

分析师: 邹振松、虞亚新、李兴 021-63217846 zouzs@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

大唐发电 2008 年业绩预警公告点评

事件描述

大唐发电今日发布 2008 年全年业绩预警公告, 其主要内容为:

- 公司 2008 年业绩预计较 2007 年下降约 85% 左右。
- 业绩变动主要原因是燃料成本的大幅上涨。

事件评论

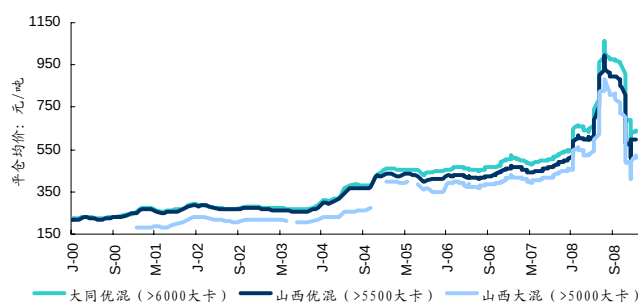
第一, 燃料成本的大幅上涨和电价调整的滞后, 导致公司 2008 年业绩大幅下滑

(1) 燃料成本大幅上涨, 预计 2008 年综合标煤价格 531.77 元/吨

2008 年, 秦皇岛大同优混价格由年初的 555 元/吨一路飙升至 8 月份 1005 元/吨的高点, 涨幅达到 81%; 尽管在此期间政府出台了煤炭“限价令”, 但实际执行效果并不理想, 中转地价格一直在高位徘徊, 直到 11 月份, 在下游需求明显放缓的形势下, 煤炭价格才出现了快速下滑。2008 年全年市场煤均价在 787 元/吨左右, 比年初上涨 41.8% 左右。

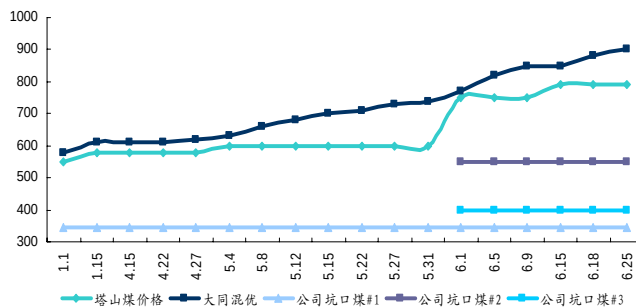
合同煤方面, 由于公司机组主要集中在京津塘地区, 奥运期间, 经过政府协调, 公司合同煤兑现率几乎达到了 100%。尽管合同煤兑现率良好, 但塔山煤价格随市场价不断上涨。我们预计公司 2008 年综合标煤价格为 531.77 元/吨。

图 1: 2008 年秦皇岛煤价较年初大幅上涨 41.8%



资料来源: 长江证券研究所

图 2: 合同煤价格基本稳定



资料来源: 长江证券研究所

(2) 电价调整的力度不足和时间上的滞后, 导致燃料成本压力不能顺利传导

由于 2008 年上半年 CPI 一直居高不下, 导致“煤电联动”迟迟未能实施, 2008 年的两次电价调整都发生在下半年, 致使公司 2008 年业绩并没有完全反映两次电价的调整后的效果。经过两次电价调整, 2008 年公司平均含税电价上调

约 1.78 分，达到 361.1 元/千瓦时，约可覆盖燃料成本 53.4 元，覆盖燃料成本上涨幅度 33% 左右，2009 年全年可覆盖本轮煤价上涨幅度的 81%。考虑到 2009 年燃料成本的进一步下降，公司煤耗下降所带来的燃料成本的内部消化，2009 年公司盈利能力有望恢复至 2007 年水平。

表 1: 公司下属电厂电价调整情况

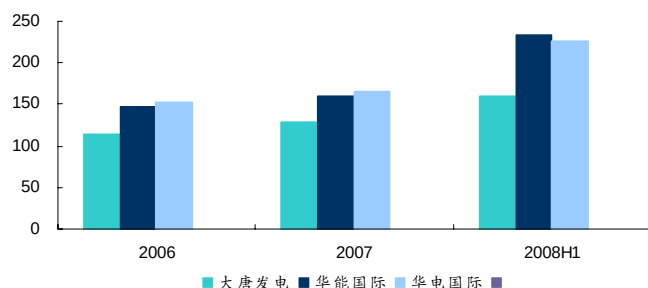
电 厂	08-7-1 前	08-8-20 前	2008-8-20	绝对涨幅	相对涨幅
高井热电厂	388.5	398.8	418.8	30.3	7.80%
陡河发电厂					
1-2 号机组	347.2	347.2	347.2		
3-6 号机组	359	375	395	36	10.03%
7-8 号机组	374	390	410	36	9.63%
下花园发电厂	359	375	395	36	10.03%
张家口发电厂					
1、3、4 号机组	359	375	395	36	10.03%
2 号机组	332.5	348.5	368.5	36	10.83%
5-8 号机组	349.5	365.5	385.5	36	10.30%
新余发电公司	403	418	438	35	8.68%
盘山发电厂	355.2	366.8	386.8	31.6	8.90%
托克托发电厂	312	322	342	30	9.62%
云岗热电厂	281	300.9	320.9	39.9	14.20%
唐山热电厂	346	362	382	36	10.40%
神头发电厂	298	323	343	45	15.10%
连城发电厂	250.8	261.5	276.5	25.7	10.25%
王滩发电厂	350.4	366.4	386.4	36	10.27%
乌沙山发电厂	361	397.2	422.2	61.2	16.95%
潮州发电厂	453.2	479.2	504.2	51	11.25%
宁德发电厂	379	402.3	422.3	43.3	11.42%
红河发电厂	270.3	305.3	315.3	45	16.65%
运城发电厂	275.4	295.3	315.3	39.9	14.49%
迁安热电厂	350.4	366.4	386.4	36	10.27%
呼国能	250.9	259.9	259.9	9	3.59%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第二， 公司成本控制卓越，保证了公司在行业不景气情况下仍能实现盈利

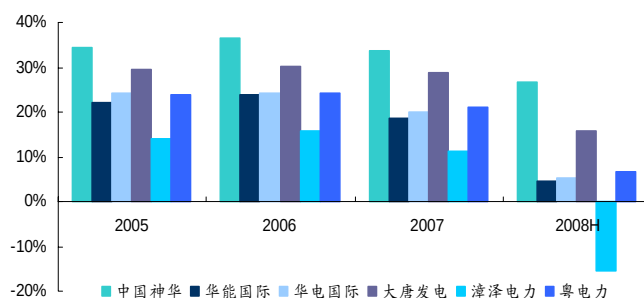
在火电行业亏损逾 700 亿元的背景下，公司仍能实现盈利得益于公司对成本的良好控制。公司通过修建坑口电厂，节约燃料成本；“上大压小”淘汰落后产能，提高单位机组效率，降低煤耗，以及逐步实施“煤电联营”，保证了毛利率一直处于行业领先水平。

图 3: 单位燃料成本低于行业其它公司



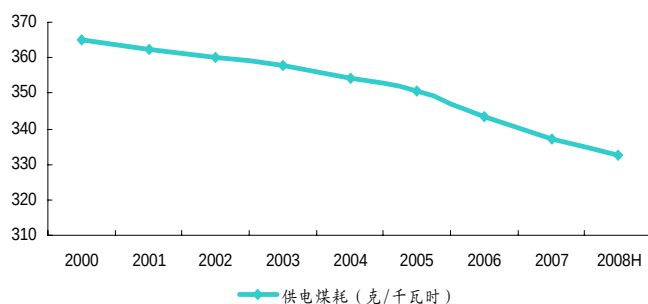
资料来源: 长江证券研究所

图 4: 毛利率一直处于行业领先地位



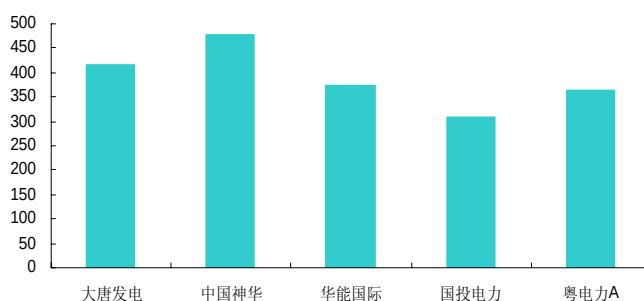
资料来源: 长江证券研究所

图 5: 供电煤耗逐年下降



资料来源: 长江证券研究所

图 6: 单位机组容量处于行业领先地位

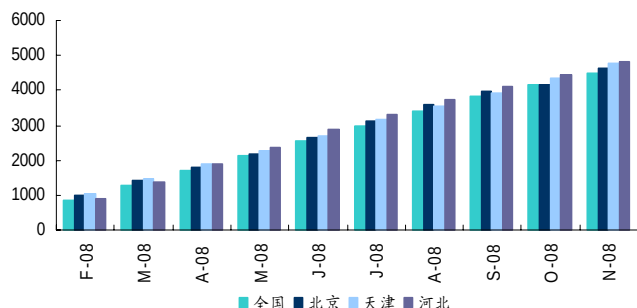


资料来源: 长江证券研究所

第三, 京津唐地区电力供给相对不足以及节能环保优势, 保证了公司利用小时下滑有限

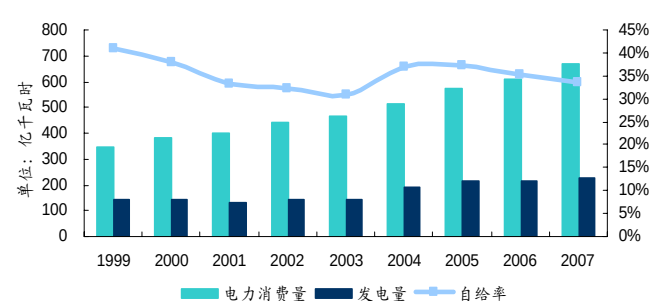
京津唐地区装机容量占到公司总装机容量的 34.9%, 且公司 67% 的营业收入来自华北地区 (京津唐、山西)。目前, 京津唐地区电力自给率呈逐年下降趋势, 电力供给相对不足, 且主要依靠火电出力, 保证了该地区利用小时下滑有限。公司火电机组基本上实现了全部脱硫, 单位电量烟尘和二氧化硫排放量远低于全国平均水平, 其节能环保优势将在节能减排调度方式下逐渐体现出来, 保证了公司能够优先发电, 抢占更多市场份额。

图 7: 京津唐地区利用小时高于全国平均水平

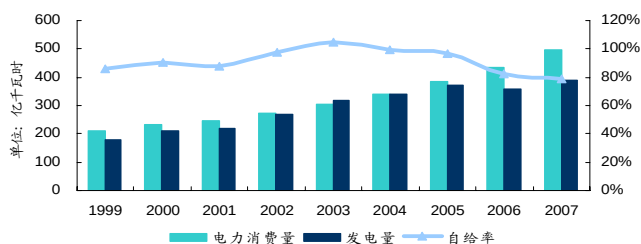


资料来源: 长江证券研究所

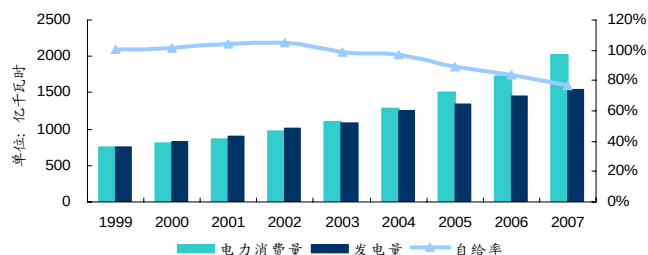
图 8: 北京地区电力自给率逐年下降



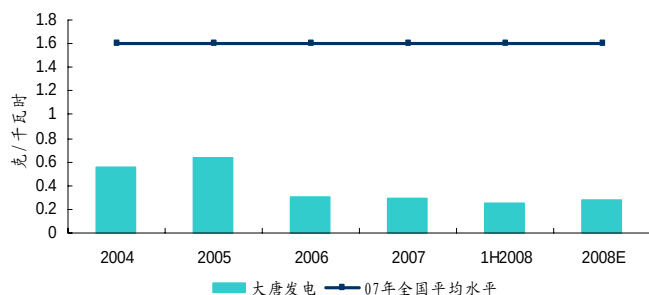
资料来源: 长江证券研究所

图 9：天津地区电力自给率逐年下降


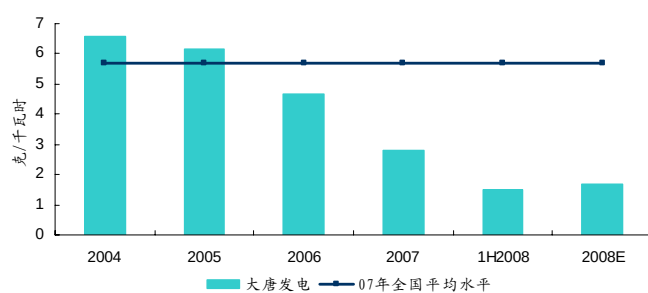
资料来源：长江证券研究所

图 10：河北地区电力自给率逐年下降


资料来源：长江证券研究所

图 11：单位电量烟尘排放量低于全国水平


资料来源：长江证券研究所

图 12：单位电量二氧化硫排放量低于全国水平


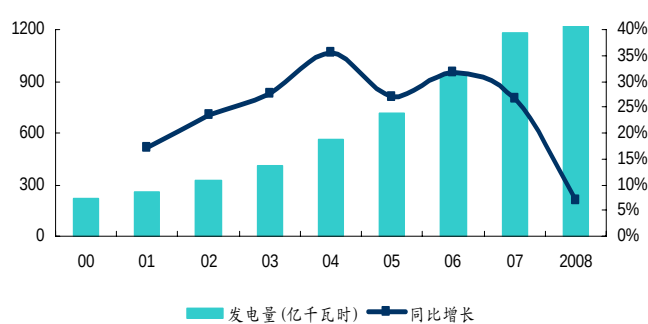
资料来源：长江证券研究所

第四， 装机容量迅速扩张，发电量快速增长。

截止 2008 年 12 月 31 日，公司装机容量达到 25096.7 兆瓦，同比增长 24.64%。考虑到公司目前 9356 兆瓦的批准及在建项目，我们认为未来两年公司装机容量仍将保持 10% 以上的高速增长，预计 2009-2010 年公司装机容量分别达到 29444 和 32353 兆瓦。伴随着装机容量的迅速扩张，发电量也将快速增长。

图 13：装机容量迅速扩张


资料来源：长江证券研究所

图 14：发电量快速增长


资料来源：长江证券研究所

第五，“煤电联营”进一步提升公司盈利空间

公司参股、控股六个煤矿，权益可采储量 70.70 亿吨，设计产能 15700 万吨，有望成为继中国神华、中煤能源之后第三大煤炭生产企业。目前，塔山煤矿和蔚州煤矿已经投产，2008 年有望生产原煤 1200 万吨，其中供应公司原煤约 800

万吨，煤炭自给率达到 10%左右。我们认为，随着公司自有煤炭的顺利投产、“煤电联营”的逐步实施，公司的燃料成本优势将进一步扩大，公司长期竞争优势将逐渐体现出来。

表 2：公司保有煤炭资源一览

资源	所在区域	煤种	地质储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	权益(%)	权益可采储量(亿吨)	设计产能(万吨/年)	达产时间
塔山煤矿	山西大同	动力煤	50	30	28	8.4	1500	2009 年
胜利煤矿	内蒙古	褐煤	53	31.8	100	31.80	6000	2011 年
五间房	内蒙古	褐煤	56	33.6	51	17.14	4200	2011 年
孔兑沟	内蒙古	长焰煤	8.8	5.28	52	2.75	1000	2011 年
长滩煤矿	内蒙古	长焰煤	25.6	15.36	40	6.14	2000	2011 年
蔚州	河北蔚县	长焰煤	14.93	8.958	50	4.48	1000	2010 年
合计			208.33	124.998		70.70	15700	

资料来源：公司公告、长江证券研究部 注：可采储量按照地质储量的 60%计算。

表 3：公司煤炭自给率将逐步提高

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
煤炭需求量（万吨）	8000	14667	18000	24333	28750
产量（万吨）	800	2200	3600	7300	11500
自给率	10%	15%	20%	30%	40%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第六， 维持“谨慎推荐”评级

我们预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为 0.027、0.210、0.226 元，公司估值优势不显著。考虑到燃料成本下降和两次电价调整在 2009 年的集中体现，以及“煤电联营”逐步实施带来公司毛利率的进一步提升，我们维持对公司的“谨慎推荐”评级。

表 4：盈利预测主要假设

	2008E	2009E	2010E
装机容量（万千瓦）	2509.6	2944.4	3235.3
燃料成本			
合同煤占比	60%	65%	70%
合同煤价格（元/吨）	347.00	364.35	364.35
市场煤价格（元/吨）	472.00	401.20	401.20
综合煤价（元/吨）	397.00	377.25	375.41
标煤价格（元/吨）	531.77	510.27	510.25

资料来源：长江证券研究部

表 5：相关公司价值分析

公司	公司	EPS（元）	本次预测	PE（倍）	PB
----	----	--------	------	-------	----

代码	简称	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
000539	粤电力 A	0.248	(0.036)	0.259	24.94	/	22.40	1.69	1.70	1.60
600011	华能国际	0.497	(0.193)	0.299	15.06	/	23.48	1.83	1.95	1.82
600886	国投电力	0.524	0.161	0.470	16.57	56.61	19.44	2.30	2.22	2.03
601991	大唐发电	0.290	0.027	0.021	25.13	260.76	332.97	2.79	2.97	2.77

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	32829	38205	46776	48712	货币资金	3698	3821	4678	4871
营业成本	23631	32546	36410	37628	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9198	5659	10366	11084	应收账款	5579	6483	7937	8266
% 营业收入	28.0%	14.8%	22.2%	22.8%	存货	1051	1409	1574	1627
营业税金及附加	353	411	503	524	预付账款	429	578	646	668
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	22	38	47	49	流动资产合计	11506	13170	15925	16588
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	可供出售金融资产	4290	2279	2279	2279
管理费用	1059	1223	1497	1559	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	1786	1680	2067	2446
财务费用	1976	3567	4188	4508	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	6.0%	9.3%	9.0%	9.3%	固定资产合计	102589	120169	134172	140730
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	867	2774	4585	6306
公允价值变动收益	-36	0	0	0	商誉	174	174	174	174
投资收益	160	128	100	100	递延所得税资产	130	0	0	0
营业利润	5913	549	4231	4544	其他非流动资产	172	172	172	172
% 营业收入	18.0%	1.4%	9.0%	9.3%	资产总计	121516	140419	159375	168695
营业外收支	-74	-10	-10	-10	短期贷款	26905	32449	45796	51326
利润总额	5839	539	4221	4534	应付款项	9362	12901	14415	14896
% 营业收入	17.8%	1.4%	9.0%	9.3%	预收账款	87	115	140	146
所得税费用	1430	132	1034	1111	应付职工薪酬	93	129	144	148
净利润	4409	407	3187	3424	应交税费	943	288	815	866
归属于母公司所有者					其他流动负债	4252	5844	6554	6775
的净利润	3411.1	314.8	2465.3	2648.1	流动负债合计	41642	51726	67864	74157
少数股东损益	997	92	722	775	长期借款	44273	55846	55846	55846
EPS (元/股)	0.29	0.03	0.21	0.23	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1103	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	其他非流动负债	491	491	491	491
经营活动现金流净额	10580	11766	15836	17357	负债合计	87508	108063	124201	130495
取得投资收益	54	0	0	0	归属于母公司	29392	27648	29744	31995
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-1786	234	-300	-300	少数股东权益	4616	4708	5430	6205
无形资产投资	-867	-2000	-2000	-2000	股东权益	34007	32356	35174	38200
固定资产投资	-25967	-23382	-21468	-15487	负债及股东权益	121516	140419	159375	168695
其他	2824	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-25797	-25148	-23768	-17787		2007A	2008E	2009E	2010E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.291	0.027	0.210	0.226
股权融资	1132	0	0	0	BVPS	2.50	2.36	2.53	2.73
银行贷款增加 (减少)	18986	17118	13347	5529	PE	25.11	272.09	34.75	32.35
筹资成本	5644	-3614	-4558	-4905	PEG	-3.10	-33.62	-4.29	-4.00
其他	-11345	0	0	0	PB	2.91	3.10	2.88	2.68
筹资活动现金流净额	14418	13504	8789	624	EV/EBITDA	11.90	16.99	11.36	10.29
现金净流量	-799	122	857	194	ROE	11.6%	1.1%	8.3%	8.3%

分析师介绍

邹振松，华中科技大学财务金融硕士，从事煤炭与电力行业研究，重点覆盖和跟踪的上市公司包括：长江电力、粤电力、国投电力、国电电力、桂冠电力、大唐发电、中国神华、中煤能源、西山煤电、国阳新能。

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加入长江证券研究部，担任煤炭与电力行业助理分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。