



# 大唐发电

## 2017上半年业绩符合预期

### 业绩回顾

#### 2017上半年业绩符合预期

大唐发电公布 2017 上半年业绩：营业收入 300 亿元，同比增长 2.9%；归属母公司净利润 10.8 亿元，同比下降 36%，对应每股盈利 0.08 元。业绩符合我们对上半年的预期（11 亿元），净利润同比下滑主要由于煤价高企和有效电价同比下降 2%，但发电量同比增长 11%，有所抵消。

#### 发展趋势

**煤价是业绩下滑的主要因素。**根据国际会计准则，发电燃料成本同比上升 74% 至 154 亿元，占总运营成本 58.5%（2016 上半年：39.5%）。考虑到上半年火电发电量同比增长 12.4%，期间单位燃料成本预计同比上升 55%，与秦皇岛煤价趋势一致（+57% YoY）。

**财务成本下降和核电投资收益或帮助公司获得较同行更优业绩表现。**我们认为大唐发电的盈利将会是火电运营商中降幅最小的，主要依托于 1) 在融资环境趋紧的情况下，在煤化工业务剥离后，上半年财务成本实现同比下降 28%，2) 宁德核电上半年上网电量同比大幅增加 54%，公司核电投资收益增加 103% 至人民币 5.15 亿元。

**上半年新增装机容量 2.76GW**，其中火电 660MW（内蒙古的托克托 2 号），水电 1,950MW（四川的长河坝），风电 126.5MW 和光伏 20MW。

公司将于 8 月 16 日下午 2:30；浦东香格里拉 2 楼大连厅召开中期业绩会议，提供更多具体信息。

#### 盈利预测

我们维持 2017/2018 年全年每股盈利预测不变。

#### 估值与建议

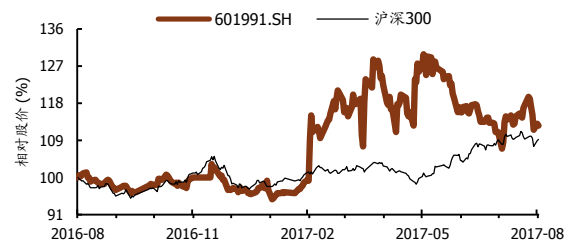
目前，公司股价对应 15.8 倍 2018 年市盈率和 1.3 倍市净率。我们维持中性的评级和人民币 4.53 元的目标价，较目前股价有 1.12% 上行空间。同时维持对大唐发电 H 股的推荐评级和目标价港币 3.45 元。

#### 风险

煤价高于预期；电力需求下滑。

### 维持中性

股票代码	601991.SH	00991.HK
评级	中性	推荐
最新收盘价	人民币 4.48	港币 2.51
目标价	人民币 4.53	港币 3.45
52 周最高价/最低价	人民币 5.35~3.71	港币 2.97~1.99
总市值(亿)	人民币 519	港币 608
30 日日均成交额(百万)	人民币 130.77	港币 27.91
发行股数(百万)	13,310	13,310
其中：自由流通股(%)	75	25
30 日日均成交量(百万股)	28.73	10.96
主行业		电力



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	61,890	59,124	55,675	59,680
增速	-11.8%	-4.5%	-5.8%	7.2%
归属母公司净利润	2,809	-2,623	2,928	5,317
增速	56.2%	-193.4%	N.M.	81.6%
每股净利润	0.21	-0.20	0.16	0.28
每股净资产	3.38	2.98	3.09	3.37
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.11
每股经营现金流	1.88	1.54	1.18	1.35
市盈率	21.2	N.M.	28.7	15.8
市净率	1.3	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.5	8.8	9.9	7.9
股息收益率	3.8%	0.0%	0.0%	3.6%
平均总资产收益率	0.9%	-1.0%	1.3%	2.3%
平均净资产收益率	6.3%	-6.2%	6.0%	8.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

刘俊

联系人

jun3.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080117080030

SFC CE Ref: AVM464

刘佳妮

联系人

lijiani.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080117010012

季超

分析员

chao.ji@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080515030001

SFC CE Ref: BFA993



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	61,890	59,124	55,675	59,680	营业收入	-11.8%	-4.5%	-5.8%	7.2%
营业成本	42,406	43,616	43,053	43,097	营业利润	16.4%	-82.9%	414.5%	87.1%
营业税金及附加	695	863	813	871	EBITDA	-2.2%	-13.9%	-8.8%	20.8%
营业费用	204	178	167	179	净利润	56.2%	-193.4%	N.M.	81.6%
管理费用	3,797	3,850	3,625	3,886	<b>盈利能力</b>				
财务费用	7,898	6,698	4,586	4,340	毛利率	31.5%	26.2%	22.7%	27.8%
其他	0	0	0	0	营业利润率	8.3%	1.5%	8.2%	14.2%
营业利润	5,160	883	4,544	8,501	EBITDA 利润率	42.6%	38.4%	37.2%	41.9%
营业外收支	2,611	-2,707	1,450	1,554	净利润率	4.5%	-4.4%	5.3%	8.9%
利润总额	6,568	1,240	4,880	8,861	<b>偿债能力</b>				
所得税	3,285	-768	1,220	2,215	流动比率	0.31	0.35	0.38	0.39
少数股东损益	474	4,632	732	1,329	速动比率	0.25	0.30	0.33	0.34
归属母公司净利润	2,809	-2,623	2,928	5,317	现金比率	0.08	0.08	0.10	0.10
EBITDA	26,369	22,711	20,721	25,030	资产负债率	79.1%	74.9%	67.0%	64.3%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	54.7%	55.2%	27.9%	22.9%
货币资金	5,574	4,528	5,357	5,279	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	18,437	17,028	16,034	17,188	总资产收益率	0.9%	-1.0%	1.3%	2.3%
预付款项	1,057	1,476	1,457	1,459	净资产收益率	6.3%	-6.2%	6.0%	8.8%
存货	3,858	2,767	2,731	2,734	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	-7,266	-5,604	-5,270	-5,658	每股净利润 (元)	0.21	-0.20	0.16	0.28
流动资产合计	21,659	20,195	20,308	21,001	每股净资产 (元)	3.38	2.98	3.09	3.37
固定资产及在建工程	251,105	180,556	181,790	181,918	每股股利 (元)	0.17	0.00	0.00	0.11
无形资产及其他长期资产	10,943	11,732	11,860	11,983	每股经营现金流 (元)	1.88	1.54	1.18	1.35
非流动资产合计	281,709	213,028	214,362	214,585	<b>估值分析</b>				
资产合计	303,368	233,222	234,670	235,586	市盈率	21.2	N.M.	28.7	15.8
短期借款	31,454	21,265	15,761	13,266	市净率	1.3	1.5	1.5	1.3
应付账款及票据	29,832	22,445	18,354	18,373	EV/EBITDA	9.5	8.8	9.9	7.9
其他流动负债	9,630	13,656	19,310	22,188	股息收益率	3.8%	0.0%	0.0%	3.6%
流动负债合计	70,916	57,366	53,425	53,827					
长期借款和应付债券	145,471	105,593	92,068	85,937					
非流动负债合计	168,151	116,708	103,183	97,051					
负债合计	240,018	174,629	157,164	151,434					
股东权益合计	45,032	39,718	57,899	63,216					
少数股东权益	18,327	18,875	19,607	20,937					
负债及股东权益合计	303,368	233,222	234,670	235,586					
<b>现金流量表</b>									
净利润	3,283	2,008	3,660	6,646					
折旧和摊销	11,403	12,041	12,704	13,383					
营运资本变动	1,898	-591	2,278	2,126					
其他	-1,443	-28	0	0					
经营活动现金流	25,050	20,453	22,115	25,301					
投资活动现金流入	4,811	3,767	1,113	1,194					
投资活动现金流出	18,575	17,305	14,039	13,606					
投资活动现金流	-14,202	-13,747	-12,925	-12,412					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-5,784	4,973	-19,029	-8,626					
其他	12,284	2,795	0	0					
筹资活动现金流	-10,663	-7,401	-8,362	-12,966					
汇率变动对现金的影响	2	-4	0	0					
现金净增加额	186	-699	828	-78					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

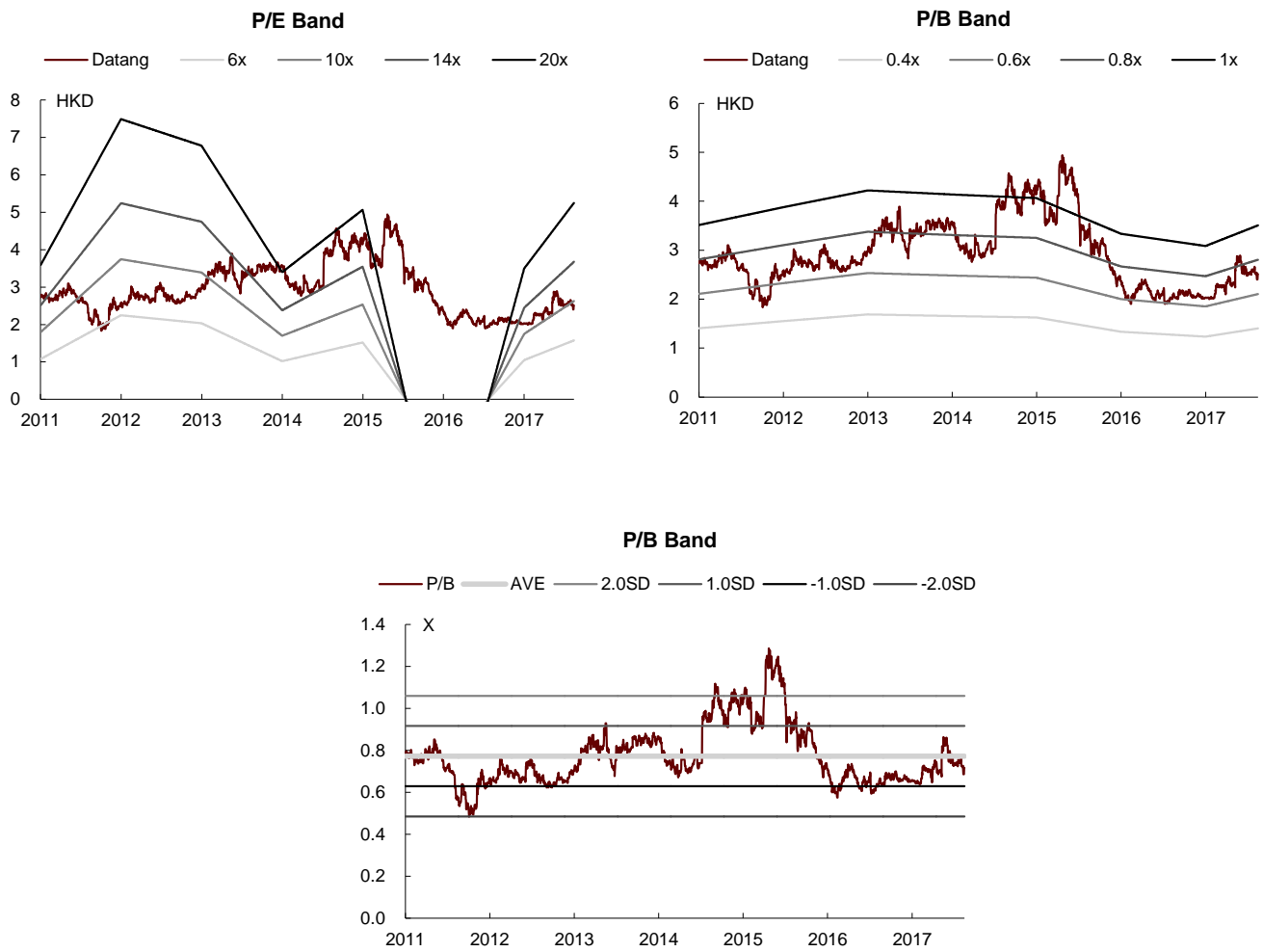
## 公司简介

大唐国际股份有限公司是中国大型独立发电公司之一，H股股票分别在香港及伦敦上市。公司管理全资、控股发电公司及其他项目公司 50 余家，遍及全国 18 个省(市、自治区)，规划在未来 5 年内装机规模翻一番，服务区覆盖京津唐、山西、内蒙古等华北地区、浙江、福建、广东等东部沿海省份、以及云南、重庆、宁夏、青海等西部地区。公司控股、参股开发的内蒙古锡林浩特胜利煤田东二号露天煤矿、内蒙古汇能大唐长滩煤矿、山西大同塔山煤矿、河北蔚州煤电一体化项目，总设计产能达到 6000 余万吨，未来 4-5 年内达产，届时可保证公司 50% 的煤炭供应。





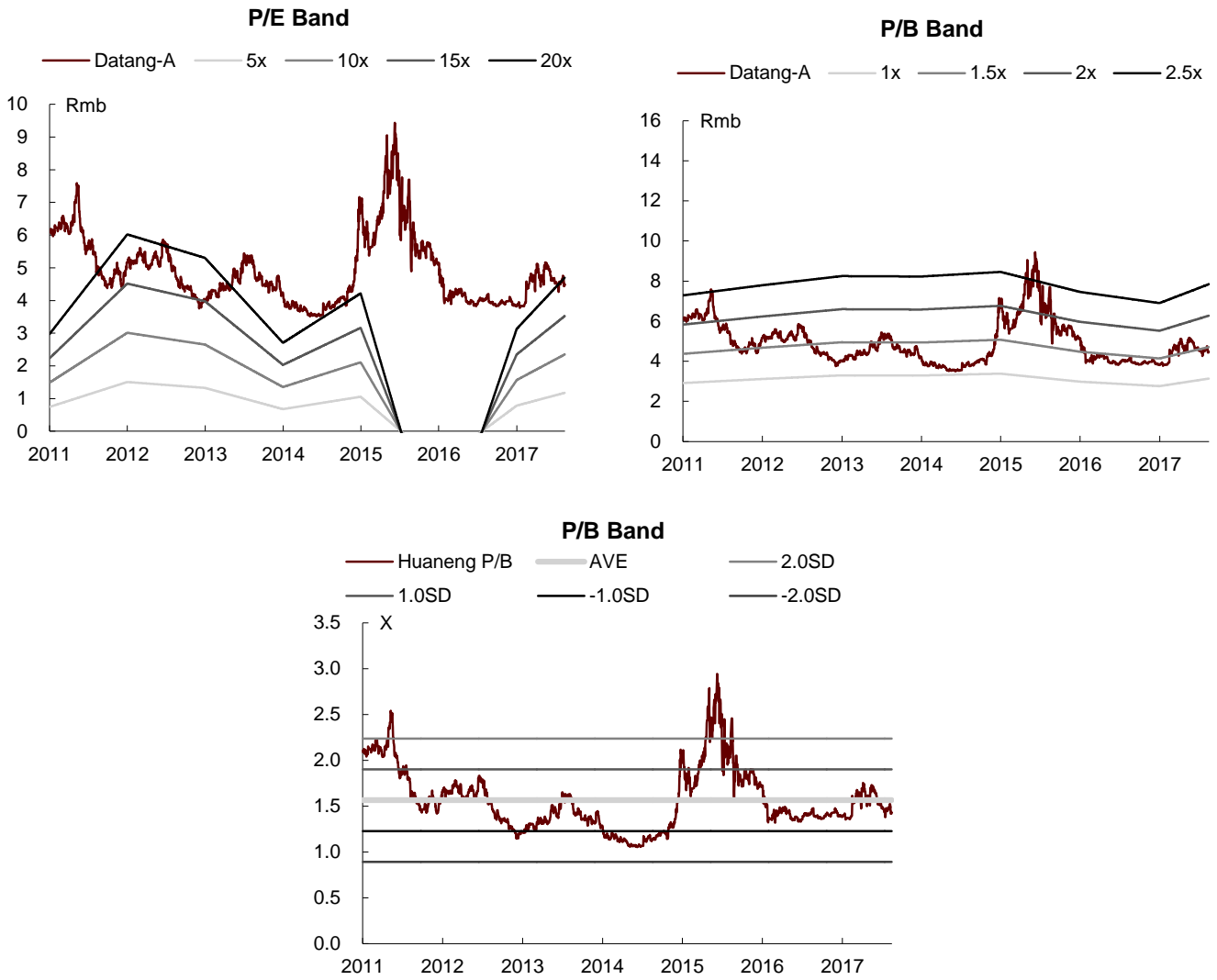
图表3：历史市盈率和市净率图表 - H股



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部。



图表4: 历史市盈率和市净率图表 - A股



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
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: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)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

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 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: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 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201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 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: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 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: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

