

## 金山股份 (600396)

## 买入 / 维持评级

股价：RMB9.36

## 分析师

周衍长

SAC 执业证书编号:S1000210070025

+755-82364464 zhouyc@lhqz.com

## 相关研究

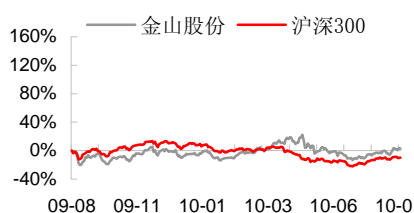
公司研究-金山股份 (600396) 100506: 是规模增长, 更是盈利能力提升 (买入)

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)

## 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)	2649

## 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

## 业绩符合预期，静待花开烂漫时

## —2010 年半年报公告点评

- 业绩基本符合预期。**上半年，公司累计完成发电量 18.51 亿千瓦时，同比降低 21.39%；实现主营营业收入 6.79 亿元，同比降低 24.3%；发生营业成本 5.42 亿元，同比降低 27.02%；实现毛利率为 20.08%，同比提高 2.95 个百分点；实现归属母公司净利润为 2125 万元，同比增加 81.18%，符合我们预期。剔除南票煤电不并表影响，上半年主营业务收入同比提高 4.70%。
- “以热定电”凸显机组优势，热、电毛利率双提升。**由于公司两个热电厂供热面积增加以及年初寒潮天气影响，增加了公司机组供热量的同时，在“以热定电”的原则下，提高了发电量，从而使热、电业务毛利率得到提升。上半年，公司电力和供热业务毛利率分别达到 19.30% 和 20.12%，同比分别增加 5.38 和 9.77 个百分点。
- 南票煤电翻身在明年。**上半年南票煤电净利润亏损 2392 万元，如果安全费用提取标准未能取得改变，在新投产机组第一年难以贡献利润情况下，那么南票煤电今年亏损是大概率事件。随着南票二期投产，原有南票煤电的部分员工将分流至二期项目，只需增加少部分的技术人员，从而实现规模效益；另外，新机组部分发电用煤可从周边小煤矿采购，无需投入大量资金以开采无经济性的煤矿，有望有效降低综合燃料成本。
- 白音华金山：未来主要利润来源。**白音华金山坑口电厂 #1 机组已于今年 8 月份投产，由于燃煤成本较为低廉（不含税标煤单价约为 240 元/吨），并参股白音华海州露天煤矿，享受“蒙电送辽宁”的高电价政策（上网电价为 0.3447 元/千瓦时），并有可能享受西部大开发所得税优惠等优势，我们认为该项目具备良好的盈利前景，投产后将成为公司最重要的利润来源。
- 维持“买入”评级。**我们维持公司 10-12 年 EPS 分别为 0.20、0.61、0.72 元的预测，目前股价对应的 PE 分别为 53.7、17.8、14.9 倍。公司 2010-2012 年净利润年复合增长率有望达到 89.7%，10-11 年权益装机容量增长率有望达到 84.8%，考虑到公司未来持续业绩高增长和规模高成长能力，以及经营管理能力改善带来巨大的价值提升空间，我们认为公司目前以 2011 年业绩 17.8 倍的估值水平属于偏低范畴，维持“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1905.9	681.5	1467.2	2390.0	2971.2
(+/-%)	5.3	-24.1	-23.0	62.9	24.3
归属母公司净利润(百万元)	40.7	21.3	68.4	206.8	246.4
(+/-%)	258.0	81.2	68.3	202.1	19.2
EPS(元)	0.12	0.06	0.20	0.61	0.72
P/E(倍)	78.4	148.1	53.7	17.8	14.9

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				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1873	1667	2650	5390	营业收入	1906	1467	2390	2971
现金	489	1163	1760	4379	营业成本	1510	1188	1924	2392
应收账款	149	41	67	83	营业税金及附加	18	10	17	21
其他应收款	17	13	22	27	营业费用	2	0	0	0
预付账款	1136	238	385	478	管理费用	140	73	100	125
存货	61	119	269	239	财务费用	194	137	222	276
其他流动资产	21	93	148	183	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	59	170	193
固定资产	2938	3337	4072	4486	营业利润	73	117	297	350
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	6628	9248	11780	利润总额	62	124	304	357
流动负债	2175	1667	2239	2890	所得税	13	31	76	89
短期借款	1445	900	1300	1800	净利润	48	93	228	268
应付账款	171	119	192	239	少数股东损益	8	25	21	21
其他流动负债	559	648	747	851	归属母公司净利润	41	68	207	246
非流动负债	2676	3476	5296	6909	EBITDA	461	415	717	864
长期借款	2676	3376	5176	6759	EPS (元)	0.12	0.20	0.61	0.72
其他非流动负债	0	100	120	150					
负债合计	4851	5143	7535	9799	主要财务比率				
少数股东权益	351	376	397	419	会计年度	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%	24.3%
留存收益	371	463	670	916	营业利润	173.8%	59.9%	153.0%	17.8%
归属母公司股东权益	1040	1109	1315	1562	归属于母公司净利润	258.0%	68.3%	202.1%	19.2%
负债和股东权益	6242	6628	9248	11780	获利能力				
					毛利率 (%)	20.8%	19.0%	19.5%	19.5%
					净利率 (%)	2.1%	4.7%	8.7%	8.3%
					ROE (%)	3.9%	6.2%	15.7%	15.8%
					ROIC (%)	4.8%	4.1%	6.0%	7.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	77.7%	77.6%	81.5%	83.2%
					净负债比率 (%)	88.28%	87.03%	89.13%	90.00%
					流动比率	0.86	1.00	1.18	1.87
					速动比率	0.83	0.93	1.06	1.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.23	0.30	0.28
					应收账款周转率	19	15	41	37
					应付账款周转率	9.84	8.19	12.36	11.08
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.20	0.61	0.72
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.11	3.84	0.76	1.91
					每股净资产 (最新摊薄)	3.05	3.25	3.86	4.59
					估值比率				
					P/E	90.45	53.74	17.79	14.93
					P/B	3.54	3.32	2.80	2.36
					EV/EBITDA	15	17	10	8

数据来源: 华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上

增 持 股价超越基准 10%-20%

中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间

减 持 股价弱于基准 10%-20%

卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准

中 性 行业股票指数基本与基准持平

减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhq.com

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhq.com