

买入 维持

股票价格

11月29日收盘价	8.67元
6个月合理价格区间	9-12.25元
52周内股价波动	7.47 -11.93元

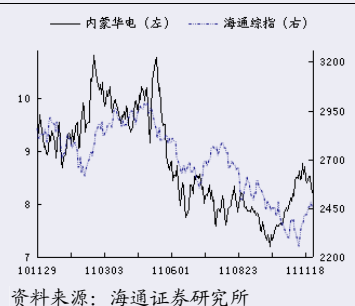
主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	26.28	23.83	17.67
市净率	4.21	2.31	2.05
PEG	2.71	2.05	1.36
EV/EBITDA	14	13	9

股本结构

总股本(万股)	198122.00
流通A股(万股)	57293.53
B股/H股(万股)	0.00/0.00

市场表现



相关研究

内蒙华电 2011 半年报点评: 燃煤成本升高拖累业绩, 大股东确立公司作为煤电一体化整合平台(买入, 维持)_20110802
内蒙华电跟踪报告: 密切关注定增进展(买入, 维持)_20110628
内蒙华电 2010 年报点评: 业绩稳定, 成长可期(买入, 维持)_20101123

公用事业行业高级分析师

陆风鸣

SAC 执业证书编号:

S0850511010021

电话: 021-23219415

Email: lufm@htsec.com

联系人

汤砚卿

电话: 021-23219768

Email: tyq6066@htsec.com

内蒙华电 (600863)

2011 年 11 月 30 日

未来 3 年业绩平稳较快增长可期

内蒙华电下属主力电厂优势明显, 未来随着扩建项目、及收购新项目陆续达产, 将为公司未来 3 年业绩保持平稳较快增长提供支撑, 属于上市火电企业中估值安全边际较高的“白马”品种。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率 (%)	38.54	10.12	42.34	19.37
主营业务利润率 (%)	22.64	24.87	28.39	29.94
净资产收益率 (%)	20.88	9.71	11.58	12.03
每股经营性现金流 (元)	0.99	1.05	1.35	1.52
每股收益 (元)	0.33	0.36	0.49	0.58

资料来源: 公司 2010 年年报, 海通证券研究所

- **现有业务: 发电业务、华北地区是主要利润来源。**2011 年上半年, 公司电力业务收入为 32.78 亿元, 占主营收入的 99%, 实现主营业务利润 8.38 亿元, 占主营利润的 103%。从区域来看, 2011 年上半年, 公司华北地区贡献收入 19.62 亿元, 占主营收入的 59%, 实现主营业务利润 7.96 亿元, 占主营利润的 98%。
- **重点电厂: 上都、岱海、托克托。**上都三期将于 2011 年底全部投产, 预计每年可为公司新增权益利润 2-2.5 亿元; 岱海二期已于 2011 年年初核准, 每年可为公司新增权益利润 1.7-1.8 亿元; 托克托电厂、托克托第二发电盈利较好且稳定, 预计每年将为公司贡献权益利润 2.5-2.6 亿元, 成为重要的业绩稳定器。
- **定增方案有利于长远发展。**2011 年 2 月公司公布定增预案, 拟向不超过 10 家机构投资者, 发行不超过 6 亿股, 募集资金用于收购大股东北方电力下属魏家峁煤电一体化项目、鄂尔多斯电厂, 以及扩建上都三期。总体资产收购价格合理, 短期对业绩影响比较直接的就是收购鄂尔多斯电厂, 可带来 1.5-2 亿元净利润。
- **未来 3 年业绩平稳较快增长可期。**2011 年内蒙华电的业绩增长主要来源于岱海电厂二期的核准; 2012 年的业绩增长主要来自于新投产的都三期、新收购的鄂尔多斯电厂、以及魏家峁煤矿; 2013 年的业绩增长主要来自于魏家峁煤矿达产。更长远来看, 未来大股东北方联合电力所规划的煤、电投资项目都将为公司实现外延式扩张提供重要契机。
- **盈利预测与投资建议。**假设 2011 年底完成定向增发 6 亿股, 我们预计公司 2011 - 2013 年摊薄后每股收益分别为 0.36 元、0.49 元、0.58 元。综合二级市场火电上市公司当前的估值水平, 我们认为公司 6 个月的合理股价区间为 9-12.25 元, 目前仍有 20%以上的上涨空间。考虑到未来公司自身的业绩增长的确性、以及集团资产持续注入预期, 维持公司“买入”评级。建议参与其定向增发。
- **主要不确定因素。**宏观经济波动、及煤价涨跌对公司业绩影响较大; 魏家峁电厂等外输电源投资项目获批时间存在较大不确定性

目 录

投资要点	4
1. 公司基本情况	5
1.1 股本结构及历史沿革	5
1.2 下属子公司及主要资产	6
1.3 现有分析：发电业务、华北地区是主要利润来源	7
2. 重点电厂分析	8
2.1 上都电厂：三期建成，力保 2012 年业绩增长	8
2.2 岱海电厂：二期获准，添 2011 年业绩增长点	9
2.3 托克托电厂：经营稳定，公司盈利重要支柱	9
3. 本次定增方案	10
3.1 非公开发行预案	10
3.2 收购资产价格分析	10
3.3 收购资产影响	11
4. 未来看点	11
4.1 内生动力：内蒙地区电力供需改善，机组盈利改善	11
4.2 外延成长：大股东具备持续注入资产的意愿和能力	12
5. 盈利预测与评级	13
5.1 盈利预测	13
5.2 估值与评级	14
6. 风险提示	15
财务报表分析和预测	16

图目录

图 1 公司与大股东、实际控制人之间的产权关系结构图	5
图 2 内蒙华电现有火电厂电源点分布图	6
图 3 公司各项业务贡献收入比例（2004-2011H1）	7
图 4 公司各项业务贡献主营利润比例（2004-2011H1）	7
图 5 公司不同地区贡献收入比例（2007-2011H1）	7
图 6 公司不同地区贡献主营利润比例（2007-2011H1）	7
图 7 内蒙古火电年末装机容量（2004-2010）	11
图 8 内蒙古单月月末装机容量（2007/06-2011/10）	11
图 9 内蒙古火电机组累计机组利用小时及其同比变化（2006-2011）	12

表目录

表 1 公司十大股东及其持股份额（2011Q3）	5
表 2 公司上市以来股本变化历史（1994-2011）	6
表 3 公司下属火电厂持股及装机容量	7
表 4 公司外输到华北地区重点电厂贡献权益净利润及其占比（2006-2010）	8
表 5 上都电厂详细经营数据一览	8
表 6 岱海电厂详细经营数据一览	9
表 7 托克托电厂详细经营数据一览	9
表 8 公司非公开发行股票预案三个版本内容比较	10
表 9 公司通过定增收购项目信息一览	11
表 10 大股东旗下资产一览（蓝色底纹为通过本次定增已注入公司资产，灰色底纹为 2012-2013 年规划注入资产）	13
表 11 大股东 2012-2013 年规划注入资产相关信息	13
表 12 部分远期注入资产与内蒙华电经营数据比较（2010）	13
表 13 上市火电公司市值及其 PE、PB（市值数据截至 2011 年 11 月 18 日）	14

投资要点

回顾内蒙华电过去几年业绩，其利润主要来自于占据内蒙富煤优势、外输华北地区的3个骨干电源点：上都、岱海、托克托。2011年公司拟非公开发行6亿股，用于收购魏家峁煤电项目、鄂尔多斯电厂、及上都三期扩建投资，将为其未来增长打下一定的基础。

展望未来3年：2011年内蒙华电的业绩增长主要来源于岱海电厂二期的核准、新收购的鄂尔多斯电厂；2012年的业绩增长主要来自于新投产的上都三期、以及魏家峁煤矿投产；2013年的业绩增长主要来自于魏家峁煤矿全面达产。

更长远来看，未来大股东北方联合电力所规划的煤、电投资项目都将为公司实现外延式扩张提供重要契机。

估值分析

假设2011年底公司完成定向增发，收购母公司资产，预计2011、2012、2013年实现归属母公司净利润分别为9.39亿元、12.54亿元、14.94亿元，对应摊薄后EPS分别为0.36元、0.49元、0.58元。上述盈利预测，并没有考虑大股东北方联合的下一步资产注入承诺内容。

考虑到目前上市火电企业当前的平均估值水平，PE在25倍左右，PB在1.5倍左右。对应2011-2012年盈利预测，则内蒙华电的6个月合理价格应该在9-12.25元，较目前股价仍有20%以上的上涨空间。考虑到未来公司自身的业绩增长的确定性、以及集团资产注入预期，维持公司的“买入”评级。

本次公司定向增发价格7.76元，对应2011-2012年业绩，PE仅为16-20倍，低于行业平均估值水平，具有较高的安全边际，建议投资者参与。

不确定因素

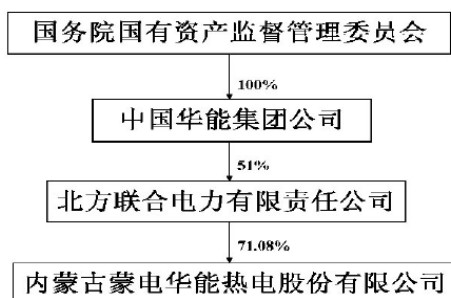
- (1) 宏观经济波动、及煤价涨跌对公司业绩影响较大
- (2) 魏家峁电厂等外输电源投资项目获批时间存在较大不确定性

1. 公司基本情况

1.1 股本结构及历史沿革

截至 2011 年 6 月 30 日，公司第一大股东——北方联合电力有限责任公司持股 71.08%，处于绝对控股地位。从图 1 可以看出，华能集团通过间接控股方式控制公司，而公司实际控制人为国资委。除此之外，公司剩余股份均为流通 A 股，且股权较分散。

图 1 公司与大股东、实际控制人之间的产权关系结构图



资料来源：公司 2010 年年报，海通证券研究所

表 1 公司十大股东及其持股份额（2011Q3）

股东名称	持股数量(亿股)	持股比例(%)	股本性质
北方联合电力有限责任公司	14.08	71.08	限售流通 A 股
南方隆元产业主题股票型证券投资基金	0.27	1.37	A 股流通股
中信证券	0.24	1.22	A 股流通股
融信通系列单一信托 10 号	0.19	0.98	A 股流通股
张丽华	0.16	0.79	A 股流通股
嘉实稳健开放式证券投资基金	0.06	0.32	A 股流通股
深圳市利天科技	0.06	0.31	A 股流通股
广发金管家新型高成长集合资产管理计划	0.05	0.27	A 股流通股
山西太钢投资	0.05	0.26	A 股流通股
华夏成长证券投资基金	0.05	0.25	A 股流通股
合 计	15.23	76.85	

资料来源：公司 2011 年 3 季报，海通证券研究所

1994 年内蒙华电上市，主体资产为包头第二热电厂，发行 5000 万股，募集资金 1.95 亿元，主要用于收购渤海湾电厂 30.54% 的股权，此后几年业绩增长主要依赖于增持渤海湾电厂股权。

直到 1999 年配股，内蒙华电进入第一个高速成长期，其配股募集资金 19.5 亿元，全资收购丰镇电厂和乌拉山电厂。（1998 年曾托管上述电厂）

到 2002-2003 年，公司再次步入第二个高速成长期，先后收购了蒙华渤海湾电厂、国华准格尔电厂、京达发电厂、包头第一热电、蒙达发电厂、上都电厂、岱海电厂、包头东华热电、京隆发电厂等多项资产。

2009 年公司与大股东北方联合公司进行资产置换，将原先盈利能力较弱的包头第一热电和包头第二热电置出，同时将大股东下属的乌海电厂置入。

表 2 公司上市以来股本变化历史（1994-2011）

时间	事件	发行新增股本 (亿股)	发行后总股本 (亿股)	募集资金总额 (亿元)	募集资金用途
1994-4	IPO	0.5	4.12	1.95	- 收购海渤湾电厂 30.54% 股权（1.5 亿元） - 设备更新改造（0.28 亿元） - 扩建 1×20 万千瓦前期可研（0.07 亿元）
1996-12	配股 (10 配 3)	0.15 (上市部分股份配股)	4.27	0.6	- 增持海渤湾股权至 40%（0.52 亿元） - 技术改造（0.06 亿元）
1997-5	分红 (10 送 2, 转增 1)	1.28	5.55		
1999-1	配股 (10 配 8)	3.90 (总股本, 部分未参与)	9.45	19.49	- 收购丰镇电厂 4×20 万千瓦 - 收购乌拉山电厂 2×5+1×10 万千瓦 - 扩建 20 万千瓦机组前期勘察
2001-12	配股 (10 配 3)	0.46 (上市部分股份配股)	9.91	3.01	- 收购丰泰电厂 45% 股权（2.08 亿元） - 收购托克托电厂 15% 股权（0.81 亿元）
2003-4	分红 (10 转增 10)	9.91	19.81		

资料来源：公司上市招股说明书，公司各年度报告，海通证券研究所

1.2 下属子公司及主要资产

公司目前全资、参控股运营 13 个火力发电厂，控股装机容量为 492 万千瓦，权益装机容量为 584.2 万千瓦。具体如下表所示，下图中列出了部分主要电厂所处位置。

图 2 内蒙华电现有火电厂电源点分布图



资料来源：公司网站，海通证券研究所

表 3 公司下属火电厂持股及装机容量

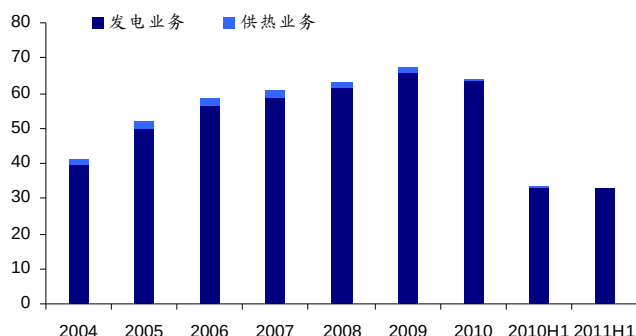
性质	电厂名称	电源点	所属电网	持股比例	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	投资时间	获得方式
全资	丰镇电厂 (一期)	丰镇	蒙西	100%	40	40	1999	配股收购
	乌海电厂 (三期)	乌海	蒙西	100%	66	66	2009	资产置换
控股	上都发电 (一期、二期)	正蓝旗	京津唐	51%	240	122.4	2003	自有收购
	丰泰发电	呼和浩特	蒙西	45%	40	18	2001	配股收购
	京达发电 (三期)	达拉特旗	蒙西	40%	66	26.4	2002	自有收购
	蒙华海勃湾 (二期)	乌海	蒙西	60%	40	24	2002	自有收购
	京隆发电 (三期)	丰镇	蒙西	25%	120	30	2003	自有收购
参股	岱海发电 (一期、二期)	凉城	京津唐	49%	240	117.6	2003	自有收购
	托克托发电 (一、二、三期)	托克托	京津唐	15%	360	54	2001	配股收购
	托克托第二发电 (四期)	托克托	京津唐	15%	120	18	2007	自有收购
	国华准格尔发电	准格尔旗	蒙西	30%	132	39.6	2002	自有收购
	包头东华热电 (三期)	包头	蒙西	25%	60	15	2003	自有收购
	蒙达发电 (一期、二期)	达拉特旗	蒙西	10%	132	13.2	2003	自有收购
合计					1662	584.2		

资料来源: 公司 2010 年年报, 海通证券研究所

1.3 现有分析: 发电业务、华北地区是主要利润来源

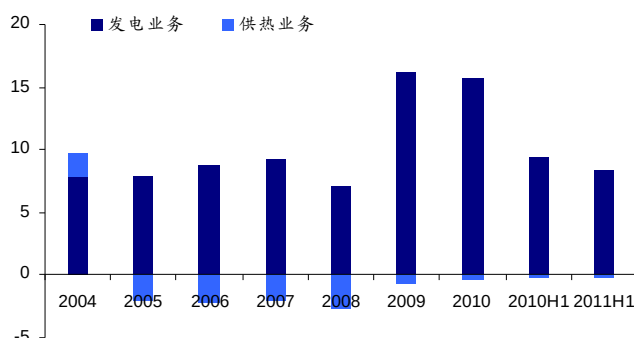
内蒙华电主营电力、热力供应, 主要供应内蒙西部和华北电网。2011 年上半年, 公司电力业务收入为 32.78 亿元, 占主营收入的 99%, 实现主营业务利润 8.38 亿元, 占主营利润的 103%。

图 3 公司各项业务贡献收入比例 (2004-2011H1)



资料来源: 公司各年度报告及半年报, 海通证券研究所

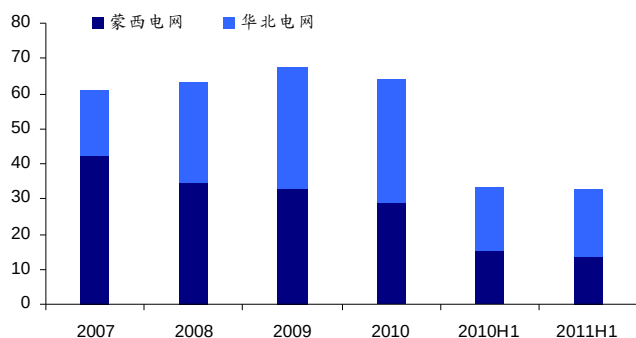
图 4 公司各项业务贡献主营利润比例 (2004-2011H1)



资料来源: 公司各年度报告及半年报, 海通证券研究所

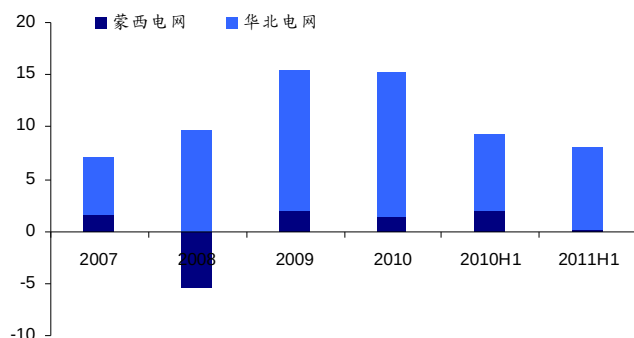
从区域来看, 2011 年上半年, 公司华北地区贡献收入 19.62 亿元, 占主营收入的 59%, 实现主营业务利润 7.96 亿元, 占主营利润的 98%。

图 5 公司不同地区贡献收入比例 (2007-2011H1)



资料来源: 公司各年度报告及半年报, 海通证券研究所

图 6 公司不同地区贡献主营利润比例 (2007-2011H1)



资料来源: 公司各年度报告及半年报, 海通证券研究所

从公司的前述收入和主营业务利润分析可以看到，由于为地方居民供热、而热价上调较为困难，所以导致内蒙华电的供热业务一直处于亏损状态。而另一方面，由于蒙西地区的电力供应相对充裕，当地电价普遍不高，所以该地区电厂的盈利能力远逊于外输到高电价华北地区的电厂。

公司下属典型的外输电厂主要有：上都电厂（持股 51%）、岱海电厂（持股 49%）、大唐托克托电厂和托克托第二发电（持股 15%）。从过去 5 年的财务数据可以看到，上述 3 家电厂合计对内蒙华电的权益贡献占到其当期归属母公司净利润的大部分、甚至超过其总额，显示公司下属蒙西地区电厂普遍处于盈利不佳的状态。

表 4 公司外输到华北地区重点电厂贡献权益净利润及其占比（2006-2010）

	贡献净利润金额（亿元）						占当期归属母公司净利润比例					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
当期归属母公司净利润	2.08	2.00	-8.00	4.04	6.54	5.13						
上都（51%）	0.04	1.48	2.54	4.49	5.19	2.54	2%	74%	-32%	111%	79%	50%
岱海（49%）	0.80	2.18	2.23	1.56	1.84	1.79	38%	109%	-28%	39%	28%	35%
大唐托克托*（15%）	0.00	2.08	2.14	1.60	2.58	2.65	0%	104%	-27%	40%	39%	52%
上述电厂权益利润合计	0.83	5.74	6.91	7.65	9.61	6.99	40%	287%	-86%	189%	147%	136%

资料来源：公司各年度报告及半年报，海通证券研究所（注：此处大唐托克托包括托克托电厂和第二发电）

2. 重点电厂分析

2.1 上都电厂：三期建成，力保 2012 年业绩增长

2002 年 2 月，内蒙华电与北京国际电力开发投资公司（现为北京能源投资（集团）），共同出资组建内蒙古上都（正蓝）发电公司，占 51% 的持股比例。2003 年上半年，该合资公司正式组建，一期工程 2 台 60 万千瓦火电机组开工，于 2006 年下半年全部投产。

2005 年，上都二期（2 台 60 万千瓦火电机组）开始筹备，两台机组分别于 2007 年下半年、2008 年下半年投产。

2010 年，上都三期 2 台 66 万千瓦、上都四期 2 台 66 万千瓦火电机组已上报发改委。其中，上都三期将于 2011 年底全部建成投产。

表 5 上都电厂详细经营数据一览

	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	备注
销售收入（亿元）	4.99	18.60	28.98	34.24	35.50	19.62	
主营成本（亿元）		13.08	19.32	20.82	21.65	11.66	2006 年未公布该数据
毛利率		30%	33%	39%	39%	41%	
净利润（亿元）	0.07	2.90	4.98	8.80	10.17	4.99	所得税率 15%，从 2006 年起“两免三减半”
净利润率	1%	16%	17%	26%	29%	25%	

资料来源：公司各年度报告及半年报，海通证券研究所

从上表可以看到，随着华北地区用电紧张、机组利用小时提升，上都电厂其所占有的内蒙富煤地区低价煤、华北用电地区高电价的优势变得更为明显。对应其 240 万千瓦装机容量，年净利润在 10 亿元左右。

因此，预计将在明年投产的都三期每年也有望至少贡献权益净利润在 2-2.5 亿元，成为公司 2012 年业绩内生性增长的重要保障。

2.2 岱海电厂：二期获准，添 2011 年业绩增长点

2002 年 2 月，内蒙华电与北京国际电力开发投资公司（现为北京能源投资（集团）有限公司），共同出资组建内蒙古岱海发电公司，占 49% 的持股比例。2003 年上半年，该合资公司正式组建，一期工程 2 台 60 万千瓦火电机组开工，于 2005 年投产。

2005 年，岱海二期（2 台 60 万千瓦火电机组）开始筹备，两台机组于 2007 年建成，但是一直到 2011 年 1 月才获得发改委核准。

表 6 岱海电厂详细经营数据一览

	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	备注
销售收入（亿元）	12.23	18.61	18.75	19.18	20.08	19.44	
主营成本（亿元）	8.92	14.17	14.31	15.8	16.02		2011 年上半年未公布
毛利率	27%	24%	24%	18%	20%		
净利润（亿元）	1.63	4.44	4.56	3.18	3.76	3.66	
净利润率	13%	24%	24%	17%	19%	19%	

资料来源：公司各年度报告及半年报，海通证券研究所（注：岱海二期 2007 年已经投产，有部分上网电量）

与上都电厂类似，岱海电厂的区位优势（低煤价、高电价）也十分明显。不同的是，岱海所处凉城地区的煤炭外输条件略好于上都所在的正蓝旗地区；其次，上都地区主要是褐煤产区，煤炭不宜远距离运输。所以岱海所处地区煤价较上都都要高一些，导致岱海电厂的毛利率、净利润率略低于上都电厂。

按照 2011 年上半年的经营情况来看，预计岱海电厂一、二期 4 台 60 万千瓦机组每年可实现净利润约为 7 亿元，为内蒙华电 2011 年新增权益净利润 1.7-1.8 亿元，成为其 2011 年的主要业绩增长点。

2.3 托克托电厂：经营稳定，公司盈利重要支柱

2001 年，内蒙华电用配股募集资金收购了大唐托克托发电 15% 股权，该项目建设规划 6 台 60 万千瓦火电机组。同时，公司于 2002 年投资参与托克托第二发电（2 台 60 万千瓦）的建设，仍以 15% 的比例出资。根据会计准则，公司按当期托克托电厂和托克托第二发电的分红收益确认投资收益。

2003 年、2004 年、2005 年，托克托发电一、二、三期（分别 2 台 60 万千瓦）相继投产，其具体经营数据如下表所示。2008 年托克托第二发电核准投产，2009 年开始盈利，在 2010 年和 2011 年分别为内蒙华电贡献分红收益 0.57 亿元和 0.51 亿元。

表 7 托克托电厂详细经营数据一览

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	备注
销售收入（亿元）	37.81	51.84	53.82	51.93	54.56	56.07		2011 年上半年未公布
主营成本（亿元）	22.16	29.98	32.43	39.64	37.02	39.19		
毛利率	41%	42%	40%	24%	32%	30%		
净利润（亿元）	12.93	15.41	16.41	11.78	14.88	18.63		
净利润率	34%	30%	30%	23%	27%	33%		
内蒙华电获分红收益（亿元）	1.05	0.00	2.08	2.14	1.60	2.01	2.14	
分红比率	54%	0%	90%	87%	91%	90%	14.27	根据分红，及上年托克托盈利推算

资料来源：公司各年度报告及半年报，海通证券研究所

凭借与上都电厂、岱海电厂相似的地理位置优势，托克托电厂的净利润率也高达 30%，这与国内大部分火电近年来盈利持续下滑形成鲜明的对比，也是内蒙华电在过去几年重要的业绩稳定器。

基于对未来 2 年，华北地区用电紧张、及内蒙煤炭开采增加的预期，托克托电厂及

托克托第二电厂有望继续每年为内蒙华电贡献 2.5-2.6 亿元的分红收益。

此外，公司还储备了一批外送电项目，如：上都四期（2 台 66 万千瓦）、魏家峁煤电一体化（8 台 60 万千瓦）、和林电厂（2 台 60 万千瓦），尚需国家发改委核准开工。

3. 本次定增方案

3.1 非公开发行预案

2011 年 2 月，公司公布非公开发行预案，拟向不超过 10 家机构投资者，发行不超过 6 亿股，募集资金用于收购大股东北方电力下属魏家峁煤电一体化项目、鄂尔多斯电厂，以及扩建上都三期。

此后，由于调整了魏家峁煤电项目的收购方案，公司今年 5 月重新审议了新发行方案，并终止 2 月的方案。7 月，根据公司股价波动，正式确定发行价格为 7.76 元。募集资金总额 46 亿元，其与实际资金需求（59 亿元）的缺口部分将通过公司自有资金解决。

其中，需要说明的是，2 月和 7 月方案中魏家峁煤电项目之所以收购股权比例有所变更，主要是因为魏家峁露天煤矿的采矿权为华能集团所有，为了减少未来与集团之间的关联交易，所以今年 6 月华能集团先将其所持有的魏家峁露天煤矿采矿权对魏家峁公司进行了增资。从而导致魏家峁煤电的股权结构从原先的内蒙华电持股 40%：北方电力持股 60%，变更为内蒙华电持股 12%：华能集团 70%：北方电力 18%。

表 8 公司非公开发行股票预案三个版本内容比较

	方案 1(2011 年 2 月公布)	方案 2(2011 年 5 月公布)	方案 3(2011 年 7 月公布)
发行股份上限	6 亿股	6 亿股	6 亿股
发行底价	9.17 元	9.21 元	7.76 元
募集资金	55.02 亿元	55.26 亿元	46.56 亿元
拟收购资产	收购北方电力所有魏家峁煤电 60%股权	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	收购华能集团、北方电力持有魏家峁煤电 70%、18% 的股权（投资 40.8 亿元）
	增资魏家峁，建设年产 600 万吨露天矿	增资魏家峁，建设年产 600 万吨露天矿	增资魏家峁，建设年产 600 万吨露天矿（投资 1 亿元）
	收购北方电力下属鄂尔多斯电厂	收购北方电力下属鄂尔多斯电厂	收购鄂尔多斯电厂，改制为聚达公司（投资 12.07 亿元）
	扩建上都三期	扩建上都三期	扩建上都三期（投资 5 亿元）
大股东是否参与	否	否	否
发行后大股东持股比例	54.56%	54.56%	54.56%

资料来源：公司非公开发行股票预案 20110222，公司非公开发行股票预案 20110510，公司非公开发行股票预案 20110719，海通证券研究所

3.2 收购资产价格分析

公司本次拟收购资产的具体情况如下所示，前面两项（魏家峁煤电项目和聚达公司）均为向大股东收购资产。

魏家峁煤电项目涉及投资约 41 亿元，主要是用于收购其煤矿资产。资料显示，魏家峁露天煤矿目前注册资本金为 45 亿元，以华能集团和北方电力合计持股 88%来算，收购 PB 为 1.03 倍。

按照 7 月披露方案中《魏家峁露天煤矿采矿权评估报告书》，魏家峁露天煤矿的可采储量为 3.58 亿吨（煤种为优质动力煤），则本次收购对应单位可采储量价格为 13 元/吨，较 2010 年华电国际收购的内蒙古鄂尔多斯上海庙矿区黑梁煤矿、芒哈图煤矿和沙章图煤矿的价格要高出约 20%，与 2011 年市场煤同比涨幅基本一致。

不过,从 5 月披露方案中《魏家峁 600 万吨/年露天煤矿项目初步设计》,其可采储量为 7.83 亿吨。所以,本次魏家峁煤电项目收购对二级市场股东是较为有利的。

同时,鄂尔多斯电厂的收购价格 12 亿元也较为划算。2011 年 6 月底,鄂尔多斯电厂净资产为 8.7 亿元,对应收购价格 PB 为 1.38 倍,与二级市场华能国际等火电企业估值水平相当。不过从 PE 角度来看,2010 年该电厂实现发电量 61.07 亿度,上网电量 56.05 亿度,收入 13.78 亿元。参照其周边电厂盈利来看,预计鄂尔多斯电厂年可贡献净利润 1.5-2 亿元左右,对应收购价格 PE 为 6-8 倍,远低于二级市场火电企业。

表 9 公司通过定增收购项目信息一览

投资项目名称	资产类别	项目产能信息	产能建设进度	项目亮点
魏家峁煤电项目	电厂	总规划为 8 台 60 万千瓦机组 一期建设 2 台 60 万千瓦机组	前期 尚未获得路条	投产后拟通过特高压(晋东南-南阳-荆门外送)线路外送,有望享受外送电的高上网电价
	露天煤矿	总规划 1200 万吨/年 一期建设 600 万吨/年	已获核准 在建	矿区交通发达,运输便利,所产煤炭可外运至周边鄂尔多斯、包头及呼和浩特地区电厂,销路顺畅、电厂客户稳定可靠
鄂尔多斯电厂项目 (聚达公司 100%股权)	电厂	两台 60 万千瓦机组	已分别于 2006 年 12 月 和 2007 年 6 月投产	西电东送的重要电源点;部分电量转送华北电网向北京送电
上都三期项目	电厂	两台 66 万千瓦机组	在建,预计 2012 年投产	西电东送北通道重要电源项目,直接以 500KV 出线向京津唐电网送电

资料来源:公司非公开发行股票预案 20110719,海通证券研究所

3.3 收购资产影响

短期从业绩贡献来看,对公司 2012 年业绩有影响的主要是鄂尔多斯电厂和上都三期在建项目,不过由于本次发行募集资金总额远低于公司原先 58 亿元的预期。所以对于上都电厂三期的贷款金额减少估计影响很小。因此,本次收购对公司 2012 年业绩增长,主要体现在鄂尔多斯电厂收购所带来的利润增加。

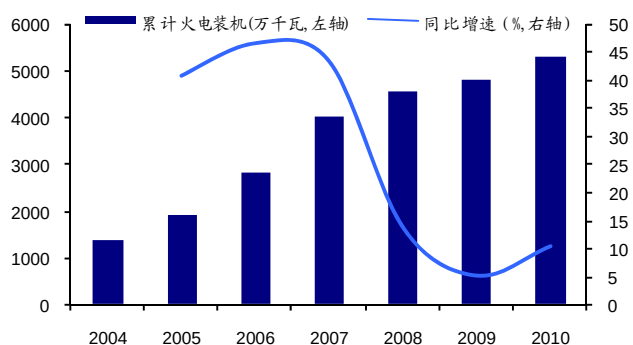
从长期来看,随着 2013 年魏家峁煤矿的全面投产、以及配套电厂项目逐步落实,有望成为公司新的利润增长点。

4. 未来看点

4.1 内生动力:内蒙地区电力供需改善,机组盈利改善

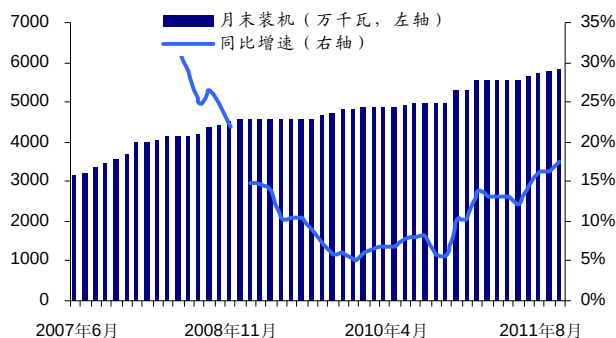
截至到 2010 年底,内蒙地区火电装机容量达到 5289 万千瓦,较上年增加 492 万千瓦。到 2011 年 10 月底,内蒙地区规模以上火电机组装机容量达到 5835 万千瓦,较上年同期增加 865 万千瓦。

图 7 内蒙古火电年末装机容量(2004-2010)



资料来源:中电联,海通证券研究所

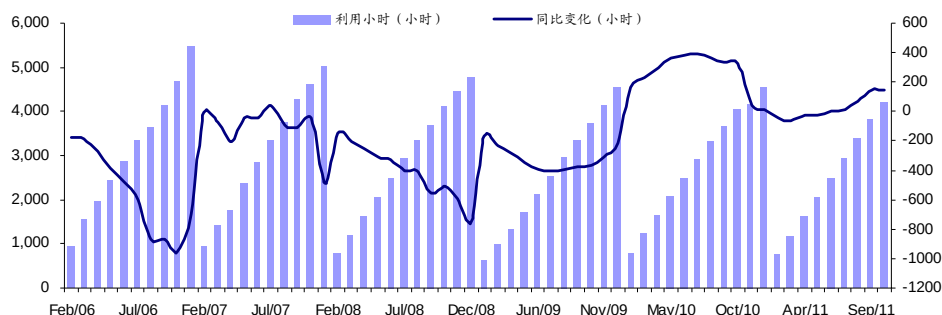
图 8 内蒙古单月月末装机容量(2007/06-2011/10)



资料来源:中电联,海通证券研究所

大量新建机组集中投产、加之宏观经济的波动，导致当地机组利用小时一度出现持续大幅回落。过去 6 年中（2006-2011 年）的每年前 10 个月，内蒙古火电年度累计机组利用小时分别为 4665 小时、4601 小时、4091 小时、3724 小时、4050 小时和 4197 小时。2010-2011 年的机组利用小时回升主要是得益于当地需求的持续攀升。

图 9 内蒙古火电机组累计机组利用小时及其同比变化（2006-2011）



资料来源：中电联，海通证券研究所

目前来看，内蒙地区的大型在建项目规模在 1000 万千瓦左右，其中约有 40% 是火电。随着内蒙古承接产业转移，未来两年当地能源需求仍有望较快增长。而考虑到新建项目中火电机组占比明显下降，当地火电机组利用小时预计还将继续回升。

这点对于目前内蒙华电下属大量位于蒙西的电厂来说尤为重要。因为此前基于当地丰富的电煤储量，各大发电集团大量投资建设电厂，导致蒙西火电机组利用小时大幅下滑（综合前述的内蒙地区总体火电机组利用小时变化，和上都、岱海等送华北电网的火电机组利用小时变化，可以推知，蒙西地区在过去几年机组利用小时下滑相当惊人），使得蒙西地区火电企业盈利不佳。

随着经济能源需求增长、新增机组减少，蒙西地区火电机组利用小时将继续缓步回升，从而有助于改善内蒙华电下属大部分电厂的盈利情况。

4.2 外延成长：大股东具备持续注入资产的意愿和能力

公司大股东——北方联合电力有限责任公司是内蒙古自治区最大的发电企业，截至 2010 年末，其控制装机容量为 1406 万千瓦，占蒙西电网统调发电机组总装机容量的 32%。

根据 11 月 7 日公告，公司大股东北方联合公司根据其同业竞争承诺，进一步细化 2012、2013 年可以分批启动注入的资产内容。从其公布的资产名单来看，包括：北方公司持有的神华北电胜利能源有限公司、内蒙古集通铁路(集团)有限责任公司、内蒙古蒙达发电有限责任公司的股权，以及北方公司拥有的丰镇发电厂 5、6#机组和北方公司控制的高头窑、铎尖、吴四圪堵等煤矿项目资产。

根据北方电力的 2011 年短期融资券中的财务数据可以看到，2008-2010 年，北方联合实现归属母公司净利润分别为 -20.8 亿元、-12 亿元、-7.64 亿元；同时，内蒙华电实现归属母公司净利润为 -8 亿元、4.04 亿元、6.54 亿元。

由此可见，并不是北方电力下属所有的资产对内蒙华电都会有业绩增厚作用。本次承诺的资产注入对象具体情况如下所示。由于近年来煤价持续居高不下，大股东煤炭相关资产对公司短期业绩增厚更为明显。

表 10 大股东旗下资产一览 (蓝色底纹为通过本次定增已注入公司资产, 灰色底纹为 2012-2013 年规划注入资产)

分支机构及子公司		控股公司		参股公司	
公司名称	持股比例 (%)	公司名称	持股比例 (%)	公司名称	持股比例 (%)
包头一电厂	100	宝日希勒发电	60	辽宁能港	32.97
包头二电厂	100	蒙华乌海热电	70	神华北电胜利能源	35.18
乌拉特发电厂	100	蒙达发电	43	北京三吉利能源	3.75
乌海发电厂	100	北通煤电	90	中国华能集团燃料	7
北方联合电力燃料公司	100	兴安热电	99	永诚财产保险	10
呼和浩特金桥热电厂	100	北方龙源风电	81.25	集通铁路	30
临河热电厂	100	北联电能源	51	华能财务	10
蒙西发电厂	100	锡林郭勒热电	99	申银万国	0.19
鄂尔多斯发电厂	100	魏家峁煤电	60	上海宝鼎投资	0.4
右中电厂 (筹)	100	桦尖煤炭	53	长安保险经纪	0.75
扎鲁特煤电 (筹)	100	内蒙华电	71.08	中能开发	20
杭锦 (筹)	100			内蒙古电力科学研究院	50
丰镇发电厂	100				
包头第三热电厂	100				
东坪煤矿 (筹)	100				
巴彦宝力格煤电 (筹)	100				
丰镇电厂四期扩建项目	100				
旗下营电厂 (筹)	100				
土左电厂 (筹)	100				
科林热电	100				
煤炭运销公司煤炭运销公司	100				

资料来源: 北方联合电力有限责任公司 2011 年度第一期短期融资券募集说明书, 海通证券研究所

表 11 大股东 2012-2013 年规划注入资产相关信息

资产类别	注入资产名称	项目产能信息	建设进度
煤炭	神华北电胜利能源有限公司	公司开采的胜利西一号露天矿, 可采储量 18.90 亿吨, 到 2015 年煤炭生产能力达到 5000 万吨/年, 发电装机容量达到 4×660MW; 到 2020 年煤炭生产能力达到 6000 万吨/年, 发电装机容量达到 8×660MW; 2010 年已投产煤炭产能 1000 万吨/年	扩建
	桦尖露天煤矿	地质储量 1.39 亿吨, 可采储量 1.07 亿吨。设计年生产能力 300 万吨	在建
	高头窑煤矿	探明储量 101505 万吨, 可采储量 65891.19 万吨。设计年产量 800 万吨	在建
	吴四圪堵煤矿*	设计利用储量 2.3 亿吨, 可采储量 1.59 亿吨。设计年生产能力 240 万吨	已投产
铁路	内蒙古集通铁路 (集团) 有限责任公司	目前管辖营业总里程 1316.3 公里, 其中集 (宁) ~ 通 (辽) 铁路 (944.4 公里)、锡 (林浩特) ~ 多 (伦) 铁路 (273.9 公里), 锡 (林浩特) ~ 乌 (兰浩特) 线锡 (林浩特) ~ 扎布其尔段 (98 公里)。近期运量 2.2 亿吨/年, 远期运量近 4 亿吨/年。	--
电厂	内蒙占蒙达发电 有限责任公司	由国家重点工程项目达拉特发电厂一、二期工程组成, 有 4 台 330MW 发电机组, 是自治区建设的重要能源基地, 实施向北京送电的重要电源点	已投产
	丰镇发电厂 5、6#机组	每台装机容量为 20 万千瓦	已投产

资料来源: 北方联合电力有限责任公司 2011 年度第一期短期融资券募集说明书, 公司网站, 海通证券研究所

注: 高头窑、吴四圪堵隶属于北方联合电力下属的北联电能源

表 12 部分远期注入资产与内蒙华电经营数据比较 (2010)

	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	ROE
神华北电胜利能源	12.77	13.11	2.09	15.94%	16.37%
蒙达发电	16.05	13.69	2.03	14.83%	12.65%
内蒙华电	64.52	67.39	6.54	9.70%	10.14%
集通铁路	71.33	53.29	2.32	4.35%	3.25%

资料来源: 北方联合电力有限责任公司 2011 年度第一期短期融资券募集说明书, wind, 海通证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1 盈利预测

在对公司 2011-2013 年进行盈利预测时, 我们主要的假设如下所示:

(1) 2011 年底前进行定向增发, 大股东资产收购完成, 2012 年起计算摊薄后业绩;

(2) 考虑到当地用电需求增速、及装机增速, 假设未来蒙西地区火电机组利用小时每年回升 150 小时左右;

(3) 假设因为电煤需求上升, 当地煤价每年上涨 3%; 而电价受管制并没有及时相应调整。

(4) 魏家峁煤矿 2012 年开始出煤, 2013 年达产; 上都三期 2012 年开始投产。

则, 预计内蒙华电下属蒙西地区电厂盈利基本与当前相同。2011 年的业绩增长主要来源于岱海电厂二期的核准、新收购的鄂尔多斯电厂; 2012 年的业绩增长主要来自于新投产的上都三期、以及魏家峁煤矿投产; 2013 年的业绩增长主要来自于魏家峁煤矿全面达产。

假设 2011 年底公司完成定向增发, 收购母公司资产, 预计 2011、2012、2013 年实现归属母公司净利润分别为 9.39 亿元、12.54 亿元、14.94 亿元, 对应摊薄后 EPS 分别为 0.36 元、0.49 元、0.58 元。

上述盈利预测, 并没有考虑大股东北方联合的下一步资产注入承诺内容。

5.2 估值与评级

考虑到目前上市火电企业当前的平均估值水平, PE 在 25 倍左右, PB 在 1.5 倍左右。对应 2011-2012 年盈利预测, 则内蒙华电的估值水平应该在 9-12.25 元, 较目前股价仍有 20% 以上的上涨空间。考虑到未来公司自身的业绩增长的确定性、以及集团资产注入预期, 维持公司的“买入”评级。

表 13 上市火电公司市值及其 PE、PB (市值数据截至 2011 年 11 月 29 日)

代码	简称	市值 (亿元)	PE (倍)		PB (倍)	
			2010A	2011E(TTM)	2010A	2011Q3
600642.SH	申能股份	217.52	15.86	16.99	0.82	1.19
600886.SH	国投电力	144.69	29.26	37.71	1.40	1.30
000027.SZ	深圳能源	187.92	13.39	17.95	1.14	1.31
000543.SZ	皖能电力	49.86	22.79	44.92	1.29	1.34
600027.SH	华电国际	213.97	102.95	36.57	1.34	1.34
000531.SZ	穗恒运 A	26.92	19.90	34.70	1.93	1.37
000539.SZ	粤电力 A	142.39	18.59	28.08	1.40	1.39
600011.SH	华能国际	698.55	19.71	38.62	1.32	1.39
000600.SZ	建投能源	39.74	383.02	-84.30	1.38	1.40
600098.SH	广州控股	131.58	17.63	25.45	1.43	1.44
000875.SZ	吉电股份	35.24	261.70	-53.16	1.48	1.53
600795.SH	国电电力	411.04	17.12	13.04	1.66	1.57
601991.SH	大唐发电	648.20	26.20	31.08	1.95	1.66
000037.SZ	深南电 A	28.51	-24.87	-28.04	1.64	1.79
600021.SH	上海电力	111.69	57.93	29.05	1.94	1.97
600726.SH	华电能源	59.20	135.19	-105.24	1.75	1.99
600578.SH	京能热电	60.22	22.41	22.01	1.79	2.01
000690.SZ	宝新能源	71.48	21.62	25.97	2.24	2.17
600396.SH	金山股份	26.91	439.95	60.21	2.57	2.71
000899.SZ	赣能股份	37.70	-95.30	-18.90	2.61	2.99
600780.SH	通宝能源	95.16	307.04	33.39	4.30	3.07
600509.SH	天富热电	66.62	45.80	27.70	3.41	3.23
000966.SZ	长源电力	24.94	-8.00	-4.89	2.09	3.33
600744.SH	华银电力	31.38	153.04	-55.82	2.05	3.36
600863.SH	内蒙华电	171.77	26.28	28.93	4.21	3.63
000720.SZ	ST 能山	28.58	-328.91	-19.74	3.21	3.72
000767.SZ	漳泽电力	58.24	-7.77	-6.31	3.86	6.03
001896.SZ	*ST 豫能	41.14	192.58	141.63	6.80	9.04
行业平均 (整体法)			27.04	33.35	1.70	1.63

资料来源: wind, 海通证券研究所

本次公司定向增发价格 7.76 元，对应 2011-2012 年业绩，PE 仅为 16-21 倍，低于行业平均估值水平，具有较高的安全边际，建议投资者参与。

6. 风险提示

- （1） 宏观经济波动、及煤价涨跌对公司业绩影响较大
- （2） 魏家峁电厂等外输电源投资项目获批时间存在较大不确定性

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	26.28	23.83	17.67	14.96
P/B	4.21	2.31	2.05	1.80
P/S	2.55	2.76	2.29	2.04
EV/EBITDA	14	13	9	7

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债率	72.64%	60.02%	58.59%	56.96%
流动比率	0.34	1.36	1.94	2.57
速动比率	0.28	1.28	1.85	2.47
已获利息倍数	2.95	2.56	3.25	3.58
负债权益比率	2.65	1.44	1.36	1.28
借款/股东权益	1.49	0.80	0.80	0.78

盈利能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	27.17%	24.87%	28.38%	29.94%
净利率	9.70%	12.31%	11.60%	12.96%
净资产收益率	20.88%	9.71%	11.58%	12.03%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产回报率	2.77%	3.17%	3.84%	4.07%
息税摊销折旧利润率	35%	33%	36%	37%

经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
资产周转率	0.07	0.08	0.08	0.08
应收帐款周转率	2.34	4.56	2.50	2.41
应收帐款周转天数	155.98	80.04	146.00	151.45
存货周转天数	26.59	30.00	30.00	30.00

盈利增长	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	-6.36%	20.18%	20.70%	12.27%
营业利润增长率	39.48%	14.72%	50.43%	22.35%
净利润增长率	38.54%	10.12%	42.34%	19.37%
EBIT 增长率	39.45%	14.73%	50.45%	22.34%
EBITDA 增长率	9.52%	11.20%	32.11%	15.14%

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	6,739	8,099	9,775	10,974
主营业务成本	5,213	6,085	7,000	7,688
主营业务利润	1,526	2,014	2,775	3,286
管理费用	19	24	29	33
财务费用	648	929	968	1,032
利润总额	1,258	1,453	2,184	2,671
EBIT	1,263	1,449	2,180	2,667
折旧摊销	1,120	1,201	1,321	1,364
EBITDA	2,383	2,650	3,501	4,031
投资收益	464	461	491	545
其他营业外收入	-4.73	3.5	3.5	3.5
所得税	102	179	371	507
净利润	1,156	1,273	1,812	2,163
少数股东损益	503	334	546	668
毛利率	22.65%	24.87%	28.38%	29.94%
每股收益 (元)	0.33	0.36	0.49	0.58

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	242	6,186	9,807	13,896
应收款项	667	888	1,071	1,203
存货	380	500	575	632
流动资产	1,993	8,395	12,301	16,596
固定资产	18,018	17,759	16,716	15,652
总资产	23,579	29,633	32,987	36,764
应付帐款	850	1,000	1,151	1,264
长期借款	9,631	9,921	11,312	12,812
非流动负债	11,307	11,597	12,988	14,488
总负债	17,127	17,787	19,329	20,942
少数股东权益	2,374	2,708	3,254	3,922
权益合计	6,452	12,381	14,194	16,357
付息负债	11,190	11,480	12,871	14,371
每股净资产 (元)	2.06	3.75	4.24	4.82

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,156	1,273	1,812	2,163
折旧摊销	1,120	1,201	1,321	1,364
营运资金变动	85	-229	-134	-93
经营活动现金流	2,566	2,713	3,477	3,921
固定资产投资		-942	-278	-300
无形资产投资		0	0	0
资本支出	107	-1694	-2160	-2345
公司自由现金流	2191.03	2703.48	3268.19	3620.83
投资活动现金流	-1,748	-981	-278	-300
长期贷款增加		290	1391	1,500
股票发行		600	0	0
融资活动现金流	-740	4,211	423	468
现金净流量	78	5,944	3,621	4,089
每股经营现金流 (元)	0.99	1.05	1.35	1.52

资料来源: 公司 2010 年年报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陆凤鸣：公用事业行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、国电清新、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lmf@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队
娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人
高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431
周 霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx9807@htsec.com

联系人
王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733
李 珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

联系人
陈 瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433
联系人

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨卉 (021) 23219760

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

联系人
武 亮 (021) 23219883
黄 轩 (021) 23219886

wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

倪玉娟 (021) 23219820

nyj6638@htsec.com

计算机及通信行业
陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770
联系人
蒋 科 (021) 23219474
侯云哲 (021) 23219815

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com
hyz6671@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓 勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙 华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业
董 乐 (021) 23219374
联系人
黄 媚 (021) 23219638
汤 婧 (021) 23219809

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白 洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382
李 晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人:
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇 (0755) 82775282
齐 莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com 朱昂 (021) 23219397 za6533@htsec.com	北京地区销售团队 孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
 地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021) 23219000
 传真: (021) 23219392
 网址: www.htsec.com