



2010.11.05

火电：何时轮到我？

——对话行业研究员系列之三


王成
 021-38676820
 wangcheng6461@gtjas.com
 S0880209110653

本报告导读：

与行业研究员对话火电行业，提炼其周期特征和投资逻辑。

摘要：

- **关于《对话行业研究员》系列报告：**我们希望通过本系列报告，采用对话的形式，站在策略角度，和行业研究员进行深入交流，挖掘行业运行本质特征，建立行业及公司的投资策略基本框架和投资逻辑。我们希望国泰君安行业研究与投资策略小组通过《对话》与您共同求索行业投资真规则。本期我们关注“周期型公共事业”——火电行业。
- **行业介绍：**火力发电位于电力行业产业链的最上游，同时又是煤炭行业的下游，起到枢纽的作用。在行业基础介绍中，读者可以了解火电行业的产业链各环节，也可以了解火电的需求状况。这些都有助于我们理解决定整个行业和单个企业竞争力的因素。
- **如何判断行业景气趋势：**动力煤价格是决定行业景气的主要因素，煤炭价格变化基本与火电利润变化反向。对于火电行业，用电需求和成本增速的异同变化，可以作为确认行业景气趋势的参考。短期来看，火电企业盈利对煤价变化的敏感度更高，及时跟踪煤炭价格和库存变化是把握行业景气的主要办法。中长期来看，火电企业更多受益于煤电一体化的加速以及电价机制的改革。
- **行业发展路径：**火电行业由于对煤炭资源的依赖性较大，其发展空间一方面受制于煤炭的供给，另一方面，易成为国家补贴电网的牺牲品。该行业要改善盈利回报的方法就是控制原材料资源以超越周期。我们认为向上游产业链延伸，对改善盈利回报具有一定的贡献。
- **个股选择：**总体来看，火电板块要出现整体性、持续性的投资机会还要经过漫长的等待。短期内，可关注事件性驱动带来的个股机会。虽然电力产品同质性较强，但是不同公司在地域上存在差异，地域需求的变化便成为个股短期表现不同的原因。想了解各种需求驱动和事件驱动对应的受益公司？请更多关注我们电力行业研究员的系列报告。

电力行业研究员：

王成
 021-38676694
 wangw@gtjas.com

策略研究员：

王成
 021-38676820
 wangcheng6461@gtjas.com

尹为醇
 021-38676521
 yinweichun@gtjas.com

相关报告

《策略快评——风格分化的分化》
 2010.10.20
 《策略快评——一年的策略总结和感悟》
 2010.10.18
 《策略快评——反弹已临近尾声》
 2010.08.12
 《策略快评——市场走势超出预期，下半年周期股的较大反弹出现》
 2010.07.21
 《触底、复苏和繁荣的经济回升趋势》
 2010.05.11

1. 火电行业的基本介绍

电力工业是国民经济的重要基础产业，是社会公用事业的重要组成部分。火力发电是利用燃烧化石燃料（煤、石油及其制品、天然气等）所得到的热能发电。由于中国的能源结构以煤炭为主，原煤产量占能源生产总量的 70% 以上，因此中国的电力工业以燃煤火电为主。

图 1：中国能源生产结构

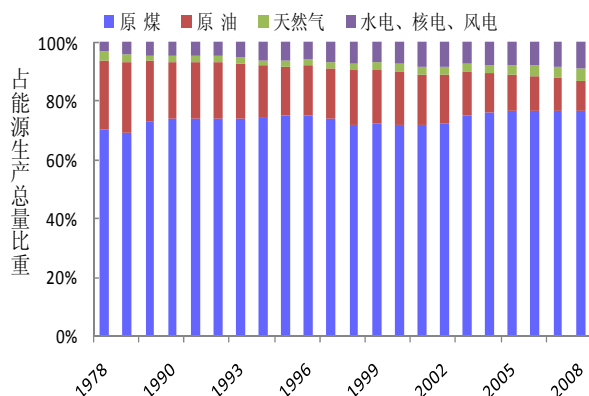
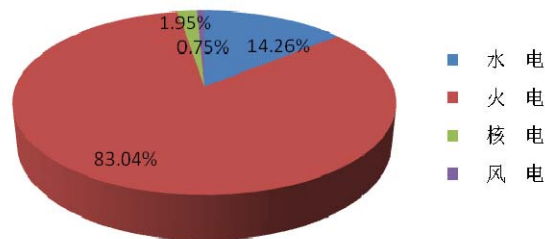


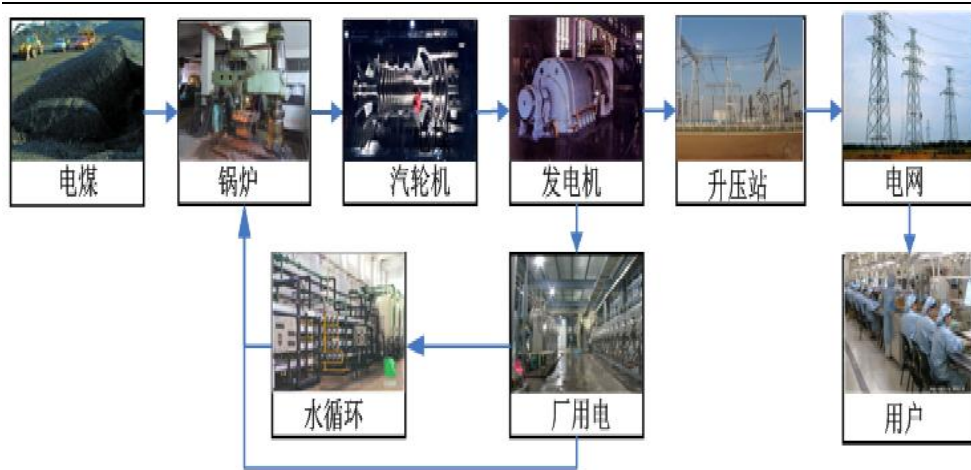
图 2：2009 年 6000 千瓦及以上电厂发电量



数据来源：中国统计年鉴，中电联，国泰君安销售交易总部

火力发电厂通常是指以汽轮发电机组为主的发电厂，主要以燃煤为主。燃煤发电厂由煤场及卸煤和输煤设备、锅炉及其辅助设备、汽轮机及其辅助设备、发电机及配电设备和化学水处理设备构成。在生产过程中，给煤机将煤送入磨煤机磨成煤粉，煤粉与空气混合同时进入锅炉，迅速燃烧，放出大量的热能，把锅炉中的水加热成蒸汽。含有热能的高温、高压蒸汽被送入汽轮机，释放能量推动汽轮机旋转，把蒸汽的热能转换成汽轮机旋转的机械能。汽轮机拖动与它相连的发电机同步旋转，发电机在旋转中把输入的机械能转变成电能。

图 3：火力发电流程图

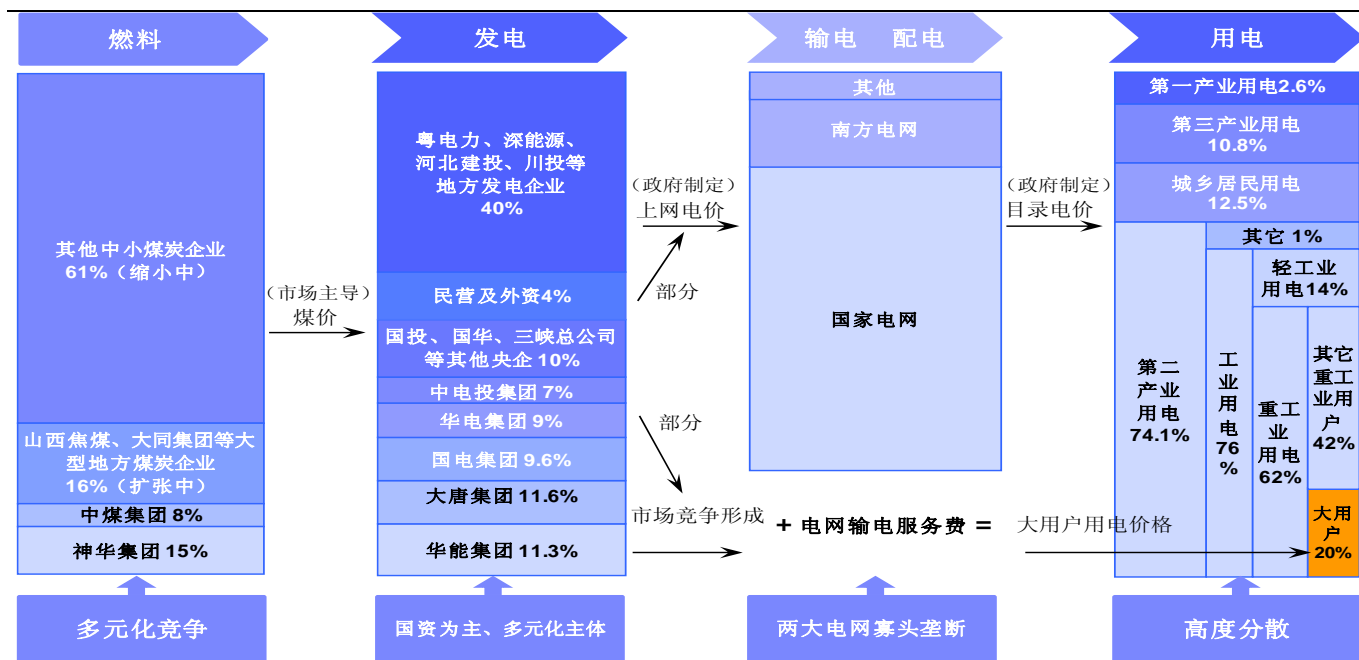


数据来源：国泰君安销售交易总部

电力行业产业链主要包括发、输、配、售等 4 个环节，目前我国输、配、

售电等电力供应职能都是由两大电网、及下属供电公司承担，发电则由各类发电电厂承担。火电企业上游受制于原材料供应方，下游受制于购买方。目前火电企业面临的困境是上游煤炭企业已经基本实现市场化，价格持续上涨，而下游上网电价仍然由政府制定，价格传导机制不顺畅。目前火力发电环节基本形成了国资为主，多元化主体并存的格局。中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司、中国电力投资集团公司这五大发电集团占火力发电总量的近一半。

图 4：火电行业上下游产业链关系图



火电行业主要的成本包括燃料成本、折旧费用、人工工资、维修费用等。从产业链来看，火电行业上游主要是煤，电煤成本占总成本的60%-70%。而且随着煤价的上涨，电煤成本所占比例日趋提高。

图 5：火电的成本构成：电煤占 70%左右

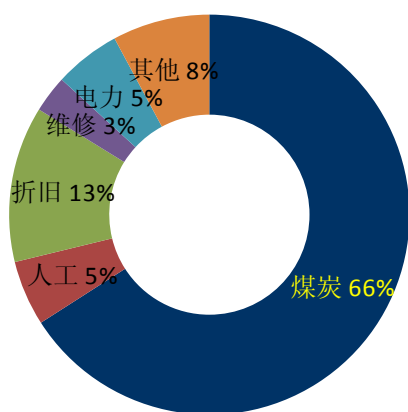
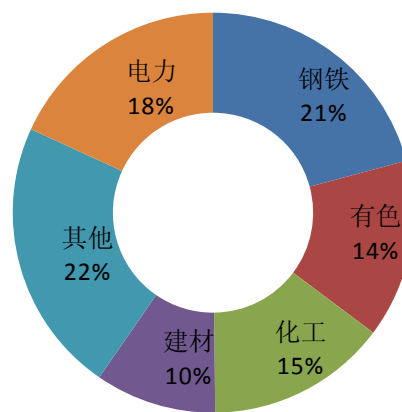


图 6：四大高耗能产业用电量占制造业用电量比重



数据来源：国泰君安销售交易总部

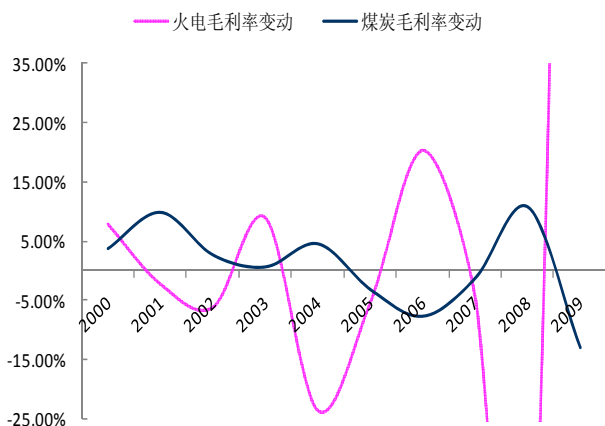
从电力的下游需求来看，制造业占用电总量的 53%左右，其中钢铁、有

色、化工、建材这四大高耗能行业用电总量占整个制造业用电的 60%。中国处于重工业化的进程之中，对钢铁、水泥、有色金属、化工产品等原材料的需求仍处于加速阶段，因此电力需求仍十分强劲。

2.火电行业的周期性

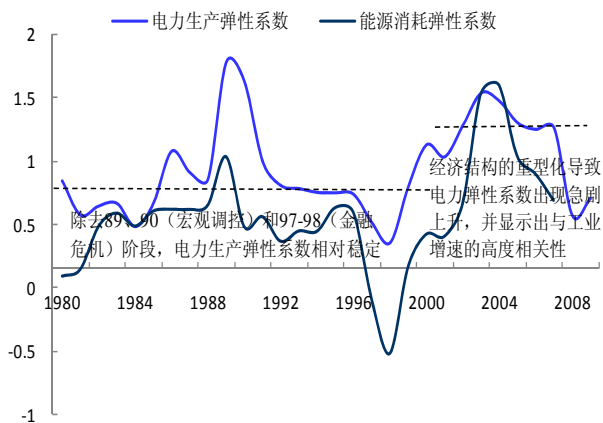
策略研究员（以下简称策略）：中国的电力行业在分类上归属于“公用事业”，国外市场将“公用事业”视为防御性行业，在股票市场上表现出抗跌或者滞涨。而在当前的中国，火电行业更多的表现出周期性特征。什么因素导致了我国火电行业明显的周期性？

图 7：火电和煤炭毛利率增速反向变动



数据来源：WIND, CIEC, 国泰君安销售交易总部

图 8：我国电力生产弹性系数



行业研究员（以下简称行业）：主要是电力体制原因，由于制度的不到位、不完善，行业盈利能力的稳定性无法有效保证。国外火电价格和成本是随时联动的，如果成本上涨，电力企业也跟着提价，盈利是基本稳定的，因此没有周期性。而中国的价格是由政府制定的，不管煤炭价格和电力需求量上升还是下降，电价都不能跟着变动。比如煤炭价格上涨过多，国家一直不调电价，那么火电跟煤炭的周期性就是相反的，当火电盈利下滑比较多时，国家才会考虑调整电价；如果煤炭价格大幅下跌，国家调电价调整也存在一定的时滞，可能煤炭价格跌了好几个月，或持续低位好几个月，期间火电盈利很好，同时下游对电价承受能力较差的时候，国家才考虑下调电价。也就是说，成本上升时，盈利被压缩，压缩到一定程度之后价格才上涨；成本下跌时，价格也不是立刻就调下来了，也要有经历一段盈利比较好的时期，才会下调。

此外，火电行业“周期性”还受下游需求的影响。我国电力消费结构中，工业用电始终占据 70%以上比例。而随着重化工业进程的推进，重工业中钢铁、有色、建材、化工等高耗能行业的周期性传导至电力需求上，工业用电中的重工业用电占比呈现出明显的周期性波动趋势，全社会电力需求亦随之呈现部分周期性特征。电力需求弹性系数始终维持在高于 1 或接近 1 的水平，电力需求增速持续高于 GDP 增速。

策略：从下图中观察到，火电毛利率变动跟 GDP 的波动有一定的相关性，当 GDP 增速较快的时候，火电行业的毛利率也呈现较快的增速，当 GDP 增速放缓或者回落的时候，火电行业的毛利率会大幅下降，也就是火电

行业的波动幅度大于 GDP 的波动，是否可以结合经济周期来预测火电行业的盈利状况？

图 9：火电行业毛利率变动与 GDP 增速对比

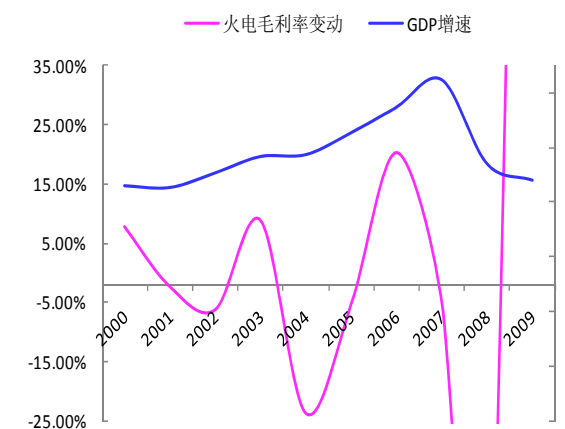
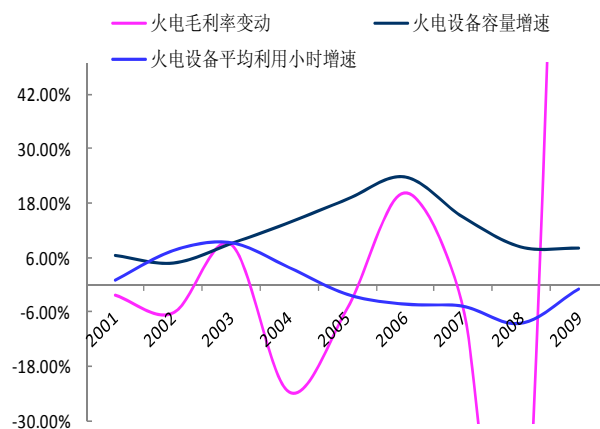


图 10：火电行业盈利与设备利用率的关系



数据来源：WIND, 国泰君安销售交易总部

注：2007-2009 年毛利率数据为前 11 个月累计（下同）

行业：07 年以前可以只根据经济周期来预测，现在不行了。火电行业的盈利主要受两方面影响：一是上游的煤炭价格影响火电的成本，由于煤炭占火电成本高达 70%以上，煤炭价格上升会使火电的发电成本增加，压缩行业盈利；二是下游的电力需求影响火电收入，因为电不能储存，而电价相对固定，因此发电量（由设备容量和设备利用率决定）成为销售收入变动的决定性因素。分析行业的盈利变动，要看收入和成本的相对变化。如果收入增加但是成本增加更多，则盈利还是会下降。2007 年以前煤价波动比较小，火电成本几乎不变，分析产能利用率基本可以判断行业的盈利状况。而产能利用率是跟宏观经济相关的（经济增速快，发电量增速高，利用率就上升得快；反之利用率下降的快），因此分析宏观经济走势大致可以把握行业的盈利走势。07 年以后煤价大幅上涨，虽然经济对发电量还是有影响，但经济对煤价影响更大。举例来说，GDP 增速上升 1%，导致煤价上升 10%，发电量上升 1%。这上涨 10%的煤价使火电企业的盈利减少 40%，而发电量上升 1%只使得行业盈利增长 10%，抵消掉之后行业的盈利还下降了 30%。因此目前产能利用率逐渐沦为次要指标，主要看煤价走势。

表 1：火电行业 2010 年税前利润增速敏感性分析

		2010 综合煤价涨幅										
		-6.0%	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%
2010 年 利用率 变动幅 度	-4.0%	65.3%	38.5%	11.7%	-15.1%	-41.9%	-68.7%	-95.5%	-122.3%	-149.1%	-175.9%	-202.7%
	-3.0%	75.3%	48.2%	21.1%	-6.0%	-33.1%	-60.1%	-87.2%	-114.3%	-141.4%	-168.5%	-195.5%
	-2.0%	85.2%	57.8%	30.5%	3.1%	-24.3%	-51.6%	-79.0%	-106.3%	-133.7%	-161.1%	-188.4%
	-1.0%	95.1%	67.5%	39.8%	12.2%	-15.5%	-43.1%	-70.7%	-98.4%	-126.0%	-153.7%	-181.3%
	0.0%	105.0%	77.1%	49.2%	21.3%	-6.7%	-34.6%	-62.5%	-90.4%	-118.3%	-146.2%	-174.2%
	1.0%	114.9%	86.7%	58.5%	30.3%	2.2%	-26.0%	-54.2%	-82.4%	-110.6%	-138.8%	-167.0%
	2.0%	124.9%	96.4%	67.9%	39.4%	11.0%	-17.5%	-46.0%	-74.5%	-102.9%	-131.4%	-159.9%
	3.0%	134.8%	106.0%	77.3%	48.5%	19.8%	-9.0%	-37.7%	-66.5%	-95.3%	-124.0%	-152.8%
		4.0%	144.7%	115.7%	86.6%	57.6%	-0.5%	-29.5%	-58.5%	-87.6%	-116.6%	-145.6%
		5.0%	154.6%	125.3%	96.0%	66.7%	8.1%	-21.3%	-50.6%	-79.9%	-109.2%	-138.5%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 2: 火电行业 2010 年平均毛利率敏感性分析

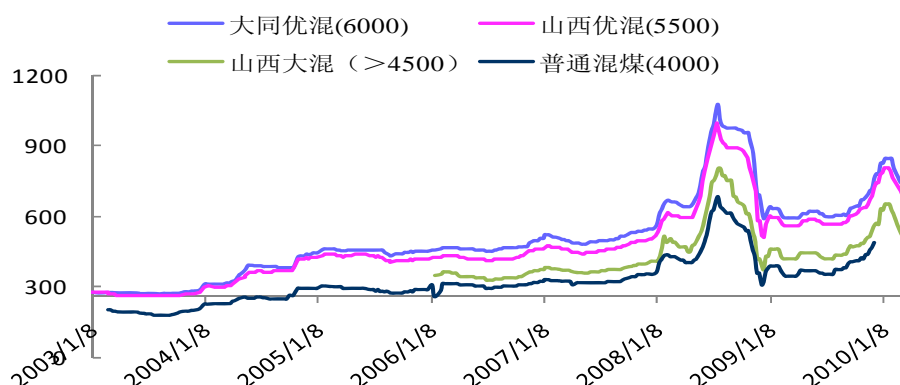
		2010 综合煤价涨幅										
		-6.0%	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%
2010 年 利用率 变动幅 度	-4.0%	16.3%	15.2%	14.1%	13.0%	11.9%	10.8%	9.7%	8.6%	7.5%	6.4%	5.3%
	-3.0%	16.6%	15.5%	14.4%	13.3%	12.2%	11.1%	10.0%	8.9%	7.8%	6.7%	5.6%
	-2.0%	16.9%	15.8%	14.7%	13.6%	12.5%	11.4%	10.3%	9.2%	8.1%	7.1%	6.0%
	-1.0%	17.2%	16.1%	15.0%	14.0%	12.9%	11.8%	10.7%	9.6%	8.5%	7.4%	6.3%
	0.0%	17.6%	16.5%	15.4%	14.3%	13.2%	12.1%	11.0%	9.9%	8.8%	7.7%	6.6%
	1.0%	17.9%	16.8%	15.7%	14.6%	13.5%	12.4%	11.3%	10.2%	9.1%	8.0%	6.9%
	2.0%	18.2%	17.1%	16.0%	14.9%	13.8%	12.7%	11.6%	10.5%	9.4%	8.3%	7.2%
	3.0%	18.5%	17.4%	16.3%	15.2%	14.1%	13.0%	11.9%	10.8%	9.7%	8.6%	7.5%
	4.0%	18.7%	17.6%	16.5%	15.5%	14.4%	13.3%	12.2%	11.1%	10.0%	8.9%	7.8%
	5.0%	19.0%	17.9%	16.8%	15.7%	14.6%	13.5%	12.4%	11.3%	10.3%	9.2%	8.1%

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

策略: 那么只看煤炭价格就可以把握电力的景气周期吗? 应该如何判断?

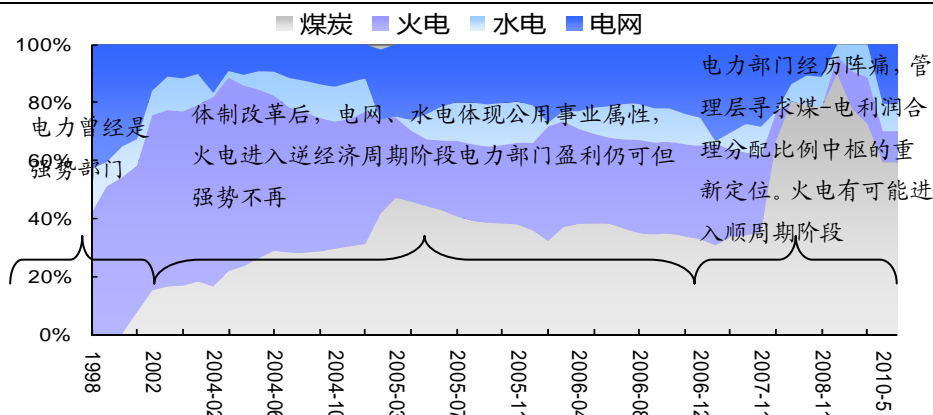
行业: 现在基本上看煤价一个指标就可以了。07 年以前主要看发电量增速, 煤价波动大的时候也要看, 但是那时候煤价波动不大。

图 11: 秦皇岛煤价走势



数据来源: WIND, 国泰君安销售交易总部

图 12: 火电盈利被煤炭严重挤压

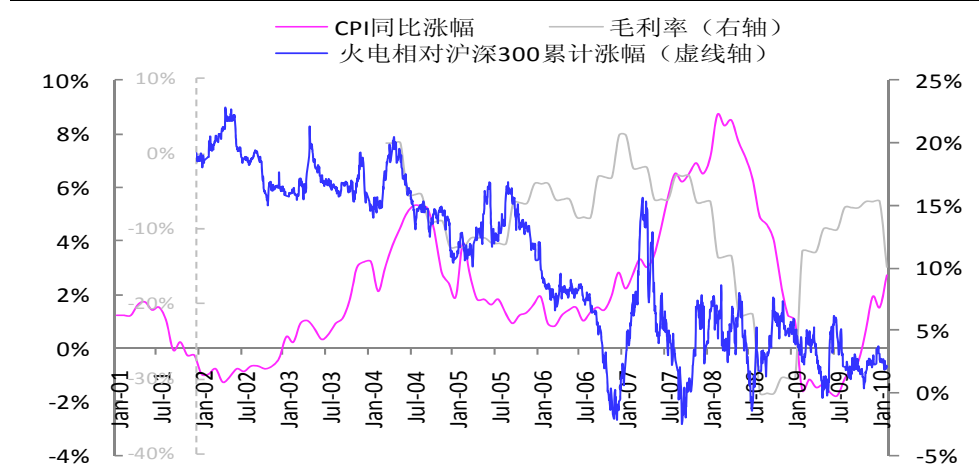


数据来源: WIND, 国泰君安销售交易总部

煤价处于上升通道阶段，火电行业具有“逆周期”性。当经济好的时候，煤价上涨，而电价相对刚性，导致电力的盈利被挤压。如果煤炭产能过剩了，经济增长对煤价没有影响，火电就又变成顺周期了。

策略：可是火电行业景气状况不仅取决于上游煤炭的供需（表现为煤价），下游的需求状况（表现为发电量），还要看外部的政策（表现为上网电价）呀？

图 13：通胀周期与火电行业



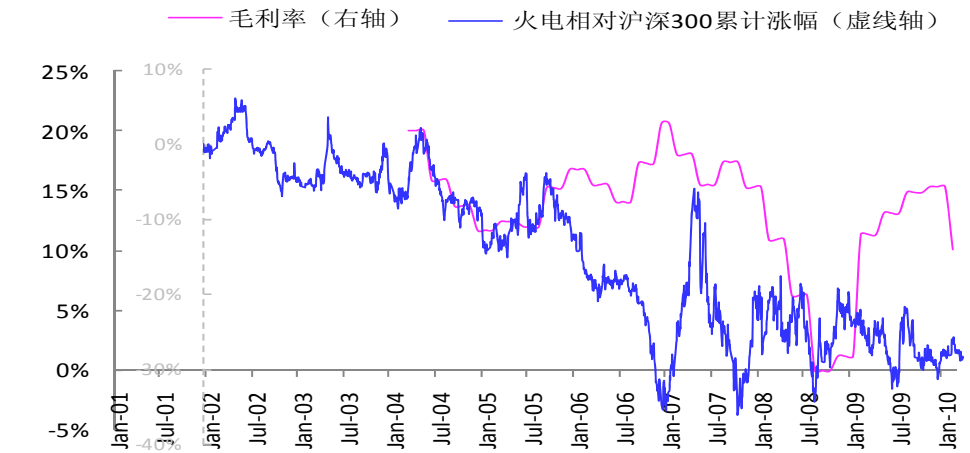
数据来源：WIND，国泰君安销售交易总部

行业：你说的对，但是对于电价的调整往往比较滞后。国家出台了煤电联动机制：以不少于六个月为一个联动周期，当煤价累计涨幅超过 5% 时，电力企业增加的成本中 30% 由自己消化、70% 由政府通过调整电价来解决。煤电联动政策具有时滞性，使得即使调价幅度足够，也无法完全化解煤价上涨带来的成本涨幅。

现在，在上网电价受国家管制、电力企业没有价格调整发言权的环境下，电力企业无法完全化解上游煤炭价格上涨带来的成本压力，只能期待政府调整电价；但政府调整电价的决策又受到通胀等多种因素的影响，电价调整往往阻力巨大。CPI 统计中直接有电价，电价调整影响 CPI，CPI 反过来又对煤价、电力都有影响，传递过程太复杂。在经济好且通胀水平较低的时候，调整电价很痛快。但是现在经济不稳定，上调电价会增加重工业企业成本，使得下游需求萎缩，因此，政府在考虑调整电价时变得更加谨慎。在通胀上升的前半期，火电行业往往陷入低迷；而到了通胀后半周期，大宗商品价格回落以及电价上调，火电往往能够获得比较好的表现。

策略：不过，有些时候业绩和股价走势并不一致呀？

图 14：火电行业相对市场走势（毛利率与相对走势比较）



数据来源：WIND，国泰君安销售交易总部

行业：电力板块相对市场表现与行业业绩变化相关性不强，股价走势没有好的方法把握。要判断一个行业未来投资机会，要看它的业绩相对于市场的表现。如果说火电好了，其他行业更好，火电还是没有投资机会。而且，由于煤价波动比较剧烈且调价的时间无法把握，对业绩判断偏离度比较高，另外火电行业盈利是有封顶的且市场对这个行业已经心灰意冷了，长期被边缘化。

策略：那您觉得火电行业的投资机会什么时候能到来呢？

行业：短期内，火电板块要出现整体性投资机会的可能性较小。大的投资机会只能等中国重化工业进程结束后，别的行业的增速都降下来之后了。现在，火电行业业绩波动比较大，上面还是封顶的，对大家几乎没有吸引力。如果改革之后，每年 ROE 能稳定在 10% 或者 15%，其他像煤炭、有色金属这些行业的高盈利又结束了，火电行业才能有吸引力。短期来看，存在一些事件性的、局部性的机会。例如，煤价的下跌、发改委调整电价、区域发电量增速提升等。

表 3：电力体制改革以来行业重大政策变化及改革进度

	2002-2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	远景目标
行业运行情况	电力供应偏紧，全国大范围拉闸限电，发电行业盈利情况良好	电力供应偏紧，全国大范围拉闸限电，但煤价上涨使发电行业盈利能力有所降低	电煤价格出现明显上涨趋势，行业盈利能力受损。第一次煤电联动缓解成本压力	电煤价格上涨，机组利用率大幅下滑，第二次煤电联动部分缓解行	电煤价格上涨，但发电、电网行业经营尚属正常	电煤价格大幅上涨，上网电价虽两次上调仍难阻发电行业巨额亏损；经济波动影响电力需求	电煤价格明显回落，电力需求回升速度理想，火电盈利快速恢复至接近07年水平	电煤价格有望回落，但经济波动对电力需求的影响仍然较大	
电力体制改革纲领性文件	国务院颁布《电力体制改革方案》（国发〔2002〕5				国务院办公厅印发《关于“十一五”深化电力体制改革实施意见》		《关于加快推进电价改革的若干意见（征求意见稿）》	1、推进竞价上网试点； 2、试点输配电价的核定； 3、销售与上网电价联动 4、未来放开	建立竞争性的发电、用电市场及高效、透明的输配电市场
厂网分开	根据国务院“5号文”拆分国家电力公司，组建两大电网公司和五大发电集团			解决丹河电厂企业归属、新疆发电资产划转移交、等厂网分开遗留问题	“920”及“647”项目处置、《关于“十一五”深化电力体制改革的实施意见	贵州金元、宁夏英力特、河北华源等遗留问题解决	以山东鲁能集团为代表的遗留问题得到解决。尚有部分地区仍待解决	各地“厂网分开”遗留问题继续解决	
发电：优化电源结构					《加快关停小火电机组的若干意见》、《可再生能源中长期发展规划》、《节能发电调度办法》、《核电中	江苏、河南、广东、四川、贵州等5省开展节能调度试点工作；风电建设加速；关停小火电1669	继续节能调度；大力发展核电；风电建设加速；推进煤电联营项目；关停小火电1200万	《新能源产业振兴发展规划（草案）》	“到2020年，新能源发电占电力总装机容量的比重达15%(含水电为35%)”
上网电价		两次合计提高销售电价0.0284元；《关于建立煤电价格联动机制的意见的通	第一次煤电联动，销售电价平均提高2.52分钱，提价总	第二次煤电联动	《新建发电机组进入商业运营管理办法》	年内两次上调上网电价，合计幅度约11%	结构性调整电价，部分省份小幅下调，部分省份小幅上	预计不会有变动	与发电环节竞争相适应的上网电价形成机制，引入竞争，市场定价
大用户直购电		《大用户直接向发电企业购电暂行管理办	吉林开展第	台山开展第	吉林与台山两个试点累计成交电量15.1亿千瓦		在电解铝行业推广，第一家试点已获批。	有望进一步扩大范围，更多试点将获批	实现高效发电机组与高效电力大用户的大范围直接对接，以市场化手段形成
电网：主辅分离和主多分离						推进南方电网股权改革及上			解决输配电主业、辅业和多经混业经营问题，使输配电成本真实可控
输配分开				试点	试点	试点	年内有望明确输配电价核算标准	年内有望明确输配电价核算标准	清晰资产和成本，输配电成本真实可控；确定合理的输配电价，并达到销售电价和上网电价
销售电价		施行差别电价、脱硫电价、可再生能源加价、峰谷及分时	对销售电价分类结构进行调整，简化销售电价按用电用途	《关于完善差别电价政策的意见》	《关于进一步贯彻落实差别电价政策有关问题的通知》	年内一次上调销售电价，幅度约4.7%		全国销售电价平均上调2.8分，以抵消购电成本上升及可再生能源补贴支出等	优化电价结构，减少交叉补贴；市场主导，政府调控；反映资源状况和电力供求关系，并逐步与上网电价实现联动
区域电力市场建设	《关于建立区域电力市场的指导意见》：东北、华东电	东北电力市场进入试运行；南方电力市场启动	南方电力市场模拟试运行	继续在东北、华东、南方电力市场进行试点拟试运行	继续在东北、华东、南方电力市场进行试点				

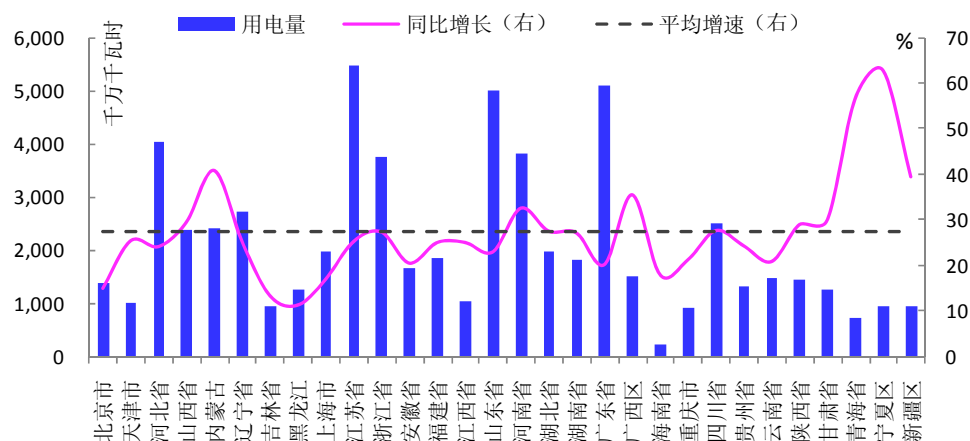
数据来源：国泰君安销售交易总部

3. 个股选择策略

策略：作为“周期型公用事业”，投资火电股除了选时之外，选股能否获得的超额收益？

行业：电力产品同质性很强，火电行业的个股选择可以分区域来看。有些区域由于某些年份电量需求增速超预期，拉动这些区域火电企业的产能利用率，导致盈利增速有很大的提升。所以，必须要实时跟踪，关注区域性机会。

图 15: 2010 年 1-2 月各地区用电量及同比增速



数据来源：中电联, 国泰君安销售交易总部

策略：购买资源（比如通过购买煤矿向产业链上游延伸）能否为相关火电股带来溢价或者超额收益呢？

行业：购买煤矿具有平滑当期业绩的作用。煤价处于高位的这些年，这些企业是收益的。收购煤矿，部分规避了煤价上涨风险，提高了业绩稳定性。近几年，在国家政策的支持和鼓励下，以五大电力集团为首的大型电力公司加大了对煤炭资源的整合力度。目前，由于电力集团拥有的煤炭资源大多处于在建及前期阶段，并且受煤炭运力制约，煤炭产量有限，而随着新增产能的增加和煤炭运力瓶颈缓解，未来几年电力集团的煤炭产量将会实现较快发展，并且增速有望加快，自给率有望提高。

表 4: 主要火电集团煤矿资源

上市公司	煤矿	位置	股权	可采储量 (亿吨)	权益可采储量 (亿吨)	年产量 (万吨/年)	投产时间
大唐发电	塔山	山西	28%	30.71	8.60	1500	2008
	蔚州煤矿	河北	49%	5.64	2.76	1000	2008
	长滩煤矿	内蒙古	40%	15.42	6.17	1200	2011
	孔兑沟煤矿	内蒙古	51%	3.30	1.68	300	2011
	胜利东二煤矿	内蒙古	100%	38.40	38.40	3000	2011
	五间房	内蒙古	51%	33.00	16.83	6000	2011
	合计			126.47	74.44	13000	
国电电力	同忻煤矿	山西	49%	8.50	4.17	1000	2009
	沙巴台	宁夏	100%	0.62	0.62	90	2011
	察哈素	内蒙古	50%	18.30	9.15	1000	2012
	刘三坎旦	内蒙古	50%	21.00	10.50	1000	2012
	合计			48.42	24.43	3090	
华能国际	白龙山	云南	100%	13.47	13.47	800	2012
	雨旺	云南	100%	4.57	4.57	300	2012
	合计			18.04	18.04	1100	
华电国际	东易忠厚	山西	70%	0.60	0.42	120	2010
	万通源二铺	山西	70%	0.73	0.51	180	2010
	银星	宁夏	45%	6.76	3.04	580	2011
	富城	内蒙古	35%	1.56	0.54	240	2011
	长城	内蒙古	25%	0.65	0.16	60	2011
	合计			10.30	4.68	1180	

数据来源：国泰君安销售交易总部

策略：既然板块性的机会较小，那么目前您看好的个股都是事件驱动，还是区域需求差异导致的呢？

行业：目前看好的有国电电力、金山股份以及广东的火电公司。国电电力金山股份是基本面有较大改善，公司有资产注入或者新项目投产；广东的火电公司是受益于广东用电需求的增加。

国电电力（600795）——成长性突出的电力龙头

公司是电力板块中极少数能较好实现资产注入预期的公司之一。自股改过程中得到国电集团承诺以其为电力资产整合平台、逐步实现整体上市以来，已是按部就班地实施第二次向集团的资产收购，良好的节奏把握及增厚效应，令市场对其未来的进一步电力资产整合充满正向预期。公司自 08 年中期至今始终是我们电力股中首选推荐品种，08 年表现出的业绩韧性及 09 年资产注入预期直至启动令投资者印象深刻。2010 年公司亦不乏亮点——瀑布沟电站的逐步投产、内蒙煤电基地电厂和煤矿的建设推进、参与山西煤炭资源整合进程的加深等，令我们仍维持对公司的首选配置推荐

金山股份（600396）——优质项目资源带来业绩提升

金山股份目前运营中有 4 个控股火电厂，参股 1 个火电厂，2 个风电场，总控股装机容量为 89.73 万千瓦，权益装机容量 63.03 万千瓦。供电范围集中在辽宁地区，部分机组为热电联产。

2009 年以来值得关注的以下三点：一是原有分公司金山热电“上大压小”项目正式投资建设，为公司未来 2 年装机容量快速增长再添保障；二是公司通过发行 5000 万元的短期融资券，调整负债结构；三是公司的控股权发生变化，原有的电网职工股股东退出后，公司治理结构更加规范。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		