

热电



陆凤鸣 刘建刚

## 金山股份（600396）

证书号 S0190210030002

白音华投产，启航新里程

021-3856 5913

lufm@xyzq.com.cn

强烈推荐（上调）

2010年4月18日

### 投资要点

#### 事件：

4月15日，我们参加了金山股份2009年度股东大会，与管理层就公司当前机组的运行情况、新建项目进度、以及未来发展战略进行了沟通。

#### 点评：

#### 一、总体概况：

##### 1、已有及在建电站

金山股份目前控股金山热电、桓仁热电、阜新煤矸石电厂、康平风电、彰武风电5个项目，联营南票煤电，参股沈海热电。其中，金山热电、桓仁热电为热电联产机组，南票煤电为煤电联营项目。

表1、金山股份下属资产概括（单位：亿度、万平米、万吨）

| 电厂    | 持股比例 | 装机容量        | 2009年发电量 | 2009年供暖面积* | 2009年产煤量* |
|-------|------|-------------|----------|------------|-----------|
| 金山热电  | 100% | 2×0.6+1×1.2 | 1.48     | 300        |           |
| 桓仁热电  | 80%  | 2×1.2       | 1.10     | 200        |           |
| 阜新煤矸石 | 51%  | 4×15        | 35.43    |            |           |
| 康平风电  | 51%  | 29×0.085    | 0.45     |            |           |
| 彰武风电  | 51%  | 29×0.085    | 0.42     |            |           |
| 南票煤电  | 50%  | 2×10        | 12.33    |            | 200       |
| 沈海热电  | 26%  | 3×20        | 34.86    | 1000       |           |

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心（注：供暖面积、及产煤量为估算数）

金山股份目前在建的电站项目有：金山苏家屯“上大压小”、南票二期扩建、白音华电厂、丹东金山热电，将在2010-2011年陆续投产。全部投产后，公司的权益装机容量将从目前的63.03万千瓦，增加至212.83万千瓦。至于各机组的投产时间（南票二期今年3、6月；白音华今年6、9月；苏家屯今年8、10月；丹东热电明年6、7月。），预计将可以如期实现。

表2、金山股份发展历程简述（单位：万千瓦）

| 时间        | 2001 | 2002  | 2003  | 2004      | 2005  | 2006           | 2007      | 2010         | 2011   |
|-----------|------|-------|-------|-----------|-------|----------------|-----------|--------------|--------|
| 事件        | Ipo  | 收购    | 自建    | 自建、收购     | 收购    | 自建             | 自建        | 自建           | 自建     |
| 新增电站      | 金山热电 | 沈海热电  | 康平风电  | 彰武风电，桓仁热电 | 南票热电  | 康平风电、彰武风电、阜新热电 | 沈海热电、阜新热电 | 苏家屯、南票二期、白音华 | 丹东金山   |
| 新增装机容量    | 2.4  | 40    | 1.02  | 1.02+2.4  | 20    | 1.45+1.45+30   | 20+30     | 40+30+120    | 60     |
| 期末总权益装机容量 | 2.40 | 12.80 | 13.32 | 15.76     | 25.76 | 42.53          | 63.03     | 155.23       | 212.83 |

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心（注：2010年底原金山热电关停，在权益容量中已扣除）

图 1、金山股份火电项目所处地理位置



数据来源：兴业证券研发中心（注：红色为新建项目，绿色为扩建项目，蓝色为原有项目）

## 2、 远期规划

凭借白音华电厂所在的坑口优势，公司已经上报二期 2 台 66 万千瓦机组项目。同时，丹东金山二期 2 台 30 万千瓦和苏家屯金山 2 台 30 万千瓦机组，也在进行前期工作。从未来发展来看，金山股份还将利用自己原有的地方资源优势，继续致力于扩大在原有电源点地区的影响力。

## 二、 各公司情况:

### 1、原有电厂

在原有的火电厂中，2009 年随着煤价回落，金山热电、桓仁热电、阜新电厂、及沈海热电的盈利状况都有所好转。但我们还注意到康平风电、彰武风电、南票煤电却出现不同程度的业绩下滑。与公司作沟通后了解到，2 个风电场主要是因为投产时间相对比较长，因此维护费用有所增加，同时因为有部分风场上网电价下调为标杆电价，所以导致整体盈利水平有所下降。

而南票煤电之所以在 09 年出现亏损，主要是因为按照当地的最新煤炭安监政策，其维简费计提标准由原先的 10 元/吨，上调为 35 元/吨，单该一项就造成公司当期费用增加约 4000 万元。考虑到该项费用未来将持续计提，因此对其未来的盈利前景也造成较大负面影响。

## 2、新建电站

在 2010 年新投产的 3 个电站中，按对权益装机增长贡献来看，依次为苏家屯热电、白音华电厂、南票二期。但因为白音华电厂为坑口电厂，且公司拥有其配套煤矿 20% 的股权，因此该项目对公司未来的业绩影响巨大，我们给予重点分析。

当地基本概况:根据蒙东外输辽宁的标杆电价来看,脱硫后电价为 0.3447 元/度(标杆电价 0.3317+脱硫 0.013);蒙东外输机组的年平均利用小时大约是 4100-4200 小时;当地标煤单价目前为 140 元左右。为了更好的衡量机组利用小时、及煤价波动对白音华电厂、及海州煤矿,进而对金山业绩的影响程度,测算如下:

表 3、白音华煤电完全投产后,机组利用小时和标煤单价对金山股份每股 EPS 的影响

| EPS 增加 |     | 机组利用小时 |      |      |      |      |
|--------|-----|--------|------|------|------|------|
|        |     | 2500   | 3000 | 3500 | 4000 | 4500 |
| 标煤单价   | 140 | 0.21   | 0.30 | 0.39 | 0.48 | 0.56 |
|        | 160 | 0.24   | 0.33 | 0.41 | 0.50 | 0.59 |
|        | 180 | 0.27   | 0.36 | 0.44 | 0.52 | 0.61 |
|        | 200 | 0.31   | 0.39 | 0.47 | 0.55 | 0.63 |
|        | 220 | 0.34   | 0.42 | 0.49 | 0.57 | 0.65 |

资料来源:公司公告、兴业证券研发中心(注:假设所得税 25%,股本仍为 3.4 亿股)

而如果上述煤电项目可以获得西部开发的税收优惠,所得税享受“三免两减半”。则在初始投资期,白音华煤电项目(白音华 31%股权,海州煤矿 20%股权)对金山的影响,将在上表的基础上再增厚 30%。

### 三、 综述及投资评级

通过此次调研交流,我们对于金山股份未来 2 年的业绩爆发期判断更为确定,而且白音华电厂的盈利能力也要远高于我们此前的预期。预计金山股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.35 元、0.70 元、0.84 元,对应当前 10 元左右的股价,估值具有相当的吸引力,上调公司的评级至“强烈推荐”。

**风险提示:**煤价波动对公司业绩影响较大;公司 2 年后业绩增长存在不确定性

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

## 机构客户部

### 上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: [dengyp@xyzq.com.cn](mailto:dengyp@xyzq.com.cn)

盛英君

电话: 021-38565938

Email: [shengyj@xyzq.com.cn](mailto:shengyj@xyzq.com.cn)

过 枫

电话: 021-38565966

Email: [guofeng120@hotmail.com](mailto:guofeng120@hotmail.com)

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: [jydadao@sina.com](mailto:jydadao@sina.com)

### 北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: [hanyh@xyzq.com.cn](mailto:hanyh@xyzq.com.cn)

### 广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: [zhuyy@xyzq.com.cn](mailto:zhuyy@xyzq.com.cn)

## 重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。