

未来 3 年业绩将持续稳步攀升

事件：

公司公布 2010 年报，全年实现营业收入 67.39 亿元，同比降 6.36%，归属于母公司所有者的净利润 6.54 亿元，同比增 61.93%，全年实现每股收益 0.33 元，单 4 季度每股盈利 0.035 元。

研究结论

- 净利润大幅增长主要来自 09 年资产置换及大唐托克托的慷慨分红：09 年年中母公司北方联合电力对内蒙华电进行资产置换，换出盈利弱的包热一、二厂，置入相对盈利优的海电三期，大幅提升公司毛利水平；另一方面，公司参股的大唐托克托去年实现分红 2 亿，贡献 EPS0.10 元。
- 公司未来业绩将持续稳步攀升，主要源自不断投产的优质资产：
 - 2011 年岱海二期核准：该项目早已投产，但因未获得发改委核准一直拿不到高外送电价，盈利水平相应受到压制。核准后，岱海二期将成为 2011 年公司业绩的增长点，我们预计将增厚 EPS0.10 元；
 - 公司在 2011~2013 年将陆续有 3 个电站投产，即上都三期（2*66 万 kw，51%）、魏家崙煤电联营（电：2*60 万 kw，煤：600 万吨/年，增发完成后 100%）以及和林电厂（2*60 万 kw，100%），3 个项目均通过特高压外送华中电网，属于“低煤价，高电价”的优质电厂项目；今年 2 月份上都三期获得发改委核准，公司争取年内实现双投，我们预计投产后（2012 年）可贡献 2 亿以上的净利润。
- 定向增发现金收购母公司煤电项目：母公司北方电力煤矿、铁路和电力资产相当丰厚，其非上市资产规模是内蒙华电的 1.5 倍。09 年中包热一、二两厂和海三的资产置换确定了内蒙华电在北方联合电力发展中的战略核心地位，未来凭借母公司在内蒙古丰厚的资源，依靠资本市场，持续做大做强水到渠成。但以目前魏家崙电厂尚未获得核准的状态下即进行资产注入，时间表略超我们预期，这也说明母公司在煤炭资源扩张方面动作将有所加速，后续相关资源的注入有望加快。
- 假设 2011 年底完成定向增发，考虑摊薄，则我们预计公司 11-13 年盈利分别为 0.43（原 0.47，下调 8.5%）、0.53（原 0.58，下调 8.6%）、0.73 元（新增），对应动态市盈率分别为 24、20、14 倍。维持公司“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

陈舒薇

8621-63325888x6067

chenshuwei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 4 月 15 日） 10.40 元

目标价格 10.60 元

总股本/A 股（亿股） 20/20

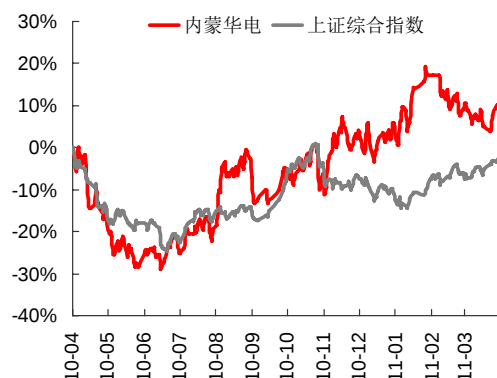
A 股市值（亿元） 206

国家/地区 中国

行业 电力

报告发布日期 2011 年 4 月 18 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	6739	7023	11235	14081
同比	-6.4%	4.2%	60.0%	25.3%
净利润（百万）	654	847	1,441	1,956
同比	39%	18%	70%	36%
毛利率	22.6%	22.2%	24.0%	24.8%
ROE	17.9%	17.5%	14.3%	16.4%
每股收益（元）	0.33	0.43	0.53	0.73
PE（倍）	31.5	24.3	19.5	14.2
PB（倍）	5.1	4.2	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1 募集资金用于项目

项目名称	电厂类型	电网	股权比例	权益装机容量(MW)	煤炭(万吨)	投产时间	备注
魏家峁	煤电一体化	外送	100%	1200	600	2012	总体规划建设 8*600MW 机组和年产 1200 万吨煤矿
鄂尔多斯	火电	部分外送	100%	1200	-	2006-2007	达拉特电厂四期工程
上都三期	火电	外送	51%	673	-	2012	已获路条, 尚待核准

资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 2 公司控参股电厂情况

电厂名称	位置	电厂类型	电网	股权比例	机组(MW)	总装机容量(MW)	权益装机容量(MW)	投产时间
包头一热	包头	热电	蒙西	100%	2*100+2*125	674	674	09 年置出
包头二热	包头	热电	蒙西	100%	2*200	800	800	
丰镇	乌兰察布	火电	蒙西	100%	2*200	400	400	丰镇一 2*200MW09 年底关停
乌拉山			蒙西	100%				08 年关停
海电三期	乌海	火电	蒙西	100%	2*330	660	660	09 年置入
海勃湾	乌海	火电	蒙西	100%	2*100	200		08 年关停
蒙华海勃湾	乌海	火电	蒙西	60%	2*200	400	240	#1:02-12,#2:03-1
丰泰	呼和浩特	热电	蒙西	45%	2*200	400	180	#1:01-12,#2:02-8
京达	达拉特	火电	蒙西	40%	2*330	660	264	#5:04-8-9,#6:04-10
上都	锡林郭勒	火电	华北	51%	4*600	2400	1224	#1,#2:06-8;#3:07-11; #4: 08-7
国华准格尔	鄂尔多斯	火电	蒙西	30%	2*330	660	198	#3:02-4-25,#4:02-9-21
岱海	乌兰察布	火电	华北	15%	4*600	1200	180	#1:05-10,#2:06-1
东华热电	包头	热电	蒙西	10%	4*330	1320	132	#1:05-12,#2:05-12
京隆	乌兰察布	火电	蒙西	25%	2*600	1200	300	#1-2:08
大唐托克托	呼和浩特	火电	华北	15%	8*600	4800	720	#1-8: 03-06
蒙达	达拉特	火电	蒙西	10%	4*330	1320	132	#1-4:95-99

资料来源: 东方证券研究所

表 3 公司在建项目情况

电厂名称	电网	股权比例	机组(MW)	总装机容量(MW)	权益装机容量(MW)
和林	外送	100%	2*600	1200	1200
魏家峁	外送	40%	2*600MW+600 万吨煤	1200	480
上都三期、四期	华北	51%	4*660	2640	1346
丰镇四期	蒙西	100%	2*600	1200	1200

资料来源：东方证券研究所

表 4 北方联合电力控股煤矿项目

煤矿	位置	类型	可采储量 (亿吨)	产能（万吨）	投产时间
吴四圪堵	鄂尔多斯达拉特	井工矿	1.58	240	2009 年 1 月
高头窑	鄂尔多斯达拉特	井工矿	6.59	800	2010
黑城子	锡林郭勒盟正蓝旗	井工矿	2.96	300	2010
铧尖	鄂尔多斯准格尔	露天矿	1.33	450	待核
魏家峁	鄂尔多斯准格尔	露天矿	7.83	1200	一期 2011
巴彦宝力格	锡林郭勒盟锡林浩特	井工矿	11.34	800	2012
东坪	鄂尔多斯准格尔	井工矿	3.5	400	2012
总和			35.13	4190	

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

单位：百万元

资产负债表						利润表					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
流动资产	1130	1680	1690	2416	2964	营业收入	7197	6739	7023	11235	14081
现金	34	545	505	540	623	营业成本	5636	5213	5465	8536	10585
应收票据及账款	802	693	722	1155	1447	营业税金及附加	67	56	58	93	117
其它应收款	25	21	22	35	44	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	20	33	35	56	70	管理费用	16	19	20	31	39
存货	240	380	398	622	771	财务费用	862	648	710	708	569
其他	10	9	9	9	9	资产减值损失	7	4	0	0	0
非流动资产	20882	21304	22943	29125	30302	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	3186	2871	3530	4036	4543	投资净收益	296	464	659	507	507
固定资产	14951	13858	14838	20412	20980	营业利润	906	1263	1428	2373	3278
无形资产	52	52	52	52	52	营业外收支	5	-5	0	0	0
其他	2692	4523	4523	4625	4727	利润总额	911	1258	1428	2373	3278
资产总计	22012	22984	24632	31541	33265	所得税	76	102	63	152	225
流动负债	5194	5492	5639	7222	8291	净利润	835	1156	1366	2324	3155
短期借款	2921	2960	3000	3000	3000	少数股东损益	431	503	519	883	1199
应付票据及账款	628	850	886	1417	1776	EBITDA	2894	2906	3158	4410	5381
其他	1645	1683	1753	2805	3516						
非流动负债	11327	11307	11176	8676	6176						
长期借款	9738	9631	9500	7000	4500						
其他	1589	1676	1676	1676	1676						
负债合计	16521	16799	16815	15898	14467						
少数股东权益	2271	2374	2893	3737	4897						
股本	1981	1981	1981	2581	2581						
资本公积	1027	1038	1038	5940	5940						
留存收益	-201	452	1215	2454	4158						
归属母公司股东权益	3413	4078	4925	11804	13697						
负债和股东权益	22205	23251	24632	31439	33061						

现金流量表					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2982	2120	2380	2757	3943
净利润	835	1156	1366	2324	3155
折旧摊销	1121	1000	1020	1226	1432
财务费用	862	648	710	708	569
投资收益	-296	-464	-659	-507	-507
营运资金变动	460	-221	-57	-892	-605
投资活动现金流	-4617	-4804	-5619	-9015	-4790
资本支出	-1219	-1950	-2000	-2000	-2000
其他	-3398	-2854	-3619	-7015	-2790
筹资活动现金流	-1533	-705	-801	2294	-3069
借款融资	-491	-68	-91	-2500	-2500
普通股增加	-181	11	0	5502	0
股息	0	0	0	0	0
财务费用	-862	-648	-710	-708	-569
现金净增加额	-3168	-3389	-4040	-3965	-3917

主要财务比率					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-1.3%	-6.4%	4.2%	60.0%	25.3%
毛利润	251.2%	-2.2%	2.0%	73.3%	29.5%
净利润	150.5%	61.9%	29.6%	70.1%	35.8%
获利能力					
毛利率	21.7%	22.6%	22.2%	24.0%	24.8%
净利率	235.9%	38.5%	18.1%	70.1%	35.8%
ROE	14.7%	17.9%	17.5%	14.3%	16.4%
ROIC	10.4%	10.6%	11.3%	12.4%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	74.4%	72.3%	68.3%	50.6%	43.8%
净负债比率	250.13%	219.32%	179.83%	74.38%	48.72%
流动比率	21.76%	30.59%	29.97%	33.45%	35.75%
速动比率	3.57	1.83	1.74	1.24	1.29
营运能力					
总资产周转率	33%	29%	29%	36%	42%
应收账款周转率	897%	973%	973%	973%	973%
应付账款周转率	1146%	793%	793%	793%	793%
每股指标 (元)					
每股收益	0.20	0.33	0.43	0.53	0.73
每股经营现金流	1.51	1.07	1.20	1.07	1.53
每股净资产	1.72	2.06	2.49	4.57	5.31
估值比率					
P/E	51.0	31.5	24.3	19.5	14.2
P/B	6.0	5.1	4.2	2.3	2.0
EV/EBITDA	21	19	17	14	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn