

2016年12月1日

华巍
C0066@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 4.4

大唐发电(601991/0991.HK)

HOLD/持有

定增进一步巩固控股股东地位，剥离煤化工业务影响16年业绩

结论与建议：

公司今日发布公告，拟向控股股东大唐集团定向增发A股募资99.5亿元，其中44亿元用于5个电厂项目，另外55.5亿元用于偿还项目基建贷款；H股向大唐海外（香港）公司定向募资59.25亿港元用作一般公司用途。募资项目有助于夯实公司核心业务，改善公司财务结构，减轻负债，为公司进一步做大做强提供支撑。完成发行后大唐集团及其子公司合计持股约为54.07%，进一步巩固控股股东地位。

受剥离煤化工资产影响，我们预计公司2016年、2017年实现净利润-38.76亿元、29.59亿元，EPS-0.29、0.22元，当前A股价对应2017年PE为18X，H股为8X，我们均给予“持有”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2016/11/30)	4.05
上证综指(2016/11/30)	3250.03
股价12个月高/低	5.47/3.83
总发行股数(百万)	13310.04
A 股数(百万)	9994.36
A 市值(亿元)	539.06
主要股东	中国大唐集团 公司(31.10%)
每股净值(元)	2.96
股价/帐面净值	1.37
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.8 3.3 -22.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

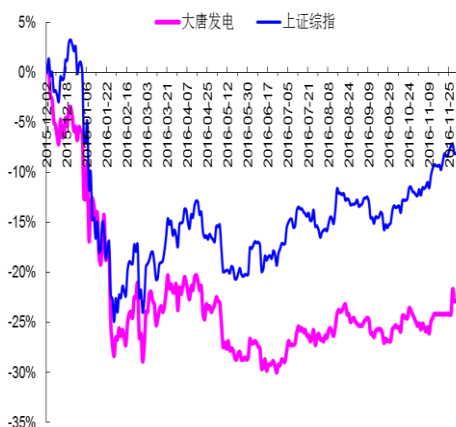
产品组合

电力销售收入	89.9%
煤炭销售	2.5%
化工产品	5.2%

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



■ **进一步巩固主业优势**：本次A股拟发行价格为3.56元/股，募资99.5亿元；H股拟发行价格2.12港元/股，募资59.25亿港元。5个电厂项目分别为：辽宁葫芦岛项目、江苏金坛燃机热电联产项目、唐山北郊热电联产项目、辽宁沈抚连接带热电厂项目、广东高要金淘热电冷联产专案，合计投资总额为148.98亿元，合计容量3700MW，其中使用募集资金为44亿元。5个项目的建设周期为18-31个月，预计税后内部收益率为6.25%-11.87%。募投项目是公司既定发展战略的具体实施，有利于进一步巩固公司主业优势，增强电力业务核心竞争力，对实现公司可持续发展、抵御市场风险具有长期重要意义。

■ **改善财务结构，节约财务费用**：公司由于近年来保持较快的固定资产投资，导致负债水准高于行业平均，报告期内财务费用占营业利润比例较高，其中13-15年度均超过100%，财务压力较大，一定程度上限制公司业绩的持续增长。本次募集中55.5亿元将用于偿还项目基建借款，偿还后公司负债率将由现在74.78%降至69.46%，有效降低债务规模、节约财务费用。

■ **煤价持续上涨带来经营压力**：10月份全国电煤价格指数为469.01元/吨，环比上涨13.3%，同比上涨42.1%，创2014年4月份以来的最高值。在煤价不断上涨的背景下，公司业绩将会承压。煤电企业的长协定价机制将有助于控制燃煤成本，缓解发电企业运营压力，如未来煤价继续上涨，不排除激发“煤电联动”政策，上调上网电价。即将到来的售电侧改革也是风险机遇并存，公司作为我国最大的独立发电公司之一，有望把握机会，积极增发电量。

■ **剥离煤化工资产，聚焦发电主业**：公司以1元出售公司煤化工资产给大唐集团新近成立的全资子公司中新能化科技有限公司，同时豁免超过100亿元的委托贷款。煤化工板块已成为公司发展的沉重的历史包袱，此次剥离资产，从短期来看，导致三季度合并报表归母公司净利润为-31.45亿元，将影响公司派发股东红利事宜。但长期来看有利于公司资产结构的进一步优化，降低资产负债率，让公司更好的聚焦发电主业，改善公司盈利能力。

■ **盈利预测**：受剥离煤化工资产影响，我们预计公司2016年、2017年实现净利润-38.76亿元、29.59亿元，EPS-0.29、0.22元，当前A股价对应2017年PE为18X，H股为8X，我们均给予“持有”的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2,013	2,014	2,015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	3526.89	1793.80	2809.03	-3875.59	2959.29
同比增减	%	-12.00%	-49.14%	56.60%	-237.97%	-176.36%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.265	0.135	0.211	-0.29	0.222
同比增减	%	-12.00%	-49.14%	56.60%	-237.97%	-176.36%
A 股市盈率(P/E)	X	15.28	30.05	19.19	-13.91	18.22
股利(DPS)	RMB 元	0.120	0.130	0.170	-0.15	0.111
股息率(Yield)	%	2.96%	3.21%	4.20%	-3.59%	2.74%

=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	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	75,227	70,194	61,890	56,030	60,121
经营成本	54,078	49,099	42,406	40,491	42,780
营业税金及附加	746	683	695	672	661
销售费用	546	523	204	168	301
管理费用	3,592	4,570	3,797	3,082	3,607
财务费用	8,158	8,616	7,898	6,892	7,214
资产减值损失	1,264	3,237	2,933	2,200	20
投资收益	1,144	967	1,202	-3,557	1,000
营业利润	7,988	4,434	5,160	-1,032	6,537
营业外收入	268	1,015	1,741	1,700	1,500
营业外支出	152	237	333	260	300
利润总额	8,104	5,212	6,568	408	7,737
所得税	2,357	3,286	3,285	204	4,255
少数股东损益	2,220	132	474	4,080	522
归属于母公司所有者的净利润	3,527	1,794	2,809	-3,876	2,959

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	7,881	5,289	5,574	6,410	7,051
应收帐款	12,359	12,623	10,310	11,547	12,586
存货	3,682	3,744	3,858	3,125	3,594
流动资产合计	27,197	23,859	21,020	21,887	24,118
长期投资净额	15,670	12,831	13,235	13,897	14,592
固定资产合计	155,132	165,013	182,032	136,865	153,289
在建工程	76,481	78,896	66,582	36,592	40,983
无形资产	18,844	21,833	20,499	22,319	19,419
资产总计	293,323	302,431	303,368	231,560	252,400
流动负债合计	65,123	71,761	70,916	56,251	61,876
长期负债合计	163,903	167,562	169,102	126,126	138,739
负债合计	229,025	239,324	240,018	182,377	200,615
少数股东权益	20,377	19,304	18,327	19,243	21,168
股东权益合计	43,921	43,803	45,023	29,940	30,618
负债和股东权益总计	293,323	302,431	303,368	231,560	252,400

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	30,068	26,247	25,050	21,562	22,640
投资活动产生的现金流量净额	-28,945	-21,024	-14,202	-9,635	-10,117
筹资活动产生的现金流量净额	2,145	-8,100	-10,663	-11,091	-11,882
现金及现金等价物净增加额	3,267	-2,877	184	836	641

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。