

大唐发电（601991）：盈利好转相对确定 高耗能需求制约发电量增长 中性（维持）

公用事业/电力

当前股价：7.49 元

报告日期：2009 年 3 月 31 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	32763	36836	42804	50527
(+/-)	31.6%	12.4%	16.2%	18.0%
营业利润	6164	518	4730	6472
(+/-)	25.3%	-91.6%	813%	36.8%
归属于母公司				
的净利润	3633	823	2757	3772
(+/-)	24.5%	-77.4%	235%	36.8%
每股收益（元）	0.31	0.07	0.23	0.32
市盈率（倍）	24	/	32	23

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(亿股)	117.43/44.13
流通市值（亿元）	330.52
每股净资产（元）	2.20
资产负债率（%）	80.58

股价表现（最近一年）



天相能源与基础设施组

联系人：车玺 010-66045572

chex@txsec.com

组 长：张勋 010-66045543

zhangx@txsec.com

服务热线：010-66045555

- 2008年，公司实现营业收入368.36亿元，同比增加12.4%；营业利润5.18亿元，同比减少91.6%；归属于母公司所有者净利润8.23亿元，同比减少77.4%；摊薄每股收益0.07元。2008年度分配预案为每股派现0.11元（含税）。
- 全年业绩好于预期源于出售金融资产所获投资收益。公司08年净利润同比下降77.4%，好于我们预期的降幅85%，主要源于公司于第四季度出售大秦铁路1.29%股权获得8.93亿元投资收益。
- 较好的电源结构和机组的分布优势使公司08年录得微利。08全年，因煤价攀升，公司单位发电燃料成本同比增长约44%，实现毛利率11.9%和净利率2.2%，同比分别回落16.6和8.9个百分点。我们认为公司08年净利润没有出现亏损主要源于：（1）机组分布优势：公司部分火电机组分布于山西、内蒙等近邻煤炭产区的地区，08年市场煤价飙升，公司的综合煤价涨幅得到一定程度控制；（2）较好的电源结构：公司08年末水电装机容量占比已达12%左右，同比提高约8个百分点；08年水电机组的发电量占比已达5.4%，同比增加4.2个百分点；水电贡献电量比重的增加有效的减缓了公司因煤价飙升出现的盈利能力大幅下滑。
- 08年发电量增长得益于机组容量增加，09年增长看高耗能需求恢复。08全年，公司完成发电量和上网电量1267、1191亿千瓦时，同比分别增长7.12%和6.97%。截至08年末，公司在役机组同比增加496万千瓦，增幅约24.6%。08下半年，高耗能行业电力需求增速大幅回落，较大程度影响公司位于河北、内蒙、甘肃、云南等地区的火电机组利用小时。水电机组08年得益于来水量偏多，利用小时有所增长，且09年有望继续保持增长态势。但是，公司超过60%的装机容量位于华北地区，从09年初至今的全国电力需求状况来看，华北地区需求的恢复程度落后于全国平均水平，公司火电机组可能面临一定程度的运行压力，09全年发电总量的增长主要寄希望于下游高耗能产业需求的恢复。
- 四季度盈利能力开始恢复。伴随煤价回落和电价上调作用的完全显现，公司的盈利能力在08年第四季度显著回升，实现毛利率16.3%，环比第三季度提高15.5个百分点。09年总体将延续这一回升的趋势。但是考虑到年内中期煤价

的走势和下游需求的变化，我们认为公司09年盈利状况可能呈现出前低后高的态势。公司08年末资产负债率已达80.58%，同比提高9.16个百分点，加上新投机组利息费用化，公司财务费用率同比增加3.7个百分点。伴随08年后期国家几次降息，预计09年下半年公司的财务费用率会一定程度降低，促进公司下半年盈利水平的提升。

- **维持“中性”评级。**预计公司2009和2010年EPS分别为0.23元和0.32元，以09-03-30收盘价计算，对应动态PE分别为32倍和23倍，处于行业内较高水平，暂时维持“中性”评级。建议关注高耗能行业需求恢复的进展以及合同煤价最终确定给公司带来的投资机会。
- **风险提示：**1. 09年合同煤最终签订价格高于预期、年内市场煤价超预期上涨；2. 电力需求回暖进程不达预期；3. 电价改革中可能存在的短期不利因素等。

图表：大唐发电盈利预测（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3276279	3683576	4280445	5052678
增长率	31.58%	12.43%	16.20%	18.04%
毛利率	28.54%	11.92%	22.56%	24.29%
减：营业成本	2341261	3244338	3314632	3825182
营业税金及附加	34824	33353	46025	54328
销售费用	32	245	500	500
管理费用	102955	126347	171218	176844
财务费用	195937	357280	342436	429478
期间费用率	9.12%	13.14%	12.01%	12.01%
加：公允价值变动净收益	-3602	-855	0	0
投资收益	18771	132757	67389	80867
营业利润	616440	51803	473024	647214
增长率	25.33%	-91.60%	813.12%	36.82%
加：营业外收入	5891	17200	0	0
减：营业外支出	9213	1230	0	0
利润总额	613118	67774	473024	647214
减：所得税	148308	6133	87509	119735
实际所得税率	24.19%	9.05%	18.50%	18.50%
净利润	464810	61641	385515	527480
归属母公司净利润	363312	82277	275691	377213
增长率	24.49%	-77.35%	235.08%	36.82%
净利润率	11.09%	2.23%	6.44%	7.47%
少数股东损益	101499	-20636	109824	150267
总股本（万股）	1173408	1174336	1174336	1174336
每股收益（元）	0.31	0.07	0.23	0.32

资料来源：公司年报，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002