

电力行业

报告原因：点评报告

2012年10月29日

市场数据：2012年10月29日

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本/流通股本(亿股) | 3.41/3.41 |
| 收盘价(元) | 6.32 |
| 流通市值(亿元) | 21.55 |

基础数据：2012年9月30日

| | |
|------------|--------|
| 资产负债率 | 86.77% |
| 毛利率 | 22.97% |
| 净资产收益率(摊薄) | 7.75% |

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)

下调

热电季节到来，四季度业绩值得期待

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

④ **三季度业绩低于预期。**公司2012年前三季度实现营业收入24.5亿元，同比上升11.8%，实现营业利润1.1亿元，同比上升12.2%，实现利润总额1.3亿元，同比上升5.4%，实现归属于母公司所有者的净利润8640万元，同比上升16.4%。公司属于内陆电厂，煤价下跌的较晚，此外东北地区重工业较密集，用电量受宏观经济影响较大，公司二、三季度发电小时低于预期，以上因素造成公司前三季度业绩增速并不高。

④ **热电联营保证发电小时，四季度业绩值得看好。**受2011年两次上调上网电价及煤价的下跌影响，火电行业盈利今年向好明显，但由于经济增速下滑用电需求增速下滑，发电小时下滑是行业普遍遇到的问题，也是影响行业盈利的重要因素，而公司三季度发电小时受到了较大影响，造成公司二、三季度业绩低于预期的原因之一。而进入四季度属于热电企业运转的高峰期，公司大部分机组为热电机组，公司发电小时环比将有较大提升。而考虑到目前宏观经济形势未来半年煤价大幅上扬的概率较低，公司未来半年的业绩值得期待。

④ **丹东热电四季度投产，投产正当时。**丹东金山热电有限公司2×300MW新建工程1号机组于2012年9月21日通过168小时满负荷试运行。目前煤价下调较多，而热电发电小时较有保障，预计四季度就为公司贡献可观利润。

④ **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。

④ **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13、9倍。目前进入北方的供热季节，公司发电小时较有保障，此外煤价位于低位并无大幅反弹迹象，公司4季度业绩值得期待。但考虑到东北地区宏观经济形势并无明显好转，公司除了供热季节的发电小时难以保障，我们下调公司为“增持”的投资评级。

④ **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 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 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 | 120 |
| 其他电厂 | | 110 | 110 | 170 |
| 发电小时 | | | | |
| 白银华一期 | | 4315 | 4300 | 4300 |
| 其他电厂 | | 5000 | 5000 | 5100 |
| 发电量（亿千瓦时） | | | | |
| 白银华一期 | | 517800 | 516000 | 516000 |
| 其他电厂 | | 550000 | 550000 | 867000 |
| 上网电量（亿千瓦时） | | | | |
| 白银华一期 | | 471198 | 464400 | 490200 |
| 其他电厂 | | 500500 | 495000 | 780300 |
| 不含税电价（元/千瓦时） | | | | |
| 白银华一期 | | 0.303 | 0.303 | 0.303 |
| 其他电厂 | | 0.347 | 0.347 | 0.347 |
| 热力贡献营业收入（万元） | | 23889.150 | 26278.065 | 28905.872 |
| 营业收入合计（万元） | | 316446.49 | 312478.20 | 419294.70 |

| | | | | |
|-------------------|--|--------|-----------|--------|
| 平均标煤单价（元/吨） | | | 580 | 600 |
| 供电煤耗（克/千万时） | | 360 | 360 | 360 |
| 平均燃料成本（元/千瓦时） | | 0.0000 | 0.2088 | 0.2160 |
| | | 10.00% | 10.00% | 10% |
| 合计燃煤成本（万元） | | 0 | 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 | 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

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险,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。