



2009年3月31日

电力

业绩回顾

陈俊华

分析员

chenjunhua@cicc.com.cn

中性

大唐发电(601991.CH)

兑现投资收益，业绩大幅超出预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	24,899	32,829	36,836	40,295	41,073
(+/- %)	38	32	12	9	2
主营业务利润	7,067	8,845	4,059	9,361	10,190
(+/- %)	39	25	(54)	131	9
营业利润	4,918	5,913	(780)	4,588	5,095
(+/- %)	26	20	(113)	(688)	11
净利润	2,918	3,411	823	2,776	3,099
(+/- %)	24	17	(76)	237	12
每股盈利(元)	0.25	0.29	0.07	0.24	0.27
(+/- %)	(40)	17	(76)	240	12
市盈率(X)	30.1	25.8	107.2	31.5	28.3
市净率(X)	3.9	3.0	3.4	3.2	2.9
ROE (%)	12.9	11.6	3.2	10.0	10.4
股息收益率(%)	3.1	1.6	1.5	1.0	1.1
EV/EBITDA	19.8	16.4	25.3	14.7	13.6

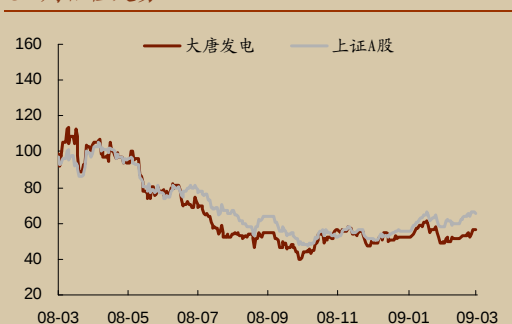
股票信息

H-股	A-股
991.HK	股票代码 601991.CH
HK\$3.33	当前股价 Rmb7.49
HK\$3.2	目标价 -
25.36	日成交量(百万股) 30.70
HK\$6.21/2.15	52周最高价/最低价 Rmb15.98/4.74
82,982	总市值(百万元) 73,205
11,780	发行股数(百万股) 11,780
3,316	流通股数(百万股) 4,413
	主要股东(持股比例) 中国大唐集团(35.6%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
[601991.CH]	+6.39	+15.05	+14.00	+15.94
[上证A股指数]	+3.36	+13.18	+28.59	+29.45
[电力板块指数]	+2.86	+10.12	+23.53	+23.15

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009年4月上旬 09年1季度发电量
2009年4月22日 09年1季度业绩

08年业绩超出预期:

08年公司完成发电量1267亿kwh，同比增长7%；实现收入368亿元，同比增长12%；归属母公司所有者净利润8.2亿元，对应每股收益0.07元，同比下降76%。公司计划每股派发现金红利0.11元（含税）。公司业绩大幅超出市场和我们的预期，亦显著好于公司在1月21日发布的业绩预警（同比下降85%）。业绩超预期的主要原因是：四季度公司出售了所持有的1.67亿股大秦铁路股票，获投资收益8.9亿元。

正面:

项目获批速度好于我们的预期：2008年下半年，获批项目有：火电3个（合计1800MW）；水电2个（合计700MW）；风电5个（合计244MW）；胜利东二号煤矿、白浩铁路（73公里）和虎丰铁路（48公里）。

负面:

2008年发电业务利润率低于预期；公司毛利率为11%，低于我们预期的13%。年报显示：08年燃料成本同比增加47%，考虑发电量同比上升7%，公司平均燃料成本上升幅度达37.7%。

净负债率攀升至323%，持续扩张财务杠杆空间有限。

发展趋势:

2009年，业绩回升主要得益于电煤价格的回落，新投产项目对于公司的业绩增厚作用有限。（1）项目竣工后，资本化利息结束，财务费用上升：2008年资本开支达350亿元，同期资本化利息超过27亿元，考虑1/3项目在09年投产，则公司财务费用增加8-9亿元。（2）负债率下降空间有限。目前，公司仍有20个在建项目，保守预测，公司09年的资本支出仍在100亿元以上，与同期经营性现金流相当。

盈利预测调整:

维持当前的盈利预测：09年、10年每股收益分别为0.24和0.27元。

估值与建议:

目前股价对应09、10年的市净率分别为3.2x和2.9x，在国内火电发电商股票中估值偏高。我们认为股价缺乏基本面支撑，有下行风险。维持“中性”投资评级。（请勿删除或复制此行的分节符）

图表 1: 2008 年业绩分析

(人民币 百万元)	年度数据			季度数据						CICC Comments	
	FY07	FY08	YoY	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ		
发电量(亿千瓦时)	1,183	1,267	7%	317	293	329	341	303	-11%	-4%	两次上网电价上调，提升平均电价水平约11.4%
主营业务收入	32,763	36,836	12%	8,941	8,353	9,299	9,797	9,387	-4%	5%	
主营业务成本	23,413	32,443	39%	6,529	6,536	8,329	9,723	7,855	-19%	20%	
主营税金附加	348	334	-4%	95	88	96	57	93	64%	-2%	电价提升和煤价回落推动四季度利润率回升，但盈利能力仍低于08年1季度的水平。
主营业务利润	9,002	4,059	-55%	2,316	1,729	874	17	1,439	8442%	-38%	
主营业务利润率	27%	11%		26%	21%	9%	0%	15%			
销售费用	0	2	679%	22	19	23	-41	2	-105%	-91%	四季度，公司出售所持1.67亿股大秦铁路股权，兑现投资收益超过8.9亿元。
管理费用	1,030	1,263	23%	369	338	222	325	378	16%	2%	
EBIT	7,972	2,793	-65%	1,926	1,372	630	-267	1,058	-496%	-45%	
EBIT利润率	24%	8%		22%	16%	7%	-3%	11%			营业外收入中的1.1亿元来自于政府环保返还款摊销及政府贴息。
财务费用	1,959	3,573	82%	540	673	871	962	1,067	11%	98%	
投资收益	188	1,328	607%	61	2	128	193	1,005	422%	1536%	
营业利润	6,164	518	-92%	1,394	701	-150	-1,002	969	-197%	-30%	
营业利润率	19%	1%		16%	8%	-2%	-10%	10%			
营业外收入	59	172	192%	7	2	4	42	124	197%	1580%	
营业外支出	92	12	-87%	84	3	5	5	-0	-102%	-100%	
利润总额	6,131	678	-89%	1,317	700	-150	-965	1,093	-213%	-17%	
所得税	1,483	61	-96%	335	133	-163	-335	427	-227%	28%	
实际税率	24%	9%		25%	19%	108%	35%	39%			
少数股东损益	1,015	-206	-120%	273	130	32	-193	-175	-10%	-164%	
净利润	3,633	823	-77%	709	438	-19	-437	840	-293%	18%	
净利润率	11%	2%		8%	5%	0%	-4%	9%			
全面摊薄每股盈利(元)	0.309	0.070	-77%	0.060	0.037	(0.002)	(0.037)	0.072	-293%	18%	

数据来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 2008 年发电量情况

电厂名称	股权比例	装机容量 (MW)	发电量 (亿千瓦时)							YoY	3Q08	QoQ
			2008	2007	YoY	4Q08	4Q07	YoY	3Q08			
北京-高井热电	100%	100*6	36.1	34.6	4%	8.4	8.2	3%	10.1	-17%		
河北-陡河	100%	125*2+250*2+2	90.0	112.0	-20%	14.4	28.2	-49%	21.2	-32%		
河北-下花园	100%	100*2	14.7	25.6	-42%	3.9	6.1	-37%	3.7	4%		
河北-张家口	100%	300*8	138.3	151.5	-9%	26.7	38.0	-30%	36.4	-27%		
天津-盘山	75%	600*2	65.8	71.4	-8%	12.5	16.9	-26%	18.4	-32%		
河北-华泽水电	90%	20*1	0.3	0.2	14%	0.1	0.0	46%	0.1	-46%		
内蒙-托克托	60%	600*6	198.9	216.9	-8%	48.8	63.5	-23%	51.3	-5%		
山西-云冈	80%	220*2	27.6	28.7	-4%	7.4	7.6	-2%	5.5	36%		
河北-唐山	80%	300*2	42.3	38.0	11%	10.4	8.6	21%	8.8	18%		
甘肃-连城	55%	300*2	38.3	41.1	-7%	6.2	11.5	-46%	10.6	-42%		
山西-神头	60%	500*2	56.1	57.4	-2%	8.6	15.5	-45%	15.6	-45%		
河北-王滩	70%	600*2	75.8	75.8	0%	20.6	18.8	10%	18.0	14%		
浙江-乌沙山	100%	600*4	142.2	141.6	0%	35.2	37.6	-6%	43.8	-20%		
广东-潮州	75%	600*2	70.5	60.0	17%	16.0	15.8	2%	19.6	-18%		
福建-宁德	51%	600*2	69.5	71.1	-2%	15.8	21.4	-26%	18.6	-15%		
云南-红河	70%	300*2	30.7	39.2	-22%	5.4	10.3	-47%	4.4	21%		
云南-那兰水电	51%	50*3	6.4	6.1	5%	1.6	1.2	28%	3.1	-49%		
云南-李仙江	70%	60*2	20.4	6.9	195%	6.5	3.0	118%	9.3	-30%		
江西-新余发电	100%	20*2	18.4	4.6	300%	4.1	4.6	-11%	5.6	-26%		
内蒙古多伦水电	51%	/	0.1	0.1	1%	0.0	0.1	-78%	0.0	-43%		
运城发电公司	80%	600*2	46.4	0.0	/	9.0	0.0	/	15.4	-42%		
彭水水电	51%	350*2	34.6	0.0	/	10.1	0.0	/	14.3	-29%		
青海 直冈拉卡 水电	90%	38*4	5.3	0.0	/	1.2	0.0	/	1.8	-30%		
呼和浩特热电公司	51%	200*2	11.4	0.0	/	3.9	0.0	/	5.4	-27%		
卓资风电	100%	40	0.9	0.0	/	0.3	0.0	/	0.1	120%		
托克托发电厂四期	60%	300*4	26.0	0.0	/	26.0	0.0	/	0.0	/		
合计			1266.9	1182.7	7%	303.1	316.7	-4%	341.3	-11%		

数据来源：公司数据，中金公司研究部



图表 3: 盈利预测主要假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主要假设						
发电量 (亿千瓦时)	710	935	1,182	1,267	1,354	1,377
发电量增速	27%	32%	26%	7%	7%	2%
平均电价 (元/千瓦时)	0.27	0.28	0.30	0.31	0.32	0.32
平均燃料成本 (元/千瓦时)	0.11	0.11	0.13	0.17	0.15	0.14
平均标煤单价 (元/吨)	323	357	411	564	521	501
利用小时波动率	-8%	2%	6%	-6%	-11%	-4%
综合税率	22%	22%	24%	9%	24%	24%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 财务简表

(单位: 百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表						
主营业务收入	17,994	24,899	32,829	36,836	40,295	41,073
主营业务成本	12,720	17,552	23,631	32,443	30,570	30,511
主营业务利润	5,069	7,067	8,845	4,059	9,361	10,190
减: 管理费用	511	852	1,059	1,263	1,382	1,438
财务费用	670	1,358	1,976	3,573	3,388	3,655
EBIT	4,561	6,215	7,786	2,793	7,976	8,749
利润总额	3,895	4,832	5,839	678	4,795	5,313
所得税	860	1,082	1,430	61	1,151	1,275
少数股东权益	675	832	997	-206	868	939
净利润	2,361	2,918	3,411	823	2,776	3,099
每股盈利 (元)	0.42	0.25	0.29	0.07	0.24	0.27
每股股利 (元)	0.23	0.23	0.12	0.11	0.07	0.08
资产负债表						
流动资产合计	3,689	9,326	11,506	15,239	16,273	20,484
长期投资	1,100	1,275	1,786	5,158	4,235	4,454
固定资产	58,954	55,328	56,888	132,934	126,718	121,834
资产合计	64,273	90,482	121,516	157,281	150,490	150,035
短期借款	5,717	9,300	22,609	29,584	8,253	-
流动负债合计	13,169	21,413	41,642	53,576	32,810	24,809
长期借款	29,215	40,274	44,273	68,130	79,377	83,727
负债合计	43,839	63,490	87,508	126,730	117,127	113,565
少数股东权益	2470	3277	4616	4641	5509	6448
股东权益合计	17,964	26,992	34,007	25,910	27,853	30,022
负债及股东权益合计	64,273	90,482	121,516	157,281	150,490	150,035
现金流量表						
经营活动产生的现金流量	5,978	7,451	10,580	9,147	12,142	13,977
投资活动产生的现金流量	-17,813	-16,322	-25,797	-36,172	1,795	-1,726
筹资活动产生的现金流量	9,432	12,299	14,418	37,451	-13,407	-8,178
主要财务比率						
增长						
收入	32%	38%	32%	12%	9%	2%
息税前利润	9%	36%	25%	-64%	186%	10%
净利润	5%	24%	17%	-76%	237%	12%
利润率						
毛利率	28%	28%	27%	11%	23%	25%
息税前利润率	25%	25%	24%	8%	20%	21%
净利润率	13%	12%	10%	2%	7%	8%
资产周转比率						
总资产周转率	0.28	0.28	0.27	0.23	0.27	0.27
固定资产周转率	0.31	0.45	0.58	0.28	0.32	0.34
流动性比率						
速动比率	0.23	0.40	0.25	0.24	0.43	0.74
流动比率	0.28	0.44	0.28	0.28	0.50	0.83
杠杆比率						
净债务权益比率	2.03	19.31	1.98	3.82	3.19	2.70
资产负债率	0.68	0.70	0.72	0.81	0.78	0.76
息税前利润/净财务费用	6.8	4.6	3.9	0.8	2.4	2.4

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

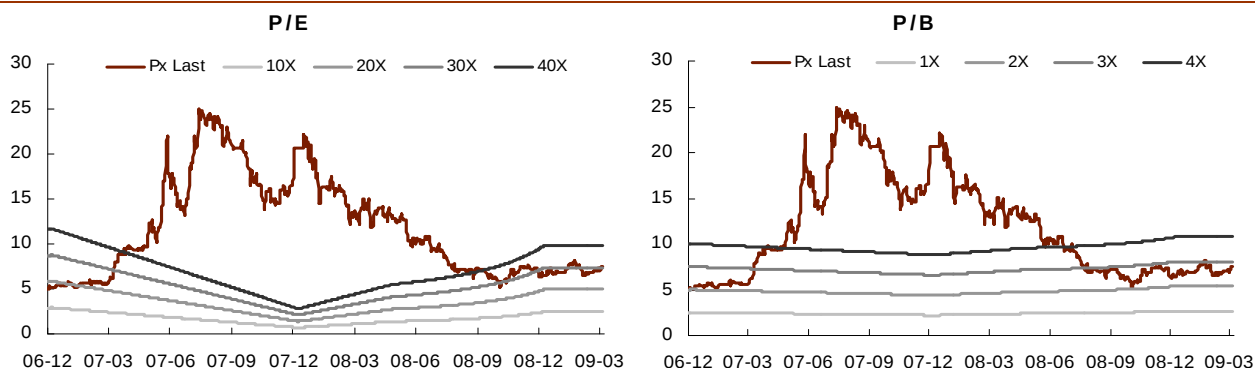
图表 5: Valuations of comparables

	Price 2009-3-30	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿元)	2008E	EPS 2009E	2010E	2008E	P/E(x) 2009E	2010E	2008E	P/B(x) 2009E	2010E
A 股电力公司	(Rmb)						(Rmb)							
长江电力	14.35	推荐	9,412	4,909	135	0.50	0.52	0.66	28.7	27.5	21.8	3.1	2.3	2.2
国电电力	6.50	审慎推荐	5,448	4,133	35	0.02	0.19	0.30	290.6	33.4	22.0	2.6	2.5	2.3
华能国际	8.07	审慎推荐	12,055	2,878	86	(0.29)	0.31	0.36	(27.5)	26.0	22.7	2.4	2.3	2.2
国投电力	10.50	审慎推荐	1,055	1,055	11	0.16	0.46	0.51	64.0	22.8	20.5	2.7	2.5	1.7
建投能源	6.38	审慎推荐	914	547	6	0.05	0.29	0.36	126.0	21.9	17.8	2.0	2.0	1.9
深圳能源	12.02	中性	2,202	599	26	0.40	0.79	0.77	30.1	15.2	15.6	2.3	2.1	1.9
广州控股	6.08	中性	2,059	2,059	13	0.16	0.34	0.40	38.3	17.8	15.2	1.4	1.4	1.3
华电国际	5.12	中性	6,021	1,442	26	(0.28)	0.22	0.31	(18.2)	22.8	16.6	2.3	2.2	2.0
中能股份*	8.13	中性	2,890	2,890	23	0.26	0.40	0.49	31.0	20.4	16.7	1.2	1.1	1.1
粤电力A	6.80	中性	2,659	757	15	0.00	0.22	0.28	2546.5	30.3	24.3	2.1	1.9	1.9
大唐发电	7.49	中性	11,780	4,413	73	0.07	0.24	0.27	107.2	31.5	28.3	3.4	3.2	2.9
上海电力*	4.57	中性	2,140	644	10	(0.81)	(0.02)	0.33	(5.6)	(198.7)	13.8	1.1	1.1	1.0
内蒙华电*	4.44	中性	1,981	573	9	0.01	0.05	0.06	444.0	88.8	79.3	n.a	n.a	n.a
平均值									n.a	12.3	24.2	2.2	2.0	1.9
中间值									n.a	22.8	20.5	2.3	2.1	1.9

H/B 股电力公司	(HK\$)				(HK\$ bn)		(HK\$)							
粤电力-B	2.94	审慎推荐	2,659	665	17	0.00	0.26	0.31	946.8	11.5	9.5	0.8	0.7	0.7
华电国际	1.72	推荐	6,021	1,431	29	(0.33)	0.25	0.34	(5.3)	6.8	5.1	0.7	0.6	0.6
华能电力	4.88	审慎推荐	12,055	3,055	97	(0.34)	0.35	0.39	(14.3)	13.8	12.4	1.2	1.2	1.2
华润电力	15.80		4,140	4,161	67	0.38	0.79	1.05	41.6	20.0	15.0	2.5	2.3	2.1
大唐发电	3.33	中性	11,780	3,316	83	0.08	0.27	0.29	41.0	12.3	11.4	1.3	1.2	1.2
中国电力*	1.54		3,606	3,606	6	(0.15)	0.20	0.30	(10.6)	7.8	5.2	0.5	0.5	0.4
中电控股*	52.75		2,406	2,408	127	3.44	3.63	3.72	15.3	14.5	14.2	1.9	1.8	1.8
香港电灯*	46.25		2,134	2,134	99	2.93	3.05	3.11	15.8	15.1	14.9	1.9	1.8	1.8
平均值									n.a	12.7	11.0	1.3	1.3	1.2
中间值									n.a	13.1	11.9	1.3	1.2	1.2

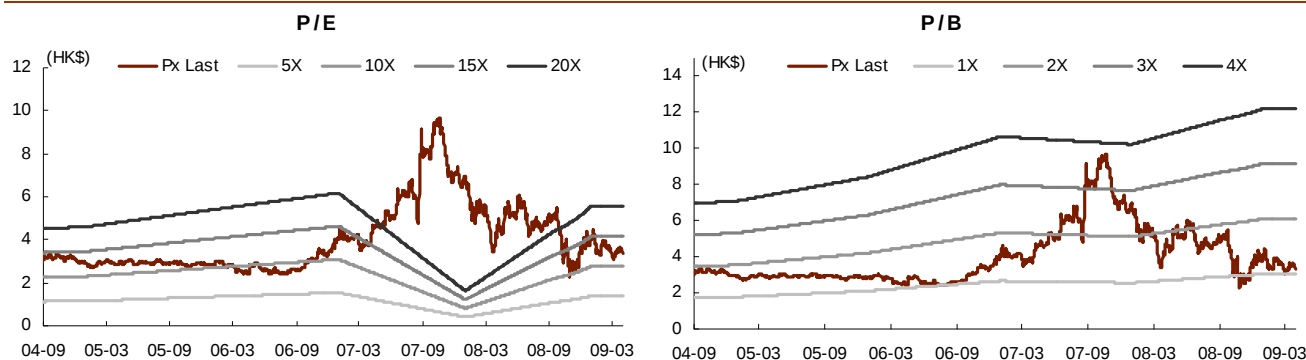
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: A 股 Historical P/E and P/B bands



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7: H 股 Historical P/E and P/B bands



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。