

审慎推荐-B (维持)

金山股份 600396.SH

目标估值: 9.90 元

当前股价: 8.38 元

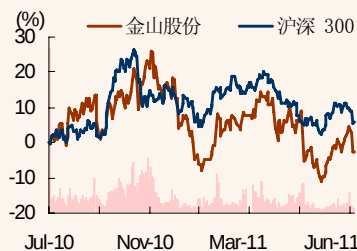
2011 年 7 月 26 日

基础数据

上证综指	2703
总股本(万股)	34060
已上市流通股(万股)	34060
总市值(亿元)	29
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	-1.0
资产负债率	83.5%
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	6	5	-2
相对表现	8	4	-8



相关报告

1、《金山股份(600396) - 公司迎来收获季节, 未来步入高增长期》
2010/10/26

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

白音华煤电一体, 打造公司业绩支柱

上半年, 公司电量增长 41.5%, 带来营业收入增长 34%, 但由于煤价上涨, 导致公司毛利率下降, 影响公司盈利。另外, 公司联营的白音华及参股海州煤矿投资收益达 5785 万元, 是公司净利润的 203%, 成为公司业绩支柱。我们维持“审慎推荐”投资评级, 目标价 9.9 元。

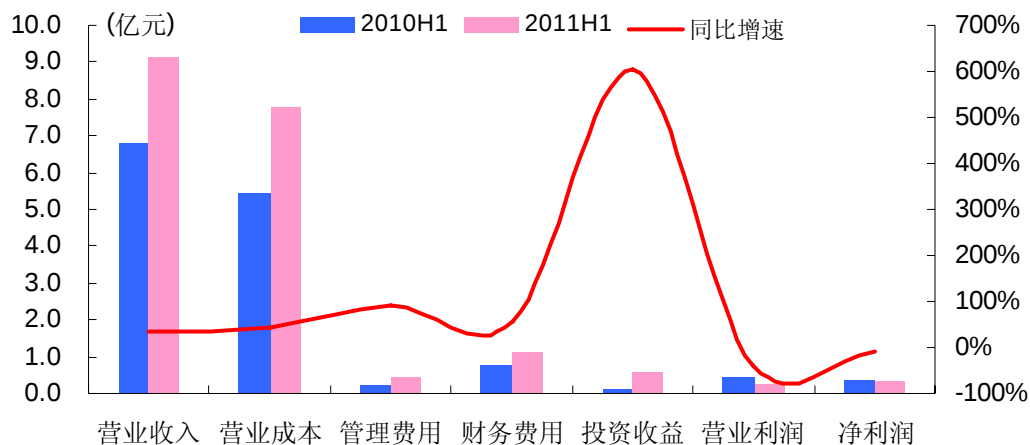
- **上半年实现每股收益 0.083 元, 符合我们预期。**公司 2011 年上半年实现销售收入 9.1 亿元, 同比增长 34%; 营业利润 0.3 亿元, 同比减少 38%; 投资收益 0.6 亿元, 大幅增长 606%; 归属于上市公司净利润 0.3 亿元, 同比增长 33%, 折合每股收益 0.08 元, 基本符合我们预期。
- **电量带动收入增长, 煤价上涨拖累盈利。**受益于公司装机增长, 上半年, 公司累计完成发电量 26.2 亿千瓦时, 同比增长 41.5%, 从而带动营业收入大幅增长, 但由于煤价上涨, 公司燃料成本增加, 导致公司利润率、毛利率均出现下滑, 毛利率由去年同期的 20% 降至 15%。另外, 公司去年投产的金山二期, 由于市政建设等多方面因素导致供暖面积及供热量未有大幅度增长, 影响公司盈利。
- **白音华盈利良好, 投资收益喜获丰收。**白音华煤电项目是公司最为优质的资产, 上半年, 电站和煤矿分别为公司贡献投资收益 3440 万元和 2345 万元, 共占公司净利润的 202.5%, 成为公司业绩的支柱。海州煤矿达产后, 全年可生产 500 万吨原煤, 保守估计吨煤净利润 50 元, 全年贡献投资收益约 0.5 亿元。
- **项目储备丰厚, 未来发展值得期待。**未来, 公司还拥有大量的电力和煤炭储备, 如在建的丹东热电 (60 万千瓦)、筹建的白音华金山二期扩建 (132 万千瓦) 和丹东金山二期扩建 (60 万千瓦) 等。另外, 公司现有煤矿产能为 700 万吨, 根据远期规划, 海州煤矿将扩建至 2400 万吨, 届时, 公司权益装机将由目前的 151 万千瓦增长至 372 万千瓦, 增长 146%, 煤炭产能也将由目前的 700 万吨增长至 2600 万吨, 增长 270%, 公司步入高增长期。
- **维持“审慎推荐-B”的投资评级。**暂不考虑定增对公司的影响, 我们预计 2011~2013 年公司每股收益 0.33 元、0.45 元和 0.54 元。由于公司未来具有较高成长性, 给予 2011 年每股收益 30 倍 PE, 目标价为 9.9 元, 维持“审慎推荐”的投资评级。

风险提示: 项目投产滞后于预期、煤价上涨带来成本压力。
财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1906	1418	2250	2870	2952
同比增长	5%	-26%	59%	28%	3%
营业利润(百万元)	73	42	199	285	343
同比增长	174%	-43%	376%	43%	20%
净利润(百万元)	41	6	112	154	184
同比增长	259%	-85%	1736%	37%	19%
每股收益(元)	0.12	0.02	0.33	0.45	0.54
PE	70.9	471.7	25.7	18.7	15.7
PB	2.8	2.8	2.6	2.3	2.1

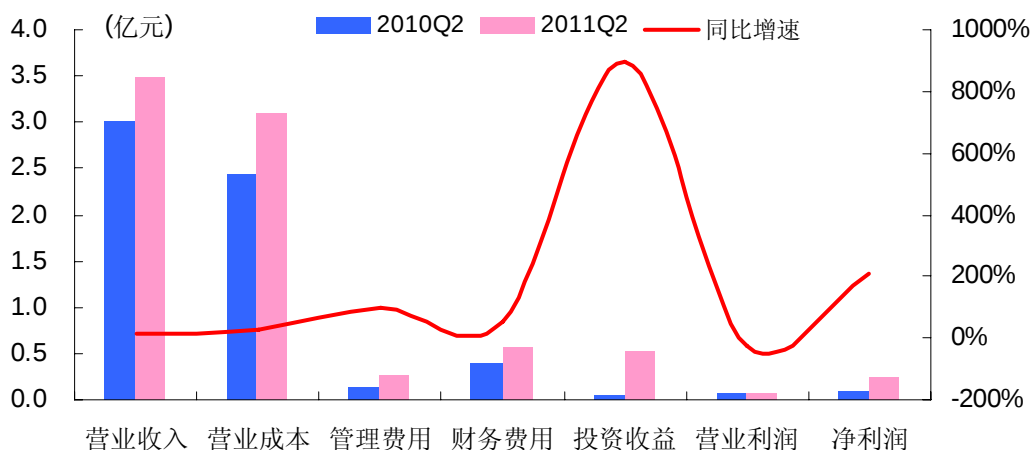
资料来源: 招商证券

图1: 金山股份上半年经营指标同比变动比较



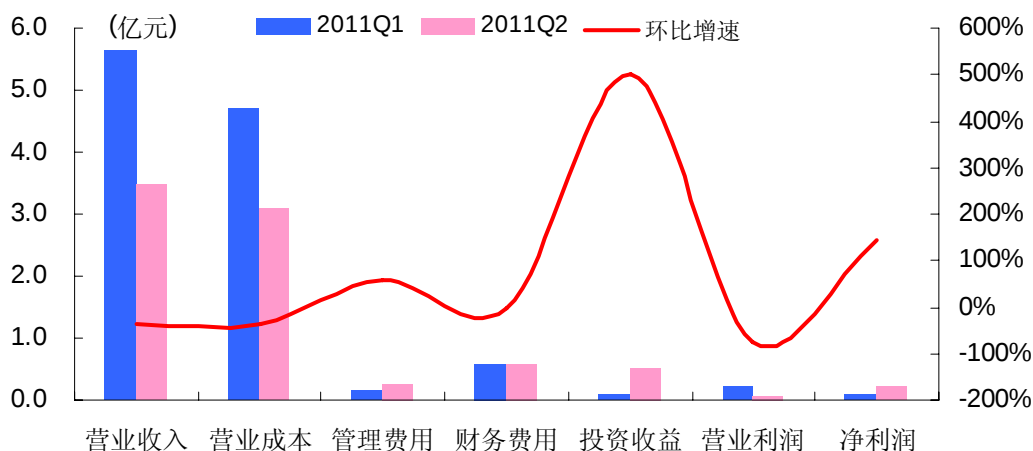
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 金山股份二季度经营指标同比变动比较



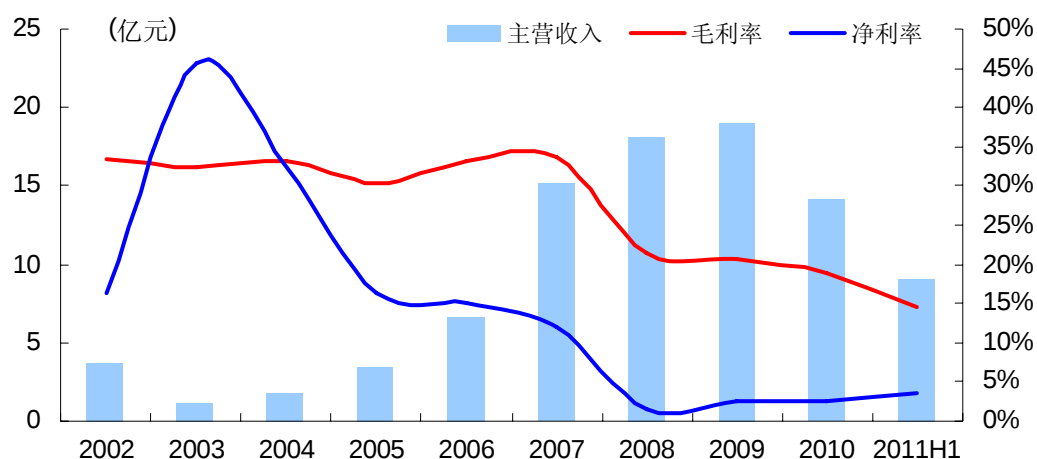
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 金山股份二季度经营指标环比变动比较



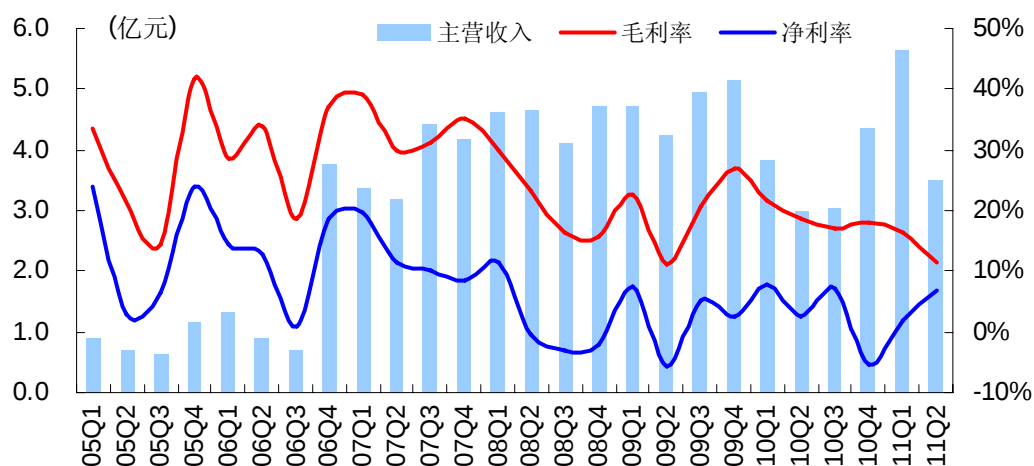
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 金山股份年度收入和利润率指标比较



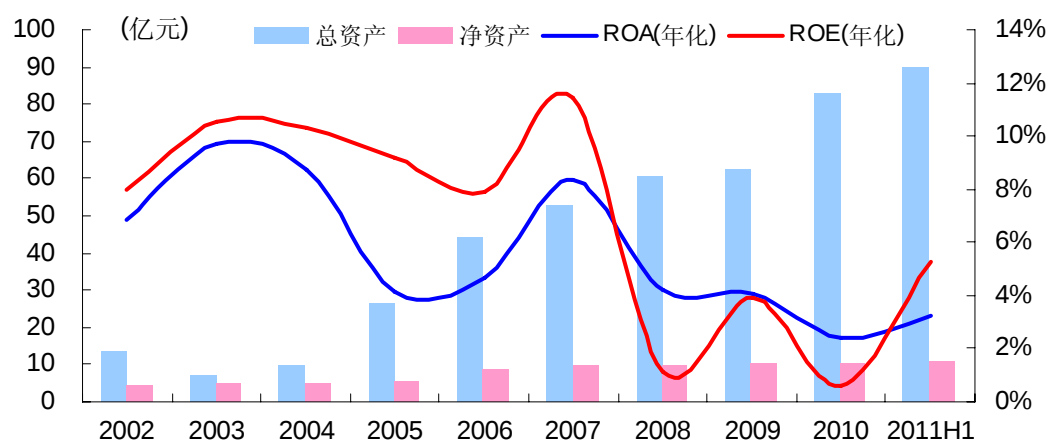
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 金山股份季度营业收入和利润率指标比较



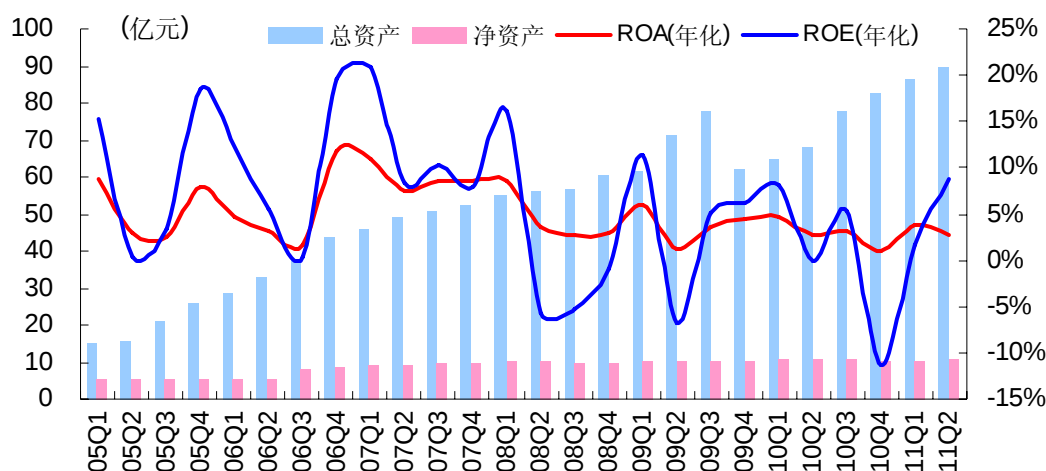
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 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

图7: 金山股份季度资产收益率指标比较



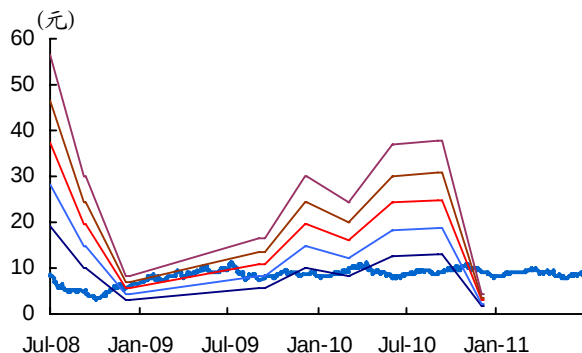
数据来源：公司公告，招商证券整理

表1 公司在营及在建项目统计

编号	名称	机组类型	装机容量	装机构成	权益比例
一、控股电站					
1	苏家屯金山热电二期	火电	40	2×20	100%
2	桓仁金山热电	火电	2.4	2×1.2	80%
3	阜新煤矸石	火电	57	2×13.5 + 2×15	51%
4	白音华金山发电（联营）	火电	120	2×60	31%
5	康平风电	风电	2.465	12×0.085+17×0.085	51%
6	彰武风电	风电	2.465	12×0.085+17×0.085	51%
二、参股电站					
1	沈阳沈海热电	火电	60	3×20	26%
2	南票煤电	火电	20	2×10	50%
3	南票煤电二期	火电	30	2×15	50%
三、在建项目					
1	丹东热电联产一期	火电	60	2×30	100%
2	康平、彰武三期	风电	4.93	58×0.085	51%

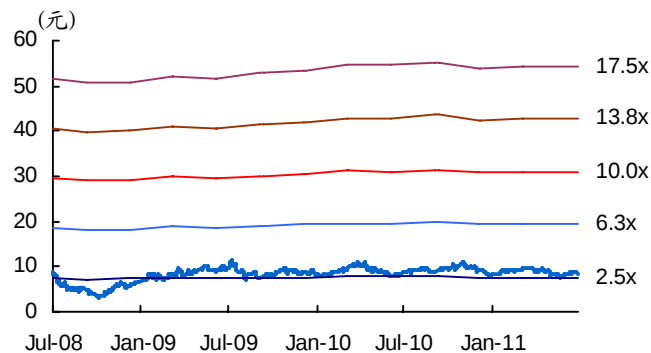
资料来源：招商证券

图2: 金山股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图3: 金山股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1873	933	1464	2149	2586
现金	489	276	454	867	1276
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	149	196	292	372	383
其它应收款	17	42	67	86	88
存货	61	64	85	108	109
其他	1157	354	566	717	730
非流动资产	4369	7333	6722	6522	6461
长期股权投资	776	899	899	899	899
固定资产	2938	4978	4934	4743	4690
无形资产	136	101	91	82	74
其他	520	1354	798	798	798
资产总计	6242	8265	8186	8671	9047
流动负债	2175	2759	2526	2792	2906
短期借款	1445	1641	1700	1800	1900
应付账款	171	611	276	349	356
预收账款	59	75	120	152	155
其他	499	432	430	491	496
长期负债	2676	4091	4091	4091	4091
长期借款	2676	4081	4081	4081	4081
其他	0	10	10	10	10
负债合计	4851	6851	6617	6884	6998
股本	341	341	341	341	341
资本公积金	305	315	315	315	315
留存收益	371	391	469	577	706
少数股东权益	375	368	443	555	688
母公司所有者权益	1017	1046	1125	1233	1361
负债及权益合计	6242	8265	8186	8671	9047

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	380	257	312	585	698
净利润		6	112	154	184
折旧摊销		0	308	300	291
财务费用		0	247	316	325
投资收益		0	-139	-190	-221
营运资金变动		0	-289	-116	-15
其它		251	72	121	134
投资活动现金流	-2019	-1998	316	-100	-230
资本支出		0	-240	-100	-230
其他投资		-1998	556	0	0
筹资活动现金流	1734	1528	-451	-72	-59
借款变动		0	-309	100	100
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	-34	-46	-55
其他		1528	-108	-125	-104
现金净增加额	95	-213	177	413	409

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1906	1418	2250	2870	2952
营业成本	1510	1150	1840	2328	2370
营业税金及附加	18	10	22	29	30
营业费用	2	1	2	3	3
管理费用	140	56	79	100	103
财务费用	194	168	247	316	325
资产减值损失	18	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	50	36	139	190	221
营业利润	73	42	199	285	343
营业外收入	12	12	7	9	9
营业外支出	23	21	2	3	3
利润总额	62	33	203	291	349
所得税	13	-3	16	25	32
净利润	48	35	187	265	317
少数股东损益	8	29	75	112	133
母公司所有者净利润	41	6	112	154	184
EPS（元）	0.12	0.02	0.33	0.45	0.54

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	5%	-26%	59%	28%	3%
营业利润	174%	-43%	376%	43%	20%
净利润	259%	-85%	1736%	37%	19%
获利能力					
毛利率	20.8%	18.9%	18.2%	18.9%	19.7%
净利率	2.1%	0.4%	5.0%	5.4%	6.2%
ROE	4.0%	0.6%	10.0%	12.5%	13.5%
ROIC	3.7%	3.0%	5.6%	7.2%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	77.7%	82.9%	80.8%	79.4%	77.4%
净负债比率	68.6%	73.7%	70.6%	67.8%	66.1%
流动比率	0.9	0.3	0.6	0.8	0.9
速动比率	0.8	0.3	0.5	0.7	0.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	12.5	18.3	24.7	24.2	21.8
应收帐款周转率	19.8	8.2	9.2	8.6	7.8
应付帐款周转率	9.8	2.9	4.1	7.4	6.7
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.02	0.33	0.45	0.54
每股经营现金	1.11	0.75	0.92	1.72	2.05
每股净资产	2.99	3.07	3.30	3.62	4.00
每股股利	0.02	0.02	0.10	0.14	0.16
估值比率					
PE	70.9	471.7	25.7	18.7	15.7
PB	2.8	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.7	20.2	9.0	7.5	7.0

分析师承诺

负责本研究报告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。

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。现为招商证券研究董事、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2010 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2010 年最佳分析师。

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，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨，清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。