



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月20日

电力

研究部

陈俊华

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207050043
chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210020001
lijie@cicc.com.cn

中性

大唐发电(601991.CH)

2010年,煤化工业业务是看点

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	32,829	36,836	47,943	53,628	55,929
(+/- %)	32	12	30	12	4
主营业务利润	8,845	4,059	8,136	10,437	11,154
(+/- %)	25	(54)	100	28	7
营业利润	5,913	(780)	2,364	2,977	3,391
(+/- %)	20	(113)	403	26	14
净利润	3,411	823	1,479	1,728	1,983
(+/- %)	17	(76)	80	17	15
每股盈利 (元)	0.29	0.07	0.13	0.14	0.16
(+/- %)	17	(76)	80	12	15
市盈率 (X)	28.2	117.3	65.2	58.3	50.9
市净率 (X)	3.3	3.7	3.7	3.2	3.0
ROE (%)	11.6	3.2	5.7	5.5	6.0
股息收益率 (%)	1.5	1.5	1.3	0.5	0.6

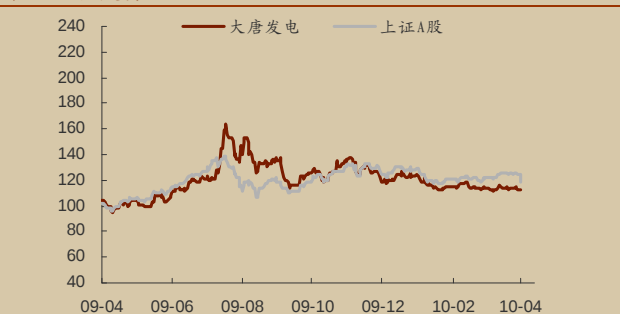
股票信息

H-股	A-股
991.HK	股票代码 601991.CH
HK\$3.38	当前股价 Rmb8.19
HK\$4.0	目标价 -
27.01	日成交量 (百万股) 3.90
HK\$5.39/3.16	52周最高价/最低价 Rmb12.13/6.95
94,967	总市值 (百万元) 83,520
12,310	发行股数 (百万股) 12,310
3,316	流通股数 (百万股) 4,505
	主要股东 (持股比例) 中国大唐集团 (32.16%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
[601991.CH]	-1.33	-0.73	-8.59	-9.50
[上证A股指数]	-4.77	-2.86	-8.23	-9.10
[电力板块指数]	+0.10	-0.70	-5.59	-3.90

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2010年4月30日 2010年一季度业绩

2009年业绩符合预期:

大唐发电2009年实现净利润14.8亿元,合每股收益0.13元,业绩符合预期。公司计划每股派发现金红利0.07元。

正面:

- 四季度,毛利率为13%,环比提升0.3个百分点。
- 四季度,投资收益环比增加134%至1.35亿元。

发展趋势:

2010年,发电量增速有望达到20%。(1)公司51%的控股机组处于京津唐电网,当地电力需求旺盛支撑机组2010年利用小时维持稳定;(2)09年投产的565万kw机组全年贡献产能。其中火电机组为466万kw,预计可全年增加电量超过210亿kwh,或15%。如若电力需求超预期,公司电量增速有望超过15%,达20%。敏感性分析显示:1%燃料成本下降,或利用小时上升,公司净利润提升7%或4%。

2010年,财务费用趋升,资金压力仍大。(1)09年下半年投产的项目利息资本化结束,预计2010年财务费用同比提升40%至57亿元。(2)根据存量项目,公司2010年资本开支计划为306亿元,预计资本金支出达83亿元。公司现金压力仍大,负债率将维持高位。

2010年,煤化工业业务是看点。多伦煤化工业务2010年开始试生产,最终产品为聚丙烯46万吨/年及其副产品。若化工产品价格高涨单位利润超预期,将提升公司2010年盈利预测。目前的盈利预测中尚未考虑该部分。

盈利预测调整:

预计2010、2011年的净利润分别为17.3亿元、19.8亿元;同比增长17%和15%;按增发完成后123亿股本计算,EPS分别为0.14和0.16元。

估值与建议:

A股:维持中性评级。较高的估值充分体现了市场对公司业绩向好的预期。我们认为,短期业绩仍主要来自于电力业务,对煤化工业务持谨慎态度,煤炭业务规模有限,盈利贡献小(不足3%)。

图表 1：2009 年业绩分析

(人民币 百万元)	年度数据			季度数据						中金点评
	FY08	FY09	YoY	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	QoQ	YoY	
发电量(亿千瓦时)	1,267	1,419	12%	278	335	405	401	-1%	32%	公司2009年电量同比上涨12%，发电业务收入同比增长17%，平均电价上涨约5%左右。
主营业务收入	36,836	47,943	30%	8,542	12,141	15,020	12,239	-19%	30%	
其中：发电收入	35,926	42,043	17%							
煤炭收入	385	5,144	1236%							
主营业务成本	32,443	39,425	22%	7,247	9,677	12,597	9,904	-21%	26%	
其中：燃料成本	22,507	21,732	-3%							
煤炭销售成本	601	4,860	709%							
折旧成本	6,159	7,364	20%							
主管税金附加	334	382	15%	78	109	105	91	-14%	-3%	
主营业务利润	4,059	8,136	100%	1,217	2,356	2,318	2,244	-3%	56%	
主营业务利润率	11%	17%		14%	19%	15%	18%			
销售费用	2	174	6995%	6	56	72	41	-43%	2035%	
管理费用	1,263	1,520	20%	292	273	344	611	78%	61%	
EBIT	2,793	6,442	131%	919	2,027	1,902	1,593	-16%	50%	2009年，燃料成本同比减少3%，造成EBIT利润率较2008年提升5个百分点至13%。
EBIT利润率	8%	13%		11%	17%	13%	13%			
财务费用	3,573	4,077	14%	997	991	1,045	1,045	0%	-2%	
投资收益	1,328	448	-66%	68	186	58	135	134%	-87%	
营业利润	518	2,812	443%	-10	1,223	915	683	-25%	-29%	
营业利润率	1%	6%		0%	10%	6%	6%			
营业外收入	172	333	94%	59	7	25	241	850%	94%	营业外收入增加主要为公司获得政府补贴，包括淘汰落后产能、政府土地补贴、增值税返还等
营业外支出	12	47	283%	0	5	22	20	-8%	457%	
利润总额	678	3,098	357%	49	1,226	919	905	-2%	-17%	
所得税	61	631	929%	35	184	226	187	-17%	-56%	
实际税率	9%	20%		71%	15%	25%	21%			
少数股东损益	-206	988	-579%	-21	425	318	265	-17%	-252%	
净利润	823	1,479	80%	35	617	374	453	21%	-46%	
净利润率	2%	3%		0%	5%	2%	4%			
全面摊薄每股盈利(元)	0.070	0.126	80%	0.003	0.052	0.032	0.038	21%	-46%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 大唐发电发电量情况

电厂名称	发电量 (亿千瓦时)							
	2009	2008	YoY	4Q09	4Q08	YoY	3Q09	QoQ
河北-陡河	82.1	90.0	-9%	22.7	14.4	58%	23.4	-3%
北京-高井热电	31.9	36.1	-11%	8.5	8.4	1%	9.9	-13%
河北-张家口	132.6	138.3	-4%	31.1	26.7	16%	39.1	-20%
河北-下花园	12.4	14.7	-15%	3.8	3.9	-1%	1.7	125%
天津-盘山	62.9	65.8	-4%	15.6	12.5	25%	15.7	-1%
河北-华泽 水电	0.2	0.3	-37%	0.0	0.1	-62%	0.1	-54%
内蒙-托克托	196.5	198.9	-1%	53.0	48.8	8%	54.5	-3%
山西-云冈	51.9	27.6	88%	15.0	7.4	102%	15.6	-4%
河北-唐山	35.5	42.3	-16%	3.5	10.4	-67%	12.8	-73%
甘肃-连城	31.4	38.3	-18%	9.3	6.2	50%	7.8	19%
山西-神头	50.6	56.1	-10%	12.0	8.6	40%	15.5	-23%
河北-王滩	69.6	75.8	-8%	16.7	20.6	-19%	20.5	-19%
浙江-乌沙山	138.1	142.2	-3%	39.2	35.2	12%	39.1	0%
广东-潮州	67.1	70.5	-5%	15.6	16.0	-3%	18.2	-14%
福建-宁德	99.8	69.5	44%	34.6	15.8	119%	30.2	15%
云南-红河	32.1	30.7	5%	13.1	5.4	142%	3.3	295%
云南-那兰 水电	5.7	6.4	-10%	0.9	1.6	-42%	2.8	-68%
云南-李仙江	39.4	20.4	94%	6.0	6.5	-7%	20.5	-71%
江西-新余	19.3	18.4	5%	6.4	4.1	55%	4.8	34%
内蒙古-多伦水电	0.1	0.1	-33%	0.0	0.0	-94%	0.0	-91%
运城	61.7	46.4	33%	18.7	9.0	109%	13.4	40%
彭水水电	44.7	34.6	29%	6.1	10.1	-40%	12.4	-51%
青海-直冈拉卡 水电	6.6	5.3	26%	1.5	1.2	24%	1.5	0%
呼和浩特热电	9.2	11.4	-19%	3.9	3.9	0%	0.7	451%
卓资风电	0.9	0.9	0%	0.2	0.3	-25%	0.1	51%
托克托发电厂四期	65.9	26	153%	17.2	26	-34%	19.3	-11%
大唐锦州热电	21	/	/	10	0	/	9	14%
迁安大唐热电	10	/	/	10	/	/	/	/
左云风电	1	/	/	1	/	/	0	314%
丰润热电	8	/	/	8	/	/	0	1687%
宁夏大坝	28	/	/	15	/	/	12	25%
辽宁风电	0	/	/	0	/	/	0	-92%
辽宁法库风电	1	/	/	1	/	/	/	/
大唐漳州风电	2	/	/	2	/	/	/	/
合计	1418.7	1266.9	12%	400.7	303.1	32%	405.0	-1%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及其主要假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主要假设					
发电量 (亿千瓦时)	1,175	1,267	1,419	1,628	1,707
发电量增速	26%	8%	12%	15%	5%
平均电价 (元/千瓦时)	0.30	0.31	0.35	0.35	0.35
平均燃料成本 (元/千瓦时)	0.13	0.18	0.15	0.17	0.17
平均标煤单价 (元/吨)	411	592	519	571	587
利用小时波动率	4%	-7%	-5%	1%	2%
综合税率	25%	-9%	24%	24%	24%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4：历史和预测的财务指标

(单位：百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	32,829	36,836	47,943	53,628	55,929
主营业务成本	23,631	32,443	39,425	42,764	44,330
主营业务利润	8,845	4,059	8,136	10,437	11,154
减：管理费用	1,059	1,263	1,520	1,700	1,773
财务费用	1,976	3,573	4,077	5,545	5,766
EBIT	7,786	2,793	6,442	8,522	9,157
利润总额	5,839	678	3,098	3,596	4,022
所得税	1,430	61	631	715	814
少数股东权益	997	-206	988	1,153	1,226
净利润	3,411	823	1,479	1,728	1,983
每股盈利 (元)	0.29	0.07	0.13	0.14	0.16
每股股利 (元)	0.12	0.12	0.11	0.04	0.05
资产负债表					
流动资产合计	11,506	15,239	14,689	21,115	22,003
长期投资	1,786	5,158	6,864	7,266	7,898
固定资产	56,888	132,934	156,052	159,198	166,967
资产合计	121,516	157,281	182,065	191,323	200,611
短期借款	22,609	29,584	19,569	13,397	12,161
流动负债合计	41,642	53,576	39,403	35,923	35,561
长期借款	44,273	68,130	99,507	106,346	112,843
负债合计	87,508	126,730	149,347	153,338	159,936
少数股东权益	4616	4641	6643	7797	9023
股本	11,734	11,780	11,780	12,310	12,310
储备和未分配利润	17,657	14,130	14,293	17,878	19,342
股东权益合计	34,007	25,910	26,073	30,188	31,652
负债及股东权益合计	121,516	157,281	182,064	191,323	200,611
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	10,580	7,164	11,745	16,522	15,222
投资活动产生的现金流量	-25,797	33,796	-2,875	-8,823	-14,663
筹资活动产生的现金流量	14,418	28,326	13,258	-987	-207
主要财务比率					
增长					
收入	32%	12%	30%	12%	4%
息税前利润	25%	-64%	131%	32%	7%
净利润	17%	-76%	80%	17%	15%
利润率					
毛利率	27%	11%	17%	19%	20%
息税前利润率	24%	8%	13%	16%	16%
净利润率	10%	2%	3%	3%	4%
资产周转比率					
总资产周转率	0.27	0.23	0.26	0.28	0.28
固定资产周转率	0.58	0.28	0.31	0.34	0.33
流动性比率					
速动比率	0.25	0.24	0.33	0.51	0.54
流动比率	0.28	0.28	0.37	0.59	0.62
杠杆比率					
净债务权益比率	1.98	3.82	4.79	3.97	3.95
资产负债率	0.72	0.81	0.82	0.80	0.80
息税前利润/净财务费用	3.9	0.8	1.6	1.5	1.6

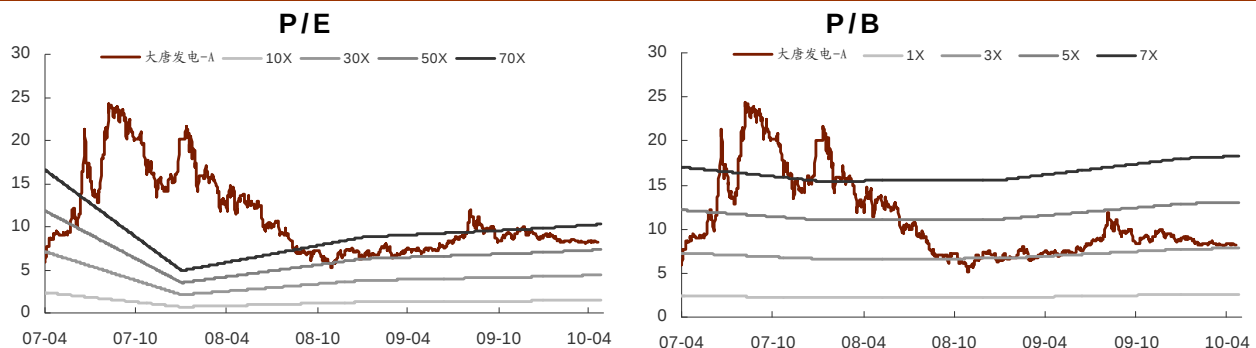
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

	Price 2010-4-19	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	2009E	EPS 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E	2009E	P/B(x) 2010E	2011E
A 股	(Rmb)						(Rmb)							
国电电力	7.79	审慎推荐	5,448	5,448	42	0.29	0.38	0.46	26.6	20.5	17.1	2.7	2.1	2.0
内蒙华电	8.80	审慎推荐	1,981	573	17	0.20	0.35	0.44	43.6	24.8	20.2	4.8	4.2	3.7
华能国际	6.93	审慎推荐	12,055	2,878	75	0.42	0.40	0.44	16.4	17.4	15.8	2.0	1.8	1.7
中能股份	10.01	审慎推荐	2,890	2,890	29	0.55	0.61	0.62	18.2	16.5	16.1	2.1	1.9	1.8
粤电力A	7.58	审慎推荐	2,659	1,987	18	0.44	0.39	0.41	17.3	19.2	18.5	2.1	2.0	1.9
深圳能源	12.71	审慎推荐	2,202	599	28	0.91	0.81	0.82	14.0	15.7	15.5	2.1	2.0	1.9
广州控股	7.26	中性	2,059	2,059	15	0.34	0.36	0.38	21.3	20.3	19.3	1.6	1.6	1.5
华电国际	4.71	审慎推荐	6,771	4,590	28	0.17	0.18	0.20	27.4	26.1	24.0	2.0	1.9	1.8
建投能源	6.60	中性	914	914	6	0.08	0.16	0.18	84.8	40.6	37.0	2.1	2.0	1.9
京能热电	9.20	审慎推荐	573	573	5	0.30	0.40	0.48	30.3	23.2	19.0	3.0	2.7	2.4
长江电力	12.81	审慎推荐	11,000	4,909	141	0.41	0.62	0.67	31.0	20.7	19.2	2.3	2.2	2.1
国投电力	8.71	审慎推荐	1,995	1,055	17	0.22	0.30	0.40	40.3	28.7	21.7	1.5	1.4	1.4
上海电力	5.70	中性	2,140	2,140	12	0.18	0.19	0.25	31.7	30.5	22.9	2.0	1.9	1.8
大唐发电	8.19	中性	12,310	4,505	84	0.13	0.14	0.16	65.2	58.3	50.9	3.7	3.2	3.0
平均值									33.4	25.9	22.7	2.4	2.2	2.1
中间值									28.9	22.0	19.2	2.1	2.0	1.9
H/B 股	(HK\$)	目标价(HK\$)			(HK\$ bn)		(HK\$)							
华润电力	16.20	审慎推荐 19.90	4,683	4,683	76	1.14	1.23	1.36	14.3	13.1	11.9	2.0	1.8	1.6
华能国际	4.53	审慎推荐 6.00	12,055	3,055	85	0.48	0.46	0.52	9.5	9.8	8.7	1.2	1.0	0.9
华电国际	1.97	审慎推荐 2.40	6,771	1,431	31	0.20	0.21	0.23	10.1	9.4	8.4	0.7	0.7	0.6
大唐发电	3.38	中性 3.50	12,310	3,316	95	0.14	0.16	0.19	23.7	20.7	17.6	1.3	1.1	1.1
中国电力*	1.84		3,606	3,606	9	0.14	0.17	0.20	13.5	10.5	8.8	0.7	0.6	0.6
中电控股*	56.50		2,406	2,408	136	3.60	3.76	3.87	15.7	15.0	14.6	2.0	1.9	1.8
香港电灯*	46.90		2,134	2,134	100	3.17	3.24	3.31	14.8	14.5	14.2	1.9	1.8	1.8
平均值									19.2	14.9	13.4	1.5	1.4	1.3
中间值									14.5	11.8	10.5	1.4	1.2	1.1

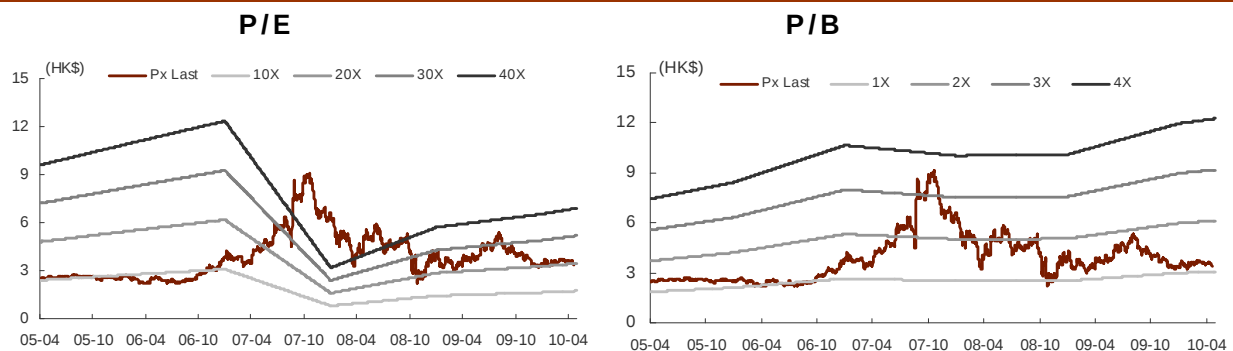
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 7: H 股历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。