

电力行业

报告原因: 研究报告

2010年3月8日

基础数据: 2010年3月8

收盘价(元)	9.37
每股净资产(元)	3.57
资产负债率%	48.86
总股本/流通A股(亿)	3.2/3.2
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座
28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

明星电力(600101)

增持

矾矿开采收益值得期待, 主业稳定增长, 华西证券股权价值不容忽视

公司研究/研究报告

投资要点:

● **收购奥深达, 获得矾矿开采权:** 公司收购四川奥深达资源投资开发有限公司 65.94%的股权, 四川奥深达资源投资开发有限公司的核心资产为持股比例 75%的陕西山阳县杨洼矾矿项目, 已经获得采矿权, 有望于 2011 年产生效益。

● **钒制品受金融危机影响大幅调整, 探底回升有望稳定, 长期依然看好:** 2008 年五氧化二钒价格大幅上涨, 一度上涨到 30 万元/吨的水平, 受金融危机影响, 钢铁需求减少, 五氧化二钒在 2008 年下半年出现大幅下跌, 最低达到 8 万元/吨的水平, 接近成本价格, 随着经济的好转, 目前已经反弹到约 11 万元/吨的水平。我们认为, 随着钢铁需求增加和钢价企稳, 钒制品的价格有望维持稳定, 长期看有上涨的趋势。

● **矾矿业务值得期待, 未来贡献利润可观, 长期潜力巨大:** 据我们根据陕西山阳县杨洼矾矿项目的初步数据测算项目 100%达产后贡献公司每股收益 0.15 元左右。此外需要强调的是我们假设无氧化二钒的价格较为保守, 随着钢铁产业的回暖, 未来可能会超预期上涨, 公司矾矿项目的收益潜力巨大。

● **电网业务将平稳增长。** 电力业务占公司收入比例在 80%左右, 是公司目前利润的核心来源。公司售电量保持稳定 10%左右的增长, 发电量受电源建设的影响难以大幅增长。公司电厂及电网业务主要又母公司经营, 母公司除了电厂及电网的盈利资产外基本没有其他盈利资产, 母公司利润基本可以反映公司电力业务的盈利水平。经我们简单测算, 扣除非经常损益后母公司每股收益在 0.23 元左右, 由于短期公司电力业务增长有限, 在来水稳定情况下公司电力业务贡献收入在 0.23 元左右。

● **天然气及自来水业务可能会受益于未来提价:** 天然气销售和自来水也是公司目前利润的核心来源, 贡献收益均在 0.05 元左右, 将随着经济的发展稳定持续增长, 未来可能会不同程度的收益于提价, 但由于天然气公司自有气源比例仅有 10%左右, 气源提价未来受益有限。

● **华西证券股权价值不容忽视:** 公司持有华西证券 2,773.46 万股, 占华西证券股本 2.74%。华西证券 2009 年实现利润 102,609.39 万元, 每股利润 1.01 元, 给与 20 倍 PE, 每股价格在 20 元左右, 该部分股权价值在 1.7 元/股左右。

● **投资建议:** 公司传统业务的业绩在 0.33 元左右, 考虑到其垄断性以及公司较小的股本, 给与 25 倍 PE, 估值水平在原 8.25 元左右。此外公司持有华西证券的股权粗略测算价值在 1.7 元左右。而收购奥深达公司获取矾矿的开采权, 未来成为公司利润增长的亮点, 随着钢铁需求的回暖, 预计矾矿价格可能还有所回升, 对公司业绩贡献明显, 成为公司价值点之一。综合考虑公司目前的估值并不算贵, 给与公司“增持”的投资评级, 未来钒制品价格上涨将成为公司股价推动因素之一。

● **投资风险:** 由于公司所属电站及本地区的其他中小水电站大部分为径流式电站, 没有调节能力, 发电能力受丰枯季节影响较大; 矾矿未来开采风险, 如矾矿的储量及产量低于预期; 目前公司按照 15%征收所得税, 西部大开发到期后所

请务必阅读正文之后的特别声明部分
所得税可能提高。



目 录

一、收购奥深达，矾矿最大看点	2
矾矿业务值得期待，未来贡献利润可观，长期潜力巨大	2
其它矿产仍存在较大不确定性	5
电缆业务有望实现上下游互补	5
黑冰水电获得稳定投资收益	错误！未定义书签。
二、主营业务稳定增长	6
电网业务经营情况分析	6
万通燃气，贡献稳定投资收益	7
自来水公司贡献收益稳定	8
三、华西证券股权价值不容忽视	9
四、投资建议	9
五、投资风险	9

一、收购奥深达，矾矿最大看点

矾矿业务值得期待，未来贡献利润可观，长期潜力巨大

- **收购奥深达资源投资开发有限公司：**公司2009年收购四川奥深达资源投资开发有限公司65.94%的股权。四川奥深达资源投资开发有限公司的核心资产为持股比例75%的陕西山阳县杨洼钒矿项目。
- **陕西山阳资源优势明显——世界第二，亚洲第一：**近年来，钒矿开发业在山阳县迅速崛起，已探明位居世界第二，亚洲第一，分布于陕西等七个省被称为“黑腰带”的大型钒矿床中，山阳钒金属储量达297万吨，品位达2%，被誉为“黑腰带”上的明珠。
- **钢铁是钒铁的需求的核心来源：**钒具有“现代工业的味精”之称，被广泛应用于钒铁、航天、化工、新型能源等领域。钒在钢铁工业中的消费量占其总量的85%以上，在钢材中添加钒，具有强度高、韧性好、耐腐蚀、易焊接的特点。在结构钢中加入0.1%的钒，可提高强度10%-20%，减轻结构重量15%-25%，降低成本8%-10%。目前世界上钢铁工业的钒消耗强度为50千克/1,000吨，且继续呈现攀升的态势。我国目前钢铁工业中钒消耗强度仅为20-25千克/1,000吨钢左右，未来应用空间巨大。
- **钒制品受金融危机影响大幅调整，探底回升有望稳定，长期依然看好：**2008年五氧化二钒价格大幅上涨，一度上涨到30万元/吨的水平，受金融危机影响，钢铁需求减少，五氧化二钒在2008年下半年出现大幅下跌，最低达到8万元/吨的水平，随着经济的好转，目前已经反弹到约11万元/吨的水平，详见图2-3。我们认为，随着钢铁需求增加和钢价企稳，钒制品的价格有望维持稳定，长期看有上涨的趋势。
- **攀钢钢钒钒制品盈利能力较强：**从目前有矾矿业务的上市公司里看，攀钢钢钒的钒制品的毛利率30%-50%的水平，详见图1，2009年受金融危机影响毛利率严重下滑，目前看五氧化二钒的价格已经回升到较高水平，预计毛利率也基本回升到30%的水平。
- **盈利简单测算：**
 - 1、生产成本8万元/吨
 - 2、保守假设矾矿石的品位为2%
 - 3、无氧化二钒不含税价格2011年10万/吨；2012-2013年价格11万元/吨
 - 4、2011年达产率50%，2012年达产率80%，2013年达产率100%
 - 5、处理矾矿石的产量为30万吨/年

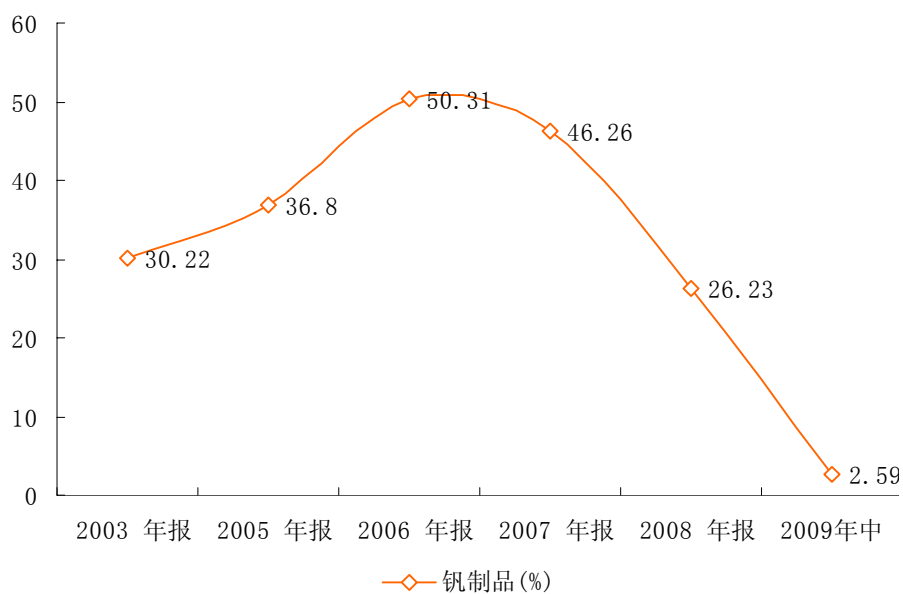
- **盈利预测结果——贡献收益明显：**据我们根据陕西山阳县杨洼钒矿项目的初步数据测算项目100%达产后贡献公司每股收益0.15元左右。由于2011年达产率较低贡献收益较少，将与2012年明显体现收益，详见表1。此外需要强调的是我们假设无氧化二钒的价格较为保守，随着钢铁产业的回暖，未来可能会超预期上涨，公司钒矿项目的收益潜力巨大。

表1：钒矿项目盈利测算

	2011E	2012E	2013E
产能力用率	50%	80%	100%
处理钒矿（万吨）	30	30	30
品位	2%	2%	2%
精钒产量（吨）	3000	4800	6000
精钒不含税价格（万元/吨）	10	11	11
收入（万元）	30000	52800	66000
成本（万元）	24000	38400	48000
毛利率（%）	20.00%	27.27%	27.27%
费用（万元）	5000	5000	5000
利润（万元）	1000	9400	13000
净利润（万元）	750	7050	9750
持股比例	49.46%	49.46%	49.46%
归属母公司利润（万元）	370.91	3486.58	4821.86
每股收益（元）	0.01	0.11	0.15

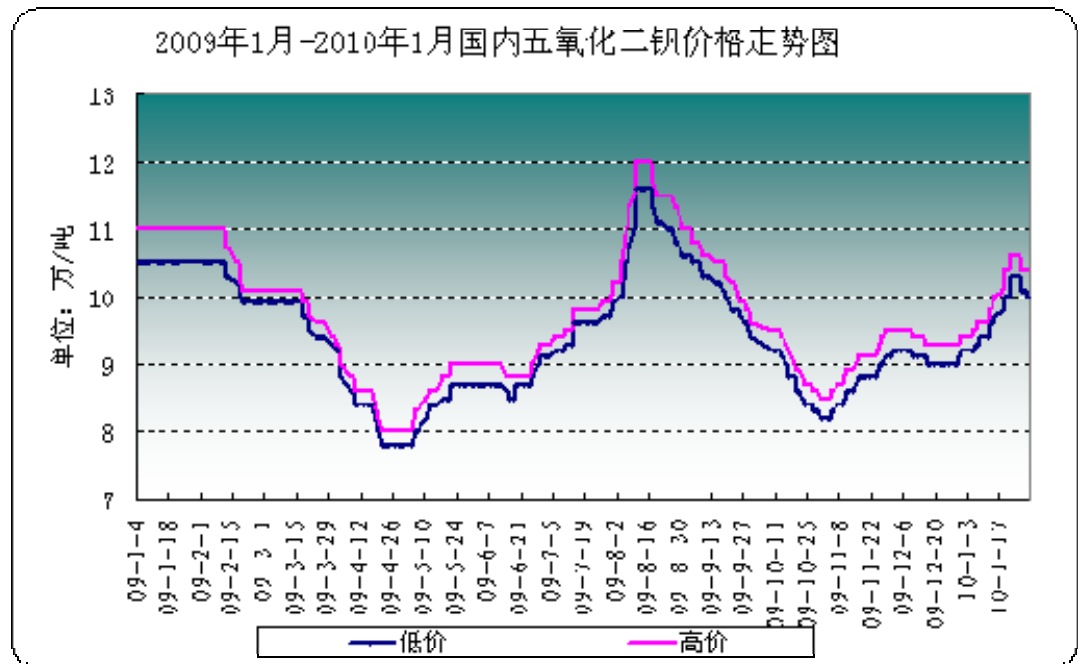
资料来源：山西证券

图1：攀钢钢钒钒业务毛利率水平



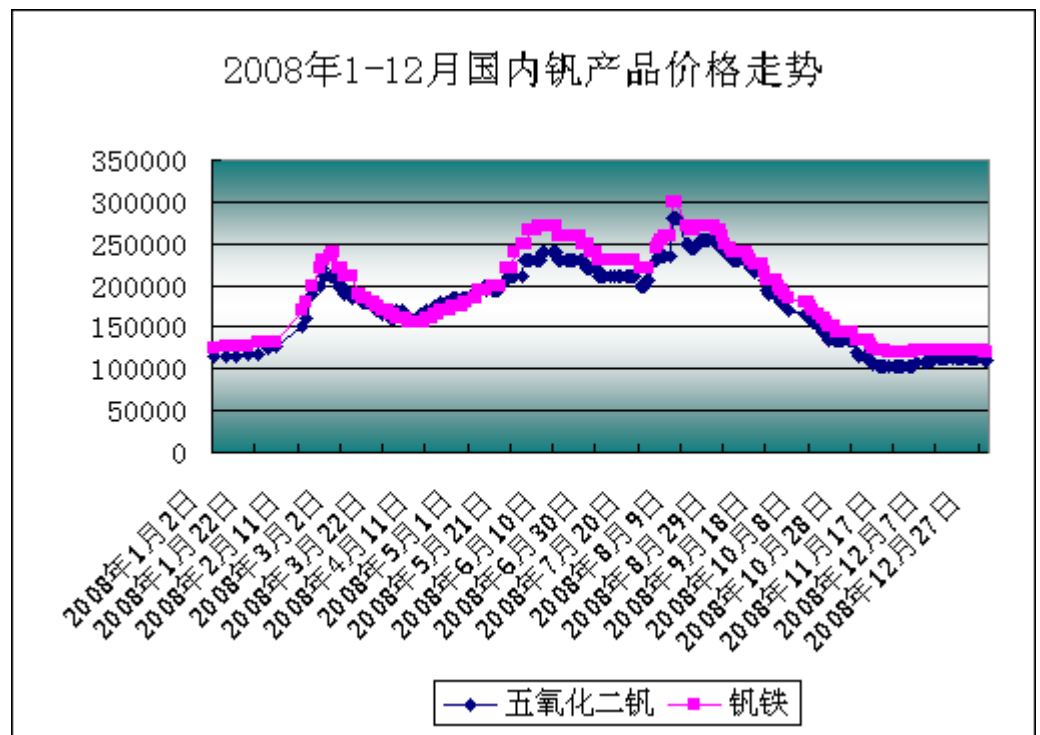
资料来源：Wind

图2：2009年1月-2010年1月国内五氧化二钒价格走势



资料来源：中华商务网

图3：2008年1-12月国内五氧化二钒价格走势



资料来源：中华商务网

其它矿产仍存在较大不确定性

- 奥深达资源投资公司除了拥有陕西山阳县杨洼钒矿的采矿权外，还拥有6项探矿权，详见表2，由于探矿权的矿产仍需要勘探，如若具备开采价值后仍需办理采矿权，公司拥有探矿权的资产仍存在较大不确定性，但未来可能成为利润增长点。

表2：奥深达资源投资公司拥有矿产情况

序号	类别	矿权名称	所属公司
1	采矿权	陕西山阳县杨洼钒矿	陕西金盾公司
2	探矿权	平武县磨河坝铁锰矿	四川汇明公司
3	探矿权	西藏江达县永郎着铅锌矿	奥深达总公司
4	探矿权	新疆且末县铜矿	新疆诺尔公司
5	探矿权	甘孜州巴塘县觉隆锡多金属矿	甘州奥深达润神公司
6	探矿权	白玉县拉龙金银多金属矿	奥深达总公司
7	探矿权	白玉县上也康银多金属矿	奥深达总公司

资料来源：山西证券

电缆业务有望实现上下游互补

- **获得电缆业务准入资格：**公司收购奥深达资源投资公司除了看中其矿产资源为，还看中其电缆业务具有进入市场的准入资格。奥深达资源投资公司旗下四川启翔电力线缆有限公司成立于2006年12月31日。公司分别在绵阳市和彭州市三界镇设立总部及生产厂区，其中，生产厂区占地16亩，建筑面积3000多平方米，拥有十模拉丝机、管绞机、叉绞机等成套生产设备。该公司被选入国家经贸委《第二批全国城乡建设与建造所需主要设备及生产企业推荐目录》。同时，公司还具有《全国工业产品生产许可证》、农业部颁发的《全国质量达标证书》、四川省技术监督局颁发的《推荐产品证书》、四川省电力工业局颁发的《物资协作入网证》和甘肃电力工业局颁发的《机动性电产品入网许加证》等一系列证书，并于2006年11月通过ISO9001国际质量管理认证。目前，公司主要生产10—400mm² 钢芯铝绞线，产品销往四川省电力公司和所属电业局及达州、冕宁、西昌、遂宁、涪陵、泸州等地方电力公司和施工单位，同时还销往甘肃、江西等省电力公司。
- **电缆业务市场有望打开，盈利具有不确定性：**明星电力作为电网企业是电缆的主要需求主体，此外明星电力的大股东四川省电力公司是当地电缆的最主要客户。公司收购具备准入资格的电缆业务有利于依托自身市场优势，公司在该领域也有望获得突破。需要强调的是中低端电缆业务国内竞争较为激烈，受制于上游原材料价格影响，盈利能力较为有限。

二、主营业务稳定增长

电网业务经营情况分析

- **电力业务是公司目前核心业务：**公司集电力发、供于一体，装机容量11.56万千瓦（08年新增过军渡电站2期2.25万千瓦，关停热电机组2.4万千瓦），拥有高低压供电线路7000多公里，覆盖遂宁市近2000平方公里的区域，担负着遂宁市船山区、安居区的工农业生产、人民生活的电力供应任务。电力业务占公司收入比例在80%左右，是公司目前利润的核心来源。
- **售电量持续稳定增长：**09年公司售电量79854.04万千瓦时，同比增长10.67%；近几年公司售电量维持10-15%左右的增速，推动公司业务持续增长，详见图4。随着遂宁地经济的发展，预计未来销售电力继续维持10%-15%的增速。
- **低坝倒塌影响公司自发电量：**2009年公司完成发电量50786.47万千瓦时，同比减少4.93%；主要由于黄连沱拦水低坝倒塌，影响公司龙凤、小白塔两个电站的发电生产，据初步测算，在9-11月的三个月内，两个电站将减少发电量2500万千瓦时。如果不受此影响公司2009年自发电量基本与2008年持平。公司短期没有新投产机组，预计未来自发电量基本维持在2008年的水平，自发电量在55000万千瓦的水平。
- **收购46%甘孜州康定华龙水电投资开发有限公司股权。**09年从岷江水电手中收购了甘孜州康定华龙水利电力46%股权后所带来的苗圃水电站。该电站设计装机容量3万千瓦，总投资1.9亿元，年发电量1.6378亿KWH，年利用小时5459h，目前已经完工80%，预计2010年投产。但由于苗圃水电站不上公司电网，投产后不能降低公司外购电量，将贡献稳定投资收益。由于利用小时较高，投产后未来盈利可观，这将成为公司未来两年电力业务的主要增长点。
- **母公司利润基本反映电网盈利水平。**公司电厂及电网业务主要又母公司经营，母公司除了电厂及电网的盈利资产外基本没有其他盈利资产，母公司利润基本可以反映公司电力业务的盈利水平。经我们简单测算，扣除非经常损益后母公司每股收益在0.23元左右，由于短期公司电力业务增长有限，在来水稳定情况下公司电力业务贡献收入在0.23元左右。

图4：公司售电量及其增速

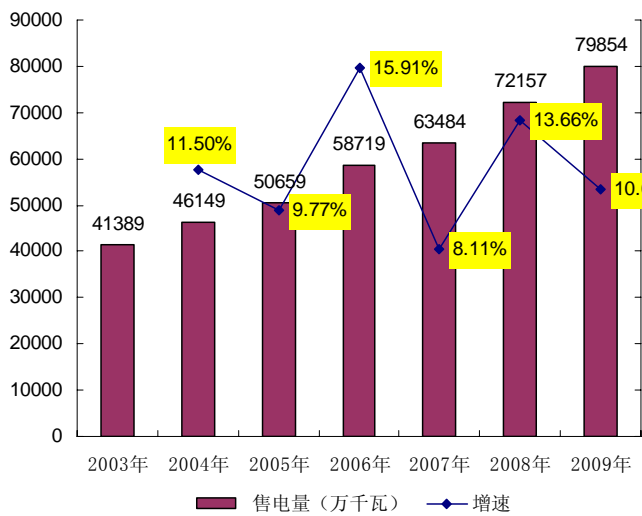
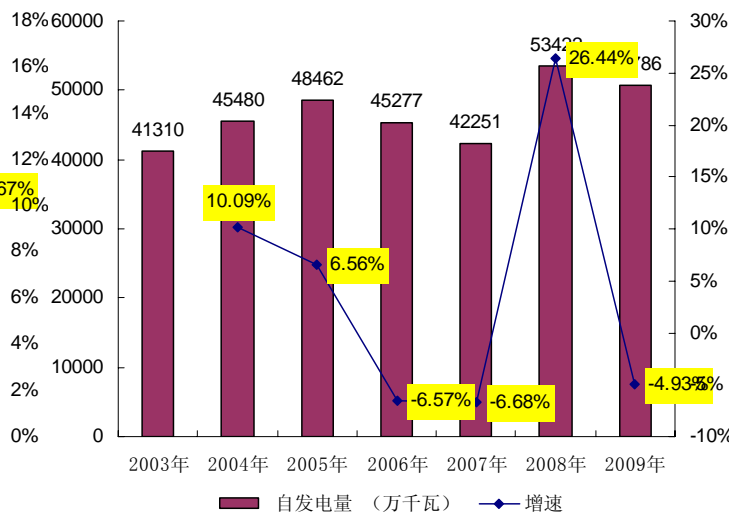


图5：公司自发电量及增速



资料来源：公司公告

万通燃气，贡献稳定投资收益

- **万通燃气基本情况：**四川万通燃气股份有限公司原系本公司下属控股子公司，公司原持有其98.73%的股权。2006年9月20日，为加快该公司开发液化天然气项目，大力发展天然气化工产业的步伐，培育本公司新的利润增长点，向华润燃气定向增发股份6121万股，增资扩股完成后公司持股比例变为49.41%，华润燃气持股比例50.69%。公司目前持有万通燃气股权49.41%，不再合并报表，作为投资收益核算，万通燃气构成公司投资收益的主要来源。
- **贡献稳定收益：**经分析，2009年万通燃气为公司贡献每股收益0.05元，占公司扣除非经常损益净利润的15%左右，对公司业绩有一定的影响。随着当地经济的发展燃气业务将稳定持续增长。
- **小幅收益于天然气价格上涨：**公司自有气源比例较小，占比约10%左右，外购比例较高。未来天然气气源价格上调预期明确，公司将一定幅度受益于气源价格上涨，但幅度较小。

表3：万通燃气08-09年业绩情况

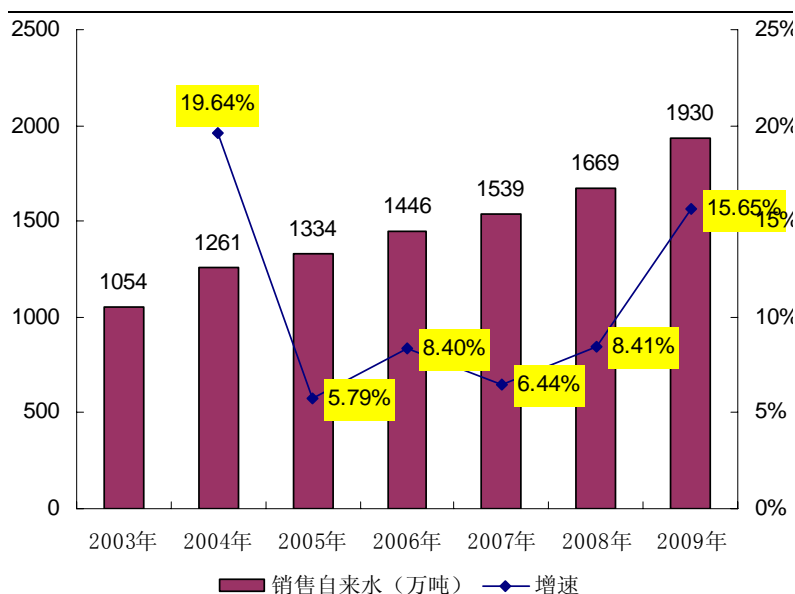
单位：（万元）		本年营业收入	本年净	持股	归属与公司	增厚每股
		总额	利润	比例	利润	收益
四川华润万通燃气 利润贡献情况	2008年	21,347.31	3,042.21	49.41%	1216.88	0.04
	2009年	24,000.60	3,534.93	49.41%	1746.61	0.05

资料来源：山西证券

自来水公司贡献收益稳定

- **贡献稳定收益：**公司全资子公司遂宁市明星自来水有限公司报告期实现收入5670.52万元，实现净利润2011.91万元，剔除非经常损益贡献每股收益约0.05元左右，占公司利润的15%左右。2009年销售自来水1930万吨，近几年增速维持在10%左右的水平，未来仍将维持10%左右的增速。
- **未来将收益于水价上调：**由于公司自来水厂自己生产自来水，如果销售自来水价格上调，公司将直接受益。

图6：公司销售自来水量及其增速



资料来源：山西证券

三、华西证券股权价值不容忽视

- **华西证券股权价值测算：**公司持有华西证券2,773.46万股，占华西证券股本2.74%。华西证券2009年实现利润102,609.39万元，每股利润1.01元，给与20倍PE，每股价格在20元左右，该部分股权价值在1.7元/股左右，详见表4-5。

表4：华西证券股权价值测算

	持股数（万股）	每股价值	合计股权价值（万元）	公司股本	每股价格
项目	2,773.46	20.00	55469.2	3.24	1.71

资料来源：山西证券

表5：华西证券2009年经营业绩

公司名称	营业收入(万元)	归属于母公司所有者的净利润(万元)	股本（万）	每股收益（元）
华西证券	253,187.57	102,609.39	101,311.37	1.01

资料来源：Wind

四、投资建议

- **投资建议：**公司传统业务的业绩在0.33元左右，考虑到其垄断性以及公司较小的股本，给与25倍PE，估值水平在原8.25元左右。此外公司持有华西证券的股权粗略测算价值在1.7元左右。而收购奥深达公司获取矾矿的开采权，未来成为公司利润增长的亮点，随着钢铁需求的回暖，预计矾矿价格可能还有所回升，对公司业绩贡献明显，成为公司价值点之一。综合考虑公司目前的估值并不算贵，给与公司“增持”的投资评级，未来钒制品价格上涨将成为公司股价推动因素之一。

表6：公司各业务贡献收益情况

	电力	自来水供应	天然气	合计
贡献每股收益	0.23	0.05	0.05	0.33

资料来源：山西证券

五、投资风险

- 矾矿未来开采风险，如矾矿的储量及产量低于预期。
- 由于公司所属电站及本地区的其他中小水电站大部份为径流式电站，没有调节能力，发电能力受丰枯季节影响较大。
- 目前公司按照15%征收的税，西部大开发到期后所得税可能提高。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。