

审慎推荐-A (维持)

内蒙华电 600863.SZ

目标估值: 10.00 元

当前股价: 8.90 元

2010年8月21日

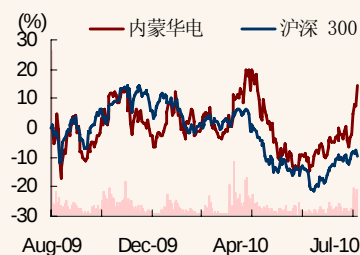
盈利能力提升, 投资收益丰厚, 未来布局优质

基础数据

上证综指	2642
总股本(万股)	198122
已上市流通股(万股)	57294
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	25.1
资产负债率	72.0%
主要股东	北方联合电力有限责
主要股东持股比例	71.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	15	16
相对表现	17	25	18



相关报告

1、《内蒙华电(600863)-发展方向明确, 业绩增长确定》2010/6/17

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

上半年, 公司每股收益 0.29 元, 略高于预期。托一、托二分红到帐 2.6 亿元, 占当期净利润的 45%, 对公司利润贡献较大。我们看好公司的长远发展, 未来点对网电厂和参股煤矿将陆续投产, 保障公司业绩增长, 维持“审慎推荐-A”投资评级, 目标价 10 元。

- **上半年每股收益 0.29 元, 略高于预期。**公司上半年实现销售收入 34.9 亿元, 营业利润 9.4 亿元, 投资收益 3.7 亿元, 分别同比增长 5%、419%、509%; 归属于上市公司净利润 5.7 亿元, 大幅增长 2878%, 折合每股收益 0.29 元。由于公司去年下半年进行了资产置换, 经追溯调整后, 归属净利润同比增长 1518%。
- **电量结构进一步优化, 供热能力有所降低。**公司上半年发电量 136.36 亿千瓦时, 如果不考虑追溯调整, 较去年同期增涨 12.8%, 其中, 由于公司置出包一、包二电厂, 电价较低的蒙西地区电量有所减少, 但公司上都电厂送电价较高的华北电网电量增长 8 亿千瓦时, 使得公司电量结构进一步优化, 电量收入同比增长 5%。另外, 由于置出资产均为热电厂, 公司供热能力有所降低。
- **毛利水平大幅提高, 投资收益贡献利润大半。**受益于资产置换、电力需求旺盛以及电量优化, 加上成本同比下降 6%, 公司毛利率水平达到 26.6% 的较高水平, 高于去年同期 9 个百分点。另外, 公司上半年投资收益收获颇丰, 达到 3.7 亿元, 主要是参股 15% 的托克托、托二电厂实施利润分配, 贡献公司净利润的 45%。
- **下半年公司电量压力较大, 布局点对网电厂稳定业绩。**鉴于国家节能减排政策和蒙西地区大量机组投产, 公司下半年利用小时将有所下降, 同时, 公司今年关停 2 台 20 万千瓦机组, 也将给公司电量带来一定压力。但公司由于有点对网送电项目, 实际发电量受影响将小于蒙西电网。另外, 公司还精心布局了不少点对网在建项目, 具有低煤价、高电价、电量有保障的优势, 将稳定公司业绩。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**我们预计 2010~2012 年公司每股收益分别为 0.43 元、0.48 元和 0.53 元, 虽然下半年公司电量和煤价存在较大压力, 投资收益还存在不确定性, 但长远来看, 公司点对网电厂和参股的大量煤矿将于未来投产, 保障公司业绩和用煤, 我们看好公司长期发展, 维持“审慎推荐-A”的投资评级, 目标价 10 元。

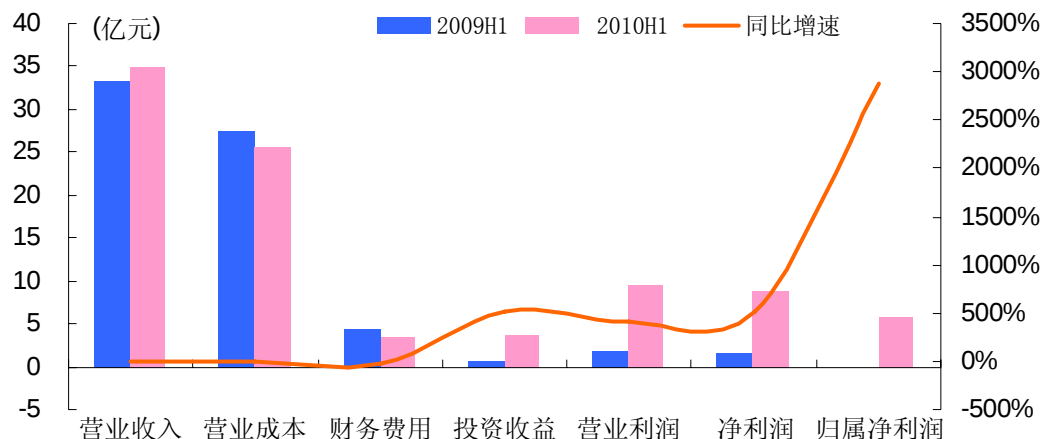
□ **风险提示:** 蒙西地区电量下降导致收入减少, 年底煤价翘尾因素抬高成本。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	7288	7197	7506	7915	8734
同比增长	7%	-1%	4%	5%	10%
营业利润(百万元)		906	1828	2025	2266
同比增长	-241%	-256%	102%	11%	12%
净利润(百万元)	-800	404	850	942	1055
同比增长	-500%	-150%	111%	11%	12%
每股收益(元)	-0.40	0.20	0.43	0.48	0.53
PE	-22.0	43.7	20.7	18.7	16.7
PB	5.4	5.2	4.4	3.8	3.3

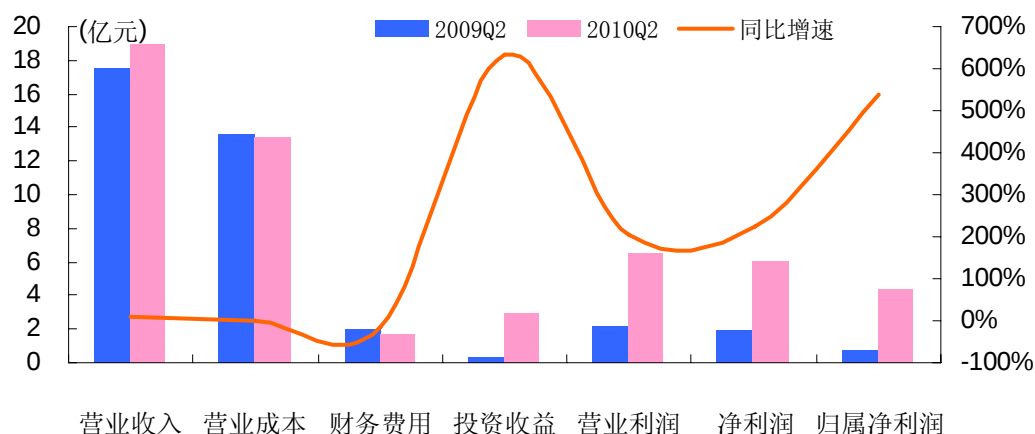
资料来源: 招商证券

图1: 内蒙华电上半年经营指标同比变动比较



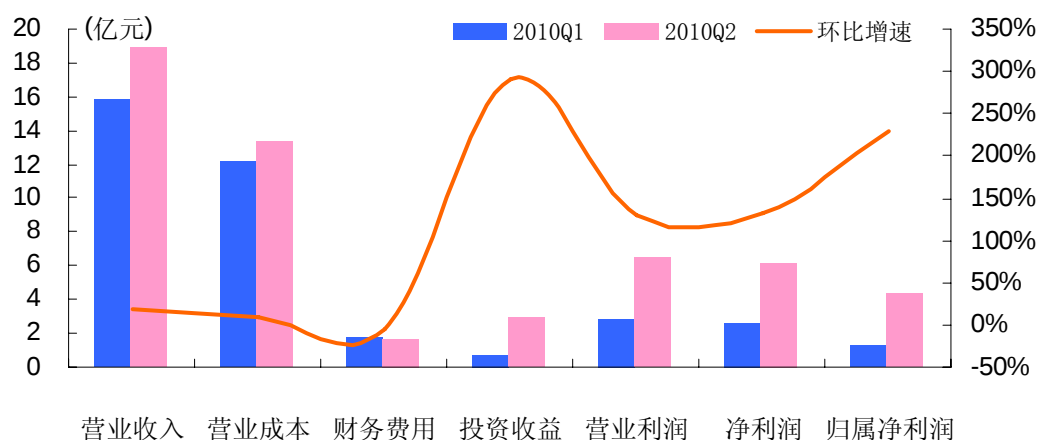
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 内蒙华电二季度经营指标同比变动比较



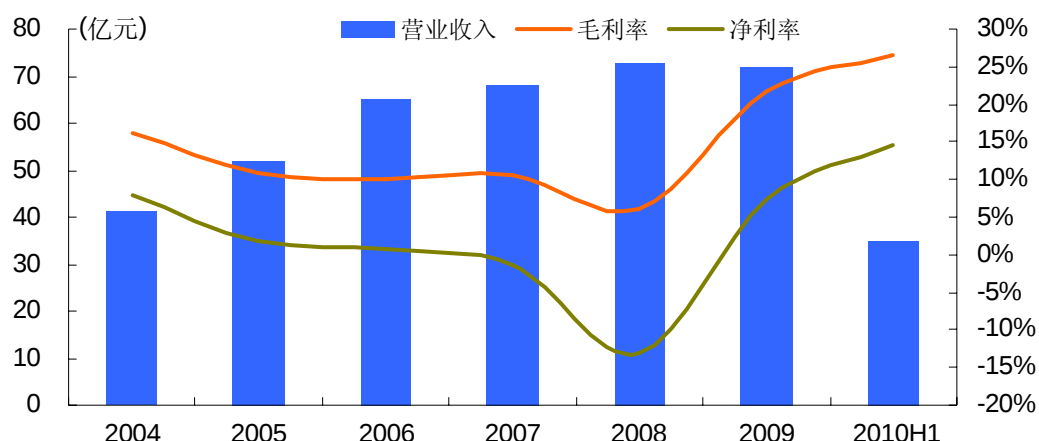
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 内蒙华电二季度经营指标环比变动比较



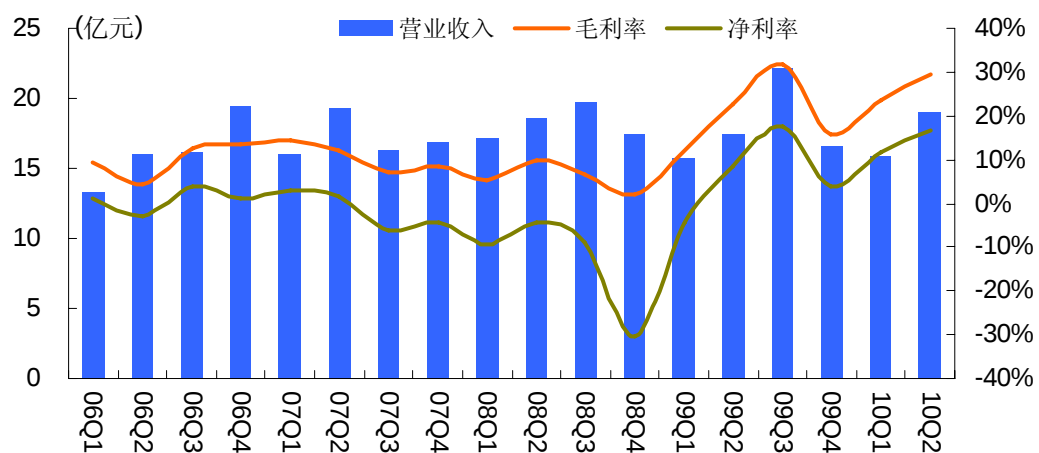
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4：内蒙华电年度收入和利润率指标比较



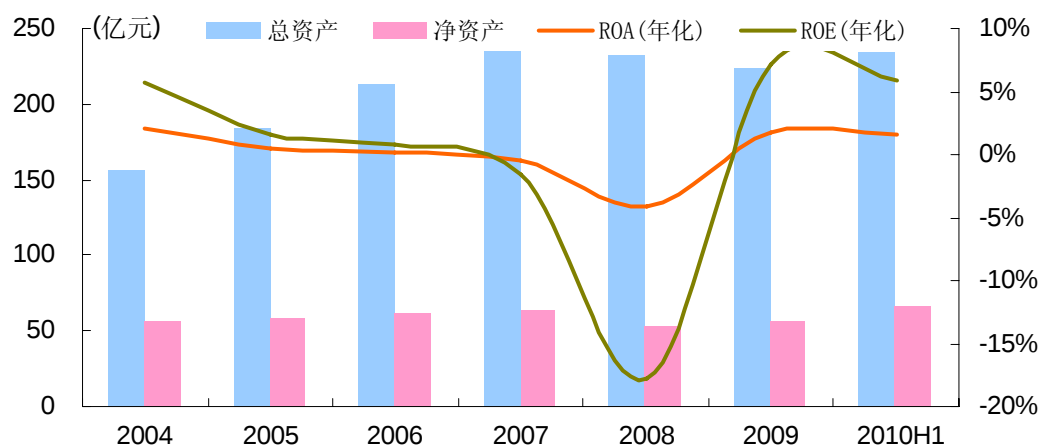
数据来源：公司公告，招商证券整理

图5：内蒙华电季度营业收入和利润率指标比较



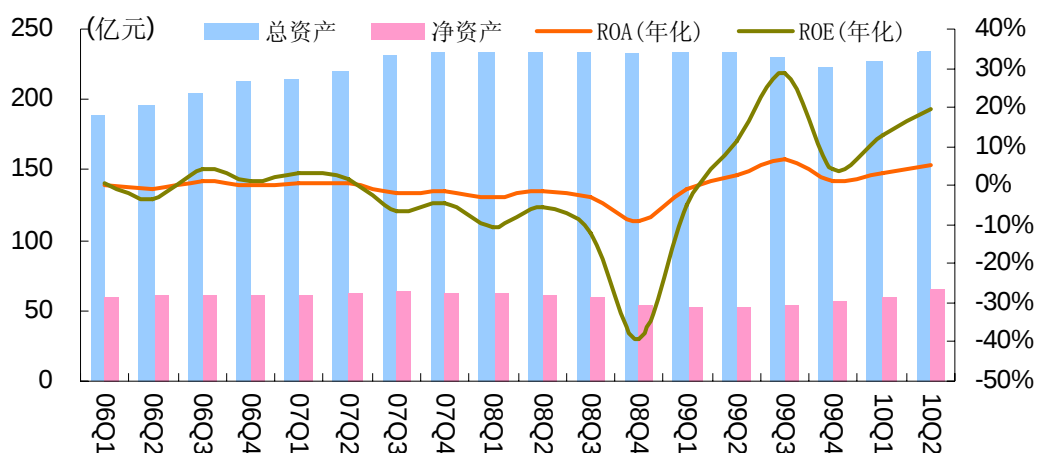
数据来源：公司公告，招商证券整理

图6：内蒙华电年度资产收益率指标比较



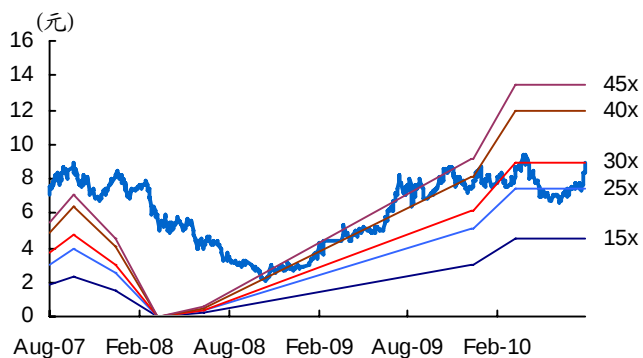
数据来源：公司公告，招商证券整理

图7：内蒙华电季度资产收益率指标比较



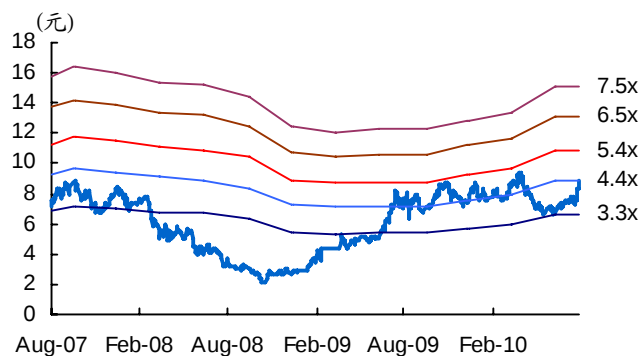
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：内蒙华电历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图9：内蒙华电历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2290	1260	7039	10723	14652
现金	673	163	4857	8422	12114
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	78	26	375	396	437
应收款项	660	776	965	1018	1123
其它应收款	47	25	375	396	437
存货	455	240	369	389	429
其他	376	30	97	102	113
非流动资产	20976	21088	17970	16704	15452
长期股权投资	2474	3186	3186	3186	3186
固定资产	16982	14951	13097	11836	10588
无形资产	120	52	47	42	38
其他	1400	2898	1641	1640	1640
资产总计	23267	22348	25009	27427	30105
流动负债	6389	5336	5511	5500	5576
短期借款	3220	2921	3000	3000	3000
应付账款	1221	628	701	740	816
预收账款	32	53	0	0	0
其他	1916	1734	1810	1760	1760
长期负债	11533	11327	12522	13522	14522
长期借款	9689	9738	10688	11688	12688
其他	1844	1589	1834	1834	1834
负债合计	17922	16663	18034	19022	20099
股本	1981	1981	1981	1981	1981
资本公积金	1208	1027	1027	1027	1027
留存收益	77	404	999	1659	2397
少数股东权益	2078	2271	2967	3737	4601
母公司所有者权益	3266	3413	4008	4667	5406
负债及权益合计	23267	22348	25009	27427	30105

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2339	2215	3351	3244	3193
净利润		404	850	942	1055
折旧摊销		0	1705	1531	1377
财务费用		0	653	666	685
投资收益		0	-460	-560	-600
营运资金变动		0	-356	-82	-164
其它		1812	959	746	840
投资活动现金流	-1691	-1060	1145	-240	-100
资本支出		0	-100	-240	-100
其他投资		-1060	1245	0	0
筹资活动现金流	-964	-1675	198	561	598
借款变动		0	401	950	1000
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	-255	-283	-316
其他		-1675	52	-106	-85
现金净增加额	-317	-520	4694	3565	3692

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7288	7197	7506	7915	8734
营业成本	6843	5636	5395	5689	6278
营业税金及附加	62	67	68	71	79
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	19	16	23	24	26
财务费用	984	862	653	666	685
资产减值损失	297	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	337	296	460	560	600
营业利润	-580	906	1828	2025	2266
营业外收入	20	16	10	10	10
营业外支出	6	10	20	20	20
利润总额	-566	911	1818	2015	2256
所得税	48	76	273	302	338
净利润	-614	835	1545	1712	1918
少数股东损益	186	431	695	771	863
母公司所有者净利润	-800	404	850	942	1055
EPS (元)	-0.40	0.20	0.43	0.48	0.53

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	7%	-1%	4%	5%	10%
营业利润	-241%	-256%	102%	11%	12%
净利润	-500%	-150%	111%	11%	12%
获利能力					
毛利率	6.1%	21.7%	28.1%	28.1%	28.1%
净利率	-11.0%	5.6%	11.3%	11.9%	12.1%
ROE	-24.5%	11.8%	21.2%	20.2%	19.5%
ROIC	2.3%	8.5%	10.2%	9.9%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	77.0%	74.6%	72.1%	69.4%	66.8%
净负债比率	58.1%	59.7%	54.9%	53.6%	52.1%
流动比率	0.4	0.2	1.3	1.9	2.6
速动比率	0.3	0.2	1.2	1.9	2.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	15.7	16.2	17.7	15.0	15.3
应收帐款周转率	9.4	10.0	8.6	8.0	8.2
应付帐款周转率	6.8	6.1	8.1	7.9	8.1
每股资料(元)					
每股收益	-0.40	0.20	0.43	0.48	0.53
每股经营现金	1.18	1.12	1.69	1.64	1.61
每股净资产	1.65	1.72	2.02	2.36	2.73
每股股利	0.00	0.00	0.13	0.14	0.16
估值比率					
PE	-22.0	43.7	20.7	18.7	16.7
PB	5.4	5.2	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	27.1	14.0	10.1	10.1	9.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。