

金山股份(600396)

研究员: 程鹏 执业证书编号: S0570510120044

☎ 025-83290916 ✉ chengpeng_htsc@hotmail.com

🌐 http://t.zhangle.com/4025

增发布局优质资产，转让南票为瘦身

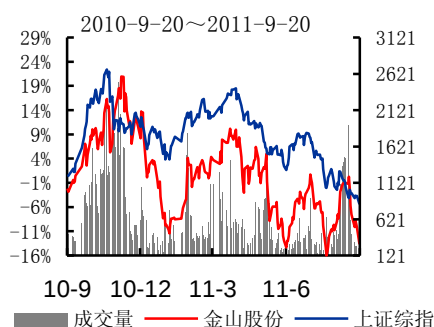
投资评级: 买入(调高)

电力 II

当前价格(元): 7.72

目标价格(元): 9.5

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 公司计划定向增发不超过 1.5 亿股，募集资金 12 亿元，用于收购白音华金山发电 30% 股权、新建丹东金山热电联产项目以及偿还金融机构贷款 3.3 亿元。白音华金山、丹东金山热电均为优质项目，盈利能力较强，对于公司盈利能力改善有重要意义

◆ 2011 年上半年，白音华金山完成发电量 22.38 亿千瓦时，实现营业收入 6.08 亿元，营业利润 1.11 亿元。我们预计全年净利润将达到 2.23 亿元，以此测算收购 PE 仅为 6 倍，将大幅降低公司的 PE 水平。公司参股 20% 的白音华四号露天矿，资源储量为 10.4 亿吨，预计 2011-2013 年产量将达到 1000 万吨/年、2000 万吨/年、2400 万吨/年。2011-2013 年净利润为 3 亿、7 亿、9.6 亿，公司权益利润分别为 0.6 亿、1.4 亿、1.92 亿。整体来看，我们预计白英华煤电一体项目 2011-2013 年给公司带来的净利润分别为 1.29 亿、2.41 亿、3.2 亿，将成为公司主要的利润贡献源泉。

◆ 公司以 2.5 亿元出售南票煤电公司 50% 股权。截至 2010 年 12 月 31 日，公司累计投资 25400 万元，实际取得分配股利 5400 万元，不会造成投资损失。

◆ 2011-2012 年公司营业收入分别达到 17.65 亿、39.88 亿、44.78 亿，实现每股收益分别为 0.33 元、0.61 元、0.64 元，考虑白英华煤电一体项目带来的 2012 年业绩大幅增长，给予公司“买入”评级，合理价格区间为 9-12 元，6 个月目标价为 9.5 元。

公司基本资料

总股本(万)	34040
流通 A 股(万)	34040
52 周内股价区间(元)	7.51-10.83
总市值(亿)	26.28
总资产(亿)	89.75
每股净资产(元)	3.17

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	14.18	17.65	39.88	44.78
+/-%	-25.58	24.42	126.03	12.29
净利润(百万)	6.12	113.29	298.59	313.7
+/-%	-84.96	1752	164	5.06
EPS(元)	0.02	0.33	0.61	0.64
P/E	429.93	23.21	8.81	8.38

定增收购优质资产，转让南票为瘦身

◆ 增发布局优质资产，白音华贡献主要利润

公司计划定向增发不超过 1.5 亿股，募集资金 12 亿元，用于收购白音华金山发电 30% 股权、新建丹东金山热电联产项目以及偿还金融机构贷款 3.3 亿元。白音华金山、丹东金山热电均为优质项目，盈利能力较强，对于公司盈利能力改善有重要意义。

表格 1 增发募资投向 单位：万千瓦

电厂名称	位置	权益	机组结构	投产时间
白音华金山	内蒙锡林郭勒	30%	2×60	2010.9
丹东金山	辽宁丹东	100%	2×30	2011

资料来源：华泰证券

白音华金山发电 30% 股权收购完成后，公司将持有白音华金山发电项目 61% 股权。白音华矿区煤炭储量丰富，该地区已被国家列为六大煤电基地之一，是东北地区能源基地的扩展地。白音华金山发电是依托白音华矿区并利用四号露天矿原煤建设的坑口电厂，由金山股份、辽宁能源投资集团、丹东东方新能源、辽宁阜新矿业按 31%、30%、30%、9% 的出资建设，规划装机容量为 4×60 万千瓦，一期 2×60 万千瓦空冷发电机组已于 2010 年 9 月竣工投产，年可实现 66 亿度发电量，所发电量以 500kV 线路并入东北电网。2010 年 4 季度投产，当年实现营业收入 3.55 亿元，净利润 2538.68 万元。

2011 年上半年，白音华金山完成发电量 22.38 亿千瓦时，实现营业收入 6.08 亿元，营业利润 1.11 亿元。我们预计全年净利润将达到 2.23 亿元，以此测算收购 PE 仅为 6 倍，将大幅降低公司的 PE 水平。

白音华电厂属于坑口煤电联营项目，成本低，盈利能力强；此外，由于属于国家资源综合利用项目，符合国家的能源政策和产业政策，享受国家和地方一系列优惠政策，有着良好的发展前景。我们基于以下假设基础作收购完成后的盈利预测：

(1) 电厂所用原煤由白音华海州煤矿供应，2011-2013 年标煤单价 330 元/吨、350 元/吨、350 元/吨（不含税），供电煤耗随着利用小时增加有所降低，由目前的 347 克/千瓦时降低到 340 克/千瓦时；

(2) 上网电价按照蒙东外送辽宁标杆电价 0.34 元/千瓦时 (加脱硫);

(3) 2011-2013 年利用小时分别为 4500 小时、4500 小时、4800 小时;

(4) 公司所得税按两免三减半计算;

(5) 2012 年 1 月 1 日完成 30% 股权交割;

根据以上假设, 预计 2011~2013 年白音华电厂为公司贡献的净利润分别为 0.69 亿元、1.01 亿元和 1.28 亿元。

表格 2 白音华电厂盈利测 单位: 万千瓦、亿千瓦时、%、元/千瓦时、亿元

	2011E	2012E	2013E
装机容量	120	120	120
发电量	54	54	57.6
上网电量	49.14	49.14	52.42
厂用电率	9%	9%	9%
上网电价	0.34	0.34	0.34
营业收入	14.28	14.28	15.23
标煤单价	330	350	350
供电煤耗	347	344	340
单位电量燃料成本	0.1145	0.1204	0.1190
燃料成本	5.63	5.92	6.24
折旧	2.55	2.55	2.55
财务费用	2.4	2.4	2.4
其它	1.47	1.47	1.57
营业利润	2.23	1.94	2.47
所得税		0.15	0.15
净利润	2.23	1.65	2.10
公司权益利润	0.69	1.01	1.28

资料来源: 华泰证券

公司参股 20% 的海州煤矿为白音华四号露天矿, 资源储量为 10.4 亿吨, 煤层平均厚度 25.62 米, 煤质为褐煤, 热值 3500 大卡上下。我们预计 2011-2013 年产量将达到 1000 万吨/年, 2000 万吨/年、2400 万吨/年。目前为露天开采, 吨煤成本在 130 元/吨左右, 两个 700 万吨井工矿井在建, 随着井工矿的开采, 吨煤成本将有效降低, 吨煤利润将显著增加, 2011-2013 年分别以吨煤净利 30 元、35 元、40 元来测算, 2011-2013 年海州煤矿净利润为 3 亿、7 亿、9.6 亿, 公司权益利润分别为 0.6 亿、1.4 亿、1.92 亿。

整体来看,我们预计白音华煤电一体项目 2011-2013 年公司带来的净利润分别为 1.29 亿、2.41 亿、3.2 亿,将成为公司主要的利润贡献源泉。

丹东金山热电 2×30 万千瓦项目于 2009 年 9 月 20 日开工建设,预计年内投产,设计年发电量 33 亿千瓦时,上网电量 30 亿千瓦时,一期投资 27.5 亿元。

我们基于以下假设基础作丹东金山热电盈利预测:

(1) 标煤单价为 5200 元/吨(不含税),供电煤耗 260 克/千瓦时,供热煤耗为 38 公斤/吉焦;

(2) 含税上网电价为 0.38 元/千瓦时;

(3) 2012-2014 年利用小时分别为 4000 小时、4800 小时、5000 小时,供热量分别为 100 万吉焦、200 万吉焦、300 万吉焦;

(4) 所得税率 25%;

根据以上假设,预计 2012-2014 年丹东金山热电为公司贡献的净利润分别为 0.11 亿元、0.52 亿元和 0.94 亿元。投产初期,项目盈利能力不是很强,同时,我们也可看到随着电厂发电量、供热量的提高,盈利能力将大幅提升。

表格 3 丹东金山热电盈利测 单位: 万千瓦、亿千瓦时、%、元/千瓦时、亿元

	2012E	2013E	2014E	设计值
装机容量	60	60	60	60
发电量	24	27	30	33
上网电量	21.96	24.705	27.45	30.195
厂用电率	0.085	0.085	0.085	0.085
上网电价	0.38	0.38	0.38	0.38
发电收入	7.13	8.02	8.92	9.81
供热量	100	200	300	670
供热收入	0.46	0.92	1.38	3.082
发电燃料成本	3.43	3.85	4.28	4.71
供热燃料成本	0.23	0.46	0.68	1.53
折旧	1.38	1.38	1.38	1.38
财务费用	1.32	1.32	1.32	1.32
其它	1.10	1.24	1.37	1.51
营业利润	0.14	0.70	1.26	2.44
所得税	0.04	0.17	0.31	0.61
净利润	0.11	0.52	0.94	1.83

资料来源: 华泰证券

◆ 转让南票股权，瘦身提升盈利

南票煤电公司为公司参股 50% 的企业，南票电厂实质控制了南票煤电，由于安全费用以及折旧的提高，南票煤电经营业绩逐步下滑，2009-2010 年分别亏损 3149 万元、1735 万元，2011 年中期亏损 1609 万元，全年亏损预计超过 3000 万元。为此，公司调整发展战略，公司以 2.5 亿元向辽宁南票电厂出售持有的南票煤电公司 50% 股权。截至 2010 年 12 月 31 日，公司累计投资 25400 万元，实际取得分配股利 5400 万元（其中 4400 万元转增股本），不会造成投资损失。

我们认为由于人员众多，生产成本难以有效降低，短期内南票煤电公司难以扭亏，公司转让其股权，一方面可以瘦身提高整体资产盈利能力，另一方面可以增加现金流用于新项目建设。

新投项目盈利逐步提升，储备项目确保未来成长

◆ 新投项目盈利逐步提升

沈阳苏家屯金山 2 台 20 万千瓦“以大代小”电厂建设项目于 2010 年 4 季度投入商业运营，但由于标煤价格大幅度提高，而市政建设等多方面因素导致供暖面积及供热量未有较大幅度增长，盈利能力并不理想，2011 年上半年略有盈利。我们认为随着市政设施的改善，电厂发电量、供热量都将显著提高，从而盈利能力得到大幅提升。

表格 4 苏家屯金山热电盈利测 单位：万千瓦、亿千瓦时、%、元/千瓦时、亿元

	2011E	2012E	2013E	设计值
装机容量	40	40	40	40
发电量	24	27	30	33
上网电量	21.96	24.705	27.45	30.195
厂用电率	0.085	0.085	0.085	0.085
上网电价	0.38	0.38	0.38	0.38
发电收入	7.13	8.02	8.92	9.81
供热量	150	180	250	670
供热收入	0.63	0.756	1.05	2.814
发电燃料成本	3.43	3.85	4.28	4.71
供热燃料成本	0.34	0.41	0.57	1.53
折旧	1.38	1.38	1.38	1.38

财务费用	1.32	1.32	1.32	1.32
其它	1.10	1.24	1.37	1.51
营业利润	0.20	0.58	1.04	2.17
所得税	0.05	0.15	0.26	0.54
净利润	0.15	0.44	0.78	1.63

资料来源：华泰证券

◆ 储备项目确保未来成长 ·

公司目前为项目集中投产期，且后续项目丰富，目前有在建项目丹东一期和储备项目白音华二期、苏家屯二期、丹东二期共 220 万千瓦，公司后续成长前景可期。

表格 5 公司电力装机情况 单位：%、万千瓦、元/千瓦时、亿千瓦时

电厂名称	权益	装机	上网电价	机组类型	备注
热电分公司	100	2.4	0.38	热电联产	关停
桓仁金山热电	80	2.4	0.38	热电联产	投产
阜新金山	51	57	0.38	煤矸石	投产
南票	50	50	0.375	煤矸石	转让
康平风电	51	2.47	0.61	风电	投产
彰武风电	51	2.47	0.61	风电	投产
沈海热电	26	60	0.38	常规火电	投产
白英华一期	31	2×60	0.34	常规火电	拟收购 30% 股权
苏家屯一期	100	2×30		热电联产	投产
丹东一期	100	2×30		热电联产	2011 年计划投产
白音华二期	31	2×60		常规火电	前期
苏家屯二期	100	2×30		热电联产	前期
丹东二期	100	2×30		热电联产	前期

资料来源：公司网站、华泰证券

盈利预测与评级

◆ 基本预测

- (1) 2011-2013 年，公司煤价基本稳定，略有增加；
- (2) 2011-2012 年公司机组利用小时不变，2013 年略有提高；
- (4) 丹东项目 2011 年投产新建项目如期投产；
- (4) 2012 年 1 月 1 日增发完成，资产交割完毕

公司评级：买入

2011-2012 年公司营业收入分别达到 17.65 亿、39.88 亿、44.78 亿，实现每股收益分别为 0.33 元、0.84 元、0.88 元，考虑白音华煤电一体项目带来的 2012 年业绩大幅增长，给予公司“买入”评级，合理价格区间为 9-12 元，6 个月目标价为 9.5 元。

表格 6 盈利预测表

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2011E	2012E	2013E	会计年度	2011E	2012E	2013E
流动资产	1545	3973	5318	营业收入	1765	3988	4478
现金	708	2270	3394	营业成本	1445	2791	3173
应收账款	249	563	632	营业税金及附加	13	29	32
其他应收款	68	155	174	营业费用	1	2	2
预付账款	419	810	921	管理费用	70	157	176
存货	80	155	176	财务费用	253	498	601
其他流动资产	20	20	20	资产减值损失	0	0	0
非流动资产	8230	12361	11760	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	650	250	250	投资净收益	160	160	212
固定资产	6493	11209	10700	营业利润	144	673	706
无形资产	101	101	101	营业外收入	12	12	12
其他非流动资产	985	801	708	营业外支出	21	21	21
资产总计	9775	16334	17078	利润总额	135	664	697
流动负债	2944	3778	4007	所得税	0	133	139
短期借款	2000	2000	2000	净利润	135	531	558
应付账款	768	1483	1687	少数股东损益	22	232	244
其他流动负债	176	295	320	归属母公司净利润	113	299	314
非流动负债	5281	9281	9281	EBITDA	692	1639	1908
长期借款	5281	9281	9281	EPS (元)	0.33	0.61	0.64
其他非流动负债	0	0	0				
负债合计	8226	13060	13288	主要财务比率			
少数股东权益	390	622	866	会计年度	2011E	2012E	2013E
股本	341	491	491	成长能力			
资本公积	315	1370	1370	营业收入	24.4%	126.0%	12.3%
留存收益	484	771	1041	营业利润	245.6%	367.0%	5.0%
归属母公司股东权益	1160	2652	2923	归属于母公司净利润	1752.4%	163.6%	5.1%
负债和股东权益	9775	16334	17078	获利能力			
				毛利率 (%)	18.1%	30.0%	29.2%
现金流量表				净利率 (%)	6.4%	7.5%	7.0%
单位: 百万元				ROE (%)	9.8%	11.3%	10.7%
会计年度	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	5.4%	7.8%	9.2%
经营活动现金流	487	1305	1556	偿债能力			
净利润	135	531	558	资产负债率 (%)	84.1%	80.0%	77.8%
折旧摊销	295	469	601	净负债比率 (%)	88.52%	86.38%	84.90%
财务费用	253	498	601	流动比率	0.52	1.05	1.33
投资损失	-160	-160	-212	速动比率	0.50	1.01	1.28
营运资金变动	21	-32	9	营运能力			
其他经营现金流	-57	0	0	总资产周转率	0.20	0.31	0.27
投资活动现金流	-991	-4440	212	应收账款周转率	8	10	7
资本支出	1400	5000	0				

长期投资	-249	-400	0	应付账款周转率	2.10	2.48	2.00
其他投资现金流	160	160	212	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	936	4697	-644	每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.88	0.92
				每股经营现金流 (最新摊薄)	1.43	3.83	4.57
短期借款	359	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.40	7.79	8.58
长期借款	1200	4000	0	估值比率			
普通股增加	0	150	0	P/E	23.21	8.81	8.38
资本公积增加	0	1055	0	P/B	2.27	0.99	0.90
其他筹资现金流	-622	-508	-644	EV/EBITDA	11	5	4
现金净增加额	432	1562	1124				

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。