

中性

——维持

大唐发电 (601991)

证券研究报告/公司研究/公司调研

日期: 2015年8月18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 (2015H1)

报告日股价 (元)	6.91
12mth A 股价格区间 (元)	3.73/9.51
总股本 (百万股)	13310.04
无限售 A 股/总股本	75.09%
流通市值 (亿元)	690.6
每股净资产 (元)	3.332
PBR (X)	2.07
DPS (Y2014, 元)	10 派 1.3

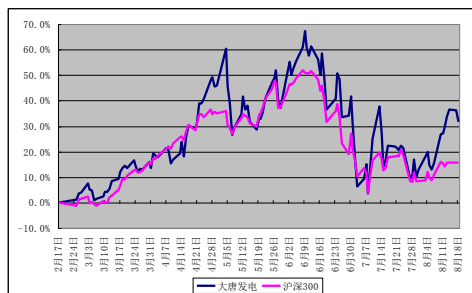
主要股东 (2015H1)

大唐集团公司	31.10%
H 股	24.75%
天津津能投资公司	9.74%

收入结构 (2015H1)

电力	91.9%
热力销售	2.3%
化工	1.1%
煤炭	0.6%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZLM15-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

煤和煤化工出血点仍未止住

主要事项

公司 8 月 15 日发布 2015 年中报, 并召开了“大唐发电 2015 年中报业绩发布会”, 公司高管就公司 2015 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, 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 2015 年 6 月 30 日, 新增装机容量 177 兆瓦, 公司管理装机容量约 41521.745 兆瓦。其中, 火电 34370.8 兆瓦, 约占 82.78%; 水电 5138.85 兆瓦, 约占 12.37%; 风电 1822.1 兆瓦, 约占 4.39%; 光伏发电 190 兆瓦, 约占 0.46%, 清洁能源所占比重比 2014 年末增加 0.36 个百分点。

发电量略有下滑

截至 2015 年 6 月 30 日, 公司及子公司已累计完成发电量 870.030 亿千瓦时, 同比减少约 4.32%; 累计完成上网电量 823.574 亿千瓦时, 同比减少约 4.10%; 火电机组利用小时累计完成 2252 小时, 同比降低 270 小时。

受益于动力煤价格大幅下降, 电力业务盈利能力增长

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 2014 上半年的 154.71 元/兆瓦时, 下降到 2015 上半年的 137.72 元/兆瓦时, 因此公司发电企业在电量下滑和电价下调的双重压力下, 多措并举提升盈利能力。截至报告期末, 发电板块累计实现利润 60.28 亿元, 同比增加约 9.33%, 使公司保持了持续盈利的良好态势, 再创历史同期新纪录。

动力煤价格大幅下跌让煤炭业务变成亏损

表 1: 公司 4 家参控股煤炭企业原煤产量 (单位: 万吨)

序号	煤矿名称	2013H1	2013H2	2014H1	2014H2	2015H1
1	蔚州矿业	382	380	375	362	276
2	同煤塔山	1125	881	941	1168	1290

3	锡林浩特矿业	346	510	347	293	429
4	宝利煤矿 ⁺	14	25	0	0	0
	总计	1867	1796	1663	1823	1995

数据来源：公司公告 上海证券整理

表 2：煤炭业务财务状况

煤炭	2013H1	2013H2	2014H1	2014H2	2015H1
营业收入（万元）	2,496	1,647	1,446	311	190
营业成本（万元）	2,367	1,569	1,396	339	208
毛利（万元）	130	78	50	-27	-18
毛利率（%）	5.19%	4.72%	3.44%	-8.78%	-9.27%

数据来源：公司公告 上海证券整理

煤化工业务：产量未达经济规模，短期亏损在所难免

表 3：公司煤化工项目基础数据表

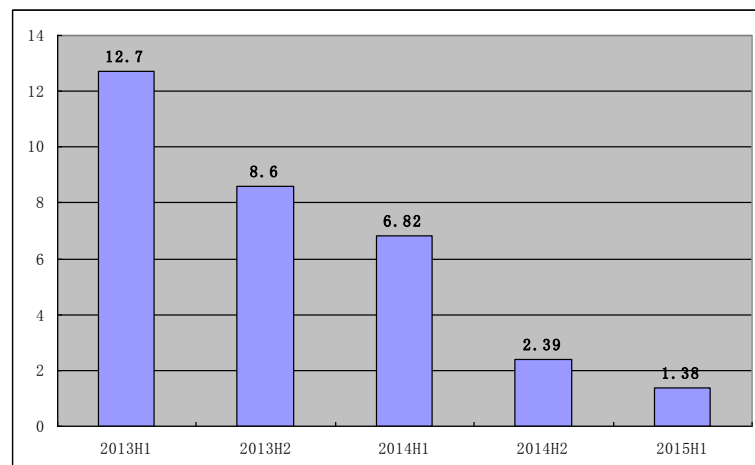
项目名称	多伦煤制烯烃	克旗煤制天然气	阜新煤制天然气
所在地	内蒙古	内蒙古	辽宁
开工时间	2006年3月	2009年8月	2010年3月
权益	60%	51%	90%
设计产能	46万吨/年	40亿立方米/年	40亿立方米/年
2014项目进度	运营	试生产	在建

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

表 4：化工业务财务状况

化工	2013H1	2013H2	2014H1	2014H2	2015H1
营业收入（万元）	1,788	3,137	1,404	2,184	349
营业成本（万元）	1,676	3,074	1,365	2,462	402
毛利（万元）	112	63	38	-278	-53
毛利率（%）	6.26%	2.00%	2.74%	-12.74%	-15.32%

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

2015 上半年，公司有 8 个电源项目合计 4,177MW 获得正式核准，具体包括：

火电项目：广东大唐国际雷州电厂“上大压小”新建工程 2×1000MW 项目、大唐国际唐山北郊 2×350MW 热电联产项目、大唐锡林浩特电厂新建工程 2×660MW 项目；

风电项目：大唐国际平湖 32 MW 风电场项目；

光伏项目：青海格尔木三期 50MW 光伏发电项目、青海共和三期 10MW 光伏发电项目、河北丰宁一期 20MW 光伏发电项目；

水电增容项目：乌江银盘水电增容 45MW。

■ 投资建议

2015 上半年公司火电机组占总容量的 82.78%，火电业务是公司利润的最主要贡献方面。预计 2015 下半年环渤海动力煤平均价格同比仍有一定幅度的下降，并将在较长时间保持低位，有利于火电利润的进一步小幅扩张。

但煤炭业务和煤化工业务短期内仍看不到扭转亏损的希望，特别是煤化工业务，由于采用的技术不成熟仍在不断地改进过程中，意向重组的接受企业也不敢轻易接手这些仍不知还要砸多少资金的煤化工项目，因此在重组前仍给公司业绩造成负面影响。

随着煤价的长时间低迷，必将有一些煤炭企业和煤化工企业破产退出市场，减少市场供应压力，我们预计或许在 2017 年煤炭和煤化工产品将迎来转机，目前煤炭和煤化工业务的出血点仍未止住，影响公司业绩的增长，因此维持“中性”评级。

■ 风险因素

宏观面趋紧，利率飙升；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	63,849
增长率	7.2%	-3.1%	-6.7%	-9.0%
归属于母公司的净利润	4,008	3,527	1,798	4,426
增长率	109.8%	-12.0%	-49.0%	146.1%
每股收益 (元)	0.301	0.265	0.135	0.333
PER (X)	22.9	26.1	51.1	20.8

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	63849
二、营业总成本	70,206	73,016	68,383	66,728	57482
营业成本	59,844	60,722	54,078	49,099	44925
营业税金及附加	569	670	746	683	734
销售费用	612	560	546	523	180
管理费用	2,189	2,568	3,592	4,570	3273
财务费用	6,992	8,496	8,158	8,616	8370
资产减值损失	0	0	1,264	3,237	0
三、其他经营收益	1,026	2,511	1,144	967	1268
投资净收益	1,026	2,511	1,144	967	1268
四、营业利润	3,202	7,093	7,988	4,434	7635
加: 营业外收入	501	483	268	1,015	945
减: 营业外支出	50	36	152	237	150
五、利润总额	3,653	7,540	8,104	5,212	8430
减: 所得税	663	1,362	2,357	3,286	2529
六、净利润	2,989	6,178	5,747	1,926	5901
减: 少数股东损益	1,079	2,170	2,220	128	1475
归属于母公司所有者的净利润	1,910	4,008	3,527	1,798	4426
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	0.333

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。