

公司研究 / 更新报告

2014 年 11 月 10 日

公用事业 / 电力 II

投资评级: 增持 (维持评级)

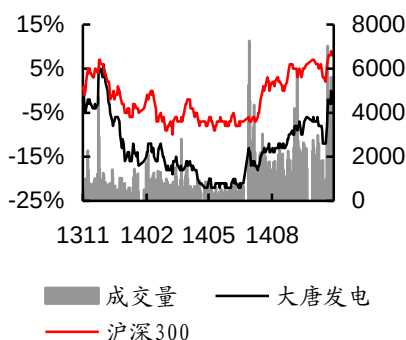
当前价格(元): 4.27
合理价格区间(元): 4.08~5.1

程鹏 执业证书编号: S0570510120044
研究员 025-83290916
chengpeng@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《大唐发电(601991):煤制气受益气价上调,核电长期存潜力》2013.07
- 2《大唐发电(601991):净利润增长源于煤价回落和资产处置》2013.03
- 3《大唐发电(601991):煤化工项目进展顺利,达产后盈利贡献显著》2012.09

股价走势图



重组煤化工业务, 回归发电主业

大唐发电(601991)

投资要点:

电量不佳影响盈利回升。2014 年 1-9 月, 公司实现营业收入 555.13 亿元, 同比减少 5.76%; 归属母公司净利润 36.54 亿元, 同比增长 0.27%; 实现 EPS0.28 元, 公司主营业务毛利率提升到 29.88%, 同比增加了 2.14 个百分点。公司营业收入下降的原因在于发电量减少所致, 而盈利提升的原因在于燃煤成本的下降。

装机结构持续优化, 集团资产注入窗口临近。2014 年中期, 公司权益容量 29985 兆瓦, 管理容量 39962 兆瓦, 其中 82.93%为火力发电, 12.44%为水电, 4.23%为风电, 0.4%为光伏发。2014 年 1-9 月, 公司共有 4 个项目获得核准: 河北蔚县火电发电厂 2×600MW 项目, 托克托发电五期 2×660MW 项目、河北蔚县火电发电厂 2×600MW 项目, 宁夏红寺堡一期风电 100MW 项目, 以及重庆浩口水电增容 10MW 项目, 总容量达到 2630 兆瓦。2010 年 10 月大唐集团承诺在 2015 年 10 月前完成注入河北省火电资产, 并于 2018 年 10 月前注入剩余火电资产, 但具体方案未定。截止 2013 年底, 大唐集团装机容量达到 1.15 亿千瓦, 是公司目前装机规模的 2.88 倍, 随着集团资产注入承诺时间窗口的临近, 我们认为在剥离非电业务后, 公司 2015 年启动资产注入的概率很大。

剥离非电业务, 回归电力主业。依托丰富的煤炭资源, 公司较早的涉足煤化工领域, 公司煤化工业务非募集资金投入已近 600 亿元, 但三大煤化工项目至今尚未有一个投入商运, 并带来较大亏损, 煤化工板块 2014 年上半年亏损 13.67 亿元。公司将引入国新公司重组旗下所有煤化工及相关业务, 计划在 2014 年底前完成煤化工及相关资产的剥离, 但由于涉及资产体量较大, 存在延迟的可能性。我们认为公司通过此次重组, 可显著改善资产负债表, 消除多元化经营的风险, 摆脱亏损资产的束缚, 回归盈利能力较高的发电主业。

公司评级: 增持。燃料成本回落, 全年盈利依然向好, 但由于煤化工业务持续亏损, 盈利改善的程度低于行业可比公司。2015 年, 公司剥离煤化工业务后, 盈利能力将回归到行业平均水平, 我们认为制约公司估值提升的关键因素将消失, 我们预测公司 2014~2016 年每股收益分别为 0.28、0.51、0.65 元。维持“增持”评级。合理价格区间为 4.08~5.1 元。

风险提示: 煤化工资产减值超预期。

公司基本资料

总股本(百万)	13,310.04
流通 A 股(百万)	9994.36
52 周内股价区间(元)	3.51-4.76
总市值(百万)	56,833.86
总资产(百万)	301,230.43
每股净资产(元)	3.47

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	75,227.46	77,179.17	85,607.56	95,062.04
+/-%	-3.06%	2.59%	10.92%	11.04%
净利润(百万)	3,526.89	3,719.66	6,844.12	8,651.42
+/-%	-11.03%	5.47%	84.00%	26.41%
EPS	0.27	0.28	0.51	0.65
PE	16.11	15.28	8.30	6.57

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

电量不佳影响盈利回升.....	3
装机结构持续优化，集团资产注入窗口临近.....	3
盈利预测与估值.....	7
公司评级：增持	7
风险提示.....	7

图表目录

表格 1: 公司煤化工业务投资情况	4
表格 2: 多伦煤化工项目盈利前景	4
表格 3: 克旗煤制气项目盈利前景	5
表格 4: 阜新煤制气项目盈利前景	6
图 1: 2009-2014 年公司电力业务收入及毛利率.....	3

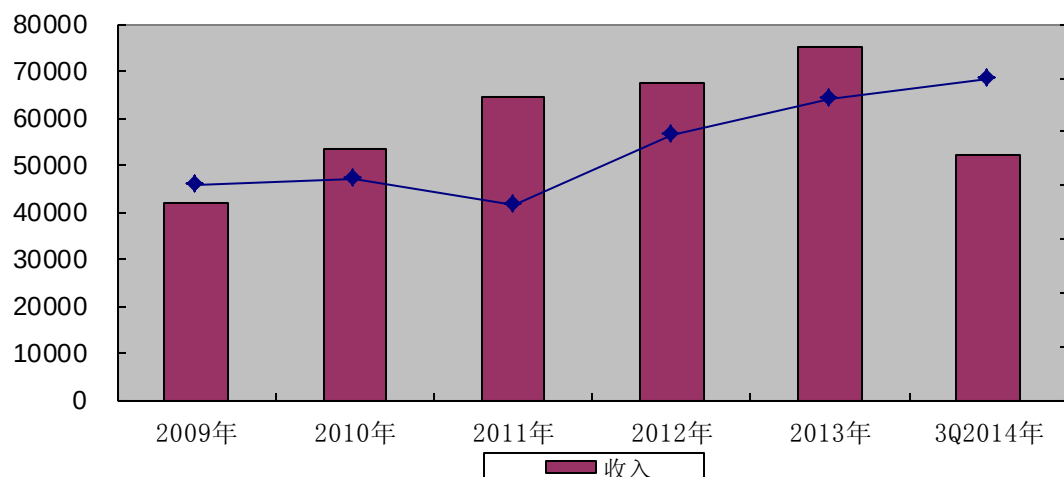
电量不佳影响盈利回升

2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 555.13 亿元，同比减少 5.76%；归属母公司净利润 36.54 亿元，同比增长 0.27%；实现 EPS0.28 元，公司主营业务毛利率提升到 29.88%，同比增加了 2.14 个百分点。公司营业收入下降的原因在于发电量减少所致，而盈利提升的原因在于燃煤成本的下降：

1、公司前三季度平均入炉标煤单价 506 元/吨，同比下降 12%，燃煤单位燃料成本 158.95 元/兆瓦时，同比下降 12.95%，我们预计全年煤价估计维持在 500 元/吨左右。较 2013 年有明显下降；

2、受全国经济增速放缓以及公司火电机组所在区域电网利用小时下降的影响，火电机组发电量同比降低约 1.65%；水电机组受所在流域来水增加的影响，水电机组发电量同比增加约 5.08%；截止到 2014 年 9 月 30 日，公司已累计完成发电量约 1411.742 亿千瓦时，同比减少约 0.75%；累计完成上网电量约 1334.814 亿千瓦时，同比减少约 0.76%；

图 1: 2009-2014 年公司电力业务收入及毛利率 单位：百万元、%



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

装机结构持续优化，集团资产注入窗口临近

2014 年中期，公司权益容量 29985 兆瓦，管理容量 39962 兆瓦，其中 82.93% 为火力发电，12.44% 为水电，4.23% 为风电，0.4% 为光伏发。

2014 年 1-9 月，公司共有 4 个项目获得核准：河北蔚县火电发电厂 2×600MW 项目，托克托发电五期 2×660MW 项目、河北蔚县火电发电厂 2×600MW 项目，宁夏红寺堡一期风电 100MW 项目，以及重庆浩口水电增容 10MW 项目，总容量达到 2630 兆瓦。

2010 年 10 月大唐集团承诺在 2015 年 10 月前完成注入河北省火电资产，并于 2018 年 10 月前注入剩余火电资产，但具体方案未定。截止 2013 年底，大唐集团装机容量达到 1.15 亿千瓦，是公司目前装机规模的 2.88 倍，随着集团资产注入承诺时间窗口的临近，我们认为在剥离非电业务后，公司 2015 年启动资产注入的概率很大。

剥离非电业务，回归电力主业

依托丰富的煤炭资源，公司较早的涉足煤化工领域，公司煤化工业务非募集资金投入已近 600 亿元，但三大煤化工项目至今尚未有一个投入商运，并带来较大亏损，

表格1: 公司煤化工业务投资情况 单位: 亿元、%

项目名称	生产规模	投资规模	权益	投产时间
多伦煤制聚丙烯	46 万吨/年	230	60	2012 年
克旗煤制天然气	40 亿立方米	257	51	32013 年
阜新煤制天然气	40 亿立方米	247	90	2012 年
合计		538		

资料来源: 华泰证券研究所

多伦煤化工项目以胜利煤田的褐煤为原料, 采用国际上先进的粉煤气化、气体变换、甲醇合成、丙烯合成、丙烯聚合工艺技术, 最终年产 46 万吨聚丙烯以及 18.22 万吨汽油, 3.64 万吨 LPG, 3.8 万吨硫磺, 24 万吨甲醇等副产品。我们测算多伦煤化工项目盈亏平衡点在产能利用率 60% 左右。2014 年 1-6 月, 公司仅实现生产聚丙烯 6.82 万吨, 产能利用率较低, 若不能显著提高产能利用率, 多伦项目将持续出现较大亏损。

表格2: 多伦煤化工项目盈利前景 单位: 万吨、元/吨、万元

名称	产能利用率			
	0.30	0.50	0.80	1.00
产品产量				
聚丙烯	13.80	23.00	36.80	46.00
汽油	5.47	9.11	14.58	18.22
LPG	1.09	1.82	2.91	3.64
硫磺	1.14	1.90	3.04	3.80
甲醇	7.20	12.00	19.20	24.00
产品价格 (不含税)				
聚丙烯	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00
汽油	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00
LPG	5100.00	5100.00	5100.00	5100.00
硫磺	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
甲醇	2200.00	2200.00	2200.00	2200.00
总收入	176905.20	294842.00	471747.20	589684.00
成本				
原料煤消耗	192.00	224.00	320.00	400.00
燃料煤消耗	192.00	224.00	320.00	400.00
平均煤价	150.00	150.00	150.00	150.00
煤炭成本	57600.00	67200.00	96000.00	120000.00
折旧	108000.00	108000.00	108000.00	108000.00
设备维护以及化工原料	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
人工	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
财务费用	110400.00	110400.00	110400.00	110400.00
利润总额	-139094.80	-30758.00	117347.20	211284.00
所得税	-34773.70	-7689.50	29336.80	52821.00
净利润	-104321.10	-23068.50	88010.40	158463.00

资料来源: 华泰证券研究所

克旗煤制气项目位于中国内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗达日罕乌拉苏木锡腾海。该项目利用内蒙古自治区锡林浩特地区丰富的褐煤资源，实现煤炭资源的清洁转化，规划用煤来自于胜利东二号露天煤矿，年耗煤 2187.2 万吨，其中原料煤 1548.8 万吨，燃料煤 638.4 万吨。项目建成后将形成日产 1200 万方（年产 40 亿方）的煤制天然气的生产能力，主要供北京市、承德和赤峰使用。项目由大唐发电、北京燃气集团、大唐集团和天津市津能投资公司分别按 51%、34%、10%和 5%的比例出建设，项目总投资约为 257.10 亿元。该项目分为三期，三期建成投产后同时副产焦油 16.17 万吨、中油 19.98 万吨、粗酚 6.18 万吨、石脑油 5.73 万吨、硫磺 16.5 万吨、硫氨 48 万吨万吨。

表格3： 克旗煤制气项目盈利前景 单位：万方、万吨、元方、元/吨、万元单位：万吨、元/吨、万元

名称	产能利用率			
	0.30	0.50	0.80	1.00
产品产量				
天然气	120000.00	200000.00	320000.00	400000.00
焦油	4.85	8.09	12.94	16.17
中油	5.99	9.99	15.98	19.98
粗酚	1.85	3.09	4.94	6.18
石脑油	1.72	2.87	4.58	5.73
硫磺	4.95	8.25	13.20	16.50
硫氨	14.40	24.00	38.40	48.00
产品价格（不含税）				
天然气	2.30	2.30	2.30	2.30
焦油	2400.00	2400.00	2400.00	2400.00
中油	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00
粗酚	5200.00	5200.00	5200.00	5200.00
石脑油	5700.00	5700.00	5700.00	5700.00
硫磺	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
硫氨	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
总收入	345403.50	575672.50	921076.00	1151345.00
成本	488708.00	521516.00	554324.00	619940.00
原料煤消耗	929.28	1084.16	1239.04	1548.80
燃料煤消耗	383.04	446.88	510.72	638.40
平均煤价	150.00	150.00	150.00	150.00
煤炭成本	196848.00	229656.00	262464.00	328080.00
折旧	128500.00	128500.00	128500.00	128500.00
设备维护以及化工原料	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
人工	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
财务费用	123360.00	123360.00	123360.00	123360.00
利润总额	-143304.50	54156.50	366752.00	531405.00
所得税	-35826.13	13539.13	91688.00	132851.25
净利润	-107478.38	40617.38	275064.00	398553.75

资料来源：华泰证券研究所

2014 年，克旗煤制气项目累计生产天然气 2.16 亿方，存在的问题依然是产能利用率偏低，当产能利用率超过 50%时，该项目就能显示出较强的盈利能力。

阜新煤制天然气项目设计年生产 40 亿立方米天然气供沈阳、已获得国家发改委核准，是阜新经济转型的标志性工程，预计 2013 年投产，达产后，年耗煤 2030 万吨，其中原料煤 1430 万吨，燃料煤 600 万吨。该项目总投资 245.7 亿元，公司与集团分别持股 90%、10%。

表格4: 阜新煤制气项目盈利前景 单位: 万方、万吨、元方、元/吨、万元单位: 万吨、元/吨、万元

名称	产能利用率			
	0.30	0.50	0.80	1.00
产品产量				
天然气	120000.00	200000.00	320000.00	400000.00
焦油	4.85	8.09	12.94	16.17
中油	5.99	9.99	15.98	19.98
粗酚	1.85	3.09	4.94	6.18
石脑油	1.72	2.87	4.58	5.73
硫磺	4.95	8.25	13.20	16.50
硫氨	14.40	24.00	38.40	48.00
产品价格 (不含税)				
天然气	2.30	2.30	2.30	2.30
焦油	2400.00	2400.00	2400.00	2400.00
中油	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00
粗酚	5200.00	5200.00	5200.00	5200.00
石脑油	5700.00	5700.00	5700.00	5700.00
硫磺	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
硫氨	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
总收入	345403.50	575672.50	921076.00	1151345.00
成本	548890.00	593550.00	638210.00	727530.00
原料煤消耗	858.00	1001.00	1144.00	1430.00
燃料煤消耗	360.00	420.00	480.00	600.00
平均煤价	220.00	220.00	220.00	220.00
煤炭成本	267960.00	312620.00	357280.00	446600.00
折旧	122850.00	122850.00	122850.00	122850.00
设备维护以及化工原料	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
人工	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
财务费用	118080.00	118080.00	118080.00	118080.00
利润总额	-203486.50	-17877.50	282866.00	423815.00
所得税	-50871.63	-4469.38	70716.50	105953.75
净利润	-152614.88	-13408.13	212149.50	317861.25

资料来源: 华泰证券研究所

2014 年中报显示, 三个标志性的煤化工项目推进情况是: 多伦煤化工项目累计生产聚丙烯 6.82 万吨; 克旗煤制天然气项目一期建成后仍处于试生产期间, 截至今年 6 月, 生产天然气 2.16 亿标方; 而阜新煤制天然气项目 2010 年核准开工至今年上半年, 才基本完成土建工程和设备安装。各项目的商运进度的一再延后, 公司煤化工板块 2014 年上半年亏损 13.67 亿元,

公司将引入国新公司重组旗下所有煤化工及相关业务, 计划在 2014 年底前完成煤化工及相关资产的剥离, 但由于涉及资产体量较大, 存在延迟的可能性。我们认为公司通过

此次重组，可显著改善资产负债表，消除多元化经营的风险，摆脱亏损资产的束缚，回归盈利能力较高的发电主业。

盈利预测与估值

公司评级：增持

燃料成本回落，全年盈利依然向好，但由于煤化工业务持续亏损，盈利改善的程度低于行业可比公司。2015年，公司剥离煤化工业务后，盈利能力将回归到行业平均水平，我们认为制约公司估值提升的关键因素将消失，我们预测公司2014~2016 年每股收益分别为0.28、0.51、0.65元。维持“增持”评级。合理价格区间为4.08~5.1元。

风险提示

煤化工资产减值超预期。

盈利预测

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	27197	49442	68307	91890
现金	7881	29253	46091	67538
应收账款	9809	10068	11168	12401
其他应收账款	2258	2360	2617	2906
预付账款	1826	1812	2010	2189
存货	3682	4022	4462	4860
其他流动资产	1741	1926	1959	1996
非流动资产	266126	228253	236918	235025
长期投资	15670	15000	18000	21000
固定投资	155132	158101	168502	169528
无形资产	4635	4635	4635	4635
其他非流动资产	90689	50517	45781	39861
资产总计	293323	277695	305225	326915
流动负债	65123	66944	70614	74090
短期借款	18239	18239	18239	18239
应付账款	22061	21887	24279	26445
其他流动负债	24822	26818	28095	29406
非流动负债	163903	141517	154917	160517
长期借款	138054	115654	129054	134654
其他非流动负债	25848	25863	25863	25863
负债合计	229025	208461	225531	234607
少数股东权益	20377	21730	24218	27364
股本	13310	13310	13310	13310
资本公积	10604	12104	13604	15104
留存公积	19493	21615	28087	36054
归属母公司股	43921	47504	55476	64943
负债和股东权益	293323	277695	305225	326915

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	30068	25281	30450	33719
净利润	5747	5072	9333	11797
折旧摊销	10124	10189	11035	11894
财务费用	8158	10304	9941	10487
投资损失	-1144	-1200	-1500	-1800
营运资金变动	5847	1505	1642	1340
其他经营现金	1335	-589	0	0
投资活动现金	-28945	28893	-18200	-8200
资本支出	32583	-27200	16700	7000
长期投资	2033	-670	3000	3000
其他投资现金	5670	1022	1500	1800
筹资活动现金	2145	-32801	4587	-4072
短期借款	-4001	0	0	0
长期借款	8609	-22400	13400	5600
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	395	1500	1500	1500
其他筹资现金	-2858	-11901	-10313	-11172
现金净增加额	3268	21372	16838	21447

利润表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	75227	77179	85608	95062
营业成本	54078	53652	59515	64823
营业税金及附加	746	766	849	943
营业费用	546	560	621	690
管理费用	3592	3685	4087	4539
财务费用	8158	10304	9941	10487
资产减值损失	1264	3000	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1144	1200	1500	1800
营业利润	7988	6413	12094	15380
营业外收入	268	400	400	400
营业外支出	152	50	50	50
利润总额	8104	6763	12444	15730
所得税	2357	1691	3111	3932
净利润	5747	5072	9333	11797
少数股东损益	2220	1353	2489	3146
归属母公司净利	3527	3720	6844	8651
EBITDA	26271	26906	33070	37761
EPS	0.27	0.28	0.51	0.65

主要财务比率

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-3.1%	2.6%	10.9%	11.0%
营业利润	13.3%	-19.7%	88.6%	27.2%
归属母公司净利	-11.0%	5.5%	84.0%	26.4%
获利能力				
毛利率(%)	28.1%	30.5%	30.5%	31.8%
净利率(%)	4.7%	4.8%	8.0%	9.1%
ROE(%)	8.0%	7.8%	12.3%	13.3%
ROIC(%)	5.0%	6.6%	8.5%	10.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	78.1%	75.1%	73.9%	71.8%
净负债比率(%)	75.79%	72.52%	72.98%	72.54%
流动比率	0.42	0.74	0.97	1.24
速动比率	0.36	0.68	0.90	1.17
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.27	0.29	0.30
应收账款周转率	8	8	8	8
应付账款周转率	2.62	2.44	2.58	2.56
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.27	0.28	0.51	0.65
每股经营现金流	2.26	1.90	2.29	2.53
每股净资产(最新)	3.30	3.57	4.17	4.88
估值比率				
PE	16.11	15.28	8.30	6.57
PB	1.29	1.20	1.02	0.88
EV EBITDA	9	9	7	6

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在 -5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777/传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588/传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn