

# 即将进入爆发期

## 金山股份 2009 年年报点评

### 报告摘要:

- 公司2009年实现营业收入1.9亿元,同比增长5.3%;实现归属于母公司净利润4067万元,同比增长255%,每股盈利0.12元,基本符合预期。公司拟每10股派发现金红利0.2元(含税)。
- 主业盈利能力平稳,非经常项目促盈利增长:** 2009年公司平均电价上调4.7%,发电量增长1%,煤价上涨约6%,整体发电盈利能力与上年相当。如表1,当年盈利增长主要来自资产减值损失的减少。
- 四季度主业盈利大幅好转:** 四季度公司盈利1583万元,然而考虑当季母公司计提“上大压小”减值准备和南票煤电公司拆除部分固定资产的营业外支出,其主业盈利约4500万元,盈利大幅好转。一方面公司以热电、风电为主,在四季度会季节性增利,另一方面我们猜测与部分煤价下跌有关。
- 业绩即将进入爆发期:** 随着华电集团正式入主,公司过去一年来的管理空白期将结束。在大股东支持下,公司资金问题将通过股权融资和集团贷款的方式解决。由于未来两年资金压力仍很大,且资产负债率高(2009年合并报表78%),我们预计公司很快就会推出融资方案。  
而在足够资金支持下,公司在建的四大项目(白音华电厂、南票电厂二期、沈阳金山“以大代小”和丹东热电)预计将在2010-2011年按期投产,并成为公司未来三年的最主要增长点。
- 盈利预测与评级:** 假设2010-2012年煤价分别上涨5%、0%和0%,利用小时下降2%、0%和0%,预计EPS分别为0.34、0.66和0.87元,成长性突出。维持“增持-A”评级和12元的目标价。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1,809.6 | 1,905.9 | 2,237.1 | 3,664.7 | 4,266.5 |
| Growth(%) | 19.2%   | 5.3%    | 17.4%   | 63.8%   | 16.4%   |
| 净利润       | 28.0    | 48.5    | 142.5   | 290.1   | 368.1   |
| Growth(%) | -89.8%  | 258.0%  | 185.1%  | 93.4%   | 32.7%   |
| 毛利率(%)    | -1.0%   | 1.2%    | 22.4%   | 23.3%   | 23.9%   |
| 净利润率(%)   | 0.6%    | 2.1%    | 5.2%    | 6.1%    | 7.0%    |
| 每股收益(元)   | 0.03    | 0.12    | 0.34    | 0.66    | 0.87    |
| 每股净资产(元)  | 2.90    | 3.05    | 3.30    | 3.89    | 4.65    |
| 市盈率       | 271.4   | 75.8    | 26.6    | 13.7    | 10.4    |
| 市净率       | 3.1     | 3.0     | 2.7     | 2.3     | 1.9     |
| 净资产收益率(%) | 1.8%    | 3.5%    | 9.1%    | 15.5%   | 16.8%   |
| ROIC(%)   | 6.2%    | 4.2%    | 7.5%    | 8.4%    | 6.8%    |
| EV/EBITDA | 1,363.4 | 84.7    | 16.1    | 12.9    | 10.8    |
| 股息收益率     | 0.2%    | 0.2%    | 0.1%    | 0.4%    | 0.7%    |

### 评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

### 目标价格:

12.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 12.00 元

现价: 9.05 元

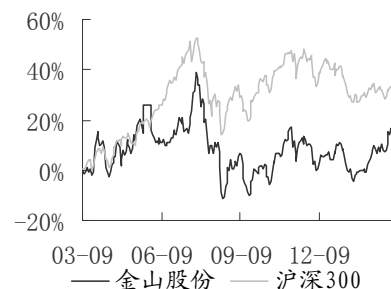
### 报告日期:

2010-03-26

### 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 3,082.43     |
| 流通市值(百万元)  | 2,561.07     |
| 总股本(百万股)   | 340.60       |
| 流通股本(百万股)  | 282.99       |
| 12 个月最高/最低 | 7.19/11.69 元 |
| 十大流通股股东(%) | 29.94%       |
| 股东户数       | 64,924       |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月  | 三个月   | 十二个月    |
|------|------|-------|---------|
| 相对收益 | 6.57 | 12.44 | (20.14) |
| 绝对收益 | 4.97 | 6.73  | 10.08   |

### 研究员

|              |                          |
|--------------|--------------------------|
| 张龙           | 首席行业分析师                  |
| 021-68766113 | zhanglong@essence.com.cn |
| 诸勤秒          | 助理行业分析师                  |
| 021-68765175 | zhuqm@essence.com.cn     |

### 前期研究成果

|                      |            |
|----------------------|------------|
| 金山股份: 股权变更完成, 业绩略超预期 | 2009-10-27 |
| 金山股份: 煤价上涨超预期        | 2009-08-20 |
| 金山股份: 在建项目将陆续投产      | 2009-04-13 |

**表 1 分电厂盈利贡献(万元)**

|           | 2008        | 2009        | 变动          | 贡献率         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 康平风电      | 29          | 136         | 107         | 4%          |
| 彰武风电      | 23          | 88          | 65          | 2%          |
| 恒仁热电      | -519        | 59          | 578         | 20%         |
| 南票煤电      | 945         | -1575       | -2520       | -86%        |
| 阜新热电      | 834         | 2213        | 1379        | 47%         |
| 沈海热电      | 4472        | 4963        | 491         | 17%         |
| 母公司资产减值损失 | -3589       | -922        | 2668        | 91%         |
| 公司本部及其他   | -1059       | -894        | 165         | 6%          |
| <b>合并</b> | <b>1136</b> | <b>4069</b> | <b>2933</b> | <b>100%</b> |

数据来源：安信证券研究中心

**表 2 单季利润表(万元)**

|                      | 09Q1         | 09Q2         | 09Q3         | 09Q4         |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b>         | <b>47292</b> | <b>42538</b> | <b>49362</b> | <b>51394</b> |
| <b>营业成本</b>          | <b>36564</b> | <b>37773</b> | <b>39167</b> | <b>37532</b> |
| 营业税金及附加              | 346          | 177          | 169          | 1142         |
| 销售费用                 | 32           | 45           | 58           | 44           |
| 管理费用                 | 2807         | 3141         | 3752         | 4312         |
| 财务费用                 | 4868         | 4954         | 4734         | 4820         |
| 资产减值损失               | 292          | -416         | -47          | 1939         |
| 公允价值变动净收益            |              |              |              |              |
| 投资净收益                | 1827         | 376          | 764          | 1997         |
| <b>营业利润</b>          | <b>4210</b>  | <b>-2760</b> | <b>2291</b>  | <b>3603</b>  |
| 营业外收入                | 113          | 131          | 57           | 856          |
| 营业外支出                | 3            | 38           | 80           | 2193         |
| <b>利润总额</b>          | <b>4320</b>  | <b>-2668</b> | <b>2269</b>  | <b>2267</b>  |
| 所得税                  | 838          | -297         | -239         | 1038         |
| <b>净利润</b>           | <b>3482</b>  | <b>-2371</b> | <b>2508</b>  | <b>1229</b>  |
| 少数股东损益               | 583          | -645         | 1197         | -354         |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>2900</b>  | <b>-1726</b> | <b>1311</b>  | <b>1583</b>  |
| 毛利率                  | 22.7%        | 11.2%        | 20.7%        | 27.0%        |

数据来源：WIND

**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 | 2010 年投产 |
| 南票煤电二期   | 2×15          | 30    | 50%  | 15   | 2010 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 |

数据来源：安信证券研究中心

| 财务报表预测和估值数据汇总 |         |          |          |          |          | 单位          | 百万元     | 模型更新时间  |         |        | 2010-3-26 |  |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|-------------|---------|---------|---------|--------|-----------|--|
| 利润表           | 2008    | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 财务指标        | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E  | 2012E     |  |
| 营业收入          | 1,809.6 | 1,905.9  | 2,237.1  | 3,664.7  | 4,266.5  | 成长性         |         |         |         |        |           |  |
| 减: 营业成本       | 1,827.7 | 1,882.1  | 1,736.9  | 2,812.4  | 3,248.8  | 营业收入增长率     | 19.2%   | 5.3%    | 17.4%   | 63.8%  | 16.4%     |  |
| 营业税费          | 22.1    | 18.3     | 23.2     | 39.5     | 49.0     | 营业利润增长率     | -89.5%  | 173.8%  | 104.6%  | 118.8% | 31.1%     |  |
| 销售费用          | 1.7     | 1.8      | 1.5      | 1.3      | 1.3      | 净利润增长率      | -89.8%  | 258.0%  | 185.1%  | 93.4%  | 32.7%     |  |
| 管理费用          | 120.1   | 140.1    | 143.3    | 170.3    | 170.3    | EBITDA 增长率  | -98.1%  | 1568.3% | 628.1%  | 66.2%  | 40.5%     |  |
| 财务费用          | 226.9   | 193.8    | 281.4    | 466.9    | 526.1    | EBIT 增长率    | -211.4% | -31.9%  | -513.1% | 84.3%  | 20.3%     |  |
| 资产减值损失        | 36.4    | 17.7     | -        | -        | -        | NOPLAT 增长率  | -7.9%   | -22.7%  | 90.9%   | 73.8%  | 16.7%     |  |
| 加: 公允价值变动收益   | -0.2    | -        | -        | -        | -        | 投资资本增长率     | 15.5%   | 6.2%    | 54.6%   | 43.6%  | 22.5%     |  |
| 投资和汇兑收益       | 45.1    | 49.6     | 99.4     | 154.5    | 160.0    | 净资产增长率      | 3.5%    | -8.6%   | 12.1%   | 19.7%  | 17.1%     |  |
| 营业利润          | 26.8    | 73.4     | 150.3    | 328.8    | 431.0    | 利润率         |         |         |         |        |           |  |
| 加: 营业外净收支     | -0.6    | -11.6    | 3.6      | 3.6      | 3.6      | 毛利率         | -1.0%   | 1.2%    | 22.4%   | 23.3%  | 23.9%     |  |
| 利润总额          | 26.2    | 61.9     | 153.9    | 332.4    | 434.6    | 营业利润率       | 1.5%    | 3.9%    | 6.7%    | 9.0%   | 10.1%     |  |
| 减: 所得税        | -1.8    | 13.4     | 11.4     | 42.3     | 66.5     | 净利润率        | 0.6%    | 2.1%    | 5.2%    | 6.1%   | 7.0%      |  |
| 净利润           | 28.0    | 48.5     | 142.5    | 290.1    | 368.1    | EBITDA/营业收入 | 0.3%    | 4.6%    | 28.4%   | 28.8%  | 34.7%     |  |
| 资产负债表         | 2008    | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    | EBIT/营业收入   | -8.5%   | -5.5%   | 19.3%   | 21.7%  | 22.4%     |  |
| 货币资金          | 394.4   | 489.0    | 447.4    | 732.9    | 853.3    | 运营效率        |         |         |         |        |           |  |
| 交易性金融资产       | -       | -        | -        | -        | -        | 固定资产周转天数    | 789     | 648     | 533     | 475    | 620       |  |
| 应收帐款          | 72.9    | 165.9    | 220.6    | 361.4    | 420.8    | 流动营业资本周转天数  | 41      | 138     | 217     | 185    | 179       |  |
| 应收票据          | 134.0   | 0.1      | 183.9    | 301.2    | 350.7    | 流动资产周转天数    | 220     | 313     | 326     | 246    | 250       |  |
| 预付帐款          | 657.7   | 1,136.1  | 1,137.8  | 1,140.6  | 1,143.9  | 应收帐款周转天数    | 12      | 18      | 27      | 24     | 28        |  |
| 存货            | 179.7   | 61.4     | 166.6    | 269.7    | 311.5    | 存货周转天数      | 26      | 23      | 18      | 21     | 25        |  |
| 其他流动资产        | 1.4     | 20.8     | 20.8     | 20.8     | 20.8     | 总资产周转天数     | 1,125   | 1,161   | 1,202   | 1,047  | 1,183     |  |
| 可供出售金融资产      | -       | -        | -        | -        | -        | 投资资本周转天数    | 932     | 978     | 1,093   | 987    | 1,112     |  |
| 持有至到期投资       | -       | -        | -        | -        | -        | 投资回报率       |         |         |         |        |           |  |
| 长期股权投资        | 387.4   | 775.6    | 872.6    | 1,004.6  | 1,004.6  | ROE         | 1.8%    | 3.5%    | 9.1%    | 15.5%  | 16.8%     |  |
| 投资性房地产        | 3.5     | -        | -        | -        | -        | ROA         | 0.5%    | 0.8%    | 1.6%    | 2.3%   | 2.4%      |  |
| 固定资产          | 3,921.8 | 2,937.7  | 3,687.5  | 5,987.6  | 8,710.7  | ROIC        | 6.2%    | 4.2%    | 7.5%    | 8.4%   | 6.8%      |  |
| 在建工程          | 197.5   | 468.6    | 1,821.3  | 2,669.0  | 2,493.6  | 费用率         |         |         |         |        |           |  |
| 无形资产          | 75.4    | 135.9    | 126.8    | 118.3    | 110.5    | 销售费用率       | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.0%   | 0.0%      |  |
| 其他非流动资产       | 29.7    | 51.2     | 16.0     | 10.7     | 6.7      | 管理费用率       | 6.6%    | 7.4%    | 6.4%    | 4.6%   | 4.0%      |  |
| 资产总额          | 6,055.5 | 6,242.1  | 8,701.4  | 12,616.9 | 15,427.0 | 财务费用率       | 12.5%   | 10.2%   | 12.6%   | 12.7%  | 12.3%     |  |
| 短期债务          | 938.0   | 1,444.7  | 2,412.4  | 5,698.1  | 9,043.8  | 三费/营业收入     | 19.3%   | 17.6%   | 19.1%   | 17.4%  | 16.4%     |  |
| 应付帐款          | 349.5   | 206.4    | 171.3    | 277.4    | 320.4    | 偿债能力        |         |         |         |        |           |  |
| 应付票据          | 124.8   | 218.0    | 95.2     | 154.1    | 178.0    | 资产负债率       | 74.8%   | 77.7%   | 82.1%   | 85.2%  | 85.8%     |  |
| 其他流动负债        | 407.6   | 305.7    | 386.2    | 543.6    | 620.8    | 负债权益比       | 297.6%  | 348.6%  | 457.6%  | 575.5% | 605.0%    |  |
| 长期借款          | 2,627.5 | 2,675.8  | 4,075.8  | 4,075.8  | 3,075.8  | 流动比率        | 0.79    | 0.86    | 0.71    | 0.42   | 0.31      |  |
| 其他非流动负债       | 85.0    | -        | -        | -        | -        | 速动比率        | 0.69    | 0.83    | 0.66    | 0.38   | 0.27      |  |
| 负债总额          | 4,532.4 | 4,850.6  | 7,140.9  | 10,749.0 | 13,238.9 | 利息保障倍数      | -0.68   | -0.54   | 1.53    | 1.70   | 1.82      |  |
| 少数股东权益        | 536.8   | 351.3    | 437.6    | 543.5    | 603.5    | 分红指标        |         |         |         |        |           |  |
| 股本            | 340.6   | 340.6    | 340.6    | 340.6    | 340.6    | DPS(元)      | 0.02    | 0.02    | 0.01    | 0.03   | 0.07      |  |
| 留存收益          | 645.8   | 676.3    | 782.3    | 983.8    | 1,244.1  | 分红比率        | 60.0%   | 16.8%   | 3.5%    | 5.2%   | 7.5%      |  |
| 股东权益          | 1,523.1 | 1,391.5  | 1,560.5  | 1,867.9  | 2,188.1  | 股息收益率       | 0.2%    | 0.2%    | 0.1%    | 0.4%   | 0.7%      |  |
| 现金流量表         | 2008    | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 业绩和估值指标     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E  | 2012E     |  |
| 净利润           | 28.0    | 48.5     | 142.5    | 290.1    | 368.1    | EPS(元)      | 0.03    | 0.12    | 0.34    | 0.66   | 0.87      |  |
| 加: 折旧和摊销      | 160.6   | 193.6    | 202.6    | 258.4    | 524.1    | BVPS(元)     | 2.90    | 3.05    | 3.30    | 3.89   | 4.65      |  |
| 资产减值准备        | 36.3    | 17.7     | -        | -        | -        | PE(X)       | 271.4   | 75.8    | 26.6    | 13.7   | 10.4      |  |
| 公允价值变动损失      | 0.2     | -        | -        | -        | -        | PB(X)       | 3.1     | 3.0     | 2.7     | 2.3    | 1.9       |  |
| 财务费用          | 175.5   | 229.1    | 197.1    | 281.4    | 466.9    | P/FCF       | -51.4   | 12.1    | -7.9    | -37.1  | -136.1    |  |
| 投资收益          | -45.1   | -49.6    | -99.4    | -154.5   | -160.0   | P/S         | 1.7     | 1.6     | 1.4     | 0.8    | 0.7       |  |
| 少数股东损益        | 16.7    | 7.8      | 26.5     | 65.8     | 70.5     | EV/EBITDA   | 1,363.4 | 84.7    | 16.1    | 12.9   | 10.8      |  |
| 营运资金的变动       | -19.7   | -236.0   | -431.8   | -39.7    | -7.7     | CAGR(%)     | 117.9%  | 96.5%   | 43.1%   | 15.0%  | 8.2%      |  |
| 经营活动产生现金流量    | 338.0   | 379.5    | 121.8    | 887.1    | 1,321.2  | PEG         | 2.3     | 0.8     | 0.6     | 0.9    | 1.3       |  |
| 投资活动产生现金流量    | -815.8  | -2,019.2 | -2,564.6 | -2,604.5 | -1,327.0 | ROIC/WACC   | 0.9     | 0.6     | 1.1     | 1.2    | 1.0       |  |
| 融资活动产生现金流量    | 481.5   | 1,734.3  | 2,120.6  | 2,807.2  | 1,797.1  | REP         | 1.6     | 2.3     | 1.2     | 1.0    | 1.1       |  |

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、责任的和法律依据或者凭证，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            | 上海联系人                    | 凌洁            | 上海联系人                   |
| 021-67865293  | zhuxian@essence.com.cn   | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  |
| 梁涛            | 上海联系人                    | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essences.com.cn | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 南方            | 上海联系人                    | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 021-68765206  | nanfang@essence.com.cn   | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 李昕            | 北京联系人                    | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn     | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 潘琳            | 深圳联系人                    | 刘欢            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn    | 0755-82558069 | liuhuan@essence.com.cn  |
| 李国瑞           | 深圳联系人                    | 王远洋           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn      | 0755-82558087 | 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