

金山股份

600396

增持/ 首次评级

股 价	2009/09/10
RMB8.26	

基础数据

总股本（百万股）	341
流通 A 股（百万股）	283
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2533

财务数据

市净率 (X)	3.03
TRACING P/E (X)*	-825.2
EPS (元)	0.03
股息率 (%)	0.22

*最近四季盈利计算。

相关研究

分析 师

王 爽

+755-82493570

wangshuang@lhqz.com

周 衍 长

+755-82364464

zhouyc@lhqz.com

差异化经营，即将进入收获季节

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1809.6	898.3	1818	2272	2924
(+/-%)	19.2	-2.9	0.5	24.9	28.7
归属母公司净利润(百万元)	11.4	11.7	29	128	177
(+/-%)	-90.1	-56.2	151.3	348.1	38.8
EPS(元)	0.03	0.03	0.08	0.38	0.52
P/E(倍)	246.8	259.8	98.2	22.0	15.8

■ **差异化经营，受政策扶持，盈利能力强。**公司的热电联产、风力发电、煤矸石发电和煤电联营项目都受到政策大力扶持，盈利能力强于一般火电。在 08 年火电经营环境极度恶劣的情况下，公司毛利率仍能保持在 21.5%。即将投产的南票二期、白音华金山项目都是热电联产或煤电联营项目。

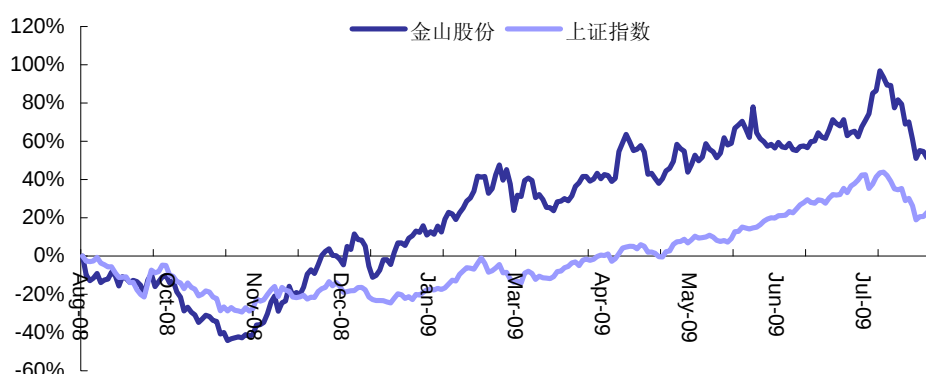
■ **即将进入爆发式增长期。**根据公司在建工程进度，2010-2012 年公司权益装机规模年复合增长率将达到 52.6%。2009 年底或 2010 年初，白音华金山坑口电厂投产将显著增强公司盈利能力。

■ **投资收益将支撑业绩高增长。**沈海热电 1#、2#机组折旧完毕，盈利能力强而稳定，预计 2009-2011 年贡献投资收益 0.45 亿元。白音华金山电厂具有煤电联营的独到优势，预计 2010-2011 年贡献投资收益分别为 0.83 和 1.45 亿元。预计 2010-2011 年总投资收益折合 EPS 为 0.38 和 0.56 元，分别占全年 EPS 的 100.0%和 107.3%。

■ **华电集团入主将消除资金瓶颈。**我们华电集团入主后资产注入的预期较小，但是在公司目前资产负债率较高的情况下，华电集团的入主将有效消除公司目前面临的资金瓶颈问题，使公司规模增长更加确定。

■ **估值与评级。**我们保守测算公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.08、0.38、0.52 元，预计 2010-2012 年净利润年复合增长率超过 30%，估值水平以 25 倍动态 PE 较为合理，该水平为电力行业成长型公司的平均估值水平，其合理价值为 9.5-10.0 元，首次给予“增持”评级。

最近 52 周股价表现



差异化经营，盈利能力出众

经营非常规电厂，受政策扶持

**公司电厂充分享受电量
优先上网、发电量保证、
税收优惠等政策**

与其他电力企业经营策略所不同的是，公司所经营的发电业务包括热电联产、风力发电、煤矸石/劣质煤发电和煤电联营等绿色或节能主题电厂，都是国家当前能源政策和产业政策重点扶持对象。公司的热电联产、风力发电和煤矸石发电等项目在上网、发电、税收方面都受到政策大力扶持；煤电联营项目在政策上鼓励发展，上网电价享受辽宁地区的标杆电价待遇。

表 1、公司电厂享受政策扶持情况

电厂	机组类型	上网政策	发电政策	税收政策
阜新金山	热电、煤矸石	优先上网	以热定电	向居民收取供暖收入免征增值税、房产税、城镇土地使用税
南票一期	热电、劣质煤、煤电联营	优先上网	以热定电	向居民收取供暖收入免征增值税、房产税、城镇土地使用税
桓仁金山	热电	优先上网	以热定电	向居民收取供暖收入免征增值税、房产税、城镇土地使用税
康平风电	风电	优先上网	以风定电	增值税减半征收
彰武风电	风电	优先上网	以风定电	增值税减半征收
沈海热电	热电	优先上网	以热定电	向居民收取供暖收入免征增值税、房产税、城镇土地使用税
南票二期	热电、劣质煤、煤电联营	优先上网	以热定电	向居民收取供暖收入免征增值税、房产税、城镇土地使用税
白音华金山	坑口电厂	送辽宁		

数据来源：联合证券研究所。

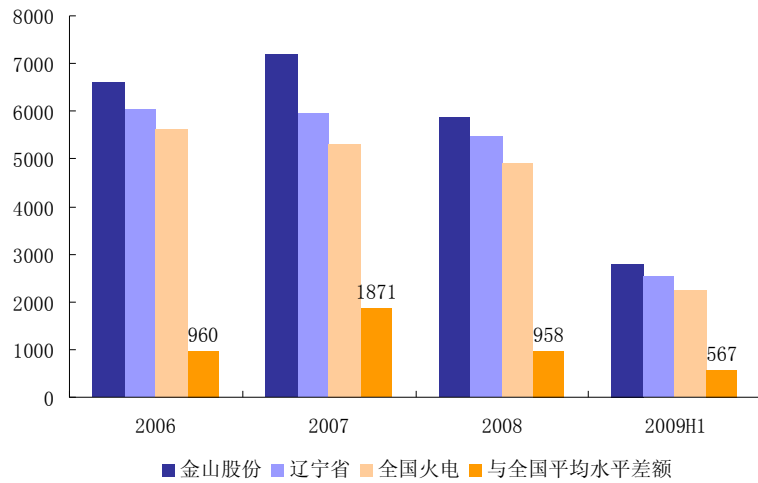
独特优势造就非凡盈利能力

公司差异化经营策略，造就了公司的核心竞争能力。在火电行业经营环境趋于不利情况下，公司具备较强的防御能力。而在经营环境趋于有利时，照旧享受行业景气。公司热电联营电厂发电优先上网、以热定电的发电上网政策，有效降低利用小时数同步下滑的幅度；煤电联营电厂减少煤价波动影响，较好地锁定利润。

**受政策扶持，利用小时
数较高**

从公司机组历史利用小时数情况来看，从 2006 年至今，公司机组利用小时数远高于辽宁省及全国火电平均水平，显示公司机组在争取和保持发电量方面有较强的能力。

图 1、金山股份与辽宁省火电行业利用小时情况比较*



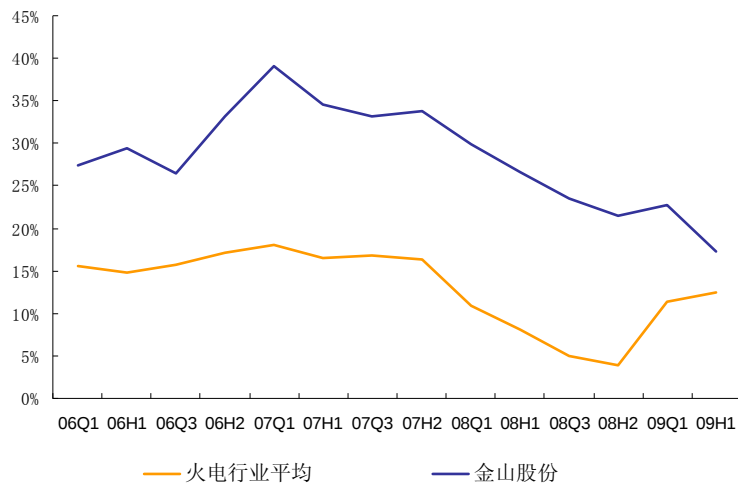
数据来源：中电联，公司公告，联合证券研究所。*不计入公司当年新投产机组利用小时数

从公司销售利润率情况来看，06-08 年间，公司销售平均利润率为 29.9%，高于全国火电平均销售利润率 16.6 个百分点，尤其是 08 年火电经营环境极度恶劣的情况，公司销售利润率仍保持在 21.5%，充分显示公司具备较强的盈利能力。

历史盈利能力突出

由于地区煤价维持高位以及南票煤电煤炭生产成本加大，导致公司 09 年上半年销售利润率下滑至 17.3%，但仍然高于全国平均水平 4.8 个百分点。

图 2、金山股份与全国火电行业销售利润率情况比较



数据来源：国家统计局，公司公告，联合证券研究所。

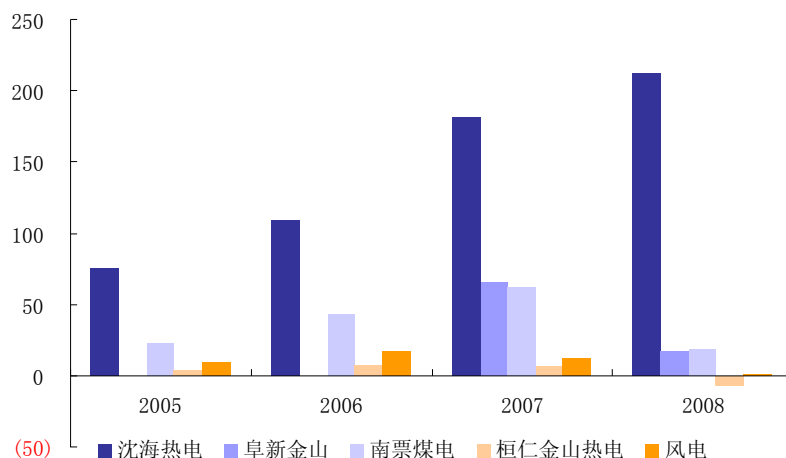
已有电厂项目质量优质

已有项目盈利能力突出，尤其是沈海热电是上市公司维持良好业绩的保证。

- 沈海热电：由于 1#和 2#机组已经折旧完毕，该电厂盈利能力突出。2008 年净利率更是达到 17.5%，投资收益占公司净利润比重为 180.2%。
- 阜新金山热电：该金山股份与阜新矿业集团的合作项目，在燃煤供应及成本控制方面具有优势。另外该电厂享受了增值税征收方面的优惠政策。该电厂发电项目投产后就显示了较强的盈利能力。
- 南票煤电一期：该电厂以“热电联产+煤电联营+煤研石/劣质煤”的经营模式，充分享受政策优势及煤电联营带来的燃煤成本和供应的控制能力。

图 3、在役电厂净利润情况

百万元



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

即将进入收获季节

公司权益装机规模即将进入第二次爆发式增长态势，预计未来两年公司规模分别增长 86.1%和 88.3%，至 2011 年权益总装机容量达到目前的 3.5 倍。而华电集团的入主，解决公司目前面临的资金瓶颈，使公司规模增长更加确定。

规模即将爆发式增长

06-07 公司进入首次爆发式增长阶段，该两年内新投产机组的权益装机容量达到 35.8 万千瓦，目前拥有在役机组权益装机容量 60.63 万千瓦。

表 2、公司已有装机情况				万千瓦
电厂	装机容量	权益比例	权益装机容量	投产日期
阜新金山	60	51%	30.60	2006/2007
南票煤电一期	20	50%	10.00	2004
桓仁金山	2.4	80%	1.92	2004
康平风电	2.465	51%	2.46	2003/2006
彰武风电	2.465	51%	1.26	2003/2006
沈海热电	60	26%	15.60	2002/2007
合计	147.33		60.63	

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

公司致力于差异化经营，继续加大受国家政策扶持的电力项目投资。积极介入煤炭资源开发，建设白音华金山坑口电厂；结合国家供暖规划，推进城市集中供热项目，建设南票二期、热电分公司和丹东金山热电项目；并继续加大对新能源（风电）开发的投入。

装机规模即将爆发式增长，单机规模大幅提升

根据公司在建工程进展情况，2010-2011 年将是公司进入第二次爆发式增长期。预计南票二期和白音华金山坑口电厂将在 2009 年底或 2010 年初投产，该两电厂的投产将使公司权益装机规模增长 86.1%。2010-2012 年公司权益装机规模年复合增长率将达到 52.6%。

表 3、在建或筹建电力项目装机情况 万千瓦

电厂	装机容量	权益比例	权益装机容量	预计投产日期
南票二期	30	50%	15	2010
白音华金山	120	31%	37.2	2010
热电分公司	40	100%	40	2011
丹东热电	60	100%	60	2012
康平、彰武三期	4.93	51%	2.5	2012
合计	254.9		154.7	

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

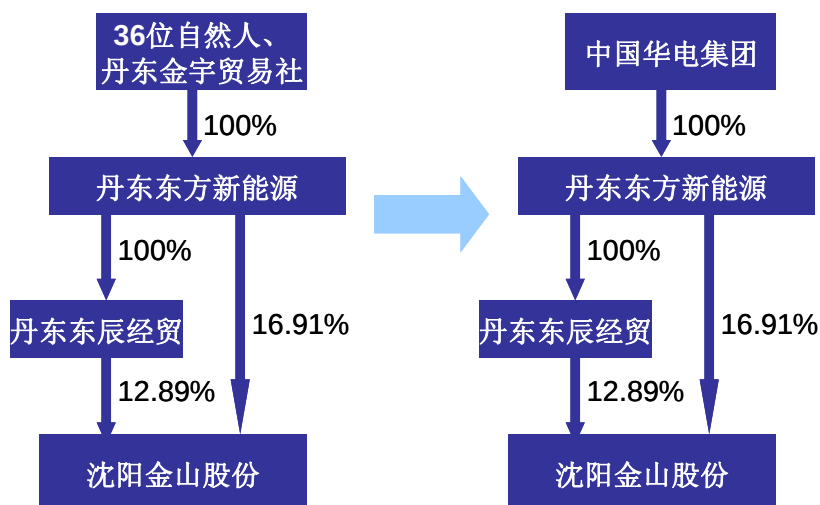
华电集团入主或将消除资金瓶颈

华电集团明确以华电能源作为东北地区的能源和资本运作平台，因此华电集团入主后资产注入的预期较小，但是在公司目前资产负债率较高的情况，华电集团的入主将有效消除公司目前面临的资金瓶颈问题，使公司规模增长更加确定。

华电集团入主，公司规模增长更加确定

根据公司的已有项目投资规划，建设热电分公司、丹东热电和风电等项目至少需要投资总金额 51 亿元，按资本金 20% 计算，需要自有资金 10.5 亿元，而公司 08 年和 09 年上半年的资产负债率已经分别达到了 74.8% 和 77.3%，已经存在资金瓶颈问题。

图 4、华电集团入主后公司股权变化情况



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

未来新投产项目盈利分析

白音华项目投产将显著增强盈利能力

预计 2010-2011 年白音华金山项目贡献投资收益分别为 0.83 和 1.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.24 和 0.43 元

白音华金山坑口电厂的投产将成为公司主要的利润来源。根据我们测算，2010-2011 年贡献投资收益分别为 0.83 和 1.45 亿元。坑口电厂的特殊盈利模式，决定该电厂具有较强的稳定的盈利能力，尤其在煤价和电价同时上涨时，该电厂将会有超预期的表现。

假设:

海州露天煤矿——比较同一地区的中电投露天煤业的经营情况

- 坑口含税煤价: 09 上半年年露天煤业坑口含税煤价约为 175 元/吨, 发热量为 3100 大卡/千克; 海州煤矿原煤发热量为 3800 大卡/千克, 我们认为海州煤矿坑口含税煤价约为 215 元/吨。
- 净利润率: 参考露天煤业的盈利情况, 我们认为海州煤矿的净利润率应该约为 18.8%, 即每吨原煤拥有 40 元/吨的净利润
- 资本投资额度: 总投资金额为 16.8 亿元, 自有资金 5.9 亿元, 贷款金额为 10.9 亿元

白音华金山坑口电厂

- 燃煤价格: 即为海州煤矿坑口含税煤价, 为 215 元/吨
- 发电量及耗煤量: 供电利用小时为 5000 小时, 年供电量为 60 亿千瓦时, 发电耗原煤量为 390 万吨
- 电价: 按照辽宁地区火电标杆电价 0.3417 元/千瓦时计算
- 资本投资额度: 总投资金额为 54 亿元, 自有资金为 10.8 亿元, 贷款金额为 43.2 亿元

表 4、白音华金山坑口电厂盈利预测

百万元

财务项目	2010E		2011E	
	煤矿	电厂	煤矿	电厂
一、营业总收入	860.0	1460.0	1075.0	1752.0
二、营业总成本	592.6	1317.6	663.0	1467.7
营业成本	459.5	965.5	514.6	1104.6
营业税金及附加	30.1	17.5	37.6	21.0
销售费用	8.6	0	10.7	0
管理费用	43.0	96.9	53.8	116.3
财务费用	60.0	237.6	57.0	225.7
三、营业利润	267.5	142.4	412.0	284.3
四、利润总额	267.5	142.4	412.0	284.3
所得税	40.1	21.4	61.8	42.6
五、净利润	227.3	121.1	350.2	241.7
归属金山股份所有者净利润	45.5	37.5	70.1	74.9
贡献每股收益	0.1335	0.1102	0.2057	0.2200
合计贡献每股收益	0.2437		0.4257	

数据来源: 公司公告, 联合证券研究所。

通过对白音华金山坑口电厂的归属于金山股份的净利润与煤价及电价的敏感性分析, 结果显示净利润对电价调整具有更高的弹性, 对煤价上涨具有较强的防御能力。

白音华金山项目对煤价
上涨具有较高的防御能
力

表 5、白音华电厂的归属金山股份净利润敏感性分析

煤价 电价	-5%	0	+5%	+10%
0	1.83%	0.00%	-1.81%	-3.64%
+2%	7.68%	5.87%	4.06%	2.23%
+5%	16.49%	14.69%	12.85%	11.04%

数据来源: 联合证券研究所。

南票煤矿成本增加，二期煤电项目盈利恐不佳

南票地区煤田经过 50 多年的规模采掘，煤炭资源日益枯竭，采矿成本逐年提高，产量逐年下降。南票矿务局原有的 8 座矿井中已有 3 座因资源枯竭而关闭，而现有的邱皮沟、小凌河、赵家屯等 3 个矿井已经采至-700 以下，濒临-800 极限，已被认定为危机矿井。07-08 年南票地区煤炭产量分别为 295、276 万吨，相对产煤高峰期 508 万吨的产量，产量降低了约 45%。

目前南票矿务局煤炭年产量为 170-180 万吨左右，随着南票二期投产，总发电耗煤量将达到 240 万吨左右，届时需要重新开启原有因煤层自然条件差、采矿成本较高而暂时关闭的煤矿，这将大大增加综合采矿成本。另外，国家对煤炭开采安全性要求提高，势必导致大幅增加生产安全方面投入。09 年上半年南票煤炭因生产难度加大，导致毛利率较 08 年下降了 23.9 个百分点。我们对南票二期的盈利能力表示谨慎态度。

图 5、南票煤炭业务收入和毛利率情况

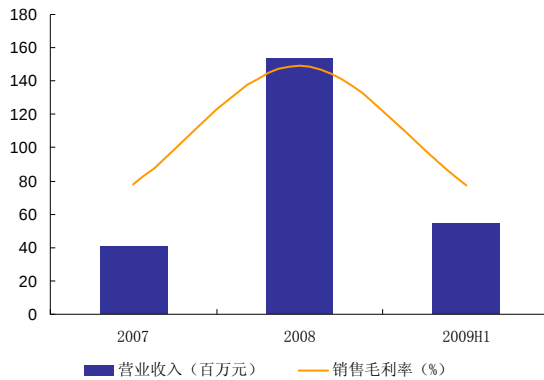
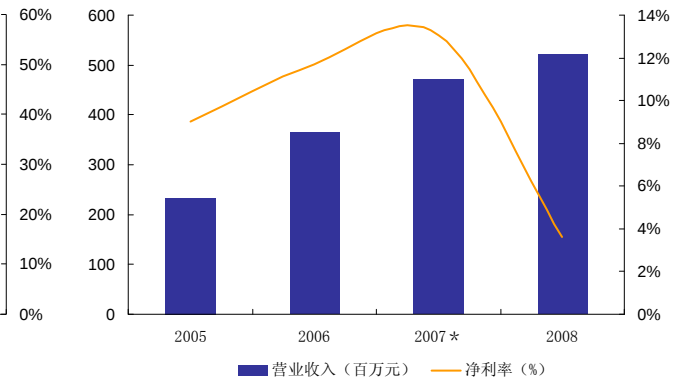


图 6、南票煤电营业总收入与净利率情况



数据来源：联合证券研究所。*2007 年并入煤矿业务

按照煤矸石（包括煤泥）数量占入炉原料 63% 计算，两期 50 万千瓦机组需要煤矸石（包括煤泥）146.8 万吨，同时需配占入炉原料 37% 发热量为 15.9MJ/kg 的洗混煤 97.6 万吨，每年耗煤量约为 244.4 万吨。

表 6、南票煤电用煤量预测*

机组	煤矸石（含煤泥）	洗混煤	万吨
一期 2*100MW	62.8	41.8	104.6
二期 2*150MW	84.0	55.8	139.8
合计	146.8	97.6	244.4

数据来源：联合证券研究所。*发电利用小时按 5200 小时计算

盈利预测及估值

假设

- **利用小时数:** 2009-2011 年供电综合利用小时数为 5200、5250 和 5250 小时
- **机组投产时间:** 2010 年初南票煤电二期、白音华金山坑口电厂投产; 2011 年初热电分公司项目投产
- **电价政策:** 2009-2011 年维持目前上网电价及优惠政策
- **煤价:** 09 年煤价同比上涨 4%; 2010-2011 年维持 09 年水平

估值与评级

沈海热电和白音华金山电厂盈利能力强, 受煤炭价格波动影响较小, 业绩向下弹性较小。南票煤电二期盈利预测较为谨慎, 其余电厂盈利能力保守预测维持 2008 年水平, 因此在经济回暖复苏时, 业绩超预期表现将是大概率事件。

我们保守测算公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.08、0.38、0.52 元, 目前股价对应的动态市盈率为 98X、22X、16X。公司新项目将于 2010 年陆续投产, 业绩将在 2010 年开始体现, 应以 2010 年业绩作为估值基准。公司储备电厂项目优质, 成长性较好, 预计 2010-2012 年净利润年复合增长率超过 30%, 估值水平以 25 倍动态 PE 较为合理, 公司合理价值为 9.5-10.0 元之间, 首次给予“增持”评级。

风险提示

新项目投产时间不如预期

目前白音华金山电厂的电网建设是制约该项目投产的主要因素, 而该因素存在很大不可控性。另外, 南票二期项目可能存在因配套设施建设滞后而延迟投产。2010 年后投产的新项目可能存在资金瓶颈问题而延迟投产。

南票煤电二期盈利能力或低于预期

尽管做南票煤电二期时较为保守, 但由于南票地区因长时间规模采矿, 地表沉陷的问题非常严重, 目前已经形成 6 个沉陷区, 政府随时可能大幅提高对该地区采矿安全标准, 从而增加公司采矿成本。

桓仁金山热电或被关停计提减值损失

桓仁金山热电公司装机容量为 2.4 万千瓦, 于 2004 年被公司收购, 截至 2008 年底资产规模为 2.07 亿元。根据国家“上大压小”的政策, 桓仁金山热电或将被关停, 届时计提的减值损失将严重影响公司的业绩。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1440	2492	3345	3893
现金	394	1855	2558	2878
应收账款	44	68	85	109
其它应收款	29	16	20	26
预付账款	658	293	360	466
存货	180	146	180	233
其他	135	114	141	180
非流动资产	4615	4666	5782	7490
长期投资	387	636	686	736
固定资产	3922	3918	4999	6677
无形资产	75	75	75	75
其他	231	36	21	1
资产总计	6056	7158	9127	11383
流动负债	1820	1936	2361	2808
短期借款	938	1200	1500	1800
应付账款	136	146	180	233
其他	746	590	680	775
非流动负债	2712	3661	5054	6667
长期借款	2628	3561	4934	6517
其他	85	100	120	150
负债合计	4532	5596	7414	9475
少数股东权益	537	554	577	595
股本	341	341	341	341
资本公积	305	305	305	305
留存收益	340	362	490	668
归属母公司股东权益	986	1008	1136	1313
负债和股东权益	6056	7158	9127	11383

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	338	666	477	606
净利润	28	46	151	196
折旧摊销	161	201	239	322
财务费用	227	205	245	329
投资损失	-45	-45	-128	-190
营运资金变动	-52	267	-46	-73
其它	20	-8	17	22
投资活动现金流	-816	-200	-1242	-1860
资本支出	815	-0	1320	2000
长期投资	-26	246	50	50
其他	-27	45	128	190
筹资活动现金流	482	995	1468	1574
短期借款	416	262	300	300
长期借款	238	933	1373	1583
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-172	-200	-205	-309
现金净增加额	4	1461	703	320

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1810	1818	2272	2924
营业成本	1420	1464	1801	2331
营业税金及附加	22	18	23	29
营业费用	2	2	2	3
管理费用	120	120	150	193
财务费用	227	205	245	329
资产减值损失	36	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	45	45	128	190
营业利润	27	54	179	230
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	6	1	1	1
利润总额	26	57	182	233
所得税	-2	11	31	37
净利润	28	46	151	196
少数股东损益	17	17	23	18
归属母公司净利润	11	29	128	177
EBITDA	414	461	663	881
EPS (元)	0.03	0.08	0.38	0.52

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	19.2%	0.5%	24.9%	28.7%
营业利润	-89.9%	101.7%	230.3%	28.9%
归属于母公司净利润	-90.1%	151.3%	348.1%	38.8%
获利能力				
毛利率	21.5%	19.5%	20.7%	20.3%
净利率		0.6%	1.6%	5.6%
ROE	1.2%	2.8%	11.3%	13.5%
ROIC	6.1%	5.2%	6.9%	6.8%
偿债能力				
资产负债率	74.8%	78.2%	81.2%	83.2%
净负债比率	82.82%	88.64%	90.01%	90.52%
流动比率	0.79	1.29	1.42	1.39
速动比率	0.69	1.21	1.34	1.30
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.28	0.28	0.29
应收账款周转率	27	30	28	28
应付账款周转率	10.76	10.38	11.03	11.28
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.08	0.38	0.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.99	1.96	1.40	1.78
每股净资产 (最新摊薄)	2.90	2.96	3.34	3.86
估值比率				
P/E	248.58	98.92	22.08	15.91
P/B	2.86	2.80	2.49	2.15
EV/EBITDA	15	14	10	7

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。