

分析师： 虞亚新 (8621)68751729 yuyx@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208070157

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

大唐发电 2009 年报点评：多元化发展进入收获季节

事件描述

大唐发电今日发布其 2009 年年报，其主要内容为：

- 2009 年公司实现主营业务收入 479.42 亿元，同比增长 29.93%；利润总额 30.98 亿元，同比增长 538.65%；归属上市公司股东净利润 14.79 亿元，同比增长 131.91%；基本每股收益 0.13 元，同比增长 131.31%；扣除非经常性损益后每股收益 0.123 元，同比增长 962.18%。
- 公司分配预案：每 10 股派息 0.7 元（含税）

事件评论

第一，新建机组转固大幅提升折旧费用，使得业绩略低于预期

报告期内，公司主营收入同比增长 29.93%，营业成本同比增长 21.22%，收入增长快于成本增速，使得公司实现每股收益 0.123 元。公司业绩略低于我们此前 0.14 元的预期，主要是因为新建机组转固，公司折旧费用上升幅度超预期。

公司约 88% 的收入来自电力行业，报告期内，电力行业实现营业收入 424.2 亿元，主要是受益于同期发电量同比增长了 12%，以及 2008 年下半年两次电价调整的全年效应。电力行业成本 342.5 亿元，其中燃料成本占比 64.66%，较上年同期减少约 3.59 亿元；折旧费用占比 21.76%，较上年同期增长 13.37 亿元，主要是因为新建机组转固。

表 1：2009 年主要财务指标情况

	2009	2008	同比
营业收入（亿元）	479.42	369	29.93%
营业成本（亿元）	394.25	325.23	21.22%
利润总额（亿元）	30.98	48.51	538.65%
归属上市公司净利润（亿元）	14.79	63.79	131.91%
每股收益（元/股）	0.126	0.054	131.31%
扣除非经常性损益后每股收益（元/股）	0.103	-0.012	962.18%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

表 2: 分行业主营业务情况

分行业	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	营业利润率 (%)	营业利润率比上年同期增减 (%)
电力行业	4242614	3425273	19.27%	增加 7.91 个百分点
煤炭行业	514371	486037	5.51%	减少 44.22 个百分点

资料来源: 长江证券研究部

第二, 2009 年新增机组 5654 兆瓦, 实现发电量同比增长 12%

报告期内, 公司完成发电量 1418.7 亿千瓦时, 同比增长 11.98%; 完成上网电量 1335.52 亿千瓦时, 同比增长 12.13%。2009 年, 公司新增装机容量 5654 兆瓦, 扣除新增机组后, 原有机组发电量同比增长 6.32%。报告期内, 公司火电机组平均利用小时达到了 5255 小时, 高出全国平均 416 小时。

表 3: 公司下属电厂发电量一览

电 厂	发电量(亿 kwh)					
	2008Q1-2	2008Q1-4	2009Q1-2	2009Q1-4	同比	2010Q1
高井热电厂	17.53	36.085	13.539	31.945	-11.47%	10.014
陡河发电厂	54.41	90	35.957	82.054	-8.83%	18.558
下花园发电厂	7.09	14.706	6.924	12.438	-15.42%	3.741
张家口发电厂	75.10	138.252	62.422	131.263	-5.06%	27.961
新余发电公司	8.74	18.444	8.181	19.31	4.70%	4.421
盘山发电厂	34.90	65.812	31.572	62.899	-4.43%	16.59
托克托发电厂	98.74	198.9	88.999	196.465	-1.22%	46.795
云冈发电厂	14.71	27.603	21.242	51.893	88.00%	14.893
唐山发电厂	23.14	42.266	19.276	35.539	-15.92%	9.248
神头发电厂	31.89	56.071	23.104	50.599	-9.76%	13.331
连城发电厂	21.55	38.333	14.367	31.432	-18.00%	10.355
王滩发电厂	37.23	75.838	32.426	69.618	-8.20%	15.033
乌沙山发电厂	63.20	142.222	59.703	138.074	-2.92%	32.442
潮州发电厂	34.88	70.537	33.272	67.065	-4.92%	12.952
宁德发电厂	35.05	69.48	34.914	99.782	43.61%	22.45
红河发电厂	20.88	30.725	15.756	32.143	4.62%	12.699
运城发电公司	22.05	46.386	29.647	61.692	33.00%	14.266
呼国能	2.09	11.393	4.586	9.225	-19.03%	4.363
华泽水电厂	0.09	0.26	0.09	0.163	-37.31%	
那兰水电厂	1.73	6.35	2.045	5.741	-9.59%	0.326
李仙江水电公司	4.57	20.368	12.857	39.423	93.55%	3.832
多伦水利水电公司	0.03	0.079	0.041	0.053	-32.91%	0.00016

彭水水电公司	10.18	34.58	26.167	44.706	29.28%	4.467
直冈拉卡水电公司	2.26	5.288	3.57	6.646	25.68%	1.255
卓资风电公司	0.49	0.917	0.549	0.916	-0.11%	0.487
托克托第二发电公司		25.995	29.386	65.856	153.34%	15.65
东营风电						
左云风电				1.297		0.476
丰润热电				7.983		9.016
大坝发电				27.701		19.143
法库风电				0.567		0.232
锦州热电				20.676		10.098
张家口热电				1.319		4.283
迁安大唐热电				10.038		2.458
辽宁新能源				0.292		0.301
漳州风电				1.863		0.467
吕四港发电						4.714
文山水电						1.013
渝能集团						0.73
合计	622.53	1266.89	610.59	1418.68	11.98%	369.06

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第三，多元化产业链经营，降低单一业务经营风险

目前，公司主要业务已经由单一的电力行业拓展至煤炭、煤化工等多个领域。公司将继续发挥其资源优势，实施多元发展，降低单一业务经营风险。

✧ **电力业务：**截至 2009 年底，公司有 13 个发电项目获得国家核准，核准容量共计 3824.5 兆瓦。公司现有装机容量为 30741.8 兆瓦，核准机组顺利投产后有望提升公司装机规模约 12.4%。

✧ **煤炭业务：**胜利东二号矿设计产能 6000 万吨，主要为多伦煤化工项目和克什克腾旗煤制天然气项目提供原料和动力。其中一期 1000 万吨已经开始投产；二期和三期工程设计产能分别为 2000 万吨和 3000 万吨，将根据煤化工项目进度陆续开工建设。此外，公司旗下还有五间房煤矿和孔兑沟煤矿等多个煤矿项目。

表 4：公司下属煤矿资源一览

煤炭资源	所在区域	地质储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	权益	设计产能（万吨/年）
塔山煤矿	山西大同	50	30	28%	1500
胜利煤矿	内蒙古锡林浩特	53	31.8	100%	6000
五间房	内蒙古西乌旗	56	33.6	51%	4200
孔兑沟	内蒙古准格尔旗	8.8	5.28	52%	1000
长滩煤矿	内蒙古准格尔旗	25.6	15.36	40%	2000

河北蔚州	河北蔚县	14.93	8.958	49%	1000
合计		208.33	124.998		15700

资料来源：公司公告、长江证券研究部

✧ **煤化工业务：**多伦煤制聚丙烯项目目前正处于开车调试阶段，预计 2010 年可以投产；克什克腾旗煤制天然气项目预计 2011 年第一条生产线投产；阜新煤制天然气项目已获环保批文，正提交发改委审批。

表 2：公司煤化工项目一览

项目	区域	权益	设计规模	投产时间
多伦煤制聚丙烯项目	内蒙古	100%	46 万吨/年	2009 年底试车
克什克腾旗煤制天然气	内蒙古	51%	40 亿方/年	2011 年投产
阜新煤制天然气	辽宁	60%	40 亿方/年	2011 年投产

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

盈利预测假设：

- ✧ 公司各项目进展顺利；
- ✧ 2010-2011 年下属电厂上网电价保持现行水平不变；
- ✧ 2010 年利用小时上升 3%，2011 年保持 2010 年水平；
- ✧ 2010 年公司标煤价格上涨 6.5%，2011 年维持 2010 年水平；
- ✧ 公司税率维持目前水平不变。

我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.201 元和 0.311 元，考虑到公司多元化经营带来的协同作用，维持公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	47943	55831	66343	67050	货币资金	1506	5583	6634	11624
营业成本	39425	45448	53095	52868	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8518	10383	13248	14182	应收账款	9058	10124	11685	11819
% 营业收入	17.8%	18.6%	20.0%	21.2%	存货	1855	2043	2307	2296
营业税金及附加	382	445	529	535	预付账款	2128	2344	2647	2634
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	174	203	241	243	流动资产合计	14689	20251	23504	28704
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	可供出售金融资产	19	19	19	19
管理费用	1520	1770	2103	2126	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	6647	7947	9197	10400
财务费用	4077	4187	3917	3593	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	8.5%	7.5%	5.9%	5.4%	固定资产合计	156073	148316	139070	129211
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	3113	2957	2809	2669
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	534	534	534	534
投资收益	448	1000	1000	1000	递延所得税资产	716	0	0	0
营业利润	2812	4778	7458	8685	其他非流动资产	275	275	275	275
% 营业收入	5.9%	8.6%	11.2%	13.0%	资产总计	182064	180298	175407	171810
营业外收支	286	150	150	150	短期贷款	26936	20887	9543	0
利润总额	3098	4928	7608	8835	应付款项	12774	14068	15886	15810
% 营业收入	6.5%	8.8%	11.5%	13.2%	预收账款	146	163	189	191
所得税费用	631	986	1522	1767	应付职工薪酬	33	36	41	41
净利润	2467	3942	6086	7068	应交税费	-1610	-2056	-3149	-3554
归属于母公司所有者					其他流动负债	1124	1238	1399	1394
的净利润	1479.5	2371.3	3660.8	4251.5	流动负债合计	39403	34336	23909	13881
少数股东损益	988	1571	2425	2817	长期借款	99507	99507	99507	99507
EPS (元/股)	0.13	0.20	0.31	0.36	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	287	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	10152	10152	10152	10152
经营活动现金流净额	11745	15927	18224	20034	负债合计	149347	143995	133567	123539
取得投资收益	352	0	0	0	归属于母公司	26073	28089	31201	34814
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	219	-300	-300	-300	少数股东权益	6643	8214	10640	13456
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	32717	36303	41840	48271
固定资产投资	-26741	-958	-1063	-970	负债及股东权益	182064	180298	175407	171810
其他	-2230	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-28752	-1258	-1363	-1270		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	5967	0	0	0	EPS	0.126	0.201	0.311	0.361
股权融资	2004	0	0	0	BVPS	2.21	2.38	2.65	2.96
银行贷款增加 (减少)	14504	-6049	-11343	-9543	PE	65.21	40.69	26.35	22.69
筹资成本	8552	-4543	-4466	-4231	PEG	1.55	0.96	0.62	0.54
其他	-17768	0	0	0	PB	3.70	3.43	3.09	2.77
筹资活动现金流净额	13258	-10592	-15810	-13774	EV/EBITDA	15.36	11.85	9.11	7.93
现金净流量	-3749	4077	1051	4990	ROE	5.7%	8.4%	11.7%	12.2%

分析师介绍

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加盟长江证券研究部，从事公用事业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。