

火电



陆凤鸣 刘建刚

S0190207100103

021-3856 5913

lufm@xyzq.com.cn

内蒙华电（600863）

等待第三次成长高峰期

推荐

2010 年 6 月 20 日

投资要点

日前，我们参加了内蒙华电的 2009 年度股东大会，并与公司管理层就其发展现状、及未来规划做了沟通。具体如下：

● 公司发展历史

1994 年内蒙华电上市，主体资产为包头第二热电厂，发行 5 千万股，募集资金 1.95 亿元，主要用于收购渤海湾电厂 30.54%的股权，此后几年业绩增长主要依赖于增持渤海湾电厂股权。

直到 1999 年配股，内蒙华电进入第一个高速成长期，其配股募集资金 19.5 亿元，全资收购丰镇电厂和乌拉山电厂。（1998 年曾托管上述电厂）

到 2002-2003 年，公司再次步入第二个高速成长期，先后收购了蒙华渤海湾电厂、国华准格尔电厂、京达发电厂、包头第一热电、蒙达发电厂、上都电厂、岱海电厂、包头东华热电、京隆发电厂等多项资产。

2009 年公司与大股东北方联合公司进行资产置换，将原先盈利能力较弱的包头第一热电和包头第二热电置出，同时将大股东下属的乌海电厂置入。

表 1、内蒙华电股本历史变化（单位：亿股、亿股、亿元）

时间	发行新增股本	发行后 总股本	募集资金 总额	募集资金用途
IPO（1994-4）	0.5	4.12	$3.9 \times 0.5 = 1.95$	1.5 亿元用于收购海渤海湾电厂 30.54%股权；0.28 亿元用于设备更新改造；0.07 亿元用于扩建 1×20 万千瓦前期可研
配股：10 配 3 （1996-12）	0.15（上市部分股份配股）	4.27	$0.15 \times 4 = 0.6$	0.52 亿元用于增持海渤海湾股权至 40%；0.06 用于技术改造
分红：10 送 2，转增 1（1997-5）	1.281	5.551		
配股：10 配 8（1999-1）	3.8988（总股本，部分未参与）	9.4498	$3.89 \times 5 = 19.49$	收购丰镇电厂 4×20 万千瓦，收购乌拉山电厂 2×5+1×10 万千瓦；用于扩建 20 万千瓦机组前期勘察
配股：10 配 3 （2001-12）	0.4563（上市部分股份配股）	9.9061	$0.45 \times 6.6 = 3.01$	2.08 亿元收购丰泰电厂 45%股权；0.81 亿元收购托克托电厂 15%股权
分红：10 转增 10（2003-4）	9.9061	19.8122		

数据来源：兴业证券研发中心

虽然内蒙华电投资参、控股的电厂众多，但其实有部分属于同厂多制。所以从单个电源点的角度，来理解公司过去 10 多年所走过的路，更多是在理清原有电源点电厂所有权关系的基础上，择机收购大股东资产。

表 2、公司收购电厂历史变化（单位：万千瓦）

电源点	下属电厂	装机容量*	股权比例	投资时间	获得方式
包头	包头第二热电厂（二期）	40 注 1	100%	1994	IPO 主体
	包头第一热电厂（一期）	25 注 1	100%	2003	自有资金收购
	包头东华热电（三期）	60	25%	2003	自有资金收购
乌海	海勃湾股份（一期）	20	30.54%注 2	1995	IPO 募资收购
	蒙华海勃湾（二期）	40	60%	2002	自有资金收购
	乌海电厂（三期）	66	100%	2009	资产置换
丰镇	丰镇电厂（一期）	80	100%	1999	配股募资收购
	京隆发电（三期）	120	25%	2003	自有资金收购
乌拉特前旗	乌拉山电厂（1-3#）	0 注 3	100%	1999	配股募资收购
托克托	托克托发电（一期到三期）	360	15%	2001	配股募资收购
	托克托第二发电（四期）	120	15%	2007	自有资金收购
呼和浩特	丰泰发电	40	45%	2001	配股募资收购
准格尔旗	国华准格尔发电	132	30%	2002	自有资金收购
达拉特旗	京达发电（三期）	66	40%	2002	自有资金收购
	蒙达发电（一期到二期）	132	10%	2003	自有资金收购
正蓝旗	上都发电（一期、二期）	240	51%	2003	自有资金收购
凉城	岱海发电（一期）	120	49%	2003	自有资金收购

数据来源：兴业证券研发中心（注：装机容量是指截至 2009 年底的数据）

注 1：包头第一热电、包头第二热电在 07-08 年陆续关停小机组，并于 09 年置出内蒙华电。

注 2：内蒙华电所持的海勃湾电厂（一期）股权比例多次变更，该电厂已于 2007 年关停，07 年年末股权比例为 53.11%。

注 3：乌拉山电厂 1999 年收购时装机容量为 20 万千瓦，后改造为 25 万千瓦，目前已关停。

图 1、内蒙华电现有电厂电源点分布（2009）

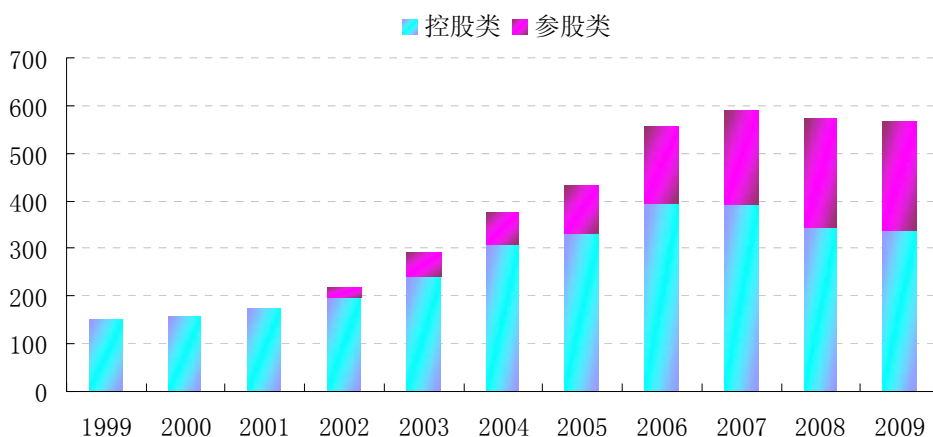


数据来源：兴业证券研发中心

● 公司当前现状

虽然内蒙华电的资产收购等是集中在 2003-2004 年，但由于部分项目收购时仍在建，且部分项目后续又有扩建工程，因此实际从装机容量增速的变化来看，最明显的是 2006 年。不过值得关注的是，随着公司控股电厂中部分小机组关停，近年来其装机容量增长主要是依靠其参股电厂。截至 2009 年底，公司权益装机容量 572 万千瓦，其中火电装机容量为 565 万千瓦，是其 10 年前规模的 3.7 倍，是上市资产的 13.3 倍。

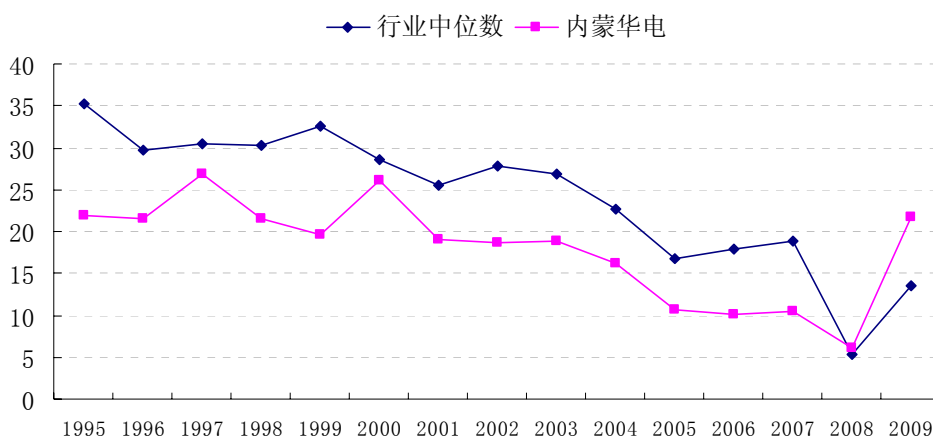
图 2、内蒙华电权益火电装机容量变化（1999-2009）



数据来源：兴业证券研发中心

伴随着装机规模的增加，内蒙华电的年销售收入也从 1995 年的 3.6 亿元，增长到 09 年底的 72 亿元。除了规模的增长外，我们更关注公司资产的盈利能力变化。从公司上市以来，其毛利率从 21.9%，逐步下降到 08 年最低时的 6.1%，09 年通过资产置换，回升到 21.7%，与行业同期相比，变化趋势较为一致，但 09 年内蒙华电的反弹幅度更高。

图 3、内蒙华电、及火电类上市公司（中位数）历年毛利率变化（1995-2009）

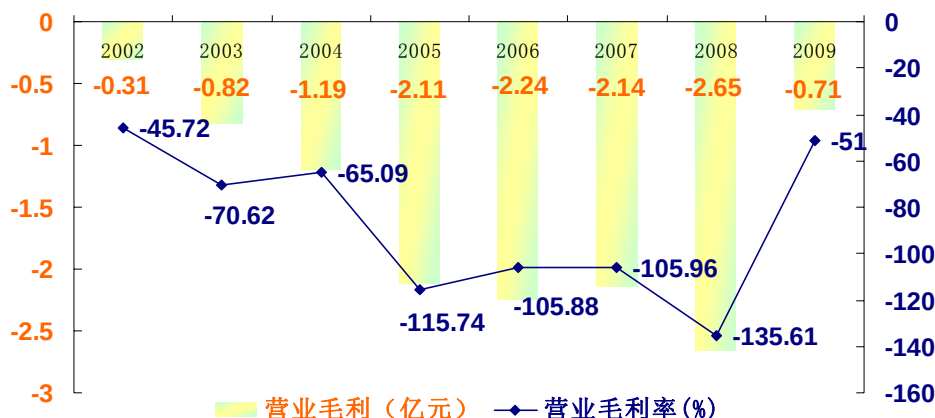


数据来源：wind、兴业证券研发中心

进一步观察发现，公司供热业务一直都处于亏损的状态，其金额因为煤价的持续飙升、以及供热价格的调整不到位，成为公司业绩的一个包袱。而在 2009 年在进行资产置换，将包头第一热电、第二热电厂置出之后，

其发热业务将只有丰泰电厂仍在进行。发热业务亏损的减少，是其业绩反弹幅度高于同期上市火电企业的主要原因。

图 4、内蒙华电供热业务营业毛利及毛利率（2002-2009）



数据来源：兴业证券研发中心

而从内蒙华电近年来净利润的组成变化来看，其控股、参股的电厂盈利对其利润贡献占比越来越大。其中，尤为突出的是持股 51% 的上都电厂、49% 的岱海电厂和 15% 的托克托电厂。2009 年，上述 3 个电厂的利润贡献合计占内蒙华电当期归属母公司净利润的 189%。而这 3 个电厂整体盈利能力较强，主要是因为其地处煤炭资源相对丰富的内蒙，部分享受长协合同煤价；同时，直接供电给华北电网，不仅机组利用小时较高，同时其上网电价也较内蒙当地火电厂略高。所以，综合来看，这种竞争优势在短期内仍有望延续。

表 3、内蒙华电历年归属母公司净利润的组成结构（2003-2009）

年份		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
分公司	金额(亿元)	1.82	1.24	-2.84	-2.96	-4.70	-13.60	-4.94	
	占比	54.49%	42.44%	-418.03%	-142.15%	-235.03%	170.04%	-122.29%	
权益法	金额(亿元)	1.52	1.54	2.18	3.04	4.41	3.26	7.32	
	占比	45.51%	52.86%	320.96%	146.17%	220.60%	-40.76%	181.21%	
其中	上都	金额(亿元)	0	0	0	0.04	1.48	2.54	4.49
		占比	0%	0%	0%	1.80%	74.09%	-31.77%	111.11%
	岱海	金额(亿元)	0	0	0	0.80	2.18	2.23	1.56
		占比	0%	0%	0%	38.50%	108.80%	-27.91%	38.61%
成本法	金额(亿元)	0	0.14	1.34	2.00	2.29	2.34	1.66	
	占比	0%	4.70%	197.07%	95.99%	114.42%	-29.27%	41.08%	
其中	托克托	金额(亿元)	0	0.14	1.05	1.58	1.94	2.14	1.60
		占比	0%	4.70%	154.93%	75.81%	97.07%	-26.72%	39.67%
合计		3.34	2.91	0.68	2.08	2	-8	4.04	

数据来源：兴业证券研发中心

● 公司未来发展

从在建工程项目来看，2010-2011 年内蒙华电的内生性增长，主要来自 2010 年乌海电厂的全年并表、岱海电厂二期项目核准并网、以及上都电厂三期核准开工，和多个风电项目投产。此外，公司与大股东北方联合共同投资的煤炭项目黑城子、魏家峁等都将在未来 2 年陆续投产。到 2012 年之后，魏家峁煤电等项目将成为公司新的业绩增长点。

另一方面，通过向大股东北方联合收购资产也将提供一定的外延式增长动力。根据北方联合 2010 年度第一期短期融资券的数据显示，华能集团对其规划到 2015 年参、控股煤炭产能将达到 5550 万吨，而其在电站建设方面将再新增约 1400 万千瓦，因此，未来 5 年其每年的资本支出都将近 100 亿元。而其当前负债总额已经达到 477 亿元，资产负债率高达 82.76%。因此，通过向内蒙华电出售部分资产变现也是其必然的选择。2009 年对内蒙华电进行资产置换，或许预示着上市公司第三次成长高峰即将来临。

表 4、北方联合资产一览表（2008 年底）

分支机构及子公司		控股公司		参股公司	
公司名称	持股比例（%）	公司名称	持股比例（%）	公司名称	持股比例（%）
昆都仑热电	100	宝日希勒发电	60	辽宁能港	32.97
青山热电	100	蒙华乌海热电	70	神华北电胜利能源	35.38
乌拉特发电	100	蒙达发电	43	北京三吉利能源	3.75
乌海热电	100	北通煤电	90	国利能源	10
乌海发电	100	兴安热电	99	永诚财产保险	10
燃料公司	100	北方龙源风电	81.25	集通铁路	30
金桥热电	100	北联电能源	51	华能财务	10
临河热电	100	锡林郭勒热电	99	申银万国	0.19
蒙西发电	100	内蒙华电	71.08	上海宝鼎投资	0.40
鄂尔多斯发电	100			长安保险经纪	0.75
右中电厂（筹）	100			中能开发	20
扎鲁特煤电（筹）	100			内蒙古电力科学研究院	50
杭锦（筹）	100				
丰镇发电	100				
包头第三热电	100				
东坪煤矿（筹）	100				
巴彦宝力格煤电（筹）	100				
准格尔煤电（筹）	100				
科林热电	100				

数据来源：兴业证券研发中心

● 盈利与估值

由于岱海、上都电厂新机组投产对内蒙华电的盈利影响较大，保守假设，2010 年公司业绩增长仅来自于乌海电厂的投产，2011 年岱海电厂二期获得核准，2012 年上都电厂三期建成（均不考虑集团其他资产收购），根据当前的煤价涨幅，则内蒙华电 2010-2012 年 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元、0.56 元。对应当前股价 6.95 元，PE 分别为 21 倍、16 倍、12 倍。

考虑到公司未来投产项目具有一定竞争优势，内生性增长具有延续性，且具备较大的潜在外延式扩张空间，当前估值较具有吸引力，给予推荐评级。

● 风险提示

- 1、公司下属电厂以火电机组为主，业绩对煤价敏感度较高；
- 2、发改委自 2007 年以来明显收紧对火电的审批核准，上都电厂三期、岱海电厂二期核准时间较不确定。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。