

增发加速主业成长 输电结构提升盈利能力

恒泰证券研发中心

2011 年 07 月 07 日

投资要点:

- 2011 年一季度业绩略有下滑。**2010 年公司实现营业收入 67.39 亿元, 同比下降 6.36%。归属于上市公司股东净利润 6.54 亿元, 同比增长 61%, 每股收益 0.33 元, 同比增长近 62%。今年一季度实现营收 15.7 亿元, 同比下降 1.32%, 归属于上市公司净利润 0.73 亿元, 同比下降 45%, 每股收益 0.04 元。
- 优化资产结构。**公司 2010 年销售收入同比下降主要是因为公司在 2009 年实施资产置换, 置换出盈利能力较差包一、二热电厂, 换入资产优良的乌海电厂。蒙西发电量同比下降 14%, 煤价大幅上涨的情形下, 公司能保持净利润的快速增长, 公司的资产结构得到了进一步的优化。
- “西电东送”是公司主要利润来源。**公司下属的上都电厂、岱海电厂和托克托电厂是西电东送的主要电厂, 上网电价为 0.34 元/度, 高于蒙西电网的上网标杆电价 0.28 元/度。得益于内蒙地区煤价涨幅相对较小, 其 2010 年净利润分别为 10.17 亿元、3.76 亿元和 14.41 亿元。这 3 家公司对公司 2010 年贡献利润折合 EPS 0.46 元, 为当年公司净利润的 140%。
- 下半年积极关注资产整合。**公司今年下半年主要将完成定向增发的工作, 用以完成收购魏家峁煤电一体化项目及鄂尔多斯电厂四期和上都电厂三期建设。本次资产注入后, 公司将进一步提高大容量火力机组占比, 有利于落实“上大压小”的替代计划, 进一步降低能耗水平。魏家峁煤电一体化项目将在未来有效抵御上游原料价格波动带来的风险。且以上电源项目均是“西电东送”项目, 未来盈利前景广阔。

财务预测	2011E	2010A	2009A	2008A
营业收入	7475	6739	7197	7288
YoY	11%	-6.36%	-1.25%	7%
毛利率	22.20%	22.65%	21.69%	6.10%
净利润	803	654	404	-800
YoY	22.78%	62%	-150%	-500%
EPS	0.41	0.33	0.20	-0.40
PE	21.41	26.66	43.90	-21.95

数据来源: 公司公告 制表: 恒泰证券研发中心

注: 股价为 2011 年 07 月 07 日收盘价 单位: 百万元、%、元、倍

恒泰证券研发中心

联系人: 尹博

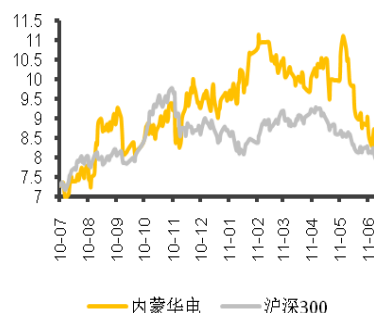
电话: 021-68405029

邮箱: yinbo@cnht.com.cn

公司基本信息

A 股流通股本	5.72 亿股
A 股总股本	19.81 亿股
A 股流通市值	50.22 亿
A 股总市值	123.62 亿
7 月 07 日股价	8.78 元

公司股价与沪深 300 对比



数据来源: WIND

制图: 恒泰证券研发中心

目录

1 2010 年快速增长 今年一季度业绩略有下滑	4
2 优化资产结构	5
3 “西电东送”是公司主要利润来源	5
4 下半年积极关注资产整合	6
5 盈利预测与估值	7

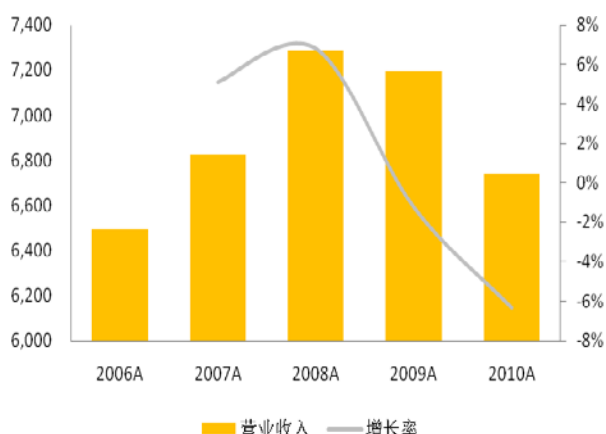
图表目录

图 1：公司主营收入（2006 年-2010 年）	4
图 2：公司净利润（2006 年-2010 年）	4
图 3：公司一季度主营收入（2006 年-2010 年）	4
图 4：公司一季度净利润（2006 年-2010 年）	4
表 1：公司参控股电厂情况	5
表 2：公司参控股电厂情况	6
表 3：公司调整后定增方案与原有方案对比	6
表 4：公司盈利预测	7

1 2010 年快速增长 今年一季度业绩略有下滑

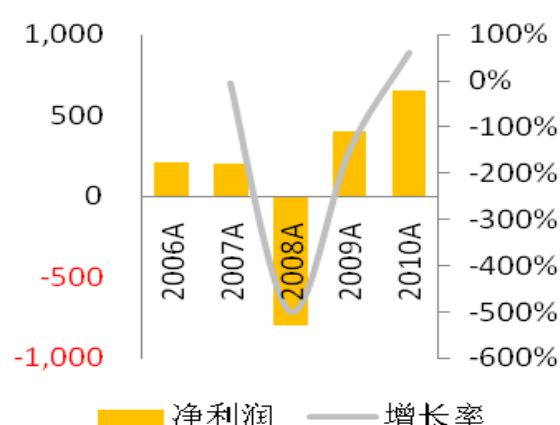
2010 年公司实现营业收入 67.39 亿元，同比下降 6.36%。归属于上市公司股东净利润 6.54 亿元，同比增长 61%，每股收益 0.33 元，同比增长近 62%。今年一季度实现营收 15.7 亿元，同比下降 1.32%，归属于上市公司净利润 0.73 亿元，同比下降 45%，每股收益 0.04 元。

图 1：公司主营收入（2006 年-2010 年）



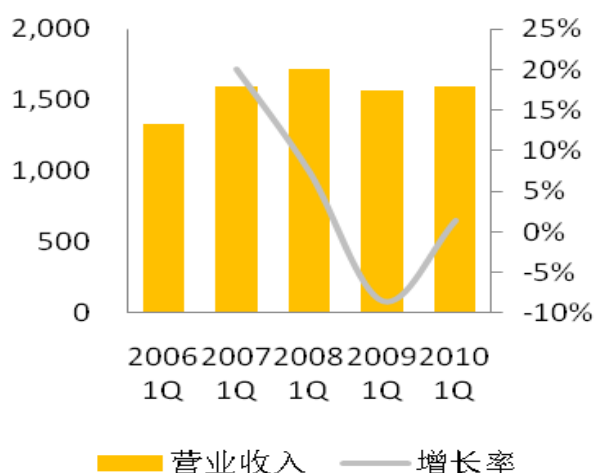
数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

图 2：公司净利润（2006 年-2010 年）



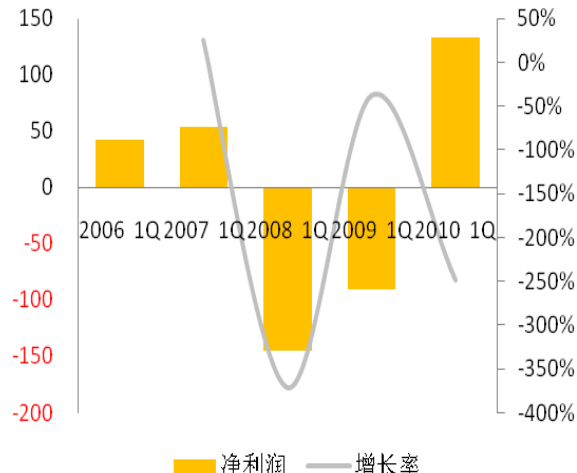
数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

图 3：公司一季度主营收入（2006 年-2010 年）



数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

图 4：公司一季度净利润（2006 年-2010 年）



数据来源：公司公告 制图：恒泰证券研发中心

2 优化资产结构

公司在收入减少的同时实现了盈利的大幅增长，主要是由于：公司 2009 年实施资产置换，置入盈利能力强的乌海发电厂，置出盈利能力较差的包一，包二电厂，上都电厂为西电东送的电源项目，电量送往华北电网，上网电价和设备利用小时都大大高于蒙西电网发电机组，盈利能力较强，10 年上都电厂发电量同比增长 2.68%，带动公司利润增加，参股电厂盈利能力增强，使得公司 10 年投资收益同比增长 56.87%。

3 “西电东送”是公司主要利润来源

公司下属的上都电厂、岱海电厂和托克托电厂是西电东送的主要电厂，上网电价为 0.34 元/度，高于蒙西电网的上网标杆电价 0.28 元/度。得益于内蒙地区煤价涨幅相对较小，其 2010 年净利润分别为 10.17 亿元、3.76 亿元和 14.41 亿元。这 3 家公司对公司 2010 年贡献利润折合 EPS0.46 元，为当年公司净利润的 140%。

表 1：公司参控股电厂情况

电厂	位置	电网	股权比例	机组 (MW)	总容量 (MW)	权益装机容量 (MW)	备注
包一	包头	蒙西	100%	2*100+2*125	674	674	09 年置出
包二	包头	蒙西	100%	2*200	800	800	
丰镇	乌兰察布	蒙西	100%	2*200	400	400	
乌拉山		蒙西	100%				08 年关停
海电三期	乌海	蒙西	100%	2*330	660	660	
海勃湾	乌海	蒙西	100%	2*100	200		08 年关停
蒙华海勃湾	乌海	蒙西	60%	2*200	400	240	
丰泰	呼和浩特	蒙西	45%	2*200	400	180	
京达	达拉特	蒙西	40%	2*330	660	264	
上都	锡林郭勒	华北	51%	4*600	2400	1224	
国华准格尔	鄂尔多斯	蒙西	30%	2*330	660	198	
岱海	乌兰察布	华北	15%	4*600	1200	180	
东华热电	包头	蒙西	10%	4*330	1320	132	
京隆	乌兰察	蒙西	25%	2*600	1200	300	

	布						
托克托	呼和浩特	华北	155%	8*600	4800	720	
蒙达	达拉特	蒙西	10%	4*330	1320	132	

数据来源：公司公告 制表：恒泰证券研发中心

表 2：公司参控股电厂情况

项目	电网	股权比例	权益装机	煤炭	投产时间
魏家峁	华北	100%	1200	600	2012
鄂尔多斯	华北	100%	1200		已投产
上都三期	华北	51%	673		2012

数据来源：公司公告 制表：恒泰证券研发中心

4 下半年积极关注资产整合

公司 2011 年的主要工作就是完成定向增发。公司在 2011 年 5 月 20 日发布了最新的定增方案。调整后的非公开增发方案，与 2 月公布的方案相比，主要变动体现在 2 个方面：一、增发价格从前次的 9.17 元调整为 9.21 元；二、在收购魏家峁煤电项目前，华能集团将先以采矿权进行增资，随后公司再收购华能集团与北方联合电力手中的股权，以实现对魏家峁项目的 100%控股。

表 3：公司调整后定增方案与原有方案对比

	原有计划	最新计划
发行股份	6亿股	6亿股
发行价格	9.17元	9.21元
合计募集资金	55.02亿元	55.26亿元
拟收购资产	收购北方电力持有的魏家峁煤电60%股权，增资建设年产600万吨露天矿	收购除本公司以外的其他股东所持有的魏家峁煤电全部股权，增资建设年产600万吨露天矿
	收购鄂尔多斯电厂	收购鄂尔多斯电厂
	投资5亿元扩建上都三期	投资5亿元扩建上都三期
发行后大股东持股比例	54.56%	54.56%

数据来源：公司公告 制表：恒泰证券研发中心

面对一直以来的煤电矛盾，内蒙华电积极向上游煤炭资源延伸。本次定向增发的魏家峁项目将成为公司实施煤电一体化战略提供保障。

根据《魏家峁 600 万吨/年露天煤矿项目初步设计》，魏家峁露天煤矿资源储量 10.43 亿吨，可采储量 7.83 亿吨，是优质的动力煤。截至 2011 年 3 月底，魏家峁项目的总资产为 28 亿元，归属母公司所有者权益为 6.3 亿元，尚在建设中。而在规划中的魏家峁电厂，投产后拟通过特高压的线路外送，有望享受外送电的高上网电价，总体盈利前景值得期待。

魏家峁煤电一体化项目总规划为 8 台 60 万千瓦机组和年产 1200 万吨露天矿，一期建设 2 台 60 万千瓦机组和 600 万吨露天矿。目前露天矿已经获得核准并开始建设，电厂仍处于前期、尚未获得核准。

本次调整是双赢的结果：一则华能集团的资产负债率在 80%以上，它有出售资产变现的客观需要；二则为避免出现长期的关联交易，以及，随资源价格上涨而导致采矿权使用费用上升的忧虑，内蒙华电有收购魏家卯露天煤矿的愿望。虽然这样会提升收购魏家卯项目剩余股权的成本，但对公司具有深远而正面的意义。

鄂尔多斯电厂两台 60 万千瓦机组分别于 2006 年 12 月和 2007 年 6 月正式投产发电。截至 2010 年底，鄂尔多斯电厂总资产 38.13 亿元、全年实现收入 13.78 亿元，预计该电厂净利润规模为 1-2 亿元。

而从电站的盈利前景比较来看，上都一、二期电站 2009-2010 年分别实现权益净利润 4.49 亿元、5.18 亿元。因此，预计上都三期的盈利水平会略好于鄂尔多斯电厂。不过，相比于鄂尔多斯电厂同一地区的京达电厂，由于鄂尔多斯电厂刚投产不久、历史包袱少，且装机容量大，盈利水平仍是要高出不少。

5 盈利预测与估值

预计公司 2011 年收入为 74.75 亿人民币，同比增长 11%，归属于母公司净利润为 8.03 亿人民币，对应全面摊薄后 EPS 为 0.41 元，对应动态 PE 21.41 倍。目前公司正在全力以赴准备定向增发的工作，短期的煤价波动不会改变我们对公司长期发展的看好，考虑定增后注入资产对公司业绩的影响，给与“买入”评级。

表 4：公司盈利预测

	2011E	2010A	2009A	2008A
合并利润表				
一、营业总收入	7475	6739	7197	7288
二、营业总成本	6467	5936	6581	7908
营业成本	5621	5213	5636	6843
营业税金及附加	70	56	67	62
销售费用	0	0	0	0
管理费用	22	19	16	19
财务费用	754	648	862	984
三、其他经营收益				
投资净收益	598	464	296	337
四、营业利润	1595	1263	906	-580
加：营业外收入	37	43	16	20
减：营业外支出	45	47	10	6
五、利润总额	1588	1259	911	-566
减：所得税	127	102	76	48
六、净利润	1461	1156	835	-614
归属于母公司所有者的净利润	803	654	404	-800

数据来源：公司公告

制表：恒泰证券研发中心

1、重要声明

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

2、评级说明

类别	评级	标准
公司投资评级	买入	未来 6 个月内公司股价涨幅： $\geq 15\%$
	增持	未来 6 个月内公司股价涨幅： $10\% \sim 15\%$
	观望	未来 6 个月内公司股价涨幅： $-10\% \sim 10\%$
	减持	未来 6 个月内公司股价跌幅： $>10\%$
行业投资评级	强于大市	未来 6 个月内行业指数跑赢沪深 300 指数
	中性	未来 6 个月内行业指数与沪深 300 指数持平
	弱于大市	未来 6 个月内行业指数跑输沪深 300 指数

3、联系方式



恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系电话：021-68405209

电子邮件：huanglu@cnht.com.cn