

增持 维持

金马集团 (000602)

2011 年 02 月 17 日

火电翘楚静待重组完成

电力及公共事业行业分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

电力及公共事业行业助理分析师：白瑜
SAC 执业证书编号：S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

2 月 16 日收盘价 27.88 元，合理估值区间 25-30 元。

金马集团今日公布 2010 年年报，2010 年公司实现营业收入 15.97 亿元，利润总额-0.76 亿元，分别同比增长 233%、和亏损扩大 130%，实现每股收益-0.18 元，不分红不转增。

总体评价：通过资产重组之后，金马集团将正式转型为煤电联营企业，符合火电未来的发展趋势。而作为本次重组承诺，金马集团作为鲁能集团的煤电资产整合平台，鲁能集团旗下众多位于特高压接入点附近的优质煤电资产将为公司持续发展提供巨大的空间。

2010 年 12 月 30 日金马集团的重组获得证监会有条件通过，假设 2011 年该重组顺利完成，保守估计金马集团 2011-2012 年 EPS 分别为 0.6 元、0.64 元。鉴于公司所拥有的特高压煤电联营优质资产、以及未来鲁能资产整合的巨大空间，给予 40-50 倍动态 PE，则合理价格在 25-30 元，维持增持评级。

1. 公司基本情况

2010 年金马集团基本面最大的变化，就是于 09 年 12 月启动的资产重组。大股东鲁能集团将认购公司增发的 3.5 亿股，发行价格 14.22 元，募集资金总额不超过 50 亿元，用于收购其所持有的山西鲁能河曲电煤 70% 股权、山西鲁能河曲 60% 股权和山西鲁晋王曲发电 75% 股权。目前，这一方案已经获得证监会有条件通过，待正式核准。

表 1 金马集团向大股东定向增发募集资金收购资产概况

	评估价 (亿元)	09 年账面净资产 (亿元)	PB	09 年净利润 (亿元)	PE
河曲电煤 70% 股权	10.27	2.99	3.43	0.79	13.00
煤炭上市公司平均			5.63		35.30
河曲发电 60% 股权	27.66	11.86	2.33	1.70	16.27
王曲发电 75% 股权	12.52	9.01	1.39	-0.37*	-33.84
电力合计	40.18	20.87	1.92	1.33	30.21
火电上市公司平均			1.90		29.34

资料来源：公司公告，海通证券研究所

为了配合本次重组后业务转型所带来的人才需求，公司分别更换了总经理和财务总监的人选，同时还与大股东就电解铝资产剥离的招、挂牌做了前期准备，目前只待证监会核准完成，煤电资产注入后就会完成电解铝的置出。

表 2 金马集团资产重组进程

时间	事件	影响
2009-11-25	发布重大资产重组停牌公告	启动重组
2009-12-24	召开董事会	通过重组预案
2010-4-7	召开董事会	通过重组草案
2010-6-10	国资委审批	国资委批准重组草案
2010-6-28	召开股东大会	通过重组方案
2010-8-19	证监会受理	收到行政许可受理通知书
2010-12-30	证监会审核	获证监会有条件通过

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 财务报表分析

2010 年，金马集团实现营业收入 15.97 亿元，利润总额-0.76 亿元，分别同比增长 233%、和亏损扩大 130%。

(1) 收入方面：

公司年内实现销售收入同比增长 233%，主要是因为电解铝业务在 2009 年 1-8 月处于停产状态，8 月后陆续开启一般产能，2010 年 5 月启动了剩下一半产能，所以导致电解铝业务收入同比增长 436%；公司通信服务业务发展平稳，收入同比增加 13.8%，主要是因为合并鲁能网络信息公司。

表 3 金马集团收入相关数据比较 (2009-2010) (亿元)

	营业收入	电解铝业务	通信服务业务
2010	15.97	13.14	2.64
2009	4.79	2.45	2.32
YOY	233.64%	436.49%	13.81%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

(2) 盈利能力方面：

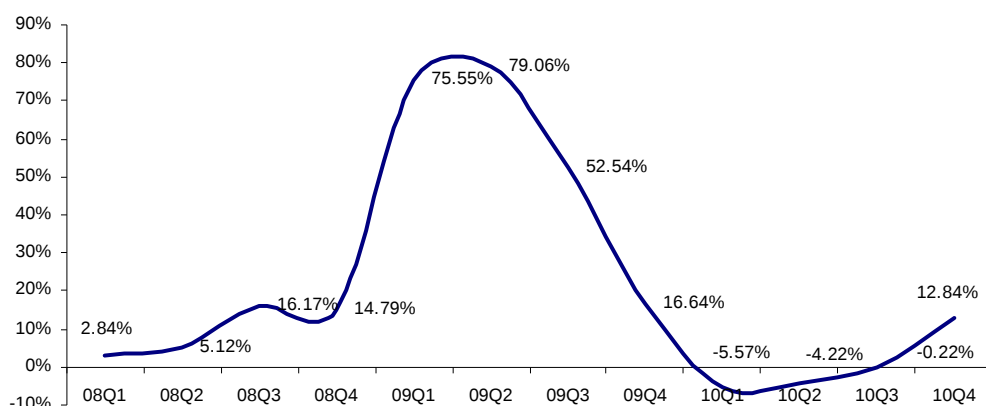
2010 年金马集团的综合毛利率从上年的 32.04% 下滑 29.14 个百分点到 2.90%，一方面是因为收入增幅较大的电解铝业务因为原料成本同比增长，导致继续亏损，毛利率为-10.6%；另一方面，通信服务业务因为竞争激烈等原因毛利率下降 10 个百分点，到 67.73%。

表 4 金马集团毛利率相关数据比较 (2009-2010)

	综合毛利率	电解铝业务毛利率	通信服务业务毛利率
2010	2.90%	-10.60%	67.73%
2009	32.04%	-11.89%	77.97%
Yoy	-29.14%	1.29%	-10.24%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 1 金马集团单季度毛利率变化 (2008-2010)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

(3) 净利润结构:

由于四季度会计政策的调整, 因此金马集团对眉山电解铝的合并报表方式变更为比例并表, 这也是导致其全年业绩与前三季度出现较大差异的原因, 追溯调整后的净利润结构如下所示。从金马集团的利润构成可以看到, 眉山电解铝一直是造成公司最近 2 年业绩大幅亏损的主要原因。

表 5 金马集团净利润结构 (2009-2010)

时间	项目	合计	眉山电解铝	英大科技
2010	收入 (亿元)	15.97	13.30	2.67
	净利润 (亿元)	-1.15	-2.24	1.21
	权益净利润 (亿元)	-0.27	-0.90	0.75
	贡献占比	100%	332%	-278%
2009	收入 (亿元)	4.79	2.45	2.33
	净利润 (亿元)	-0.7	-1.81	1.16
	权益净利润 (亿元)	-0.05	-0.72	0.72
	贡献占比	100%	1448%	-1438%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

(4) 主要财务指标:

由于 2010 年金马集团的电解铝业务拖累, 导致公司总体业绩下滑, 因而拖累其偿债能力和综合财务指标都小幅下降, 而因为电解铝业务复产所以存活周转率有所提升。

表 6 金马集团主要财务指标比较 (2009-2010)

时间	营运能力- 存货周转率 (次)	偿债能力- 利息保障倍数	成长性- 在建工程/固定资产 (%)	综合指标 - ROE (%)
2010	34.88	-0.86	0	-7.53
2009	160.68	0.37	0	-2.95
Yoy	-125.80	-1.23	0	-4.58

资料来源：公司公告、海通证券研究所 (注：净资产收益率为扣除非经常性损益后的摊薄数)

3. 投资机会

(1) 未来业绩的增长点

我们认为金马集团通过本次资产重组之后有望成为火电行业翘楚，原因主要有两点：

一是煤电联营是火电行业未来的发展方向。由于上游原料煤炭的不可再生性，各地政府出于自身长期利益考虑，会通过煤矿整合等多种手段实现煤炭供应的缓慢有序释放，因此煤炭供需之间将始终保持平衡状态，过剩可能只是季节性或短期的现象。在这种情况下，已经实现市场化的电煤价格未来趋势必然是持续上涨。为应对成本的持续上升，拥有上游煤炭资源成为火电企业的“立身之本”。

二是鲁能集团下属优质煤电资产整合的预期。根据本次重组方案中的大股东承诺，鲁能集团将以金马集团作为旗下煤电资产的整合平台。从其资产来看，大多为煤电一体化项目，且都是临近特高压的接入点。无论是从其经营的稳定性（不用担心原煤供应不足导致不能发电），还是从电网调度的经济性（越是临近接入点，其并网损耗越少），这些火电厂无疑都是火电行业中最优质的资产。而其庞大的项目规划都将通过金马集团来实现，这势必给他提供了巨大的成长空间。

回顾过去A股市场中火电企业的表现，符合行业发展方向、且具备持续资产注入的公司表现最为优异，而金马集团重组完成之后就将具备“明星企业”的潜质，值得期待。

(2) 盈利预测与投资评级

假设金马集团 2011 年完成本次定向增发，同时启动电解铝资产剥离，假设电价不调，保守预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.60、0.64 元。鉴于公司重组完成后所拥有的煤电项目资产、以及未来巨大的成长空间，给予动态 PE40-50 倍，对应合理的价格应该在 25-30 元，维持增持评级。

4. 主要风险

- 1) 由于连续两年亏损，今日起金马集团将被实施退市风险警示特别处理；
- 2) 如果重组最终没有通过证监会审核，金马集团转型煤电联营将失败，则扭亏为盈存在不确定性；
- 3) 未来鲁能集团何时再次启动资产注入存在时间上的不确定性

5. 相关参考报告

《值得等待的“时间的玫瑰”——金马集团调研报告》，2010 年 5 月 24 日。

《困难中前行，掌握资源者胜——火电行业深度报告》，2010 年 9 月 16 日

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、金马集团、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、申能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。