
息税前利润(UBS)	9,553	13,470	16,345	18,561	17,830	19,351	20,318	21,316
净利润 (UBS)	1,574	2,716	4,639	5,393	5,553	6,319	6,719	7,388
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.12	0.20	0.35	0.41	0.42	0.47	0.50	0.56
每股股息 (Rmb)	0.11	0.10	0.12	0.16	0.17	0.19	0.20	0.22
现金 / (净债务)	(166,835)	(187,428)	(193,822)	(209,152)	(220,845)	(218,995)	(208,284)	(194,046)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	13.2	17.4	21.7	23.1	20.0	20.0	19.8	19.8
ROIC (EBIT) (%)	5.0	6.2	7.0	7.4	6.6	6.9	7.2	7.8
EV/EBITDA(core)x	12.0	10.3	9.4	8.4	8.5	8.0	7.4	7.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	45.9	23.9	13.2	9.2	8.9	7.9	7.4	6.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(37.2)	(26.8)	2.7	(28.7)	(22.5)	9.9	30.6	39.4
净股息收益率(%)	2.0	2.0	2.6	4.3	4.5	5.1	5.4	6.0

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2014 年 03 月 27 日 19 时 26 分的股价(Rmb3.73)得出。

投资主题

大唐发电 A

投资理由

1、公司以火电为主，兼有煤矿、煤化工、煤制气等非电业务；2、电力方面，公司盈利能力有望受益于煤价持续走低，而且随着中国用电需求增速下降，公司很可能会减少投资从而降低杠杆、改善资产负债表；3、非电业务中，已投产煤化工和煤制气项目均面临煤质不符导致负荷率和运行稳定性偏低的问题，目前在建的其他煤制气项目也可能受到影响，或使得进度推迟。我们预计未来几年多伦煤化工项目将持续亏损。我们的 2014-15 年盈利预测比市场一致预期高 11%/低 7%，基于 DCF 估值方法和 6.7%的 WACC 得到目标价 4.70 元，对应 2014 年 PE 为 11.5 倍。给予“买入”评级。

乐观情景

如果 2014/15 年秦皇岛现货价均为 500 元/吨，而合同价存在 10-20 元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为 4.90 元。

悲观情景

如果 2014/15 年秦皇岛现货价均为 560 元/吨，而合同价存在 10-20 元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为 4.30 元。

近期催化剂

若公司彻底解决煤质问题使得煤化工和煤制气项目得以持续稳定运行。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb4.70

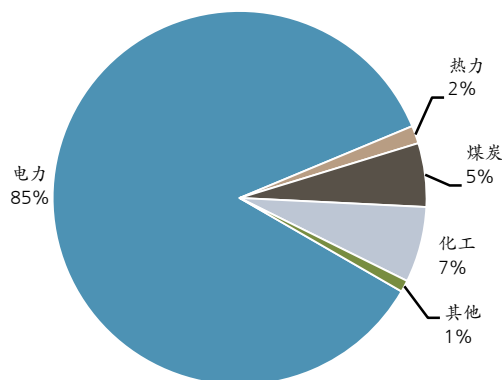
公司简介

大唐国际发电股份有限公司是一家独立发电商。公司于 1997 年 3 月分别在香港证券交易所和伦敦证券交易所上市，2006 年 12 月在上海证券交易所上市。母公司大唐集团拥有其 36%的股权。截至 2012 年年底，大唐发电的总管理装机容量约为 39.15 吉瓦，主要分布在华北地区。

行业展望

国内经济增速放缓导致用电需求增长趋稳，我们认为这将有助于电力公司改善现金流、修复资产负债表。2012 年底发布的煤电联动机制如落实，我们预计电力公司盈利将更趋平稳。

2013 年分业务收入(%)



来源: 公司数据

分业务的经常性净利润

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力	1,407	4,709	5,713	5,448	6,020
煤炭	1,127	887	937	1,177	1,091
化工	75	-1,330	-1,929	-1,851	-1,830
煤制气	0	0	44	150	409
其他	107	372	629	629	629
合计	2,716	4,639	5,393	5,553	6,319

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

煤制气项目前景或不如预期乐观

我们担心大唐克旗和阜新煤制气项目可能不如此前预想的乐观，但类似问题应仅属于个例，因此不会改变我们对中国煤制气行业的看好，我们仍旧相信未来几年，煤制气有望成为中国天然气供应的主要来源之一。但同时需指出的是，煤质问题对这类项目成功运行的重要性远比此前预想的高。

我们将公司 2014-16 年盈利预测分别下调 5%/12%/23%。克旗项目持续稳定运行前，我们认为股价会持续受压。在煤价持续走低的环境下，我们预计公司电力业务仍将保持较高盈利水平。

关于煤制气项目，管理层已确认该项目运行一月后，气化炉内壁受到腐蚀，主要是由于原料采用劣质褐煤。尽管公司已着手解决该问题，但我们担心进展不会太快，且同样的问题可能反复出现。

即便腐蚀问题能得以完全解决，我们预计煤制气项目的盈利能力可能大幅低于我们此前的预期，因为：1、停机检修时间加长将降低产能利用率，并增加运行成本；2、无论是混配还是提升煤质都将增加燃料成本。阜新项目采用和克旗项目一样的煤种，因此我们认为阜新项目也有运营风险，我们预计其投产时间可能推迟至 2015 年下半年（公司表示争取 14 年底投产）。

我们一直不看好多伦煤化工项目。虽然多伦项目选用了与克旗不一样的壳牌技术，但事实表明无论是壳牌还是鲁奇技术都不能很好的消化大唐胜利煤矿所产的低质煤。2013 年多伦项目归属净利润为-9.1 亿元，鉴于壳牌技术对煤质的兼容性差，我们认为多伦项目很难持续稳定运行。

盈利预测和目标价调整

我们将目标价由 5.8 元下调 19%至 4.7 元，其中对电力和煤炭的估值基本保持不变，但煤制气项目的每股估值由 1.0 元下调至 0.5 元，煤化工项目的每股估值则由 0.4 元下调至 0.0 元。

图表 1: 分业务估值

元/股	新预测			旧预测		
	每股 NPV	2014E 每股净资产	对应 2014E P/B	每股 NPV	2014E 每股净资产	对应 2014E P/B
电力和其他	3.9	1.9	2.1	4.0	1.8	2.2
煤炭	0.3	0.4	0.7	0.3	0.4	0.8
煤制气	0.5	0.4	1.1	1.0	0.6	1.9
煤化工	0.0	0.9	0.0	0.4	0.8	0.6
合计	4.7	3.6	1.3	5.8	3.6	1.6

来源: 瑞银证券估算

我们将 2014/15/16 年盈利预测分别下调 5%/12%/23%，具体如下：

- **电力业务：**该业务 13 年的实际盈利高于我们此前预期，主要是由于煤电利用率高于预期，且燃料与折旧以外的现金成本低于预期。因此我们上调了电力板块的盈利预测。

我们预计 2014 年上网电量为 1,902 亿千瓦时，与公司指引的 1,935 亿千瓦时接近。秦皇岛 5500 大卡煤价假设维持在 540 元/吨，对应单位燃料成本同比下降 6%（公司指引为 5%）。

- **煤炭业务：**2013 年公司参控股煤矿的实际利润符合我们此前预期，因此盈利预测基本保持不变。
- **化工业务：**我们上调了多伦项目的亏损预测。2013 年多伦项目实际负荷率仅 46%。由于煤质差，我们认为项目难以持续稳定运行，因此将长期负荷率假设由 70% 下调至 50%。

我们还将煤炭成本假设上调了 25%，因为提高入炉煤煤质会增加成本。

- **煤制气业务：**我们下调了克旗和阜新煤制气项目的盈利预测。我们将 2018 年底负荷率假设由 85% 下调至 60%，2014 年负荷率假设为 50%。

由于煤种与多伦一样，因此煤制气项目的煤炭成本假设也上调了 25%。

我们预计克旗余下项目和阜新项目的投产进度可能推迟，假设阜新一期和二期分别于 2015 年下半年和 2016 年下半年投产，克旗二期和三期则分别于 2014 年四季度和 2015 年下半年投产。

我们假设 2014 年供气量为 5 亿立方米，是公司指引 10 亿立方米的一半。

图表 2: 各项业务的盈利预测调整

单位: 百万元	新预测					旧预测				
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
电力	1,407	4,709	5,713	5,448	6,020	1,476	3,705	4,883	4,144	4,690
煤炭	1,127	887	937	1,177	1,091	1,127	544	594	910	878
化工	75	(1,330)	(1,929)	(1,851)	(1,830)	75	(447)	(315)	(59)	(11)
煤制气	-	-	44	150	409	-	(0)	222	1,017	2,352
其他	107	372	629	629	629	107	306	306	306	306
经常性净利润	2,716	4,639	5,393	5,553	6,319	2,785	4,108	5,690	6,317	8,214

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

煤制气项目

我们认为煤制气项目的核心风险在于管理层缺乏相关经验。中国目前投运的煤制气项目约 100 台，仅克旗项目和新疆广汇能源项目遇到了腐蚀问题。

腐蚀的诱因是煤质不符

2014 年 1 月 18 日，克旗煤制气项目一期因发生腐蚀事故而暂时停产检修，距离 2013 年 12 月 15 日投运仅一个月。管理层解释到，腐蚀出现在气化炉

内壁，是在气化环节中产生的，但并未透露究竟是什么导致了腐蚀，仅是指出腐蚀的机理很复杂。

我们怀疑腐蚀的原因可能与入炉煤的高灰分高含硫量有关。在高温下，煤炭中的灰分会溶解并产生腐蚀性物质（如氯离子），从而损坏气化炉内壁。我们参考了中国化工报 2014 年 3 月 24 日刊发的文章，其中引用了合肥通用机械研究院和北京科技大学专家的论述。管理层表示，这些专家目前也都参与了克旗腐蚀事故的调查研究。

试运行无碍，但正式投运月余便出事

为何克旗项目在 2012 年试运行之时并未发生腐蚀事故，但正式投产仅一个月便出事？根据前述中国化工报之报道，克旗试运行的时候采用了煤质较高的神华煤，而正式投产后用的则是控股的胜利煤。

公司否认了这种说法，并强调克旗一直都是用的自产胜利煤。管理层解释说，试运行时间较短，不足以发现问题。这或暗示为了赶在北京供暖季之前投产设备，公司并未进行足够的测试。

堆焊抗腐蚀材料未必是根治之道

公司表示正与行业专家合作解决问题，目前的方案是在气化炉内壁堆焊一层抗腐蚀材料，并已运用于克旗一期。管理层表示一期 A 组 8 台气化炉已于今年 3 月 25 日复产，B 组 8 台气化炉将于下周复产。

我们认为公司目前的做法仅是在真正治本方案找到之前的一种试验性做法，我们担心简单加涂一层材料无法彻底根治腐蚀问题。

积极优化煤质中，但效果未必理想

公司也在积极寻找其他解决方案，比如通过混配来优化入炉煤质，但混配的基准仍是目前煤化工和煤制气项目使用的大唐自产胜利煤。

我们认为该方案的努力方向是正确的，但对其有效性持保留看法。因为胜利煤矿及周边地区所产煤炭大部分都是褐煤，且即便同一矿洞中煤质差异也很大。就多伦项目而言，公司已经尝试了 2 年，但仍未找到合适的煤种以实现稳定运行。如果选择其他地方的煤，则运输成本将上升。

提高煤质还需要从管理入手

前述中国化工报之报道中，专家提到煤质是所有煤化工项目的关键所在。企业不仅要考虑热值，还要参考如灰分、含硫量、金属含量等其他因素。

就这方面而言，我们认为公司也正在努力提高中。管理层正在调整结构以疏通煤炭业务和煤化工、煤制气业务之间的沟通。过去胜利煤矿隶属于内蒙古公司，后者主要管理托克托电厂。我们认为电力背景的管理层未必能妥善处理化工用煤的质量控制。过往煤化工公司和胜利煤矿公司曾就煤种适应性问题产生分歧。

管理层对煤制气项目偏乐观

公司计划克旗项目 2014 年供气 10 亿立方米，我们认为这个目标偏乐观。

正式运行的第一个月内，克旗一期共售往北京 0.5 亿立方米天然气。考虑到公司在供气高峰期就停产检修，且今年很可能再次出现检修以及二期投产的时间表，我们认为今年完成 10 亿立方米目标的可能性较小。

煤化工项目

技术路线不同但煤质相同

不仅我们，市场也一直不看好多伦煤化工项目。与克旗/阜新项目的鲁奇技术不同，多伦项目采用了壳牌煤气化技术，但自投产以来，多伦项目一直因为煤质不符导致负荷率偏低，其他环节如甲醇制聚丙烯则无碍。

壳牌技术属于干煤粉气流床技术，需要将煤磨成很细的煤粉，并配以稳定的温度和大量氧气。但是胜利煤的水分含量很高，因此并不十分适合壳牌炉。

鉴于此，多伦项目过去一年曾经历大修，且一直在尝试合适的煤种，以保证气化环节的稳定运行。2013 年和 2014 年头两个月，该项目平均负荷率仅 40% 左右。

或已找到合适的煤种？

公司表示，最近在胜利 6 号煤中找到了适合多伦煤化工项目的煤种，位于地下 40-200 米的煤层中。但即便同一煤层的煤质也可能有很大差异，因为胜利煤矿属于劣质褐煤，因此我们担心，6 号煤中未必所有都能适用于多伦项目。

我们认为公司指引偏乐观

管理层今年的目标是煤化工项目实现 65% 的利用率。考虑到多伦项目投产以来一直未能实现稳定运行，我们认为这个目标偏乐观。

大唐发电 A (601991.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	72,382	77,598	75,227	80,400	6.9	89,051	10.8	96,776	102,569	107,580
毛利	27,898	33,129	40,150	43,549	8.5	46,308	6.3	50,622	53,571	56,204
息税折旧摊销前利润(UBS)	18,158	22,330	26,360	29,931	13.5	31,239	4.4	34,223	36,076	37,675
折旧和摊销	(8,605)	(8,861)	(10,015)	(11,370)	13.5	(13,409)	17.9	(14,872)	(15,758)	(16,359)
息税前利润(UBS)	9,553	13,470	16,345	18,561	13.6	17,830	-3.9	19,351	20,318	21,316
联营及投资收益	751	1,267	1,021	1,423	39.3	1,871	31.5	2,179	2,179	2,179
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(6,992)	(8,496)	(8,158)	(8,195)	-0.5	(9,303)	-13.5	(10,025)	(10,323)	(10,062)
例外项目(包括商誉)	398	1,306	(1,110)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	3,710	7,546	8,098	11,789	45.6	10,398	-11.8	11,504	12,173	13,433
税项	(668)	(1,361)	(2,355)	(3,225)	-36.9	(2,575)	20.2	(2,604)	(2,700)	(2,940)
税后利润	3,042	6,185	5,743	8,563	49.1	7,823	-8.6	8,900	9,473	10,492
优先股股息及少数股权	(1,071)	(2,163)	(2,214)	(3,170)	-43.2	(2,271)	28.4	(2,581)	(2,755)	(3,104)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,971	4,022	3,529	5,393	52.8	5,553	3.0	6,319	6,719	7,388
净利润(UBS)	1,574	2,716	4,639	5,393	16.3	5,553	3.0	6,319	6,719	7,388
税率(%)	18.0	18.0	29.1	27.4	-5.9	24.8	-9.5	22.6	22.2	21.9
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.12	0.20	0.35	0.41	16.3	0.42	3.0	0.47	0.50	0.56
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.15	0.30	0.27	0.41	52.8	0.42	3.0	0.47	0.50	0.56
EPS(UBS, 基本)	0.12	0.20	0.35	0.41	16.3	0.42	3.0	0.47	0.50	0.56
每股股息净值(Rmb)	0.11	0.10	0.12	0.16	35.1	0.17	3.0	0.19	0.20	0.22
每股账面价值	2.93	3.13	3.32	3.60	8.6	3.86	7.1	4.17	4.48	4.83
平均股数(稀释后)	12,893.37	13,310.04	13,310.04	13,310.04	0.0	13,310.04	0.0	13,310.04	13,310.04	13,310.04
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	4,467	4,613	7,881	4,851	-38.4	5,534	14.1	5,477	7,031	9,108
其他流动资产	25,606	25,314	24,200	23,532	-2.8	26,394	12.2	26,457	27,116	28,137
流动资产总额	30,074	29,927	32,081	28,382	-11.5	31,928	12.5	31,934	34,146	37,245
有形固定资产净值	200,923	221,477	243,436	259,058	6.4	275,344	6.3	275,997	269,978	262,104
无形固定资产净值	2,747	2,941	2,931	2,876	-1.9	2,820	-1.9	2,764	2,708	2,652
投资/其他资产	13,953	20,932	20,031	21,341	6.5	22,230	4.2	22,990	23,534	24,079
总资产	247,697	275,278	298,480	311,657	4.4	332,322	6.6	333,685	330,366	326,080
应付账款和其他短期负债	25,663	26,577	32,234	26,333	-18.3	28,340	7.6	25,256	24,582	25,296
短期债务	38,549	40,249	41,231	43,745	6.10	46,275	5.78	45,885	44,013	41,528
流动负债总额	64,211	66,826	73,465	70,078	-4.6	74,615	6.5	71,141	68,595	66,824
长期债务	132,754	151,792	160,472	170,257	6.1	180,104	5.8	178,587	171,301	161,627
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	196,965	218,618	233,937	240,335	2.7	254,719	6.0	249,728	239,897	228,450
普通股股东权益	38,941	41,658	44,168	47,964	8.6	51,359	7.1	55,457	59,648	64,349
少数股东权益	11,791	15,001	20,375	23,358	14.6	26,244	12.4	28,499	30,821	33,281
负债和权益总计	247,697	275,278	298,480	311,657	4.4	332,322	6.6	333,685	330,366	326,080
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	1,971	4,022	3,529	5,393	52.8	5,553	3.0	6,319	6,719	7,388
折旧和摊销	8,605	8,861	10,015	11,370	13.5	13,409	17.9	14,872	15,758	16,359
营运资本变动净值	(4,083)	(671)	4,755	(6,081)	-	(205)	96.6	(3,176)	(1,428)	(548)
其他营业性现金流	(1,978)	(1,813)	152	(174)	-	(2,435)	-1302.2	(1,020)	55	910
经营性现金流	4,515	10,398	18,451	10,509	-43.0	16,321	55.3	16,996	21,104	24,110
有形资本支出	(26,983)	(25,453)	(16,992)	(23,315)	-37.2	(26,349)	-13.0	(12,599)	(7,433)	(6,540)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(2,044)	(5,002)	(505)	(739)	-	(123)	-	0	0	0
投资性现金流	(29,027)	(30,455)	(17,497)	(24,054)	-37.5	(26,473)	-10.1	(12,599)	(7,433)	(6,540)
已付股息	(1,999)	(2,696)	(1,331)	(1,597)	-20.0	(2,157)	-35.1	(2,221)	(2,528)	(2,688)
股份发行/回购	6,671	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	6,354	2,327	(3,642)	(187)	94.86	615	-	(326)	(432)	(644)
债务及优先股变化	14,793	19,694	7,287	12,299	68.78	12,377	0.63	(1,907)	(9,158)	(12,161)
融资性现金流	25,819	19,325	2,314	10,515	35.4	10,834	3.0	(4,454)	(12,118)	(15,493)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,307	(731)	3,268	(3,030)	-	683	-	(57)	1,554	2,078
外汇/非现金项目	(283)	877	0	0	-	0	55.6	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,024	145	3,268	(3,030)	-	683	-	(57)	1,554	2,078

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

大唐发电 A (601991.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	36.6	16.1	17.3	9.2	8.9	7.9	7.4	6.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	45.9	23.9	13.2	9.2	8.9	7.9	7.4	6.7
股价/每股现金收益	7.1	5.6	4.2	3.0	2.6	2.3	2.2	2.1
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(37.2)	(26.8)	2.7	(28.7)	(22.5)	9.9	30.6	39.4
净股息收益率(%)	2.0	2.0	2.6	4.3	4.5	5.1	5.4	6.0
市净率	1.9	1.6	1.4	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
企业价值/营业收入(核心)	3.0	3.0	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.0	10.3	9.4	8.4	8.5	8.0	7.4	7.2
企业价值/息税前利润(核心)	22.7	17.0	15.1	13.5	14.9	14.1	13.2	12.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	13.4	11.5	10.3	9.1	9.3	8.7	8.1	7.9
企业价值/运营投入资本	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	60,432	56,165	54,902	44,607	44,607	44,607	44,607	44,607
净债务 (现金)	158,535	177,132	190,625	201,487	214,998	219,920	213,640	213,640
少数股东权益	9,687	13,396	17,688	21,866	24,801	27,371	29,660	32,051
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	228,654	246,693	263,215	267,960	284,406	291,899	287,907	290,298
- 非核心资产	(11,585)	(17,556)	(16,430)	(17,740)	(18,630)	(19,390)	(19,934)	(20,478)
核心企业价值	217,069	229,137	246,785	250,220	265,777	272,509	267,973	269,820
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	19.3	7.2	-3.1	6.9	10.8	8.7	6.0	4.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	9.5	23.0	18.0	13.5	4.4	9.6	5.4	4.4
息税前利润(UBS)	3.8	41.0	21.3	13.6	-3.9	8.5	5.0	4.9
每股收益(UBS 稀释后)	-39.4	67.2	70.8	16.3	3.0	13.8	6.3	10.0
每股股息净值	57.1	-9.1	20.0	35.1	3.0	13.8	6.3	10.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	38.5	42.7	53.4	54.2	52.0	52.3	52.2	52.2
息税折旧摊销前利润率	25.1	28.8	35.0	37.2	35.1	35.4	35.2	35.0
息税前利润率	13.2	17.4	21.7	23.1	20.0	20.0	19.8	19.8
净利 (UBS) 率	2.2	3.5	6.2	6.7	6.2	6.5	6.6	6.9
ROIC (EBIT)	5.0	6.2	7.0	7.4	6.6	6.9	7.2	7.8
税后投资资本回报率	3.5	4.7	4.7	5.1	4.7	5.0	5.3	5.8
净股东权益回报率(UBS)	4.5	6.7	10.8	11.7	11.2	11.8	11.7	11.9
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	9.2	8.4	7.4	7.0	7.1	6.4	5.8	5.2
净债务/总权益	NM	NM	NM	293.3	284.6	260.8	230.2	198.8
净债务/(净债务 + 权益)	76.7	76.8	75.0	74.6	74.0	72.3	69.7	66.5
净债务/企业价值	76.9	81.8	78.5	83.6	83.1	80.4	77.7	71.9
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	169.7	NM	196.5	84.7	47.2	40.0
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	22.6	29.0	29.6	13.0	7.2	6.1
息税前利润/净利息	1.4	1.6	2.0	2.3	1.9	1.9	2.0	2.1
股息保障倍数 (UBS)	1.1	2.0	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	90.1	49.0	34.4	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	72,382	77,598	75,227	80,400	89,051	96,776	102,569	107,580
总计	72,382	77,598	75,227	80,400	89,051	96,776	102,569	107,580
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	9,553	13,470	16,345	18,561	17,830	19,351	20,318	21,316
总计	9,553	13,470	16,345	18,561	17,830	19,351	20,318	21,316

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+26.0%
预测股息收益率	4.3%
预测股票回报率	+30.3%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+20.7%

风险声明

大唐发电的主要风险包括：高于预期的煤价、环境成本、债务偿还或电厂建设成本、以及低于预期的电价或电厂利用率。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：徐颖真；郁威。

涉及报告中提及的公司的披露

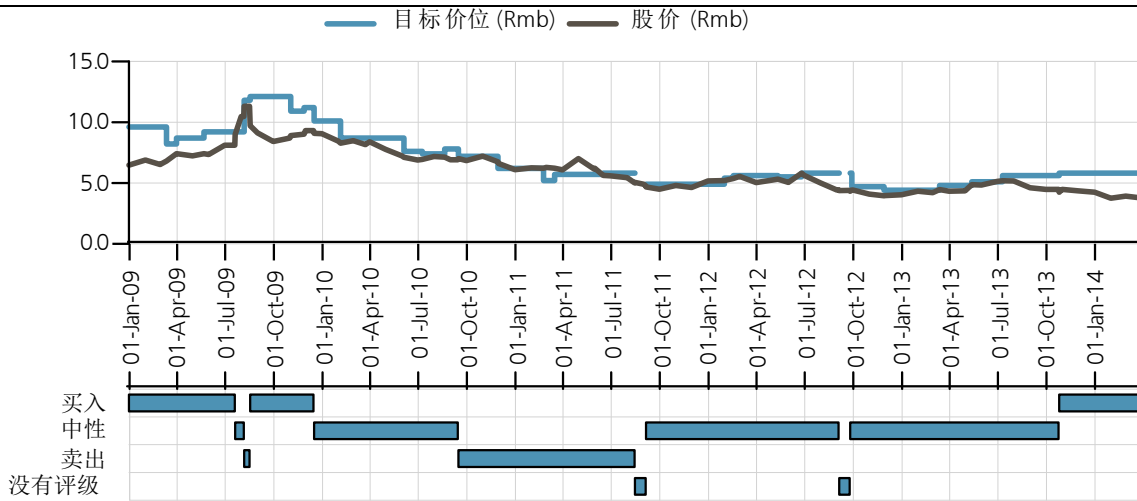
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
大唐发电 A	601991.SS	买入	不适用	Rmb3.78	2014 年 03 月 26 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

大唐发电 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 26 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

