

研究员：
张延兵
公用事业、环保、
新能源行业
(8621)64718888-
1106

大唐发电（601991）

——投资收益确保盈利

投资要点：

- 1、 装机增速超过20%，发电量同比增长7%**
公司当前可控装机容量 2509 万千瓦，2008 年新增装机容量 516 万千瓦，去年公司完成发电量 1266.89 亿千瓦时，比上年同期增长 7.12%；完成上网电量 1191.06 亿千瓦时；比上年同期增长 6.97%。
- 2、 成本增速远快于收入**
公司2008年实现经营收入人民币368.36 亿元，比上年同期增长12.43%，经营成本324.43亿元，同比上涨38.46%，最终实现归母公司的利润8.23 亿元，较上年同期降低77.35%；每股收益0.07 元。显然，营业成本远快于营业收入的增长，这也是公司经营业绩大幅下降的主要原因。
- 3、 投资收益确保最终盈利**
公司2008年投资收益达13.27亿元，其中8.93亿元为出售1.67亿股大秦铁路所得，若扣除投资收益，归属母公司利润为0.55亿元，折合每股收益0.005元/股。
- 4、 公司面临较大的财务压力**
前不久公司公告拟非公开发行股票7亿股，募集资金不超过50亿元用来收购部分发电资产和煤矿项目，缺口资金较大。目前公司资产负债率已经超过80%，财务费用不断大幅上升，面临着较大的财务压力。
- 5、 盈利预测以及投资建议**
公司2009年的生产经营目标是发电量力争完成1500亿千瓦时，营业收入力争比去年同期增长20%以上。预期2009、2010年归属母公司利润分别为19亿元、20亿元，对应每股收益为0.17元和0.24元，我们给予“中性”的投资评级。

联系人

张燕华
(8621)647188
88-1287
zhangyanhua@
stocke.com.c
n
上海市长乐路
1219 号长鑫大
厦 18 层
(200031)

◆ 装机增速超过20%，发电量同比增长7%

公司是国内最大的独立发电公司之一，主要经营以火力发电为主的发电业务。公司管理装机容量2509万千瓦，2008年新增装机容量516万千瓦。公司发电业务主要分布于华北电网、甘肃电网、浙江电网、云南电网、福建电网、广东电网、福建电网及江西电网。2008年公司完成发电量1266.89 亿千瓦时，比上年同期增长7.12%；完成上网电量1191.06 亿千瓦时；比上年同期增长6.97%。

◆ 营业成本远快于营业收入的增长

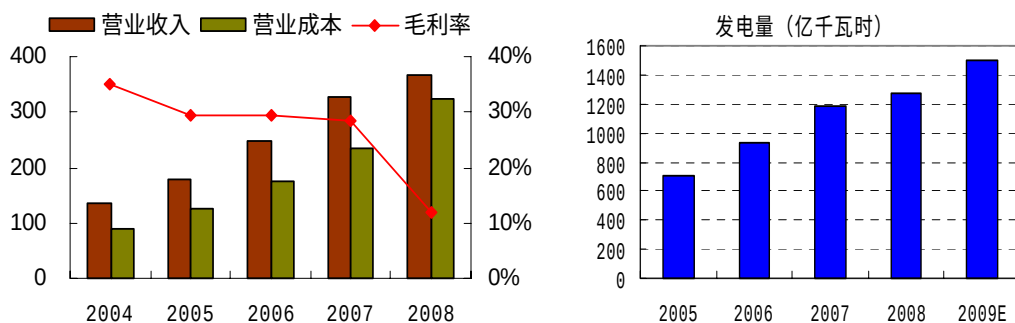
从公司年报可以得知，公司及子公司实现经营收入人民币368.36 亿元，比上年同期增长12.43%，经营成本324.43亿元，同比上涨38.46%，最终实现归母公司的利润8.23 亿元，较上年同期降低77.35%；每股收益0.07 元。显然，营业成本远快于营业收入的增长，这也是公司经营业绩大幅下降的主要原因。另外，与其它火电公司一样，公司燃料成本也出现较大大幅度上升，同比增加达72.49亿元，增幅47.51%，2008年公司燃料成本占经营成本的69.37%（2007年为64.59）。

◆ 公司仍处在盈亏边缘

从年报可知，公司2008年投资收益达13.27亿元，其中8.93亿元为出售1.67亿股大秦铁路所得，若扣除投资收益，归属母公司利润为0.55亿元，折合每股收益0.005元/股。

图：公司营业收入以及成本变化图

图：2005-2009年发电量变化情况



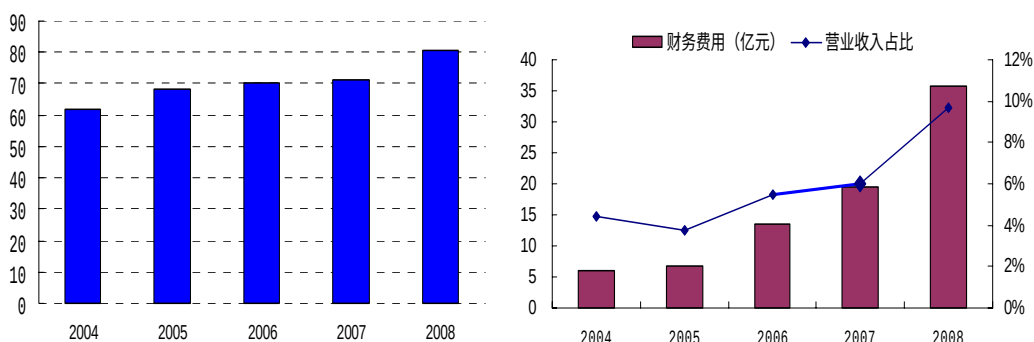
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

◆ 公司面临较大财务压力

公司在公布年报同时还发布董事会决议对机构非公开发行股票7亿股，募集资金不超过50亿元用来收购锦州热电、张家口热电以及福建宁德核电一期等8个发电项目以及胜利东二号露天煤矿项目一期工程等，募投发电项目总装机784万千瓦，其中火电项目300万千瓦、水电项目84万千瓦、核电项目400万千瓦，募集项目总投资763亿元，若按当前公司资产负债情况配比，资本金大约需要150亿元，而此次募集资金仅能满足1/3，缺口资金如何解决值得关注。目前公司2008年底资产负债率已经超过80%，财务费用不断大幅上升，因此公司面临着较大的财务压力。大唐发电当前净资产259亿元，增发后每股净资产2.45元。

图：2004-2008年公司净资产负债率

图：财务费用占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表1：定向增发项目一览表

拟募投项目	装机容量 (万千瓦)	权益比例	项目总投资 资 (亿元)	拟投募集资金 金 (亿元)
锦州热电	60	100%	29.8	3.2
云岗热电二期 60	60	100%	27.2	3.52
张家口热电	60	100%	28.78	4.58
丰润热电	60	84%	25.76	4.35
临汾河西热电	60	100%	27.78	4.45
文山州马鹿塘水电二期	24	60%	20.58	1.9
重庆乌江银盘水电	60	51%	80.45	7.44
福建宁德核电一期	400	44%	493.42	7.48
胜利东二号露天煤矿项目 一期工程	——	——	29.78	7.5
补充流动资产	——	——		5.58
合计			763.55	44.42

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

◆ 业绩预测以及操作建议：

公司2009年的生产经营目标是发电量力争完成1500亿千瓦时，营业收入力争比去年同期增长20%以上。公司批准和在建项目较多，未来两年装机容量仍将保持较高速度增长，假定2009年利用小时下降5%，2009年煤价下跌10%，2010年不变，预期2009、2010年归属母公司利润分别为19亿元、20亿元，对应每股收益为0.17元和0.24元，我们给予“中性”的投资评级。

表2 公司2009、2010年业绩预测

项目/年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	327.63	368.36	458.00	519.00
营业成本	234.13	324.43	380.00	426.00
营业税金及附加	3.48	3.34	2.67	2.87
销售费用	0.00	0.02	0.01	0.01
管理费用	10.30	12.63	8.07	8.92
财务费用	19.59	35.73	36.00	40.00
营业利润	61.64	5.06	34.47	45.03
营业外净收支	-0.33	1.60	-0.76	-0.23
利润总额	61.31	6.66	33.71	44.80
所得税	14.83	0.61	8.43	11.20
净利润	46.48	6.04	25.28	33.60
少数股东损益	10.15	-2.06	5.50	5.73
归属于母公司所有者的净利润	36.33	8.11	19.78	27.87
每股收益 (元)		0.07	0.17	0.24

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表3 公司2007、2008单季度利润情况

项目 (单位：百万元)	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入	7569.16	7895.86	8423.74	8874.02	8353.39	9298.56	9797.26	9386.55
营业成本	5297.59	5647.09	6157.27	6310.65	6536.34	8328.78	9723.47	7854.79
营业税金及附加	85.30	82.39	89.99	90.56	87.78	95.66	56.95	93.14
销售费用	0.00	0.12	0.04	0.16	18.59	22.56	-40.60	1.90
管理费用	259.94	179.14	250.92	339.55	338.40	221.88	324.82	378.38
财务费用	488.58	470.36	477.12	523.32	673.21	870.52	962.09	1066.99
投资净收益	0.55	58.06	40.39	88.72	1.54	128.00	192.73	1005.30
营业利润	1438.30	1591.87	1488.80	1645.43	700.61	-149.50	-1001.94	968.87
利润总额	1437.49	1597.19	1487.56	1608.95	700.04	-150.39	-961.34	1089.43
所得税	356.63	374.24	364.60	387.61	132.56	-163.05	-335.42	427.24
净利润	1080.86	1222.95	1122.96	1221.35	567.48	12.66	-625.92	662.19
少数股东损益	212.39	237.61	274.94	290.05	129.65	31.56	-193.06	-174.52
归属于母公司利润	868.47	985.33	848.02	931.30	437.83	-18.90	-432.86	836.71

资料来源：WIND，浙商证券研究所

表4 公司2004-2008财务指标分析

财务指标分析	2004 年报	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报
盈利能力					
营业收入增长率	36.51	32.47	38.37	31.58	12.43
销售毛利率	34.96	29.31	29.50	28.54	11.92
净利润增长率	22.82	4.63	23.62	16.88	-77.35
ROE	13.41	13.14	11.94	11.61	3.18
ROIC	6.04	4.70	4.34	4.07	0.71
ROA	9.94	8.22	8.26	9.33	3.12
资产减值损失/营业总收入(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06
营运能力					
存货周转率 (次)	22.50	22.40	23.40	26.08	20.72
应收账款周转率 (次)	11.68	13.33	10.49	7.92	8.33
总资产周转率 (次)	0.32	0.32	0.32	0.31	0.27
偿债能力					
速动比率	0.47	0.23	0.40	0.25	0.24
资产负债率(%)	61.63	68.21	70.17	71.42	80.58
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(%)	115.10	116.36	107.57	115.25	119.50
经营活动产生的现金流量净额/营业收入(%)	37.66	33.22	29.93	32.12	19.45
收益质量					
经营活动净收益/利润总额(%)	99.95	99.90	100.52	98.07	-118.19
营业外收支净额/利润总额(%)	-0.38	-2.04	-1.79	-0.54	23.57
所得税/利润总额(%)	25.36	22.08	22.39	24.19	9.05

资料来源：WIND，浙商证券研究所

研究员介绍：

张延兵：上海交通大学电力系统及其自动化专业毕业，中国证监会注册分析师。1994 年进入证券行业，2002 年初加盟浙商证券，现为研究所电力行业研究员。

投资评级的说明：**股票投资评级**

- 强烈推荐：**相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐：**相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%—20%；
- 中性：**相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%；
- 回避：**相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐：**预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性：**预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避：**预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。