

大唐发电(601991)

财务压力大 介入时机不成熟

——大唐发电投资价值分析报告

✍ 崔健 CFA
☎ 86-22-28451618
✉ bhzcj@hotmail.com

核心观点:

- 设备利用率下降 盈利能力堪忧
- 股价偏高 介入时机不成熟

投资要点:

● 设备利用率下降 盈利能力堪忧

2009 年一季度公司发电设备平均利用小时数折合全年轻为 4283 小时。一季度实现营业收入 85.42 亿元, 同比增长 3.98%; 实现归属于公司股东净利润 3493.3 万元, 同比下降 92.02%。新投产机组导致折旧和财务费用上升则是造成一季度盈利水平继续大幅下降的主要原因。

● 保持电力设备投资努力改善装机结构

截至 2008 年底公司获得批准及在建项目规模为 974.98 万千瓦, 筹建项目为 1056 万千瓦, 装机容量增长的储备充分。

● 提高煤炭自给率 降低发电成本

按照公司煤炭投产的计划, 预计 2009 年煤炭自给率提升为 20%, 2012 年将达到 40%, 从而有利于公司持续降低发电成本。

● 煤化工拓展非电业务

目前多轮煤化工项目正处于全面调试阶段, 克旗煤制气和阜新煤制气项目都获得国家发改委允许开展前期工作。预计煤化工业务将在 2010 年开始贡献收入和利润, 当聚丙烯价格为 12000 元/吨时, 内部收益率为 25%, 净利润约 20 亿元。

● 股价偏高 介入时机不成熟

综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司 2009 年合理的价值区间为 4.2~8.31 元/股, 我们给予公司“中性”的投资评级。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营收入	32,763	36,836	38,302	47,847
(+/-)%	32%	12%	4%	25%
经营利润 (EBIT)	7972	2793	5745	10173
(+/-)%	28%	-65%	106%	77%
净利润	3633	823	1666	4398
(+/-)%	24%	-77%	103%	164%
每股净收益 (元)	0.31	0.07	0.14	0.37
每股股利 (元)	0.23	0.12	0.11	0.07

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	28.54%	11.92%	18.55%	24.71%
ROE (%)	10.63%	2.69%	5.41%	12.68%
ROIC (%)	5.74%	1.82%	2.99%	4.72%
PE	24.38	108.10	53.37	20.22
PB	2.59	2.91	2.89	2.57
EV/EBITDA	12.37	21.44	15.64	11.66

评级:

中性

上次评级:

首次评级

目标价格:

¥ 6.26

上次预测:

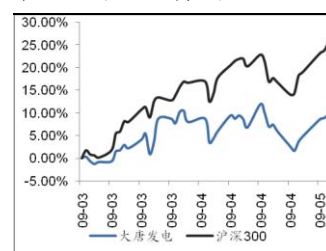
当前价格:

¥ 7.55

2009.05.07

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.003
2Q/2008	0.02
3Q/2008	0.05
4Q/2008	0.07

最近两个月走势图



公司简介

大唐发电是我国大型独立发电企业之一, 并开始向煤电关营和煤化工方面发展。

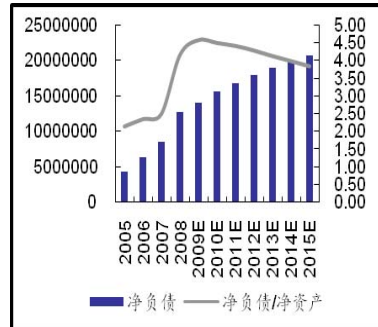
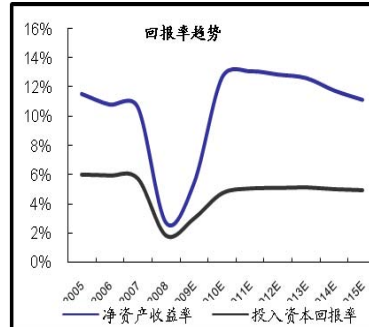
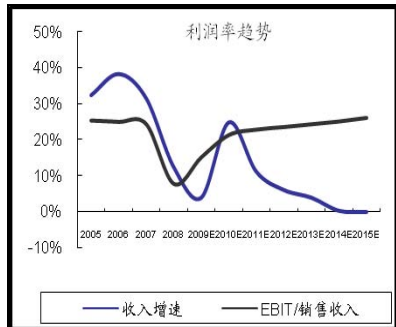
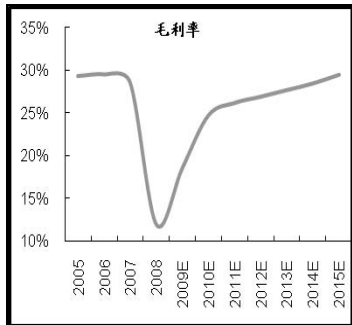
相关报告

首次

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3471	5645	5745	7177	7978	营业收入	32763	36836	38302	47847	53186
应收票据	744	395	359	517	712	营业成本	23413	32443	31198	36023	39272
应收账款	4937	3907	4492	6078	6662	营业税金及附加	348	334	133	168	195
预付款项	414	1133	1458	1857	2296	销售费用	0	2	0	0	0
其他应收款	629	1268	795	1048	1280	管理费用	1030	1263	1226	1483	1596
存货	988	2143	1628	1859	2082	财务费用	1959	3573	4854	5424	5917
其他流动资产	0	747	814	1361	1743	资产减值损失	0	21	0	0	0
长期股权投资	2835	4028	4028	4028	4028	公允价值变动收益	-36	-9	0	0	0
固定资产	56079	75267	96700	117455	134342	投资收益	188	1328	981	1225	1362
在建工程	34901	46328	35051	28635	25539	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	9094	12340	18940	25606	32338	营业利润	6164	518	1871	5975	7569
无形资产	858	2730	2692	2654	2616	营业外收支净额	-33	160	89	50	30
长期待摊费用	1	1	1524	765	384	税前利润	6131	678	1960	6025	7599
资产总计	119603	157281	171429	190152	206570	减：所得税	1483	61	392	1325	1824
短期借款	22165	29584	40162	47101	54169	净利润	4648	616	1568	4699	5775
应付票据	1086	1471	1092	1521	1604	归属于母公司的净利润	3633	823	1666	4398	5015
应付账款	7803	10688	10670	12513	13275	少数股东损益	1015	-206	-98	301	760
预收款项	46	104	133	178	240	基本每股收益	0.31	0.07	0.14	0.37	0.43
应付职工薪酬	29	28	104	200	306	稀释每股收益	0.31	0.07	0.14	0.37	0.43
应交税费	986	382	480	660	736	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	585	438	438	438	438	成长性					
其他流动负债	3000	3638	3841	5499	6464	营收增长率	31.6%	12.4%	4.0%	24.9%	11.2%
长期借款	43551	68130	71408	74849	78462	EBIT 增长率	28.3%	-65.0%	105.7%	77.1%	19.2%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	24.5%	-77.4%	102.5%	163.9%	14.0%
负债合计	85418	126730	140623	155479	168322	盈利性					
股东权益合计	34185	30551	30806	34672	38249	销售毛利率	28.5%	11.9%	18.5%	24.7%	26.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	11.1%	2.2%	4.4%	9.2%	9.4%
净利润	4648	616	1568	4699	5775	ROE	10.6%	2.7%	5.4%	12.7%	13.1%
折旧与摊销	4942	6183	7437	8302	9073	ROIC	5.74%	1.82%	2.99%	4.72%	5.06%
经营活动现金流	10524	7164	13655	18530	19543	估值倍数					
投资活动现金流	-25667	-33796	-21243	-21221	-21309	PE	24.4	108.1	53.4	20.2	17.7
融资活动现金流	14145	28326	7688	4123	2566	P/S	2.7	2.4	2.3	1.9	1.7
现金净变动	-998	1694	100	1432	801	P/B	2.6	2.9	2.9	2.6	2.3
期初现金余额	4451	3471	5645	5745	7177	股息收益率	1.3%	1.5%	1.5%	0.9%	2.5%
期末现金余额	3453	5166	5745	7177	7978	EV/EBITDA	12.4	21.4	15.6	11.7	10.7

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
净利润	82,277	166,640	439,811	501,529	540,904	581,351	587,529	600,147	614,523	629,634	665,002
Ke	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%
上年末 净资产	2,961,356	2,590,996	2,626,352	2,982,842	3,264,466	3,554,605	3,865,505	4,162,358	4,468,741	4,783,190	5,105,563
AE	(132,980)	(21,696)	248,905	284,710	303,615	322,972	306,551	297,592	289,697	6,516,225	293,887
PV(AE)											

)	(136,266)	(20,726)	221,661	236,366	234,935	232,979	206,149	186,563	169,274	3,807,529	149,238
AE 现 值	5,274,731		Ke	7.3%	估值		永续增长率 g				
期初净 资产	2,590,996		Kd	5.3%			2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
股票价 值	7,865,727		t	25%	无债股权成本 Ke	5.77%	8.84	9.64	10.73	12.29	14.75
每股价 值	6.68		Rf	2.25%		6.27%	7.68	8.24	8.96	9.94	11.36
			E(Rm)	7.00%		6.77%	6.77	7.16	7.66	8.31	9.20
			Rm – Rf	5%		7.27%	6.04	6.32	6.68	7.12	7.70
			D/A	52.0%		7.77%	5.43	5.64	5.90	6.21	6.61
			E/A	48.0%		8.27%	4.93	5.09	5.27	5.50	5.77
			Beta	1.06		8.77%	4.50	4.62	4.76	4.92	5.12



目 录

1.公司简介	6
1.1 大型独立发电企业	6
1.2 发电是当前盈利的主要来源	6
1.3 多数小非已上市	6
2.围绕电力业务展开多元化经营	6
2.1 设备偏重火电 装机容量不断增长	6
2.2 设备持续投资 多元化发展扩大领域	10
2.2.1 保持电力设备投资努力改善装机结构	10
2.2.2 提高煤炭自给率 降低发电成本	11
2.2.3 铁路、航运业务	12
2.2.4 煤化工开拓非电业务	12
3.竞争优势	13
3.1 规模和技术优势	13
3.2 煤炭自给率高	13
4.风险因素	13
4.1 煤炭价格波动风险	13
4.2 财务杠杆过高风险	13
4.3 上网电价调整风险	13
5.盈利预测	14
5.1 关键假设	14
5.2 盈利预测	15
6.估值及投资建议	15
6.1 绝对	15
6.2 相对	16
6.3 投资建议	17

图 目 录

图 1 总装机容量持续增长	7
图 2 2008 年底发电设备结构	8
图 3 上网电量持续提高但慢于装机容量扩张的速度	9
图 4 收入增长与上网电量变化基本同步	9
图 5 受燃料成本上升上网电价调整滞后的影响毛利率水平不断下降	9
图 6 2007 年成本构成	10
图 7 2008 年成本构成	10

表 目 录

表 1	股权结构状况	6
表 2	截至 2008 年底公司控、参股电厂投产机组状况	7
表 3	非电务比重将不断提升.....	10
表 4	截至 2008 年底批准及在建项目情况.....	10
表 5	截至 2008 年底筹建项目情况.....	11
表 6	煤炭项目快速推进提高自给率.....	11
表 7	铁路项目均在建设之中.....	12
表 8	煤化工开拓非电业务	12
表 9	上网电价保持现有水平.....	14
表 10	估值参数假设	15
表 11	估值敏感性分析.....	15
表 12	国内估值比较	16
表 13	国际同类企业估值明显低于国内	17

1. 公司简介

1.1 大型独立发电企业

大唐发电是我国大型独立发电企业之一，成立于 1994 年底，1998 年 5 月变更为中外合资企业。公司的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、广东电网和江西电网。

1.2 发电是当前盈利的主要来源

截止 2008 年底，公司具有控制权的发电企业投产 28 家，发电企业通过生产电力和热力销售给当地电网和供热网实现盈利，此外，公司还有煤炭销售、船运、材料销售、电力设备贸易等方面业务收入。为了实现长远发展，提高电力业务的盈利稳定性，公司已投资进入煤炭、煤化工、铁路、航运等相关上下游产业，在为电力核心业务配套的同时积极拓展新的盈利渠道。

1.3 多数小非已上市

中国大唐集团及其子公司合共持有大唐电力已发行股份的 35.60%，因此大唐集团是公司实际控制人。目前除天津市津能投资公司持有的 9235.86 万股未上市外，其余小非已在 2007 年底上市流通，从 22 元/股的价格下跌至今未出现减持记录，说明小非在未实现更大投资收益之前更偏向于保持战略投资的地位，预计在自身资金不紧张的情况下小非不会大量减持公司股票。

表 1 股权结构状况

股东名称	持股数量(万股)	持股比例	可上市交易时间
中国大唐集团公司	395,924	33.61%	2009.12.20
北京能源投资(集团)有限公司	134,358	11.41%	已上市
河北省建设投资公司	130,388	11.07%	已上市
天津市津能投资公司	121,201	10.29%	9235.86 万股在 2009.12.20 上市
A 股其他流通股东	64,564	5.48%	
H 股	331,568	28.15%	
合 计	1,178,004	100.00%	

资料来源：公司公告 渤海证券研究所整理

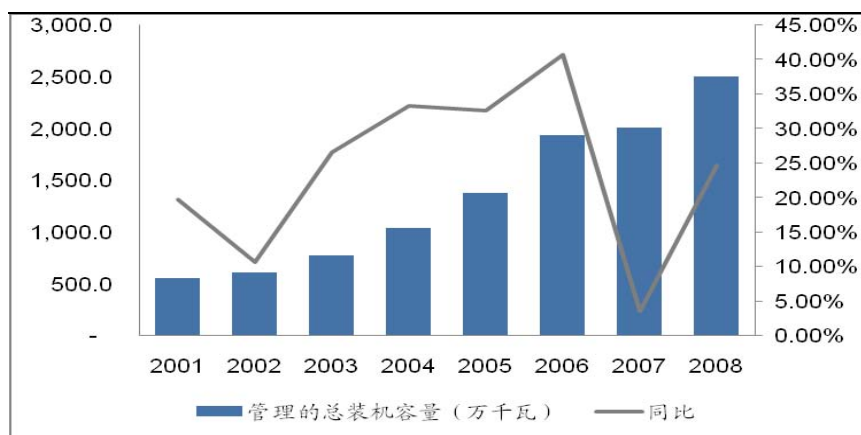
2. 围绕电力业务展开多元化经营

2.1 设备偏重火电 装机容量不断增长

从 2000 年以来，公司投资非常积极，装机容量不断增长。截至 2008 年底，可控装机容量达到 2509.67

万千瓦，同比增长 24.64%，其中京津冀地区占 31.84%。机组种类包括火电、水电和风电，其中火电占 89.29%，机组结构有待优化。

图 1 总装机容量持续增长



资料来源：公司调研

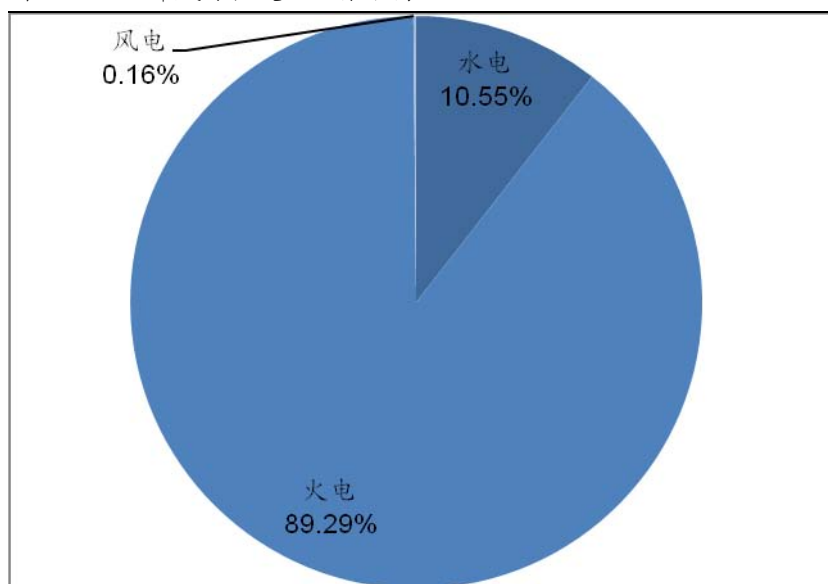
表 2 截至 2008 年底公司控、参股电厂投产机组状况

控股公司名称	电厂机组	机组类型	机组构成	机组规模 (万千瓦)	权益	权益机组规模
陡河发电厂	1-2#	火电	2×12.5	25	100%	25.00
	3-6#	火电	2×25	50	100%	50.00
	7-8#	火电	4×20	80	100%	80.00
下花园发电厂		火电	1×20	20	100%	20.00
托克托发电	1-3 期	火电	6×60	360	60%	216.00
盘山发电		火电	2×60	120	75%	90.00
神头发电		火电	2×50	100	60%	60.00
红河发电		火电	2×30	60	70%	42.00
连城发电		火电	2×30	60	55%	33.00
运城发电		火电	2×60	120	80%	96.00
潮州发电		火电	2×60	120	75%	90.00
宁德发电		火电	2×60	120	51%	61.20
王滩发电		火电	2×60	120	70%	84.00
乌沙山发电		火电	4×60	240	51%	122.40
新余发电		火电	2×20	40	100%	40.00
高井热电厂		热电	6×10	60	100%	60.00
张家口热电	1、3、4#	热电	3×30	90	100%	90.00
	2#	热电	1×30	30	100%	30.00
	5-8#	热电	4×30	120	100%	120.00
云冈热电		热电	2×22	44	100%	44.00
唐山热电		热电	2×30	60	80%	48.00
呼和浩特热电		热电	2×30	60	51%	30.60
华泽水电		水电	1×2	2	90.43%	1.81
那兰水电		水电	3×5	15	51%	7.65
青海直冈拉卡水电		水电	4×3.8	15.2	90%	13.68
多伦水利水电		水电		0.47	51%	0.24

李仙江流域水电	崖羊山	水电	2×6	12	70%	8.40
	龙马	水电		28.50	70%	19.95
	土卡河	水电		16.50	70%	11.55
卓姿风电	一期	风力		4	100%	4.00
参股公司名称	电厂机组	机组类型	机组构成	机组规模（万千瓦）	权益	权益机组规模
托克托发电	4 期	火电	2×60	120	40%	48.00
迁安热电		热电	1×22	22	28.8%	6.34
彭水水电		水力	5×35	175	40%	70.00
投产合计				2,509.67		1,723.81

资料来源：公司公告、公司调研 渤海证券研究所整理 注：公司具有三家参股公司控制权

图 2 2008 年底可控发电设备结构

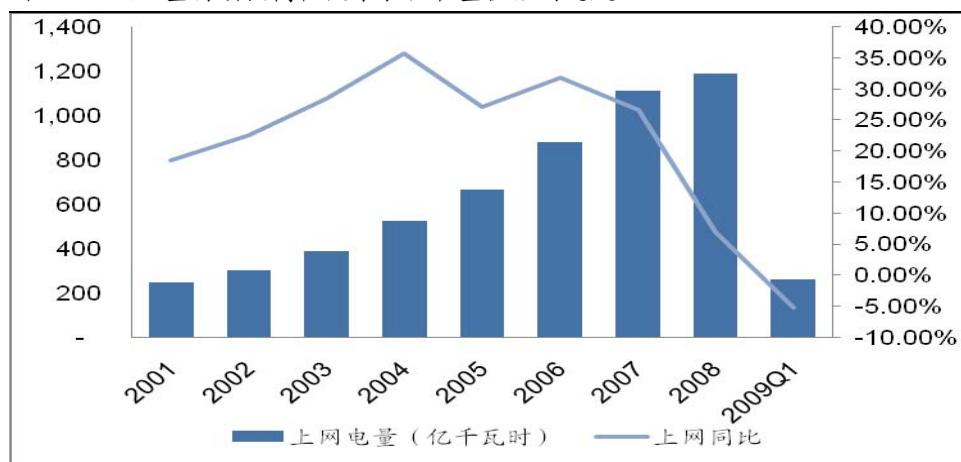


资料来源：公司调研 渤海证券研究所整理

2008 年公司完成发电量 1266.89 亿千瓦时，同比增长 7.12%；完成上网电量 1191.06 亿千瓦时，同比增长 6.97%；机组平均利用小时数为 5386 小时，高于全国火电行业平均的 4911 小时。由于设备利用率的下降，发电量和上网电量增长的速度明显慢于装机容量扩张的速度。2008 年公司实现营业收入 368.36 亿元，同比增长 12.43%；实现归属于母公司净利润 8.23 亿元，同比下降 77.35%。公司火电机组占据绝大多数，煤价飙升、上网电价调整滞后，加之经济增长放缓导致电力需求萎缩等因素共同作用造成公司 2008 年盈利水平的大幅下降。

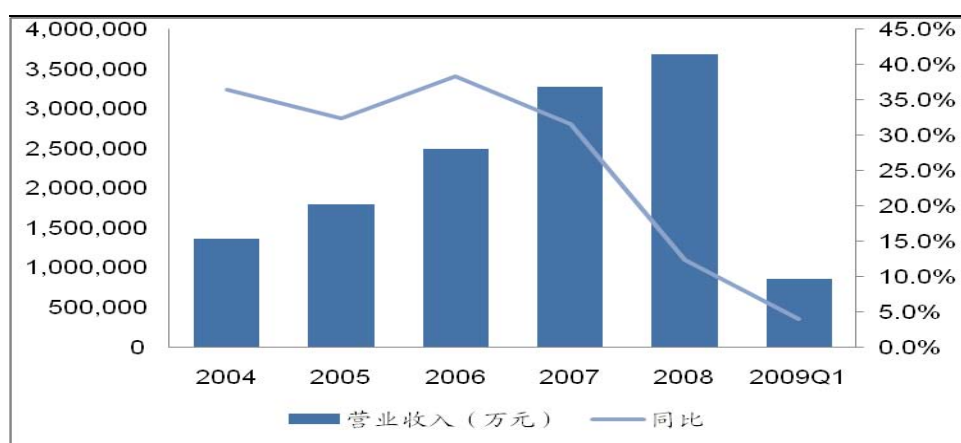
2009 年一季度公司发电设备平均利用小时数继续下降，折合全年仅为 4283 小时。一季度实现营业收入 85.42 亿元，同比增长 3.98%；实现归属于公司股东净利润 3493.3 万元，同比下降 92.02%。由于社会用电需求继续下降 4%，公司纯火电机组比重高于区域内平均水平，水电、热电联产上网优先度均高于纯火电机组，从而造成公司机组利用率的下降。新投产机组导致折旧和财务费用上升则是造成一季度盈利水平继续大幅下降的主要原因。

图3 上网电量持续提高但慢于装机容量扩张的速度



资料来源：公司公告、公司调研

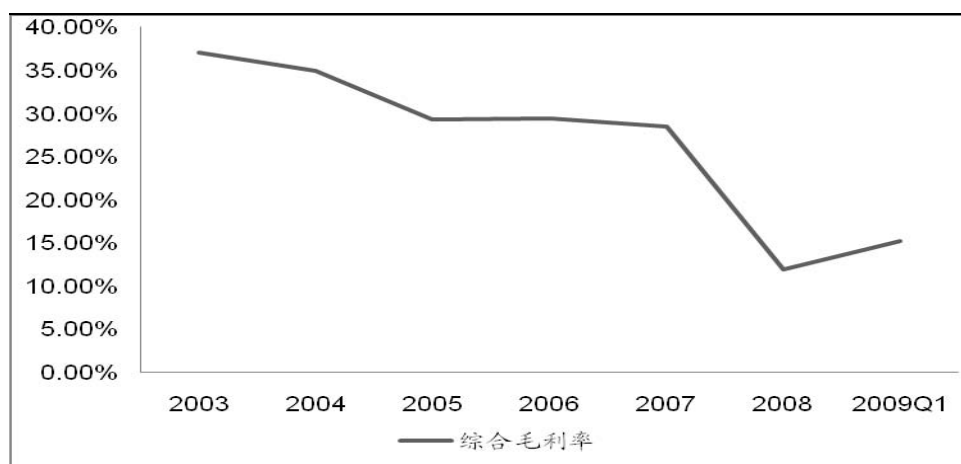
图4 收入增长与上网电量变化基本同步



资料来源：公司公告

火电业务是公司营业收入的主体，煤炭作为资源品价格不断上涨，而我国煤电联动的机制不完善，造成点火价差不断缩小，公司综合毛利率水平持续下降，从而严重影响了公司的盈利能力和成长性。

图5 受燃料成本上升上网电价调整滞后的影响毛利率水平不断下降



资料来源：公司公告 渤海证券研究所整理

图 6 2007 年成本构成

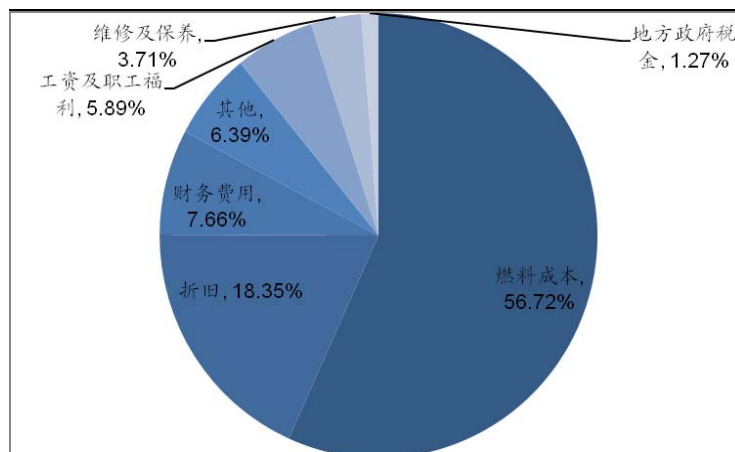
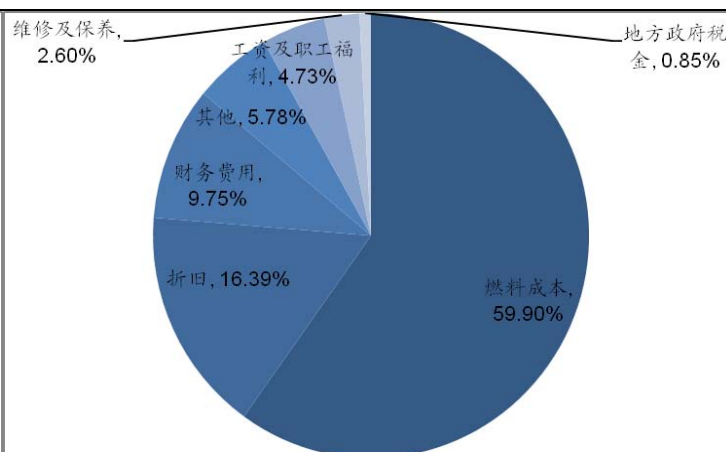


图 7 2008 年成本构成



资料来源：公司调研

2.2 设备持续投资 多元化发展扩大领域

由于大唐发电集团整合桂冠电力和华银电力的欲望更为强烈，大唐发电未来的增长则主要通过自身建设，方法主要是继续扩大发电设备投资，提高煤炭自给率降低成本和发展煤化工业务。由于公司认为我国电力市场需求已进入较低增长阶段，为了提高长期增长的速度，未来的发展战略将向盈利能力更强的煤化工等非电产业偏斜。

表 3 非电业务比重将不断提升

年份	非电产业收入比重
2010E	15%
2012E	25%
2015E	35%

资料来源：公司调研

2.2.1 保持电力设备投资努力改善装机结构

在电力方面，截至 2008 年底公司获得批准及在建项目规模为 974.98 万千瓦，筹建项目为 1056 万千瓦，装机容量增长的储备充分。尽管全社会供给已超过当前的需求，但是，公司依然保持投资规模以调整装机容量的结构从而保证盈利基础的持续提高。

表 4 截至 2008 年底批准及在建项目情况

公司名称	电厂机组	机组类型	机组构成	机组规模（万千瓦）	权益	权益机组规模（万千瓦）
锦州热电		热电	2×30	60	100%	60
云冈热电	二期	热电	2×30	60	100%	60
张家口热电		热电	2×30	60	100%	60
丰润热电		热电	2×30	60	100%	60
宁夏大坝	三期	水电		120	45%	54
李仙江流域水电		水电		86.5	70%	60.55
银盘水电		水电		60	51%	30.6

丹达河水电		水电		10	40%	4
大水沟		水电		2.4	70%	1.68
麻流湾		水电		2.4	70%	1.68
福建宁德核电	一期	核电	4×100	400	44%	176
左云风电	一、二期	风电		9.9	100%	9.9
宁骆驼沟风电	一期	风电		4.8	100%	4.8
东营风电		风电		4.95	100%	4.95
红牧风电	一期	风电		4.8	100%	4.8
法库风电		风电		4.95	100%	4.95
坝头风电		风电		4.8	100%	4.8
四眼坪风电		风电		4.93	100%	4.93
卓姿风电	二、三期	风电		9.6	100%	9.6
大河西风电		风电		4.95	100%	4.95
批准及在建合计				974.98		622.19

资料来源：公司公告、公司调研 渤海证券研究所整理

表 5 截至 2008 年底筹建项目情况

公司名称	电厂机组	机组类型	机组构成	机组规模（万千瓦）	权益	权益机组规模
托克托	五期	火电	2×60	120	60.00%	72
吕四港火电		火电		264	55.00%	145.2
四川甘孜水电		水电	4×65+4×20	340	80.00%	272
潮州	二期	火电	2×100	200	75.00%	150
宁德	二期	火电		132	51.00%	67.32
筹建合计				1,056		706.52

资料来源：公司公告、公司调研 渤海证券研究所整理

2.2.2 提高煤炭自给率 降低发电成本

2008 年公司所用煤炭重点合同比重为 57%，在煤价谈判中溢价能力较弱，为了应对煤价高企，提高对煤炭的议价能力，公司近几年在积极推进煤炭项目的投资以。公司参股和控股的煤炭企业所生产的煤炭都优先供给自己的电厂，从而为煤炭供应提供了一定的保障，并享有了煤炭产业的高额利润，有助于提高电力业务盈利的稳定性。按照公司煤炭投产的计划，预计 2009 年煤炭自给率提升为 20%，2012 年将达到 40%。

表 6 煤炭项目快速推进提高自给率

控股公司名称	地质储量（亿吨）	股权比例	08 年产量（万吨/年）	09 年预计产量（万吨/年）	最终规划产能（万吨/年）	备注
塔山	50	28.00%	1000	1500	1500	2009 年达产
胜利东二号煤矿	60	100.00%	0	1000	6000	2011 年产能达 3000 万吨/年
蔚州矿业	14.93	50.00%	600	740	1000	2012 年达产
五间房	56	51.00%	0	0	4200	2010 年投产
孔兑沟	16.59	52.00%	0	0	700	2011 年投产
长滩	14.443	40.00%	0	0	2000	2011 年投产
合计			1600	3240	15400	

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理 注：胜利东二号煤矿煤炭计划主要用于煤化工

2.2.3 铁路、航运业务

为保障煤炭和未来煤化工产品的运输，公司投资和参股了铁路和航运业务，并计划未来进入港口行业。

公司控股和参股的铁路项目目前均在建设之中，建成投产后将有助于保障公司煤炭、煤化工产品的运输，降低运输成本并获得独立的运输收入。

表 7 铁路项目均在建设之中

项目名称	权益	长度（公里）
白浩线	100.00%	73
多丰线及虎丰二期	100.00%	170
包头-集宁-张家口张线	9.00%	323
巴新线	20.00%	487
赤锦线	16.00%	283

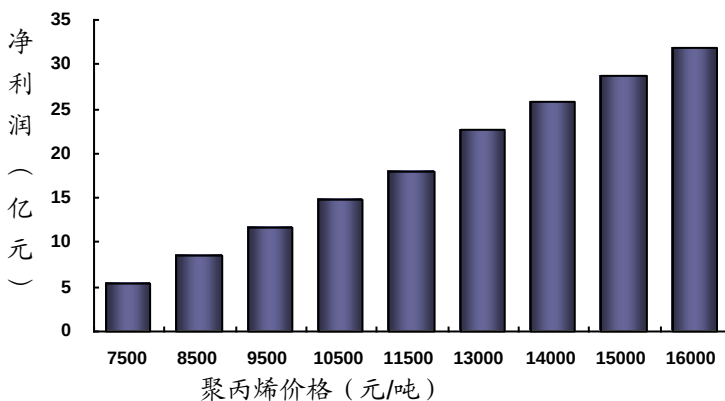
资料来源：公司公告、公司调研

公司拥有江苏大唐航运 73.5%和中远大唐航运 45%的股权，参股航运业务有助于保障公司东南沿海地区火电厂的燃煤运输，并获得独立的航运收入。

2.2.4 煤化工开拓非电业务

为突破单一电力业务对长远发展的束缚，公司投资进入煤化工领域，目前多轮煤化工项目正处于全面调试阶段，克旗煤制气和阜新煤制气项目都获得国家发改委允许开展前期工作。预计煤化工业务将在 2010 年开始贡献收入和利润，使公司能够分散单一电力业务波动的风险。

8 多轮煤化工项目盈利能力



资料来源：公司调研

表 8 煤化工开拓非电业务

项目名称	地点	权益	设计产能	预计投产时间
------	----	----	------	--------

多伦煤制聚丙烯项目	内蒙古	100.00%	46 万吨/年	2010 试产
克什克腾旗煤制天然气	内蒙古	51.00%	40 亿立方米/年	2011 试产
阜新煤制天然气	辽宁	60.00%	40 亿立方米/年	2011 试产

资料来源：公司公告

3. 竞争优势

3.1 规模和技术优势

作为国内独立发电企业之一，公司可控装机容量在上市公司中排名第二位，在污染物排放控制方面优于国家标准和行业平均水平，因此在上网电价和上网电量方面具备一定的优势。

3.2 煤炭自给率高

在火电类上市公司中，公司自给率排名前列，自有煤炭储备也好于行业平均水平，在成本控制方面具备更好的前景。

4. 风险因素

4.1 煤炭价格波动风险

尽管公司积极投资煤炭项目，但是煤炭自给率的提高需要较长的过程，目前对外部煤炭依赖程度仍高达 80%，在动力煤价格谈判方面公司议价的能力偏弱，因此，煤炭价格波动会给生产成本的控制带来压力，从而影响公司的盈利能力。

4.2 财务杠杆过高风险

在业务扩张方面，公司的风格较为激进，截至 2008 年底资产负债率高达 80.58%。在电力行业进入周期性低谷时，高财务杠杆对公司短期盈利能力造成了很大影响。过于紧绷的资金链也会减缓公司业务转型和产业结构调整的速度。

4.3 上网电价调整风险

目前上网电价的审批权掌握在发改委手中，而现有的煤电联动机制严重制约了火电企业成本转嫁的能力，盈利能力不断受到上游煤炭行业的侵蚀。因此，上网电价调整的及时性和程度将直接影响公司的盈利能力。

5. 盈利预测

5.1 关键假设

- 1、由于定向增发不确定性较大，不考虑公司定向增发的影响；
- 2、煤化工项目在 2010 年达产 80%，聚丙烯销售价格为 12000 元/吨；
- 3、不考虑煤制气项目的影响；
- 4、通过提高重点合同煤比重和提升煤炭自给率，2009 年~2011 年入炉标煤平均价格分别达到 530、500、490 元/吨；
- 5、2009~2011 年发电设备平均利用小时数分别达到 5000、5200、5300 小时；
- 6、部分享受税率优惠的电厂税率水平按照国家税改时间逐渐提高到 25%；
- 7、上网电价保持现有水平。

表 9 上网电价保持现有水平

控股公司名称	电厂机组	计划内上网电价 (元/千瓦时)
陡河发电厂	1-2#	0.3472
	3-6#	0.395
	7-8#	0.41
下花园发电厂		0.395
托克托发电	1-3 期	0.342
盘山发电		0.3868
神头发电		0.343
红河发电		0.3153
连城发电		0.2765
运城发电		0.3153
潮州发电		0.5042
宁德发电		0.4223
王滩发电		0.3864
乌沙山发电		0.4222
新余发电		0.438
高井热电厂		0.4188
张家口热电	1、3、4#	0.395
	2#	0.3685
	5-8#	0.3855
云冈热电		0.3209
唐山热电		0.382

呼和浩特热电		0.2599
华泽水电		0.916
那兰水电		0.215
多伦水利水电		0.221
李仙江流域水电	崖羊山	0.215
	龙马	0.215
	土卡河	0.215
托克托第二发电	4 期	0.342
迁安热电		0.3864

资料来源：公司公告、公司调研

5.2 盈利预测

预计 2009~2011 年，公司分别实现营业收入 383.36、478.47 和 531.86 亿元，同比分别增长 3.98%、24.92%和 11.16%；实现归属于母公司净利润 16.66、43.98、50.15 亿元，同比分别增长 102.5%、163.9%和 14%；对应每股收益分别为 0.14、0.37 和 0.43 元。

6.估值及投资建议

6.1 绝对

表 10 估值参数假设

无风险利率 R_f	2.25%
目标债务比率	70.00%
R_m	7.00%
长期增长率	3.00%
$\beta_e(\text{levered})$	1.06
k_e	7.3%

资料来源：渤海证券研究所

表 11 估值敏感性分析

		永续增长率 g				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
股权成本 K_e	5.77%	8.84	9.64	10.73	12.29	14.74
	6.27%	7.68	8.23	8.96	9.94	11.36
	6.77%	6.77	7.16	7.66	8.31	9.20
	7.27%	6.04	6.32	6.67	7.12	7.70
	7.77%	5.43	5.64	5.90	6.21	6.61
	8.27%	4.93	5.08	5.27	5.50	5.77
	8.77%	4.50	4.62	4.76	4.92	5.12

资料来源：渤海证券研究所

由于公司投资风格激进现金流通常为负，不适宜采用 DCM 模型估值；历年分红率较高但没有规律，因此也不适于采用 DDM 模型，我们认为当前阶段采用 AE 模型估值较为合理。

在上述参数假设前提下，公司 2009 年合理的价值为 6.68 元/股，敏感性分析显示公司 2009 年合理的价值区间为 5.64~8.31 元/股。

6.2 相对

目前国内火电行业 2009 年平均动态市盈率为 27.74 倍，最新平均市净率为 2.97 倍；水电行业 2009 年平均动态市盈率为 28.48 倍，最新平均市净率为 4.13 倍。

表 12 国内估值比较

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2008	09E	10E			2008	09E	10E	
600011	华能国际	-0.31	0.31	0.40	3.08	7.92	na	25.18	19.57	2.57
600021	上海电力	-0.70	0.11	0.28	2.53	4.75	na	41.52	16.99	1.88
600027	华电国际	-0.43	0.27	0.32	1.87	5.11	na	19.15	16.09	2.73
600396	金山股份	0.03	0.30	0.54	2.98	9.22	307.33	30.86	17.22	3.09
600642	申能股份	0.21	0.42	0.49	4.85	10.30	50.24	24.62	20.97	2.13
600863	内蒙华电	-0.40	0.17	0.13	1.60	5.02	na	28.80	38.70	3.13
600886	国投电力	0.12	0.37	0.49	3.95	11.10	94.31	29.63	22.73	2.81
601991	大唐发电	0.07	0.14	0.37	2.20	7.55	107.86	53.37	20.22	3.43
000027	深能源 A	0.47	0.64	0.72	5.24	10.94	23.28	17.10	15.24	2.09
000543	皖能电力	0.05	0.36	0.41	4.82	8.38	161.15	23.28	20.44	1.74
000600	建投能源	0.05	0.32	0.41	3.16	6.92	138.40	21.84	16.94	2.19
000690	宝新能源	0.32	0.47	0.51	2.24	9.21	28.81	19.43	17.95	4.12
000767	漳泽电力	-0.73	0.51	0.50	1.64	4.21	na	8.33	8.50	2.56
000899	赣能股份	0.07	0.25	0.29	2.59	6.04	92.64	24.56	20.52	2.33
000531	穗恒运 A	-0.20	0.57	0.61	2.74	11.33	na	19.96	18.50	4.13
600509	天富热电	0.12	0.32	0.48	2.80	9.22	76.83	28.42	19.01	3.29
600578	京能热电	0.26	0.36	0.50	3.01	9.90	38.08	27.76	19.93	3.28
	火电平均						101.72	27.74	20.60	2.97
600116	三峡水利	0.23	0.24	0.31	2.32	6.59	28.65	27.46	21.26	2.84
600101	明星电力	0.28	0.30	0.31	3.09	6.07	21.68	20.18	19.57	1.97
600131	岷江水电	-0.60	0.15	0.26	1.02	6.25	na	41.67	24.05	6.14
600283	钱江水利	0.17	0.28	0.38	3.45	9.70	57.06	35.03	25.49	2.81
600236	桂冠电力	0.02	0.21	0.29	2.70	9.39	447.14	45.34	32.39	3.48
600644	乐山电力	0.26	0.46	0.59	2.01	13.03	49.77	28.13	22.04	6.49
600674	川投能源	0.56	1.03	1.18	2.96	20.88	37.18	20.36	17.64	7.05
600900	长江电力	0.42	0.74	0.78	4.07	14.35	34.36	19.30	18.38	3.53
600995	文山电力	0.37	0.45	0.54	2.14	9.71	26.24	21.82	18.07	4.53
600452	涪陵电力	0.16	0.27	0.30	2.77	6.89	43.06	25.52	22.97	2.49
	水电平均						37.25	28.48	22.18	4.13

资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 13 国际同类企业估值明显低于国内

	P/E			PB
	2008	2009E	2010E	
Australia				
AGK AU Equity	5.98	17.33	15.64	1.07
Brazil				
CPFE3 BZ Equity	12.89	12.46	10.98	3.28
Chile				
ENDESA CI Equity	11.98	15.63	16.01	2.69
Italy				
HER IM Equity	15.80	11.45	9.89	0.98
ACE IM Equity	10.81	11.32	9.95	1.45
Japan				
9505 JP Equity	64.60	22.65	23.16	1.38
9533 JP Equity	40.07	33.28	35.86	1.13
Saudi Arabia				
SECO AB Equity	38.57	29.70	25.19	0.87
Spain				
AGS SM Equity	9.78	13.49	12.12	1.14
United Kingdom				
IPR LN Equity	7.53	8.55	8.30	1.34
UU/ LN Equity	28.16	9.71	9.28	2.63
United States				
NU US Equity	11.31	11.72	10.56	1.09
ATO US Equity	12.43	12.44	11.78	1.07
SCG US Equity	10.25	10.89	10.01	1.13
MDU US Equity	9.22	14.77	13.44	1.17
平均	19.29	15.69	14.81	1.49

资料来源: Bloomberg 注: 股价采用 2009.5.6 收盘价

综合国内和国际水电和火电上市公司当前的估值水平, 我们认为大唐发电 2009 年合理的动态市盈率应该为 30 倍, 对应合理价值为 4.2 元/股。

综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司盈利尚未恢复正轨, 绝对估值提供了较为安全的估值边际, 2009 年合理的价值区间为 4.2~8.31 元/股。

6.3 投资建议

公司处于战略转型时期, 由于财务杠杆过大, 在火电行业经营环境恶化时对公司盈利造成极大冲击, 在煤化工项目未能顺利投产之前, 公司走出业绩低谷存在较大的困难, 因此, 我们认为当前不是投资大唐发电的最佳时机, 我们给予公司“中性”的投资评级, 建议在煤化工项目顺利投产后再加上

关注。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油、石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	基础化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn