

公司简评研究报告 金山股份 (600396.SH) ▶ 2010年04月27日

手握优质项目资源，成长性突出

推荐 维持评级

分析师：邹序元 ☐: zouxuyuan@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8668 执业证书编号: S0130208061595

1. 事件

4月27日，公司公布2010年第一季度报告。报告期内，公司实现营业收入38105万元；归属母公司股东净利润2153万元，同比下降26%。

2. 我们的分析与判断

(1) 煤价上涨影响公司盈利能力

第一季度公司营业收入和营业成本等会计科目与去年同期相比发生较大变化，其主要原因是公司合并报表范围发生变更，将辽宁南票煤电公司按权益法核算，不再在收入和成本等会计科目中体现。因此，我们不能将部分财务数据简单的与去年同期相比较。

公司归属母公司股东净利润不受报表范围变更影响。净利润的下降主要有两方面原因，一是煤价上涨导致公司盈利能力有所下降，二是南票煤电公司亏损。煤价上涨是火电行业面临的整体性问题，而公司控股电厂和合营电厂所使用的是劣质煤和煤矸石，劣质煤煤价波动幅度小，因此公司燃料成本的上涨幅度相对较小。南票煤电公司因煤矿计提安全费而继续出现亏损（安全费按40元/吨计提，计入当期损益）。公司下一步将与相关部门就安全费计提的问题进行协商，尽量减少南票煤电的亏损。

(2) 手握优质项目资源，成长性突出

公司最大的亮点是手握优质项目资源，在建、拟建项目丰富，未来持续成长性突出。公司在建项目包括：白音华金山发电 2×60 万千瓦机组、沈阳苏家屯金山热电 2×20 万千瓦机组、丹东金山热电 2×30 万千瓦机组和南票煤电二期 2×15 万千瓦机组。公司在建权益装机容量150.2万千瓦，是目前权益容量的2.5倍。

表1：公司在建项目进入投产期

在建	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益容量 (万千瓦)	机组构成	预计投产时间
南票热电二期	燃煤	30.00	50.00%	15.00	2×15	2010年6月
金山白音华电厂	燃煤	120.00	31.00%	37.20	2×60	2010年6月、9月
沈阳苏家屯热电	热电	40.00	100.00%	40.00	2×20	2010年8月、10月
丹东热电	热电	60.00	100.00%	60.00	2×30	2011年6月、7月
合计				152.20		

资料来源：公司公告、中国银河证券研究所

白音华发电、沈阳苏家屯热电、丹东热电均为具备扩建潜力的电源点，远期成长性依然出色。白音华金山二期2台66万千瓦发电机组扩建项目已完成可研审查，并被列入内蒙古自治区“十一五”电力发展规划，目前正在完善各项支持性文件，准备上报国家发改委。丹东金山二期2台30万千瓦热电机组扩建项目和苏家屯金山二期2台30万千瓦热电机组项目正在项目前期材料的整理，为下一步开展项目申报做好准备。

(3) 白音华煤电一体化项目优势明显

白音华煤电一体化项目是公司未来重要的盈利增长点和投资亮点。公司控股成立（31%股权）白音华金山发电有限公司，负责白音华金山电厂的建设与经营。白音华金山电厂规划装机容量 4×60 万千瓦级机组，其中一期工程 2×60 万千瓦机组。同时，公司还携手阜新矿业集团共同组建白音华海州露天煤矿有限公司（阜新矿业集团出资80%，公司参股20%）开采、经营白音华煤田四号露天煤矿。

电厂：一期工程将建设 2×60 万千瓦国产亚临界燃煤空冷发电机组，同步安装烟气脱硫装置。按照工程概算，一期工程动态总投资53.3亿元，其中项目资本金为10.7亿元，约占动态总投资的20%，其余部分资金由银行贷款解决。该电厂为“蒙东送辽宁”项目，由于配套电网建设滞后，项目投产时间延后。从目前公告的进度看，2010年6月和11月分别投产一台机组。考虑到投产之初的机组调试、配套设施磨合等因素，我们预计白音华电厂将在2011年明显贡献利润。

煤矿：白音华煤田分为四个矿区，四号矿位于煤田东北部，面积约占白音华煤田的四分之一。白音华煤田探明资源/储量140.69亿吨，其中四号矿区首采区可开采储量10.43亿吨。该项目设计生产能力一期为500万吨/年，二期1000万吨/年，后期为2000万吨/年。四号矿主要作为白音华金山电厂的配套煤矿，生产的原煤主要供应该电厂，其余部分煤炭外销。工程项目总投资16.8亿元，其中，项目资本金5.9亿元（阜新矿业集团出资80%，公司出资20%）。白音华煤矿为露天煤矿，拔采比为1:4，非常适合大规模露天开采，且开采成本非常低。

项目优势：白音华煤电一体化项目优势在于煤炭成本低廉，上网电价执行“蒙东送辽宁”的电价水平，电量消费地为经济发达的辽宁省。我们假设，白音华电厂执行0.3317元/千瓦时的含税上网电价，不含税标煤单价250元/吨，机组利用率4400小时，白音华发电项目全年净利润2.7亿元，对公司的权益净利润贡献8400万元，折合每股收益0.25元（利润贡献体现在投资收益中）。

3. 投资建议

公司目前已投运权益装机容量60万千瓦，在建权益容量150万千瓦，拟建权益容量160万千瓦。公司定位清晰后，各方面因素逐步理顺，规模成长性逐步释放。

我们预计公司2010-2012年EPS为0.25元、0.55元和0.8元。公司具备了持续的业绩高成长性，我们给予2011年25倍市盈率，合理估值13元。

表 2：公司已投运、在建、拟建机组

全资及控股	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	机组构成
恒仁热电	热电	2.40	80.00%	1.92	2×1.2
康平、彰武	风电	4.93	51.00%	2.51	58×0.085
南票劣质煤热电一期	燃煤	20.00	50.00%	10.00	2×10
阜新煤矸石发电	煤矸石	60.00	51.00%	30.60	4×15
参股					
沈海热电	热电	60.00	26.00%	15.60	3×20
合计				60.63	
在建					
南票劣质煤热电二期	燃煤	30.00	50.00%	15.00	2×15
金山白音华电厂	燃煤	120.00	31.00%	37.20	2×60
沈阳苏家屯热电	热电	40.00	100.00%	40.00	2×20
丹东热电	热电	60.00	100.00%	60.00	2×30
合计				152.20	
拟建					
金山白音华电厂二期	燃煤	132.00	31.00%	40.92	2×66
沈阳苏家屯热电二期	热电	60.00	100.00%	60.00	2×30
丹东热电二期	热电	60.00	100.00%	60.00	2×30
合计				160.92	

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908