

资产注入拉开大幕

内蒙华电动态点评

报告关键点:

- 资产注入方案公布,对业绩提升幅度低于10%;
- 多个项目盈利前景极好,看好长期趋势;
- 维持“增持-A”评级

报告摘要:

内蒙华电公告非公开发行股票预案:

- 预案主要内容:以不低于9.17元/股的价格,向机构投资者非公开发行不超过6亿股,募集资金投向3个项目:(1)收购大股东持有的魏家峁煤电公司60%股权;(2)收购大股东全资电厂达拉特电厂四期;(3)投资5亿元用于上都电厂三期。

我们对此简评如下:

- 按照9.17元/股和6亿股价格计算,募集资金将达到55亿元。我们预计截止2010年底公司净资产约为41亿元左右,即如果本次发行顺利结束,将使公司净资产扩张134%,极大增强公司的资本实力。
- 我们预计达拉特电厂四期的盈利在1.5-2亿元左右,魏家峁煤电公司按照吨煤净利润50元计算,盈利在3亿元左右,同时考虑财务费用的降低,因此本次收购可增加净利润3.5-4亿元左右。假设公司在2011年底完成非公开增发6亿股,则2012年EPS将由原来的0.55元提升到0.56-0.58元,提升幅度约为2%-6%。如果考虑到公司最终发行股份数可能将低于6亿股,我们估计对每股收益的提升幅度约在5%-10%,即为0.58-0.60元。
- 虽然本次资产注入对公司业绩的提升幅度并不高,但从中长期来看,本次资产注入后:(1)公司大容量火力发电机组占比将得以提高,有利于落实公司“上大压小”替代计划,进一步降低能耗水平;(2)通过魏家峁项目的实施,将完善在煤炭产业的布局,有利于增强抵御行业周期性波动风险的能力。
- 本次注入上市公司的魏家峁煤电公司和达拉特电厂四期是大股东手中现有的最好的盈利资产,体现了集团对公司的扶持态度。北方联合电力公司计划在2015年煤炭产能达到4000万吨,预计未来仍会继续注入煤炭和电力资产。
- 公司存量资产的业绩增长点包括已核准的岱海二期,以及等待核准的上都三期、和林电厂、魏家峁煤电联营项目等,这些都是“西电东送”项目,未来盈利前景极好,我们看好公司中长期盈利前景。维持公司“增持-A”评级,按照2012年20倍市盈率给予6个月目标价12元。
- 风险提示:非公开发行进度低于预期和煤价上涨幅度高于预期。

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

12.00 元

期限: 6个月 上次预测: 10.00 元

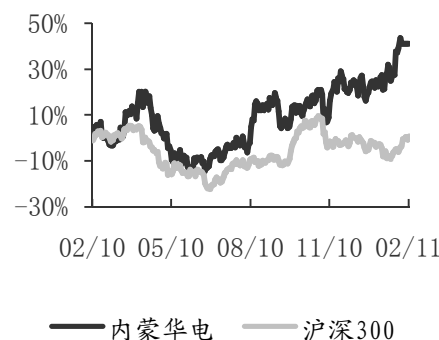
现价(2011年02月22日): 10.84 元

报告日期:

2011-02-22

总市值(百万元)	21,714.17
流通市值(百万元)	6,279.37
总股本(百万股)	1,981.22
流通股本(百万股)	572.94
12个月最低/最高	6.50/11.27 元
十大流通股股东(%)	267.19%
股东户数	98,475

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.27)	15.90	40.48
绝对收益	6.93	18.61	41.24

张龙
021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,287.8	7,196.6	6,702.7	7,129.5	7,860.9
Growth(%)	6.8%	-1.3%	-6.9%	6.4%	10.3%
净利润	-614.1	834.6	1,131.1	1,487.9	1,646.5
Growth(%)	-500.1%	-150.5%	57.8%	50.0%	14.5%
毛利率(%)	-12.6%	8.5%	23.8%	25.7%	25.7%
净利润率(%)	-11.0%	5.6%	9.5%	13.4%	13.9%
每股收益(元)	-0.40	0.20	0.32	0.48	0.55
每股净资产(元)	1.65	1.72	2.03	2.39	2.77
市盈率	-27.2	53.8	34.1	22.7	19.9
市净率	6.6	6.4	5.4	4.6	4.0
净资产收益率(%)	-11.5%	14.7%	16.2%	17.5%	16.6%
ROIC(%)	2.2%	7.9%	8.6%	11.0%	11.2%
EV/EBITDA	191.1	18.9	11.9	10.8	10.9
股息收益率	0.7%	0.7%	0.0%	0.9%	1.3%

前期研究成果

内蒙华电: 业绩好于预期, 长期价值看好	
	2010-08-23
内蒙华电: 一季度业绩符合预期	
	2010-04-26
内蒙华电: 等待资产注入	
	2009-12-16

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2011-2-22

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,287.8	7,196.6	6,702.7	7,129.5	7,860.9	成长性					
减: 营业成本	8,204.9	6,586.6	5,107.1	5,298.2	5,842.4	营业收入增长率	6.8%	-1.3%	-6.9%	6.4%	10.3%
营业税费	61.8	66.6	59.2	62.6	69.9	营业利润增长率	-240.9%	-256.1%	36.1%	37.0%	9.9%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-500.1%	-150.5%	57.8%	50.0%	14.5%
管理费用	18.7	15.8	19.0	21.0	21.0	EBITDA 增长率	-86.2%	916.0%	51.8%	14.7%	10.3%
财务费用	983.6	861.8	736.6	790.7	958.8	EBIT 增长率	-399.4%	-185.3%	141.1%	25.9%	13.5%
资产减值损失	297.3	6.5	-34.0	-	-	NOPLAT 增长率	-56.2%	258.7%	11.1%	20.7%	14.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.4%	1.7%	-5.6%	12.0%	22.7%
投资和汇兑收益	336.9	295.7	417.8	731.2	886.3	净资产增长率	-15.4%	6.4%	23.0%	21.6%	16.6%
营业利润	-580.2	905.7	1,232.7	1,688.2	1,855.1	利润率					
加: 营业外净收支	14.0	5.4	6.0	18.8	18.8	毛利率	-12.6%	8.5%	23.8%	25.7%	25.7%
利润总额	-566.2	911.1	1,238.7	1,707.0	1,874.0	营业利润率	-8.0%	12.6%	18.4%	23.7%	23.6%
减: 所得税	47.9	76.5	107.5	219.1	227.5	净利润率	-11.0%	5.6%	9.5%	13.4%	13.9%
净利润	-614.1	834.6	1,131.1	1,487.9	1,646.5	EBITDA/营业收入	2.8%	28.8%	47.0%	50.7%	50.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	-13.1%	11.3%	29.4%	34.8%	35.8%
货币资金	673.2	163.5	2,926.8	5,599.8	5,455.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	811	799	778	685	576
应收账款	707.5	800.9	954.9	1,015.7	1,119.9	流动营业资本周转天数	-14	-11	5	13	12
应收票据	78.2	26.0	73.5	78.1	86.1	流动资产周转天数	126	89	150	289	325
预付账款	63.9	19.7	24.8	30.1	36.0	应收账款周转天数	38	36	45	48	47
存货	455.4	240.1	349.8	362.9	400.2	存货周转天数	22	17	16	18	17
其他流动资产	312.3	9.8	4.6	8.9	16.2	总资产周转天数	1,160	1,141	1,241	1,331	1,434
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,018	1,038	1,093	1,057	1,128
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2,474.0	3,185.6	3,356.0	3,573.8	4,150.8	ROE	-11.5%	14.7%	16.2%	17.5%	16.6%
投资性房地产	-	63.2	-	-	-	ROA	-2.6%	3.7%	4.7%	5.2%	4.9%
固定资产	16,982.3	14,951.5	14,026.7	13,095.5	12,075.2	ROIC	2.2%	7.9%	8.6%	11.0%	11.2%
在建工程	487.6	939.9	839.5	4,139.5	9,689.5	费用率					
无形资产	120.2	52.1	48.7	45.6	42.6	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	912.2	1,895.3	1,272.5	903.3	681.7	管理费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
资产总额	23,266.8	22,347.6	23,878.0	28,853.1	33,753.2	财务费用率	13.5%	12.0%	11.0%	11.1%	12.2%
短期债务	3,220.0	2,920.7	2,820.7	2,720.7	2,620.7	三费/营业收入	13.8%	12.2%	11.3%	11.4%	12.5%
应付账款	2,281.9	1,541.3	1,539.1	1,596.7	1,760.7	偿债能力					
应付票据	21.0	-	14.0	14.5	16.0	资产负债率	77.0%	74.6%	70.7%	70.7%	70.9%
其他流动负债	866.4	874.1	746.1	788.8	862.0	负债权益比	335.3%	293.1%	241.6%	241.1%	243.4%
长期借款	9,689.0	9,738.5	9,938.5	13,538.5	17,038.5	流动比率	0.36	0.24	0.85	1.39	1.35
其他非流动负债	1,844.1	1,588.8	1,829.8	1,829.8	1,829.8	速动比率	0.29	0.19	0.78	1.31	1.28
负债总额	17,922.4	16,663.3	16,888.2	20,489.1	24,127.7	利息保障倍数	-0.97	0.95	2.67	3.14	2.93
少数股东权益	2,078.5	2,271.4	2,971.7	3,763.6	4,425.5	分红指标					
股本	1,981.2	1,981.2	1,981.2	1,981.2	1,981.2	DPS(元)	0.08	0.08	-	0.10	0.14
留存收益	1,284.7	1,431.7	2,036.7	2,753.0	3,505.6	分红比率	-19.8%	39.3%	0.0%	20.0%	26.2%
股东权益	5,344.4	5,684.3	6,989.7	8,497.9	9,912.3	股息收益率	0.7%	0.7%	0.0%	0.9%	1.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	-614.1	834.6	1,131.1	1,487.9	1,646.5	EPS(元)	-0.40	0.20	0.32	0.48	0.55
加: 折旧和摊销	1,174.6	1,270.5	1,181.5	1,134.5	1,173.3	BVPS(元)	1.65	1.72	2.03	2.39	2.77
资产减值准备	297.3	6.5	-34.0	-	-	PE(X)	-27.2	53.8	34.1	22.7	19.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	6.4	5.4	4.6	4.0
财务费用	704.6	994.5	869.9	736.6	790.7	P/FCF	-	-57.8	10.5	9.8	-58.5
投资收益	-336.9	-295.7	-417.8	-731.2	-886.3	P/S	3.0	3.0	3.2	3.0	2.8
少数股东损益	185.7	430.9	494.3	532.8	552.8	EV/EBITDA	191.1	18.9	11.9	10.8	10.9
营运资金的变动	471.2	-264.8	-341.4	12.7	76.0	CAGR(%)	-234.3%	25.4%	39.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	2,338.5	2,215.2	2,750.2	3,227.5	3,521.2	PEG	0.1	2.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,691.4	-1,060.4	-5.4	-3,086.7	-5,490.8	ROIC/WACC	0.3	1.0	1.0	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	-964.2	-1,674.7	-474.2	2,518.2	2,154.7	REP	7.1	2.0	1.8	1.3	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003 年开始证券行业研究，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034