

装机倍增，业绩将连续翻番

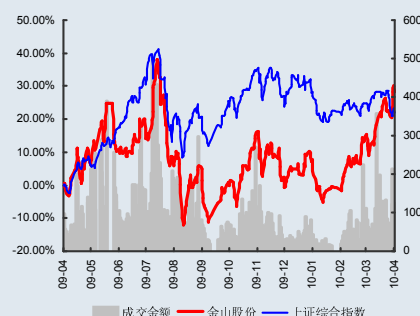
——金山股份（600396）点评

- 金山股份致力于新能源发电。
- 目前，公司业务格局以电力、供暖为主，公司下属的发电企业主要为煤矸石发电和热电联产企业、风电企业和坑口电厂，其中煤矸石发电企业和热电联产企业是公司主要的收入和利润来源，而公司的风电和热电联产项目可优先上网发电。
- 今年装机容量将翻番**
- 今年，公司在建项目大部分将建成投产，无论是装机规模还是权益装机规模都将翻番。目前公司尚有在建装机254.93万千瓦，其中190万千瓦将在今年投产，增长1.29倍。在建权益装机154.71万千瓦，其中82.2万千瓦将在今年投产，增长1.36倍。
- 公司的风电和热电联产项目可优先上网发电，公司发电设备利用率较高。**
- 受煤炭价格上涨影响，发电成本将上涨，但公司燃料价格涨幅较小**
- 公司采用煤矸石、中煤等低热值煤作为燃料，而按照今年初至四月中煤炭均价计算，今年低热值煤炭均价较去年平均上涨幅度较小，为1.89%，我们预计全年平均价格增幅将略高于这一涨幅，可能达到5%。
- 成本推动火电电价上调可能性较大，公司将从中受益**
- 预计随着煤炭价格的上涨，电力价格受成本推动而上涨的可能性越来越大。而公司发展的煤矸石发电和热电联产属于国家政策鼓励的范畴，如果国家调整电力价格，公司必将从中受益。在盈利预测中，我们保守假设公司电价维持2009年的平均水平。
- 风险因素：**
- 煤价波动对公司业绩影响较大，煤价超预期上涨将严重削弱公司盈利能力。
- 美元汇率直接关系到国际大宗商品价格及国际能源价格走势，国际原油价格波动已经超出供需影响范畴。在能源替代效应下，投资者需关注美元汇率大幅波动对国际国内煤炭价格的影响。
- 给予推荐评级。**
- 据以上分析和预测，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.25元、0.69元和1.00元，同比增长108.38%、177.85%和45.19%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在14元左右。金山股份当前价格10.79元。我们给予金山股份推荐评级。

评级：推荐

★★★★☆

1年以来金山股份相对表现



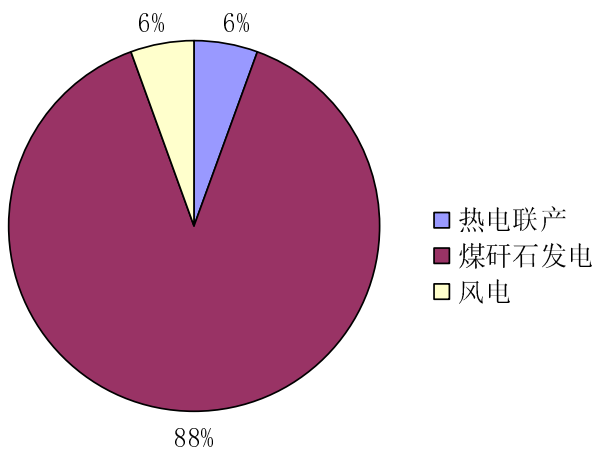
阶段行情表现	本月	近三月
换手率(%)	68.28	155.84
涨跌(元)	1.44	1.9
涨跌幅(%)	15.41	21.4
行业涨跌幅(%)	0.44	2.56
相对行业涨跌幅(%)	14.97	18.84
深成指数涨跌幅(%)	-2.44	-3.76
相对大盘涨跌幅(%)	17.85	25.16

王泽军
执业证书编号：S1490209080023
010-58568297
wangzejun@hrsec.com.cn

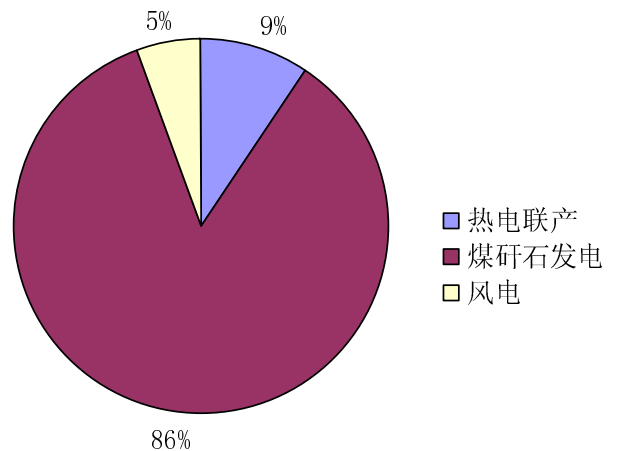
金山股份致力于新能源发电

- 目前，公司业务格局以电力、供暖为主，公司下属的发电企业主要为煤矸石发电和热电联产企业、风电企业和坑口电厂，其中煤矸石发电企业和热电联产企业是公司主要的收入和利润来源，而公司的风电和热电联产项目可优先上网发电。
- 公司正向清洁能源领域逐步迈进。公司下属参控股企业中火电项目权益容量占总权益容量的95%左右，风电项目权益容量占总权益容量的5%左右。主要分布在辽宁省内，其中康平、彰武两个风电企业所处位置是辽宁省内可勘测风资源最优的位置。

公司控股装机结构

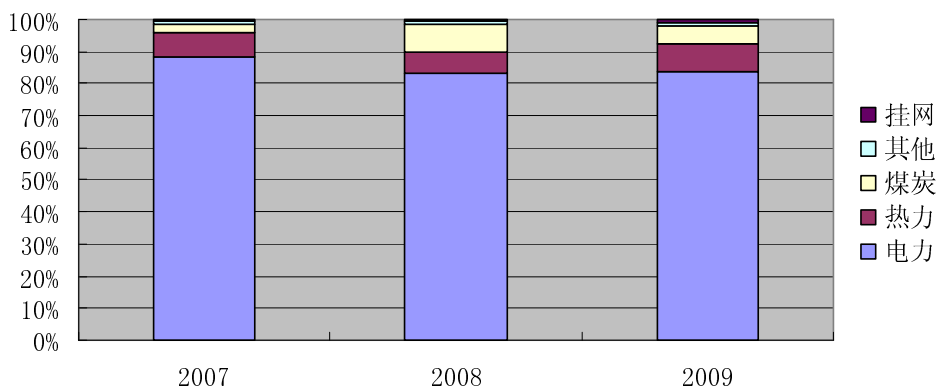


公司权益装机结构



数据来源：wind、华融证券

公司近三年业务结构



数据来源：公司公告、华融证券

今年装机容量将翻番

- 当前，公司装机容量合计147.33万千瓦，权益装机60.63万千瓦。权益装机容量较上市初增长了25倍，复合增长率37.97%。
- 今年，公司在建项目大部分将建成投产，无论是装机规模还是权益装机规模都将翻番。

- 目前公司尚有在建装机254.93万千瓦，其中190万千瓦将在今年投产，增长1.29倍。
- 在建权益装机154.71万千瓦，其中82.2万千瓦将在今年投产，增长1.36倍

公司电力资源

	电站名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	位置	投产日期
投产	其中控股		87.33		45.03		
	1 热电分公司（10年底关停，合计中已扣除）	热电联产	2.40	100%	2.40	沈阳	
	2 桓仁金山热电	热电联产	2.40	80%	1.92	本溪	2004
	3 辽宁南票（不再列入合并范围）	煤矸石	20.00	50%	10.00	朝阳	2004
	4 阜新煤矸石	煤矸石	60.00	51%	30.60	阜新	2006/2007
	5 康平风电	风电	2.47	51%	1.26	沈阳	2003/2006
	6 彰武风电	风电	2.47	51%	1.26	阜新	2003/2006
	其中参股		60.00		15.60		
	1 沈阳沈海热电	常规火电	60.00	26%	15.60	沈阳	2002/2007
	投产合计		147.33		60.63		
在建	1 白音华金山发电	火电	120.00	31%	37.20	内蒙古	2010.6/2010.9
	2 康平、彰武三期	风电	4.93	51%	2.51	沈阳阜新	
	3 南票煤电二期（煤矸石）	火电	30.00	50%	15.00	朝阳	2010.3/2010.6
	4 金山热电二期	火电	40.00	100%	40.00	沈阳	2010.8/2010.10
	5 丹东热电联产一期	火电	60.00	100%	60.00	丹东	2011.6/2011.7
	其中控股		134.93		117.51		
	在建合计		254.93		154.71		
	储备项目						
	白音华金山二期扩建项目		132.00	31%	40.92	内蒙古	完成可研审查
	丹东金山二期扩建	热电	60.00	100%	60.00	丹东	前期材料整理
	苏家屯金山二期扩建		60.00	100%	60.00	沈阳	前期材料整理
	储备合计		252.00		160.92		

数据来源：公司公告、华融证券

2009年业务表现不佳，财务费用和资产减值损失减少贡献较大

- 2009年公司营业收入为19.06亿元，同比下降5.32%；归属于母公司的净利润0.41亿元，上升258.03%。EPS为0.119元。
- 2009年公司营业收入扣除营业成本和营业税金后仅增加1023万元，仅提供了利润总额的16.53%。公司2009年在业务发展方面表现不佳。
- 2009年全年完成发电量512,134万千瓦小时，同比增加1.00%；上网电量完成455,197万千瓦小时，同比增加0.38%；供热量完成352.99万吉焦，同比增长8.95%，变化的主要原因是供暖面积比上年同期略增加。
- 成本上升，公司毛利率略有下降。

- 公司毛利率一直处于较高水平，尤其是发电业务，由于公司发电以煤矸石发电和热电联产为主，燃料成本较低，近三年发电业务毛利率一直处于80%以上。
- 2009年，公司电力成本有所上升。2008年电力单位成本为0.268元/千瓦时，由于部分材料涨价，2009年单位电力成本上升到0.285元/千瓦时，每发一度电成本增加0.017元，使得公司2009年电力业务成本达到12.96亿元，比2008年上涨0.79亿元。
- 2009年公司控股子公司的结算电费涨价及供暖价格上调，使公司毛利率得以基本维持，仅比2008年略有下降。公司2009年综合电价为0.346元/千瓦时，较2008年提高0.018元/千瓦时，从而使电力业务收入增加。公司供暖价格2009年45.71元/万吉焦，较2008年上涨6.89元/万吉焦，涨幅达17.79%。2009年公司毛利率20.61%，较2008年21.46%略降0.85个百分点。

2009年财务费用下降和资产减值损失减少提供了公司利润的83.75%

- 2009年公司财务费用1.94亿元，较2008年的2.27亿元减少3312万元。占2009年利润总额的53.53%。主要原因系公司基于资金管理降低财务费用需要，公司和子公司苏家屯金山公司增加采用银行承兑汇票方式结算燃料款及设备款。
- 2009年公司资产减值损失17.68亿元，较2008年的36.39亿元减少1870万元，占2009年利润总额的30.23%。主要原因系本公司对部分固定资产计提固定资产减值损失减少所致。以及，公司对电费应收帐款坏账准备会计估计做出调整：期限六个月以内的电费应收款，不提坏账准备，六个月以上的电费应收款执行原定的坏账准备提取比例。

公司的风电和热电联产项目可优先上网发电，公司发电设备利用率较高。

- 按公司合并报表口径计算，2009年发电设备利用小时数位7606小时，较2008年上升334小时。
- 按照我国经济仍将以较快速度增长的预期，电力需求量还将高速增长；而公司现有的装机及在建装机均属于优先上网发电的装机种类，我们预测公司发电设备利用率仍将保持在较高水平。

受煤炭价格上涨影响，发电成本将上涨，但公司燃料价格涨幅较小

- 近期，我国处于用煤淡季，但随着国家工业企业的复苏动力煤价格已经开始企稳回升。预计随着迎峰度夏到来，动力煤价格也将有所上涨。
- 公司采用煤矸石、中煤等低热值煤作为燃料，而按照今年初至四月中煤炭均价计算，今年低热值煤炭均价较去年平均上涨幅度较小，为1.89%，我们预计全年平均价格增幅将略高于这一涨幅，可能达到5%。
- 明年以后煤价或保持稳定。当前煤炭在建产能15亿吨，按建设期2年计算，将在明年后年陆续释放产能。同时，明年全国煤炭资源整合将基本完毕，整合后的煤矿将复产释放产能。在供给大量增加的情况下，煤炭价格有望保持稳定。

成本推动火电电价上调可能性较大，公司将从中受益

- 今年随着煤炭价格不断上涨，火电行业再次面临行业亏损的局面。3月份，五大发电集团要求上调电价以解电力亏损困境。
- 预计随着煤炭价格的上涨，电力价格受成本推动而上涨的可能性越来越大。而公司发展

的煤矸石发电和热电联产属于国家政策鼓励的范畴，如果国家调整电力价格，公司必将从中受益。

- 在盈利预测中，我们保守假设公司电价维持2009年的平均水平。

公司业务数据及预测假设

时间	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末总权益装机(万千瓦)	63.03	63.03	60.63	152.83	212.83	215.35
控股装机容量(万千瓦)	89.73	69.73	67.33	157.33	217.33	222.26
发电设备利用小时数	7,756.30	7,271.81	7,606.33	7,606.33	7,606.33	7,606.33
发电量(万千瓦时)	463,284.00	507,063.37	512,134.00	730,815.90	1,405,877.43	1,671,832.65
上网电量(万千瓦时)	410,617.00	453,473.80	455,197.00	649,566.73	1,249,577.63	1,485,965.02
供热量(万吉焦)		323.99	352.99	352.99	352.99	352.99
电价(元/千瓦时)	0.3235	0.3277	0.3458	0.3458	0.3458	0.3458
热价(元/万吉焦)		38.82	45.71	45.71	45.71	45.71
电力单位成本(元/千瓦时)	0.2176	0.2683	0.2847	0.2947	0.2947	0.2947
热力单位成本(元/万吉焦)		31.39	36.54	37.82	37.82	37.82
电力单位毛利(元/千瓦时)	0.1059	0.0594	0.0611	0.0511	0.0511	0.0511
热力单位毛利(元/万吉焦)		7.43	9.17	7.89	7.89	7.89
电力毛利率	0.33	0.18	0.18	0.15	0.15	0.15
热力毛利率		0.19	0.20	0.17	0.17	0.17

数据来源：公司公告、华融证券

风险因素：

- ✚ 煤价波动对公司业绩影响较大，煤价超预期上涨将严重削弱公司盈利能力。
- ✚ 美元汇率直接关系到国际大宗商品价格及国际能源价格走势，国际原油价格波动已经超出供需影响范畴。在能源替代效应下，投资者需关注美元汇率大幅波动对国际国内煤炭价格的影响。

给与“推荐”评级

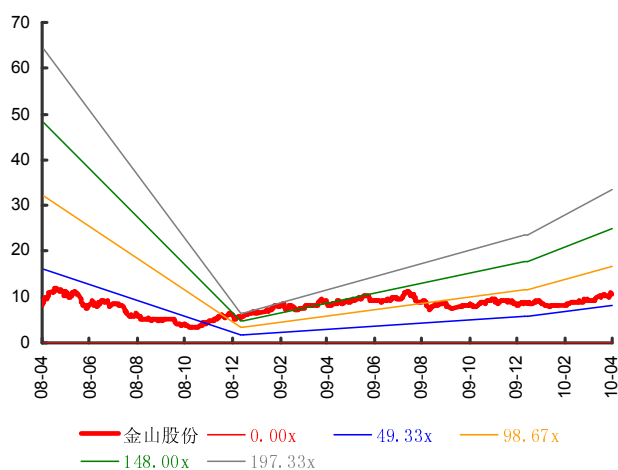
- ✚ 根据以上分析和预测，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.25元、0.69元和1.00元，同比增长108.38%、177.85%和45.19%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在14元左右。金山股份当前价格10.79元。我们给予金山股份推荐评级。

金山股份盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	18.10	19.06	24.95	46.48	54.96
减:营业成本	14.20	15.10	20.86	38.88	45.97
营业税金及附加	0.22	0.18	0.29	0.54	0.63
营业费用	0.02	0.02	0.02	0.04	0.05
管理费用	1.20	1.40	1.70	3.18	3.76
财务费用	2.27	1.94	2.12	2.33	2.25
资产减值损失	0.36	0.18	-	-	-
加:投资收益	0.45	0.50	1.05	1.66	2.35
公允价值变动损益	-0.00	-	-	-	-
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.27	0.73	1.01	3.19	4.65
加:其他非经营损益	-0.01	-0.12	-	-	-
利润总额	0.26	0.62	1.01	3.19	4.65
减:所得税	-0.02	0.13	-	0.38	0.58
净利润	0.28	0.48	1.01	2.81	4.08
减:少数股东损益	0.17	0.08	0.16	0.45	0.66
归属母公司股东净利润	0.11	0.41	0.85	2.35	3.42
每股收益	0.03	0.12	0.25	0.69	1.00

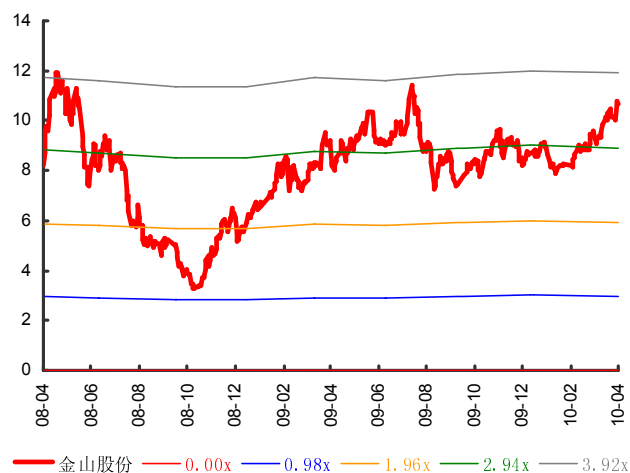
数据来源：华融证券

PE-band



数据来源：wind、华融证券

PB-band



投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100140）

传真：010—58568159

网址：www.hrsec.com.cn