

彭全刚 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn
 侯鹏 010-88087428
 houp@cmschina.com.cn

2010年4月11日

金山股份(600396.SH)/10.26元

新能源先锋，成长空间广阔

公用事业·电力

目标价：15~20元

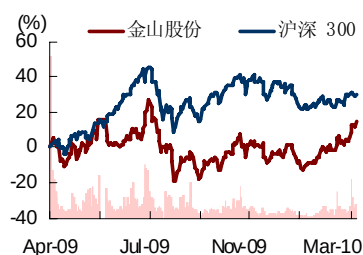
强烈推荐-A（维持）

基础数据

上证综指	3145
总股本（万股）	34060
已上市流通股（万股）	28299
总市值（亿元）	35
流通市值（亿元）	29
每股净资产（MRQ）	3.1
ROE（TTM）	4.8
资产负债率	77.7%
主要股东	丹东东方新能源有限
主要股东持股比例	16.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	38	24
相对表现	15	26	-11



相关报告

- 1、《金山股份（600396）- 管理机制理顺，规模快速提升》2010/9/4
- 2、《金山股份（600396）- 业绩大幅下降，等待母公司股权转让收官》2009/8/19
- 3、《金山股份（600396）- 四季度业绩实现盈亏平衡，新项目推进顺利》2009/4/13

金山股份聚焦电力新能源业务，2009 年控股股东丹东东方新能源有限公司被中国华电集团收购，金山股份在华电集团的支持下，3 个在建项目将在 2010 年集中投产，装机容量翻倍增长。预计 2011 年每股收益在 0.75~1.0 元之间，按照 20 倍市盈率计算，合理股价为 15~20 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

- **华电集团入主，支持公司发展。**华电集团通过下属全资子公司华电金山能源有限公司收购了金山股份控股股东丹东新能源的全部股权，成为实际控制人。华电集团入主以来，金山股份在项目建设进度方面已经出现可喜转变。
- **聚焦新能源，规避行业风险。**金山股份的主营业务以新能源为主，根据《节能发电调度办法》，公司下属的风电、煤矸石发电、热电联产机组在上网调度中将享有优先上网的排序，在全国发电利用小时下降的情况下，金山股份的新能源机组能够获得更高的利用率，规避行业风险。
- **项目集中投产，规模快速扩张。**金山股份是高成长企业的典范，公司总装机容量从 2001 年上市时的 2.4 万千瓦，已经发展到 2009 年底的 86.7 万千瓦，2010 年底将达到 277 万千瓦，十年装机容量增长超过 100 倍。2010 和 2011 年，公司总装机容量将增加 250 万千瓦，再次步入高速增长期。
- **2010 年热身，2011 年加速，2012 年持续增长。**2010 年公司利润仅仅是恢复性增长，2011 年公司利润将大幅增加，2012 年继续保持高速增长。我们保守预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.31、0.75 和 1.04 元。如果电力行业经营环境恢复到正常水平，公司毛利率恢复到 30%，净利率恢复到 10%，虽然尚未达到 2007 年的盈利水平，但是 2010~2012 年的净利润都将达到 0.31、1.0 和 1.3 元。
- **价值明显低估，维持“强烈推荐”。**对金山股份这样高成长的新能源公司和未来盈利能力将大幅提升的电力行业，建议给予 20 倍市盈率。按照公司 2011 年每股收益 0.75~1.0 元计算，公司合理股价为 15~20 元。公司目前股价明显低估，长期投资价值明显，维持“强烈推荐-A”的投资评级。
- **风险提示：**煤价超预期上涨，政策环境恶化，项目投产滞后等。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1810	1906	3115	5260	6613
同比增长	19%	5%	63%	69%	26%
营业利润(百万元)	27	73	198	511	727
同比增长	-90%	174%	170%	158%	42%
净利润(百万元)	11	41	106	256	353
同比增长	-90%	259%	160%	142%	38%
每股收益(元)	0.03	0.12	0.31	0.75	1.04
PE	285.6	79.6	30.6	12.7	9.2
PB	3.3	3.2	3.0	2.6	2.1

资料来源：招商证券

正文目录

一、华电集团入主，支持公司发展.....	4
1、规范电力市场，职工持股退出	4
2、华电集团入主，背景更加雄厚	4
3、在集团支持下公司发展更加稳健.....	5
二、聚焦新能源，规避行业风险	7
1、节能发电调度促进电力行业节能.....	7
2、战略方向选择保证利用小时数较高	7
3、产业政策扶持享受税收优惠.....	8
4、坑口煤电联营项目提升公司盈利能力	8
三、行业环境改善，盈利提升空间较大.....	9
1、2009 年业绩同比大幅增长.....	9
2、盈利能力提升空间仍然较大.....	10
3、盈利回升主要看电力和供热.....	11
四、项目集中投产，规模快速扩张.....	12
1、低起点、高增长的典范.....	12
2、项目集中投产，再次进入高速增长期	12
3、储备项目丰富，保证未来发展	13
4、参股煤矿分享煤炭盈利，化解成本压力	14
五、2010 年热身，2011 年加速，2012 年持续.....	15
1、坑口煤电联营，白音华电厂盈利能力强.....	15
2、煤电一体化，南票二期盈利稳定.....	15
3、热电联产项目，苏家屯金山热电效率高.....	16
4、丹东金山热电是 2012 年的利润增长点.....	17
5、2010~2012 年净利润翻两倍	18
6、业绩超预期是大概率事件	18
六、公司价值分析与风险讨论	19
1、公司成长性明确，价值明显低估.....	19
2、风险基本释放，经营风险仍需关注	19

图目录

图 1: 股权转让前金山股份的股东构成	5
图 2: 股权转让后金山股份的股东构成	6
图 3: 金山股份可控装机构成比例	6
图 4: 金山股份权益装机构成比例	6
图 5: 金山股份 2009 年经营指标同比变动比较	9
图 6: 金山股份四季度经营指标同比变动比较	9
图 7: 金山股份年度收入和利润率指标比较	10
图 8: 金山股份年度资产收益率指标比较	10
图 9: 金山股份可控装机容量和发电量	13
图 10: 金山股份历史 PE Band	13
图 11: 金山股份历史 PB Band	13

表目录

表 1: 金山股份细分行业盈利能力	11
表 2: 金山股份现有装机明细表	12
表 3: 金山股份在建电力项目明细表	13
表 4: 白音华电厂盈利预测表	15
表 5: 南票电厂二期项目盈利预测表	16
表 6: 苏家屯金山热电分公司盈利预测表	17
表 7: 丹东金山热电分公司盈利预测表	17
表 8: 金山股份 2010 ~ 2012 年盈利预测表	18
附: 财务预测表	20

一、华电集团入主，支持公司发展

2009 年 10 月 16 日，金山股份、华电金山和华电集团共同发布《沈阳金山能源股份有限公司详式权益变动报告书》，华电集团通过下属全资子公司华电金山能源有限公司成为金山股份的实际控制人。华电集团入主以来，全力支持金山股份的发展，几个月来，金山股份已经出现可喜转变。

1、规范电力市场，职工持股退出

2008 年 1 月 18 日，国资委、发展改革委、财政部、电监会联合下发了《关于规范电力系统职工投资发电企业的意见》（以下简称《意见》）。《意见》针对一些国有电力企业通过成立职工持股会等方式组织职工在发电企业改制中持股和投资新建发电企业，肯定了这种形式对于形成企业多元股东结构、鼓励职工参与公司治理、调动生产积极性的积极作用，同时也指出了由于操作不规范，可能引发的不公平竞争、国有企业利润转移和国有资产流失等问题。

《意见》针对电力系统中的电网企业员工和发电企业员工投资发电企业的行为分别进行了规定：

- **对于电网企业职工持有发电企业股权的行为。**地(市)级电网企业的领导班子成员和省级以上电网企业的电力调度人员、财务人员、中层以上管理人员，不得直接或间接持有本省(区、市)电网覆盖范围内发电企业的股权，已持有本省(区、市)电网覆盖范围内发电企业股权的，应自本意见印发之日起 1 年内全部予以清退或转让。
- **对于发电企业职工投资发电企业的行为。**发电企业职工不得直接投资于共用同一基础设施或同一生产经营管理系统的发电机组，不得在水坝溢流洞、泄洪洞投资安装发电机组。已持有共用同一基础设施、同一生产经营管理系统的不同发电机组股权的，应自本意见印发后逐步予以清退或转让。

2、华电集团入主，背景更加雄厚

2009 年 10 月 16 日，金山股份、华电金山和华电集团共同发布《沈阳金山能源股份有限公司详式权益变动报告书》，华电集团通过下属全资子公司华电金山能源有限公司成为金山股份的实际控制人。

（1）华电集团是全国五大发电集团之一

中国华电集团公司是 2002 年底国家电力体制改革时组建的五家全国性国有独资发电企业集团之一。注册资本 120 亿元人民币，主营业务为：电力生产、热力生产和供应；与电力相关的煤炭等一次能源开发；相关专业技术服务。

截至 2009 年底，华电集团总装机容量 7550.73 万千瓦，其中，火电 6239 万千瓦，水电 1235.96 万千瓦，风电 75.43 万千瓦，其他 0.3432 万千瓦；资产总额 3300 亿元人民币；2009 年发电量超过 3000 亿千瓦时。

华电集团拥有国内单机容量最大、国产化程度最高的 100 万千瓦超超临界机组和国内首

批 60 万千瓦级空冷机组、60 万千瓦级脱硝机组，单机容量最大的 39.5 万千瓦天然气发电机组；积极开发建设风电、核电、生物质能、太阳能等清洁能源。

目前公司控股业绩优良的华电国际电力股份有限公司、华电能源股份有限公司、贵州黔源电力股份有限公司、国电南京自动化股份有限公司等上市公司，收购金山股份完成后，华电集团旗下将拥有五家上市公司。

（2）华电金山能源公司是为收购金山股份专门注册的公司

华电金山能源有限公司成立于 2009 年 8 月 20 日，是华电集团为了收购金山股份专门注册的全资子公司。该公司注册于沈阳市和平区，注册资本金 3 亿元，经营范围为电源的开发、投资、建设、经营和管理，组织电力（热力）的生产、销售，电力工程、电力环保工程的建设与管理，电力及相关技术的科技开发、技术咨询，电力设备制造与检修，项目投资及投资的项目管理。

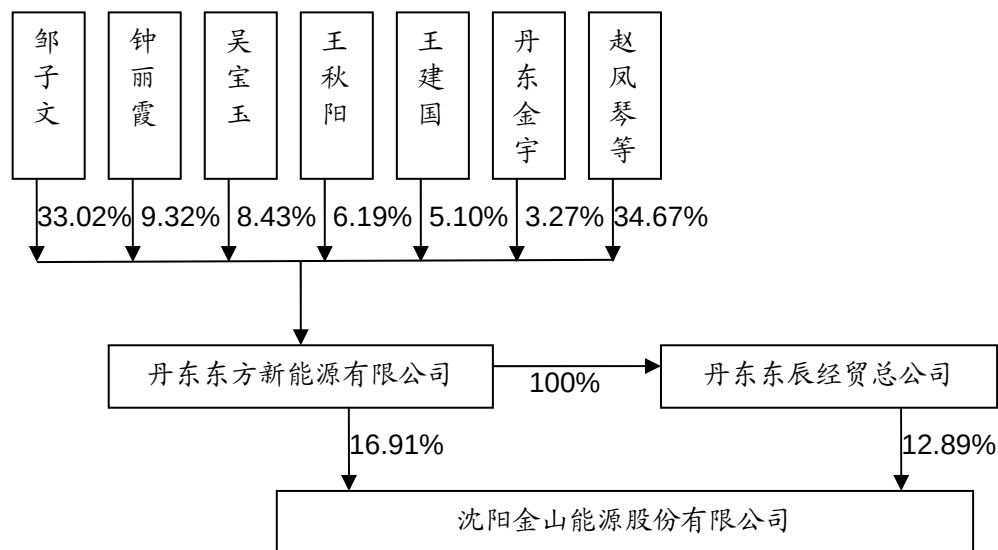
（3）华电集团合计持有金山股份 29.8% 的股权

股权转让后，华电集团通过丹东东方新能源有限公司直接持有金山股份 16.91% 的股权，通过丹东东辰经贸有限公司持有金山股份 12.89% 的股权，合计持有金山股份 29.8% 的股权。

3、在集团支持下公司发展更加稳健

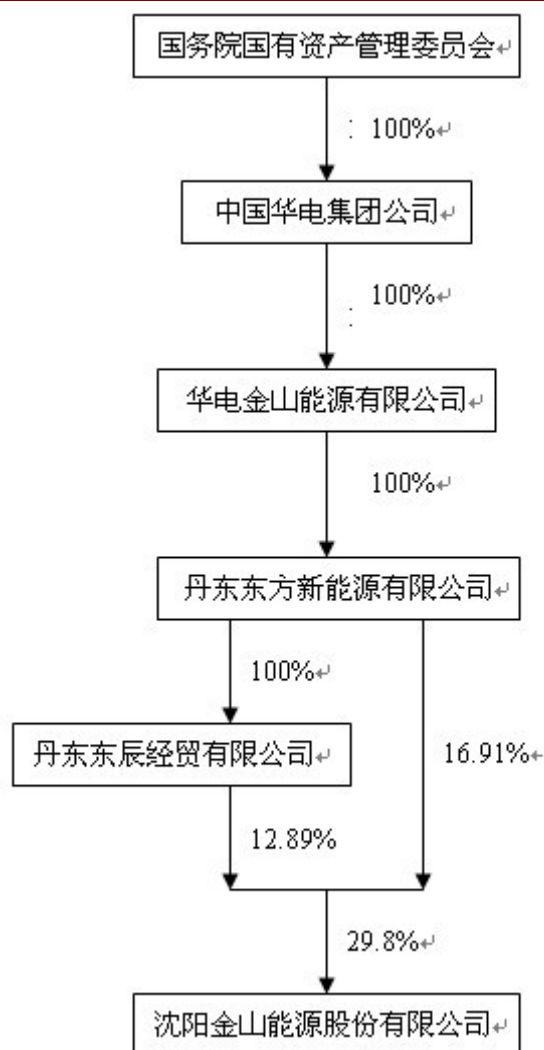
华电集团入主后，以央企的大背景支持公司经营发展。我们与公司电话交流了解到，股权转让完成之前，公司向银行贷款较困难，但是在华电集团成为大股东之后，银行主动要求给公司电厂项目贷款。同时，华电集团通过自身平台，对公司经营进行支持。金山股份 2010 年 3 月 24 日发布公告，华电集团财务公司将为金山股份提供金融服务，进行存款、贷款、结算等业务。

图1：股权转让前金山股份的股东构成



数据来源：公司公告

图2：股权转让后金山股份的股东构成



数据来源：公司公告

二、聚焦新能源，规避行业风险

2007 年 8 月 2 日，国务院办公厅转发了国家发改委等部门起草的《节能发电调度办法（试行）》，根据该“办法”，风电、煤矸石发电、热电联产机组在上网调度中将享有优先上网的排序，在全国发电利用小时下降的情况下，金山股份的新能源机组能够获得更高的利用率，规避行业风险。

1、节能发电调度促进电力行业节能

节能发电调度是指在保障电力可靠供应的前提下，按照节能、经济的原则，优先调度可再生发电资源，按机组能耗和污染物排放水平由低到高排序，依次调用化石类发电资源，最大限度地减少能源、资源消耗和污染物排放。通过对各类发电机组按能耗和污染物排放水平排序，以分省排序、区域内优化、区域间协调的方式，实施优化调度，并与电力市场建设工作相结合，充分发挥电力市场的作用，努力做到单位电能生产中能耗和污染物排放最少。

各类发电机组按以下顺序确定序位：

- 无调节能力的风能、太阳能、海洋能、水能等可再生能源发电机组；
- 有调节能力的水能、生物质能、地热能等可再生能源发电机组和满足环保要求的垃圾发电机组；
- 核能发电机组；
- 按“以热定电”方式运行的燃煤热电联产机组，余热、余气、余压、煤矸石、洗中煤、煤层气等资源综合利用发电机组；
- 天然气、煤气化发电机组；
- 其他燃煤发电机组，包括未带热负荷的热电联产机组；
- 燃油发电机组。

同类型火力发电机组按照能耗水平由低到高排序，节能优先；能耗水平相同时，按照污染物排放水平由低到高排序。

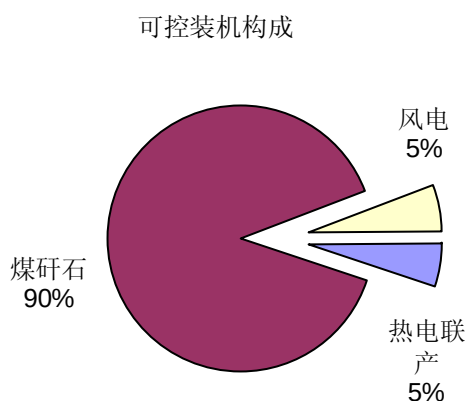
2、战略方向选择保证利用小时数较高

我们认为，在对国家鼓励能源发展方向的把握上，金山股份获得了较大的先发优势。公司重点发展的风电、煤矸石发电、坑口煤电联营项目都是国家政策支持的发展方向，在全国电力出现过剩的形势下，这种优势更加明显。

金山股份下属的电厂全部为有上网优势的类型。2009 年底，金山股份可控装机容量 86.7 万千瓦，其中煤矸石发电占 90%，风电和热电联产机组各占 5%；可控装机的权益容量 45.9 万千瓦，其中煤矸石发电占 86%，风电占 5%，热电联产机组占 9%。

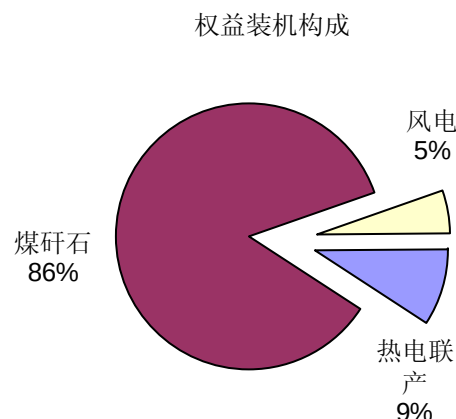
2009 年，全国火电平均发电利用小时为 4839 小时，而金山股份包含风电在内的平均发电利用小时依然达到 5700 小时，考虑到风电平均利用小时一般在 2000 小时左右，金山股份的火电利用小时应接近 6000 小时。

图 3: 金山股份可控装机构成比例



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 金山股份权益装机构成比例



资料来源: 招商证券研发中心

3、产业政策扶持享受税收优惠

根据《可再生能源法》的规定, 风力发电可以享受增值税减半的优惠政策, 目前金山股份的康平风电和彰武风电都享受了这一优惠政策; 符合条件的煤矸石发电项目, 也可以享受增值税减半和所得税优惠政策, 金山股份的阜新煤矸石发电项目可以享受增值税减半的优惠政策。

4、坑口煤电联营项目提升公司盈利能力

在国家鼓励坑口煤电联营政策的支持下, 金山股份控股开发建设白音华金山发电项目、参股开发了白音华海州露天煤矿。这一项目建在蒙东煤电基地, 通过专线输送到辽宁, 虽然目前电价尚未确定, 根据其他项目经验, 我们判断上网电价高于蒙东当地电价, 盈利能力较强。

三、行业环境改善，盈利提升空间较大

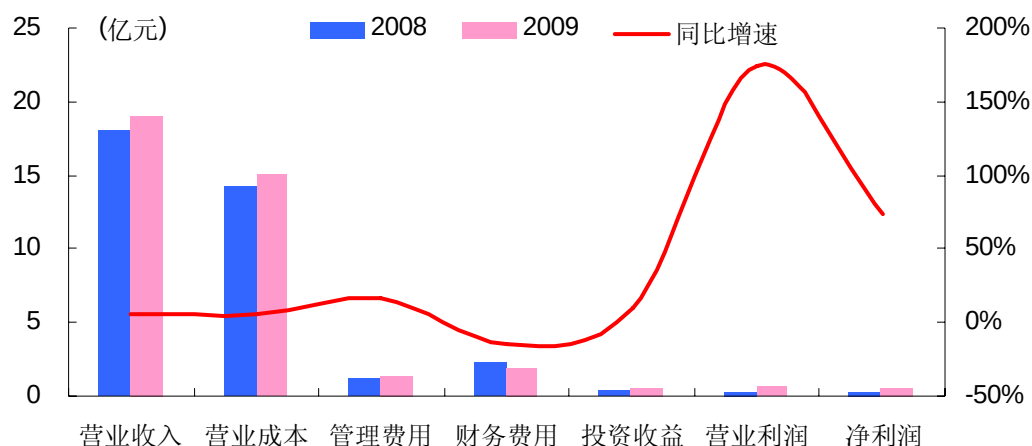
金山股份 2009 年实现归属于上市公司股东的净利润 0.4 亿元，同比增长 258%。盈利增长的主要原因是 2008 年上网电价和热价的上调。虽然目前公司毛利率、净利率以及 ROE 还无法恢复到 2007 年的水平，但是随着行业环境的逐步完善，公司的盈利能力必将逐步恢复。

1、2009 年业绩同比大幅增长

金山股份 2009 年实现营业收入 19.1 亿元，同比下滑 5%；营业利润 0.7 亿元，同比增长 174%；归属于上市公司股东的净利润 0.4 亿元，同比增长 258%，折合每股收益 0.12 元。本年度对金山分公司计提固定资产减值准备 916 万元，累计计提 4354 万元。

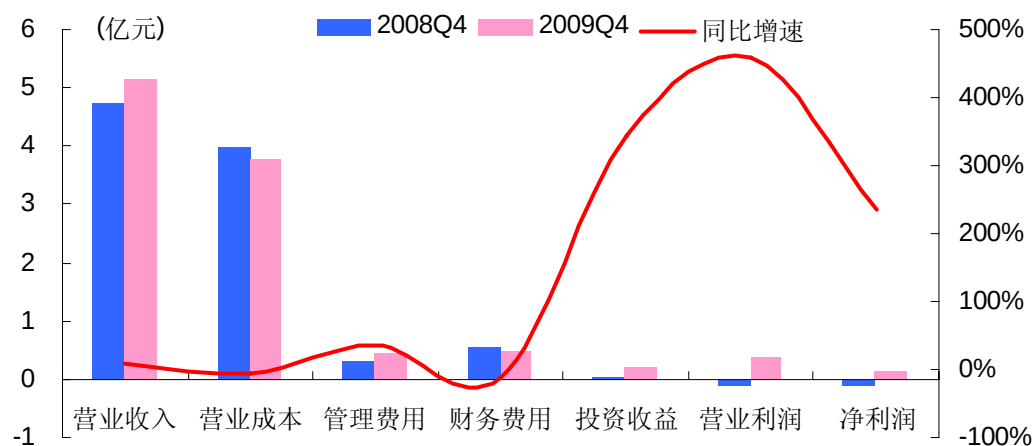
2009 年公司累计完成发电量 51.2 亿千瓦时，同比增加 1.0%；上网电量 45.5 亿千瓦时，同比增加 0.38%；供热量 353 万吉焦，同比增加 8.95%。由于电价上调的翘尾因素，发电收入增加 5.95%，由于供暖价格上调，公司供热收入同比增长 28.28%。

图5：金山股份2009年经营指标同比变动比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

图6：金山股份四季度经营指标同比变动比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

2、盈利能力提升空间仍然较大

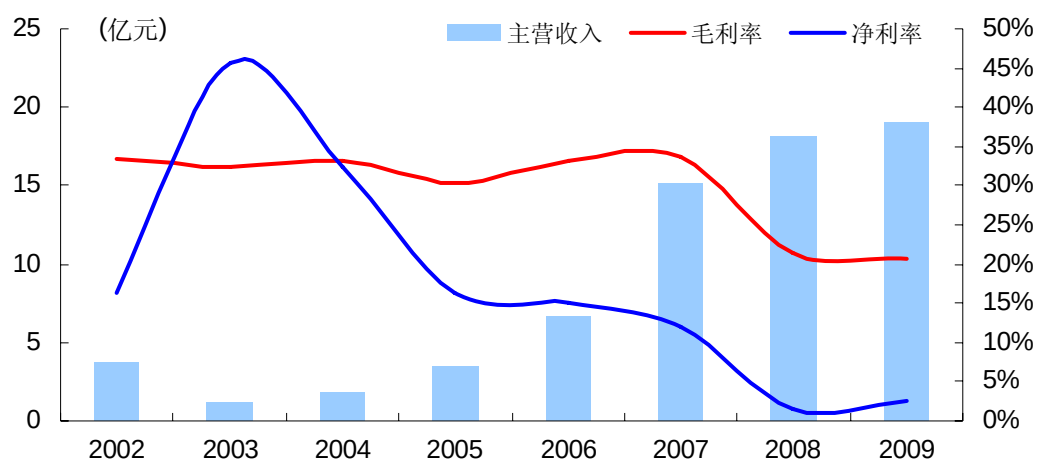
由于具有政策优势，金山股份的历史盈利能力一直较强。2008 年在多数国资委直属发电集团大幅亏损的情况下，金山股份仍然实现了盈利。虽然 2009 年金山股份的净利润较 2008 年大幅增加，但我们认为其盈利能力仍然有很大的提升空间。

2007 年以前，金山股份的毛利率一直保持在 30%~33%之间，2008 年下降到 22%，2009 年进一步下降到 21%。2007 年以前，金山股份的净利率波动较大，但是最低时仍然达到 15%，而 2008 年公司净利率为 2%，2009 年恢复到 3%。

与 2007 年相比，公司营业收入从 2007 年的 15 亿元增加到 2009 年的 19 亿元，增幅约 30%，而净利率下降了 73%，归属与母公司的净利润下降了 64%。

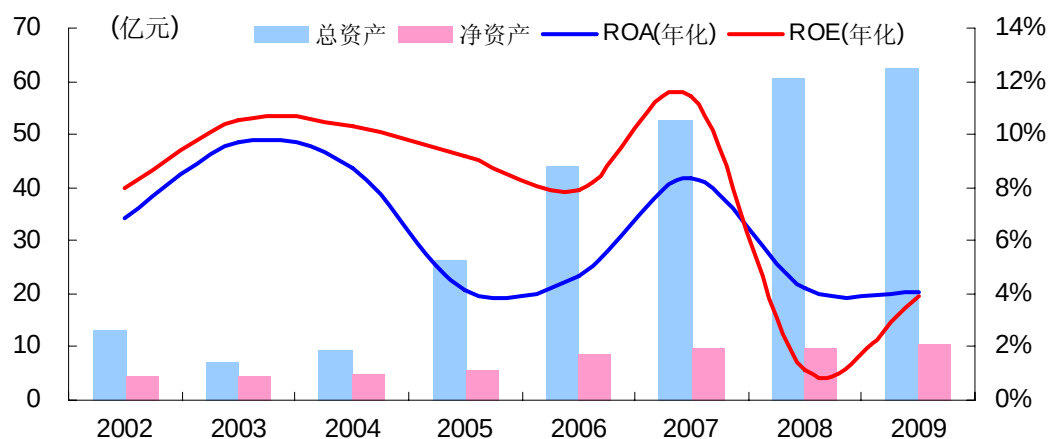
如果行业环境进一步改善，公司的净利率恢复到 2007 年 15%的水平，即使公司收入仍维持 2009 年水平不变，公司净利润也将达到 3 亿元左右，假设 67%归属于上市公司，归属净利润也能达到 2 亿元，按照目前的股本计算，每股收益将达到 0.59 元。

图7：金山股份年度收入和利润率指标比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：金山股份年度资产收益率指标比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

3、盈利回升主要看电力和供热

从公司细分行业的盈利能力来看，拖累金山股份最近两年业绩下滑的主要因素是发电和供热业务的毛利率下滑。其中，发电业务毛利率从 2007 年的 34% 下滑到 2009 年的 21%，下降 13 个百分点；供热业务的毛利率从 2007 年的 40% 下滑到 2009 年的 20%，下降 20 个百分点。而在营业毛利构成上，发电和供热贡献了 80% 以上，因此未来盈利回升将主要依靠电力和供热利润率的提高。

表1：金山股份细分行业盈利能力

单位(亿元)	2007H1	2007	2008H1	2008	2009H1	2009
营业收入	6.55	15.07	9.19	17.9	8.91	18.77
电力	5.85	13.28	7.66	14.86	7.01	15.74
热力	0.65	1.16	0.72	1.26	0.91	1.61
煤炭		0.41	0.63	1.54	0.54	1.07
其他		0.11	0.12	0.14	0.39	0.19
挂网	0.05	0.11	0.06	0.1	0.06	0.16
营业成本	4.29	10.02	6.74	14.06	7.38	14.91
电力	3.88	8.94	5.73	12.17	6.03	12.96
热力	0.41	0.7	0.49	1.02	0.82	1.29
煤炭		0.3	0.43	0.77	0.4	0.57
其他		0.08	0.09	0.10	0.13	0.09
挂网	0	0	0	0	0	0
营业毛利	2.26	5.05	2.45	3.84	1.53	3.86
电力	1.97	4.34	1.93	2.69	0.98	2.78
热力	0.24	0.46	0.23	0.24	0.09	0.32
煤炭		0.11	0.2	0.77	0.14	0.5
其他		0.03	0.03	0.04	0.26	0.10
挂网	0.05	0.11	0.06	0.10	0.06	0.16
毛利率	35%	34%	27%	21%	17%	21%
电力	34%	33%	25%	18%	14%	18%
热力	37%	40%	32%	19%	10%	20%
煤炭		27%	32%	50%	26%	47%
其他		27%	25%	29%	67%	53%
挂网	100%	100%	100%	100%	100%	100%
营业毛利构成	100%	100%	100%	100%	100%	100%
电力	87%	86%	79%	70%	64%	72%
热力	11%	9%	9%	6%	6%	8%
煤炭	0%	2%	8%	20%	9%	13%
其他	0%	1%	1%	1%	17%	3%
挂网	2%	2%	2%	3%	4%	4%

资料来源：公司公告，招商证券整理

四、项目集中投产，规模快速扩张

金山股份是高成长企业的典范，公司总装机容量从 2001 年上市时的 2.4 万千瓦，已经发展到 2009 年底的 86.7 万千瓦，2010 年底将达到 277 万千瓦，十年装机容量增长超过 100 倍。2010 和 2011 年，公司总装机容量将增加 250 万千瓦，再次步入高速增长期。

1、低起点、高增长的典范

金山股份在 2001 年刚刚上市时，只有金山热电 2.4 万千瓦的热电联产机组。

2003 年康平和彰武风电一期投产，火电装机容量占到公司总装机容量的 50% 以上。

2004 年分别收购了桓仁金山热电和辽宁南票火电后，装机容量上了一个新台阶。

2006、2007 年阜新煤矸石电厂投产，公司装机容量再次翻番。

表2：金山股份现有装机明细表

编号	电站名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	位置
1	热电分公司	热电联产	2.4	100%	2.4	沈阳
2	桓仁金山热电	热电联产	2.4	80%	1.92	本溪
3	辽宁南票	煤矸石	20	50%	10	朝阳
4	阜新煤矸石	煤矸石	57	51%	29.07	阜新
5	康平风电	风电	2.465	51%	1.25715	沈阳
6	彰武风电	风电	2.465	51%	1.25715	阜新
7	沈阳沈海热电	常规火电	60	26%	15.6	沈阳
合计			86.7		45.9	
热电联产			4.8		4.32	
煤矸石			77		39.07	
常规火电			0		15.60	
风电			4.93		2.51	

资料来源：公司公告，招商证券整理

2、项目集中投产，再次进入高速增长期

公司目前的在建项目和储备项目比较充足，能够保证未来三年的增长。

(1) 白音华金山发电项目（2×60 万千瓦，31%）

工程自 2006 年 8 月份开工建设至今，工程建设基本完成，由于外部输电线路原因致使电厂投产时间滞后，目前还没有进行锅炉水压、酸洗、分系统调试等工作。预计 1 号机组在 2010 年 6 月底投产发电，2 号机组在 2010 年 9 月底投产发电。

(2) 南票煤电二期工程（2×15 万千瓦，50%）

工程于 2008 年 3 月开工建设以来，受国际金融危机影响，工程建设资金到位不足，以及政府征地动迁的拖期等建设条件因素制约，工期已经滞后，目前整个现场正全力抢工期，两台机组争取在 2010 年 3 月底及 6 月底分别并网发电。

(3) 苏家屯金山热电项目（2×20 万千瓦，100%）

项目于 2009 年 5 月 6 日正式开工建设，目前按照工程计划稳步推进中。预计 2010 年 8 月 31 日第一台机组投产发电，10 月 30 日第二台投产运行。

(4) 丹东金山热电项目 (2×30 万千瓦, 100%)

工程于 2009 年 9 月 20 日开工建设，目前工程建设正在有序进行中。该项目一号机组计划于 2011 年 6 月底投产发电，二号机组计划于 2011 年 7 月底投产发电。

表3: 金山股份在建电力项目明细表

编号	电站名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	装机构成	电厂位置
1	白音华金山发电	火电	120	2×60	内蒙古
2	康平、彰武三期	风电	4.93	58×0.085	沈阳、阜新
3	南票煤电二期(煤矸石)	火电	30	2×15	朝阳
4	金山热电二期	火电	40	2×20	沈阳
5	丹东热电联产一期	火电	60	2×30	丹东
合计			254.93		
风电			4.93		
火电			250		

资料来源：公司公告，招商证券整理

3、储备项目丰富，保证未来发展

(1) 白音华金山二期扩建项目 (2×66 万千瓦, 31%)

已完成可研审查，并被列入内蒙古自治区“十一五”电力发展规划，目前正在完善各项支持性文件，准备上报国家发改委。

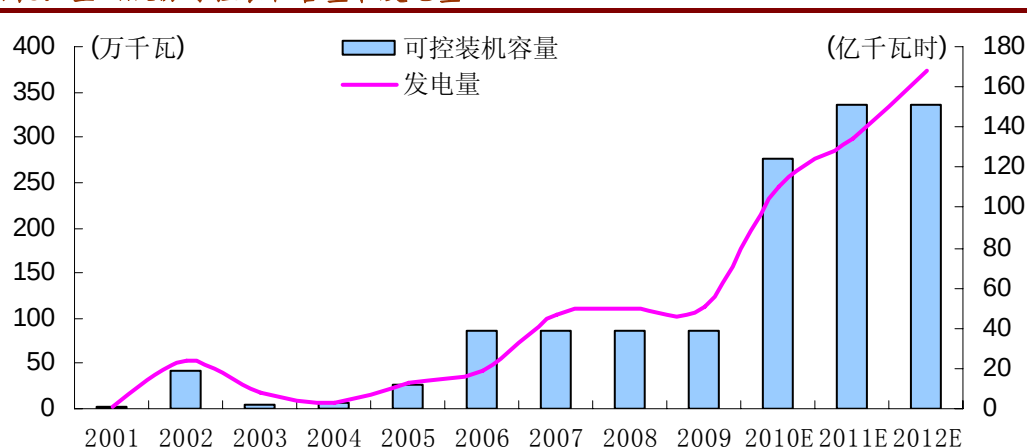
(2) 丹东金山二期扩建 (2×30 万千瓦, 100%)

正在项目前期材料的整理，为下一步开展项目申报做好准备。

(3) 苏家屯金山二期扩建 (2×30 万千瓦, 100%)

正在项目前期材料的整理，为下一步开展项目申报做好准备。

图9: 金山股份可控装机容量和发电量



数据来源：公司公告，招商证券整理

4、参股煤矿分享煤炭盈利，化解成本压力

公司煤炭业务为 2007 年收购的南票矿务局 50% 股权和 2008 年公司参股 20% 的为白音华电厂配套建设的白音华海州煤矿。

南票煤电公司为金山股份的合营企业。2008 年，金山股份在南票煤电公司董事会中有 6 个名额，当年对南票煤电公司进行并表。2009 年 12 月 22 日，南票煤电公司召开临时董事会，金山股份的董事会成员由 6 人变更为 4 人，而南票电厂仍保持原来的 5 人，金山股份 2009 年不再对南票煤电进行并表。南票矿务局年产原煤约 200 万吨，其中供南票电厂自用 140 万吨，对外销售 60 万吨。

白音华海州煤矿是为白音华电厂配套的煤矿，金山股份参股 20%。设计煤炭产量为 1000 万吨，远期设计产量为 2000 万吨，根据电厂建设进度决定煤炭产量。目前该煤矿已经具备出煤条件，煤炭开采成本 60 元/吨。如果外运通道建成，可供外销的煤炭为 400 万吨。

五、2010 年热身，2011 年加速，2012 年持续

2010 年公司利润仅仅是恢复性增长，2011 年公司利润将大幅增加，2012 年继续保持高速增长。我们保守预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.31、0.75 和 1.04 元。如果电力行业经营环境恢复到正常水平，公司毛利率恢复到 30%，净利率恢复到 10%，虽然这还没有达到 2007 年的盈利水平，但是 2010~2012 年的净利润都将达到 0.31、1.0 和 1.3 元。

1、坑口煤电联营，白音华电厂盈利能力强

公司相对控股 31% 的内蒙古白音华电厂原计划 2009 年投产，由于蒙东电网改革导致投产期滞后。2 台 60 万千瓦发电机组预计分别于 2010 年 8 月和 2010 年 10 月分别投产，2011 年 2 台机组将在全年贡献发电量考虑到在投产当年开始还本付息和计提折旧，我们判断白音华电厂 2010 年对净利润的贡献将少于对发电量的贡献。

我们的盈利预测基于以下假设：

- 白音华电厂所用原煤由白音华海州煤矿供应，该矿煤炭平均开采成本为 80 元左右，销售价格 110~120 元/吨；
- 上网电价按照蒙东外送辽宁标杆电价，暂定 0.30 元/千瓦时；
- 公司所得税按 25% 计算；

根据以上假设，预计 2010~2012 年白音华电厂为公司贡献的净利润分别为 0.27 亿元、1.14 亿元和 1.14 亿元。

表4：白音华电厂盈利预测表

单位：亿元	2010E(1#)	2010E(2#)	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	2.92	1.46	4.38	14.62	14.62
减：主营业务成本	1.50	0.92	2.42	6.74	6.74
主营税金及附加	0.03	0.01	0.04	0.15	0.15
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.16	0.08	0.24	0.80	0.80
财务费用	0.34	0.17	0.50	2.02	2.02
3.营业利润	0.90	0.28	1.18	4.91	4.91
4.利润总额	0.90	0.28	1.18	4.91	4.91
减：所得税	0.22	0.07	0.29	1.23	1.23
5.净利润	0.67	0.21	0.88	3.68	3.68
减：少数股东损益	0.47	0.14	0.61	2.54	2.54
6.归属所有者的净利润	0.21	0.06	0.27	1.14	1.14

资料来源：招商证券

2、煤电一体化，南票二期盈利稳定

2008 年 1 月，国家发展和改革委员会发改能源[2008]134 号文件《国家发展改革委关于辽宁南票煤电有限公司煤研石热电分公司煤研石综合利用二期工程项目核准的批复》正式核准南票电厂二期项目开工建设。

该电厂 2 台 15 万千瓦发电机组，预计分别于 2010 年 3 月和 6 月投产，2010 年贡献一部分利润，2011 年全年贡献发电量和净利润。

我们对南票电厂二期的盈利预测基于以下假设：

- 由于南票矿务局煤矿项目扩建能够保证公司煤炭供应，我们假设南票电厂二期煤单
价为 420 元/吨；
- 上网电价与南票电厂相同为 0.38 元/千瓦时；
- 南票电厂二期所得税率 25%；

根据以上假设，预计 2010~2012 年南票电厂二期为公司贡献的净利润分别为 0.05 亿元、0.06 亿元和 0.19 亿元。

表5：南票电厂二期项目盈利预测表

单位：亿元	2010E(1#)	2010E(2#)	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	1.97	1.32	3.29	4.38	5.26
减：主营业务成本	1.53	1.10	2.63	3.44	3.92
主营税金及附加	0.02	0.01	0.03	0.04	0.05
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.11	0.07	0.18	0.24	0.29
财务费用	0.19	0.13	0.32	0.50	0.50
3.营业利润	0.13	0.01	0.13	0.15	0.50
4.利润总额	0.13	0.01	0.13	0.15	0.50
减：所得税	0.03	0.00	0.03	0.04	0.12
5.净利润	0.10	0.00	0.10	0.11	0.37
减：少数股东损益	0.05	0.00	0.05	0.06	0.19
6.归属所有者的净利润	0.05	0.00	0.05	0.06	0.19

资料来源：招商证券

3、热电联产项目，苏家屯金山热电效率高

作为金山热电分公司的“上大压下”项目，苏家屯金山热电二期建设进度较快。该电厂 2 台 20 万千瓦热电联产发电机组，是公司的全资电厂，预计分别于 2010 年 8 月和 10 月投产。

由于是热电联产项目，电厂的综合热效率较高。同时，苏家屯金山热电是金山股份的全资子公司，虽然电厂总的净利润不及白音华电厂，但是由于持股比例高，在净利润贡献上依然较大。

我们对苏家屯金山热电二期的盈利预测基于以下假设：

- 标煤单价为 450 元/吨；
- 含税上网电价为 0.38 元/千瓦时；
- 所得税率 25%；

根据以上假设，预计 2010~2012 年苏家屯金山热电二期为公司贡献的净利润分别为 0.20 亿元、0.49 亿元和 0.49 亿元。

表6: 苏家屯金山热电分公司盈利预测表

单位: 亿元	2010E(1#)	2010E(2#)	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	1.52	1.04	2.56	6.94	6.94
减: 主营业务成本	1.16	0.82	1.98	5.07	5.07
主营税金及附加	0.02	0.01	0.03	0.07	0.07
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.06	0.04	0.10	0.28	0.28
财务费用	0.13	0.06	0.19	0.77	0.77
3.营业利润	0.16	0.10	0.26	0.76	0.76
4.利润总额	0.16	0.10	0.26	0.66	0.66
减: 所得税	0.04	0.03	0.07	0.16	0.16
5.净利润	0.12	0.08	0.20	0.49	0.49
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6.归属所有者的净利润	0.12	0.08	0.20	0.49	0.49

资料来源: 招商证券

4、丹东金山热电是 2012 年的利润增长点

丹东金山热电是“上大压下”项目,是金山热电的全资子公司,该电厂 2009 年 9 月 20 日开工建设,1 号机组计划于 2011 年 6 月底投产发电,2 号机组计划于 2011 年 7 月底投产发电。

与苏家屯金山热电一样,丹东金山热电的综合热效率较高,公司全资控股,同时,丹东金山热电是 2 台 30 万千瓦的热电联产机组,比苏家屯金山热电的装机容量还要大,因此,机组投产后,2012 年将为公司贡献较多利润。

我们对丹东金山热电二期的盈利预测基于以下假设:

- 标煤单价为 470 元/吨;
- 含税上网电价为 0.38 元/千瓦时;
- 所得税率 25%;

根据以上假设,预计 2011~2012 年丹东金山热电为公司贡献的净利润分别为 0.34 亿元和 1.13 亿元。

表7: 丹东金山热电分公司盈利预测表

单位: 亿元	2011E(1#)	2011E(2#)	2011E	2012E
1.主营业务收入	2.29	1.91	4.20	9.16
减: 主营业务成本	1.59	1.36	2.94	5.90
主营税金及附加	0.02	0.02	0.04	0.09
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.13	0.10	0.23	0.50
财务费用	0.29	0.24	0.53	1.15
3.营业利润	0.27	0.19	0.45	1.51
4.利润总额	0.27	0.19	0.45	1.51
减: 所得税	0.07	0.05	0.11	0.38
5.净利润	0.20	0.14	0.34	1.13
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
6.归属所有者的净利润	0.20	0.14	0.34	1.13

资料来源: 招商证券

5、2010~2012 年净利润翻两倍

基于上述分析，我们对 2010~2012 年公司的盈利前景进行了预测，在不考虑股本摊薄的情况下，2010~2012 年金山股份的每股收益分别为 0.31 元、0.75 元和 1.04 元，2012 年的业绩比 2010 年大约翻两倍。

表8：金山股份2010~2012年盈利预测表

单位：亿元	2009	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	19.06	31.15	52.60	66.13
2.营业总成本	18.82	29.77	48.09	59.46
主营业务成本	15.10	24.04	40.92	51.58
主营税金及附加	0.18	0.31	0.53	0.66
营业费用	0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.40	1.71	2.63	3.31
财务费用	1.94	3.66	4.01	3.92
3.其他经营收益	0.50	0.60	0.60	0.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.50	0.60	0.60	0.60
4.营业利润	0.73	1.98	5.11	7.27
加：营业外收入	0.12	0.10	0.10	0.10
减：营业外支出	0.23	0.01	0.01	0.01
5.利润总额	0.62	2.07	5.20	7.36
减：所得税	0.13	0.31	0.94	1.47
6.净利润	0.48	1.76	4.26	5.89
减：少数股东损益	0.08	0.71	1.71	2.35
7.归属所有者的净利润	0.41	1.06	2.56	3.53
8.每股收益	0.12	0.31	0.75	1.04

资料来源：招商证券

6、业绩超预期是大概率事件

金山股份盈利能力一直较强，2007 年以前，其毛利率一直在 30% 以上，净利率一直在 10% 以上。2008 年，华能国际、华电国际等多个大型发电企业受政策影响出现亏损，公司依然保持盈利。

电力行业盈利能力迟早要回归正常盈利水平。虽然目前电力行业仍然受制于煤炭价格上涨，盈利能力处于低位，但是我们判断，一旦条件具备，国家必然会理顺价格机制，通过煤电联动帮助电力企业摆脱当前的困境。

我们在盈利预测中，只是保守地假设公司 2011、2012 年的毛利率恢复到 25% 左右。如果外部环境改善，公司毛利率回升到 30%，净利率恢复到 10%，按照公司 2011 年收入 52.6 亿元，2012 年收入 66.1 亿元计算，公司 2011、2012 年净利润将分别达到 5.26 亿元和 6.61 亿元。假设少数股东权益比例为 35%，则归属于公司的净利润分别达到 3.42 亿元和 4.30 亿元。折合每股收益分别为 1.0 元和 1.3 元。

六、公司价值分析与风险讨论

1、公司成长性明确，价值明显低估

建议按照 2011 年的业绩进行估值。金山股份的特点是 2010 年业绩恢复性增长，2011、2012 年业绩持续高速增长。考虑到公司 2011 业绩和 2010 年的巨大差异，我们建议按照 2011 年的业绩来估值。

给予 20 倍市盈率较为合理。由于电力行业的盈利整体上仍然处于低谷期，我们在预测业绩时也较为保守，如果说给予业绩稳定的行业 15~16 倍市盈率是合理的，那我们认为对金山股份这样高成长的公司和未来盈利还有很大上升空间的电力行业，给予 20 倍市盈率应该是较为合理的。

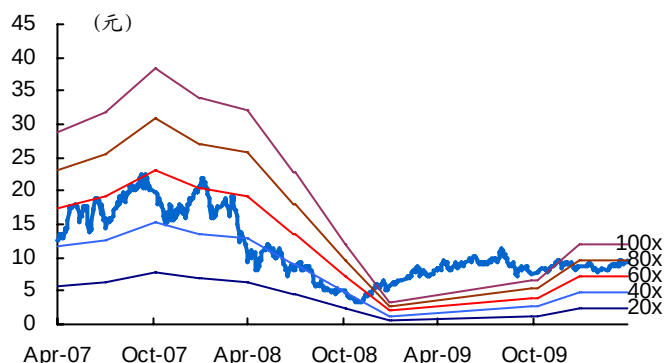
维持“强烈推荐”投资评级，目标价 15~20 元。按照我们在两种情景下的盈利预测，2011 年金山股份的每股收益在 0.75~1.0 元之间，按照 20 倍市盈率计算，公司合理股价为 15~20 元。我们维持“强烈推荐-A”的投资评级。

2、风险基本释放，经营风险仍需关注

尽管我们对金山股份未来的发展充满信心，仍然建议投资者关注以下几方面可能存在的风险：

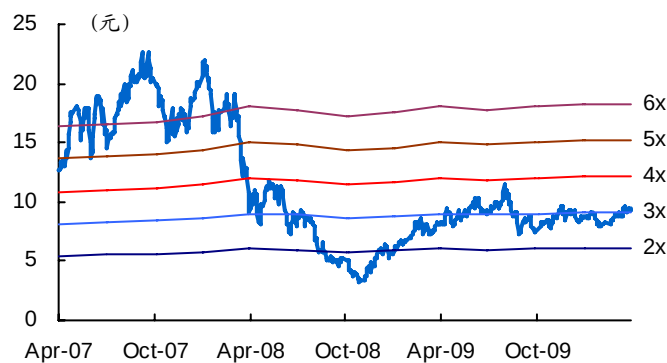
- **政策风险：**电力行业受政策影响很大，我们预期政策会逐步完善，经营环境会逐步转向合理，但是也不排除恶劣的经营环境长时间持续。
- **煤价风险：**我们判断煤价不会继续大幅上涨，小幅的上涨可以通过提高机组效率来化解。但是也不排除全国经济持续过热，煤价持续大幅上涨，导致公司盈利恶化。
- **经营风险：**我们相信在华电集团的领导下，金山股份的电厂都能够按期投产并稳定运营，但是也不排除出现意外因素导致公司出现非正常损失。
- **市场风险：**如果股票市场整体大幅下跌，公司的估值也会受到一定影响。

图 10：金山股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 11：金山股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1440	1873	4954	6789	7724
现金	394	489	4141	5410	5989
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	134	0	187	316	397
应收款项	44	149	140	237	298
其它应收款	29	17	6	11	13
存货	180	61	216	368	464
其他	659	1157	263	447	563
非流动资产	4615	4369	4727	4752	4640
长期股权投资	387	776	776	776	776
固定资产	3922	2938	3360	3398	3297
无形资产	75	136	122	110	99
其他	231	520	469	469	469
资产总计	6056	6242	9681	11541	12365
流动负债	1820	2175	2999	3510	3850
短期借款	938	1445	2000	2000	2000
应付账款	136	171	361	614	774
预收账款	53	59	120	205	258
其他	694	499	518	691	819
长期负债	2712	2676	5146	6146	6146
长期借款	2628	2676	5146	6146	6146
其他	85	0	0	0	0
负债合计	4532	4851	8145	9655	9996
股本	341	341	341	341	341
资本公积金	305	305	305	305	305
留存收益	340	371	445	624	871
少数股东权益	537	375	445	616	851
母公司所有者权益	986	1017	1091	1270	1517
负债及权益合计	6056	6242	9681	11541	12365

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	338	380	1682	957	1116
净利润			106	256	353
折旧摊销			203	215	212
财务费用			366	401	392
投资收益			-60	-60	-60
营运资金变动			957	-53	-33
其它			111	198	253
投资活动现金流	-816	-2019	-586	-240	-100
资本支出			-600	-240	-100
其他投资			14	0	0
筹资活动现金流	482	1734	2556	552	-438
借款变动			2894	970	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-32	-77	-106
其他			-306	-341	-332
现金净增加额	4	95	3652	1270	579

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1810	1906	3115	5260	6613
营业成本	1420	1510	2404	4092	5158
营业税金及附加	22	18	31	53	66
营业费用	2	2	0	0	0
管理费用	120	140	171	263	331
财务费用	227	194	366	401	392
资产减值损失	36	18	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	45	50	60	60	60
营业利润	27	73	198	511	727
营业外收入	5	12	10	10	10
营业外支出	6	23	1	1	1
利润总额	26	62	207	520	736
所得税	-2	13	31	94	147
净利润	28	48	176	426	589
少数股东损益	17	8	71	171	235
母公司所有者净利润	11	41	106	256	353
EPS (元)	0.03	0.12	0.31	0.75	1.04

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	19%	5%	63%	69%	26%
营业利润	-90%	174%	170%	158%	42%
净利润	-90%	259%	160%	142%	38%
获利能力					
毛利率	21.5%	20.8%	22.8%	22.2%	22.0%
净利率	0.6%	2.1%	3.4%	4.9%	5.3%
ROE	1.1%	4.0%	9.7%	20.1%	23.3%
ROIC	5.1%	3.7%	5.5%	7.5%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	74.8%	77.7%	84.1%	83.7%	80.8%
净负债比率	62.0%	68.6%	74.1%	70.6%	65.9%
流动比率	0.8	0.9	1.7	1.9	2.0
速动比率	0.7	0.8	1.6	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5
存货周转率	10.7	12.5	17.3	14.0	12.4
应收帐款周转率	29.4	19.8	21.6	27.9	24.8
应付帐款周转率	10.8	9.8	9.0	8.4	7.4
每股资料(元)					
每股收益	0.03	0.12	0.31	0.75	1.04
每股经营现金	0.99	1.11	4.94	2.81	3.28
每股净资产	2.90	2.99	3.20	3.73	4.45
每股股利	0.02	0.02	0.09	0.23	0.31
估值比率					
PE	285.6	79.6	30.6	12.7	9.2
PB	3.3	3.2	3.0	2.6	2.1
EV/EBITDA	28.8	25.9	15.5	10.5	8.9

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。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

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。