

大唐发电 A

术业专攻应有助估值提升

非电资产剥离后，公司在发电业务上的潜力有望释放

我们将公司目标价上调至 4.60 元，我们认为公司当前估值并未完全反应非电资产剥离对公司的正面影响，我们相信公司业务重组方案有着超出剥离非电资产之外的意义。随着公司重新将发展重心放至电力业务，我们预计大唐未来新增装机数量有望超过所有上市火电公司，大唐的项目回报率也有望接近行业内最优秀的公司——华能国际。我们相信公司成长性和回报率将在业务重组后陆续体现。

高于同业的装机增长潜力

我们认为大唐过去三年装机容量的低增速并不意味着公司在争取新项目上不及对手。我们估算公司目前已核准权益装机达到 12GW，为业内最高。我们相信非电资产的剥离将改善公司的现金流，从而释放公司电力业务的增长潜能。

回报水平有望接近龙头公司

根据我们测算，大唐电力项目回报率有望与华能国际相当，因此我们认为公司合理估值应与华能相当，并高于华电。我们调整了盈利预测，并预计重组后公司电力业务长期 ROE 为 14-15%（高于我们之前的预测），因为公司杠杆率高于同业，且参股的宁德核电 ROE 预计将达到 20%左右，核电项目回报率是所有发电方式中最高的。

估值：上调目标价至 4.6 元，维持“买入”评级

我们假设 14 年底公司无偿剥离非电资产，因此将 2015-16 年 EPS 预测由 0.38/0.43 元上调 12%/8%至 0.43/0.47 元，并上调了电力业务的中长期增速预测。基于 DCF 估值方法和 6.7%的 WACC 得到新目标价 4.60 元（原 4.10 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 **Rmb4.60**
 之前: Rmb4.10

股价 **Rmb3.75**
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 Rmb5.38-3.51

市值 Rmb48.0 十亿/US\$7.74 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) 9,922

日均成交额(Rmb 百万) Rmb36.9

普通股股东权益 (12/14E) Rmb35.0 十亿

市净率 (12/14E) 1.4x

净债务 / EBITDA 5.0x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.36	0.36	1.31	0.37
12/15E	0.38	0.43	11.82	0.41
12/16E	0.43	0.47	8.01	0.46

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	81,259	78,977	84,081	88,447	92,034
息税前利润(UBS)	9,553	13,470	16,345	17,712	15,968	16,686	17,853	18,238
净利润 (UBS)	1,574	2,716	4,639	4,829	5,683	6,210	6,706	6,851
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.12	0.20	0.35	0.36	0.43	0.47	0.50	0.51
每股股息 (Rmb)	0.11	0.10	0.12	0.12	0.14	0.15	0.16	0.16
现金 / (净债务)	(166,835)	(187,428)	(193,822)	(145,610)	(145,897)	(143,018)	(138,591)	(123,939)
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	21.8	20.2	19.8	20.2	19.8
ROIC (EBIT) (%)	5.0	6.2	7.0	8.3	8.6	8.7	9.2	9.5
EV/EBITDA(core)x	12.0	10.3	9.4	7.5	7.5	7.2	6.6	6.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	45.9	23.9	13.2	10.3	8.8	8.0	7.4	7.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(37.2)	(26.8)	(23.3)	(1.3)	2.7	10.0	13.7	37.2
净股息收益率(%)	2.0	2.0	2.6	3.1	3.6	4.0		

得出, (E): 根据 2014 年 07 月 17 日

15 时 56 分的股价(Rmb3.75)得出:

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制。分析师声明及要求披露的项目从第 12 页开始。UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

投资主题

大唐发电 A

投资理由

大唐发电的资产相对多元化，拥有电力、煤矿和两个煤制气项目。2014年7月7日公布的重组框架协议中，公司拟通过出售显著拖累盈利和股价的非电资产，将战略重心重新放在电力业务上。公司目前估值相比其他全国性的上市电力公司偏高，但我们看好公司战略调整带来的长期盈利能力提升，因此仍维持“买入”评级。我们预计公司2014/15/16年EPS为0.36/0.43/0.47元，目标价基于DCF估值方法和6.7%的WACC。

乐观情景

我们假设2014-15年秦皇岛5500大卡现货煤价维持在500元/吨，合同价存在10-20元的折扣，且非电业务出售价格高于基准情景，即0.5倍PB，则对应每股估值为5.2元。

悲观情景

我们假设2014-15年秦皇岛5500大卡现货煤价维持在560元/吨，合同价存在10-20元的折扣，则对应每股估值为4.4元。

近期催化剂

电价下调幅度或低于预期；重组方案若落实。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb4.60

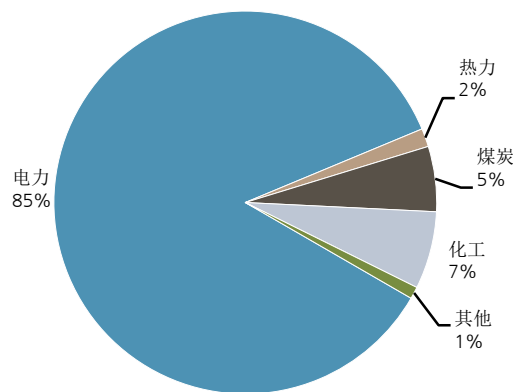
公司简介

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年收入结构(%)



来源: 公司数据

经常性净利润构成

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力	1,417	4,707	5,024	4,881	5,469
煤炭	1,116	889	984	828	832
其他	182	-957	-1,179	-25	-91
合计	2,716	4,639	4,829	5,683	6,210

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

投资概要

随着非电业务剥离未来公司发展重心重新放在电力业务上，我们认为公司增长和回报潜能有望释放，2014年7月7日公告的非电资产剥离计划则是第一步。我们相信未来驱动公司股价的因素包括：

- **电力业务增长潜能释放。** 不包括集团资产的注入，我们预计公司拥有业内最多的核准项目，主要为煤电、水电与核电。
- **回报率有望接近业内龙头企业。** 在发展非电业务前，大唐的回报率水平与华能相当。公司目前杠杆率高于同业，且参股的核电项目 ROE 是所有发电方式中最高的，因此我们预计公司电力业务有望实现 14-15% 的 ROE，因此上调了公司盈利预测。

我们认为新上任的管理层为业务结构重组所实施的举措是正确的，除前述的资产剥离计划外，还包括减少非电业务的资本开支、向母公司争取优质电力资产注入。

今年年初至今，公司股价累计下跌 10%，是所有全国性上市电力公司中走势最弱的；但由于 A 股市场此前对公司煤制气业务乐观，因此公司估值仍高于同业。

图表 1: 火电公司估值一览表

	代码	评级	当前股价	目标价	PE		PB		ROE		股息收益率	
					2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
华能国际	600011.SS	买入	6.15	7.50	6.7x	8.6x	1.2x	1.2x	19.3%	13.8%	6.7%	5.2%
华电国际	600027.SS	买入	3.81	4.00	5.8x	8.0x	1.0x	1.0x	19.6%	13.1%	7.0%	5.1%
大唐发电	601991.SS	买入	3.81	4.60	10.5x	8.9x	1.4x	1.3x	12.2%	15.3%	3.0%	3.6%
国电电力	600795.SS	买入	2.30	2.80	6.4x	6.2x	0.9x	0.8x	16.5%	15.5%	6.0%	6.3%
国投电力	600886.SS	买入	5.69	5.55	8.8x	8.4x	1.8x	1.5x	21.9%	19.5%	3.4%	3.6%
粤电力	000539.SZ	买入	4.66	5.87	6.6x	7.8x	1.0x	0.9x	15.2%	11.8%	4.2%	3.6%
深圳能源	000027.SZ	中性	5.96	6.02	11.4x	13.6x	0.9x	0.9x	8.3%	6.7%	4.0%	3.4%

注：股价截至 2014 年 7 月 16 日。
来源：Bloomberg，瑞银证券估算

盈利预测和估值变动

我们保守假设公司无偿剥离非电资产，并于 2014 年底生效，因此维持 2014 年盈利预测 0.36 元不变，但将 2015/16 年 EPS 预测由 0.38/0.43 元分别上调 12%/8% 至 0.43/0.47 元。

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	2013	2014E	2015E	2016E
电力	1,417	4,707	5,024	4,881	5,469	1,407	4,709	5,116	5,008	5,481
煤炭	1,116	889	984	828	832	1,127	887	949	1,189	1,103
其他	182	(957)	(1,179)	(25)	(91)	182	(957)	(1,299)	(1,115)	(834)
经常性净利润	2,716	4,639	4,829	5,683	6,210	2,716	4,639	4,766	5,082	5,750

来源：公司数据，瑞银证券估算

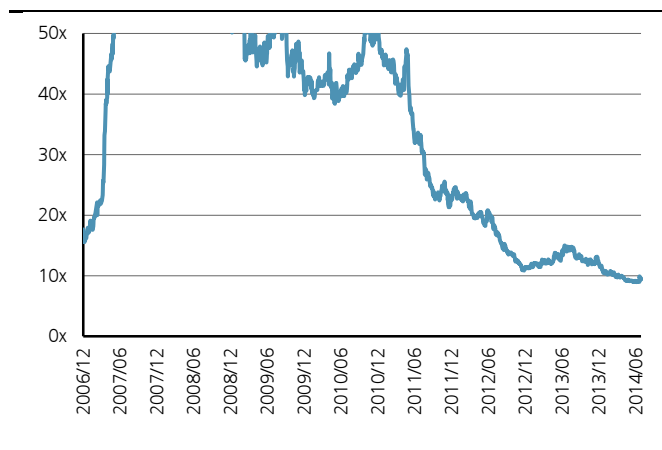
公司当前股价对应 1.4 倍 PB，高于同业。我们基于 DCF 估值方法，假设 WACC 为 6.7%，得到新目标价 4.60 元（原 4.10 元），对应 2014 年 PB 为 1.7 倍，略高于华能，并远高于其他火电公司。但我们看好公司的增长潜力以及战略调整后中长期 ROE 有望回升至 14-15%，因此仍维持“买入”评级。

图表 3: 分业务估值变动

元/股	新预测			旧预测		
	每股 NPV	2014E BVPS	对应 2014E P/B	每股 NPV	2014E BVPS	对应 2014E P/B
电力	4.2	2.3	1.8	3.3	1.8	1.8
煤炭	0.4	0.3	1.2	0.3	0.4	0.7
其他				0.5	1.3	0.4
合计	4.6	2.6	1.7	4.1	3.6	1.2

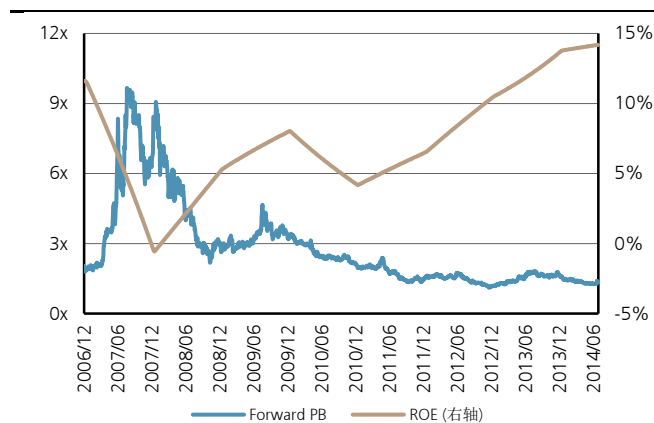
来源: 瑞银证券估算

图表 4: 大唐 12 个月 forward PE



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 5: 大唐 12 个月 forward PB 对比 ROE



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 6: 盈利预测敏感性分析

	2014E	2015E	2016E
火电利用率增加+1ppt	3.8%	3.0%	3.1%
煤电上网电价上涨+1%	4.9%	4.4%	4.6%
利率上涨+25bps	-2.9%	-2.1%	-2.2%
燃料成本上涨+1%	-1.9%	-1.7%	-1.8%

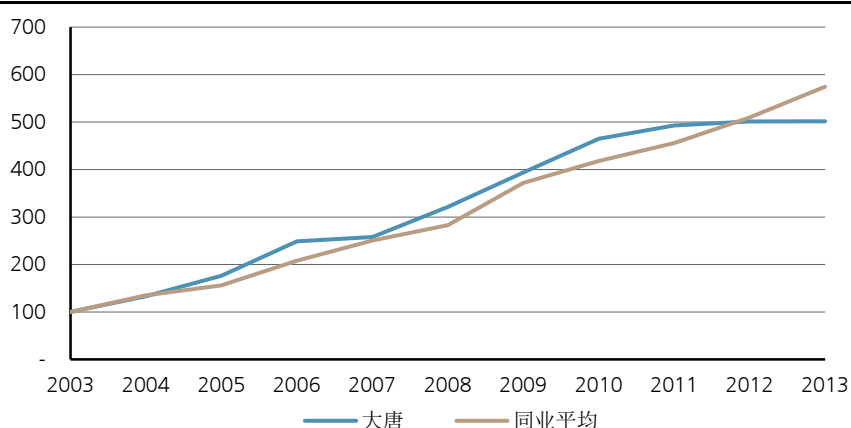
来源: 瑞银证券估算

增长潜力可观

过去装机增速受限

历史上，大唐电力业务的装机增速曾与行业平均相当，但 2007 年发展非电业务以来，电力业务的资本开支受到制约，因此装机增长自 2010 年后基本停滞。

图表 7: 大唐装机增长 vs 同业平均 (2003 年=100)



注: 同业平均指 4 家上市的全国性火电公司, 即华能、华电、国电、国投。
来源: 公司数据

已核准的储备项目为同业最高

虽然过去几年公司装机增长缓慢, 但目前陆续获得新项目的核准, 可见公司在发展电力业务方面十分积极, 且仍具备一定竞争力。同时我们认为, 非电资产的剥离将有助于新一届管理层着力落实储备项目的开发和建设。

我们估算大唐目前已核准电力项目的权益总装机规模为 12GW, 包括煤电、气电、水电和核电, 为业内最高, 如图表 8 所示。

我们认为过去几年公司装机增速放缓, 主要是由于非电项目的开发导致公司缺乏足够的资金来支持传统电力业务的增长。

图表 8: 2014 年 6 月底 5 家上市的全国性电力公司已核准项目汇总

单位: MW	大唐	国电	华电	华能	国投
煤电	4,600	4,470	4,500	2,640	2,960
水电	3,753	5,613	534	-	2,598
核电	8,80	-	-	-	-
气电	3,160	-	2,920	3,594	-
合计	12,393	10,083	7,954	6,234	5,558
2013 年底总可控装机	39,187	40,500	35,538	66,795	22,303
已核准项目占比	32%	25%	22%	9%	25%

注: 大唐核电已按持股比例进行调整。
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

如图表 8 所示, 大唐储备电力项目丰富:

- **煤电:** 煤价走低已使得煤电项目盈利能力大幅提高。我们预计新项目的 ROE 将与同业相当甚至更高, 因为这些项目主要为高效且低煤耗的大型机组。我们不担心电价下调风险, 因为我们认为任何的电价下调都是反映已经下降的煤价, 且历史上政府制定的电价能保证行业合理的回报, 煤价大幅上涨的 2008-11 年除外。

- **水电：**主要是位于四川大渡河流域的长河坝和黄金坪水电站，总装机 3.5GW。我们认为这些项目将受益于发改委 1 月 22 日公布的水电电价改革，即新建水电的上网电价将根据受电区域的平均标杆电价来制定，也就是说，新水电将享受与煤电相当的电价（约 0.4 元/kWh），而非此前的 0.3 元/kWh 甚至更低。
- **核电：**我们看好核电投资，因为我们测算这类项目的 ROE 将达到 20% 左右，且核电的运行特点使其享受最高级别的优先调度，因此利用小时数有保障。
- **气电：**我们不看好国内的气电投资。我们预计气价将继续上涨，且气源短缺限制了机组利用率，因此我们认为气电盈利风险仍存。但是大唐已核准的气电项目位于北京和广东：北京政府有力的补助政策保证了当地燃机电厂的盈利，而广东地区燃机电厂历史上基本能够实现盈亏平衡。

图表 9: 大唐已核准电力项目一览表

省份	城市	类型	装机 (MW)	预计投产时间
江西	抚州	煤电	2,000	首台-2015 年底
河北	蔚县	煤电	1,200	2017 年 6 月
重庆	石柱	煤电	700	2014 年第 4 季度
辽宁	神东	煤电	700	首台-2016 年 3 月
北京	高井	气电	1,380	2014 年下半年
广东	高要	气电	846	2014 年下半年
广东	宝昌	气电	934	2014 年下半年
福建	宁德	核电	2,000	#3-2014 年底 #4-2015 年上半年
四川	长河坝	水电	2,600	首台-2015 年下半年
四川	黄金坪	水电	850	首台-2015 年下半年
云南	龙马	水电	45	NA
重庆	浩口	水电	135	NA
其他	NA	水电	123	NA

注：宁德核电项目大唐参股 44%。

来源：公司数据，瑞银证券估算

核电项目有望驱动增长

根据我们测算，核电的回报率在所有发电方式中是最高的，ROE 约 20%。大唐目前拥有位于福建省的宁德核电 44% 的股权，其中 1 号和 2 号机组已分别于 2013 年 4 月和 2014 年 5 月投产，我们假设 3 号和 4 号机组将分别于 2015 年 4 月和 12 月投产。我们预计该核电项目的投资收益将占公司非电业务出售后合并净利润的约 10%。

公司正在推进第二个核电项目——辽宁徐大堡核电的开发。考虑到核电一般 4-5 年的建设期，我们预计该项目将在 2020 年前投产，大唐持有 10% 股权。

存在股权配售风险

如果公司股价继续上涨导致市净率过高，我们认为可能存在股权融资风险，因为公司目前净债务与净资产之比很高，达到 300%。

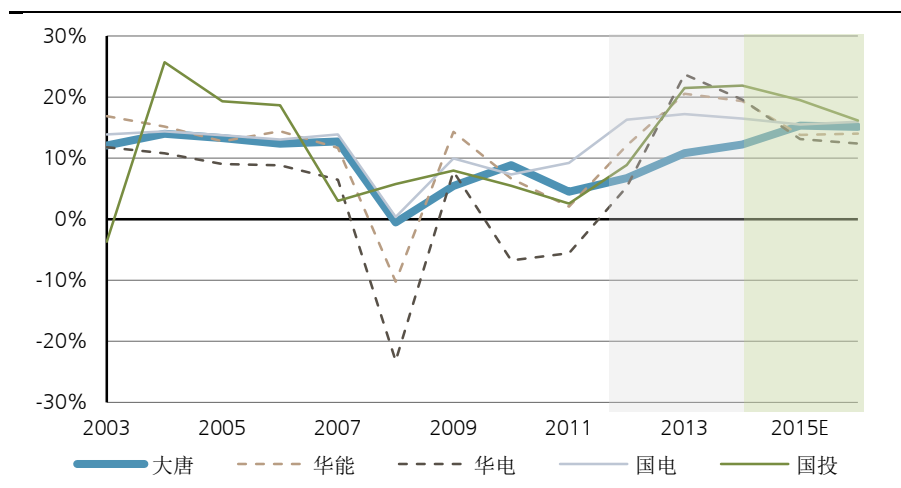
回报率有望改善

曾处于业内领先水平

大唐在 2007 年前还是纯电力公司，当时公司 ROE 约 13%，接近业内最高水平——华能。

公司开始投资非电业务后，资产逐渐加重，ROE 水平开始下降：2012 年以来的 ROE 远低于同业（如图表 10 中灰色区域）。我们预计非电资产被剥离后，公司 ROE 将有所改善，长期有望达到 14-15% 左右，与华能基本相当，重新回归业内领先水平。

图表 10: 大唐的 ROE 对比同业



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

新的管理层带来新方向

过去半年，大唐先后任命了新的 CEO 和副董事长，董事会中近一半成员也有变动，所有新人均来自集团公司。其中，公司新 CEO 曾任集团公司的首席经济学家，并担任过国家电网和多家电厂的总经理一职。

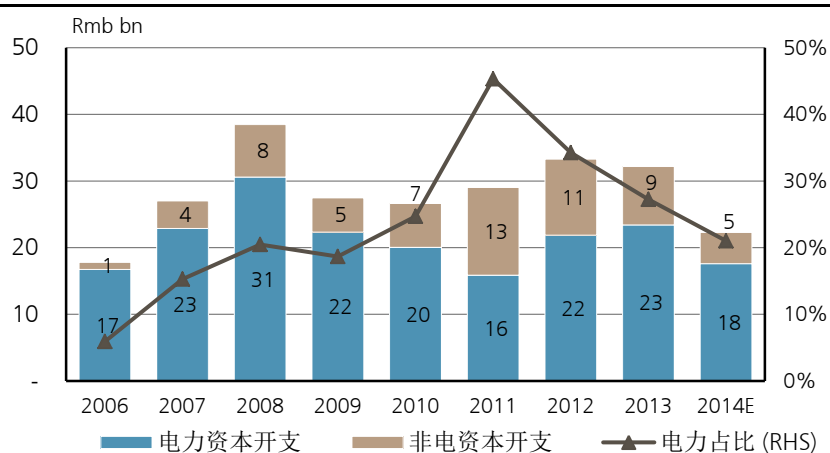
我们认为新任管理层带来的非电业务剥离的举措值得肯定。

大幅削减非电业务资本开支

过去三年，公司每年平均安排 100 亿元用于非电项目的开发，占全部资本开支的 35%，占比相当高。但 2014 年 3 月新届管理层上任后，2014 年

非电业务资本开支指引大幅下调至 48 亿元，仅占全部的 20%。如果剥离计划实施，非电投资将基本消除。

图表 11: 大唐资本开支结构



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

■ 重申集团对公司的资产注入计划

今年 6 月 27 日, 公司公告重申了大唐发电作为母公司大唐集团旗下唯一传统电力上市平台的地位, 并给出了具体的资产注入时间表。

我们认为这是管理层向股东的一种承诺, 即公司将继续着力于核心业务——电力。我们不认为资产注入必然是利好, 影响与估值相关, 但这意味着管理层聚焦电力业务。

根据公告, 2015 年 10 月前, 如果大唐集团的河北火电资产盈利能力改善并符合相关条件, 则将注入上市公司; 集团公司其他火电资产则不迟于 2018 年 10 月, 在盈利能力改善并且符合相关条件时注入上市公司。公告中明确相关条件包括: 1) 不会造成上市公司盈利预期下降; 2) 需增厚 EPS 和 ROE。

大唐发电 A (601991.SS)

损益表(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	81,259	8.0	78,977	-2.8	84,081	88,447	92,034
毛利	27,898	33,129	40,150	42,802	6.6	38,278	-10.6	41,171	44,201	46,748
息税折旧摊销前利润(UBS)	18,158	22,330	26,360	29,227	10.9	26,136	-10.6	27,587	29,627	31,308
折旧和摊销	(8,605)	(8,861)	(10,015)	(11,515)	15.0	(10,168)	-11.7	(10,900)	(11,774)	(13,070)
息税前利润(UBS)	9,553	13,470	16,345	17,712	8.4	15,968	-9.8	16,686	17,853	18,238
联营及投资收益	751	1,267	1,021	793	-22.4	1,372	73.0	1,635	1,635	1,735
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(6,992)	(8,496)	(8,158)	(7,804)	4.3	(6,668)	14.6	(6,739)	(6,744)	(6,982)
例外项目(包括商誉)	398	1,306	(1,110)	(18,560)	NM	0	-	0	0	0
税前利润	3,710	7,546	8,098	(7,860)	-	10,673	-	11,583	12,745	12,991
税项	(668)	(1,361)	(2,355)	(3,097)	-31.5	(2,388)	22.9	(2,549)	(2,840)	(2,876)
税后利润	3,042	6,185	5,743	(10,957)	-	8,285	-	9,034	9,905	10,114
优先股股息及少数股权	(1,071)	(2,163)	(2,214)	3,424	-	(2,602)	-	(2,823)	(3,199)	(3,263)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,971	4,022	3,529	(7,533)	-	5,683	-	6,210	6,706	6,851
净利润(UBS)	1,574	2,716	4,639	4,829	4.1	5,683	17.7	6,210	6,706	6,851
税率(%)	18.0	18.0	29.1	0.0	-	22.4	-	22.0	22.3	22.1
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.12	0.20	0.35	0.36	4.1	0.43	17.7	0.47	0.50	0.51
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.15	0.30	0.27	(0.57)	-	0.43	-	0.47	0.50	0.51
每股收益(UBS, 基本)	0.12	0.20	0.35	0.36	4.1	0.43	17.7	0.47	0.50	0.51
每股股息净值(Rmb)	0.11	0.10	0.12	0.12	-3.3	0.14	17.7	0.15	0.16	0.16
每股账面价值	2.93	3.13	3.32	2.63	-20.7	2.94	11.8	3.27	3.63	3.98
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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	4,467	4,613	7,881	9,570	21.4	12,425	29.8	11,845	13,683	14,660
其他流动资产	25,606	25,314	24,200	25,360	4.8	25,084	-1.1	26,322	27,420	26,170
流动资产总额	30,074	29,927	32,081	34,930	8.9	37,509	7.4	38,167	41,103	40,830
有形固定资产净值	200,923	221,477	243,436	184,172	-24.3	189,587	2.9	193,488	196,696	187,253
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	21,011	4.9	21,691	3.2	22,280	22,684	23,189
总资产	247,697	275,278	298,480	242,988	-18.6	251,606	3.5	256,699	263,192	253,924
应付账款和其他短期负债	25,663	26,577	32,234	32,710	1.5	31,365	-4.1	32,826	34,142	31,657
短期债务	38,549	40,249	41,231	31,721	-23.07	32,363	2.02	31,656	31,127	28,332
流动负债总额	64,211	66,826	73,465	64,431	-12.3	63,728	-1.1	64,482	65,269	59,989
长期债务	132,754	151,792	160,472	123,459	-23.1	125,959	2.0	123,207	121,147	110,268
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	187,890	-19.7	189,686	1.0	187,689	186,416	170,257
普通股股东权益	38,941	41,658	44,168	35,038	-20.7	39,176	11.8	43,568	48,286	52,992
少数股东权益	11,791	15,001	20,375	20,061	-1.5	22,744	13.4	25,442	28,490	30,676
负债和权益总计	247,697	275,278	298,480	242,988	-18.6	251,606	3.5	256,699	263,192	253,924
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	1,971	4,022	3,529	(7,533)	-	5,683	-	6,210	6,706	6,851
折旧和摊销	8,605	8,861	10,015	11,515	15.0	10,168	-11.7	10,900	11,774	13,070
营运资本变动净值	(4,083)	(671)	4,913	(1,403)	-	(360)	74.3	62	(73)	(1,271)
其他营业性现金流	(1,978)	(1,813)	989	13,390	NM	(1,052)	-	102	980	1,412
经营性现金流	4,515	10,398	19,446	15,969	-17.9	14,439	-9.6	17,275	19,387	20,062
有形资本支出	(26,983)	(25,453)	(32,228)	(16,571)	48.6	(13,139)	20.7	(12,451)	(12,822)	(2,188)
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)	2,298	(739)	-	(123)	-	0	0	0
投资性现金流	(29,027)	(30,455)	(29,929)	(17,310)	42.2	(13,262)	23.4	(12,451)	(12,822)	(2,188)
已付股息	(932)	(1,464)	(1,331)	(1,597)	-20.0	(1,545)	3.3	(1,819)	(1,987)	(2,146)
股份发行/回购	6,671	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	5,287	1,095	4,329	3,110	-28.17	81	-97.40	(126)	(151)	(1,077)
债务及优先股变化	14,793	19,694	10,402	1,517	-85.41	3,142	107.10	(3,458)	(2,589)	(13,675)
融资性现金流	25,819	19,325	13,400	3,030	-77.4	1,678	-44.6	(5,402)	(4,727)	(16,898)
现金流量中现金的增加(减少)	1,307	(731)	2,917	1,689	-42.1	2,855	69.0	(579)	1,838	977
外汇/非现金项目	(283)	877	351	0	-	0	40.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,024	145	3,268	1,689	-48.3	2,855	69.0	(579)	1,838	977

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	NM	8.8	8.0	7.4	7.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	45.9	23.9	13.2	10.3	8.8	8.0	7.4	7.3
股价/每股现金收益	7.1	5.6	4.2	3.1	3.1	2.9	2.7	2.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(37.2)	(26.8)	(23.3)	(1.3)	2.7	10.0	13.7	37.2
净股息收益率(%)	2.0	2.0	2.6	3.1	3.6	4.0	4.3	4.4
市净率	1.9	1.6	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
企业价值/营业收入(核心)	3.0	3.0	3.3	2.7	2.5	2.4	2.2	2.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.0	10.3	9.4	7.5	7.5	7.2	6.6	6.4
企业价值/息税前利润(核心)	22.7	17.0	15.1	12.5	12.3	11.9	11.0	10.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	13.4	11.5	10.3	8.2	8.4	8.1	7.5	7.2
企业价值/运营投入资本	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1	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	48,014	48,014	48,014	48,014	48,014
净债务 (现金)	158,535	177,132	190,625	169,716	145,754	144,458	140,805	140,805
少数股东权益	9,687	13,396	17,688	20,218	21,402	24,093	26,966	29,583
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	237,948	215,170	216,564	215,784	218,401
非核心资产	(11,585)	(17,556)	(16,430)	(17,411)	(18,091)	(18,679)	(19,084)	(19,589)
核心企业价值	217,069	229,137	246,785	220,537	197,079	197,885	196,700	198,813
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	8.0	-2.8	6.5	5.2	4.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	9.5	23.0	18.0	10.9	-10.6	5.6	7.4	5.7
息税前利润(UBS)	3.8	41.0	21.3	8.4	-9.8	4.5	7.0	2.2
每股收益(UBS 稀释后)	-39.4	67.2	70.8	4.1	17.7	9.3	8.0	2.2
每股股息净值	57.1	-9.1	20.0	-3.3	17.7	9.3	8.0	2.2
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	52.7	48.5	49.0	50.0	50.8
息税折旧摊销前利润率	25.1	28.8	35.0	36.0	33.1	32.8	33.5	34.0
息税前利润率	13.2	17.4	21.7	21.8	20.2	19.8	20.2	19.8
净利 (UBS) 率	2.2	3.5	6.2	5.9	7.2	7.4	7.6	7.4
ROIC (EBIT)	5.0	6.2	7.0	8.3	8.6	8.7	9.2	9.5
税后投资资本回报率	3.5	4.7	4.7	0.5	6.4	6.5	6.9	7.1
净股东权益回报率(UBS)	4.5	6.7	10.8	12.2	15.3	15.0	14.6	13.5
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	5.0	5.6	5.2	4.7	4.0
净债务/总权益 %	NM	NM	NM	264.3	235.6	207.2	180.5	148.1
净债务/(净债务 + 总权益) %	76.7	76.8	75.0	72.5	70.2	67.5	64.4	59.7
净债务/企业价值	76.9	81.8	78.5	66.0	74.0	72.3	70.5	62.3
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	143.9	129.2	114.2	108.9	16.7
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	20.4	16.6	14.8	14.5	2.4
息税前利润/净利息	1.4	1.6	2.0	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6
股息保障倍数 (UBS)	1.1	2.0	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
股息支付率 (UBS) %	90.1	49.0	34.4	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
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	81,259	78,977	84,081	88,447	92,034
总计	72,382	77,598	75,227	81,259	78,977	84,081	88,447	92,034
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	17,712	15,968	16,686	17,853	18,238
总计	9,553	13,470	16,345	17,712	15,968	16,686	17,853	18,238

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	+22.7%
预测股息收益率	3.1%
预测股票回报率	+25.8%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+16.6%

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。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
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 2014 年 06 月 30 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

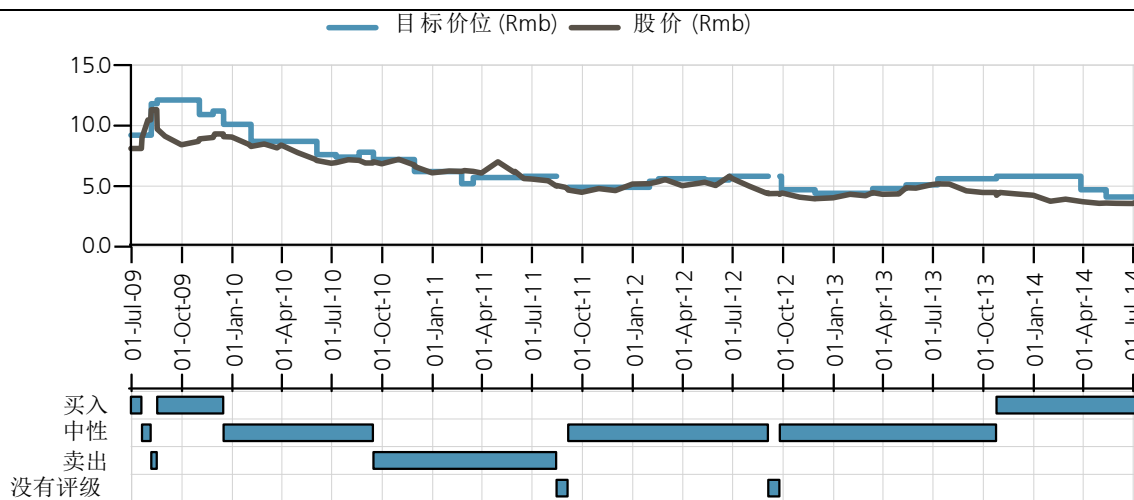
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
大唐发电 A	601991.SS	买入	不适用	Rmb3.81	2014 年 07 月 16 日

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 7 月 16 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，本文件或任何其他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）监管的特牌投资推介商。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 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**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，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发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：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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。**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：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India)400051 编制。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。

