

兼具内外生增长能力，未来发展可持续看好

——内蒙华电 2009 年年报点评

最新评级：谨慎推荐（维持）

上次评级：谨慎推荐

市场数据：2010 年 4 月 23 日

上证综合指数 2983.54

深圳成分指数 11702.9

沪深 300 指数 3190.00

沪深成交金额 2532.79 亿

报告时间：2010 年 4 月 24 日

报告类型：业绩点评

研究员：蔡文彬

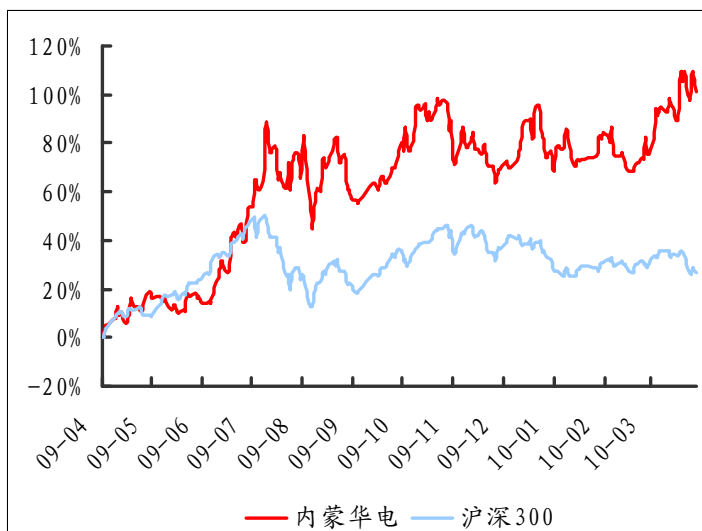
电 话：(0351)4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地 址：山西·太原·青年路 8 号

邮 编：030001

网 址：<http://www.dtsbc.com.cn>



相关报告：

内蒙华电（600863）：资产置换甩掉“包袱”，盈利能力显著增强（2010/02/24）

■ 事件

4 月 24 日，内蒙华电发布 2009 年年度报告和 2010 年一季报。公司 2009 年实现营业收入 71.97 亿元，归属于上市公司股东的净利润 4.04 亿元，扣除非经常性损益的净利润为 3.23 亿元。2009 年公司实现每股收益为 0.204 元，报告期公司不进行利润分配。2010 年一季度公司实现每股收益为 0.067 元。

■ 点评

2009 年公司营收减少，利润却大增

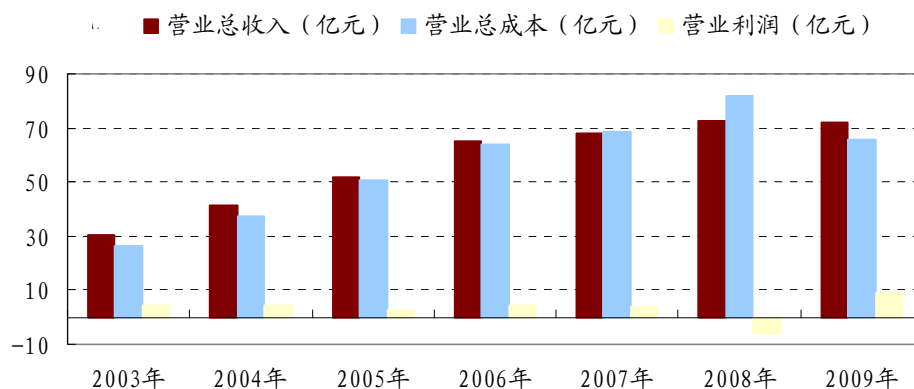
内蒙华电 2009 年实现营业收入 71.97 亿元，同比降低 7.85%；营业成本为 56.36 亿元，同比降低 20.54%；实现净利润 8.35 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 4.04 亿元，同比增长

162%。公司的基本每股收益为 0.204 元/股，与我们此前的预期基本一致。由于期末未分配利润为负值，因此，公司该年度不进行利润分配。

内蒙华电 2009 年虽然营业收入有所下降，但是电力主营收入却增长了 7.58%，达到 65.83 亿元。电力主营收入增加主要是因为，1、公司所属上都发电厂发电量出现较大幅度增长，且其较高上网电价也提高了公司发电平均上网电价；2、2009 年资产置换中置入的海电三期电厂并表增加了公司的营业收入，但是置出的包头第一、第二电厂均为热电厂，因此公司的热力收入有明显的下降。

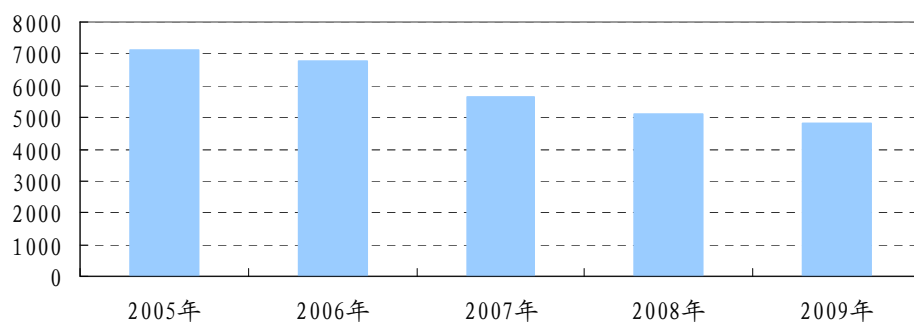
在煤炭成本下降，以及资产置换的影响下，公司 2009 年实现了扭亏为盈，电力产品营业利润率比去年同期增长了 17.18 个百分点。公司实施资产置换后，置入的海电三期电厂实现盈利，而置出的包一、包二电厂继续亏损，使得公司营业利润率大幅度增长；同时，随着公司控股上都发电厂发电量继续保持增长，该电厂的高营业利润率也提高了公司的整体盈利水平。此外，置入能耗较低的海电三期电厂也降低了公司的单位煤耗水平，提升了公司的营业利润率。

图表 1 2003-2009 年公司主要经营数据



资料来源：大同证券研究部、WIND 资讯

图表 2 2005-2009 年公司平均利用小时数变化

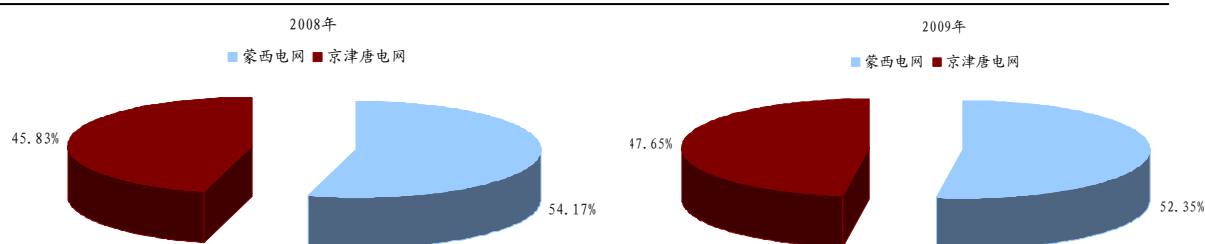


资料来源：大同证券研究部、公司公告

重心继续向京津唐电网转移

正如我们在此前研究报告中指出的那样，内蒙华电的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，增强了公司的盈利能力。2009 年公司上网电量比 2008 年减少 10.95 亿千瓦时，同比下降 4.42%。但是发电量的区域分化明显，其中：蒙西电网各电厂累计上网电量比上年减少 23.45 亿千瓦时，降幅达 16.4%；向华北直送的上都电厂上网电量比上年增加了 12.5 亿千瓦时，增长 11.95%。

图表 3 公司发电业务营业收入的区域分布变化

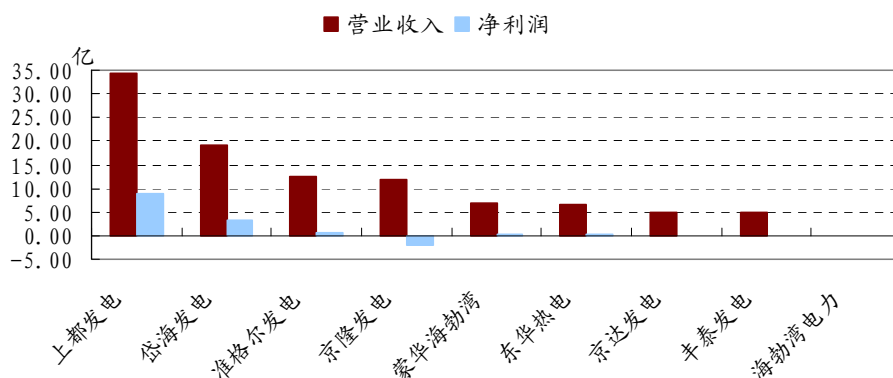


资料来源：大同证券研究部、公司公告

由于蒙西地区竞争激烈，该区域机组利用小时数受到持续负面影响，而京津唐电网负荷较高且稳定，因此，重心向京津唐电网转移将增强公司的盈利能力。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点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。

资产置换贡献近七成利润

图表 4 公司主要参控股电厂的盈利状况



资料来源：大同证券研究部

内蒙华电于 2009 年完成了与大股东北方电力的资产置换，置入资产海电三期电厂实现利润 1.47 亿元。此次置换为公司该年度贡献净利润 22,524 万元，占全年净利润的 68.7%。同时公司控股 51% 的上都发电有限责任公司 2009 年贡献净利润 4.49 亿元，较 2008 年出现大幅增长。因此，海电三期和上都发电是公司主要的盈利主体。

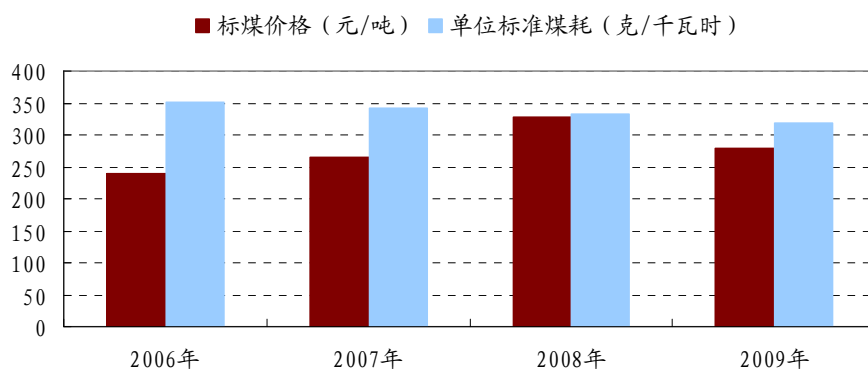
当然，在煤价下降的情况下，岱海发电、准格尔发电、大唐托克托等参股电厂继续为公司贡献了稳定的投资收益，东华热电也顺利实现扭亏。但是京隆发电、京达发电 2009 年续亏，拖累了公司的业绩。

煤耗大幅较低，煤炭成本优势明显

由于内蒙地区煤炭资源丰富，供求关系较宽松，作为典型的坑口电厂，内蒙华电所属发电机组具有一定的煤炭成本采购优势。2009 年，公司煤炭采购的标煤价格为 279.24 元/吨，同比下降了 14.8%，下降幅度较大，而且该价格在同类型电力公司中是较低的。

我们认为，由于蒙西地区煤炭资源丰富，但受制于运输瓶颈，蒙煤向外输送能力有限，因此在地区新建矿井大规模投产后，供求关系将保持宽松状态。因此，未来几年内，预计内蒙华电所属电厂的煤炭采购成本优势将持续。

图表 5 煤耗和标煤价格走势变化



资料来源：大同证券研究部、公司公告

除了煤炭成本采购优势，公司单位煤耗在 2009 年也显著降低。单位煤耗由 2008 年的 332.85 克/千瓦时降至了 317.95 克/千瓦时，降幅在 14.9 克/千瓦时，显著低于目前行业平均水平。我们认为，在 2009 年资产置换中，置入煤耗较低的海电三期电厂，置出煤耗较高的老机组（包一、包二），是公司 2009 年煤耗大幅度降低的重要原因之一。正是由于标煤价格和单位煤耗的下降，使得公司 2009 年营业成本显著降低。

投资建议

我们分析认为，目前内蒙华电同时具有内生和外生增长能力：1、作为大股东北方电力旗下唯一的上市公司，内蒙华电是北方电力未来主要的融资平台，和电力煤炭资产整合平台。由于煤炭关联交易较大，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。2、公司目前在建项目较多，包括作为“西电东输”项目的上都电厂三、四期，魏家峁煤电一体化项目以及和林电厂，以上电厂均通过高压、特高压外送，预计盈利能力均较强。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。

在 2010 年上网电价维持不变，标煤价格上涨 5%，以及利用小时数上涨 8% 的基本假设下，综合考虑公司参股煤矿按期投产，单位煤耗下降等情况，我们预测 2010、2011 年内蒙华电的每股收益分别为 0.253 元和 0.304 元。

图表 6 盈利预测结果

项目	2009A	2010E	2011E
主营收入（元）	7,196,561,820.04	7,574,819,329.08	7,854,091,019.62
主营收入增长率	-7.85%	5.26%	3.69%
EBITDA（元）	1,478,278,599.28	1,696,710,236.45	1,943,484,361.07
EBITDA增长率	135.58%	14.78%	14.54%
净利润（元）	403,680,509.26	500,948,454.71	602,650,679.73
净利润增长率	—	24.10%	20.30%
EPS（元/股）	0.204	0.253	0.304

资料来源：大同证券研究部

虽然内蒙华电目前的静态估值水平高于行业平均水平，但是公司兼具的内外生增长能力，使得其未来成长性显著增强。公司股价相比较于同类上市公司应享有一定的估值溢价。因此，我们维持内蒙华电“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、蒙西地区机组利用小时数继续下滑的风险；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。