

趋稳性增长，看好未来发展

金山股份 2011 年中报点评

报告关键点:

- 业绩平稳增长
- 在建工程提升未来增长动力
- 看好白音华项目收益

报告摘要:

- 业绩平稳增长:** 2011年上半年，金山股份实现营业收入9.1亿元，同比增长34.11%；实现净利润3364.6万元，同比下降10%；实现归属于母公司所有者净利润2829.6万元，同比上升33.1%；每股收益0.0831元。目前公司主要收益来自于白音华金山发电和白音华海州露天煤矿项目贡献的投资收益。
- 多因素促进业绩平稳增长:** (1) **电量上升:** 上半年完成发电量26.2亿千瓦时，同比增长41.50%；上网电量23.45亿千瓦时，同比增长41.61%，其中苏家屯金山热电2×20万千瓦电厂投产做出较大贡献。(2) **投资收益大幅上升:** 上半年投资收益5976万元，较去年同期大幅上升605.7%，占当期利润总额的204.21%，主要原因在于白音华发电及海州露天煤矿投产后贡献投资收益分别达3441万元和2345万元；上半年公司供热营业利润率为-24.22%，较去年同期大幅下降44.98%，主要原因在于煤价上升及苏家屯金山热电“以大代小”电厂项目投产时间短，市政建设影响其供暖面积及供热量增长两方面，母公司受关停机组和供热成本上升的影响，亏损加大，预计下半年随着供热量上升，盈利能力将有所好转；控股子公司由于新机投产，管理费用与财务费用上升较多，贡献业绩状况不佳。(3) **煤价上升:** 公司燃煤价格上升吞噬部分营业利润，但综合来看，预计由于公司新建机组投产，煤耗得以降低，故煤价上涨影响不大。
- 在建工程提供未来增长动力:** 丹东金山热电项目2×30万千瓦电厂预计于2011年底投产；此外，白音华金山二期2×66万千瓦发电机组扩建已列入内蒙古“十一五”电力发展规划，丹东金山二期2×30万热电机组扩建、苏家屯金山二期2×30万热电机组的准备工作正在进行，一旦新项目进行投产，公司利润有望大幅提升，看好公司2012年业绩。
- 看好白音华项目收益:** 公司公告计划通过非定向增发15000万股收购东方新能源持有的白音华发电有限公司30%的股权，届时公司将持有其61%的股权，白音华金山一期项目上半年净利润达11098万元，二期正在规划中，未来将大幅提升公司业绩。
- 综合考虑发电量上升、煤价上涨和在建工程投产后，我们给予公司11~13年EPS分别为0.21、0.54和0.67元，给予评级为“增持-A”。
- 风险提示：煤价上涨，在建工程延后等。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,905.9	1,418.3	2,111.4	4,603.2	4,876.3
Growth(%)	5.3%	-25.6%	48.9%	118.0%	5.9%
净利润	48.5	35.0	99.4	361.2	426.2
Growth(%)	258.0%	-85.0%	184.0%	263.4%	18.0%
毛利率(%)	1.2%	0.4%	15.1%	22.9%	23.2%
净利润率(%)	2.1%	0.4%	3.3%	5.7%	6.7%
每股收益(元)	0.12	0.02	0.21	0.54	0.67
每股净资产(元)	3.05	3.07	3.22	3.06	3.68
市盈率	70.2	466.7	40.5	15.6	12.5
市净率	2.7	2.7	2.6	2.7	2.3
净资产收益率(%)	3.5%	2.5%	6.7%	20.4%	16.5%
ROIC(%)	4.2%	4.2%	5.7%	9.8%	6.5%
EV/EBITDA	82.1	129.0	17.2	13.0	10.2
股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.6%

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

12.00 元

期限: 6个月 上次预测:

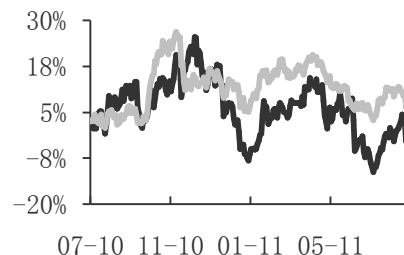
现价(2011年07月26日): 8.38 元

报告日期:

2011-07-27

总市值(百万元)	2,854.23
流通市值(百万元)	2,854.23
总股本(百万股)	340.60
流通股本(百万股)	340.60
12个月最低/最高	7.60/10.96 元
十大流通股东(%)	42.39%
股东户数	44,619

12个月股价表现



— 金山股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.26	2.02	(9.38)
绝对收益	3.33	(5.20)	(2.87)

张龙

 021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师

 zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

邵琳琳

 021-68763673
shaoll@essence.com.cn

前期研究成果

金山股份：即将进入爆发期

2010-03-26

金山股份：股权变更完成，业绩略超预期

2009-10-27

金山股份：煤价上涨超预期

2009-08-20

表 1 公司现有机组

电厂名称	电厂类型	股权比例	机组 (MW)	总装机 (MW)	权益装机
热电分公司	热电	100%	2 × 6+1 × 12	24	24
桓仁金山	热电	80%	2 × 12	24	19.2
康平金山	风电	51%	29 × 0.85	24.65	12.5715
彰武金山	风电	51%	29 × 0.85	24.65	12.5715
阜新金山	热电	51%	4 × 150	600	306
苏家屯一期	热电	100%	2 × 200	400	400
白音华一期	火电	31%	2 × 600	1200	372
沈海热电	热电	26%	3 × 200	600	156
合计				2897.3	1302.3

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 2 公司在建项目（预计 2011 年底投产）

电厂名称	电厂类型	股权比例	机组 (MW)	总装机 (MW)	权益装机
丹东金山	热电	100%	2 × 300	600	600

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 3 公司规划后期项目

电厂名称	电厂类型	股权比例	机组 (MW)	总装机 (MW)	权益装机
白音华二期	火电	31%	2 × 660	1320	409.2
丹东金山二期	热电	100%	2 × 300	600	600
苏家屯金山二期	热电	100%	2 × 300	600	600
康平风电三期项目					
彰武风电三期项目					

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-27		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,905.9	1,418.3	2,111.4	4,603.2	4,876.3	成长性					
减: 营业成本	1,882.1	1,412.4	1,792.0	3,548.1	3,744.9	营业收入增长率	5.3%	-25.6%	48.9%	118.0%	5.9%
营业税费	18.3	10.3	21.0	51.9	51.5	营业利润增长率	173.8%	-43.2%	92.9%	461.1%	18.8%
销售费用	1.8	0.5	0.7	0.7	0.7	净利润增长率	258.0%	-85.0%	1052.0%	273.4%	24.7%
管理费用	140.1	55.9	62.3	80.3	110.3	EBITDA 增长率	1568.3%	-18.6%	695.8%	106.9%	35.5%
财务费用	193.8	168.2	283.8	536.2	502.9	EBIT 增长率	-31.9%	-49.4%	-788.4%	171.0%	5.2%
资产减值损失	17.7	27.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-22.7%	8.1%	86.0%	85.6%	4.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.2%	37.6%	8.5%	58.3%	9.4%
投资和汇兑收益	49.6	35.8	128.9	64.9	69.8	净资产增长率	-8.6%	1.7%	5.5%	18.6%	45.7%
营业利润	73.4	41.7	80.4	451.0	535.9	利润率					
加: 营业外净收支	-11.6	-9.2	5.6	5.6	5.8	毛利率	1.2%	0.4%	15.1%	22.9%	23.2%
利润总额	61.9	32.5	86.0	456.7	541.7	营业利润率	3.9%	2.9%	3.8%	9.8%	11.0%
减: 所得税	13.4	-2.5	-13.4	95.4	115.5	净利润率	2.1%	0.4%	3.3%	5.7%	6.7%
净利润	48.5	35.0	99.4	361.2	426.2	EBITDA/营业收入	4.6%	5.0%	26.7%	25.4%	32.5%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	-5.5%	-3.7%	17.3%	21.4%	21.3%
货币资金	489.0	276.2	1,020.8	368.3	390.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	648	1,005	847	486	589
应收账款	165.9	238.5	208.2	454.0	481.0	流动营业资本周转天数	138	125	63	73	98
应收票据	0.1	-	57.8	126.1	133.6	流动资产周转天数	313	356	243	154	166
预付账款	1,136.1	333.6	512.8	867.6	1,242.1	应收账款周转天数	18	44	32	22	29
存货	61.4	63.9	98.2	194.4	205.2	存货周转天数	23	16	14	11	15
其他流动资产	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3	总资产周转天数	1,161	1,841	1,485	891	1,044
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	978	1,609	1,305	804	975
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	775.6	898.7	1,139.1	1,447.8	1,583.3	ROE	3.5%	2.5%	6.7%	20.4%	16.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	0.4%	1.1%	2.7%	2.9%
固定资产	2,937.7	4,978.4	4,955.6	7,481.9	8,463.0	ROIC	4.2%	4.2%	5.7%	9.8%	6.5%
在建工程	468.6	738.5	677.1	2,326.7	1,898.6	费用率					
无形资产	135.9	101.4	94.6	88.3	82.4	销售费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	51.2	616.0	373.6	240.1	160.1	管理费用率	7.4%	3.9%	2.9%	1.7%	2.3%
资产总额	6,242.1	8,265.4	9,158.2	13,615.5	14,659.7	财务费用率	10.2%	11.9%	13.4%	11.6%	10.3%
短期债务	1,444.7	1,641.4	1,641.4	5,157.3	6,538.0	三费/营业收入	17.6%	15.8%	16.4%	13.4%	12.6%
应付账款	206.4	722.8	176.7	350.0	369.4	偿债能力					
应付票据	218.0	28.7	98.2	194.4	205.2	资产负债率	77.7%	82.9%	83.7%	86.9%	82.5%
其他流动负债	305.7	366.3	276.5	544.1	590.9	负债权益比	348.6%	484.2%	514.8%	663.1%	473.0%
长期借款	2,675.8	4,081.2	5,481.2	5,481.2	4,481.2	流动比率	0.86	0.34	0.87	0.33	0.32
其他非流动负债	-	10.2	10.2	10.2	10.2	速动比率	0.83	0.31	0.83	0.29	0.29
负债总额	4,850.6	6,850.7	7,684.3	11,737.2	12,194.9	利息保障倍数	-0.54	-0.31	1.28	1.84	2.07
少数股东权益	351.3	368.3	397.0	268.3	774.9	分红指标					
股本	340.6	340.6	340.6	490.6	490.6	DPS(元)	0.02	0.02	0.00	0.01	0.05
留存收益	676.3	685.2	755.0	1,011.1	1,312.8	分红比率	16.8%	111.4%	0.9%	2.7%	8.0%
股东权益	1,391.5	1,414.7	1,492.6	1,770.0	2,578.3	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.6%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	48.5	35.0	99.4	361.2	426.2	EPS(元)	0.12	0.02	0.21	0.54	0.67
加: 折旧和摊销	193.6	126.2	200.3	180.8	543.7	BVPS(元)	3.05	3.07	3.22	3.06	3.68
资产减值准备	17.7	27.9	-	-	-	PE(X)	70.2	466.7	40.5	15.6	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.7	2.6	2.7	2.3
财务费用	229.1	197.1	169.8	283.8	536.2	P/FCF	11.2	-15.0	4.1	-4.1	-15.9
投资收益	-49.6	-35.8	-128.9	-64.9	-69.8	P/S	1.5	2.0	1.4	0.9	0.8
少数股东损益	7.8	28.9	28.9	98.1	98.1	EV/EBITDA	82.1	129.0	17.2	13.0	10.2
营运资金的变动	-236.0	-236.8	-619.9	-228.1	-342.7	CAGR(%)	95.3%	130.0%	63.8%		
经营活动产生现金流量	379.5	256.9	-136.4	883.3	1,158.4	PEG	0.7	3.6	0.6		
投资活动产生现金流量	-2,019.2	-1,997.6	-501.5	-3,444.4	-903.4	ROIC/WACC	0.5	0.5	0.7	1.2	0.8
融资活动产生现金流量	1,734.3	1,527.9	948.0	3,122.7	-148.5	REP	2.6	2.4	1.7	1.0	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034