

2015年3月19日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

RMB 6.50

大唐发电(601991/0991.HK)

HOLD/持有

2014 年报：非经常性损失致全年业绩降五成

结论与建议：

公司今日发布年度报告，2014 年实现营业收入 701.94 亿元，同比减少 6.69%，实现净利润 17.98 亿元，同比减少 47.12%，实现扣非净利润 36.61 亿元，同比减少 7.55%。单季度来看的话，公司 4Q 净利润亏损 18.66 亿元，主要是因为当期计提了 32.37 亿元的资产减值损失。这也是导致全年业绩大幅减少的主要原因。

我们预计公司 2015 年、2016 年实现净利润 43.62 亿元、46.77 亿元，YOY+143.17%、+7.22%，EPS0.44、0.47 元，当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 15X、14X，H 股为 7X、6X，我们给予“持有”的投资建议。

■ **电力业务盈利能力突出：**公司报告期内实现营收 701.94 亿元，YOY-6.69%，其中电力业务收入同比减少 2.56%，占了公司总营收的 91.03%。电力营收下降主要是因为发电量同比减少约 1.58%，且平均上网电价比上年度减少 1.02%。但由于煤炭价格下降，单位燃料成本比去年同期降低 17.16 元/兆瓦时，电力业务毛利率达到 32.58%，同比增加 5 个 pct。发电业务累计实现利润人民币 124.22 亿元，同比增加 33.83%，使公司保持了持续盈利的良好态势。

■ **非电业务继续拖累业绩：**占公司收入 10%左右的煤炭业务和化工业务表现较差，营收分别同比下降 57.6%和 27.2%。公司共计提了 32.37 亿元资产减值损失，其中煤化工项目计提减值 20 亿左右。公司煤化工重组的审计、评估工作已于去年完成，但今年以来尚无新进展。我们认为，未来公司剥离煤化工和煤制气等盈利能力较差的非电项目后，回到电力主业务上，盈利能力有望进一步增强。

■ **所得税及费用率提升：**由于电力板块盈利增加导致负担的所得税费用增加，公司本期所得税费用比上期增加 38.70%。管理费用和财物费用也有所增加，分别同比增加了 27.19%和 4.10%。

■ **2014 年度分红预案：**公司公布了年度利润分配预案，向全体股东派发股息每股人民币 0.13 元（含税），派发股息总额约为 17.3 亿元。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2015 年、2016 年实现净利润 43.62 亿元、46.77 亿元，YOY+143.17%、+7.22%，EPS0.44、0.47 元，当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 15X、14X，H 股为 7X、6X，我们给予“持有”的投资建议。

公司基本信息

产业别	公用事业
A 股价(2015/3/18)	6.40
上证综指(2015/3/18)	3577.30
股价 12 个月高/低	7.16/3.51
总发行股数(百万)	13310.04
A 股数(百万)	9994.36
A 市值(亿元)	851.84
主要股东	中国大唐集团公司(31.10%)
每股净值(元)	3.29
股价/账面净值	1.94
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	16.2 14.1 76.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

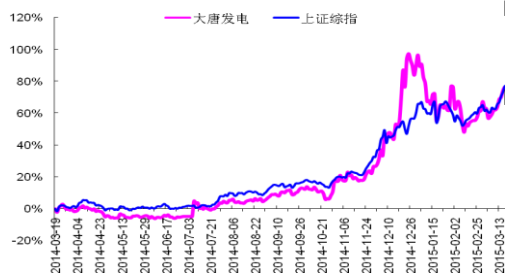
产品组合

电力	87.6%
煤炭销售	4.2%
化工产品	4.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.0%
一般法人	87.5%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	3,991	3,401	1,794	4,362	4,677
同比增减	%	108.92%	-14.78%	-47.25%	143.17%	7.22%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.40	0.34	0.18	0.44	0.47
同比增减	%	108.92%	-14.78%	-47.25%	143.17%	7.22%
A 股市盈率(P/E)	X	16.03	18.81	35.66	14.66	13.68
股利(DPS)	RMB 元	0.11	0.07	0.13	0.2	0.2
股息率(Yield)	%	1.72%	1.09%	2.03%	3.13%	3.13%

=预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	77,598	75,227	70,194	69,669	72,090
经营成本	60,386	54,078	49,099	48,051	49,275
营业税金及附加	670	746	683	656	679
销售费用	560	546	523	572	592
管理费用	2,568	3,592	4,570	4,448	4,426
财务费用	8,496	8,158	8,616	8,547	8,722
资产减值损失	1	1,264	3,237	2	3
投资收益	2,511	1,144	967	770	770
营业利润	7,093	7,988	4,434	8,734	9,756
营业外收入	483	268	1,015	307	307
营业外支出	36	152	237	40	40
利润总额	7,540	8,104	5,212	9,001	10,023
所得税	1,362	2,357	3,286	2,711	3,093
少数股东损益	2,187	2,220	132	1,928	2,252
归属于母公司所有者的净利润	3,991	3,401	1,794	4,362	4,677

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	4,613	7,881	5,289	5,817	6,399
应收帐款	9,893	9,809	9,500	10,450	11,495
存货	5,215	3,682	3,744	4,044	4,367
流动资产合计	26,067	27,197	23,859	26,148	28,659
长期投资净额	16,607	15,670	12,831	13,473	14,147
固定资产合计	140,974	155,132	165,013	189,765	218,230
在建工程	69,110	76,481	78,896	74,951	71,203
无形资产	245,148	266,126	278,573	301,846	329,396
资产总计	271,214	293,323	302,431	327,994	358,054
流动负债合计	61,578	65,123	71,761	75,350	79,117
长期负债合计	153,152	163,903	167,562	184,318	202,750
负债合计	214,729	229,025	239,324	263,256	289,582
少数股东权益	14,995	20,377	19,304	18,913	21,772
股东权益合计	56,485	64,298	63,108	45,824	46,700
负债和股东权益总计	271,214	293,323	302,431	327,994	358,054

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	21,688	30,068	26,247	28,872	31,759
投资活动产生的现金流量净额	-29,805	-28,945	-21,024	-23,127	-25,439
筹资活动产生的现金流量净额	8,256	2,145	-8,100	-4,050	-2,025
现金及现金等价物净增加额	138	3,267	-2,877	1,695	4,295

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。