

2010-03-26

电力、煤气及水的生产和供应

公司研究 / 更新报告

金山股份 (600396)

已经步入收获季节

—2009 年年报点评

增持/ 维持评级

股价：RMB9.05

分析师

王爽

SAC 执业证书编号: S1000207110112

+755-82493570 wangshuang@lhqz.com

联系人

周衍长

+755-82364464 zhouyc@lhqz.com

相关研究

公司研究-金山股份 (600396) 090910: 差异化经营, 即将进入收获季节 (增持)

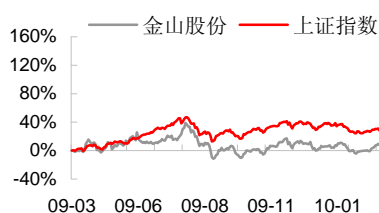
公司研究-金山股份 (600396) 091026: 煤价下降, 毛利率提升 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	341
流通 A 股 (百万股)	283
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2561

- **业绩大幅提升, 完全符合预期。**09 年公司实现营业收入 19.06 亿元, 同比增长 5.32%; 主营业务成本为 15.10 亿元, 同比增长 6.33%; 实现归属母公司净利润为 4067 万元, 同比增长 254.98%, 完全符合我们预期。利润增长主要来源财务费用和资产减值损失减少。09 年财务费用和资产减值损失分别为 1.94 和 0.18 亿元, 同比减少 14.60% 和 51.42%, 相当于贡献 09 年营业利润增量 5184 万元。
- **已经进入规模爆发期。**2010-2011 年将是公司规模增长的顶峰时期, 两年内公司权益装机容量分别增加 92.2 万千瓦和 60 万千瓦, 权益总装机容量年复合增长率达到 84.7%。公司全资的苏家屯金山热电 (2×20)、参股的白音华金山 (2×60) 以及南票二期 (2×15) 等电厂将于 10 年集中投产, 11 年全资丹东热电项目 (2×30) 也将投产。
- **投资收益将支撑业绩高增长。**沈海热电 1#、2# 机组折旧完毕, 盈利能力强而稳定, 预计 2010-2012 年贡献投资收益约 0.45 亿元。白音华金山电厂具有煤电联营的独到优势, 在铁路运力允许情况下, 煤炭业务极具爆发力, 预计 2010-2012 年贡献投资收益分别为 0.38、1.20、1.45 亿元。预计 2010-2012 年两电厂贡献投资收益折合 EPS 为 0.24、0.49、0.56 元。
- **南票煤电项目存在亏损风险。**09 年沈阳市政府提高煤矿生产安全费用, 南票煤电提取安全费用由 10 元/吨提高到目前 35 元/吨, 共计增加成本 5000 万元左右, 从而导致 09 年南票煤电亏损 3149 万元。而南票二期的投产将需要重新开启因煤层自然条件差、采矿成本较高而暂时关闭的煤矿以扩大产能, 在煤炭开采安全性要求不断提高的背景下, 南票二期或面临亏损风险。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.14、0.33、0.51 元, 目前股价对应的 PE 分别为 66.4、27.2、17.9 倍。考虑到未来三年公司净利润年复合增长率有望达到 55% 左右, 而华电集团入主后存在资产整合、经营和财务管理改善的预期, 我们认为应该以 2011 年业绩为基数, 给予 35 倍动态 PE 较为合理, 维持“增持”评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1809.6	1905.9	1467.2	2390.0	2891.1
(+/-%)	19.2	5.3	-23.0	62.9	21.0
归属母公司净利润(百万元)	11.5	40.7	48	113.2	172.6
(+/-%)	-90.0	254.7	18.1	135.7	52.5
EPS(元)	0.03	0.12	0.14	0.33	0.51
P/E(倍)	268.8	75.8	64.2	27.2	17.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
	单位: 百万元					单位: 百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1873	1644	2546	5201	营业收入	1906	1467	2390	2891
现金	489	1143	1643	4205	营业成本	1510	1181	1960	2371
应收账款	149	41	67	81	营业税金及附加	18	15	24	29
其他应收款	17	13	22	26	营业费用	2	1	2	3
预付账款	1136	236	392	474	管理费用	140	73	119	145
存货	61	118	274	237	财务费用	194	137	224	281
其他流动资产	21	93	148	178	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	4369	4961	6598	6390	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	776	130	180	230	投资净收益	50	27	115	187
固定资产	2938	3337	4072	4486	营业利润	73	87	176	251
无形资产	136	136	136	136	营业外收入	12	9	9	9
其他非流动资产	520	1358	2210	1537	营业外支出	23	2	2	2
资产总计	6242	6605	9143	11591	利润总额	62	94	183	258
流动负债	2175	1666	2246	2885	所得税	13	23	44	62
短期借款	1445	900	1300	1800	净利润	48	72	139	196
应付账款	171	118	196	237	少数股东损益	8	24	20	23
其他流动负债	559	648	750	847	归属母公司净利润	41	48	119	173
非流动负债	2676	3476	5296	6909	EBITDA	461	385	598	769
长期借款	2676	3376	5176	6759	EPS (元)	0.1194	0.1410	0.3484	0.5067
其他非流动负债	0	100	120	150					
负债合计	4851	5142	7541	9793	主要财务比率				
少数股东权益	351	375	395	418		2009	2010E	2011E	2012E
股本	341	341	341	341	成长能力				
资本公积	305	305	305	305	营业收入	5.3%	-23.0%	62.9%	21.0%
留存收益	371	442	561	734	营业利润	173.8%	18.7%	101.5%	42.8%
归属母公司股东权益	1040	1088	1207	1379	归属于母公司净利润	258.0%	18.1%	147.2%	45.5%
负债和股东权益	6242	6605	9143	11591	获利能力				
					毛利率 (%)	20.8%	19.5%	18.0%	18.0%
现金流量表					净利率 (%)	2.1%	3.3%	5.0%	6.0%
					ROE (%)	3.9%	4.4%	9.8%	12.5%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	4.8%	3.7%	4.7%	6.5%
经营活动现金流	380	1319	219	603	偿债能力				
净利润	48	72	139	196	资产负债率 (%)	77.7%	77.8%	82.5%	84.5%
折旧摊销	194	161	198	238	净负债比率 (%)	88.28%	87.05%	89.05%	90.05%
财务费用	194	137	224	281	流动比率	0.86	0.99	1.13	1.80
投资损失	-50	-27	-115	-187	速动比率	0.83	0.92	1.01	1.72
营运资金变动	-42	988	-245	54	营运能力				
其他经营现金流	35	-11	18	22	总资产周转率	0.31	0.23	0.30	0.28
投资活动现金流	-2019	-718	-1735	137	应收账款周转率	19	15	41	36
资本支出	1687	1400	1800	0	应付账款周转率	9.84	8.16	12.48	10.95
长期投资	-97	-646	50	50					
其他投资现金流	-430	36	115	187	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1734	53	2016	1822	每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.14	0.35	0.51
短期借款	507	-545	400	500	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.11	3.87	0.64	1.77
长期借款	48	700	1800	1583	每股净资产 (最新摊薄)	3.05	3.19	3.54	4.05
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	69.43	58.81	23.80	16.36
其他筹资现金流	1179	-103	-184	-261	P/B	2.71	2.59	2.34	2.05
现金净增加额	95	654	500	2562	EV/EBITDA	13	16	10	8

数据来源: 华泰联合证券研究所.

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com