

电力行业

报告原因：调研简报

2012 年 6 月 19 日

市场数据：2012 年 6 月 19 日

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本/流通股本(亿股) | 3.41/3.41 |
| 收盘价(元) | 7.72 |
| 流通市值(亿元) | 26.33 |

基础数据：2011 年 12 月 31 日

| | |
|------------|--------|
| 资产负债率 | 86.70% |
| 毛利率 | 21.40% |
| 净资产收益率(摊薄) | 11.87% |

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

金山股份 (600396)

热电为主防御性突出，业绩增长可期

买入

公司研究/调研简报

投资要点：

① **煤炭价格环比呈现下跌趋势，市场煤占比较大受益充分。**今年以来公司煤价逐步环比下降，由于煤炭价格主要在去年上半年上涨明显，煤炭价格目前看同比仍小幅上涨。考虑到今年辽宁地区重工业占比较大，受宏观经济增速下行影响较大，用电需求增速较低，而蒙东地区近几年煤炭产能扩张较快，供给较为充分，从下半年经济形势看煤炭价格仍有下跌空间，全年看公司煤炭价格同比有望小幅下降。公司煤炭主要来自于蒙东地区，煤炭价格主要按照市场定价，合同煤比例较少，未来煤炭价格下降公司有望充分受益。

② **热电类公司有望充分受益于煤炭价格下跌，利润敏感度高于火电类公司。**在经济下行的背景下，热电类公司一、四季度有供热支撑，发电小时仍较有保障，充分受益于煤炭价格下滑，防御性较强。而火电类公司发电小时下滑较大的情况下抵消了煤炭价格下滑带来的收益。除了白音华外，公司所运行的基本均为热电机组，在现在的宏观背景下公司将充分受益于煤炭价格下跌，敏感度高于其他火电类公司。

③ **苏家屯一期有望贡献可观利润。**苏家屯一期去年年底投产，热负荷比较少，去年亏损 970 万元。今年苏家屯一期热负荷较有保障，此外承担部分工业供气，使得发电小时不仅在冬季在其他季节也较有保障，考虑到去年电价上调以及煤炭价格形势，我们预计全年有望贡献公司净利润 7000-8000 万。此外，公司阜新金山热电及沈阳华润热电受益于煤炭价格下降及电价上调，发电小时也较有保障，盈利有望大幅提升。

④ **白音华为稀缺优质煤电一体化项目，煤矿二期年内有望核准。**白音华项目由内蒙古和辽宁两省共同牵头推进，利用内蒙古锡林郭勒盟白音华的煤炭优势，配套建设电厂，电量直送辽宁省网，是以较低的煤炭成本享受较高的落地电价的“直送电”盈利模式的优质稀缺项目。一期 500 万吨煤炭产量，配套 2 台 60 万千瓦的发电机组已经投产，目前是公司利润的核心来源。受制于辽宁地区用电量增速持续低迷，白银华电厂发电小时一直位于低位，在目前的经济环境下发电小时仍不容乐观。公司参股 20% 的煤矿一期年产 500 万吨煤矿，二期 500 万吨已经具备生产条件，但仍未得到核准，预计年内有望得到核准，核准后煤炭产量有望在 1100-1200 万吨，增加利润 2-3 亿左右，增加公司投资收益 4000 万至 6000 万。

④ **丹东热电值得期待。**公司在建的丹东热电 2*30 万千瓦机组有望在今年四季度投产，考虑到投产初期的开办费用较多，预计今年难以贡献利润，但明年有望全年贡献利润，热电机组发电小时较有保障盈利较为乐观，有望成为公司明年业绩增长的核心推动力。

⑤ **储备项目丰富。**公司目前开展前期工作的有三个电厂，合计控股装机容量 240 万千瓦，权益装机容量 193.2 万千瓦，基本与公司目前规模相当，未来增长潜力巨大。公司储备的三个电厂中两个为热电，热电项目核准期限主要取决于当地热负荷水平，一旦当地热负荷水平较满，核准在即。目前苏家屯一期运用后，当地热负荷已经较满，苏家屯二期核准的速度应该较快。此外，白银华二期属于坑口电厂，配套白音华海州露天煤矿三期，目前公司在争取特高压供上海线路（锡盟-南京、淮南-上海），特高压外送使得发电小时较有保障，盈利能力要好于一期。

⑥ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.47、0.82 元，对应市盈率分别为 16、9 倍，公司 2013 年的增长较为确定，主要来自于丹东热电的投产以及白音华海州露天煤矿二期的核准，考虑到公司热电为主在目前经济环境下防御性突出，我们给予“买入”的投资评级。

⑦ **风险提示。**煤炭价格超预期上涨侵蚀公司利润；新项目核准风险；发电小时持续下降风险。

表 1：公司电厂情况

| 电厂 | 电厂类型 | 股权比例 | 装机结构 | 总装机容量 | 权益装机容量 | 2011 发电量（万度） | 2011 上网电量（万度） | 2011 净利润 | 2011 发电小时 |
|-------|------|------|---------|--------|---------|--------------|---------------|-----------|-----------|
| 桓仁金山 | 热电 | 80% | 2*12 | 24 | 19.2 | 7,777.53 | 6,494.68 | 94.63 | 3241 |
| 阜新金山 | 热电 | 51% | 4*150 | 600 | 306 | 303,075 | 273,469 | 1,688.73 | 5051 |
| 苏家屯一期 | 热电 | 100% | 2*200 | 400 | 400 | 217,109 | 192,658 | -970.18 | 5428 |
| 白音华一期 | 火电 | 61% | 2*600 | 1200 | 732 | 517,878 | 472,804.50 | 20,096.52 | 4316 |
| 沈阳华润 | 热电 | 26% | 3*200 | 600 | 156 | - | - | 6,274.11 | - |
| 康平金山 | 风电 | 51% | 29*0.85 | 24.65 | 12.5715 | 3,582 | 3,457 | -68 | 1453 |
| 彰武金山 | 风电 | 51% | 29*0.85 | 24.65 | 12.5715 | 3,050 | 2,957 | -385.12 | 1237 |
| 合计 | | | | 2873.3 | 1457.2 | 1045839.53 | 945426.18 | | |

资料来源：山西证券

表 2：公司参股煤矿情况

| | 资源储量（亿吨） | 股权比例 | 产能（万吨） | 2011 年营业收入（万元） | 2011 年净利润（万元） |
|--------------|----------|------|--------|----------------|---------------|
| 内蒙古白音华海州露天煤矿 | 10.4 | 20% | 500 | 182,783.74 | 19,082.96 |

资料来源：山西证券

表 3：公司在建项目情况

| 在建项目 | | 持股比例 | 装机容量 | 权益装机容量 | 投产时间 |
|------------|----|------|------|--------|-------|
| 丹东金山热电有限公司 | 热电 | | 2*30 | 60 | 今年下半年 |

资料来源：山西证券

表 4：公司储备电厂情况

| 电厂名称 | 权益 | 装机 | 权益装机容量 | 机组类型 | 备注 |
|-------|------|------|--------|------|----|
| 白音华二期 | 61% | 2×60 | 73.2 | 常规火电 | 前期 |
| 苏家屯二期 | 100% | 2×30 | 60 | 热电联产 | 前期 |
| 丹东二期 | 100% | 2×30 | 60 | 热电联产 | 前期 |
| 合计 | | 240 | 193.2 | | |

资料来源：山西证券

盈利预测假设

- 1、内蒙古白音华海州露天煤矿二期于 2012 年年底核准
- 2、不考虑增发
- 3、丹东金山热电 2*30 机组于 2012 年年初投产
- 4、不考虑电价上调
- 5、2012 年白音华标煤价格 400 元/吨；其他电厂标煤价格 700 元/吨；2013 年煤价与 2012 年持平(表 1 中 2013 年平均标煤价格较 2012 年提高 20 元的原因是由于丹东热电投产公司辽宁地区发电量比例提高)
- 6、其他假设见下表

表 1：盈利预测假设（单位：万元）

| | 2010 年 | 2011 年 | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 投产装机容量（万千瓦） | | | | |
| 白银华一期 | | | 120 | 120 |
| 其他电厂 | | | 110 | 170 |
| 发电小时 | | | | |
| 白银华一期 | | | 4300 | 4300 |
| 其他电厂 | | | 5000 | 5100 |
| 发电量（亿千瓦时） | | | | |
| 白银华一期 | | | 516000 | 516000 |
| 其他电厂 | | | 550000 | 867000 |
| 上网电量（亿千瓦时） | | | | |
| 白银华一期 | | | 464400 | 490200 |
| 其他电厂 | | | 495000 | 780300 |

| | | | | |
|---------------|--|--|-----------|-----------|
| 不含税电价（元/千瓦时） | | | | |
| 白银华一期 | | | 0.303 | 0.303 |
| 其他电厂 | | | 0.347 | 0.347 |
| 热力贡献营业收入（万元） | | | 26278.065 | 28905.872 |
| 营业收入合计（万元） | | | 312478.20 | 419294.70 |
| | | | | |
| | | | | |
| 平均标煤单价（元/吨） | | | 580 | 600 |
| 供电煤耗（克/千万时） | | | 360 | 360 |
| 平均燃料成本（元/千瓦时） | | | 0.2088 | 0.2160 |
| | | | 10.00% | 10% |
| 合计燃煤成本（万元） | | | 200322.72 | 274428 |

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（单位：万元）

| | 2010 年 | 2011 年 | 2012E | 2013E |
|---------------|------------|------------|------------|-------------|
| 营业收入 | 141,827.30 | 321,825.57 | 338756.27 | 448200.57 |
| 营业收入增速 | -25.58% | 126.91% | 5.26% | 32.31% |
| 营业成本 | 114,961.90 | 249,095.10 | 252707.72 | 337028 |
| 毛利率 | 18.94% | 22.60% | 25.40% | 24.80% |
| 营业税金及附加 | 1,029.21 | 2276.44 | 2396.20 | 3170.36 |
| 销售费用 | 53.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 5,589.51 | 12,779.35 | 13451.65 | 17797.57 |
| 财务费用 | 16,819.53 | 47,456.43 | 47,456.43 | 54,456.43 |
| 资产减值损失 | 2,786.59 | -5.97 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动净收益 | | | | |
| 投资净收益 | 3,581.05 | 5,691.49 | 6260.639 | 10260.639 |
| 营业利润 | 4,168.00 | 15,915.71 | 29004.90 | 46008.86 |
| 营业外收入 | 1,167.74 | 3,452.02 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 2,084.74 | 23.24 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 3,251.00 | 19,344.49 | 29004.90 | 46008.86 |
| 所得税 | -253.73 | -1,433.63 | 4350.73568 | 9201.771555 |
| 净利润 | 3,504.73 | 20,778.12 | 24654.17 | 36807.09 |
| 少数股东损益 | 2,893.13 | 8,461.96 | 8,461.96 | 9000 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 611.6 | 12,316.16 | 16192.21 | 27807.09 |
| 每股收益： | 0.02 | 0.36 | 0.47 | 0.82 |
| 增速 | -84.96% | 1913.76% | 31.47% | 71.73% |

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。