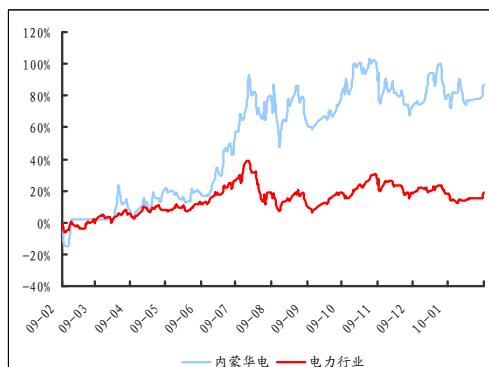


评级：谨慎推荐

2010 年 2 月 24 日

内蒙华电（600863）：资产置换甩掉“包袱”，盈利能力显著增强



市场数据：2010 年 2 月 24 日

行业分类：电力行业

沪深 300 指数：3244.48

电力行业指数：2428.36

研究员：蔡文彬

电话：(0351) 4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：www.dtsbc.com.cn

相关研究：

《“煤电联营”可解近渴，电价改革才解远忧——电力行业2010年度投资策略》（12/09）

《电力行业：有人欢喜有人忧——“国家发改委电价调整方案”点评》（11/20）

投资要点：

- **蒙西地区竞争激烈，战略中心转移至京津唐电网，增强公司盈利能力** 由于蒙西电网机组负荷率大幅度下降，内蒙华电将战略中心转移至需求增长较快、电厂负荷率有保障、且上网电价较高的京津唐电网。公司2006年开始投产的上都电厂，通过500千伏线路接入河北承德，直接输入京津唐电网。在建项目上，上都电厂三、四期魏家峁煤电一体化项目以及和林电厂均将以点对网的方式外送华北电网。在以上项目投产后，公司机组的整体盈利能力较目前将进一步提升。
- **资产置换甩掉“包袱”，注入优质资产，提升公司盈利能力** 置出的包一、包二电厂由于发电成本较高，担负地方企业和居民供热任务，且人力成本负担较重的原因，近年来持续亏损。而置入资产海电三期的质地较为优良，自2005年投产以来，电厂已连续四年盈利。因此，我们认为通过此次资产置换，内蒙华电可摆脱亏损“包袱”，且海电三期电厂的注入显著增强公司未来的盈利能力。
- **作为大股东融资平台，未来资产注入可能性较大** 根据公司2006年股改承诺，北方电力将通过支持其收购优质资产等具体措施，增强公司的核心竞争力和盈利能力，支持内蒙华电的发展。而且，丰镇电厂和达拉特电厂目前仍存在“一厂多制”的问题，加上公司是大股东的唯一上市融资平台，以及“煤电联营”的需要，大股东未来择机注入优质电力和煤炭资产的可能性较大。
- **投资建议** 预计内蒙华电2009-2011年的每股收益分别为0.229元、0.244元以及0.273元。目前公司估值水平适中，在资产置换甩掉亏损“包袱”，并注入优质资产后，公司未来的盈利能力显著增强。同时，魏家峁煤矿2010年逐步投产，将增加公司的投资收益。此外，考虑到“一厂多制”、煤电联营等问题，大股东资产注入的预期较为强烈。因此，我们看好内蒙华电未来的发展，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示** 1、宏观经济复苏的不确定性；2、机组利用小时数降幅高于预期；3、在建项目核准时间的不确定性；4、大股东资产注入时机的不确定性。

目 录

一、受益于“西电东输”的发电企业.....	3
（一）公司历史沿革.....	3
（二）京津唐电网业务收入超过蒙西电网.....	3
（三）即将实现全流通.....	4
二、蒙西地区竞争激烈，战略中心转移.....	5
（一）装机容量增长缓慢，开始涉足风电领域.....	5
（二）新建机组大量投产，蒙西地区竞争激烈.....	7
（三）参股煤企、煤电一体化增强发展潜力.....	7
（四）战略中心转移至京津唐电网，增强公司盈利能力.....	8
三、资产置换提升公司盈利能力.....	9
（一）解决“多头管理”问题，甩掉亏损“包袱”.....	9
（二）置入资产质地优良，增强公司盈利能力.....	10
四、大股东资产注入预期较为强烈.....	11
（一）大股东“煤电联营”进展顺利.....	11
（二）内蒙华电是大股东的唯一上市平台.....	12
（三）集团承诺在先，资产注入可能性较大.....	12
五、历史经营业绩分析.....	12
（一）营收增长较为稳定.....	12
（二）财务负担较重.....	13
（三）资产负债率持续上升.....	14
六、盈利预测及投资评级.....	15
（一）关键假设.....	15
（二）盈利预测.....	16
（三）行业估值比较.....	16
（四）给予“谨慎推荐”投资评级.....	17
七、风险提示.....	17

图表目录

图表 1 内蒙华电股权结构.....	3
图表 2 公司的业务组成（2009 年中报）	4
图表 3 公司业务区域分布变化.....	4
图表 4 公司权益装机容量变化（万千瓦）	5
图表 5 内蒙华电全资及控股机组情况.....	6
图表 6 内蒙华电参股机组情况.....	6
图表 7 内蒙华电在建机组情况.....	6
图表 8 近年来公司机组利用小时数变化（小时）	7
图表 9 内蒙华电投资煤炭项目情况.....	8
图表 10 公司主要电力、煤炭资产分布.....	8
图表 11 内蒙华电资产置换情况.....	9
图表 12 2008 年公司主要参控股机组盈利能力比较.....	10
图表 13 北方电力主要运营电厂情况.....	11
图表 14 北方电力主要煤炭资产情况.....	11
图表 15 2002-2009 年主营收入、营业利润及增速变化.....	13
图表 16 2003-2009 年经营成本比例变化.....	13
图表 17 主要成本比率的行业对比（2009 年三季度）	14
图表 18 2003-2009 年三项费用比例变化.....	14
图表 19 2002-2009 年公司资产负债率变化（2009 年三季度）	15
图表 20 资产负债率的行业对比（2009 年三季度）	15
图表 21 盈利预测结果.....	16
图表 22 估值水平的行业对比.....	17

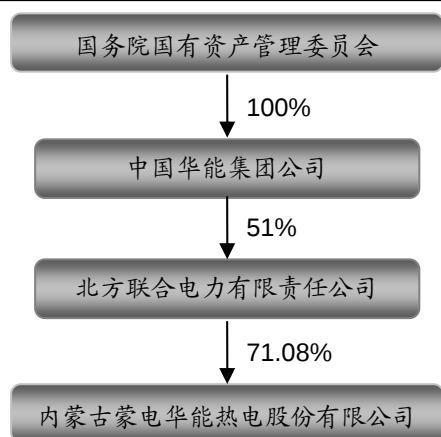
一、受益于“西电东输”的发电企业

（一）公司历史沿革

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司（简称“内蒙华电”）于 1993 年由内蒙古自治区电力总公司、华能发电公司、华能内蒙古发电公司共同发起，以社会募集方式设立。1994 年 1 月 19 日，公司首次向社会公众发行人民币普通股 5000 万股，并于 1994 年 5 月 20 日在上海证券交易所上市交易。

2006 年，北方联合电力有限责任公司（简称“北方电力”）收购了原内蒙古电力（集团）有限责任公司持有的内蒙华电 67.31% 股权，以及中国华能集团公司持有的内蒙华电 10.57% 的股权。收购完成后，北方电力持有内蒙华电 77.88% 的股权（目前持股比例为 71.08%），成为公司的第一大股东。而华能集团持有北方电力 51% 的股权，是内蒙华电的实际控制人。

图表 1 内蒙华电股权结构

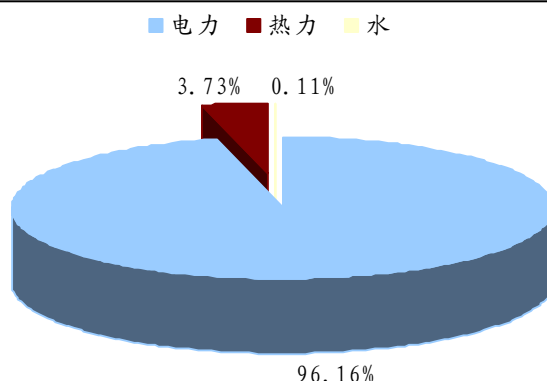


资料来源：大同证券研究部、公司公告

（二）京津唐电网业务收入超过蒙西电网

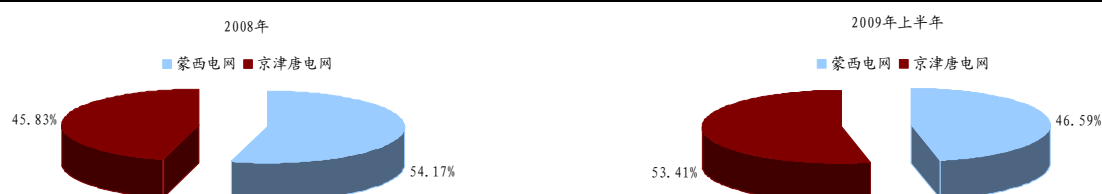
目前，内蒙华电全资拥有两家运营电厂，控股拥有四家运营发电公司，并参股七家电力公司、一家煤炭公司和一家铁路公司。公司主营火力发电、热力以及热水的生产与供应。公司在业务结构上，电力销售收入占据了九成以上，热力和水的销售收入比重较低。在销售收入的区域分布上，随着上都电厂的发电机组投产发电、以及“西电东输”政策的落实，公司的销售重心逐步向京津唐地区倾斜。2009 年上半年，公司对京津唐电网的业务收入首次超过内蒙古西部地区。

图表 2 公司的业务组成（2009 年中报）



资料来源：大同证券研究部、公司公告

图表 3 公司业务区域分布变化



资料来源：大同证券研究部、公司公告

（三）即将实现全流通

北方联合电力有限责任公司（简称“北方电力”）是内蒙华电的控股股东，持有公司的股份比例为 71.08%，也是公司唯一的法人股东。2010 年 4 月 25 日北方电力持有公司的 11.11 亿股限售股份（占总股本 56.08%）将解禁，届时公司将实现全流通。

值得注意的是，北方电力持有的两批限售期已满（解禁日期为 2008 年 4 月 25 日、2009 年 4 月 25 日）且满足解除限售相关条件，占公司总股本 15%的限售股份，由于公司尚未办理解除限售手续，因而尚未解除限售。从这里我们可以看出，北方电力看好内蒙华电未来的发展前景，并不急于套现。

此外，根据公司 2006 年的股改方案，北方电力承诺将通过支持内蒙华电收购其优质资产等具体措施，增强公司的核心竞争力和盈利能力，支持内蒙华电的发展。因此，我们认为，作为旗下唯一的上市公司和融资平台，北方电力未来将更倾向于做大做强内蒙华电，减持股份的可能性很小。

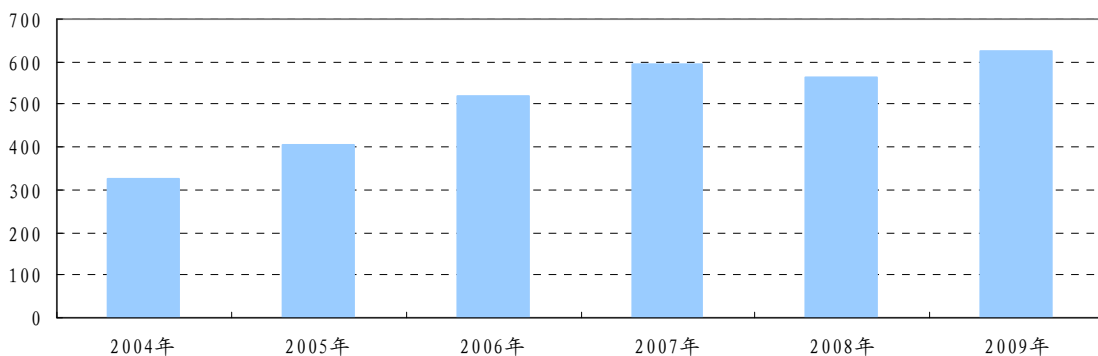
二、蒙西地区竞争激烈，战略中心转移

（一）装机容量增长缓慢，开始涉足风电领域

根据公司“上大压小”方案，2007 年内蒙华电关停了 16 台小火电机组，装机容量共计 79.9 万千瓦，关停的小机组由大股东北方电力所属魏家峁煤电（公司参股 40%）和乌拉特等电厂替代。2008 年公司关停 2 台小火电机组，装机容量共计 20 万千瓦，关停的小火电机组由公司全资控股建设的和林发电厂（2×60 万千瓦）替代。可见，近年来在“上大压小”政策影响下，内蒙华电关停了大量小火电机组，但与此同时，由于公司没有足够新机组投产，导致了总装机容量增长较为缓慢。

截至目前，内蒙华电共拥有权益装机容量约 627 万千瓦，控股装机容量约 532 万千瓦（包括此次资产置换注入的海电三期电厂）。

图表 4 公司权益装机容量变化（万千瓦）



资料来源：大同证券研究部

值得注意的是，从 2008 年开始，公司开始进入风力发电领域，乌力吉木仁风场一期项目 2010 年将投产，额尔格图风电场一期工程项目也在建设当中。此外，公司收购的包头市白云区汇全风电有限公司，负责开发建设包头汇全稀土白云国产示范风场，目前也正处于建设当中。

由于内蒙华电地处风力资源丰富的内蒙地区，开发风电具有先天的区位优势。因此，我们认为，虽然目前风电投资规模较小（在建约 15 万千瓦），但是公司进入风电领域可改变单一火电形式，优化电源结构，促进公司多元化发展；同时进一步增强公司的整体盈利能力和抵御市场风险的能力。

图表 5 内蒙华电全资及控股机组情况

项目名称	机组类型	持股比例	装机结构	上网电价（元/千瓦时）	供电区域
丰镇发电一期	火电	100%	4 × 20	0.2849/0.2899	京津唐（网对网）
海电三期	火电	100%	2 × 33	0.2849	蒙西
蒙华海勃湾发电	火电	60%	2 × 20	0.2849	蒙西
上都发电	火电	51%	4 × 60	0.3420	京津唐（点对网）
丰泰发电	热电	45%	2 × 20	0.2849	蒙西
京达发电	火电	40%	2 × 33	0.2849	京津唐（网对网）

资料来源：大同证券研究部、公司公告

图表 6 内蒙华电参股机组情况

项目名称	机组类型	持股比例	装机结构（万千瓦）	装机容量（万千瓦）	供电区域
岱海发电	火电	49%	4 × 60	240	京津唐（点对网）
国华准格尔发电	火电	30%	4 × 33	132	京津唐（网对网）
包头东华热电	热电	25%	2 × 33	66	京津唐（网对网）
丰镇三期（京隆）	火电	25%	2 × 60	120	蒙西
大唐托克托发电	火电	15%	8 × 60	480	京津唐（点对网）
蒙达发电	火电	10%	4 × 33	132	京津唐（网对网）
龙源风电	风电	18.75%	—	>8.2	蒙西

资料来源：大同证券研究部、公司公告

在项目储备方面，内蒙华电拥有全资建设的和林电厂（2 × 60 万千瓦），控股建设的上都电厂三、四期项目（4 × 60 万千瓦），以及参股 40% 的魏家峁煤电一体化项目（2 × 60 万千瓦）。在建规模接近公司目前的控股装机容量，因此，未来几年公司内生增长较为明确。

图表 7 内蒙华电在建机组情况

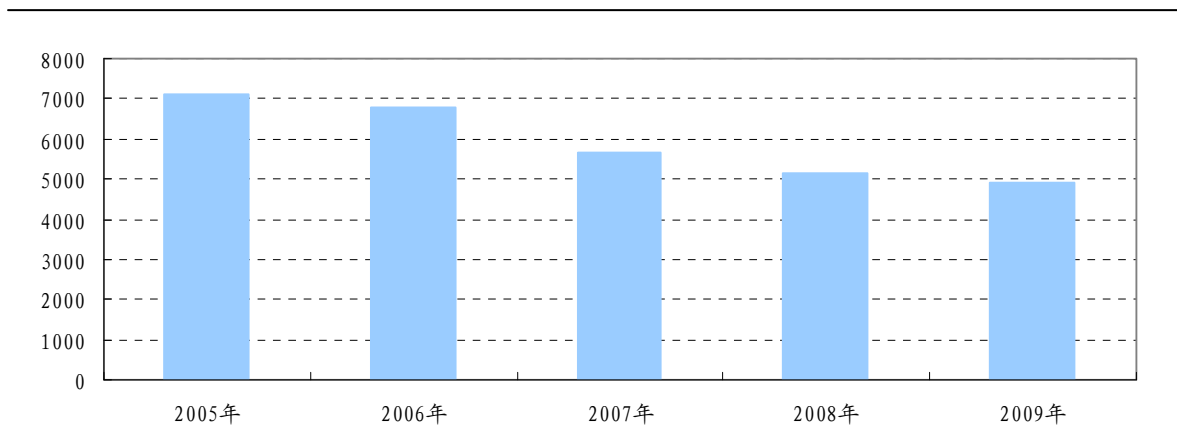
项目名称	机组类型	持股比例	装机结构（万千瓦）	供电区域
魏家峁煤电一体化项目	火电	40%	2 × 60	京津唐
和林电厂	火电	100%	2 × 60	京津唐
上都电厂三、四期	火电	51%	4 × 60	京津唐
乌力吉木仁风场一期	风电	100%	33 × 0.15	蒙西
兴安盟额尔格图风电项目	风电	100%	30 × 0.165	蒙西

资料来源：大同证券研究部、公司公告

（二）新建机组大量投产，蒙西地区竞争激烈

近几年来蒙西地区发电装机容量高速增长，而用电量增长保持相对稳定，造成蒙西地区发电市场竞争加剧，蒙西电网下辖电厂的负荷率不断下降，电厂利用小时数也不断降低，我们预计 2009 年将降至 5000 小时以下。同时，内蒙华电根据“节能减排”、“上大压小”等有关政策关停的小火电机组均处于蒙西地区，而相应替代的大容量机组建设投产尚需一段时间，造成公司在蒙西电网内的发电量有所降低，降低了公司原有老机组的盈利能力。

图表 8 近年来公司机组利用小时数变化（小时）



资料来源：大同证券研究部、公司公告

（三）参股煤企、煤电一体化增强发展潜力

由于地处我国煤炭资源丰富的内蒙古地区，在电源发展战略上，内蒙华电突出“煤电一体化”，坚持以电带煤、以煤保电。2004 年，公司参股 10% 的北联电能源开发有限责任公司（简称“北联电能源”），开发了吴四圪堵煤矿，已于 2008 年开始投产，2009 年完全达产（240 万吨）。公司参股 40% 的内蒙古魏家峁煤电一体化项目，配套有一期年产 600 万吨煤炭的露天煤矿（设计生产能力为 1200 万吨/年），预计 2010 年开始投产。此外，内蒙华电还通过参股北联电能源开发了黑城子煤矿、高头窑煤矿、铧尖煤矿以及东坪煤矿。

公司对煤炭企业主要以参股形式进行投资，除了魏家峁煤矿外，其余煤矿均由公司参股 10% 的北联电能源开发。由于参股比例较低，短期内获取投资收益的程度取决于其分红多少。因此，公司煤炭股权投资收益方面主要依靠魏家峁煤矿。

但是考虑到煤炭企业的高利润率，整体上，公司未来获取理想投资收益的可能性较大。因此，我们认为，随着公司参股煤矿的逐步投产，内蒙华电可将煤炭资源优势转化为竞争优势以及生产成本优势，未来的增长潜力进一步增强。

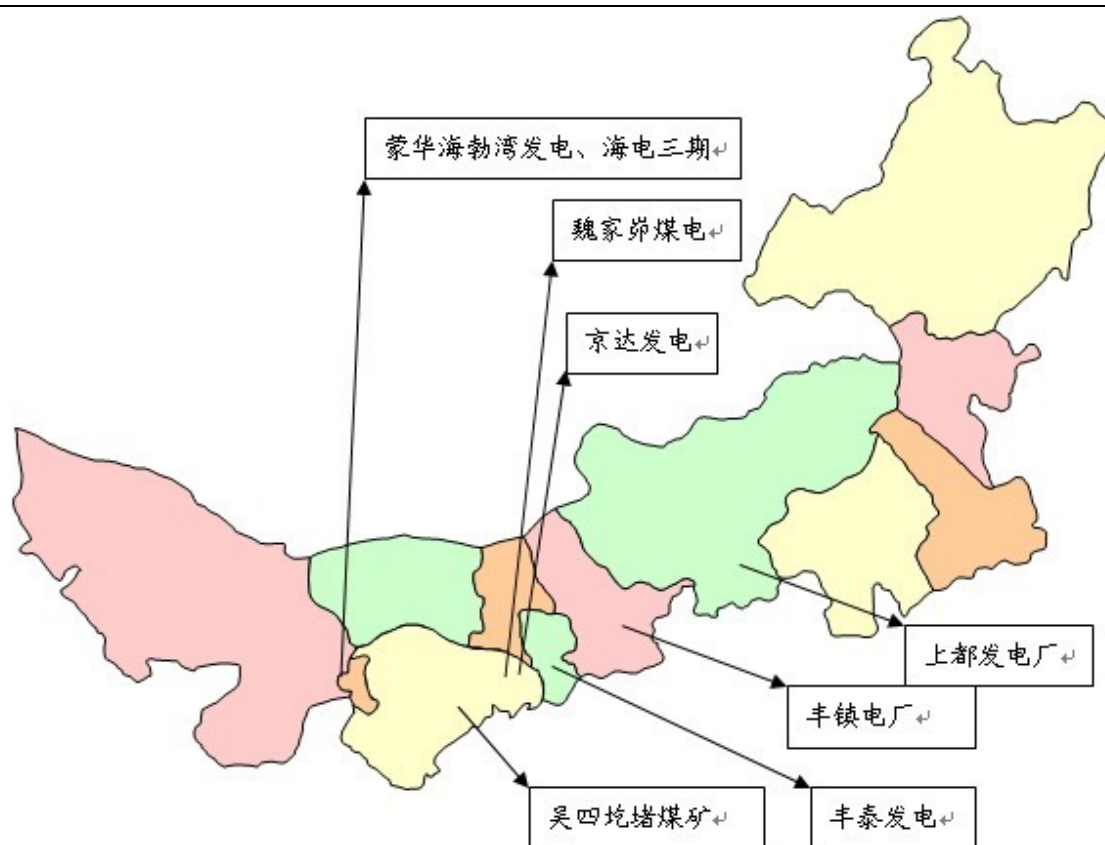
图表9 内蒙华电投资煤炭项目情况

项目	持股比例	储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	设计产能(万吨/年)	投产时间
吴四圪堵煤矿	10%	2.34	1.58	240	2009年达产
魏家峁煤矿	40%	10.43	9.77	600	2010年投产
黑城子煤矿	10%	6.87	2.9	300	2010年
高头窑煤矿	10%	14.99	6.59	800	2010年
铧尖煤田	10%	1.66	1.3	450	2010年
东坪煤矿	10%	8.37		400	2012年

资料来源：大同证券研究部、公司公告

(四) 战略中心转移至京津唐电网，增强公司盈利能力

图表10 公司主要电力、煤炭资产分布



资料来源：大同证券研究部

内蒙华电所在的内蒙古地区，煤炭资源丰富，是我国重要的大型煤电生产基地。近年来，在“煤电联营”政策的推动下，蒙西地区上马了大批的电源项目，并逐步投产，导致蒙西电网

发电厂负荷率大幅度下降。

为了增强公司的盈利能力，内蒙华电将战略中心转移至需求增长较快、电厂负荷率有保障、且上网电价较高的京津唐电网。公司 2006 年开始投产的上都电厂，通过 500 千伏线路接入河北承德，直接输入京津唐电网。从经营情况看，由于上网电价高，且利用小时数较为稳定，上都电厂的盈利能力显著强于蒙西电网的电厂。

在建项目上，作为“西电东输”项目的上都电厂三、四期仍将以点对网的方式通过 500 千伏线路直送外送，魏家峁煤电一体化项目和和林电厂也将以点对网的方式通过特高压外送。因此，在以上项目投产后，公司机组的整体盈利能力较目前将进一步提升。

三、资产置换提升公司盈利能力

（一）解决“多头管理”问题，甩掉亏损“包袱”

本次资产重组置出的资产包括包头第一热电厂（简称“包一”）、包头第二热电厂简称“包二”），两者建成于上世纪 50 年代，均是内蒙华电的直属电厂。后经扩建，包一建设了昆都仑电厂，包二建设了青山热电厂，但昆都仑电厂和青山热电厂均为大股东北方电力全资所有，导致公司在电厂运营中出现“多头管理”的问题。

图表 11 内蒙华电资产置换情况

置出资产			
电厂	装机容量(万千瓦)	权益(%)	经营情况
包一电厂	1×10+2×12.5	100	2006-2008年连续亏损
包二电厂	2×20	100	2006-2008年连续亏损
置入资产			
电厂	装机容量(万千瓦)	权益(%)	经营情况
海电三期	2×33	100	2006-2008年连续盈利

资料来源：大同证券研究部、公司公告

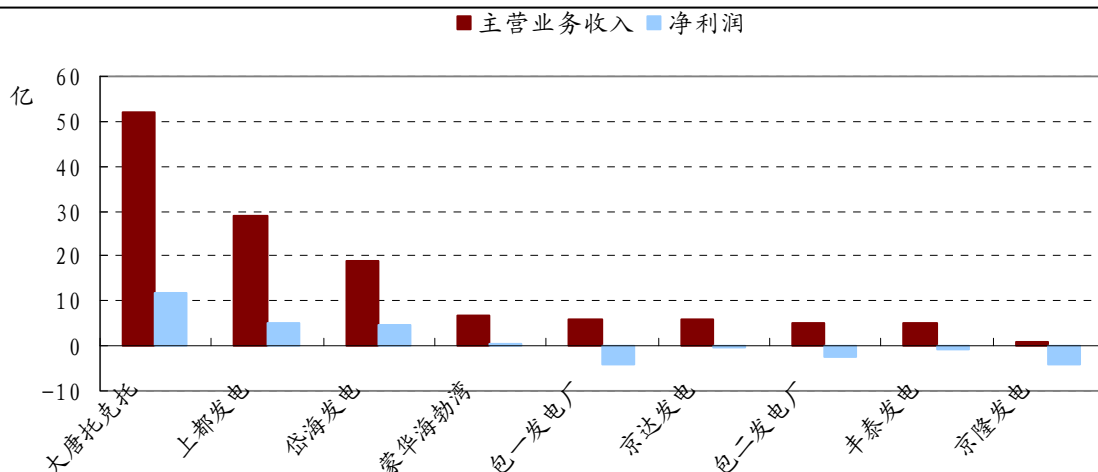
而此次注入的乌海发电厂（简称“海电三期”），与海勃湾电厂一期、二期也存在“多头管理”问题。海勃湾电厂一期、二期均为内蒙华电控股，其中一期为海勃湾电力股份有限公司（已关停），装机容量为 2 台 10 万千瓦机组，内蒙华电持有其 53.11% 股份，海勃湾电厂二期为蒙华海勃湾发电有限责任公司，装机容量为 2 台 20 万千瓦机组，内蒙华电持有其 60% 股份。海勃湾电厂三期为北方电力乌海发电厂，由北方电力全资拥有。

通过此次资产置换，包一、包二电厂的各期工程全部归北方电力拥有并管理，海勃湾电厂

一、二、三期工程全部归内蒙华电控制并管理，可以有效解决以上“一厂多制”问题，使以上电厂做到与控股股东的“五分开”。

（二）置入资产质地优良，增强公司盈利能力

图表 12 2008 年公司主要参控股机组盈利能力比较



资料来源：大同证券研究部、公司公告

公司下属的包一、包二电厂属于典型的老旧机组，建设于上世纪五、六十年代。由于机组容量较小，能耗较大，发电成本较高。同时，公司的包一、包二电厂，担负地方企业和居民供热任务，即便业务亏损，仍需继续运营。此外，电厂的人员数量较多，人力成本负担也较重。因此，在 2006-2008 年间，包一、包二电厂出现连续亏损，其中 2008 年分别亏损高达 4.25 和 3.19 亿元，是拖累公司业绩下滑的主要原因之一。

而置入资产海电三期的质地较为优良，不但发电设备先进，能耗低，而且人员负担也较轻。自 2005 年 12 月投产以来，电厂已连续四年盈利。尤其是在行业普遍亏损的 2008 年，海电三期也盈利达 1.54 亿元。因此，我们认为通过此次资产置换，内蒙华电摆脱了包一、包二电厂这一亏损“包袱”，注入了盈利能力较强的海电三期电厂，公司未来盈利能力将显著增强。

我们通过调研得知，公司于 2009 年 7 月底已经完成了此次置换的资产交割，也就是说，2009 年前 7 个月包一、包二电厂合并报表，从 2009 年 7 月底开始，置入资产海电三期电厂也开始合并报表。

四、大股东资产注入预期较为强烈

（一）大股东“煤电联营”进展顺利

利用独特区位优势，公司大股东北方电力近年积极推动“煤电联营”，并且取得了较好的成绩。电力业务方面，目前北方电力拥有权益装机容量 1300 多万千瓦，预计 2010 年将超过 1500 万千瓦，占蒙西电网装机容量的近 50%，占整个内蒙古地区装机容量的近三成。煤炭业务方面，吴四圪堵煤矿已于 2009 年完全达产（240 万吨），另有近十个煤炭在建项目，而且绝大部分取得了控股权，从 2009 年开始逐步进入投产期。

图表 13 北方电力主要运营电厂情况

项目名称	机组类型	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	装机容量(万千 瓦)	权益装机容量 (万千瓦)
丰镇二期	火电	100	2×20	40	40
达拉特一、二期	火电	43	4×33	132	56.76
丰泰	热电	20	2×20	40	8
乌海热电	火电	100	2×20	40	40
乌拉山三期	火电	100	2×30	60	60
临河热电	火电	100	2×30	60	60
金桥热电	热电	100	2×30	60	60
昆都仑热电	火电	100	2×30	60	60
青山热电	火电	100	2×30	60	60
包三	火电	100	2×30	60	60
达拉特四期	风电	100	2×60	120	120
蒙西电厂	火电	100	2×30	60	60
总计				792	684.76

资料来源：大同证券研究部、公司公告

图表 14 北方电力主要煤炭资产情况

项目名称	持股比例(%)	储量(亿 吨)	可采储量(亿 吨)	设计产能(万吨 /年)	投产时 间
吴四圪堵煤矿	51	2.34	1.58	240	2008
魏家峁煤矿	60	10.43	9.77	600	2010
黑城子煤矿	51	6.87	2.9	300	2010
高头窑煤矿	51	14.99	6.59	800	2010
铎尖煤田	51	1.66	1.3	450	2010

东坪煤矿	51	8.37	400	2012
巴彦宝力格煤田	60	31.46	800	2012
扎鲁特煤田	60	7.5	500	2012
胜利西一矿	35	18.9	2000	2009
塔然高勒煤矿	20	26.4	1000	2011
白音华二号矿	20	8.3	500	2009

资料来源：大同证券研究部、公司公告

（二）内蒙华电是大股东的唯一上市平台

由于电价受到国家管制，电力企业的盈利难以满足扩大再生产的需要，因此，除开银行贷款外，电力企业迫切需要一个直接融资平台。而内蒙华电是大股东北方电力旗下的唯一上市公司，因此它也将成为集团未来主要的融资平台。

（三）集团承诺在先，资产注入可能性较大

根据公司 2006 年股改承诺，北方电力将通过支持其收购优质资产等具体措施，增强公司的核心竞争力和盈利能力，支持内蒙华电的发展。而且，丰镇电厂和达拉特电厂仍存在“一厂多制”的问题，加上公司是大股东的唯一上市融资平台，以及“煤电联营”的需要，大股东未来择机注入优质电力和煤炭资产的可能性较大。

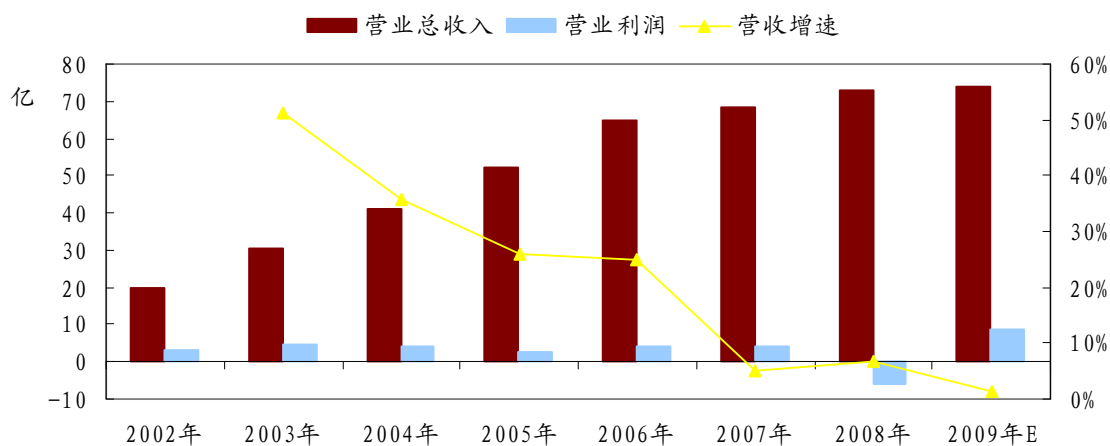
五、历史经营业绩分析

目前，内蒙华电的资产结构主要由电力、煤炭、石灰石以及铁路等资产组成，其中发电资产方面公司全资拥有两家运营电厂，控股拥有四家运营发电公司，并参股七家发电公司，而煤炭、石灰石和铁路业务主要是以参股形式获取投资收益。因此，公司当前营业收入和利润的主要来源是发电业务。

（一）营收增长较为稳定

近年来，内蒙华电营业收入保持了稳定的增长，主要是受新机组投产和上网电价上调的影响；营收增速下降则是因为公司关停大量小火电机组，而新投产机组较少，实际装机容量增长较为缓慢。但是，公司近年营业利润波动幅度较大，2008 年出现亏损，这一方面是受电力行业面临的“市场煤、计划电”矛盾所影响；另一方面是因为蒙西电网竞争加剧，公司老机组负荷率下降，盈利能力也显著下滑。

图表 15 2002-2009 年主营收入、营业利润及增速变化

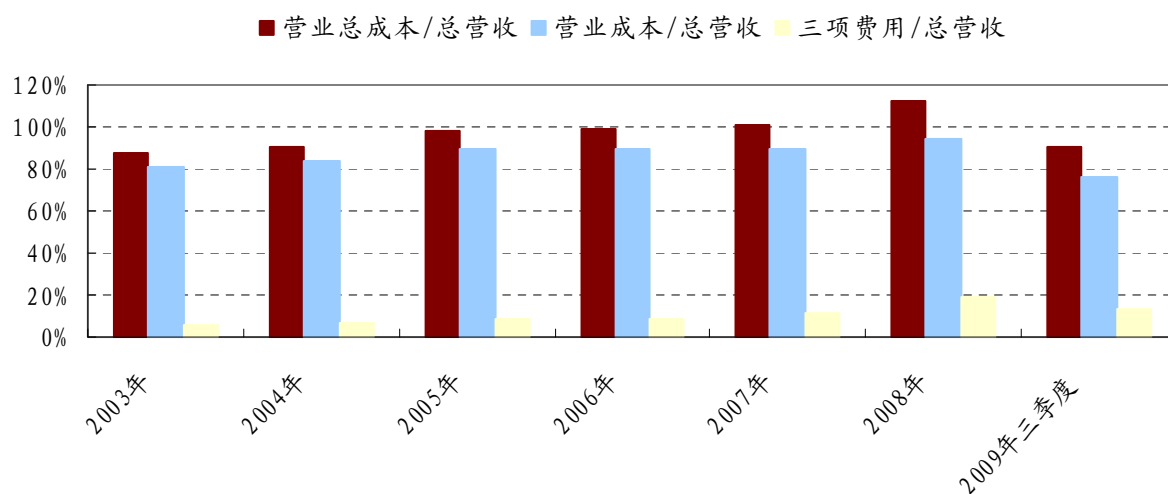


资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

(二) 财务负担较重

2003-2009 年期间，内蒙华电的营业成本比例持续上扬，三项费用的比例也小幅上涨。这一方面反映出煤炭采购成本的上涨，另一方面是由于包一、包二等全资电厂竞争力的下降，加重了公司的成本负担。在三项费用方面，公司管理费用比重较小，财务费用比例则持续上涨，反映出其较重的财务负担。

图表 16 2003-2009 年经营成本比例变化



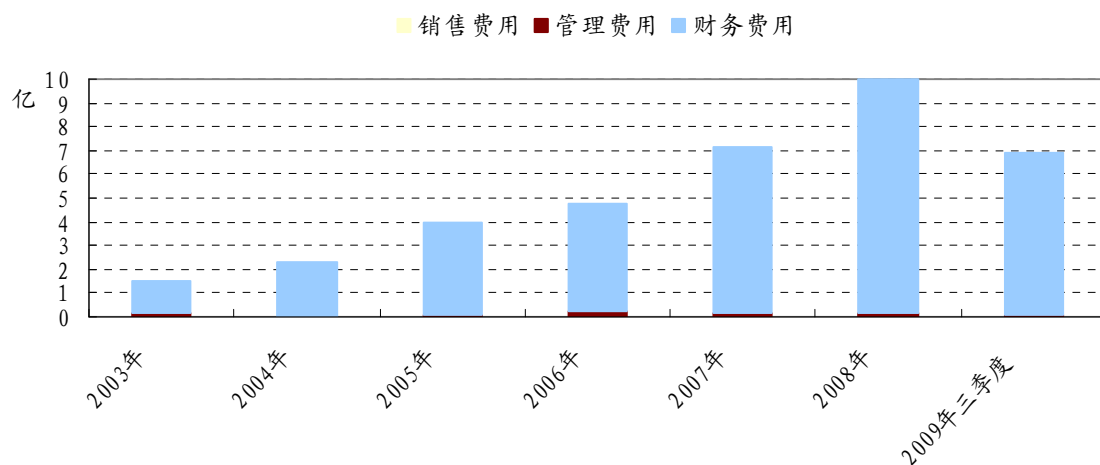
资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

图表 17 主要成本比率的行业对比（2009 年三季度）

证券简称	总营业成本 / 营业总收入	营业成本 / 营业总收入	销售费用 / 营业总 收入	管理费用 / 营业总收 入	财务费用 / 营业总收 入
长江电力	48.67%	35.11%	0.06%	3.04%	8.71%
深圳能源	84.08%	74.93%	0.25%	3.15%	3.89%
申能股份	86.29%	80.61%	0.02%	2.21%	2.15%
粤电力A	89.85%	77.73%	0.00%	4.13%	4.48%
内蒙华电	90.02%	76.57%	0.00%	0.18%	12.29%
国电电力	91.70%	80.36%	0.47%	2.41%	7.53%
华能国际	93.03%	84.17%	0.00%	2.67%	5.96%
国投电力	94.86%	82.03%	0.12%	2.75%	9.51%
大唐发电	94.91%	82.68%	0.37%	2.55%	8.49%
华电国际	95.49%	83.10%	0.00%	3.23%	8.37%
通宝能源	98.18%	89.68%	0.08%	4.99%	2.86%
上海电力	101.45%	90.12%	0.00%	3.70%	7.30%
漳泽电力	104.65%	97.55%	0.00%	0.95%	5.85%

资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

图表 18 2003-2009 年三项费用比例变化



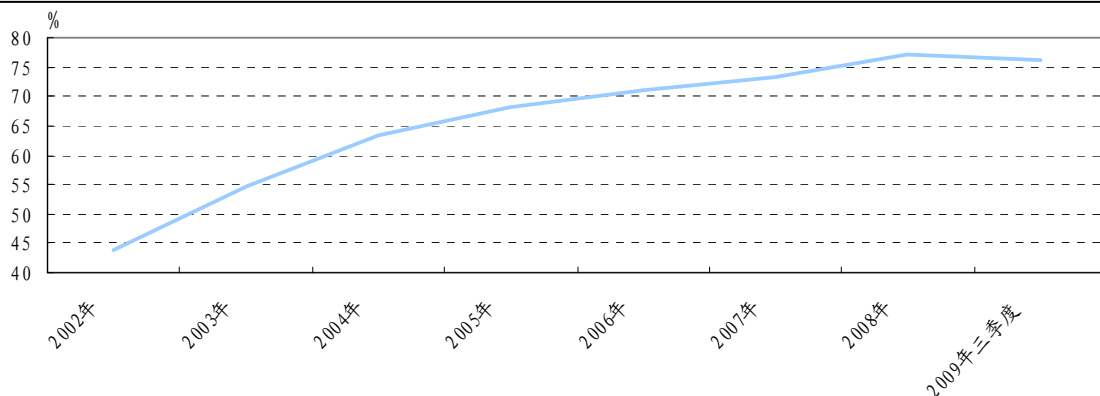
资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

（三）资产负债率持续上升

从行业对比来看，内蒙华电接近 80% 的资产负债率在行业中处于较高水平。这主要是由于近年公司资本支出较大，而持续上升的煤炭成本挤压了公司利润，公司扩大再生产的投入主要

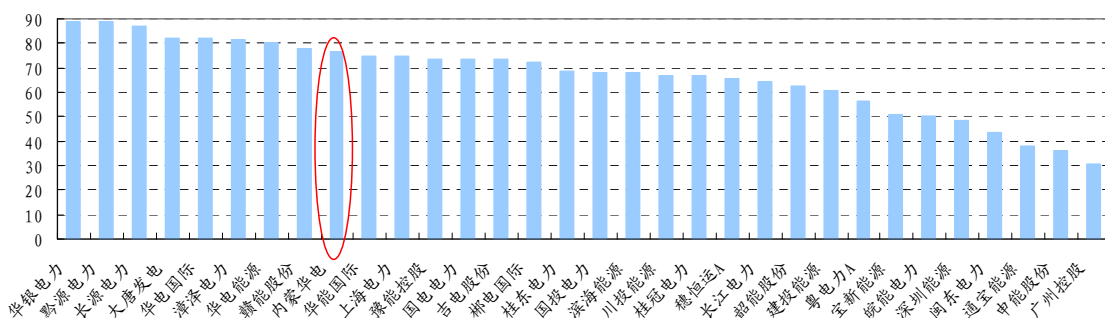
依靠于银行间接融资。因此，导致公司资产负债率持续上升。但我们预计，随着新建项目投产，和公司盈利能力的提升，公司的资产负债率有望逐年下降。

图表 19 2002-2009 年公司资产负债率变化（2009 年三季度）



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

图表 20 资产负债率的行业对比（2009 年三季度）



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

六、盈利预测及投资评级

（一）关键假设

内蒙华电作为火力发电企业，其未来业绩主要取决于煤炭采购价格、新机组投产、机组利用小时数、上网电价调整以及参股煤企投资收益情况。因此，我们对公司未来的盈利预测主要基于以下五个方面的假设。

1、机组利用小时数：综合考虑到未来内蒙古地区电源项目的投产，机组外送电比重提高以及电力需求情况，我们预计蒙西电网机组利用小时数在 2009-2011 年将分别下降 10%、5%、0%；外送华北电网机组利用小时数则保持稳定。

2、电煤价格：参考内蒙古地区动力煤坑口价格，预计 2009-2011 年公司采购标煤价格分别为 327 元/吨、357 元/吨和 362 元/吨。

3、上网电价：假设保持不变。

4、2009 年前 7 个月包一、包二电厂合并并表，从 8 月开始海电三期开始合并报表。

5、魏家峁煤矿 2010 年开始贡献投资收益，其余通过参股北联电能源开发有限责任公司投资的煤矿，因分红无法确定，暂不考虑其投资收益。

（二）盈利预测

基于以上假设，在全面考虑到新机组和煤矿投产，煤炭市场价格走势，以及其他目前市场已知因素的情况下。我们预计内蒙华电 2009-2011 年的每股收益分别为 0.229 元、0.244 元以及 0.273 元。

图表 21 盈利预测结果

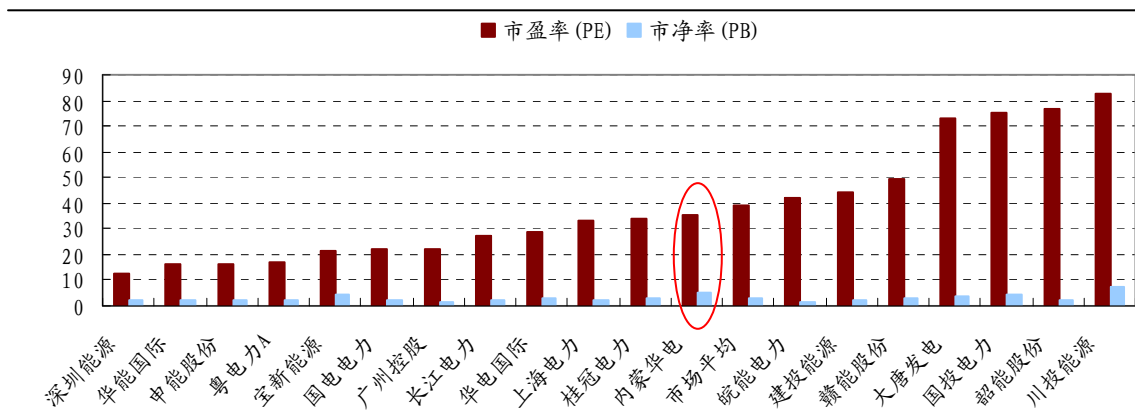
项目	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（元）	7,287,805,698.29	7,199,948,907.94	7,179,334,532.81	7,925,747,592.34
主营收入增长率	6.79%	-1.21%	-0.29%	10.40%
EBITDA（元）	363,902,063.89	1,662,653,142.06	1,162,017,783.25	1,871,835,365.27
EBITDA增长率	-43.32%	356.90%	-30.11%	61.08%
净利润（元）	-799,741,444.91	454,489,308.82	484,232,083.97	540,089,768.29
净利润增长率	—	—	6.54%	11.54%
ROE	—	11.82%	11.72%	12.13%
EPS（元/股）	-0.404	0.229	0.244	0.273

资料来源：大同证券研究部

（三）行业估值比较

从内蒙华电目前股价对应的动态估值水平看，其动态 PE 低于当前电力行业的平均水平；从市净率角度，其 4.98 倍的 PB 值处于行业较高水平。因此，我们认为，从目前基本面的角度来看，公司具有一定的投资价值。

图表 22 估值水平的行业对比



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

(四) 给予“谨慎推荐”投资评级

内蒙华电在甩掉包一、包二电厂的亏损“包袱”，并注入质地优良的海电三期电厂后，公司未来的盈利能力显著增强。同时，魏家峁煤矿 2010 年逐步投产，将增加公司的投资收益。此外，考虑到“一厂多制”、煤电联营等问题，大股东资产注入的预期较为强烈。综上所述，我们看好内蒙华电未来的发展，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

七、风险提示

- 1、宏观经济复苏的不确定性；
- 2、机组利用小时数降幅高于预期；
- 3、在建项目核准时间的不确定性；
- 4、大股东资产注入时机的不确定性。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。