



Research and
Development Center

涉足矿业资源 布局快速增长

—— 闽东电力（000993.sz）投价报告

2012年9月13日

范海波 CFA
有色/钢铁 行业分析师

证券研究报告

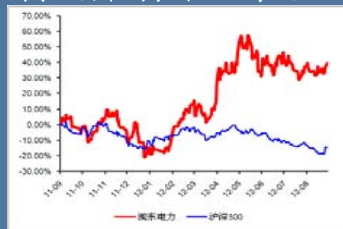
公司研究——投价报告

闽东电力 (000993.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

闽东电力相对沪深 300 表现



资料来源: wind

公司主要数据 (2012-9-12)

收盘价 (元)	9.97
52 周内股价波动区间 (元)	5.4-11.51
最近一月涨跌幅 (%)	1.83
总股本 (亿股)	3.73
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	37.45

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编: 100031

范海波 CFA 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

相关研究

《有色钢铁行业年度投资策略: 行到水穷处 坐看云起时》2012.2

涉足矿业资源 布局快速增长

投价报告

2012 年 9 月 13 日 目标价: 11 元

本期内容提要:

- ◆ **降水量充沛, 水电业务营收大增。**公司水电装机容量基本稳定, 水电业绩的增长依赖于当年的降水量。今年影响福建省的热带气旋数量偏多, 其中移动路径诡异的天秤给福建省带来了两次影响。我们预计今年公司水电业务营收增速在 50% 以上。
- ◆ **房地产业务迎来快速增长。**伴随着销售均价的上涨, 房地产业务毛利率逐年提升, 从 2009 年的 49.49% 增长至 2011 年 57.13%。公司预计今明两年地产营收增速分别为 201.65% 和 50.98%。
- ◆ **宁德市唯一上市公司, 开始向矿业公司转型。**2011 年起, 公司开始向矿业转型。作为宁德地区唯一的上市公司, 省地矿局将整合全局在宁德辖区内现有的矿业权, 促进与闽东电力等公司的合作, 未来矿业整合值得期待。
- ◆ **股价催化剂:** 宁德地区降水量偏多, 水电收入大增; 房地产业务进入收入确认期; 矿业转型顺利。
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级:** 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元和 0.50 元, 对应市盈率分别为 23 倍、20 倍和 20 倍, 目标价格 11 元, 首次给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险因素:** 降水量骤减, 水电发电量减少; 房地产销售不及预期; 矿业整合速度低于预期。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	509.44	384.93	1,075.55	1,141.93	1,183.17
增长率 YoY %	1.80%	-24.44%	179.42%	6.17%	3.61%
净利润(百万元)	103.81	18.55	163.42	184.50	186.95
增长率 YoY%	14.80%	-82.13%	781.13%	12.90%	1.33%
毛利率%	44.58%	33.59%	32.81%	34.17%	34.04%
净资产收益率 ROE%	6.96%	1.21%	9.99%	9.98%	9.19%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.05	0.44	0.49	0.50
市盈率 P/E(倍)	36	201	23	20	20
市净率 P/B(倍)	2.4	2.5	2.1	1.9	1.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 9 月 12 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司概况	2
公司业务介绍	3
受降水量影响,水电发电量大增	3
进军清洁能源,发展风电	7
房地产业务仍将保持快速增长	9
多元化发展,涉足造船、金融等领域	10
矿业构筑未来希望	11
相关假设及盈利预测	14
基本假设	14
估值与投资评级	15
相对估值	15
风险因素	16

图 目 录

图 1: 公司与实际控制人之间的产权关系	2
图 2: 闽东电力近 5 年的营运表现 (单位: 百万元)	3
图 3: 闽东电力近 5 年的盈利表现 (单位: 百万元)	3
图 4: 全国月度水电发电量和水电设备利用小时数 (单位: 小时, %)	4
图 5: 福建省月度水电发电量和水电设备利用小时数 (单位: 小时, %)	4
图 6: 福建省近 50 年年均降水量	6
图 7: 2012 年第 5 号热带气旋泰利移动路径	6
图 8: 2012 年第 9 号热带气旋苏拉移动路径	6
图 9: 2012 年第 14 号热带气旋天秤移动路径	7
图 10: 2012 年第 16 号热带气旋三巴预测移动路径	7
图 11: 全国月度风力发电量 (单位: 亿千瓦时, %)	8
图 12: 全球和中国风电装机容量增速	8
图 13: 近四年公司房地产销售情况 (单位: 平方米, 元/平方米)	9
图 14: 房地产业务近四年收入和利润占比	9
图 15: 福安鑫地钼业股权结构	11
图 16: 钼的下游行业	12
图 17: 中国月度粗钢产量 (单位: 万吨, %)	12
图 18: 日本特钢需求与城市化率	12
图 19: 中国城市化率 (%)	12
图 20: COMEX 黄金价格与 ETF 持仓量 (单位: 美元/盎司, 吨)	13
图 21: 官方售金 (单位: 吨)	13
图 22: 黄金价格与美元指数 (单位: 美元/盎司)	14
图 23: 各主要货币三月期 LIBOR (%)	14

表 目 录

表 1: 主要子公司和参股公司 2012 年上半年经营业绩 (单位: 万元)	2
表 2: 公司主要水电资产情况	4
表 3: 2008 年-2011 年公司水电机组主要生产指标	7
表 4: 2011-2013 年销售计划 (单位: 平方米, 元/平方米)	10
表 5: 公司主要参股公司经营业绩 (单位: 万元)	10
表 6: 福安鑫地钼业资源储量	11
表 7: 评估作价的四个探矿权	13
表 8: 公司各分产品营业收入和毛利率 (单位: 百万元)	15
表 9: 同类公司估值比较	15

投资聚焦

推荐理由

闽东电力是宁德市唯一的国有上市公司，主营水电业务，上市时曾创下 88.69 倍的新股发行市盈率记录。今年以来，公司股价上涨 56.76%，远超大盘和行业内其他公司的走势，股东户数已经连续两个季度下降。我们预计公司 2012 年每股收益 0.44 元，主要理由如下：

- 1、今年福建省降水量充沛，水电业务营收大增。目前福建省可开发的水电资源非常有限，开发率已超过 80%，新建小水电站审批基本处于停滞状态。公司的水电装机容量基本稳定，水电业绩的提升取决于当年的降水量。据《闽东日报》报道，今年上半年，宁德市平均降雨量比常年偏多 20.4%，比上年同期偏多 91.1%。水电行业营业成本较为固定，不会随营业收入的变动而出现较大幅度的变动。在装机容量固定的情况下，电价上涨和发电量增加将转换为利润。
- 2、房地产业务迎来快速增长。公司房地产毛利率从 09 年的 49.49% 增长至 11 年的 57.13%，未来两年宁德东晟房地产下属的三个地产项目进入销售周期，公司预计 12 年和 13 年房地产业务营收增长率分别为 201.65% 和 50.98%，今年房地产业务为公司贡献的营业利润在 1 亿元以上。
- 3、与福建省地矿局合作，向矿业公司转型。福建省地矿局将整合全局在宁德辖区内现有的矿业权，促进与闽东电力等公司在资本、矿权和技术等多要素合作。我们预计，此次与福建省第四地质大队共同出资设立宁德环三矿业仅是闽东电力涉足矿业的开始。

上半年公司实现归属母公司净利润 0.38 亿元，每股收益 0.1 元，我们预计公司下半年的业绩要明显好于上半年，主要理由如下：

- 1、热带气旋对福建省的影响主要体现在 7-9 月，受赤道海水气温偏高和副热带高压位置偏北的影响，今年影响我国东南沿海的热带气旋数目明显偏多，我们预计公司水电业务 3 季度仍会出现较大增长。
- 2、受房地产销售结算周期的影响，公司上半年房地产业务实现营业收入 0.23 亿元，仅实现全年销售计划的 10%。由于地产公司销售结算主要体现在 4 季度，我们预计房地产业务将在 4 季度为公司贡献利润。

我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元和 0.50 元，对应市盈率分别为 23 倍、20 倍和 20 倍，目标价格 11 元，首次给予公司“增持”评级。

公司概况

闽东电力是宁德市唯一的国有上市公司。其大股东为宁德市国有资产投资经营公司，后者是宁德市国资委的独资公司。公司于2000年7月13日上市，募集资金11.50亿元，当年创下88.69倍的新股发行市盈率纪录。

公司于2006年8月2日实施股权分置改革，将资本公积中7,300万元转增为股本支付给已上市流通股股东，非流通股股东以此取得上市流通权。股权分置改革后，公司注册资本变为人民币3.73亿元。截至2012年6月底，宁德市国有资产投资经营公司持有公司53.21%的股权。

图 1: 公司与实际控制人之间的产权关系



资料来源：信达证券研发中心整理

闽东电力目前有三块经营性资产：电力、房地产、贸易（环三实业是今年新纳入合并报表范围的公司）。此外，还涉足造船、金融等股权投资领域。

表 1: 主要子公司和参股公司 2012 年上半年经营业绩 (单位: 万元)

子公司	股权比例	净利润	参股公司	股权比例	净利润
福安市黄兰溪水力发电有限公司	100%	639	厦门船舶重工	32%	3044
穆阳水电开发有限公司	100%	1374	福宁船舶重工	30%	269
武汉楚都房地产有限公司	100%	421	福建寿宁牛头山水电	30%	2702
宁德市东晟房地产有限公司	100%	-469	闽投（霞浦）风电	40%	-422
闽东大酒店有限公司	60.72%	-258	宁德市精信小额贷款	20%	1442
宁德市环三实业有限公司	100%	19	上海东溟投资有限公司	45%	/
闽箭新能源	80%	-32			

资料来源：公司公告

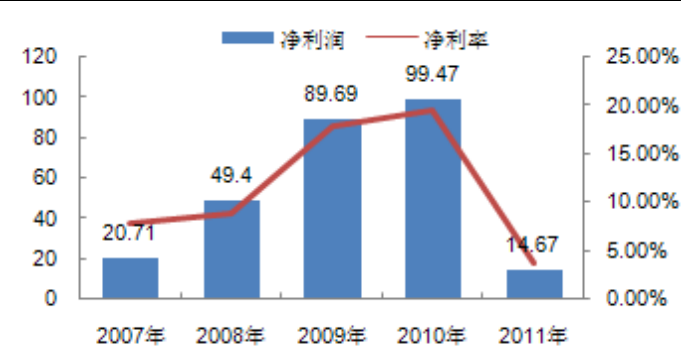
2008年以来，受公司区域来水情况较好及产业结构调整不断优化的影响，公司盈利能力不断提升。2008-2010年公司毛利率分别为39.80%、40.98%和44.58%，净利率分别为8.98%、17.92%和19.53%。2011年受到气候条件异常的影响，公司毛利率和净利率均出现较大幅度下滑。

图2：闽东电力近5年的营运表现（单位：百万元）



资料来源：信达证券研发中心整理

图3：闽东电力近5年的盈利表现（单位：百万元）



资料来源：信达证券研发中心整理

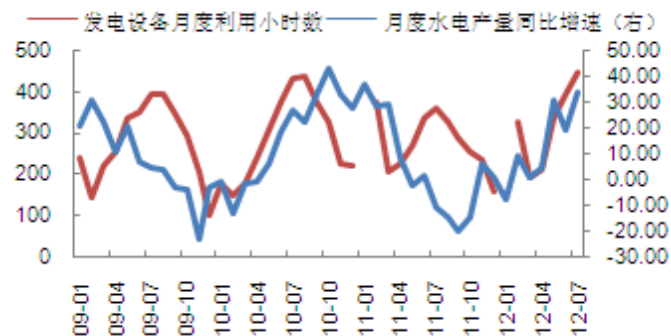
公司业务介绍

受降水量影响，水电发电量大增

我国大陆多属于季风气候区，合川径流年内、年际分布不均，丰枯季节、丰枯时段流量相差悬殊，而水电企业受当年来水影响较大。2011年受到全国平均降水量偏少的影响，全国水电年产量6091亿千瓦时，同比下降7.63%；发电设备年均利用小时数3028小时，同比下降401小时。今年1-7月，全国水电发电量3874亿千瓦时，同比增长12.94%；全行业上半年实现营业收入9190.05亿元，同比增长18.22%。

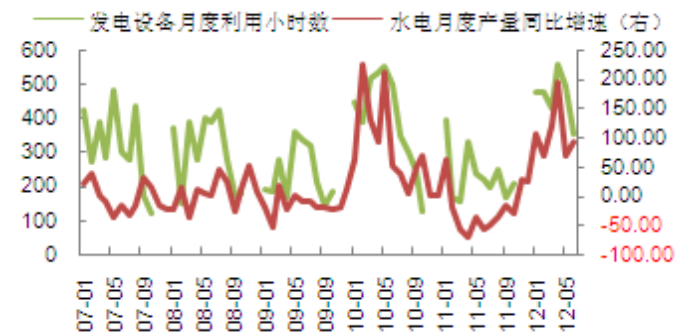
2011年福建省水电累计发电量295.32亿千瓦时，同比下降32.91%。2012年受降水量偏多的影响，截至7月末，水电累计发电量达到270.09亿千瓦时，同比增长52%。目前福建省可开发的水电资源非常有限，开发率已超过80%，并且在环保的政策制约下，新建小水电站审批基本处于停滞状态。

图 4：全国月度水电发电量和水电设备利用小时数（单位：小时，%）



资料来源：wind,信达证券研发中心

图 5：福建省月度水电发电量和水电设备利用小时数（单位：小时，%）



资料来源：wind,信达证券研发中心

公司是宁德市唯一以经营发电为主营业务的公司，主要向宁德市供电。目前下属 9 家分公司和 7 家控股公司，拥有的 21 座水电站（不包括屏南分公司 7#机和牛头山水电站）分布在福建省宁德市除古田县以外的其他县（市、区），目前公司水电权益总装机容量 33.61 万千瓦，设计年发电量约为 11 亿千瓦时。今年上半年公司完成水力发电量 73,054 万千瓦时，完成水力售电量 71,428 万千瓦时。

表 2：公司主要水电资产情况

单位	电站名称	装机容量(万 kw)	设计发电量(万 kwh)	电价(含税)(元/kwh)
闽东水电站	闽东水电站	2.4	8,880	0.3
宁德分公司	大泽溪电站	1.42	5,300	0.31
	白岩电站	0.64	1,720	
	金溪电站	0.64	2,300	
	小计	2.7	9,320	
福鼎分公司	桑园电站	3.75	10,800	0.35
	岙里电站	0.61	2,200	
	小计	4.36	13,000	
黄兰溪水力发电有限公司	一级电站	0.6	1,723	0.35
	二级电站	3	10,852	
	小计	3.6	12,575	
屏南分公司	上培电站	2.2	8,800	0.331
	7# 机	0.35		0.3
	溪尾	0.16	500	0.27

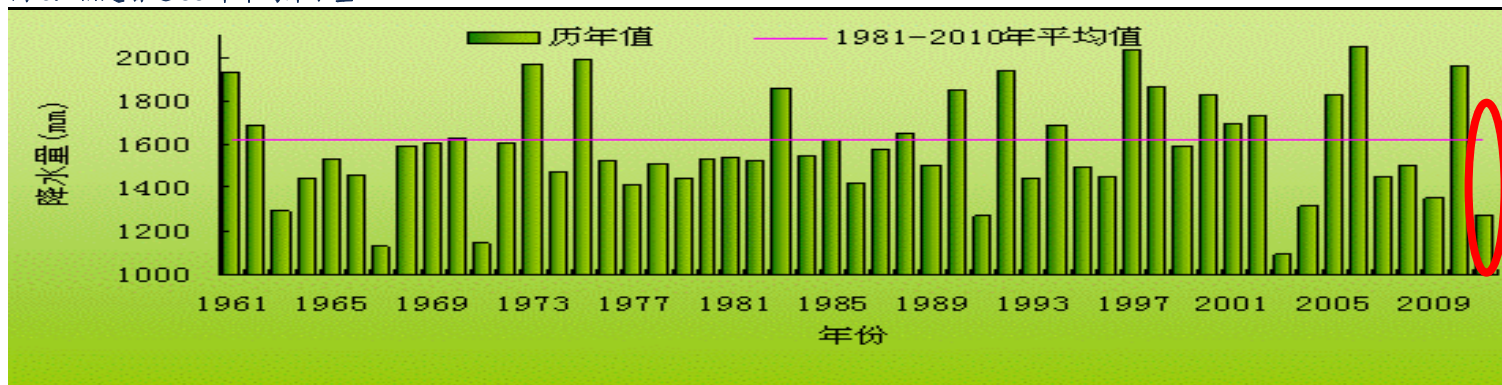
	小计	2.71	9,300	
柘荣分公司	龙二电站	1.3	5,248	0.32
	龙三电站	0.8	3,200	0.32
	小计	2.1	8,448	
霞浦分公司	一级电站	0.32	1,450	0.33
	二级电站	0.34	1,250	
	四级电站	0.44	1,850	
	三级电站	0.2	750	
	小计	1.3	5,300	
周宁分公司	龙一电站	0.64	5,174	0.24
	东风电站	1	2,600	0.27
	小计	1.64	7,774	
寿宁分公司	车一电站	1.3	5,248	0.28
福安分公司	穆阳水电站	0.5	2,682	0.28
穆阳溪公司	丰源电站	8	19,600	0.3775
寿宁牛头山水电有限公司(注)	牛头山水电站	3	8,700	0.341
合计		33.61	110,827	

资料来源: 公司公告 注: 带圈的 5 个水电站为 2000 年以后建成。

公司水电业绩,很大程度上依赖于当年的来水情况。降雨量以及降雨时空分布将决定公司的发电效率进而影响主营收入。公司所在地宁德市属亚热带海洋性季风气候,发电出力丰枯年份不均衡,枯水年份可能会造成公司发电量急剧下滑,公司所属各电站水能利用率不均,来水过多可能导致弃水甚至形成洪水,对水电站的安全运行产生严重影响。从图 6 我们可以看出,2011 年福建省降水量位于近 50 年来较低水平,公司去年电力销售收入同比下降 21.65%,毛利率下滑 16.91 个百分点。

水电行业营业成本较为固定,这主要是由水电行业的特点决定的,不会随营业收入的变动而出现较大幅度的变动。在总装机规模保持不变的情况下,公司水电业绩的提升将受来水量和上网电价两方面因素的影响。根据公司公告,若平均上网电价每增加 0.01 元/度,公司利润将增加 1,100 万元。2012 年以来,公司已经公告二次提价,共计增加营业收入 1446 万元。由于水电成本一般比较固定,上调电价部分将主要转换成利润。

图 6: 福建省近 50 年年均降水量



资料来源: 福建省 2011 年气候公报

据《闽东日报》报道,今年 1-6 月,宁德市平均降雨量已达 1108 毫米,比常年偏多 20.4%,比上年同期的 580 毫米偏多 91.1%。2011 年共有三个热带气旋影响福建省,而今年截至 8 月底就已经有三个(泰利, 苏拉, 和天秤)影响福建省,数量比往年偏多。其中移动路径诡异的台风天秤给福建省带来了两次影响,这也是导致今年福建省的降水量持续偏多的原因。

“三巴”来袭,水电业务大增已成定局。尽管已经进入九月,但是西北太平洋上的热带气旋依然活跃。今年第 16 号热带气旋“三巴”已经于 9 月 11 生成,据中央气象台预计,三巴将向北偏西方向移动,有可能在 9 月中旬影响福建。我们预计,公司今年水电业务营业收入同比增速在 50%以上。

图 7: 2012 年第 5 号热带气旋泰利移动路径



资料来源: 中国天气网

图 8: 2012 年第 9 号热带气旋苏拉移动路径



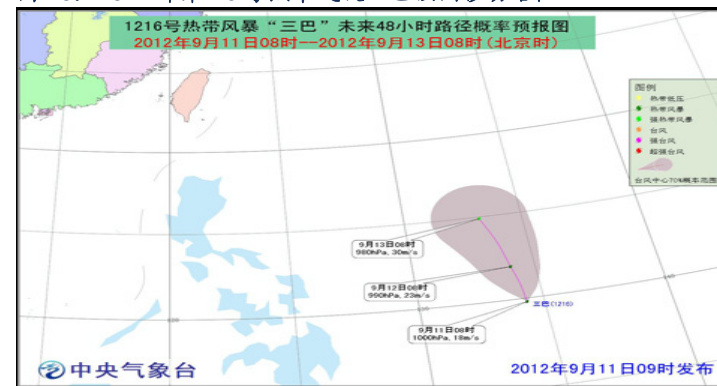
资料来源: 中国天气网

图 9：2012 年第 14 号热带气旋天秤移动路径



资料来源：中国天气网

图 10：2012 年第 16 号热带气旋三巴预测移动路径



资料来源：中国天气网

表 3：2008 年-2011 年公司水电机组主要生产指标

指标	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
水电可控装机容量 (万千瓦)	30.61	30.61	30.61	30.61
水电发电量 (亿千瓦时)	9.72	9.24	12.73	9.55
水电上网电量 (亿千瓦时)	8.98	8.68	11.97	9.33
水电机组利用小时数	3,175.43	3,018.62	4,158.77	3,119.90
水电平均上网电价 (元/千瓦时)	0.2865	0.288	0.2906	0.2892

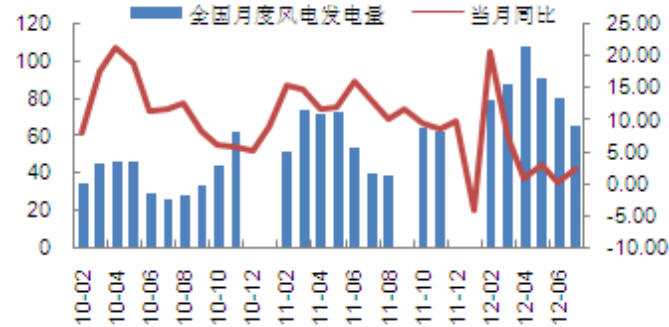
资料来源：公司公告

未来公司水电业务的扩张取决于对外并购进程、水电业绩的提升取决于来水量的增加和上网电价的提高，但公司技改支出压力较大。福建省内可开发的水电资源有限，且新建项目受政策制约基本处于停顿状态。从公司水电可控装机容量上看，连续四年维持在 30.61 万千瓦时，我们预计未来公司水电装机容量的增长主要通过对外并购完成。目前福建省小水电上网电价水平总体偏低，近三年公司综合平均上网电价维持在 0.29 元/千瓦时左右，与周边浙江省、广东省 0.46 元/千瓦时的上网电价存在较大差异，上网电价仍有提升空间。公司下属 23 个水电站中，仅有 5 个电站投产时间在 2000 年以后，部分水电站始建于上世纪七八十年代，未来公司技改支出压力较大。

进军清洁能源，发展风电

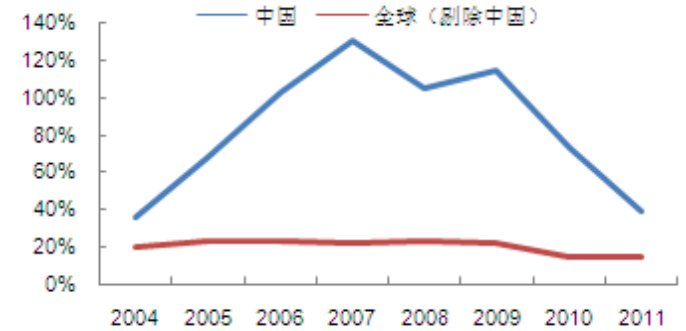
从 2010 年开始，我国风电装机规模已跃居世界第一位。截至 2011 年末，我国风电装机容量约 0.62 亿千瓦时，同比增长 39.41%。全国风电发电量随着装机容量的扩大而增长，截至今年 7 月末，我国风电发电量 511 亿千瓦时，同比增长 40.38%。

图 11: 全国月度风力发电量 (单位: 亿千瓦时,%)



资料来源: wind,信达证券研发中心

图 12: 全球和中国风电装机容量增速



资料来源: wind,信达证券研发中心

鉴于宁德区域内优质水电资源越来越少,水电主业扩张困难,发展空间受限。在巩固提升现有水电装机基础上,公司实施从水电向风电发展战略转型。初步勘测,宁德市陆地风电资源技术可供开发的总装机达 50 万千瓦以上,30 米水深以内的近海海上风可供技术开发总装机达到 400 万千瓦以上。目前公司持有两个已投产风电项目,设计总装机容量为 7.57 万千瓦,其中可控装机容量为 3.37 万千瓦。今年上半年公司完成风力发电量 1,725 万千瓦时,完成风力售电量 1634 万千瓦时。

投资、收购双管齐下,拓展风电业务

2009 年 10 月公司与福建中闽能源投资有限公司合作成立闽投(霞浦)风电有限公司,公司持有 40% 的股权,建设大京风电场项目。霞浦大京风电场内安装有 28 台并网型风力发电机组,单机容量 0.15 万千瓦,设计总装机容量 4.20 万千瓦,设计年发电量 9,978 万千瓦时,等效年利用小时数 2,376 小时,含税上网电价 0.619 元/千瓦时。公司持有其权益装机容量 1.68 万千瓦,全部 28 台风电机组已实现并网发电。

2010 年公司与北京航天万源国际(集团)有限公司下属的北京万源工业有限公司共同投资设立了航天闽箭新能源有限公司,公司持有 80% 股份。公司借此平台收购了辽宁营口风力发电有限公司 86.13% 股权。营口风电持有可控装机容量 3.37 万千瓦,占地面积约 8 平方公里,年平均风速约 6 米/秒,年发电量 5,000 万千瓦时。该风电场拥有 2 条 66KV 输电线路,输送至营口电网,综合上网电价 0.74 元/度。

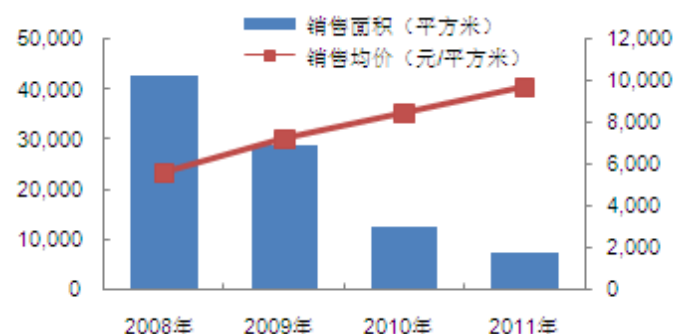
项目开发建设尚需时日,短期贡献有限

风电行业竞争主要来源于资源的占有和分配,发行人作为国有上市公司,基于当地政府的大力支持,对占有本地丰富风能资源上有一定优势。但是公司也面临风电资源获取竞争愈发激烈、大部分项目处于前期论证可研阶段、项目审批及开发建设尚需时日等问题。风电业务仍处于亏损状况,截至今年上半年,公司持股 80% 的闽箭新能源亏损 32 万元,持股 40% 的霞浦风电亏损 422 万元。

房地产业务仍将保持快速增长

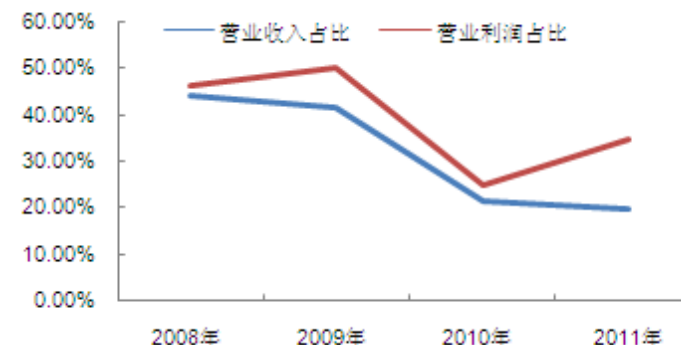
公司下属两家房地产全资子公司，分别为武汉楚都房地产有限公司、宁德市晟房地产有限公司。从过去四年的销售数据看，房地产业务的营业收入呈现每年递减的走势，2011年是公司房地产销售的低谷。但是，伴随着销售均价的上涨，房地产业务毛利率逐年提升，从2009年的49.49%增长至2011年的57.13%。今年上半年再次提升3.72个百分点至60.85%。公司预计2012年房地产营业收入预计为22,148万元，2013年房地产营业收入预计为33,440万元。受国家产业政策和地方政策的指导，未来公司规划房地产板块业务将逐步转型到小城镇建设、保障房建设、城市基础设施投资建设领域。

图 13: 近四年公司房地产销售情况 (单位: 平方米, 元/平方米)



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 14: 房地产业务近四年收入和利润占比



资料来源: 信达证券研发中心整理

武汉楚都房地产，销售收入逐年萎缩

公司下属子公司武汉楚都开发的“闽东国际城”项目是闽东电力对外投资最大非主业项目，总投资约6.63亿元，可售面积为14.83万平方米。住宅部分逐步售完，商业部分尚未开始销售，商品房销售收入逐年下降。

宁德市东晟房地产，未来主要利润贡献源

目前主要开发宁德市区的“东晟·泰怡园”、“东晟·泰丽园”和位于周宁的“东晟·和宁楼、祥宁楼”三个项目。

“东晟·泰丽园”项目开工时间为2010年8月份，2011年5月开盘，预计整个项目竣工验收时间为2013年9月。截止2012年6月30日，完成销售面积90%。

“东晟·泰怡园”项目开工时间为2011年3月份，预计整个项目竣工时间为2014年10月。2012年6月份进入预销售阶段，先行开盘的7#、9#楼已销售80%。

“东晟·和宁楼、祥宁楼”项目开工时间为2011年4月份，2011年12月开盘，项目的竣工时间为2012年3月。

表 4: 2011-2013 年销售计划 (单位: 平方米, 元/平方米)

项目	2011 年		2012 年销售计划		2013 年销售计划	
	销售面积	销售均价	销售面积	销售均价	销售面积	销售均价
东晟·泰丽园			20,000 (住宅)	6,000	10,000 (住宅)	6,200
东晟·泰怡园					20,000 (住宅)	6,000
东晟·和宁楼、祥宁楼			6,900 (住宅)	5,200		
			1,200 (商业)	8,000		
闽东国际城(写字楼, 酒店式公寓)	6,668.28	9,300	7,000	8,000	8,000	8,000
闽东国际城(沿街一层商铺)					5,200	17,000

资料来源: 公司公告

多元化发展, 涉足造船、金融等领域

虽然公司的主营业务是水电, 但是通过分析公司 2009-2011 年利润贡献后发现, 投资收益一直是公司主要的利润来源。尤其是 2011 年, 在水电发电量下降、房地产业务销售面积萎缩的情况下, 投资收益成为公司主要利润来源。

在这其中, 公司参股 32% 的厦门船舶重工又是绝对的主力。但是, 受到国际航运市场持续不景气和经济危机影响, 低附加值的散货轮等传统船型产能过剩, 中小船企受到的打击较大。厦门船舶重工上半年净利润 3043.94 万元, 仅有 2011 年净利润的 20%。寿宁牛头山水电受到今年降水量增加的影响, 经营业绩有较大提升。

表 5: 公司主要参股公司经营业绩 (单位: 万元)

主要参股公司	持股比例	2009 年		2010 年		2011 年		2012 上半年	
		归属净利润	占比	归属净利润	占比	归属净利润	占比	归属净利润	占比
厦门船舶重工股份有限公司	32%	7676	73.94%	7739	85.58%	4951	266.94%	974	25.39%
福建寿宁牛头山水电公司	30%	43.8	0.42%	3413	37.74%	458	24.69%	811	21.14%
福建福宁船舶重工有限公司	30%	88.5	0.85%	-1105.8	-12.23%	-382	-20.60%	81	2.11%
闽投(霞浦)风电有限公司	40%	0		0		-74	-3.99%	-169	-4.41%
宁德市精信小额贷款公司	20%	0		97.4	1.08%	481	25.93%	288	7.51%
闽东电力归属母公司净利润		10381.09		9042.72		1854.70		3835.76	

资料来源: 信达证券研发中心整理

矿业构筑未来希望

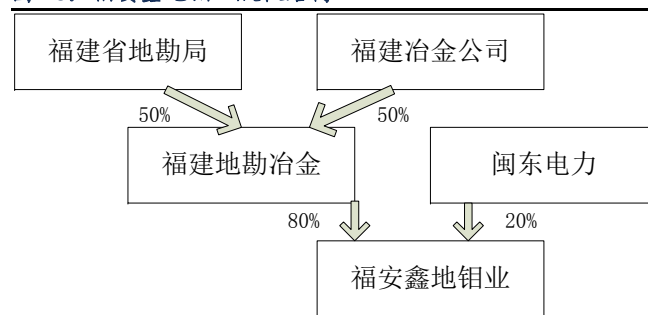
2011年起，公司开始向矿业方向发展。先是合作开发福安赤路钼矿，后成立宁德环三矿业公司。

特钢带动钼金属需求量增长

2011年12月27日，公司与福建省地勘冶金发展有限公司签署《合作开发福安赤路钼矿的意向书》，就合作开发福建省福安鑫地钼业有限公司所享有的福安赤路钼矿，达成合作意向。

2012年7月27日公司以4850万元成功竞得福建省福安鑫地钼业有限公司20%股权。福建省福安鑫地钼业有限公司成立于2009年12月。采矿权于2011年5月26日获得，并已获得福建省发改委项目核准，公司预计2013年将开工建设，2014年建成投产。

图 15: 福安鑫地钼业股权结构



资料来源：公司公告

表 6: 福安鑫地钼业资源储量

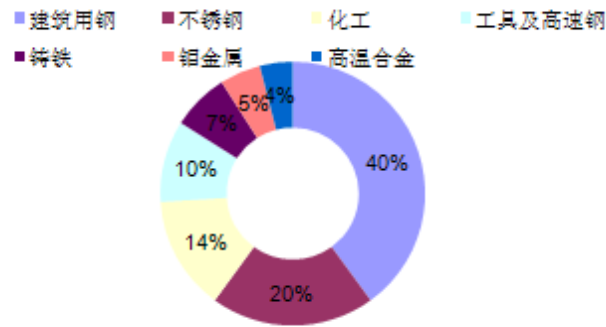
	矿石量(万吨)	钼金属量(吨)	品位
控制资源量	1300.23	15365.61	0.118%
推断资源量	2017.47	22671.17	0.112%
合计	3317.69	38036.78	0.115%

资料来源：公司公告

钼行业与钢铁行业的周期紧密相关。根据国际钼业协会的统计，钼的直接消费需求中约75%来自于钢铁业，被誉为“工业味精”。受益于国内钢铁行业的持续发展，尤其是不锈钢和特种钢领域的快速发展，我国钼消费量一直保持快速增长。

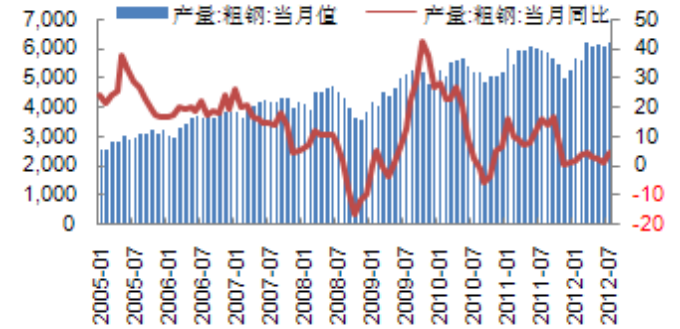
在四万亿投资的刺激下，2009年我国钢铁行业产能迅速恢复。钼消费量也呈现增长态势，并超过西欧成为全球第一大消费国。2011年，我国钼消费量约7.6万吨，比2010年增长约33%。消费量快速增长的同时，钼产量增速略有放缓，近两年我国钼产量基本维持在8万吨左右。

图 16: 钼的下游行业



资料来源: 国际钼业协会, 信达证券研发中心

图 17: 中国月度粗钢产量 (单位: 万吨, %)

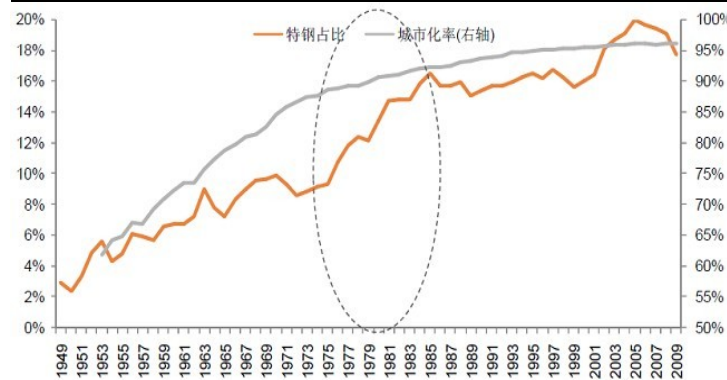


资料来源: wind, 信达证券研发中心

特钢有望成为钼金属消费的主力军。从政策层面上看, 国家将继续加大对钢铁行业产能过剩的调控力度, 但是我们对特钢依然保持乐观。特钢作为被政策重点扶植的七大新兴产业之一, 下游新能源汽车、核电、水电、风电、高速铁路等高端装备制造业的市场规模将不断扩大。从城镇化、工业化进程来看, 当城镇化进程放缓时, 特钢的需求大幅增加。日本 1975 年之前, 城镇化水平每年提高约 1 个百分点, 到 1975 年, 日本城镇化率已高达 88.7%, 之后城镇化进程以放缓的速度进行。而正是在此后的一个阶段中, 特钢在钢铁中的占比快速增加。

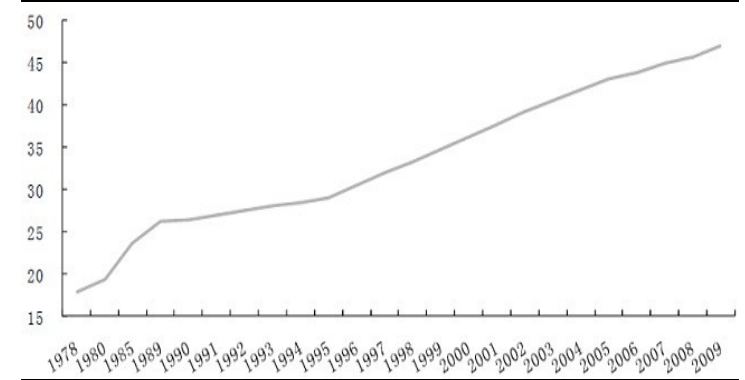
据社科院预计, 我国将在 2013 年左右结束高速城市化进程, 此后城市化步伐放缓。我们认为在城市化进程放缓之后, 特钢在钢铁中的占比将会快速增加, 从而带动钼需求量的增长。

图 18: 日本特钢需求与城市化率



资料来源: 国际钢铁协会协会, 日本钢铁协会

图 19: 中国城市化率 (%)



资料来源: 国家统计局

对黄金价格保持乐观

公司与福建省第四地质大队共同出资设立宁德环三矿业有限公司，公司占注册资本的 70%。地质四队以其持有的四个探矿权通过评估作价和现金的公司出资，占注册资本 30%。由于环三矿业承接的四个矿权均为探矿权，贡献业绩尚需时日。

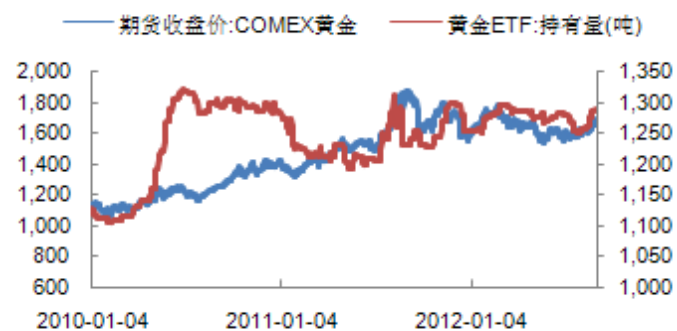
表 7: 评估作价的四个探矿权

	评估价(万元)	探矿权有效期	矿产资源
寿宁县天池银金矿	624.18	2012 年 12 月 31 日	黄铁矿、铜、石墨矿、铅锌银矿以及叶腊石矿、明矾石矿等
屏南县里洋钼矿	82.86	2012 年 08 月 30 日	钼、钨、铁、铜多金属为主
周宁县王宿金矿	78.71	2012 年 08 月 30 日	银、金、钼、钨、铜为主
周宁县周挡金矿	71.68	2012 年 08 月 30 日	以银金矿为主，次为钼钨矿、明矾石矿等

资料来源：公司公告

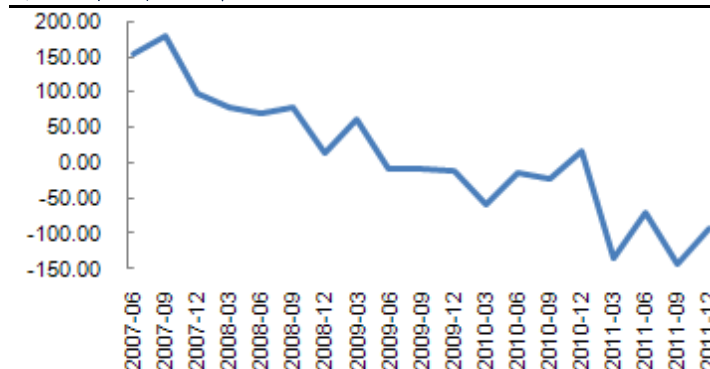
当前，黄金供需缺口依然存在、新兴国家央行黄金储备持续增加、欧洲主权债务危机和美联储预期的量化宽松政策，都将对黄金价格形成支撑。今年以来金价波动很大，但金价的短期波动不改我们对它的长期看好。伴随着下半年中国和印度黄金需求旺季的到来，我们预计 2012 和 2013 年黄金均价 340 元/克和 380 元/克。

图 20: COMEX 黄金价格与 ETF 持仓量 (单位: 美元/盎司, 吨)



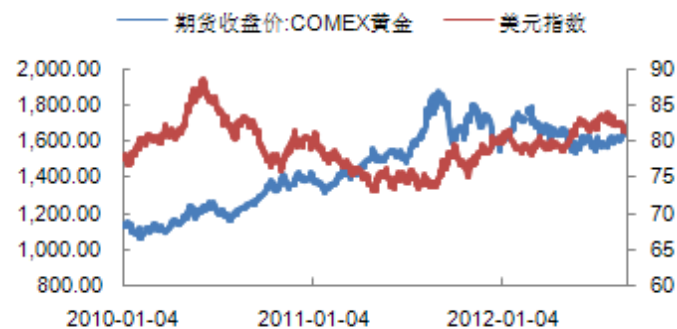
资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 21: 官方售金 (单位: 吨)



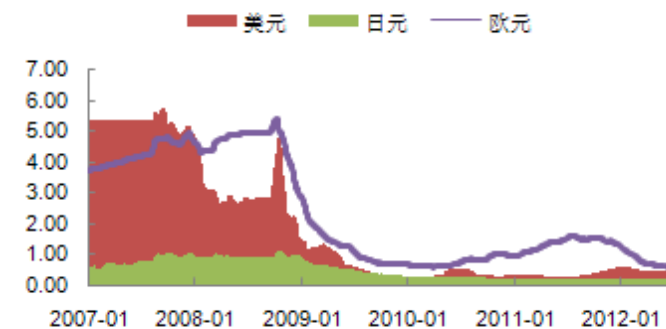
资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 22: 黄金价格与美元指数 (单位: 美元/盎司)



资料来源: wind,信达证券研发中心

图 23: 各主要货币三月期 LIBOR (%)



资料来源: wind,信达证券研发中心

未来矿业整合值得期待

宁德市属火山岩地带,矿产资源丰富,主要矿种有银、铅、锌、钨、钼、铜、稀土、叶腊石、伊利石、钾长岩、饰面用花岗岩等。公开资料(见福建省第四地质大队网站:福建省第四地质大队发展历程回眸)显示,福建省第四地质大队先后探明多处矿产:福安赤路钼矿、福鼎银硃银多金属矿、西朝钼矿、周宁芹溪银铅锌矿、周宁吾凤楼铁钨矿、屏南洋地铅锌矿、屏南罗厝银多金属矿、宁德市蕉城区禅地铜矿、将乐八里桥铅锌矿、寿宁白云岩、铁矿等金属矿,寿宁湖潭叶腊石矿、周宁礼门明矾石矿以及古田鹤塘花岗岩石材矿山、福鼎市白琳玄武岩石材、闽东境内建筑用碎石矿山等非金属矿。

在矿产勘查开发方面,福建省地矿局将优先支持宁德市开展符合产业政策要求的优势矿产资源的勘查开发,整合全局在宁德辖区内现有的矿业权,促进与闽东电力股份有限公司等公司在资本、矿权和技术等多要素合作(见福建省第四地质大队网站:省地矿局与宁德市人民政府联手推进地质工作)。我们预计,此次与福建省第四地质大队共同出资设立宁德环三矿业仅是闽东电力涉足矿业的开始,涉足矿业也符合公司选择“资源性领域作为辅业”的发展战略。

相关假设及盈利预测

基本假设

- 1、2012-2014 年公司水电发电量同比变动 57%、-10%、-6%;
- 2、房地产销售按计划完成,2012 和 2013 年房地产业务营业收入 2.2 亿和 3.3 亿;
- 3、贸易业务毛利率基本稳定。

表 8: 公司各分产品营业收入和毛利率 (单位: 百万元)

		2012 年	2013 年	2014 年
电力	营业收入	448.19	403.37	378.80
	营收增长率	57.35%	-10.00%	-6.09%
	毛利率	50.06%	48.08%	43.86%
房地产	营业收入	221.48	334.40	401.28
	营收增长率	201.65%	50.98%	20.00%
	毛利率	60.85%	60.85%	60.85%
贸易	营业收入	433.83	433.83	433.83
	毛利率	0.67%	0.67%	0.67%
营业收入合计		1103.50	1171.60	1213.91
营业成本占比		67.19%	65.83%	65.96%

资料来源: 信达证券研发中心

我们预计公司 2012-2014 年归属母公司的净利润分别为 1.63 亿元、1.85 亿元和 1.87 亿元, 未来三年净利润增速分别为 781.13%、12.90%和 1.33%, 相应 2012-2014 年的 EPS 为 0.44 元、0.49 元和 0.50 元。受到降水量增多的影响, 公司水电业务 2012 年保持较快增长, 而相对固定的营业成本有助于提升水电业务毛利率。房地产业务在 2012 年和 2013 年将进入主要销售期, 房地产业务近三年毛利率逐年提升, 未来两年仍是公司主要的利润来源。我们看好公司在矿业领域的拓展, 涉足矿业符合公司选择“资源性领域作为辅业”的发展战略。

估值与投资评级

相对估值

我们选取 SW 水电行业公司作为估值参考, 水电行业 2012 年预测市盈率均值 21 倍。鉴于公司向矿业领域转型, 我们给予公司 25 倍 PE 估值, 按照公司 2012 年预测 EPS0.44 元计算, 目标价 11 元, 首次给予公司“增持”评级。

表 9: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000883.SZ	湖北能源	8.20	0.29	0.36	0.41	28	23	20
002039.SZ	黔源电力	15.40	-0.41	0.90	0.97	/	17	16
600131.SH	岷江水电	5.88	0.25	0.32	0.34	24	18	17

600236.SH	桂冠电力	3.40	0.09	0.17	0.25	40	20	14
600310.SH	桂东电力	10.91	0.38	0.62	0.78	29	18	14
600505.SH	西昌电力	8.43	0.50	0.37	0.38	17	23	22
600674.SH	川投能源	6.94	0.38	0.27	0.42	19	26	16
600900.SH	长江电力	6.30	0.47	0.51	0.55	13	12	11
600979.SH	广安爱众	4.15	0.10	0.12	0.14	41	34	29
600995.SH	文山电力	6.08	0.28	0.35	0.38	22	17	16
均值						26	21	18
中值						24	19	16
000993.SZ	闽东电力	9.97	0.05	0.44	0.49	199	23	20

资料来源：闽东电力为信达证券研发中心预测，其余公司采用 wind 一致预期。

注：价格为 2012 年 9 月 12 日收盘价

风险因素

- 1、降水量持续偏少，水电发电量骤减；
- 2、国家对房地产行业调控导致公司地产项目销售不及预期；
- 3、未来矿业整合速度低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	774.38	864.31	1,341.88	1,377.97	1,646.84
货币资金	222.59	266.06	617.40	589.41	789.85
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	46.39	29.10	62.06	65.89	68.27
预付账款	15.32	11.08	51.44	53.51	55.55
存货	478.08	529.01	581.91	640.10	704.12
其他	12.00	29.06	29.06	29.06	29.06
非流动资产	2,012.12	1,936.57	1,975.68	1,935.75	1,894.09
长期投资	422.84	498.16	498.16	498.16	498.16
固定资产	1,225.56	1,118.40	1,056.66	1,029.49	990.45
无形资产	33.73	20.23	15.28	12.08	9.35
其他	329.99	299.78	405.59	396.03	396.13
资产总计	2,786.51	2,800.87	3,317.56	3,313.73	3,540.93
流动负债	675.11	741.47	711.08	766.04	799.67
短期借款	428.00	461.20	511.20	561.20	591.20
应付账款	51.61	47.87	37.22	38.72	40.19
其他	195.51	232.40	162.66	166.12	168.27
非流动负债	492.39	473.62	786.70	549.78	562.86
长期借款	486.09	379.50	442.58	455.66	468.74
其他	6.30	94.12	344.12	94.12	94.12
负债合计	1,167.50	1,215.09	1,497.78	1,315.82	1,362.52
少数股东权益	75.09	69.90	64.26	57.88	51.43
归属母公司股东权益	1,543.91	1,515.88	1,755.53	1,940.03	2,126.98
负债和股东权益	2786.51	2800.87	3317.56	3313.73	3540.93

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	509.44	384.93	1,075.55	1,141.93	1,183.17
同比(%)	1.80%	-24.44%	179.42%	6.17%	3.61%
归属母公司净利润	103.81	18.55	163.42	184.50	186.95
同比(%)	14.80%	-82.13%	781.13%	12.90%	1.33%
毛利率(%)	44.58%	33.59%	32.81%	34.17%	34.04%
ROE(%)	6.96%	1.21%	9.99%	9.98%	9.19%
每股收益(元)	0.28	0.05	0.44	0.49	0.50
P/E	36	201	23	20	20
P/B	2.41	2.45	2.12	1.92	1.75
EV/EBITDA	19.00	29.01	12.33	10.83	10.62

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	509.44	384.93	1,075.55	1,141.93	1,183.17
营业成本	282.34	255.63	722.68	751.74	780.39
营业税金及附加	17.74	21.24	13.87	14.73	15.26
营业费用	3.18	6.47	8.50	9.02	9.35
管理费用	111.33	102.34	122.83	130.41	135.12
财务费用	46.55	53.46	61.39	61.64	65.77
资产减值损失	11.79	-1.09	0.99	0.37	-0.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.55	75.00	68.84	68.84	68.84
营业利润	123.20	21.87	214.13	242.85	246.89
营业外收入	2.92	7.64	3.61	3.74	3.92
营业外支出	5.92	13.99	7.37	9.09	10.15
利润总额	120.20	15.53	210.37	237.50	240.66
所得税	20.73	0.86	52.59	59.38	60.17
净利润	99.47	14.67	157.78	178.13	180.50
少数股东损益	-4.34	-3.88	-5.64	-6.37	-6.46
归属母公司净利润	103.81	18.55	163.42	184.50	186.95
EBITDA	243.90	157.16	399.35	437.27	450.17
EPS(摊薄)	0.28	0.05	0.44	0.49	0.50

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	119.84	100.76	71.93	250.91	258.15
净利润	99.47	14.67	157.78	178.13	180.50
折旧摊销	76.48	87.43	134.03	139.43	145.92
财务费用	47.22	54.21	54.95	60.34	63.59
投资损失	-77.55	-75.00	-68.84	-68.84	-68.84
营运资金变动	-26.65	41.11	-207.61	-59.50	-64.02
其它	0.86	-21.66	1.63	1.36	1.00
投资活动现金流	-77.86	24.54	-28.72	-31.65	-37.20
资本支出	-46.19	-48.12	-97.56	-100.49	-106.04
长期投资	-1.67	0.00	68.84	68.84	68.84
其他	-30.00	72.67	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	3.32	-84.49	308.13	-247.26	-20.51
吸收投资	20.00	10.00	0.00	0.00	0.00
借款	29.57	-73.44	363.08	-186.92	43.08
支付利息或股息	46.25	100.63	54.95	60.34	63.59
现金净增加额	45.30	40.82	351.35	-28.00	200.44

分析师简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作7年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

有色金属/钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
荣华实业	600311	紫金矿业	601899	江西铜业	600362	云南铜业	000878
西部资源	600139	西部矿业	601168	中国铝业	601600	盛达矿业	000603
西宁特钢	600117	方大炭素	600516	云铝股份	000807	锡业股份	000960
东方锆业	002167	厦门钨业	600546	兴业矿业	000426	东阳光铝	600673
新疆众和	600888	中金黄金	600489	闽东电力	000993	山东黄金	600547
盛屯矿业	600711	安泰科技	000969	ST 宝龙	600988	钢研高纳	300034

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。