

明星电力 (600101.SH) 水电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

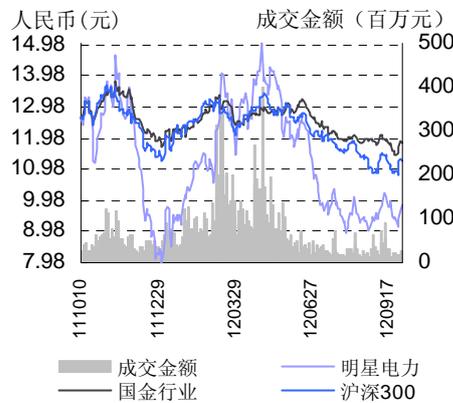
市价(人民币): 9.85元

期待电价上调后四季度盈利改善

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 324.18 |
| 总市值(百万元) | 31.93 |
| 年内股价最高最低(元) | 15.03/7.98 |
| 沪深300指数 | 2270.05 |
| 上证指数 | 2074.42 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.473 | 0.680 | 0.473 | 0.602 | 0.721 |
| 每股净资产(元) | 3.99 | 4.60 | 5.02 | 5.57 | 6.24 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.47 | 0.52 | 0.75 | 0.92 | 1.07 |
| 市盈率(倍) | 28.13 | 13.10 | 20.84 | 16.35 | 13.67 |
| 行业优化市盈率(倍) | 24.67 | 13.82 | 67.94 | 67.94 | 67.94 |
| 净利润增长率(%) | -10.40% | 43.86% | -30.52% | 27.46% | 19.63% |
| 净资产收益率(%) | 11.86% | 14.80% | 9.41% | 10.81% | 11.54% |
| 总股本(百万股) | 324.18 | 324.18 | 324.18 | 324.18 | 324.18 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 今日公司公布2012年三季度业绩快报:

- ◆ 前三季度累计实现营业收入 652.97 百万元, 同比增速为 9.69%; 净利润 110.25 百万元, 同比增速为-46.26%; 扣非后净利润 107.21 百万元, 同比增速为 2.90%; 每股收益 0.340 元。
- ◆ 三季度单季实现营业收入 222.20 百万元, 同比增速为-1.87%; 净利润 50.69 百万元, 同比增速为-13.75%; 扣非后净利润 49.51 百万元, 同比增速为-16.57%; 每股收益 0.156 元。

经营分析

- **三季度业绩略低预期:** 公司三季度业绩略低预期, 其中收入受到宏观经济影响略有下降, 营业利润由于外购电成本和人工成本增加致下滑较多, 并且去年同期由于获得转让黑水冰川电厂带来的投资收益使得当期累计净利润下滑较多。
- **期待电价上调后四季度盈利改善:** 公司已经于9月12日召开了居民生活用电阶梯电价听证会, 目前正在发改委审批过程中, 如果审批通过, 我们认为将对公司的综合售电价有一定的提升, 届时将对公司四季度业绩形成明显改善。
- **全年维持盈利预测不变:** 考虑到若售电价上调, 将显著改善四季度业绩水平, 四季度业绩超预期概率较大, 因此我们仍然维持之前盈利预测不变。

盈利调整

- 不考虑未来出售华西证券股权带来的投资收益前提下, 我们维持之前的盈利预测, 预测公司 2012-2014 年的 EPS 分别 0.473 元、0.602 元和 0.721 元, 目前股价对应 21×12PE 和 16×13PE。

投资建议

- 公司目前股价对应 21×12PE 和 16×13PE, 明显低于目前小水电公司的平均水平, 我们认为公司目前具有一定安全边际, 给予公司传统业务 25×12PE 和 20×13PE, 目标价格 11.83-12.04 元, 在考虑钒资产 3.16 元/股的资产价格, 给予公司目标价 14.99-15.20 元。

相关报告

1. 《安全边际高, 电价上调概率大》, 2012.9.12

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

邬煜 联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

事件：公司公布三季度业绩快报

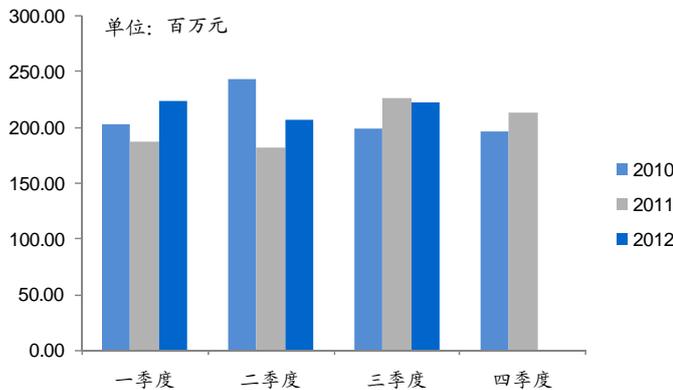
- 今日公司公布 2012 年三季度业绩快报：
 - ◆ 前三季度累计实现营业收入 652.97 百万元，同比增速为 9.69%；净利润 110.25 百万元，同比增速为-46.26%；扣非后净利润 107.21 百万元，同比增速为 2.90%；每股收益 0.340 元。
 - ◆ 三季度单季实现营业收入 222.20 百万元，同比增速为-1.87%；净利润 50.69 百万元，同比增速为-13.75%；扣非后净利润 49.51 百万元，同比增速为-16.57%；每股收益 0.156 元。

我们的分析与点评

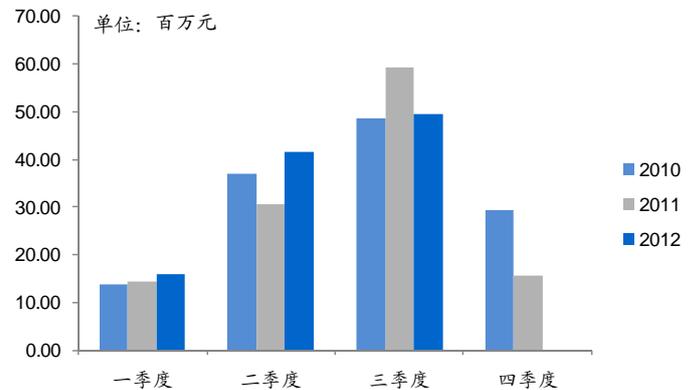
三季度业绩略低预期

- 公司三季度业绩略低预期，其中收入受到宏观经济影响略有下降，营业利润由于外购电成本和人工成本增加致下滑较多，并且去年同期由于获得转让黑水冰川电厂带来的投资收益使得当期累计净利润下滑较多。
 - 三季度收入小幅下滑 1.87%，其中电力、自来水销售较同期有所增长，下滑原因主要是受到国家地产调控政策影响导致自来水和电气安装业务较同期有所减少，拉低了整体的营收水平。
 - 三季度扣非后净利润下滑 16.57%，考虑到今年来水基本和去年持平，自有小水电发电量较同期差别不大，而今年电量总体较同期有所增长导致外购电较同期增加，因此外购电成本和人工成本增加导致了扣非后净利润下滑速度超过收入。
 - 11 年 4 月，公司子公司四川奥深达转让所持黑水冰川水电公司股权，获得投资收益 9928.92 万元，而本期无此项投资收益，因此净利润下滑较多。

图表1：明星电力单季度营业收入



图表2：明星电力单季度净利润（扣非后）



来源：公司公告，国金证券研究所

期待电价上调后四季度盈利改善，全年维持盈利预测不变

- 公司已经于 9 月 12 日召开了居民生活用电阶梯电价听证会，目前正在发改委审批过程中，如果审批通过，我们认为将对公司的综合售电价有一定的提升，届时将对公司四季度业绩形成明显改善。
 - 根据发改委公告的听证内容，将居民月用电量分为三个档次：
 - 1) 居民月用电量 180 度及以下部分，用电价格为现行居民合表用户电价和阶梯电价 1-4 档的平均水平，价格为 0.6436 元/度；

根据一般的审批流程和进度，我们预计审批结果将在 10 月中下旬公布

- 2) 居民月用电量在 180-280 度部分，在第一档电价的基础上，每度加价 0.10 元，价格为 0.7436 元/度；
- 3) 居民月用电量高于 280 度部分，按第二档电价不含基金附加的 1.5 倍执行，价格为 1.0987 元/度。

- 因为目前发改委尚在审批，我们在假设能够通过的基础上，认为在阶梯电价实施后，将对公司的综合售电价带来一定的提升，我们采取中性假设对于综合售电价上调 0.025 元测算其盈利情况。

图表3: 售电价调整对盈利影响的情景分析

| EPS (元/股) | | 售电价上调与EPS情景分析 | | | | |
|--------------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 售电价上调幅度(元/千瓦时) | | | | |
| | | 0.010 | 0.020 | 0.025 | 0.030 | 0.040 |
| 年份 | 2012E | 0.462 | 0.469 | 0.473 | 0.476 | 0.483 |
| | 2013E | 0.555 | 0.587 | 0.602 | 0.618 | 0.650 |
| | 2014E | 0.664 | 0.701 | 0.721 | 0.741 | 0.781 |

来源: 国金证券研究所

- 考虑到若售电价上调，将显著改善四季度业绩水平，四季度业绩超预期概率较大，因此我们仍然维持之前盈利预测不变。
- 不考虑未来出售华西证券股权带来的投资收益前提下，我们预测公司 2012-2014 年的 EPS 分别 0.473 元、0.602 元和 0.721 元，目前股价对应 21x12PE 和 16x13PE。

维持之前投资逻辑

- 公司目前股价对应 21x12PE 和 16x13PE，明显低于目前小水电公司的平均水平，我们认为公司目前具有一定安全边际，给予公司传统业务 25x12PE 和 20x13PE，目标价格 11.83-12.04 元，在考虑钒资产 3.16 元/股的资产价格，给予公司目标价 14.99-15.20 元。

图表4: 明星电力估值表

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | | PE | | |
|--------------|------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 2011A | 2012E | 2013E |
| 600505 | 西昌电力 | 7.94 | 0.504 | 0.160 | 0.210 | 0.350 | 15.75 | 49.63 | 37.81 |
| 600797 | 广安爱众 | 4.18 | 0.147 | 0.114 | 0.188 | 0.188 | 28.44 | 36.67 | 22.23 |
| 600131 | 岷江水电 | 5.28 | 0.254 | 0.330 | 0.380 | 0.380 | 20.79 | 16.00 | 13.89 |
| 600674 | 川投能源 | 7.04 | 0.177 | 0.273 | 0.441 | 0.765 | 39.77 | 25.79 | 15.96 |
| 600886 | 国投电力 | 4.34 | 0.074 | 0.199 | 0.338 | 0.555 | 58.65 | 21.81 | 12.84 |
| 平均市盈率 | | | | | | | 29.98 | 20.55 | |
| 明星电力EPS | | | | 0.473 | 0.602 | 0.721 | | | |
| 采纳市盈率 | | | | | | | 25.00 | 20.00 | |
| 相对估值结果(传统业务) | | | | 11.83 | 12.04 | | | | |
| 钒矿资产每股价值 | | | | | 3.16 | | | | |
| 估值结果 | | | | 14.99 | 15.20 | | | | |

来源: 国金证券研究所注: 注: 盈利预测来自朝阳永续, 收盘价为 10 月 08 日

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 2 | 3 | 7 | 11 | 25 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 5 | 12 |
| 中性 | 0 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.43 | 1.50 | 1.54 | 1.53 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |