



# 维持高速增长 盈利能力有望大幅提升

## ——金山股份（600396）调研报告

报告日期：2010年5月21日

### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 总股本（百万股）    | 340.60   |
| 流通A股（百万股）   | 282.99   |
| 流通A股市值（百万元） | 24280.05 |

### 公司评级

|      |       |
|------|-------|
| 所属行业 | 电力行业  |
| 公司股价 | 8.58元 |
| 投资评级 | 买入    |

### 公司市场表现



### 研究员

姓名：卢小兵

证书编号：S0990209040059

电话：010-84010711

Email: luxb@vsun.com

### 报告概要：

● 2010 和 2011 年，公司再次步入高速增长期，按照规划，公司权益装机容量将达到 212.9 万千瓦，两年权益装机容量年复合增长率高达 84.8%，经过十年的发展，金山股份的装机容量实现了超过 100 倍的增长。

● 随着新建机组的逐渐投产，管理费用居高情况有望得以缓解和改善。当前在建的苏家屯扩建项目，其员工将由关停的金山热电分公司转入；南票二期项目可以有效实现规模效益，只需增加少数技术类员工即可，可以从一期分流一部分员工；而丹东金山热电新建项目因较少历史负担以及自动化程度较高，60 万千瓦机组人员配备只需 300 人。

● 在全球金融危机的大背景下，经济处在降息周期，公司的大部分扩建和新增项目获得了相较以往更低的利率优惠，财务成本支出降低不少，也在一定程度上改善了管理费用水平。

● 公司控股 31% 的白音华金山发电项目规划装机容量为  $4 \times 60$  万千瓦，其中一期工程  $2 \times 60$  万千瓦机组。一期工程采用国产亚临界燃煤空冷发电机组，同步安装烟气脱硫装置。两台机组将在今年 6 月和 11 月分别投产。根据调研的情况，白音华电厂可能执行 0.3317 元/千瓦时的含税上网电价，由于该项目为煤电联产项目，其不含税标煤单价可控制在 250 元/吨左右，如果机组利用小时数维持在 4500 小时左右，则白音华发电项目全年可实现净利润 2.76 亿元，对公司的权益净利润贡献 8556 万元，将增加每股收益 0.25 元左右。

● 根据对公司情况的综合分析，初步预测公司 2010 年~2011 年将分别实现营业收入 15.35 亿元和 25.62 亿元，EPS 分别为 0.22 元和 0.65 元，随着公司新建项目的逐步投产，业绩有望明显提升，根据行业市盈率水平，2010 年和 2011 年的 32 倍和 22 倍的市盈率，给予“增持”评级。

近期，我们对金山股份进行了专题调研，重点就公司的经营和盈利情况进行了考察，并与公司的高管进行了会谈。

## 一、公司规模继续保持高速增长

作为电力行业高速成长的代表，金山股份的规模扩张一直引人注目。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，到2009年底已经发展到86.7万千瓦。

2010和2011年，公司再次步入高速增长期，按照规划，公司权益装机容量将达到212.9万千瓦，两年权益装机容量年复合增长率高达84.8%，经过十年的发展，金山股份的装机容量实现了超过100倍的增长。

表1：在役及在建机组情况

|      | 电厂      | 装机容量（万千瓦） | 权益比例 | 权益装机（万千瓦） | 投产日期       |
|------|---------|-----------|------|-----------|------------|
| 在役机组 | 阜新金山    | 60        | 51%  | 30.6      | 2006/2007  |
|      | 南票煤电一期  | 20        | 50%  | 10.0      | 2004       |
|      | 桓仁金山    | 2.4       | 80%  | 1.9       | 2004       |
|      | 康平风电    | 2.465     | 51%  | 1.3       | 2003/2006  |
|      | 彰武风电    | 2.465     | 51%  | 1.3       | 2003/2006  |
|      | 沈海热电    | 60        | 26%  | 15.6      | 2002/2007  |
|      | 合计      | 147.33    |      | 60.7      |            |
| 在建机组 | 南票煤电二期  | 30        | 50%  | 15.0      | 2010.03/06 |
|      | 苏家屯金山热电 | 40        | 100% | 40.0      | 2010.08/10 |
|      | 白音华金山发电 | 120       | 31%  | 37.2      | 2010.06/09 |
|      | 丹东金山热电  | 60        | 100% | 60.0      | 2011.06/07 |
|      | 合计      | 250       |      | 152.2     |            |

资料来源：公司公告、英大证券研究所

## 二、费用控制压力得以缓解

随着公司的快速发展，公司的费用水平逐年攀升，一定程度上侵蚀了公司的盈利水平。2007~2009年，公司的平均毛利率为25.3%，但期间费用率高达18.3%，以致平均销售净利率只有3.4%。

管理费用的居高不下，主要原因在于公司历史发展的遗留问题导致公司的经营包袱

较重。金山股份的前身金山热电分公司为沈阳市冶金国有资产经营有限公司下属的沈阳钢铁总厂的自备电厂，装机容量为2.4万千瓦，而员工人数却高达600人；南票矿务局年生产煤炭能力200万吨左右，其下属还有电厂、洗运处等企业，以及学校、医院等单位，各类体制的职工近3万人，退休职工1万多人，2006年通过政策性破产后，目前员工仍有7000多人。

表2：公司各电厂员工数量

| 电厂      | 装机容量（万千瓦） | 员工人数 | 备注             |
|---------|-----------|------|----------------|
| 阜新金山煤矸石 | 60        | 370  |                |
| 南票煤电一期  | 20        | 7000 | 其中发电部分员工约 350人 |
| 南票煤电二期  | 30        | —    | 原南票煤电一期部分员工    |
| 桓仁金山    | 2.4       | 300  |                |
| 金山热电分公司 | 2.4       | 600  | 2010年关停        |
| 苏家屯金山热电 | 40        | —    | 原金山热电分公司员工     |
| 丹东金山热电  | 60        | 300  |                |

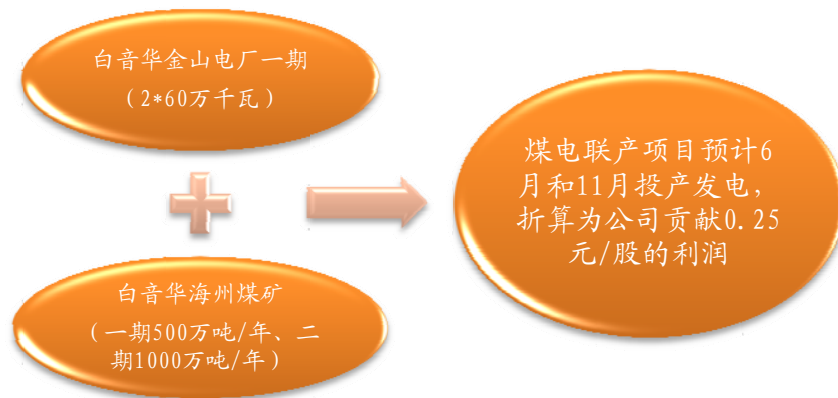
资料来源：公司公告、英大证券研究所

随着新建机组的逐渐投产，管理费用居高情况有望得以缓解和改善。当前在建的苏家屯扩建项目，其员工将由关停的金山热电分公司转入；南票二期项目可以有效实现规模效益，只需增加少数技术类员工即可，可以从一期分流一部分员工；而丹东金山热电新建项目因较少历史负担以及自动化程度较高，60万千瓦机组人员配备只需300人。

另外，在全球金融危机的大背景下，经济处在降息周期，公司的大部分扩建和新增项目获得了相较以往更低的利率优惠，财务成本支出降低不少，也在一定程度上改善了管理费用水平。

### 三、白音华金山项目有望成为新的利润增长点

公司控股31%的白音华金山发电项目规划装机容量为4×60万千瓦，其中一期工程2×60万千瓦机组。一期工程采用国产亚临界燃煤空冷发电机组，同步安装烟气脱硫装置。按照工程概算，一期工程动态总投资53.3亿元。白音华电厂为“蒙电辽送”项目，由于配套电网建设滞后，项目投产时间相应延后，综合考虑到投产之初的机组调试、配套设施磨合等因素，两台机组将在今年6月和11月分别投产。根据调研的情况，白音华电厂可能执行0.3317元/千瓦时的含税上网电价，由于该项目为煤电联产项目，其不含税标煤单价可控制在250元/吨左右，如果机组利用小时数维持在4500小时左右，则白音华发电项目全年可实现净利润2.76亿元，对公司的权益净利润贡献8556万元，将增加每股收益0.25元左右。



作为煤电联产项目，公司还携手阜新矿业集团共同组建白音华海州露天煤矿有限公司，其中，阜新矿业集团出资80%，金山股份参股20%。白音华煤田分为四个矿区，四号矿位于煤田东北部，面积约占白音华煤田的四分之一。白音华煤田探明资源储量140.69亿吨，其中四号矿区首采区可开采储量10.43亿吨。该项目设计生产能力一期为500万吨/年，二期1000万吨/年，后期为2000万吨/年。四号矿主要作为白音华金山电厂的配套煤矿，生产的原煤主要供应该电厂，其余部分煤炭外销。作为露天煤矿，白音华四号矿的剥采比为1: 4，非常适合大规模露天开采，且开采成本低廉。

#### 四、盈利预测与投资建议

根据对公司情况的综合分析，初步预测公司2010年~2011年将分别实现营业收入15.35亿元和25.62亿元，EPS分别为0.22元和0.65元，随着公司新建项目的逐步投产，业绩有望明显提升，根据行业市盈率水平，2010年和2011年的32倍和22倍的市盈率，给予“增持”评级。

投资评级说明:

| 类别           | 级别 | 定 义                               |
|--------------|----|-----------------------------------|
| 股票短期<br>投资评级 | 买入 | 预计未来 6个月内, 股价涨幅为15%以上             |
|              | 增持 | 预计未来 6个月内, 股价涨幅为5-15%之间           |
|              | 中性 | 预计未来 6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间          |
|              | 卖出 | 预计未来 6个月内, 股价跌幅为10%以上             |
| 股票长期<br>投资评级 | 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<br>投资评级   | 推荐 | 行业基本面向好, 预计未来 6个月内, 行业指数将跑赢市场平均水平 |
|              | 中性 | 行业基本面稳定, 预计未来 6个月内, 行业指数跟随市场平均水平  |
|              | 回避 | 行业基本面向淡, 预计未来 6个月内, 行业指数将跑输市场平均水平 |

## 声 明

※本报告作者声明: 在本机构、本人所知情的范围内, 本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。

※本报告文章纯属个人观点, 仅供参考, 文责自负。读者据此入市, 风险自担。

※本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意, 任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝; 或向其它人分发。