

铝



陆凤鸣 刘建刚

金马集团 (000602)

证书: S0190207100103

值得等待的“时间的玫瑰”

021-3856 5913

lufm@xyzq.com.cn

强烈推荐 (首次)

2010年5月24日

投资要点

5月21日我们参加了金马集团2009年年度股东大会,并与管理层就公司现状及未来前景进行了交流。主要内容如下:

● 重组进度正常推进

- 2009年11月25日金马集团宣布重大事项重组,并于12月25日推出重组预案,拟出售所现有的眉山铝业40%股权(2010年2月9日已经签署资产转让协议),同时向鲁能集团以14.22元价格发行3.55亿股,收购鲁能所持有的河曲电煤70%、河曲电厂60%和王曲电厂75%的股权,完成后公司主业将有原先的铝业、通信变更为电力、通信。2009年12月7日,公司原控股股东鲁能矿业和鲁能发展分别将股权无偿划转至鲁能集团,至此,鲁能集团以29.63%股权成为公司直接控股股东,公司实际控制人为国家电网。
- 目前上述公司重组预案已经上报国资委,未来还需要通过股东大会、及证监会的核准。根据相关规定,公司需在董事会提出预案后的半年内(即6月25日前)召开股东大会。从与公司管理层的沟通来看,在这一日期前方案获得国资委审核通过的可能性较大。按照正常的程序推进来看,预计年内该重组将完成。由于为同一控制人下资产重组,因此新收购资产的全年业绩均可并表。

● 注入资产盈利能力强

- 河曲电煤项目是此次收购的最大亮点,由于河曲电煤仅拥有对河曲电厂的煤炭销售权,而同时作为河曲电煤和河曲电厂的控股股东,公司将充分享受国内能源价格持续上涨所带来的回报提升。除了成本优势之外,公司电厂所处位置正是特高压电网西电东送的重要电源点之一,因此,河曲电厂的机组利用小时也远高于当地火电平均机组利用小时。由此,其盈利能力之强可想而知。相较而言,同时收购的王曲电厂就略微逊色,由于其电煤完全需市场采购,盈利受煤价波动影响明显。随着国内煤炭价格的持续走高,未来可能成为公司的业绩包袱。
- 通信业务较为稳定。公司原有的通信业务在重组之后仍将保留,主要是对电网相关通信网络所需的硬件、软件提供服务,毛利率在70%左右。因为与山东电网已经合作多年,经营相对较为稳定。虽然盈利与稳定都尚可,但与煤电项目相比,规模仍较小,未来在公司整个业务框架中居于相对次要的位置。
- 当前估值反映重组第一步价值
- 根据与鲁能集团在4月7日签署的盈利预测补偿协议,如果购买资产2010-2012年度实现的净盈利低于

预测值，则鲁能集团需对金马集团进行股份补偿。具体方案为：2010-2012 年预计河曲电厂 60%股权和河曲电煤 70%股权的归属母公司净利润分别为 2.39 亿元、2.69 亿元、及 2.77 亿元。如果盈利不足，则金马集团将根据盈利差额以 1 元总价回购补偿股份，并予以注销。

- 而根据我们的测算，假设 2010 年公司下属电厂机组利用小时与 2009 年持平，2011-2012 年略有回升；同时 2010 年煤价上涨 15%，2011-2012 年持平；同时电价不调整，则预计金马集团 2010-2012 年归属母公司净利润分别为 1.99、2.23、2.33 亿元，对应当前约 30 亿元的市值，动态 PE 在 15 倍左右。
- **长期看点：集团注入优质煤电项目**
- 作为资产重组的承诺，鲁能集团表示未来为了避免潜在的竞争关系，将以金马集团为煤电资产的整合平台，在项目成熟之后注入上市公司。展望未来 5 年，公司可能的发展路径将是：首先，收购河曲电厂二期煤电项目；随后，收购鲁能集团目前相对较为成熟的陕西府谷、宁夏鸳鸯湖、内蒙鄂温克煤电项目；再之后，还将有鲁能集团在黑龙江的宝清项目、及新疆的合丰、哈密等煤电项目。由于鲁能集团所拥有的均为优质的煤电联营项目，且多处特高压电网的接入点附近，项目盈利前景都较有保障。作为金马集团潜在的外生性成长空间来看，确实是相当广阔，值得期待。
- **综合评述：值得等待的“时间的玫瑰”**
- 经历过资产重组之后，金马集团的资源优势变得更为明确：鲁能集团前期规划的优质煤电项目，以及国家电网的电源规划调度优势，使得其拥有超越五大发电集团的“天生丽质”。从上述我们的分析可以看到，即使考虑到王曲电厂可能因为高煤价所带来的亏损，当前金马集团的市值对应 PE 估值水平较火电历史平均 20 倍 PE 还有 30% 的上升空间。而且从长期来看，其未来 10 倍以上的成长空间、及盈利能力的明确性，将随着时间的流逝而进一步凸显，是值得长期投资者等待的“玫瑰”，首次给予“强烈推荐”评级。

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

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: 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。