

大唐发电

601991

中性/ 维持评级

扩张过快，资金紧缺

股 价	2009/03/31
RMB7.29	

基础数据

总股本（百万股）	11780
流通 A 股（百万股）	4413
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	32169

财务数据

市净率 (X)	3.31
TRACING P/E (X)*	104.37
EPS (元)	0.07
股息率 (%)	1.51

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师

王爽

+755-82493570

wangshuang@lhq.com

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	32762.8	36835.8	39213.8	41155.0
(+/-%)	31.6	12.4	6.5	5.0
归属母公司净利润(百万元)	3633.1	822.8	3316.5	3746.7
(+/-%)	24.5	-77.4	303.1	13.0
EPS(元)	0.31	0.07	0.28	0.32
P/E(倍)	23.6	104.4	26.0	22.8

■ 大唐发电公布 2008 年报，通过与我们前期的盈利预测对比（表 1），我们的分析如下：

- 1、公司出售大秦铁路 1.29% 股权，获得投资收益 8.935 亿元，相当于每股收益 0.076 元。公司在运行的电厂基本都是全资和控股电厂，从利润表的“少数股东损益”来看，2008 年实现的利润为负，说明公司的主营业务 2008 年是亏损的。因此，可以说公司 2008 年实现的盈利主要是来自于这部分投资收益，而非主营业务。
- 2、煤价在 2008 年第四季度的大幅下跌使公司电力业务盈利能力大大恢复，其恢复幅度大于我们的预期，2008 年全年电力业务毛利率达 12%，2008 年第四季度为 16.3%，高于我们预测的 9.8% 和 8%。

■ 外延增长仍在持续。2008 年报披露了已获得核准的 16 个项目，均为公司第一次披露，其中火电 360 万千瓦、水电 70 万千瓦、风电 39.13 万千瓦、核电 400 万千瓦，合计 869 万千瓦。截至 2008 年底公司管理装机容量 2510 万千瓦，我们预计，到 2010 年底可达约 3000 万千瓦，增长 20%。

■ 增发以解资金短缺之急。今日公司同时公布了非公开发行股票预案，发行不超过 7 亿股，每股 6.33 元，融资额约 40 亿元以上。在五大集团中，近年来扩张的步伐迈得最快的就是大唐集团，巨额的资本支出再加上高利率（2008 年财务费用 35.7 亿元，比 2007 年增加 82%），使公司资金极为短缺，负债率已达 80% 以上，今年 3 月又发行了 30 亿元的中期票据，此次增发就是为缓解资金之急。此次增发价格 6.33 元，对应的动态市盈率是 22 倍左右，略低于目前火电行业约 25 倍的水平，但我们认为电力行业未来的回报长期难于支撑 20 倍以上的估值水平，这一增发价格仍有些偏高。

■ 扩张过快，股东回报不够。我们认为，公司目前的外延扩张过快，一方面面临资金短缺风险和财务风险，另一方面，由于业绩回报跟不上资本扩张，使得股东的回报不够。从 2006 年 12 月公司上市至今，总股本扩张了 108%，总资产增长了 76.6%，收入仅增长 48.4%。如果考虑此次增发，则差距又扩大了，对于股东来讲，到目前为止未能获得好的回报。

表 1、大唐发电盈利预测与实际公布值对比

单位：百万元	2008Q4 预测	2008Q4 实际	2008 预测	2008 实际	预测差异
一、营业总收入	9037.9	9386.6	36487.1	36835.8	煤炭及热力销售
营业收入	9037.9	9386.6	36487.1	36835.8	
二、营业总成本	9696.1	9416.3	37916.5	37636.8	
营业成本	8314.8	7854.8	32903.4	32443.4	实际毛利率恢复到 16%，高于预期
营业税金及附加	89.9	93.1	330.3	333.5	
销售费用	0.0	1.9	0.6	2.5	
管理费用	291.3	378.4	1176.4	1263.5	
财务费用	1000.0	1067.0	3505.8	3572.8	
资产减值损失	0.0	21.1	0.0	21.1	
三、其他经营收益			0.0		
公允价值变动净收益	0.0	-6.7	-1.9	-8.6	
投资净收益	100.0	1005.3	422.3	1327.6	出售大秦铁路，收益 893.5 百万元
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		134.1	236.4	370.5	
四、营业利润	-558.2	968.9	-1009.1	518.0	
加：营业外收入	0.0	124.2	47.8	172.0	环保返还款及政府贴息 112.8 百万元
减：营业外支出	0.0	3.6	8.7	12.3	
其中：非流动资产处置净损失	0.0	37.9	0.0	37.9	
五、利润总额	-558.2	1089.4	-969.9	677.7	
减：所得税	-223.3	427.2	-589.2	61.3	
	-	39.2%	-	9.0%	
六、净利润	-334.9	662.2	-380.7	616.4	
减：少数股东损益	-100.5	-174.5	-132.3	-206.4	
归属于母公司所有者的净利润	-234.5	836.7	-248.4	822.8	
七、每股收益：	-0.02	0.07	-0.02	0.07	

来源：联合证券研究所

表 2、大唐发电非公开增发募集资金项目

序号	募集资金项目	项目总投资 (亿元)	拟投入募集 资金(亿元)
1	辽宁大唐国际锦州热电 2×300MW “上大压小” 新建工程	29.80	3.20
2	山西大唐国际云冈热电二期 2×300MW 扩建工程	27.20	3.52
3	河北大唐国际唐山新区热电厂四期 2×300MW “上大压小” 热电联产扩建工程	25.76	4.35
4	河北大唐国际张家口热电厂四期 2×300MW “上大压小” 热电联产新建工程	28.78	4.58
5	胜利东二号露天煤矿项目一期工程	29.65	7.50
6	山西大唐国际临汾河西热电厂 2×300MW “上大压小” 热电联产工程	27.78	4.45
7	文山州马鹿塘水电站二期工程	20.58	1.90
8	重庆乌江银盘水电站	80.45	7.44
9	福建宁德核电一期工程 09 年投入部分	493.42	7.48
10	补充流动资金	-	5.58
	合计	763.42	50.00

来源：公司公告

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。