

公司研读

内蒙华电(600863)

业绩高速增长，资产整合预期强烈

投资要点

■ 我们与众不同的观点：

公司进一步置入优质资产，同时剥离不良资产，盈利能力持续增强。同时受益于内蒙古区域振兴规划，2009年7月，公司完成了年初策划的资产置换工作；2009年公司主要燃料煤炭产品价格下降；拟投建扩建的电厂工程，都在按计划进行。公司注重加强生产管理以及成本控制，各项消耗指标以及费用大幅下降，同时上网电量持续增加及经济复苏后工业用电的增加，盈利水平有了大幅的提高，可以继续关注其业绩的提升。

■ 兼具内外生增长能力，未来发展可持续看好

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。

■ 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



2010年5月21日

注册分析师 张桐

证书编号：S0670208110114

投资评级 **买入**

行情数据	2010-05-21
收盘价(元)	6.95
上证指数	2583.52
市净率	4.24
流通A股市值(亿元)	133051

基本资料	2010-05-21
总股本(万股)	198122.00
流通A(万股)	57293.53
流通B(万股)	/
流通H(万股)	/
每股净资产(元)	1.7900
主营业务：	火力发电，供应，蒸汽热水的生产，供应销售维护管理，风力发电以及其它新能源发电和供应，煤炭和煤化工等。

内蒙华电相对大盘涨跌



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%。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。

联系方式: 0471-4962410

联系人: 张桐

Email: zhangtong@cnht.com.cn

【股市有风险 入市需谨慎】

■ 期待岱海二期核准

目前国家开展的内蒙地区点对网项目中公司权益装机容量占 1/3 的分额,而目前规划在建的特高压外送项目的 3 个点中公司占据了 2 个点,公司在特高压外送项目上具备较大的话语权,为未来公司持续快速增长奠定基础。蒙西地区点对网项目的盈利能力堪比沿海地区,是电力运营商争夺最为激烈的项目,而公司凭借大股东的支持以及上大压小项目的优势在争取该类高盈利项目上占据了优势,目前公司权益装机容量的近 50%均为点对网项目。目前国家开展的内蒙地区点对网项目中公司权益装机容量占 1/3 的分额,而目前规划在建的特高压外送项目的 3 个点中公司占据了 2 个点,公司在特高压外送项目上具备较大的话语权,为未来公司持续快速增长奠定基础。

■ 关注母公司资产注入预期

母公司控股的煤矿项目除公司参股的魏家峁外,包括吴四圪堵、黑城子、高头窑和铎尖等,产能超过2000万吨,2010年有望实现1000万吨。其中,吴四圪堵煤矿已投产,黑城子煤矿距离公司的上都电厂50公里,预计2010年底投产后将满足上都电厂的部分用煤,未来关联交易将会增加。我们认为,大股东可能会择机将煤矿资产注入上市公司。煤矿资产盈利能力不言而喻,大股东旗下盈利能力较强的发电资产还有全资的达拉特电厂四期(2*60万千瓦),不排除择机注入上市公司的可能。

■ 稳步增长的重要能源基地:

海三电厂全年贡献产能,岱海二期上网电价有望年中获批,岱海电厂归属于蒙电送京津唐电网电源,上网电价 0.342 元/kwh 高于蒙西地区上网电价 0.285 元/kwh。目前二机组尚未落实京津唐上网电价,受此影响,内蒙华电全年净利润至少约 1 亿元,折合为 EPS0.05 元,岱海二期上网电价有望年中获批将进一步增加公司盈利能力,年底魏家峁煤矿一期将具备生产能力。同时 2011 年上都三期将投产,推动内蒙华电装机权益增长 11%,上都电厂亦属于蒙电送京津唐电网能源具备煤价低电价高的优点,预计将增加公司净利润 1 亿元左右,其他相关项目也在积极筹划中。

行业景气度提升

■ 一季度净利润同比大幅增加

2009 年（2010 年一季度），公司实现营业收入 71.96 亿元（15.91 亿元），同比增加 -7.9%（-7.6%）；营业利润 9.06 亿元（2.85 亿元），去年同期为亏损 4.26 亿元（微盈 199 万元）；归属于 母公司所有者净利润 4.04 亿元（1.34 亿元），去年同期为亏损 6.45 亿元（亏损 0.53 亿元）；摊薄每股收益 0.20 元（0.07 元），基本符合预期，09 年公司不进行利润分配。

■ 市场表现

二级市场上，该股从去年 3 季度开始便进入上升轨道，前期再度放量拉升，股价也创出两年来新高。近期大盘调整幅度较大，该股也随大盘调整，跌幅较大达 30%，公司价值明显低估，我们判断在大盘企稳、成交量能够保持的前提下，股价将有较大上升动力。

■ 机构增持

今年一季度，招商系旗下三只基金齐齐进入该股前十大流通股东名单，招商优质以 767.4 万股排名入驻该股的机构首位，招商安泰持有 676.54 万股，招商大盘持有 391.83 万股。此外，社保基金一一零组合买入该股 717.11 万股，仅次于招商优质。根据季报，一季度持有该股的基金共有 8 家之多，持股量合计 3446 万股，和去年底的 1623 万股相比增长超过一倍。

■ 公司投资亮点：

1、作为一家火电类公司，内蒙华电在燃料成本上具有明显的优势。公司电厂均在蒙西地区，当地煤炭价格较为平稳，截至三季度标煤价格在 270 元/吨左右，远低于全国平均水平。

2、企业实力：公司工程连续投产使发电能力同比大幅增长，公司 07 年上半年完成发电量 149.99 亿千瓦时，完成售电量 34.57 亿千瓦时，完成供热量 1000.12 百万千焦；07 年上半年公司在运行权益装机总容量为 514 万千瓦，在建权益装机容量为 188 万千瓦。

3、西电东送概念，公司发行 18 亿元企业债，募资用于岱海电厂一期工程、上都（正蓝）电厂一期工程等，上述工程均为“西电东送”北线工程的重要组成部分，是为保证北京 2008 年奥运会用电的基础建设项目。

4、CDM 项目（清洁发展机制）：公司旗下内蒙古华电辉腾锡勒风力发电有限公司实施的辉腾锡勒 100MW 风电场项目，年转让减排量 25.3218 万吨二氧化碳当量。

■ 盈利预测

保守预计公司 10—12 年的 EPS 分别为 0.33、0.40、0.44 元。2010 年公司业绩推动主要来自于资产置换、岱海二期核准、魏家峁煤矿投产；2011 年来自于蒙西地区发电小时回升。而 2012 年后公司储备

项目进入集中投产期，2012-2015 年公司业绩依靠规模扩张外延式增长已经较为确定。目前公司股价对应 2010-2011 年 PE 分别为 25 倍和 19 倍，考虑到公司 2011 年后的 3-5 年内仍有 30% 的成长性以及较强的资产注入预期，给予公司持有投资评级。

主要财务数据

	2010E	2010E	2011E
每股收益(元)	0.33	0.40	0.44
净资产收益率	16.5 %	20 %	18.3 %
净利润(亿)	6. 23	7.74	8. 51
主营收入(亿)	67.81	72.73	77
市盈率(倍)	21. 06	17.38	15.80

■ 给予“买入”评级：

综合以上分析，我们认为公司业绩在未来几年都将保持稳定增长，一季度业绩超出市场预期（EPS0.067 元），而公司的长期发展能力也不足为虑，也一次我们将其列入 2010 年电力行业重点推荐公司。我们调整公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.33、0.40、0.44 元。公司目前股价分别对应 24. 倍，19.8 倍，18 倍市盈率，估值优势非常明显，我们给予“买入”评级，6 个月内目标价为 11.5 元。

■ 风险提示：

岱海二期核准慢于预期；10 年将关停丰镇 2*200MW 小火电机组计提资产减值损失；单位燃料成本超预期上涨。

恒泰证券股票投资评级标准：

强买：预期未来 6 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 买入：预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6 个月内下跌幅度在 20% 以上。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归“恒泰证券股份有限公司”所有。