

在建项目将陆续投产

2008 年年报点评

报告摘要：

- 金山股份公布2008年年报：实现营业收入18.096亿元，同比增长19.2%；实现归属于母公司净利润1136万元，同比下降90.1%，基本每股收益0.03元，业绩低于市场预期。
- 将公司08年1136万元的利润进行分解（见表1）：（1）由于公司全资的2.4万千瓦将在10年关停，母公司计提了资产减值准备3589万元，减少了EPS0.08元。扣除此因素影响，公司实际业绩为0.11元，同比下降67%；（2）受到煤价上涨和利率上升的影响，公司下属的桓仁热电、南票煤电和阜新煤矸石电厂业绩大幅下滑，合计减少EPS达到0.17元；（3）沈海热电由于扩建机组投产运营发电量增加和所得税减免的影响，其业绩大幅增长，增加公司EPS0.047元；（4）由于气候影响，康平和彰武风电厂发电量下降，减少EPS0.016元。
- 随着沈阳金山“以大代小”项目和丹东热电项目得到发改委的核准，公司主要的四大在建项目都已得到核准（白音华电厂、南票电厂二期、沈阳金山“以大代小”和丹东热电），其中白音华和南票二期将在09年投产，金山热电将在10年投产，丹东热电将在2011年投产，因此公司在未来3年装机容量将持续增长，3年复合增速达到50%。公司在建项目未来盈利前景较好，我们看好其长期发展前景。
- 公司最大的问题是资金压力较大，实际上08年受到银行收紧信贷的影响，白音华电厂等在建项目被迫放慢了建设进度，使公司业绩的释放期有所延后。目前公司的资产负债率达到75%，如果不进行股本融资的话，将很快突破80%。公司在建的四大电厂和海州煤矿未来2~3年的资本金支出将达到11亿元以上，我们估计将会有50%以上通过股本融资。
- 我们预计公司09~11年EPS为0.34元、0.59元和0.83元，其中假设公司在10年股本扩张1亿股，动态PE分别为27、15和11倍。考虑到公司近期的高成长性和长期发展前景，维持“买入-A”评级，目标价位12元。

评级：

买入-A

上次评级：买入-A

目标价格：

12.00 元

期限：6 个月 上次预测：6.60 元

现价：9.00 元

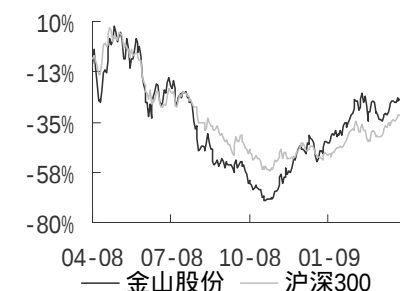
报告日期：

2009-04-13

市场数据

总市值(百万元)	3,065.40
流通市值(百万元)	2,546.92
总股本(百万股)	340.60
流通股本(百万股)	282.99
12 个月最高/最低	3.19/12.48 元
十大流通股股东(%)	41.41%
股东户数	50,448

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.80	1.45	13.05
绝对收益	23.49	39.79	(18.35)

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,518.6	1,809.6	1,794.1	2,422.0	3,564.8
Growth(%)	128.0%	19.2%	-0.9%	35.0%	47.2%
净利润	181.7	28.0	174.5	397.5	487.9
Growth(%)	62.3%	-89.8%	907.2%	126.3%	41.2%
毛利率(%)	14.6%	-1.0%	28.1%	31.8%	31.3%
净利润率(%)	7.3%	0.6%	6.4%	10.7%	10.3%
每股收益(元)	0.33	0.03	0.34	0.59	0.83
每股净资产(元)	2.87	2.90	3.20	4.82	5.55
市盈率	27.5	269.9	26.8	15.3	10.8
市净率	3.1	3.1	2.8	1.9	1.6
净资产收益率(%)	12.3%	1.8%	10.1%	13.6%	14.6%
ROIC(%)	7.4%	6.2%	7.0%	7.4%	7.4%
EV/EBITDA	23.5	1,360.1	16.7	13.3	10.3
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%

研究员

张龙

021-68766113

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn

前期研究成果

金山股份：即将进入爆发期

2008-10-27

金山股份：真实业绩好于预期

2008-08-24

金山股份：业绩低于预期，长期仍可看好

2008-03-31

表1：公司08年业绩分解（单位：万元，元/股）

	康平 风电	彰武 风电	恒仁 热电	南票 煤电	阜新 热电	沈海 热电	母公司 及其他	合计
2006	537	331	588	2133	-8	1797	1500	6877
2007	345	252	525	3074	3368	3432	165	11160
2008	29	23	-519	945	834	5050	-5226	1136
变化值	-316	-229	-1044	-2129	-2534	1618	-5391	-10024
影响 EPS	-0.009	-0.007	-0.031	-0.062	-0.074	0.047	-0.158	-0.294

数据来源：公司定期报告

表2：公司08年分季度业绩（单位：万元）

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
营业收入	46,016	46,498	41,197	47,245
营业成本	32,286	35,617	34,401	39,744
营业税金及附加	573	608	152	864
销售费用	27	44	58	37
管理费用	2,681	2,855	3,319	3,157
财务费用	5,561	5,878	5,823	5,427
资产减值损失	1,030	3,673	-541	-531
公允价值变动净收益	1	-17		0
投资净收益	2,397	1,453	210	450
营业利润	6,255	-740	-1,807	-1,003
营业外收入	63	6	10	452
营业外支出	27	161	36	367
利润总额	6,291	-894	-1,832	-917
所得税	1,000	-631	-548	0
净利润	5,290	-263	-1,284	-917
少数股东损益	1,172	1,177	20	-691
归属于母公司所有者的净利润	4,119	-1,440	-1,304	-226

数据来源：wind资讯

表3：公司主要电厂项目（单位：万千瓦）

	机组	装机容量	权益	权益容量	附注
沈阳金山热电	2×0.6+1×1.2	2.4	100%	2.4	2010 年关停
桓仁热电	2×1.2	2.4	80%	1.92	
南票煤电一期	2×10	20	50%	10	
沈海热电	3×20	60	26%	15.6	
彰武风电	29×0.085	2.465	51%	1.26	
康平风电	29×0.085	2.465	51%	1.26	
阜新煤矸石热电	4×15	60	51%	30.6	
白音华一期	2×60	120	31%	37.2	2009 年投产
南票煤电二期	2×15	30	50%	15	2009 年投产
沈阳金山热电扩建	2×20	40	100%	40	2010 年投产
丹东热电扩建	2×30	60	100%	60	2011 年投产
合计				63.03（不包括在建项目）	

数据来源：安信研究中心整理

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-4-13

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,518.6	1,809.6	1,794.1	2,422.0	3,564.8	成长性					
减: 营业成本	1,297.3	1,827.7	1,289.5	1,651.6	2,447.8	营业收入增长率	128.0%	19.2%	-0.9%	35.0%	47.2%
营业税费	19.3	22.1	26.3	33.2	46.5	营业利润增长率	89.9%	-89.5%	661.4%	136.5%	24.6%
销售费用	1.1	1.7	1.9	1.6	1.3	净利润增长率	62.3%	-89.8%	907.2%	126.3%	41.2%
管理费用	98.8	120.1	130.3	145.3	160.3	EBITDA 增长率	93.9%	-98.1%	11275.9%	67.6%	54.4%
财务费用	173.3	226.9	216.4	237.2	442.3	EBIT 增长率	46.2%	-211.4%	-374.0%	71.2%	45.0%
资产减值损失	-1.0	36.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	99.5%	-7.9%	30.0%	66.8%	43.1%
加: 公允价值变动收益	0.1	-0.2	-	-	-	投资资本增长率	9.5%	15.5%	57.9%	43.7%	25.2%
投资和汇兑收益	34.5	45.1	74.5	129.8	135.0	净资产增长率	21.9%	3.5%	13.3%	69.7%	14.5%
营业利润	256.0	26.8	204.2	483.0	601.8	利润率					
加: 营业外净收支	9.2	-0.6	4.1	4.1	4.1	毛利率	14.6%	-1.0%	28.1%	31.8%	31.3%
利润总额	265.2	26.2	208.3	487.1	605.9	营业利润率	16.9%	1.5%	11.4%	19.9%	16.9%
减: 所得税	83.5	-1.8	33.8	89.6	118.0	净利率	7.3%	0.6%	6.4%	10.7%	10.3%
净利润	181.7	28.0	174.5	397.5	487.9	EBITDA/营业收入	18.1%	0.3%	33.1%	41.1%	43.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.1%	-8.5%	23.4%	29.7%	29.3%
货币资金	390.7	394.4	358.8	484.4	713.0	运营效率					
交易性金融资产	0.3	-	-	-	-	固定资产周转天数	837	789	865	867	843
应收帐款	82.4	72.9	176.9	238.9	351.6	流动营业资本周转天数	31	41	155	166	134
应收票据	97.5	134.0	147.5	199.1	293.0	流动资产周转天数	183	220	292	239	202
预付帐款	91.3	657.7	659.0	660.7	663.1	应收帐款周转天数	24	12	19	26	25
存货	86.1	179.7	123.6	158.4	234.7	存货周转天数	16	26	30	21	20
其他流动资产	20.0	1.4	1.4	1.4	1.4	总资产周转天数	1,144	1,125	1,455	1,522	1,373
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	986	932	1,300	1,436	1,295
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	315.7	387.4	537.4	666.4	666.4	ROE	12.3%	1.8%	10.1%	13.6%	14.6%
投资性房地产	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	ROA	3.5%	0.5%	2.1%	3.3%	3.2%
固定资产	4,013.9	3,921.8	4,696.3	6,975.7	9,726.8	ROIC	7.4%	6.2%	7.0%	7.4%	7.4%
在建工程	64.7	197.5	1,658.7	2,571.4	2,435.1	费用率					
无形资产	77.2	75.4	70.4	65.7	61.3	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
其他非流动资产	11.8	29.7	8.3	6.3	4.3	管理费用率	6.5%	6.6%	7.3%	6.0%	4.5%
资产总额	5,255.1	6,055.5	8,442.0	12,031.9	15,154.2	财务费用率	11.4%	12.5%	12.1%	9.8%	12.4%
短期债务	522.0	938.0	1,980.9	4,240.4	7,686.7	三费/营业收入	18.0%	19.3%	19.4%	15.9%	16.9%
应付帐款	366.4	349.5	127.2	162.9	241.4	偿债能力					
应付票据	19.0	124.8	70.7	90.5	134.1	资产负债率	72.0%	74.8%	79.6%	75.7%	77.9%
其他流动负债	438.9	407.6	425.2	497.7	626.3	负债权益比	257.0%	297.6%	389.2%	310.9%	351.9%
长期借款	2,389.5	2,627.5	4,027.5	4,027.5	3,027.5	流动比率	0.57	0.79	0.56	0.35	0.26
其他非流动负债	47.5	85.0	85.0	85.0	85.0	速动比率	0.51	0.69	0.52	0.32	0.23
负债总额	3,783.3	4,532.4	6,716.4	9,104.0	11,801.0	利息保障倍数	0.80	-0.68	1.94	3.04	2.36
少数股东权益	493.5	536.8	637.3	805.0	909.1	分红指标					
股本	340.6	340.6	340.6	440.6	440.6	DPS(元)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.06
留存收益	637.7	645.8	747.6	1,682.2	2,003.5	分红比率	5.9%	60.0%	6.0%	4.4%	7.1%
股东权益	1,471.9	1,523.1	1,725.5	2,927.8	3,353.2	股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	181.7	28.0	174.5	397.5	487.9	EPS(元)	0.33	0.03	0.34	0.59	0.83
加: 折旧和摊销	138.3	160.6	173.4	275.3	492.7	BVPS(元)	2.87	2.90	3.20	4.82	5.55
资产减值准备	-1.0	36.3	-	-	-	PE(X)	27.5	269.9	26.8	15.3	10.8
公允价值变动损失	-0.1	0.2	-	-	-	PB(X)	3.1	3.1	2.8	1.9	1.6
财务费用	50.7	175.5	229.1	216.4	237.2	P/FCF	-166.1	-51.2	-9.1	-4.2	-66.3
投资收益	-34.5	-45.1	-74.5	-129.8	-135.0	P/S	2.0	1.7	1.7	1.6	1.1
少数股东损益	70.1	16.7	60.1	138.6	122.4	EV/EBITDA	23.5	1,360.1	16.7	13.3	10.3
营运资金的变动	192.8	-19.7	-312.1	-19.9	-32.7	CAGR(%)	29.8%	159.2%	51.7%	17.2%	10.9%
经营活动产生现金流量	538.9	338.0	237.8	898.8	1,377.4	PEG	0.9	1.7	0.5	0.9	1.0
投资活动产生现金流量	-528.6	-815.8	-2,642.5	-2,626.2	-1,352.0	ROIC/WACC	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	189.0	481.5	2,231.7	2,810.9	1,978.1	REP	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。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。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@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