

彭全刚
010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn

2010年1月6日

金马集团 (000602.SZ)/18.20元

煤电联营典范，成长空间广阔

电力

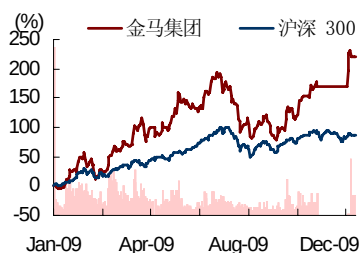
审慎推荐-B(首次)

基础数据

上证综指	3244
总股本(万股)	15075
已上市流通股(万股)	14863
总市值(亿元)	27
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	2.2
资产负债率	72.5%
主要股东	深圳市奉安投资发展
主要股东持股比例	0.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	37	253
相对表现	22	31	159



相关报告

金马集团发布公告，拟向鲁能集团定向增发4亿股，收购其持有的河曲电煤、河曲发电、王曲发电三个项目。增发完成后，鲁能集团持有上市公司80.75%的股权，实现绝对控股。鲁能集团将以金马集团为煤电产业平台，将优质项目注入上市公司，我们首次给予“审慎推荐”投资评级，建议17元以下买入，长期持有。

- **定向增发收购电厂煤矿，变身煤电联营企业。**金马集团发09年12月25日发布公告，向鲁能集团发行不超过4亿股，收购鲁能其持有的河曲电煤70%股权、河曲发电60%股权、王曲发电75%股权。同时，金马集团将转让眉山启明星铝业40%的股权。重组完成后，资产构成和营业收入都将以电力、煤炭为主，公司变身为煤电联营企业。
- **鲁能集团绝对控股，打造资本运作平台。**如果本次定向增发顺利完成，鲁能集团将持有上市公司80.74%的股权，对金马集团实现绝对控股。公告显示：鲁能集团将以金马集团为煤电资产的整合平台，下属煤电资产满足上市条件后，通过适当的方式注入上市公司，逐步实现煤电产业的整体上市。
- **内生性增长确定，盈利能力较强。**本次收购的煤矿产能300万吨，装机容量240万千瓦。我们从鲁能集团公司网站发现，收购的煤矿规划产能为1000~1200万吨，规划装机容量为1200万千瓦，只要资产收购能够顺利完成，内生性成长就已经非常确定。
- **外延式发展空间巨大，集团优质项目较多。**鲁能集团主页显示，公司正在开发的宁夏鸳鸯湖项目规划装机360万千瓦，配套煤矿600万吨；新疆哈密项目规划装机1000万千瓦，配套煤矿7000万吨；黑龙江宝清项目规划装机480万千瓦，配套煤矿1400万吨。如果收购这些项目，未来成长空间非常大。
- **煤电联营项目，盈利能力较强。**由于鲁能集团开发的多为煤电联营项目，盈利能力较强，即使在煤价大幅上涨时盈利也非常有保证。2008年在全国火电项目普遍亏损的情况下，公司河曲发电公司仍然盈利4.15亿元。由于拥有煤炭资源，公司的经营策略可以较为灵活，在煤价高涨时对外多销售煤炭，在煤价较低是赚取发电利润。
- **首次给予“审慎推荐”的投资评级。**公司给出10、11年每股收益预测分别为0.57和0.60元。我们判断公司在建煤矿有望提前投产，一方面煤炭销售贡献利润，同时能够提升王曲发电的盈利能力，公司10、11年每股收益有望达到0.60、0.96元。公司向鲁能集团定向增发价格为14.22元，市场溢价按20%计算，17元以下相对安全。考虑到公司长期成长性，建议买入后长期持有。
- **风险提示：**公司是国家电网公司的下属企业，享有特殊的优势，但是国家的产业政策是“厂网分开”，如果无法通过国务院国资委的审核，定向增发可能无法完成，如果以后上市公司与国家电网公司脱离关系，经营中的优势会有所削弱。

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。