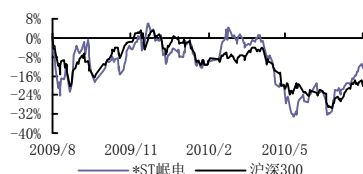


公用事业 - 电力

2010 年 8 月 12 日

市场数据	2010 年 8 月 12 日
当前价格 (元)	5.59
52 周价格区间 (元)	4.41-6.99
总市值 (百万)	2949.13
流通市值 (百万)	2123.84
总股本 (百万股)	504.13
流通股 (百万股)	363.05
日均成交额 (百万)	45.64
近一月换手 (%)	27.09%
第一大股东	阿坝州水利电网资产经营公司
公司网址	http://www.mjsdgs.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
*ST 岷电	13.59%	16.30%	-11.36%
沪深 300	7.67%	1.76%	-19.86%

顾静

执业证书号: S1030209080560

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

分析师申明

本人, 顾静, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

扭亏为盈, 业绩增长点显现

—*ST 岷电 (600131) 2010 年中报分析

评级: 增持

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	381.36	486.11	560.50	644.04
净利润 (百万元)	-57.82	89.13	104.08	126.14
每股收益 (元)	-0.11	0.18	0.21	0.25
净利润增长率%	80.94%	189.13%	16.77%	21.19%
市盈率	-53.18	31.62	26.97	22.77

资料来源: 世纪证券研究所

- **逐步走出地震负面影响, 实现扭亏为盈。**报告期, 公司实现营业总收入 27282.95 万元, 同比增长 63.81%; 实现归属于母公司的净利润 3783.80 万元, 同比增长 149.12%, 实现每股收益 0.075 元。
- **目前公司直属电站除草坡电站外已全部恢复至震前水平, 电网建设已日益完善。**其中沙牌水电站 1 号机组和福堂水电站分别于 2009 年 6 月和 8 月复产, 2010 年将贡献全部业绩。
- **主营业务改善, 自产电明显。**上半年, 公司电力行业整体毛利率为 10.82%, 同比提高 1.77 个百分点, 其中自产电盈利情况改善较为明显, 营业收入占比为 26.81%, 同比提高约 6.5 个百分点, 实现毛利率为 32.97%, 同比提高 33.1 个百分点。
- **业绩增长点显现:**
 - 1) **销售电价上调。**公司所购四川省电力公司电量在本公司供区内的销售终端电价上调 0.0339 元, 从 2010 年 5 月 20 日起执行。根据我们的测算, 公司此次销售电价上调幅度约 13%。
 - 2) **在建水电站将陆续投产。**一颗印二级水电、杨家湾水电、板子沟水电将陆续于 6 月、12 月投产, 预计 2010 年公司将新增权益水电机组 2.4 万千瓦, 2011 年将贡献全部业绩。
 - 3) **参股新津 3000 吨/年多晶硅项目已投产。**预计 2010 年 - 2012 年, 该项目将给公司贡献投资收益约 0.26 亿元、0.42 亿元、0.57 亿元, 预计增厚每股业绩 0.05 元、0.08 元、0.11 元。

- 根据我们的预测, 2010 - 2012 年期间, 公司将实现净利润分别为 0.89 亿元、1.04 亿元、1.27 亿元, 每股收益分别为 0.18 元、0.21 元、0.25 元。对应市盈率分别为 31.62 倍、26.97 倍、22.77 倍。目前与同行业类似公司比较具有一定的估值优势, 另考虑公司还参与小金川流域开发, 预计 2012 年底项目将逐步投产, 有望形成新的业绩增长点。中长期给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 供区用电需求低于预期; 参股水电站、多晶硅项目盈利情况低于预期; 市场系统性风险。

主营改善，扭亏为盈符合预期

由于受 5.12 汶川特大地震灾害影响，公司 2008 年、2009 年连续二年亏损，报告期公司实现扭亏为盈，符合预期。1-6 月，公司实现营业总收入 27282.95 万元，同比增长 63.81%；实现营业利润 3164.39 万元，同比增长 138.31%；实现归属于母公司的净利润 3783.80 万元，同比增长 149.12%，每股收益 0.075 元。

目前公司直属电站除草坡电站外已全部恢复至震前水平，电网建设已日益完善。其中沙牌水电站 1 号机组和福堂水电站分别于 2009 年 6 月和 8 月复产，2010 年将贡献全部业绩。上半年，福堂水电站实现净利润 9788.11 万元，贡献投资收益 3599.59 万元。

主营业务改善，自产电明显。1-6 月，公司直属发电厂完成发电量 23019.69 万 kwh，同比增长 84.69%；完成购电量 80196.10 万 kwh，同比增长 65.42%；完成售电量 99408.02 万 kwh，同比增长 63.88%。公司电力行业整体毛利率为 10.82%，同比提高 1.77 个百分点，其中自产电盈利情况改善较为明显，营业收入占比为 26.81%，同比提高约 6.5 个百分点，实现毛利率为 32.97%，同比提高 33.1 个百分点。

Figure 1 2010 年中期公司财务指标比较 单位：亿元

	20091H	20101H	同比
一、营业总收入	1.67	2.73	63.81%
二、营业总成本	2.09	3.00	44.02%
营业成本	1.52	2.42	58.88%
毛利率	8.65%	11.40%	2.75%
营业税金及附加	0.01	0.01	92.32%
销售费用	0.02	0.02	22.37%
管理费用	0.19	0.22	14.47%
财务费用	0.28	0.26	-7.67%
资产减值损失	0.06	0.07	8.75%
期间费用	0.50	0.51	2.03%
三、投资净收益	-0.41	0.5924	246.07%
四、营业利润	-0.8261	0.3164	138.31%
营业外净收支	-0.01	0.05	419.71%
五、利润总额	-0.84	0.36	143.07%
减：所得税	-0.07	-0.02	76.48%
六、净利润	-0.77	0.38	149.12%
归属于母公司所有者的净利润	-0.7703	0.3784	149.13%
七、基本每股收益(元)	-0.153	0.075	149.12%

资料来源：公司中报、世纪证券研究所

业绩增长点显现

销售电价上调

2010 年 6 月 17 日，公司所购四川省电力公司电量在本公司供区内的销售终端电价，**即按现行电价标准每度电顺加 0.0339 元，不实行丰枯、峰谷浮动幅度。**以上临时调整电价从 2010 年 5 月 20 日起执行。根据我们的测算，公司此次销售电价上调幅度约 13%。

在建水电站将陆续投产

2010 年，一颗印二级水电、杨家湾水电、板子沟水电将陆续于 6 月、12 月投产，**预计 2010 年公司将新增权益水电机组 2.4 万千瓦**，2011 年将贡献全部业绩。

Figure 2 2010 年公司在建水电站情况

在建水电站	总装机容量 (万千瓦)	权益比例	预计投产时间
金川杨家湾水电站	3 × 0.63	98%	2010 年 12 月
一颗印一级	2 × 0.2	55%	/
九加一水电站 一颗印二级	3 × 0.32		2010 年 6 月
板子沟水电站	0.4	51%	2010 年 12 月

资料来源：公司中报、世纪证券研究所

注：板子沟水电站装机容量根据投资额估算。

参股多晶硅项目投产

根据公司中报显示，公司参股新津 3000 吨/年多晶硅项目已投产。其中公司出资比例为 14%，保定天威保变电气股份有限公司（天威保变公司）出资比例为 51%。**预计 2010 年 - 2012 年，该项目将给公司贡献投资收益约 0.26 亿元、0.42 亿元、0.57 亿元，增厚每股业绩 0.05 元、0.08 元、0.11 元。**

盈利预测及投资评级

主要假设条件：

- 1、2010 - 2012 年，公司供区售电量增速分别为 10.6%，12%、13%。
- 2、公司所购四川省电力公司电量在本公司供区内的销售终端电价按照上调后计；
- 3、投资收益：

- 1) 2010 - 2012 年，福堂水电站盈利情况恢复至地震前 80%、90%、95%；黑水冰川水电站盈利情况恢复至地震前 70%、85%、

95%水平。

2) 2010-2012 年, 参股多晶硅项目产能利用率分别为 50%、80%、100%, 多晶硅现货价格为 420-450 元/公斤。

根据我们的预测, 2010-2012 年期间, 公司将实现净利润分别为 0.89 亿元、1.04 亿元、1.27 亿元, 每股收益分别为 0.18 元、0.21 元、0.25 元。对应市盈率分别为 31.62 倍、26.97 倍、22.77 倍。目前与同行业类似公司比较具有一定的估值优势, 另考虑公司还参与小金川流域开发, 预计 2012 年底项目将逐步投产, 有望形成新的业绩增长点。中长期给予公司“增持”评级。

Figure 3 2010-2012 年公司盈利预测

单位: 亿元

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3.81	4.86	5.46	6.17
二、营业总成本	4.52	5.26	5.72	6.42
营业成本	3.45	4.22	4.60	5.19
毛利率	9.56%	13.26%	15.83%	15.88%
营业税金及附加	0.02	0.02	0.03	0.03
销售费用	0.04	0.05	0.05	0.06
管理费用	0.53	0.49	0.52	0.59
财务费用	0.51	0.49	0.52	0.56
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
三、投资净收益	0.03	1.29	1.37	1.59
四、营业利润	-0.67	0.89	1.11	1.33
营业外净收支	0.22	0.05	0.00	0.00
五、利润总额	-0.45	0.94	1.11	1.33
减: 所得税	0.12	0.05	0.07	0.09
六、净利润	-0.58	0.89	1.04	1.24
归属于母公司所有者的净利润	-0.58	0.89	1.04	1.24
七、基本每股收益(元)	-0.11	0.18	0.21	0.25

资料来源: wind 资讯、世纪证券研究所

风险提示

- 1) 供区用电需求低于预期;
- 2) 参股水电站、多晶硅项目盈利情况低于预期;
- 3) 市场系统性风险。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.