

中性

——维持

大唐发电 (601991)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2015年3月20日

行业: 电力生产业



朱立民
021-53519888-1907
zhulimin@shzq.com
从业证书编号: S0870510120002

公司业务仍聚焦于火电, 煤化工业务正在重组

主要事项

公司3月19日发布2014年年报, 并召开了“大唐发电2014年业绩发布会”, 公司高管就公司2014年业绩、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, 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12月31日, 新增装机容量2,754.39兆瓦, 公司管理装机容量约41,341.345兆瓦, 比2013年末的39187兆瓦, 增加5.50%。其中, 火电煤机31,480兆瓦, 占76.15%; 火电燃机2,890.8兆瓦, 占6.99%; 水电5,054.445兆瓦, 占12.23%; 风电1,726.1兆瓦, 占4.17%; 光伏发电190兆瓦, 占0.46%。清洁及可再生能源所占比重比上年末增加3.51个百分点, 电源结构进一步优化。

发电量略有下滑

2014年大唐发电的主要业务在营收均出现了下滑, 主要业务发生萎缩, 其中电力行业下滑2.29%, 煤炭行业下滑57.59%, 化工行业下滑27.16%。电力行业为例, 2014年度, 大唐发电公司及子公司累计完成发电量约1,888.449亿千瓦时, 同比减少约1.58%; 累计完成上网电量约1,786.369亿千瓦时, 同比减少约1.54%; 机组利用小时累计完成4,701小时, 同比降低281小时。

受益于动力煤价格大幅下降, 电力业务盈利能力大幅增长

受益于动力煤市场价格大幅下滑, 单位发电量燃料成本同比变动由2013年的180.83元/兆瓦时, 下降到2014年的157.3元/兆瓦时, 因此电力板块盈利能力突出。公司电、热销售毛利率达到32.58%, 同比增长1.52%; 发电板块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。

大幅资产减值计提影响公司业绩

资产减值损失2014年32.37亿元, 比2013年的12.64亿元大幅增加。其中坏账损失由2013年的0.059亿元, 上升到2014年的7.6623亿元; 固定资产减值损失由2013年的6.65亿元, 上升到2014年的

基本数据 (2014)

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes items like 报告日股价 (元), 12mth A 股价格区间 (元), 总股本 (百万股), etc.

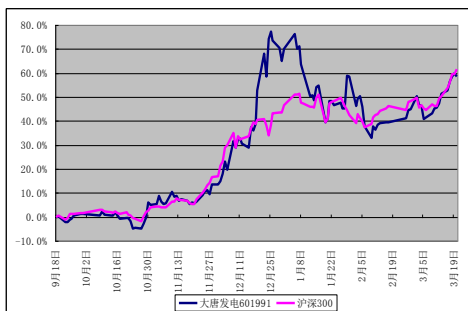
主要股东 (2014)

Table with 2 columns: Shareholder and Percentage. Includes 大唐集团公司 (31.10%), H 股 (24.75%), 天津能投资公司 (9.74%).

收入结构 (2014)

Table with 2 columns: Category and Percentage. Includes 电力 (91.0%), 煤炭 (2.5%), 化工 (5.1%), 热力 (0.6%).

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: ZLM15-CT01

首次报告日期: 2014年9月5日

相关报告:

17.84 亿元；在建工程减值损失在 2014 年度计提了 4.20 亿元。资产减值损失分板块，发电板块 0.11 亿元、煤炭板块 14.68 亿元、煤化工板块 17.66 亿元。

电力板块盈利导致所得税费用增加

公司及其子公司本期所得税费用比上期增加约 38.70%，主要原因是因为电力板块盈利增加导致负担的所得税费用增加。

归属于母公司净利润因资产减值损失而大幅下降，现金分红比 2013 年有所提高

公司 2014 年利润总额约为人民币 52.12 亿元，同比减少 34.56%；归属于母公司净利润约为人民币 17.98 亿元，同比减少 47.12%，EPS 为 0.14 元；截至 2014 年 12 月 31 日，公司合并资产总额约为人民币 3,024.31 亿元，同比增加 2.59%；资产负债率完成 79.13%，同比上升 0.7 个百分点。

公司计划每股分红 0.13 元(2012 年为 0.10 元、2013 年为 0.12 元)。

经营计划

2015 年度，公司立足打造发电产业升级版，清洁高效发展煤电，积极发展水电，加快发展风电，有序发展光伏发电，适度发展燃机。年发电量力争突破 1,879 亿千瓦时。

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

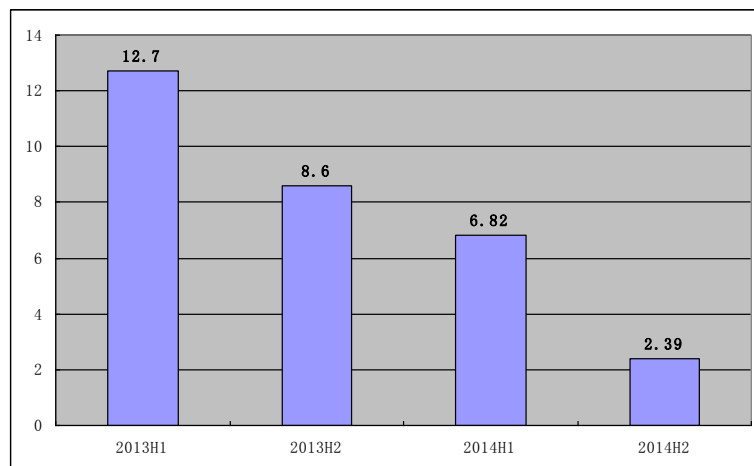
项目名称	多伦煤制烯烃	克旗煤制天然气	阜新煤制天然气
所在地	内蒙古	内蒙古	辽宁
开工时间	2006 年 3 月	2009 年 8 月	2010 年 3 月
权益	60%	51%	90%
设计产能	46 万吨/年	40 亿立方米/年	40 亿立方米/年
2014 项目进度	运营	试生产	在建

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。

2014 年 7 月 7 日，公司与国新公司签署了重组框架协议，拟就本公司煤化工板块及相关项目进行重组。重组范围包括：多伦煤化工公司、克旗煤制气公司、阜新煤制气公司、呼伦贝尔化肥公司、锡林浩特矿业公司以及相关的配套和关联项目。目前，重组事项正在稳步推进。

图 1 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

项目核准取得进展，火电项目仍是绝对主力

2014 年，公司有 7 个电源项目合计 2,796MW 获得正式核准，具体包括：

火电项目：河北蔚县发电厂 2×600MW，内蒙古自治区托克托电厂五期 2×660MW；

风电项目：宁夏红寺堡一期 100MW、辽宁大唐国际昌图三胜屯 50MW、辽宁大唐国际阜新四方庙 50MW、江西大唐国际寻乌乱罗嶂 66MW；

水电增容项目：重庆浩口水电增容 10MW。

■ 投资建议

2014 年公司火电机组占总容量的 76.15%，火电发电量占总发电量的 86.9%，火电业务是公司利润的最主要贡献方面。预计 2015 年环渤海动力煤平均价格同比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，在重组前仍给公司业绩造成负面影响，因此维持“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	2014A	2015E
营业收入	77,598	75,227	70,194	71,247
年增长率	7.2%	-3.1%	-6.7%	1.5%
归属于母公司的净利润	4,008	3,527	1,798	4,398
年增长率	109.8%	-12.0%	-49.0%	144.6%
每股收益 (元)	0.301	0.265	0.135	0.330
PER (X)	21.3	24.2	47.4	19.4

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	2014A	2015E
一、营业总收入	72,382	77,598	75,227	70,194	71,247
二、营业总成本	70,206	73,016	68,383	66,728	63,572
营业成本	59,844	60,722	54,078	49,099	49,369
营业税金及附加	569	670	746	683	712
销售费用	612	560	546	523	534
管理费用	2,189	2,568	3,592	4,570	3,206
财务费用	6,992	8,496	8,158	8,616	8,550
资产减值损失	0	0	1,264	3,237	1,200
三、其他经营收益	1,026	2,511	1,144	967	1,150
投资净收益	1,026	2,511	1,144	967	1,150
四、营业利润	3,202	7,093	7,988	4,434	8,825
加: 营业外收入	501	483	268	1,015	300
减: 营业外支出	50	36	152	237	150
五、利润总额	3,653	7,540	8,104	5,212	8,975
减: 所得税	663	1,362	2,357	3,286	2,693
六、净利润	2,989	6,178	5,747	1,926	6,283
减: 少数股东损益	1,079	2,170	2,220	128	1,885
归属于母公司所有者的净利润	1,910	4,008	3,527	1,798	4,398
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	0.135	0.330

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。