

电力行业

报告原因：深度报告

2012年7月5日

市场数据：2012年7月5日

总股本/流通股本(亿股)	3.41/3.41
收盘价(元)	7.77
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

《金山股份(600396)调研简报- 热电为主防御性突出，业绩增长可期—(买入)》
-2012年6月19日

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

销售联系人:张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

金山股份 (600396)

维持

热电为主防御性突出，业绩环比向好

买入

公司研究/深度报告

投资要点：

① **辽宁省发电小时不容乐观，热电公司防御性较强。**1-5月月份辽宁省用电同比增长1.34%，低于全国增速5.82%，增速低迷。辽宁省重工业占比较大，经济下滑对用电需求增速影响较大。1-5月份辽宁省火电装机容量，增加347万千瓦，同比增长11.28%，装机容量增速大幅反弹。考虑到用电需求增速低迷，预计全年发电小时不容乐观。在经济下形的背景下，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。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。

② **煤炭价格进入下跌通道，市场煤比重较大，二季度燃料成本环比下降明显。**公司煤炭主要来自于蒙东地区，以市场煤为主，我们观察了蒙东地区煤炭价格走势。以蒙东地区锡林郭勒坑口煤炭价格为例来看，去年下半年出现加速上涨，在较短的时间里从每吨220元/吨，上涨到270元/吨的高点。相对港口价格，坑口价格进入下跌通道较晚，进入今年5月初才开始下行，下行到目前的230元/吨，下跌了14.81%，基本下行到去年上涨的起点。经过简单测算，锡林郭勒坑口煤炭一季度均价270元/吨，二季度均价250元/吨，同比下降7.14%。考虑到公司煤炭采购主要来自蒙东地区，预计公司燃料成本下跌主要在二季度，且二季度公司燃料成本环比下降明显。

③ **二季度业绩环比有望向好，四季度迎来业绩高峰期。**我们分析了公司二季度燃料成本较一季度环比下降明显，但一季度为供热季，公司发电小时良好，二季度发电小时将小幅下滑，但考虑到公司一季度燃料成本环比下降明显，我们认为公司二季度业绩有望环比好转。如若煤炭价格下半年小幅下跌且不出现大幅反弹，四季度供热季将迎来公司业绩高峰期。

④ **项目储备丰富。**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，白音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。

⑤ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司2012-2013年每股收益分别为0.47、0.71元(2013年业绩考虑了定向增发摊薄)，对应市盈率分别为16、10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，业绩环比有望逐步好转，我们给予“买入”的投资评级。

⑥ **投资风险。**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；白音华煤矿未按预期核准。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

目 录

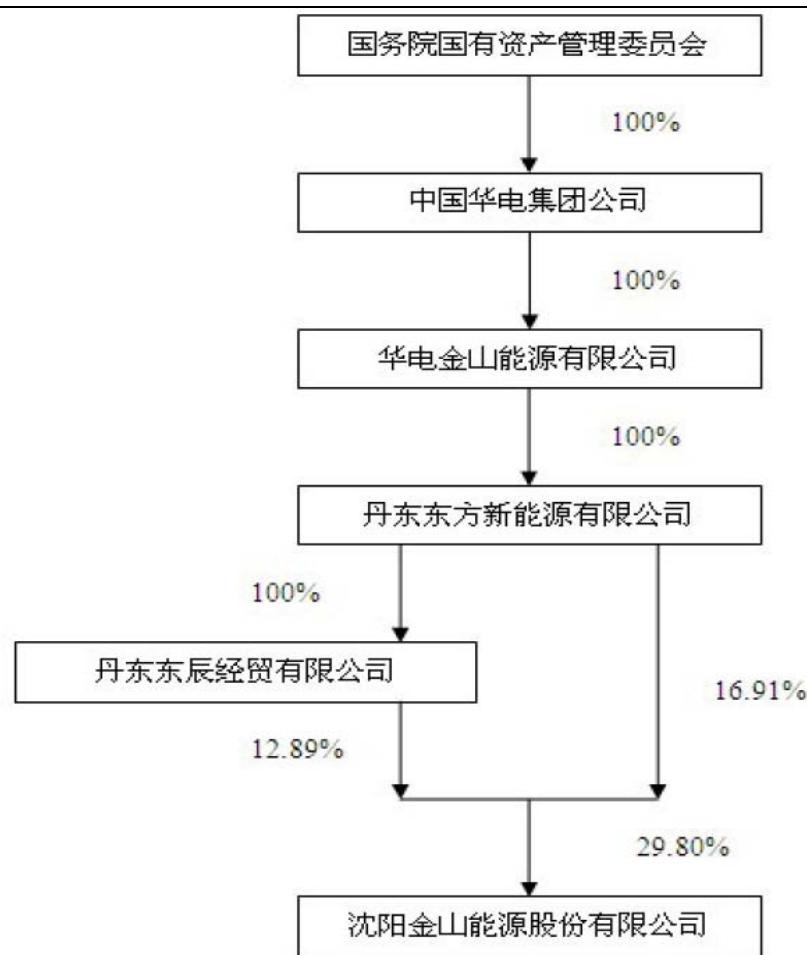
一、	公司基本情况	3
二、	辽宁地区发电小时不容乐观，热电类防御性较强	4
三、	煤炭价格进入下跌通道，二季度环比明显	5
四、	在建项目分析——丹东热电值得期待	7
五、	白音华为稀缺优质煤电一体化项目	8
六、	储备项目丰富	8
七、	定向增发发向	9
八、	盈利预测及投资建议	9
九、	投资风险	11

一、公司基本情况

金山股份是辽宁当地以热电为主的地区型发电商，控股装机容量 287.3 万千瓦，权益装机容量 145.72 万千瓦，业绩在供暖期具有明显季节性。

2009 年完成控股股东的变更，中国华电以 12.7 亿元的对价收购金山大股东丹东东方新能源 100%的股权，顺利完成入主金山，成为公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告

表 1：公司电厂情况

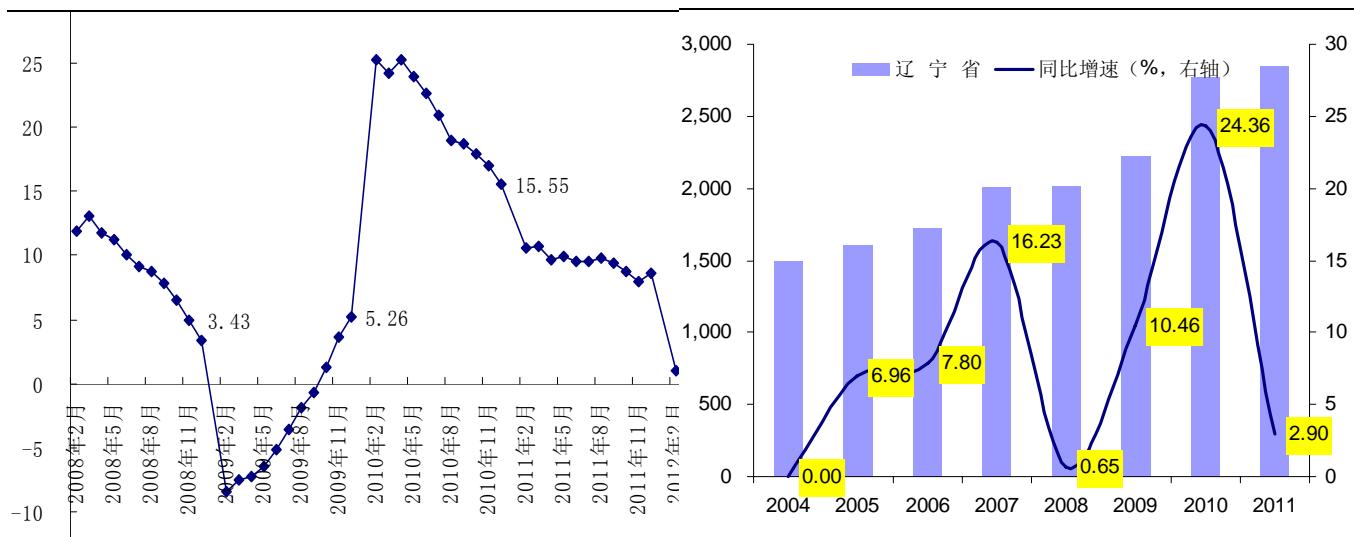
电厂	电厂类型	股权比例	装机结构	总装机容量	权益装机容量	2011 发电量(万度)	2011 上网电量(万度)	2011 净利润	2011 发电小时
桓仁金山	热电	80%	2*12	24	19.2	7,777.53	6,494.68	94.63	3241
阜新金山	热电	51%	4*150	600	306	303,075	273,469	1,688.73	5051
苏家屯一期	热电	100%	2*200	400	400	217,109	192,658	-970.18	5428
白音华一期	火电	61%	2*600	1200	732	517,878	472,804.50	20,096.52	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

二、辽宁地区发电小时不容乐观，热电类防御性较强

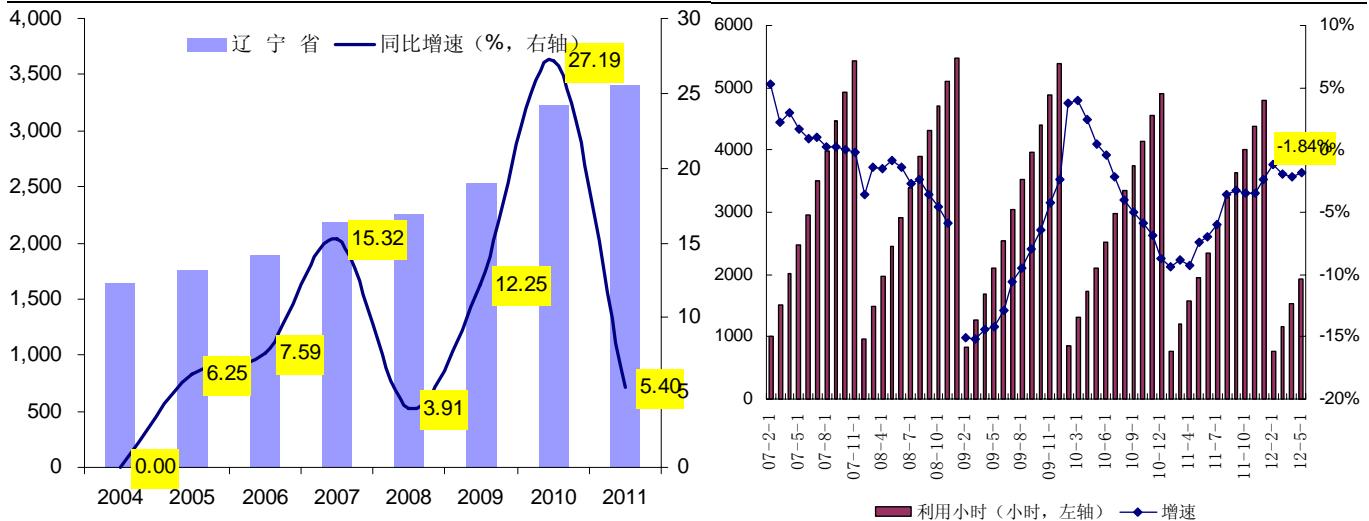
- **辽宁省用电需求增速低迷。**1-5月月份辽宁省用电同比增长 1.34%，增速低迷，低于全国平均增速 5.82%，辽宁省重工业占比较大，经济下滑对用电需求增速影响较大，预计全年用电需求增速持续低迷。
- **2011 年辽宁装机容量增速较小，2012 年 1-5 月增速大幅反弹。**2011 年辽宁省总体装机容量同比增长 5.4%，低于全国的 9.25%；火电装机容量同比增长 2.9%，低于全国的 7.86%。1-5 月份辽宁省火电装机容量增加 347 万千瓦，同比增长 11.28%，装机容量增速大幅反弹。
- **发电小时不容乐观。**1-5 月份辽宁省火电发电小时同比下滑-1.84%，好于全国的-6%。考虑到用电需求增速低迷且装机容量增速反弹，预计全年发电小时不容乐观。
- **热电公司防御性较强。**在经济下形的背景下，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。

图 2: 辽宁省用电量增速



资料来源: 中电联

图 4: 辽宁省总体装机容量及增速



资料来源: 中电联

图 3: 辽宁省火电装机容量及增速

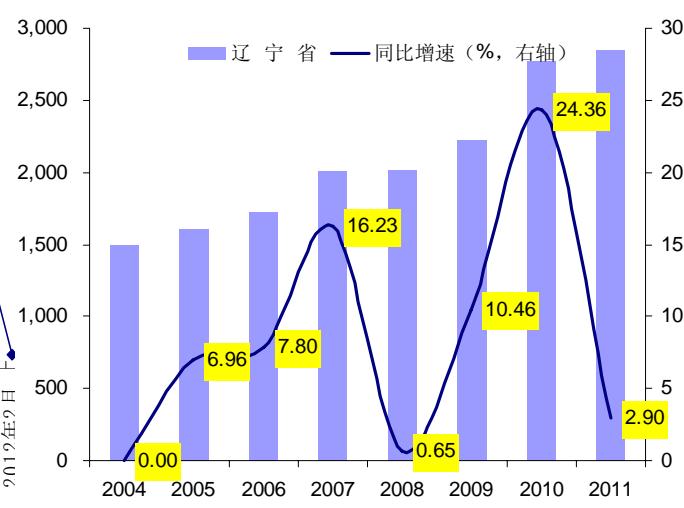
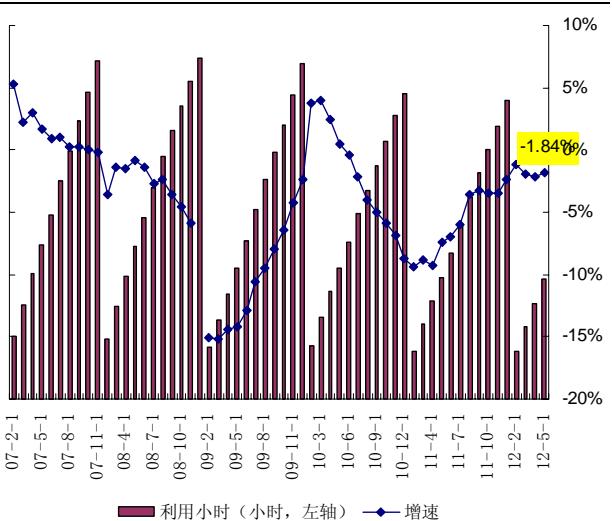


图 5: 辽宁省火电利用小时及增速



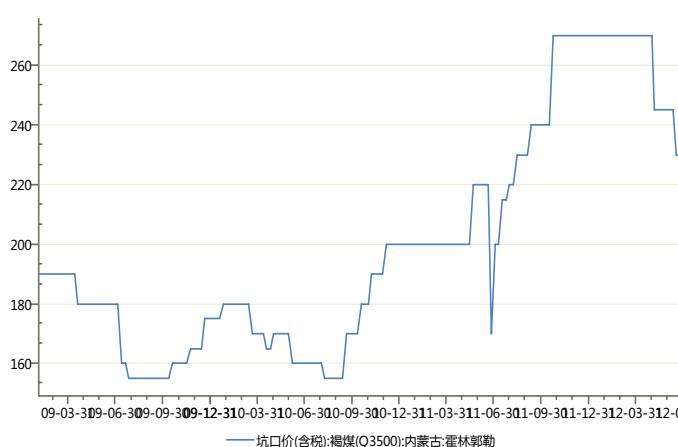
三、煤炭价格进入下跌通道,二季度环比明显

■ 蒙东地区煤炭价格基本下行到去年上涨的起点,二季度公司煤炭价格环比下降明显。公司煤炭主要来自于蒙东地区,我们观察了蒙东地区煤炭价格走势。以蒙东地区锡林郭勒坑口煤炭价格为例来看,去年下半年出现加速上涨,在较短的时间里从每吨 220 元/吨,上涨到 270 元/吨的高点。相对港口价格,坑口价格进入下跌通道较晚,以季度持续位于高位,进入今年 5 月初才开始下行,下行到目前的 230 元/吨,下跌了 14.81%,基本下行到去年上涨的起点。经过简单测算,锡林郭勒坑口煤炭一季度均价 270 元/吨,二季度均价 250 元/吨,同比下降 7.14%。预计公司煤价

下跌主要在二季度，二季度业绩有望环比大幅好转。

- **预计全年去年煤价有望与去年持平。**我们统计了蒙东地区锡林郭勒坑口煤炭 2009 年以来每年的均价，近几年持续同比上涨，目前看 2012 年上半年较去年全年均价上涨 16.32%，而我们统计发现截止目前港口市场煤均价比 2011 年下降 4.53%，坑口煤价仍有一定的滞后性，有望继续下跌。考虑到蒙东地区近几年煤炭产能扩张较快，供给较为充分，预计蒙东地区煤炭价值仍有下跌空间，随着下半年的进一步下跌，蒙东地区锡林郭勒坑口煤炭全年均价有望与去年持平。
- **公司煤市场比例较高，有望充分受益于煤炭价格下行。**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。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。考虑到蒙东地区煤炭价格仍有下行区间，预计全年看公司煤炭价格同比有望小幅下降。
- **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。**在经济下形的背景下，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。

图 6: 蒙东地区煤炭价格情况



资料来源: Wind

图 7: 蒙东地区煤炭均价情况



图 8: 辽宁丹东地区烟煤价格走势

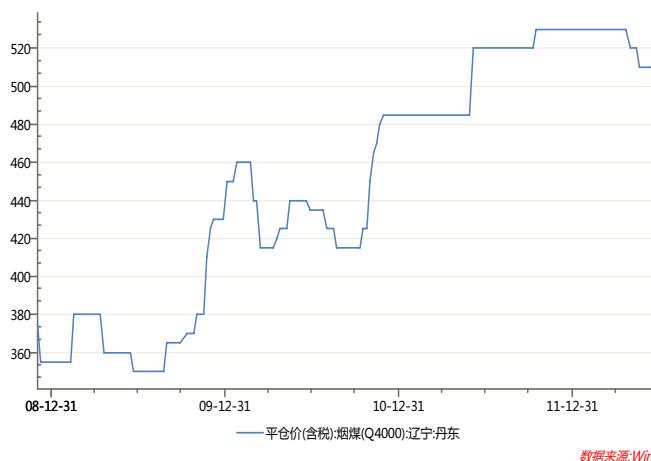
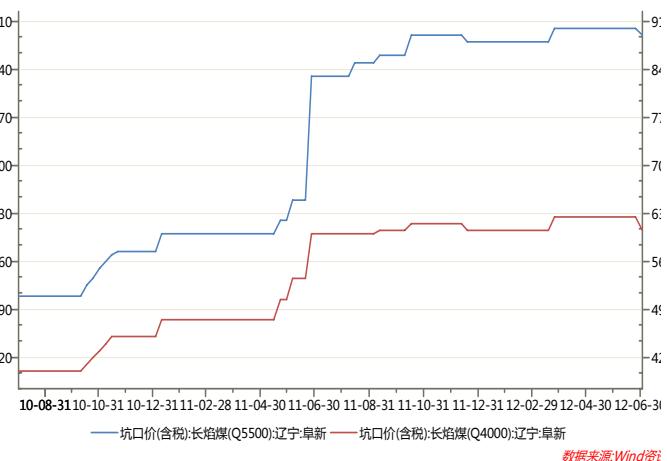


图 9: 辽宁阜新长焰煤价格走势



资料来源: Wind

图 10: 秦皇岛港口煤炭价格

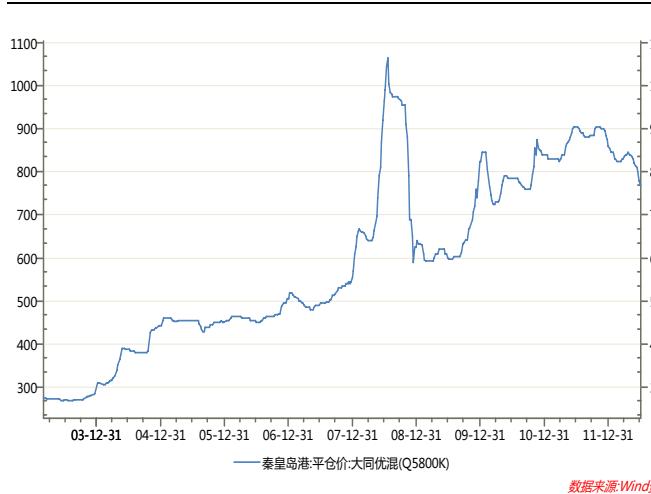
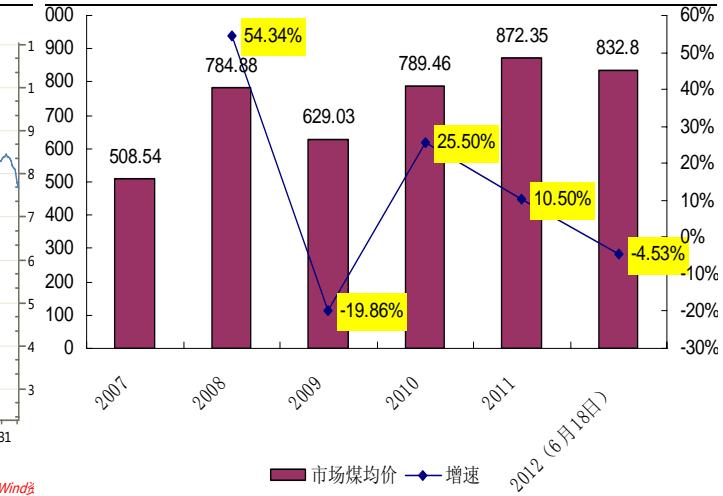


图 11: 秦皇岛动力煤均价情况



资料来源: Wind

四、在建项目分析——丹东热电值得期待

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为保障盈利较为乐观，有望成为公司明年业绩增长的核心推动力。

表 1: 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

五、白音华为稀缺优质煤电一体化项目

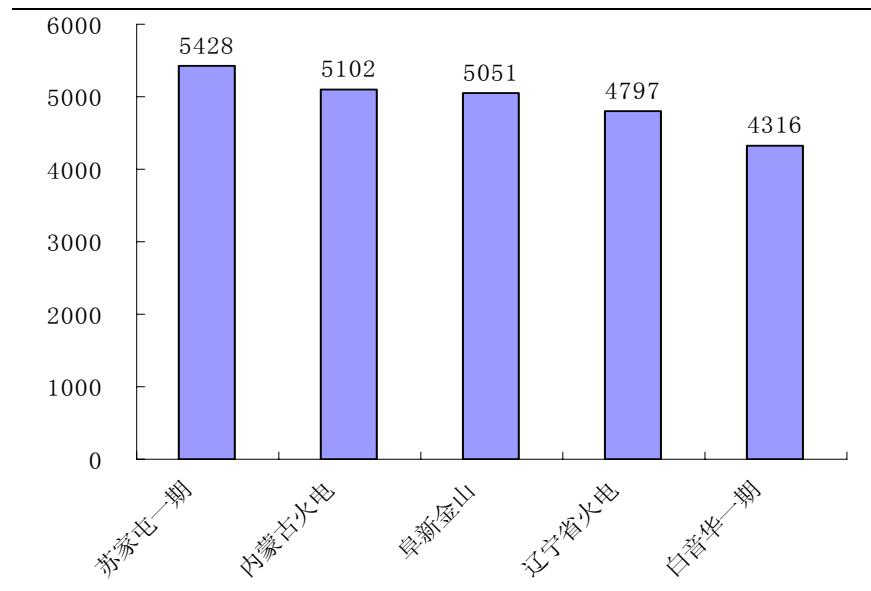
白音华为稀缺优质煤电一体化项目，煤矿二期年内有望核准。白音华项目由内蒙古和辽宁两省共同牵头推进，利用内蒙古锡林郭勒盟白音华的煤炭优势，配套建设电厂，电量直送辽宁省网，是以较低的煤炭成本享受较高的落地电价的“直送电”盈利模式的优质稀缺项目。一期 500 万吨煤炭产量，配套 2 台 60 万千瓦的发电机组已经投产，目前是公司利润的核心来源。受制于辽宁地区用电量增速持续低迷，白银华电厂发电小时一直位于低位，在目前的经济环境下发电小时仍不容乐观。公司参股 20% 的煤矿一期年产 500 万吨煤矿，二期 500 万吨已经具备生产条件，但仍未得到核准，预计年内有望得到核准，核准后煤炭产量有望在 1100-1200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

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

图 12：发电小时对比



资料来源：山西证券整理

六、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，白音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。

表 3：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

七、定向增发发向

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。

目前白音华金山项目 31% 的股权已经收购完毕，丹东金山热电已经在建，预计募集完资金后需要置换前期投资资金。

目前公司的资产负债率已经达到 86% 的水平，在火电行业中处于高位水平，而目前资金成本仍位于高位，公司 2011 年财务费用达到 4.7 亿，严重侵蚀公司利润。高负债率影响公司的盈利以及未来长远的发展，定向增发短期有摊薄效应，长期对公司利好。

表4：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

八、盈利预测及投资建议

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、0.71 元，对应市盈率分别为 16、10 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，业绩环比有望逐步好转，我们给予“买入”的投资评级。

我们分析了公司二季度燃料成本较一季度环比下降明显，但一季度为供热季，公司发电小时良好，二季度发电小时将小幅下滑，但考虑到公司一季度燃料成本环比下降明显，我们认为公司二季度业绩有望环比好转。如若煤炭价格下半年小幅下跌且不出现大幅反弹，四季度供热季将迎来公司业绩高峰期。

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、考虑定向增发，假设定向增发 2012 年年底完成，2013 年摊薄股本
- 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 2013 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 5：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)				
白音华一期			120	120
其他电厂			110	170
发电小时				
白音华一期			4300	4300
其他电厂			5000	5100
发电量 (亿千瓦时)				
白音华一期			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)				
白音华一期			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 6：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	45,456.43
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	55008.86
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	55008.86
所得税	-253.73	-1,433.63	4350.73568	11001.77156
净利润	3,504.73	20,778.12	24654.17	44007.09
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	35007.09
每股收益：	0.02	0.36	0.47	0.71
增速	-84.96%	1913.76%	31.47%	50.15%

资料来源：山西证券

九、 投资风险

- 1、 煤炭价格超预期上涨侵蚀公司利润；
- 2、 新项目核准风险；
- 3、 发电小时持续下降风险；
- 4、 白音华煤矿未按预期核准。

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形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。