

中性

—首次

大唐发电 (601991)

证券研究报告/公司研究/公司调研

日期: 2014年9月5日

行业: 电力生产业



朱立民

021-53519888-1907

zhulimin@shzq.com

从业证书编号: S0870510120002

基本数据 (2014H1)

报告日股价 (元)	3.95
12mth A 股价格区间 (元)	3.37/4.78
总股本 (百万股)	13310.04
无限售 A 股/总股本	75.09%
流通市值 (亿元)	394.8
每股净资产 (元)	3.3262
PBR (X)	1.19
DPS (Y2013, 元)	10 派 1.2

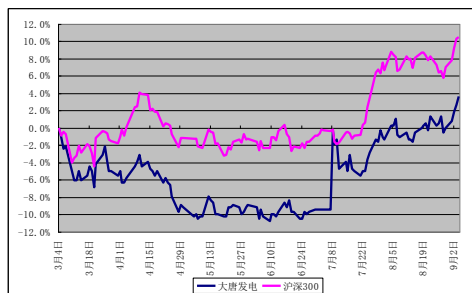
主要股东 (2014H1)

大唐集团公司	31.10%
H 股	24.68%
天津津能投资公司	9.74%

收入结构 (2014H1)

电力	87.6%
煤炭	4.2%
化工	4.1%
热力	2.0%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZLM14-CI01

首次报告日期: 2014年9月5日

相关报告:

公司业务仍聚焦于火电

主要事项

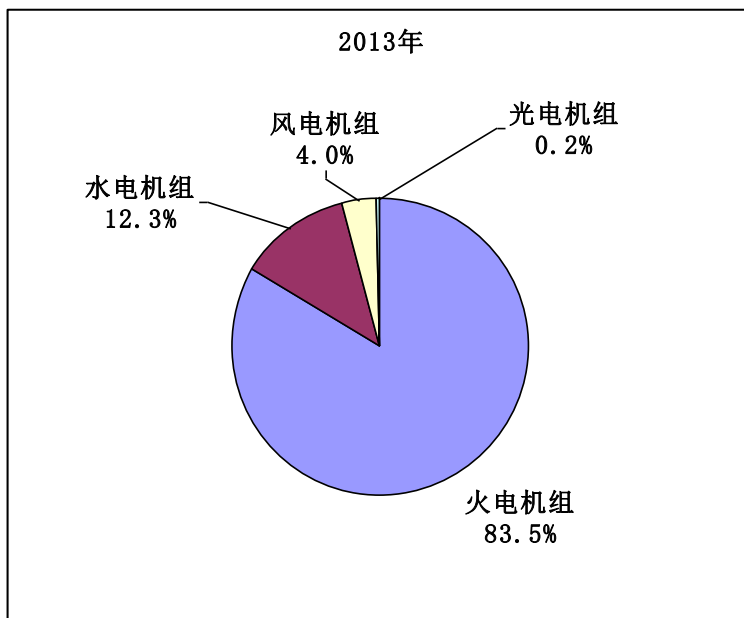
公司 8 月 28 日发布 2014 年半年报, 并召开了“大唐发电 2014 年中期业绩发布会”, 公司高管就公司 2014 年中期业绩、公司业务发展规划、电力行业前景展望等问题与参会的机构投资者进行了交流。现将与公司交流的情况结合公司 2014 年中报, 整理如下。

主要观点

装机容量小幅增加, 电源结构未见明显改善, 仍以火电为主

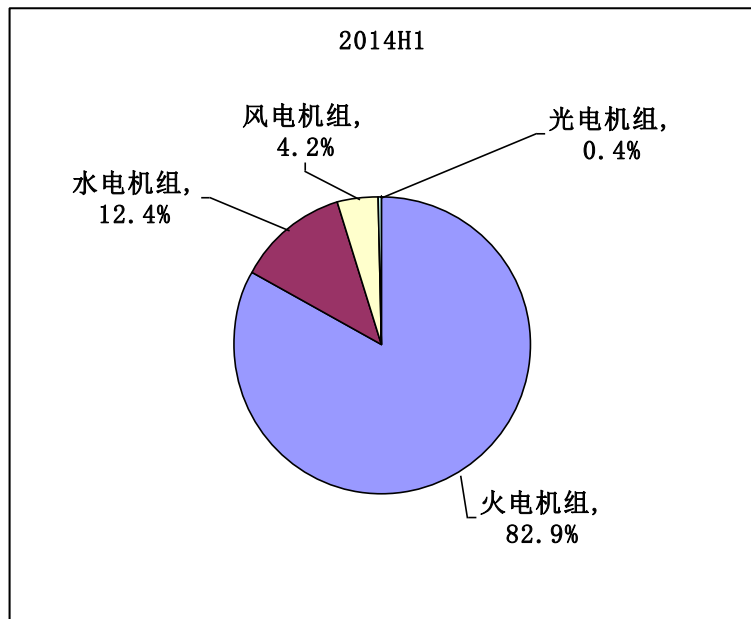
截至 2014 年 6 月 30 日, 公司新增装机容量 474.7 兆瓦, 比 2013 年末的 39187 兆瓦, 增加 1.21%。公司管理装机容量约 39661.7 兆瓦。其中, 火电 32890.8 兆瓦, 占 82.93%; 水电 4934.8 兆瓦, 占 12.44%; 风电 1676.1 兆瓦, 占 4.23%; 光伏发电 160 兆瓦, 占 0.40%, 清洁能源所占比重比 2013 年末增加 0.55 个百分点。

图 1 大唐发电 2013 年电源结构



数据来源: 公司公告 上海证券整理

图 2 大唐发电 2014 年上半年电源结构

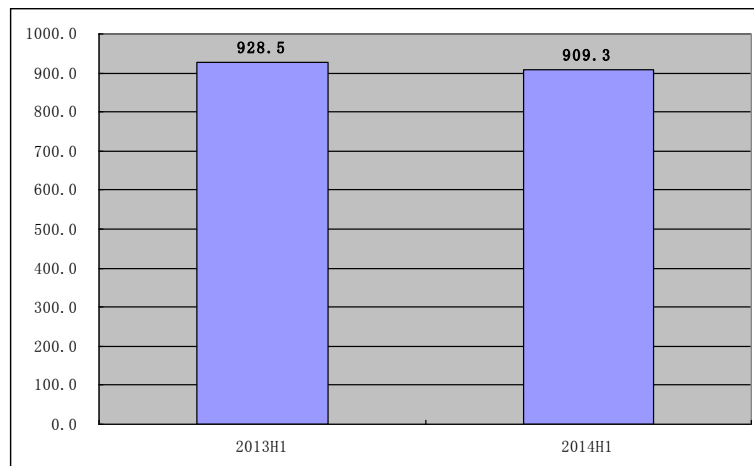


数据来源：公司公告 上海证券整理

发电业务：2014 上半年发电量略低于 2013 年同期水平

大唐发电 2014 年上半年总发电量同比下降 2.08%。

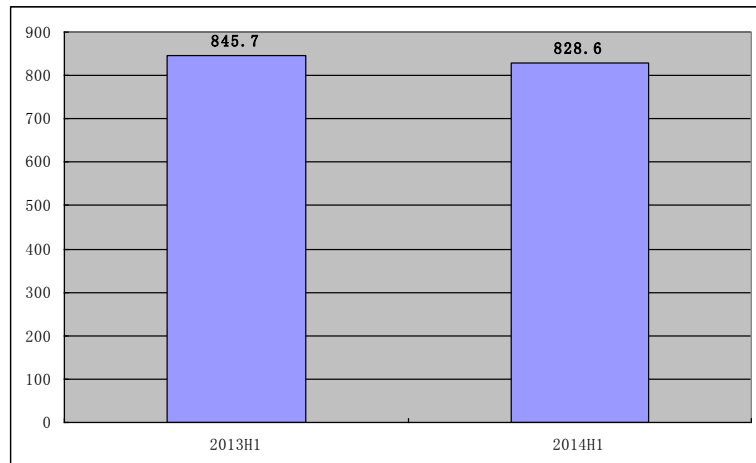
图 3 大唐发电 2014 年上半年总发电量



数据来源：公司公告 上海证券整理

其中，火电发电量同比下降 2.02%

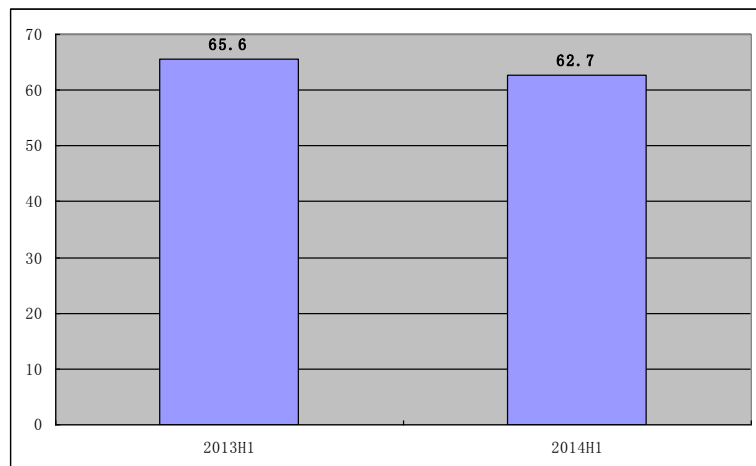
图 4 大唐发电 2014 年上半年火电发电量



数据来源：公司公告 上海证券整理

水电发电量同比下降 4.41%

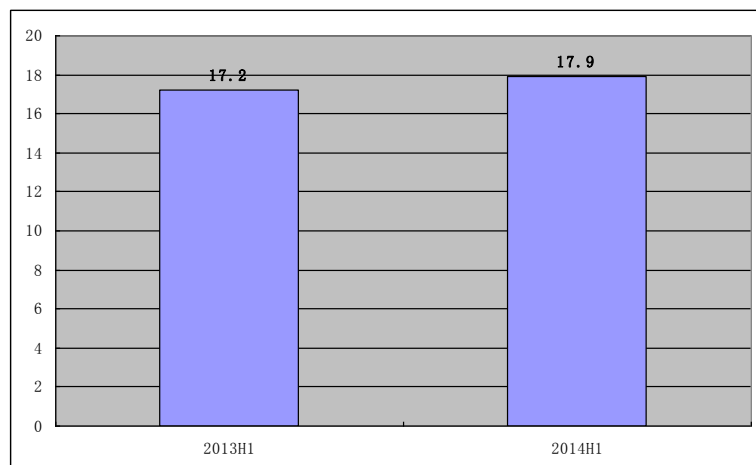
图 5 大唐发电 2014 年上半年水电发电量



数据来源：公司公告 上海证券整理

风电及光伏发电量同比上升 4.07%

图 6 大唐发电 2014 年上半年风电及光伏发电量

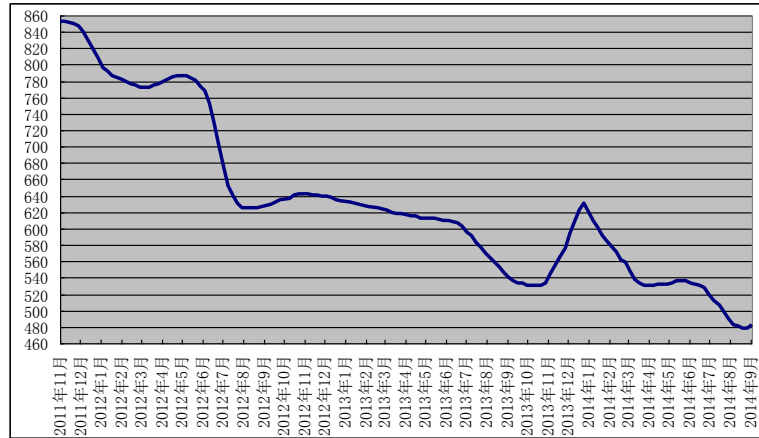


数据来源：公司公告 上海证券整理

伴随环渤海动力煤价格指数的下跌，燃煤机组单位燃料成本下降

环渤海动力煤价格指数 2014 年上半年平均同比 2013 年上半年平均下降 11.4%。

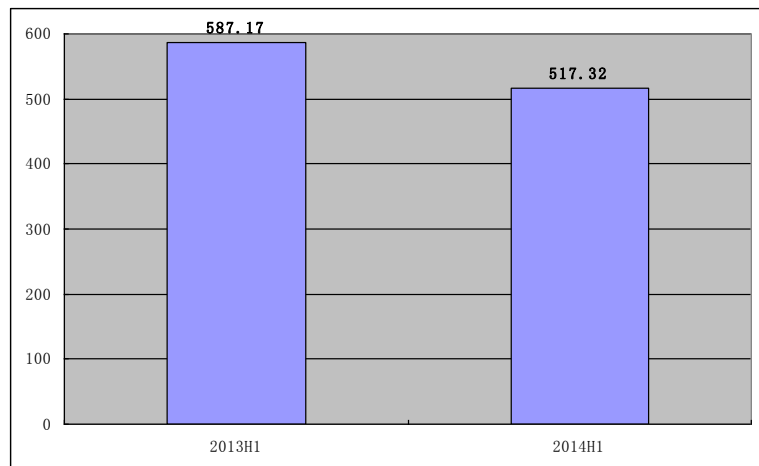
图 7 环渤海动力煤价格指数 (元/吨)



数据来源：万得资讯 上海证券整理

公司标煤单价同比下降 11.9%。

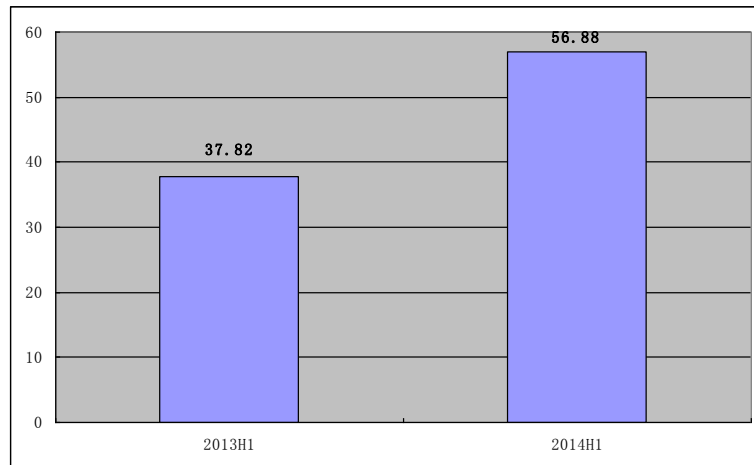
图 8 公司标煤单价同比变化



数据来源：公司公告 上海证券整理

公司 2014 上半年煤电业务利润总额同比上升 50.39%

图 9 公司 2014 上半年煤电业务利润总额同比变化



数据来源：公司公告 上海证券整理

煤化工业务：多伦项目产量未达经济规模，短期亏损在所难免

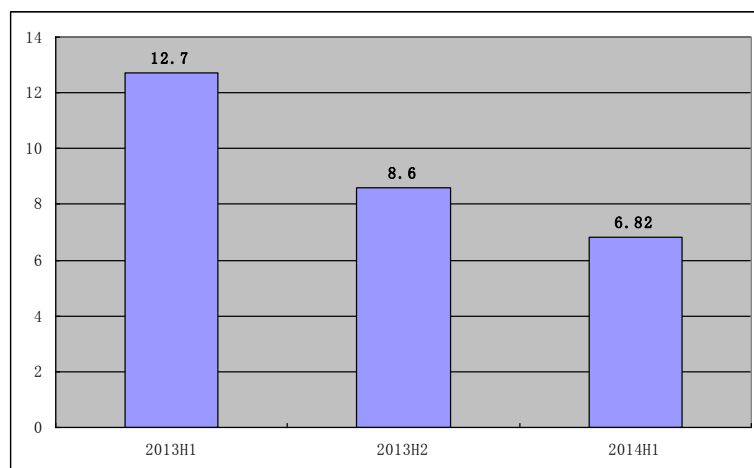
表 1：公司煤化工项目基础数据表

项目名称	多伦煤制烯烃	克旗煤制天然气	阜新煤制天然气
所在地	内蒙古	内蒙古	辽宁
开工时间	2006 年 3 月	2009 年 8 月	2010 年 3 月
权益	60%	51%	90%
设计产能	46 万吨/年	40 亿立方米/年	40 亿立方米/年
2014H1 项目进度	运营	试生产	在建

数据来源：公司公告 上海证券整理

多伦项目设计年产 46 万吨聚丙烯，由于市场价格低迷和产量远未达到经济规模，短期亏损在所难免。

图 10 多伦项目聚丙烯产量（万吨）



数据来源：公司公告 上海证券整理

在建工程：确保重点工程如期投产

表 2：公司 2014 年上半年在建工程

工程名称	预算数（亿元）	工程进度（%）
乌江银盘水电站建设工程	80.45	86
石柱火电项目	29.96	79
甘孜水电站项目	336.73	56
褐煤干燥项目工程	9.43	95
胜利东二号露天矿二期工程	91.12	83
克旗煤制气项目	257.10	79
阜新煤制天然气项目	319.80	38
硅铝钛项目	33.39	99
粉煤灰综合利用项目技改	18.77	99
高井电厂	56.92	54

数据来源：公司公告 上海证券整理

公司将积极拓展融资渠道，确保重点在建工程如期投产：重庆石柱火电（2×350 兆瓦）、高井燃机（2×480 兆瓦+478 兆瓦）、内蒙古海勃湾 4 号机、四川金平、重庆千丈岩 2-4 级电站以及西藏汪排等水电项目总计容量 141.39 兆瓦、辽宁法库乌龙山、昌图天桥山以及河北崇礼西桥梁二期风场总计容量 145.5 兆瓦、云南宾川老鹰岩光伏 30 兆瓦。

项目核准取得进展，火电项目仍是绝对主力

2014 年上半年，公司共有 3 个项目获得核准，总容量达到 1310 兆瓦，其中火电河北蔚县发电厂 2×600 兆瓦、风电宁夏红寺堡一期 100 兆瓦、水电重庆浩口水电增容 10 兆瓦。

未来发展：优化业务结构，巩固火电优势

随着近年来煤电效益逐渐好转，公司也将煤电发展列为今后的重点发展方向。

发改委《关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》对公司火电影响较小

8 月 28 日，发改委网站公布了《关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》。为进一步疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保电价矛盾，推进部分地区工商业用电同价，决定适当调整相关电价。

调价详情如下：

单位：元/千瓦时(含税)		
省级电网	降价标准	调整后标杆上网电价(含脱硫、脱硝和除尘电价)
北京	0.0063	0.3924
天津	0.0054	0.4049

河北北网	0.0087	0.4141
河北南网	0.0082	0.4234
山西	0.0115	0.3772
山东	0.0081	0.4396
内蒙古西部	0.0120	0.3004
上海	0.0050	0.4593
江苏	0.0110	0.4310
浙江	0.0110	0.4580
安徽	0.0047	0.4284
福建	0.0045	0.4379
湖北	0.0110	0.4592
湖南	0.0059	0.4940
河南	0.0191	0.4191
江西	0.0317	0.4555
四川	0.0055	0.4552
重庆	0.0068	0.4383
辽宁	0.0098	0.4044
吉林	0.0080	0.4014
黑龙江	0.0045	0.4064
内蒙古东部	0.0080	0.3104
陕西	0.0090	0.3894
甘肃	0.0040	0.3289
宁夏	0.0090	0.2791
青海	0.0030	0.3540
广东	0.0120	0.5020
广西	0.0098	0.4574
云南	0.0000	0.3726
贵州	0.0035	0.3813
海南	0.0110	0.4778

数据来源：发改委

其内容主要有：

- 1)、降低有关省（自治区、直辖市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价。未执行标杆电价的统调燃煤发电企业上网电价同步下调。
- 2)、适当降低跨省、跨区域电网送电价格标准。

3)、将上述降价空间主要用于疏导脱硝、除尘环保电价矛盾,对脱硝、除尘排放达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业,电网企业自验收合格之日起分别支付脱硝、除尘电价每千瓦时1分线和0.2分钱。

发改委这个通知对脱硫脱销做得好的火电企业上网电价影响较小。大唐发电及子公司发电业务主要分布于北京市、天津市、河北省、内蒙古自治区、山西省、辽宁省、甘肃省、江苏省、浙江省、云南省、福建省、广东省、重庆市、江西省、宁夏自治区、青海省及四川省。公司严格按照国家环保部门要求对火电机组进行了脱硫脱硝改造,大部分机组可享受一定程度的环保优惠政策。

■ 投资建议

我们认为,公司火电机组占总容量的82.93%,2014年上半年火电发电量占总发电量的91.13%,火电业务是公司利润的最主要贡献方面。预计2014年下半年环渤海动力煤平均价格比上半年仍有一定幅度的下降,有利于火电利润的进一步小幅扩张。但煤化工业务短期内仍看不到扭转亏损的希望。

由于公司总股本较大、业绩增幅较小,因此首次给予“中性”评级。

■ 风险因素

宏观面趋紧,利率飙升;现有火电站受第三季度全国水电高速增长影响而利用小时进一步下降;在建火电站或加剧火电供过于求的情况,建成后利用小时较低。

■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	77,598	75,227	70,382	71,438
年增长率	7.2%	-3.1%	-6.4%	1.5%
归属于母公司的净利润	4,008	3,527	4,308	4,596
年增长率	109.8%	-12.0%	22.2%	6.7%
每股收益(元)	0.301	0.265	0.324	0.345
PER(X)	13.1	14.9	12.2	11.4

数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 大唐发电 (601991) 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	72,382	77,598	75,227	70382	71438
二、营业总成本	70,206	73,016	68,383	62889	63357
营业成本	59,844	60,722	54,078	50045	50320
营业税金及附加	569	670	746	704	714
销售费用	612	560	546	528	536
管理费用	2,189	2,568	3,592	3167	3215
财务费用	6,992	8,496	8,158	8446	8573
资产减值损失	0	0	1,264	0	
三、其他经营收益	1,026	2,511	1,144	1,150	1,150
投资净收益	1,026	2,511	1,144	1,150	1,150
四、营业利润	3,202	7,093	7,988	8643	9231
加: 营业外收入	501	483	268	300	300
减: 营业外支出	50	36	152	150	150
五、利润总额	3,653	7,540	8,104	8793	9381
减: 所得税	663	1,362	2,357	2638	2814
六、净利润	2,989	6,178	5,747	6155	6566
减: 少数股东损益	1,079	2,170	2,220	1846	1970
归属于母公司所有者的净利润	1,910	4,008	3,527	4308	4596
七、摊薄每股收益(元)					
最新总股本(百万股)	13,310	13,310	13,310	13,310	13,310
基本每股收益(元)	0.148	0.301	0.265	0.324	0.345

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。