

# 大唐发电 A

## 下调至“卖出”

### 非电资产剥离有所延误

公司剥离非电资产的计划并未于预期的 2014 年底完成，公司表示大唐集团正在与政府协商交易方案，我们相信资产重组的完成只是时间问题。我们仍然维持资产重组将利好公司、帮助公司重回盈利质量更高的电力业务的观点。

### 下调盈利预测

我们担心经济活动疲弱和产业结构调整将使得全国用电需求增速继续下降，从而使得公司机组的利用率进一步下降，因此我们将利用小时数假设下调了 1ppt，并考虑了今年 2 月底的降息，从而将 2015/16 年 EPS 预测由 0.50/0.53 元下调至 0.48/0.51 元。

### 股价充分体现预期，鉴于利用率下行风险下调至“卖出”

我们认为公司股价已完全反映非电资产剥离的预期，且存在利用率下滑的风险，因此将评级从“中性”下调至“卖出”。公司当前股价对应 2015 年 PE 和 PB 为 12 倍和 2 倍，均高于可比公司。

### 估值：新目标价 5.2 元

我们基于现金流贴现估值方法（WACC 假设为 6.5%），得到新目标价 5.2 元（原为 5.4 元）。

## Equities

中国  
电力生产和供应业

12 个月评级 **卖出**  
之前：中性

12 个月目标价 **Rmb5.20**  
之前：Rmb5.40

股价 **Rmb5.90**

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	Rmb7.16-3.51		
市值	Rmb69.1 十亿/US\$11.0 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)	89,529		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb561.6		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb45.4 十亿		
市净率 (12/14E)	1.7x		
净债务 / EBITDA	6.7x		

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.36	0.36	0.00	0.30
12/15E	0.50	0.48	-2.57	0.42
12/16E	0.53	0.51	-3.94	0.49

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	73,960	73,104	78,308	81,423	85,079
息税前利润(UBS)	9,553	13,470	16,345	18,106	18,418	18,368	19,128	19,589
净利润 (UBS)	1,574	2,716	4,639	4,765	6,447	6,747	7,060	7,252
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.12	0.20	0.35	0.36	0.48	0.51	0.53	0.54
每股股息 (Rmb)	0.11	0.10	0.12	0.11	0.16	0.16	0.17	0.17
现金 / (净债务)	(166,835)	(187,428)	(193,822)	(198,186)	(146,417)	(142,679)	(138,768)	(125,149)
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	24.5	25.2	23.5	23.5	23.0
ROIC (EBIT) (%)	5.0	6.2	7.0	7.4	8.4	9.5	9.7	10.0
EV/EBITDA(core)x	12.0	10.3	9.4	9.2	8.7	7.5	7.1	6.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	45.9	23.9	13.2	16.5	12.2	11.6	11.1	10.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(37.2)	(26.8)	(23.3)	(3.7)	4.6	9.1	9.3	24.9
净股息收益率(%)	2.0	2.0	2.6	1.9	2.6	2.7	2.9	3.0

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 2015 年 03 月 04 日 17 时 27 分的股价(Rmb5.90)得出。

## 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。我们虽然看好公司战略调整带来的长期盈利能力提升，但认为目前股价中已基本反映，且公司目前估值相比其他全国性的上市电力公司仍然偏高，因此给予“卖出”评级。我们基于现金流贴现估值方法和6.5%的WACC假设得到目标价5.2元。

#### 乐观情景

我们当前假设2015/16年秦皇岛现货价为495/490元/吨，如果2015/16年秦皇岛现货价降至450元/吨，而合同价存在10-20元/吨的折扣，那么我们对2015/16年的EPS预测将上升11/10%，每股估值为6.40元。

#### 悲观情景

我们当前假设2015年9月1日起煤电电价下调0.01元/kWh（2%的降幅），如果近期电价下调传闻属实，即2015年4月1日起下调6%，且2015-17年利用率在基准情景上再降1ppt，那么我们对2015/16年的EPS预测将下降20/23%，每股估值为4.40元。

#### 近期催化剂

重组方案或落实。

12个月评级

卖出

12个月目标价

Rmb5.20

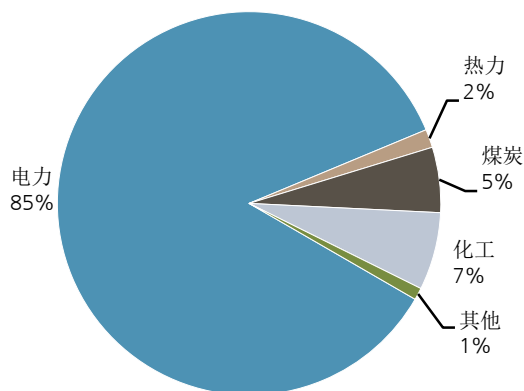
#### 公司简介

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31%的股权。截至2013年年底，大唐发电的总管理装机容量约为39吉瓦。

#### 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应会更趋平稳。

#### 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	5,456	6,114	6,503
煤炭	1,116	889	738	358	334
其他	182	(957)	(1,429)	(25)	(91)
合计	2,716	4,639	4,765	6,447	6,747

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 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	73,960	-1.7	73,104	-1.2	78,308	81,423	85,079
毛利	27,898	33,129	40,150	42,372	5.5	39,713	-6.3	42,023	44,603	47,271
息税折旧摊销前利润(UBS)	18,158	22,330	26,360	29,440	11.7	28,333	-3.8	29,335	30,969	32,711
折旧和摊销	(8,605)	(8,861)	(10,015)	(11,334)	13.2	(9,915)	-12.5	(10,967)	(11,841)	(13,122)
息税前利润(UBS)	9,553	13,470	16,345	18,106	10.8	18,418	1.7	18,368	19,128	19,589
联营及投资收益	751	1,267	1,021	527	-48.4	(14,743)	-	1,166	1,166	1,266
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(6,992)	(8,496)	(8,158)	(7,903)	3.1	9,052	-	(6,171)	(6,150)	(6,375)
例外项目(包括商誉)	398	1,306	(1,110)	(2,890)	-160.3	(15,421)	NM	0	0	0
税前利润	3,710	7,546	8,098	7,840	-3.2	(2,693)	-	13,363	14,144	14,480
税项	(668)	(1,361)	(2,355)	(3,280)	-39.3	(3,075)	6.3	(3,112)	(3,307)	(3,366)
税后利润	3,042	6,185	5,743	4,560	-20.6	(5,768)	-	10,251	10,837	11,114
优先股股息及少数股权	(1,071)	(2,163)	(2,214)	(1,724)	22.1	1,783	-	(3,504)	(3,777)	(3,862)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,971	4,022	3,529	2,836	-19.6	(3,985)	-	6,747	7,060	7,252
净利润(UBS)	1,574	2,716	4,639	4,765	2.7	6,447	35.3	6,747	7,060	7,252
税率(%)	18.0	18.0	29.1	41.8	43.9	0.0	-	23.3	23.4	23.2
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	2.7	0.48	35.3	0.51	0.53	0.54
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.15	0.30	0.27	0.21	-19.6	(0.30)	-	0.51	0.53	0.54
每股收益(UBS, 基本)	0.12	0.20	0.35	0.36	2.7	0.48	35.3	0.51	0.53	0.54
每股股息净值(Rmb)	0.11	0.10	0.12	0.11	-4.5	0.16	35.3	0.16	0.17	0.17
每股账面价值	2.93	3.13	3.32	3.41	2.8	3.00	-12.1	3.35	3.72	4.09
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	12,375	57.0	13,035	5.3	13,327	15,726	17,282
其他流动资产	25,606	25,314	24,200	23,107	-4.5	22,591	-2.2	24,025	24,997	23,876
流动资产总额	30,074	29,927	32,081	35,482	10.6	35,626	0.4	37,351	40,723	41,158
有形固定资产净值	200,923	221,477	243,436	249,740	2.6	191,434	-23.3	195,282	199,771	192,290
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	20,744	3.6	21,141	1.9	21,548	21,784	22,119
总资产	247,697	275,278	298,480	308,842	3.5	251,021	-18.7	256,946	264,986	258,219
应付账款和其他短期负债	25,663	26,577	32,234	30,241	-6.2	28,600	-5.4	30,247	31,504	29,239
短期债务	38,549	40,249	41,231	43,041	4.39	32,594	-24.27	31,890	31,581	29,115
流动负债总额	64,211	66,826	73,465	73,282	-0.2	61,194	-16.5	62,136	63,084	58,354
长期债务	132,754	151,792	160,472	167,519	4.4	126,858	-24.3	124,116	122,913	113,316
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	240,801	2.9	188,052	-21.9	186,252	185,998	171,670
普通股股东权益	38,941	41,658	44,168	45,407	2.8	39,897	-12.1	44,581	49,482	54,475
少数股东权益	11,791	15,001	20,375	22,634	11.1	23,072	1.9	26,113	29,506	32,074
负债和权益总计	247,697	275,278	298,480	308,842	3.5	251,021	-18.7	256,946	264,986	258,219
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	2,836	-19.6	(3,985)	-	6,747	7,060	7,252
折旧和摊销	8,605	8,861	10,015	11,334	13.2	9,915	-12.5	10,967	11,841	13,122
营运资本变动净值	(4,083)	(671)	4,913	(1,803)	-	(920)	48.9	177	89	(1,202)
其他营业性现金流	(1,978)	(1,813)	989	1,813	83.3	9,334	NM	1,073	1,831	2,261
经营性现金流	4,515	10,398	19,446	14,181	-27.1	14,344	1.2	18,964	20,822	21,433
有形资本支出	(26,983)	(25,453)	(32,228)	(16,743)	48.0	(11,190)	33.2	(12,699)	(14,369)	(4,260)
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)	(17,483)	41.6	(11,313)	35.3	(12,699)	(14,369)	(4,260)
已付股息	(932)	(1,464)	(1,331)	(1,597)	-20.0	(1,525)	4.5	(2,063)	(2,159)	(2,259)
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	535	-87.64	2,221	315.11	(463)	(383)	(1,294)
债务及优先股变化	14,793	19,694	10,402	8,858	-14.84	(3,068)	-	(3,447)	(1,511)	(12,063)
融资性现金流	25,819	19,325	13,400	7,796	-41.8	(2,371)	-	(5,973)	(4,054)	(15,616)
现金流量中现金的增加(减少)	1,307	(731)	2,917	4,494	54.1	660	-85.3	292	2,399	1,556
外汇/非现金项目	(283)	877	351	0	-100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	1,024	145	3,268	4,494	37.5	660	-85.3	292	2,399	1,556

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	27.7	NM	11.6	11.1	10.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	45.9	23.9	13.2	16.5	12.2	11.6	11.1	10.8
股价/每股现金收益	7.1	5.6	4.2	4.9	4.8	4.4	4.2	3.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(37.2)	(26.8)	(23.3)	(3.7)	4.6	9.1	9.3	24.9
净股息收益率(%)	2.0	2.0	2.6	1.9	2.6	2.7	2.9	3.0
市净率	1.9	1.6	1.4	1.7	2.0	1.8	1.6	1.4
企业价值/营业收入(核心)	3.0	3.0	3.3	3.6	3.4	2.8	2.7	2.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.0	10.3	9.4	9.2	8.7	7.5	7.1	6.8
企业价值/息税前利润(核心)	22.7	17.0	15.1	14.9	13.4	12.0	11.5	11.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	13.4	11.5	10.3	9.9	9.6	8.4	7.9	7.6
企业价值/运营投入资本	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	60,432	56,165	54,902	69,102	69,102	69,102	69,102	69,102
净债务 (现金)	158,535	177,132	190,625	196,004	172,301	144,548	140,724	140,724
少数股东权益	9,687	13,396	17,688	21,504	22,853	24,592	27,809	30,790
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>228,654</b>	<b>246,693</b>	<b>263,215</b>	<b>286,610</b>	<b>264,256</b>	<b>238,242</b>	<b>237,635</b>	<b>240,616</b>
非核心资产	(11,585)	(17,556)	(16,430)	(17,144)	(17,541)	(17,948)	(18,183)	(18,519)
<b>核心企业价值</b>	<b>217,069</b>	<b>229,137</b>	<b>246,785</b>	<b>269,466</b>	<b>246,716</b>	<b>220,294</b>	<b>219,452</b>	<b>222,097</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	19.3	7.2	-3.1	-1.7	-1.2	7.1	4.0	4.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	9.5	23.0	18.0	11.7	-3.8	3.5	5.6	5.6
息税前利润(UBS)	3.8	41.0	21.3	10.8	1.7	-0.3	4.1	2.4
每股收益(UBS 稀释后)	-39.4	67.2	70.8	2.7	35.3	4.6	4.6	2.7
每股股息净值	57.1	-9.1	20.0	-4.5	35.3	4.6	4.6	2.7
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	38.5	42.7	53.4	57.3	54.3	53.7	54.8	55.6
息税折旧摊销前利润率	25.1	28.8	35.0	39.8	38.8	37.5	38.0	38.4
息税前利润率	13.2	17.4	21.7	24.5	25.2	23.5	23.5	23.0
净利 (UBS) 率	2.2	3.5	6.2	6.4	8.8	8.6	8.7	8.5
ROIC (EBIT)	5.0	6.2	7.0	7.4	8.4	9.5	9.7	10.0
税后投资资本回报率	3.5	4.7	4.7	4.3	2.8	7.1	7.3	7.5
净股东权益回报率(UBS)	4.5	6.7	10.8	10.6	15.1	16.0	15.0	14.0
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	9.2	8.4	7.4	6.7	5.2	4.9	4.5	3.8
净债务/总权益 %	NM	NM	NM	291.3	232.5	201.8	175.7	144.6
净债务/(净债务 + 总权益) %	76.7	76.8	75.0	74.4	69.9	66.9	63.7	59.1
净债务/企业价值	76.9	81.8	78.5	73.5	59.3	64.8	63.2	56.3
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	147.7	112.9	115.8	121.3	32.5
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	22.6	15.3	16.2	17.6	5.0
息税前利润/净利息	1.4	1.6	2.0	2.3	NM	3.0	3.1	3.1
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
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	72,382	77,598	75,227	73,960	73,104	78,308	81,423	85,079
<b>总计</b>	<b>72,382</b>	<b>77,598</b>	<b>75,227</b>	<b>73,960</b>	<b>73,104</b>	<b>78,308</b>	<b>81,423</b>	<b>85,079</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	9,553	13,470	16,345	18,106	18,418	18,368	19,128	19,589
<b>总计</b>	<b>9,553</b>	<b>13,470</b>	<b>16,345</b>	<b>18,106</b>	<b>18,418</b>	<b>18,368</b>	<b>19,128</b>	<b>19,589</b>

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。