



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年2月22日

电力

研究部

陈俊华

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207050043
chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010022
lijie@cicc.com.cn

审慎推荐

内蒙华电 (600863.CH)

启动资源整合, 明确业绩增长

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,288	7,197	7,352	8,317	12,436
(+/- %)	7	(1)	2	13	50
主营业务利润	383	1,494	1,850	2,203	3,337
(+/- %)	(42)	290	24	19	52
营业利润	(917)	610	938	1,327	2,170
(+/- %)	1,327	167	54	42	64
净利润	(800)	404	744	991	1,588
(+/- %)	(500)	150	84	33	60
每股收益 (元)	-0.40	0.20	0.38	0.50	0.62
(+/- %)	(500)	150	84	33	23
市盈率 (X)	-27.2	53.8	29.2	21.9	17.8
市净率 (X)	6.6	6.4	5.2	4.5	1.9
ROE (%)	-24.5	11.8	17.9	20.7	14.1
股息收益率 (%)	0.7	0.0	0.0	1.7	1.8

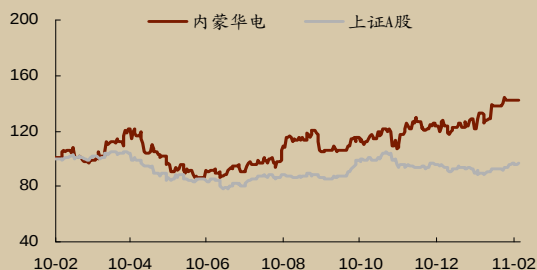
股票信息

A-股	
股票代码	600863.CH
当前股价	Rmb10.96
日成交量 (百万股)	30.62
52周最高价/最低价	Rmb11.27/6.5
总市值 (百万元)	21,714
发行股数 (百万股)	1,981
流通股数 (百万股)	573
主要股东 (持股比例)	北方联合电力 (71.08%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600863.CH]	+0.00	+6.93	+16.97	+15.61
[上证A股指数]	+3.72	+8.01	+3.65	+4.43
[电力板块指数]	+2.23	+6.54	+3.21	+4.32

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4/16/2011 2010 年业绩报告

公司近况:

公布非公开发行股票预案: 非公开发行不超过 6 亿股 (单价 9.17 元/股), 融资用于收购 2 项集团资产和投资 1 个电厂扩建工程。收购项目为: 魏家峁煤矿 60% 股权, 鄂尔多斯电厂 100% 股权。

评论:

融资不超过 55 亿元, 股本摊薄不超过 30%。1) 提升公司权益装机 187.3 万 kw, 或 31.5% (鄂尔多斯电厂 2*60 万 kw, 100% 股权; 上都电厂 2*66 万 kw, 51% 股权), 增加在建煤炭权益产能 360 万吨 (魏家峁煤矿一期, 600 万吨/年, 60% 股权)。2) 预计收购价格低于二级市场交易价格, 对上市公司股东有利。以 50 亿收购价格分析 (扣除上都电厂 5 亿元资本金投入), 此次收购煤矿单位估价不超过 5 元/吨, 收购电厂市净率不超过 1.5 倍, 均低于上市公司交易估值。

募投项目盈利能力好于上市公司。1) 上都电厂为蒙电送京津唐机组, 上网电价 (0.34 元/kwh) 高于当地平均 (0.29 元/kwh)。2) 魏家峁煤矿拥有专用运输通道, 直供周边电厂用煤, 若一体化电厂项目建成, 煤矿销量更加稳定。3) 鄂尔多斯电厂属蒙西电网, 电价优势不明显, 但属扩建项目, 单位造价较低。

大股东绝对控股地位不变。发行前, 北方联合动力持股比例为 71%, 本次发行后, 按照 6 亿股发行上限、全部对外发行测算, 北方电力持股比例仍将达到 54.56%。若集团参与定向增发, 控股比例还将提升。

估值与建议:

提升 2012 年盈利预测 5 亿元至 15.9 亿元, 以反映募投项目对公司盈利的增厚。基本假设: 此次募集资金于 2011 年内完成, 募投项目 2012 年全年贡献产能; 上都电厂扩建项目于 2011 年下半年投产; 魏家峁煤矿 2012 年下半年开始投产。

预计公司 2010-2012 年净利润分别为: 7.4 亿元, 9.9 亿元和 15.9 亿元, 考虑 2012 年股本摊薄, 对应 EPS 为 0.38, 0.50 和 0.62 元。

维持“审慎推荐”投资评级。仍将公司作为我们电力板块首选。

风险: 收购进程、最终收购定价仍有不确定性。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 非公开发行前后股本变化情况

	发行前		发行后		增幅 %
	股本数	占比	股本数	占比	
总股本（百万股）	1,981	100%	2,581	100%	30%
北方联合电力	1,408	71.1%	1,408	54.6%	0%
其他股东	573	28.9%	1,173	45.4%	105%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 非公开发行前后股本变化情况

项目名称	完成后持股比例	类型	资产概述	备注
魏家崙项目60%股权	100%	煤电一体化	资源储量10.43亿吨，可采储量7.83亿吨；一期煤炭产能600万吨和2*60万kw	2010年末资产27.7亿，净资产5.6亿
鄂尔多斯电厂项目	100%	火电	已投产2*60万kw	2010年末资产38.1亿，2010年实现收入13.4亿
上都电厂三期扩建项目	51%	火电	在建2*66万kw	项目总投资50.8亿元

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及历史财务简表

(单位: 百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					
主营业务收入	7,288	7,197	7,352	8,317	12,436
主营业务成本	6,843	5,636	5,427	6,030	8,973
主营业务利润	383	1,494	1,850	2,203	3,337
减: 管理费用	19	16	16	18	27
财务费用	984	862	706	858	1,140
营业利润	-917	610	938	1,327	2,170
利润总额	-566	911	1,394	1,986	3,050
所得税	48	76	111	238	458
少数股东权益	186	431	538	757	1,005
净利润	-800	404	744	991	1,588
每股盈利 (元)	(0.40)	0.20	0.38	0.50	0.62
每股股利 (元)	0.08	0.00	0.00	0.19	0.19
资产负债表					
货币资金	673	163	578	1,528	9,729
流动资产合计	2,290	1,260	1,672	2,763	11,572
长期投资	2,474	3,249	3,642	4,301	5,182
固定资产	18,375	17,773	21,835	26,071	28,789
资产合计	23,267	22,348	27,202	33,177	45,571
短期借款	3,220	2,921	3,067	3,220	3,381
应付帐款	1,221	628	641	726	1,085
应交税金	85	53	54	61	92
一年内到期长期负债	610	679	693	784	1,173
流动负债合计	6,389	5,336	5,534	6,008	7,538
长期借款	9,689	9,738	13,113	17,238	20,605
负债合计	17,922	16,663	20,236	24,835	29,732
少数股东权益	2078	2271	2809	3566	4571
股本	1,981	1,981	1,981	1,981	2,581
储备和未分配利润	1,285	1,432	2,176	2,795	8,687
股东权益合计	3,266	3,413	4,157	4,776	11,268
负债及股东权益合计	23,267	22,348	27,202	33,177	45,571
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	2,339	2,215	2,684	3,298	4,997
投资活动产生的现金流量	(1,691)	(1,060)	(5,098)	(5,488)	(4,476)
筹资活动产生的现金流量	(964)	(1,675)	2,829	3,139	7,680
主要财务比率					
增长					
收入	7%	-1%	2%	13%	50%
税前利润	-243%	261%	53%	43%	54%
净利润	-500%	150%	84%	33%	60%
摊薄每股盈利	-500%	150%	84%	33%	23%
利润率					
主营业务利润率	5%	21%	25%	26%	27%
息税前利润率	1%	20%	22%	26%	27%
税前利润率	-8%	13%	19%	24%	25%
净利润率	-11%	6%	10%	12%	13%
资产周转比率					
总资产周转率	0.31	0.32	0.27	0.25	0.27
固定资产周转率	0.40	0.40	0.34	0.32	0.43
流动性比率					
速动比率	0.29	0.19	0.26	0.41	1.48
流动比率	0.36	0.24	0.30	0.46	1.54
杠杆比率					
净债务权益比率	3.93	3.86	3.92	4.13	1.37
资产负债率	0.77	0.75	0.74	0.75	0.65
息税前利润/净财务费用	0.1	1.7	2.3	2.5	2.9
杜邦分析					
净利润率	-11%	6%	10%	12%	13%
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资产/股东权益	7.1	6.5	6.5	6.9	4.0
净资产回报率	-24%	12%	18%	21%	14%

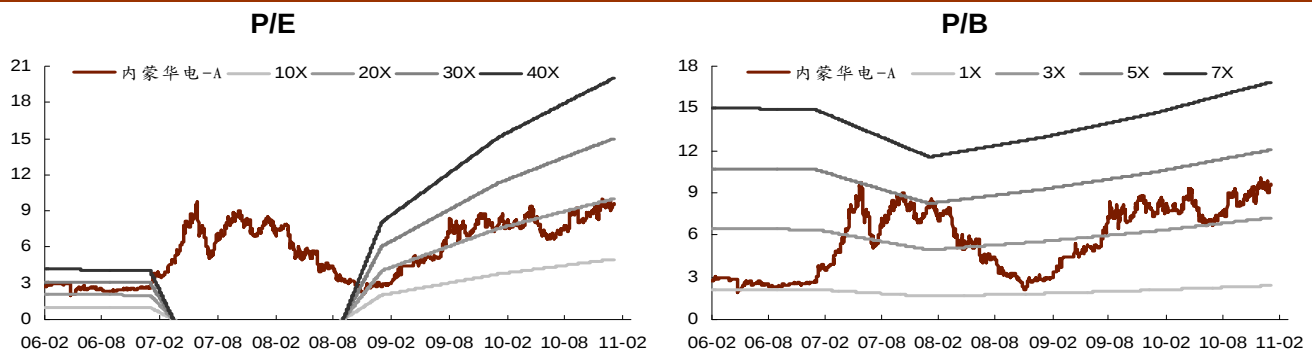
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表

A 股电力公司	Price	投资建议	总股本	流通股本	总市值	EPS				P/E(x)				P/B(x)			
	(Rmb)		(百万股)	(百万股)	(十亿)	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
	(Rmb)																
国电电力	3.03	审慎推荐	15,395	13,954	46.6	0.13	0.14	0.20	0.23	23.7	21.5	14.8	13.4	2.4	1.5	1.4	1.3
华能国际	5.56	审慎推荐	9,000	2,878	63.0	0.42	0.33	0.33	0.34	13.2	17.0	17.0	16.4	1.6	1.5	1.4	1.4
粤电力A	6.04	审慎推荐	2,132	1,987	15.2	0.44	0.39	0.41	0.48	13.8	15.3	14.8	12.6	1.7	1.6	1.3	1.2
长江电力	7.87	审慎推荐	16,500	7,364	129.9	0.28	0.51	0.54	0.57	28.1	15.4	14.5	13.9	2.1	1.9	1.8	1.7
内蒙华电	10.96	审慎推荐	1,981	573	21.7	0.20	0.38	0.50	0.62	53.8	29.2	21.9	17.8	6.4	5.2	4.5	1.9
深圳能源	10.05	审慎推荐	2,202	599	22.1	0.91	0.82	0.84	0.87	11.1	12.3	11.9	11.6	1.7	1.6	1.5	1.4
中能股份	7.85	审慎推荐	3,153	2,890	24.7	0.55	0.51	0.55	0.57	14.3	15.3	14.3	13.7	1.6	1.3	1.2	1.2
建投能源	5.60	审慎推荐	914	914	5.1	0.08	0.06	0.30	0.31	71.9	100.4	18.7	18.1	1.8	1.8	1.4	1.4
国投电力	7.50	审慎推荐	1,995	1,055	15.0	0.27	0.32	0.37	0.41	28.2	23.6	20.3	18.4	1.6	1.5	1.5	1.5
广州控股	7.49	审慎推荐	2,059	2,059	15.4	0.35	0.39	0.42	0.51	21.7	19.2	17.7	14.5	1.7	1.7	1.6	1.5
上海电力	4.87	审慎推荐	2,140	2,140	10.4	0.18	0.03	0.17	0.18	27.1	153.0	28.4	26.9	1.7	1.5	1.5	1.4
川投能源	16.63	审慎推荐	933	547	15.5	0.18	0.50	0.54	0.65	90.4	32.9	30.7	25.4	3.0	2.8	2.7	2.5
桂冠电力	5.31	中性	2,280	2,280	12.1	0.14	0.18	0.20	0.19	37.2	30.3	26.9	27.7	2.8	2.7	2.5	2.4
华电国际	3.28	审慎推荐	6,771	4,590	19.4	0.17	(0.04)	0.07	0.08	19.1	(89.2)	48.3	41.5	1.4	1.5	1.4	1.4
大唐发电	6.36	中性	12,310	4,505	64.8	0.13	0.19	0.21	0.25	50.6	33.4	29.7	25.9	2.9	2.4	2.3	2.1
平均值										33.6	28.6	22.0	19.9	2.3	2.0	1.9	1.6
中间值										27.1	21.5	18.7	17.8	1.7	1.6	1.5	1.4
区域性电网类公司																	
文山电力	12.67	审慎推荐	479	337	6.1	0.21	0.35	0.41	0.45	59.0	36.6	31.2	28.4	6.7	5.8	5.1	4.5
桂东电力	30.78		184	157	5.7	0.34	0.74	0.83	0.94	90.3	41.7	37.2	32.9	8.0	4.9	4.5	4.2
平均值										74.7	39.2	34.2	30.6	7.3	5.3	4.8	4.3
中间值										74.7	39.2	34.2	30.6	7.3	5.3	4.8	4.3
热电联产公司																	
富春环保	47.09	审慎推荐	214	43	10.1	0.43	0.65	0.93	1.19	109.8	72.4	50.6	39.6	28.9	5.5	5.1	4.7
京能热电	10.86	中性	656	573	7.1	0.30	0.49	0.51	0.57	35.8	22.4	21.3	18.9	3.5	2.5	2.4	2.2
金山股份*	9.19		341	283	3.1	0.12	0.29	0.32	0.50	77.0	31.3	29.2	18.4	3.1	2.8	2.6	2.3
宝新能源*	13.50		1,727	1,698	9.8	0.33	0.17	0.22	0.28	17.3	33.6	25.7	20.2	3.2	n.a	n.a	n.a
平均值										40.0	41.1	34.2	23.6	5.5	3.7	3.4	3.0
中间值										32.3	33.6	29.2	20.2	3.4	3.3	3.1	2.6
工业节能减排																	
龙源技术	114.20	推荐	88	18	10.0	1.00	1.19	2.09	2.76	114.6	95.9	54.7	41.4	26.4	5.1	4.6	4.1
燃控科技	45.01	审慎推荐	108	22	4.9	0.58	0.65	0.99	1.53	78.0	69.0	45.3	29.5	18.0	3.2	3.0	2.8
先河环保	30.25	审慎推荐	120	24	3.6	0.37	0.46	0.63	0.83								

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E、P/B



资料来源：彭博咨询、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED