



公用事业 - 电力生产与供应
Utilities - Electric Utilities

2010 年 12 月 20 日

发行概况

当前价格(元)	7.86
52 周价格区间(元)	4.26 ~ 9.36
总市值(百万)	3962.42
流通市值(百万)	2853.57
总股本(万股)	50413
流通股(万股)	36305
日均成交额(百万)	56
近一月换手(%)	31.05
Beta(2 年)	1.21
第一大股东	阿坝州水电网资产经营公司
公司网址	www.mjsdgs.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
*ST 岷电	-0.5	-69.5	-69.5
沪深 300	0.0	11.2	-6.3

相关报告

陈光明 黎国栋(协助)

+86 755 83025696

ligd@jyzq.cn

执业证书编号:

陈光明: S0370210100001

黎国栋: S0370110080074

*ST 岷电 (600131) 调研报告

——凤凰涅槃，扭亏摘帽重塑形象

评级: 增持

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	381.36	514.73	691.05	906.89
增长率(%)	-8.59	34.97	34.25	31.23
归属母公司股东净利润(百万元)	-57.71	115.63	146.76	186.21
增长率(%)	-80.98	-300.35	26.93	26.88
每股收益-摊薄(元)	-0.11	0.23	0.29	0.37

我们近日调研了公司，与公司管理层就目前经营情况和未来的发展进行了交流。

- **受灾水电站的全面修复改善公司正常经营，新建水电站投产提升公司业绩。** 公司主要业务是阿坝州区域的电力生产和销售，受“5.12”地震的影响公司水电站遭到破坏，收入大幅萎缩。今年下庄电站、沙牌电站、铜钟电站等电站相继修复并恢复到正常的发电状态，经营情况明显改善。2011 年草坡电站的修复和杨家湾电站、一颗印电站、板子沟电站的投产则成为重要利润增长点，预计将增加盈利 2900 万元。
- **阿坝州丰富的锂矿等矿产资源有望引发投资热潮，由此带来的用电需求增长将大量提高公司的售电收入。** 公司所在的阿坝州矿产资源丰富，其中锂辉石矿资源已探明锂矿储量 5057 万吨，居全国第二位。随着国内锂电池产业的兴起，阿坝州必将吸引大量资本流入，预计“十二五”期间 GDP 增速将超过 30%。矿产资源的开发属于高耗能产业，用电需求高，公司供电量有望大幅增长。
- **参股 14%的天威四川硅业项目技术先进、生产成本低，将成为公司未来重要的利润增长点。** 天威四川硅业多晶硅产能 3000 吨，2010 年 6 月正式投产，预计今年产量为 1500 吨，2011 年达产。由于四川水电优势及技术改良，我们测算达产后成本仅为 33 美元/公斤，低于行业平均水平，预计 2010 年、2011 年可实现权益收益 252 万元和 3780 万元。
- **公司发布 2010 年报后将实现扭亏摘帽。** 公司三季报实现归属于母公司所有者的净利润 5,175 万元，扣除非经常性损益后的净利润为 1,954 万元。今年扭亏将没有悬念，年报公布后可实现摘帽，有助于市场加深对公司价值的认识。
- **投资建议：给予公司“增持”评级。** 我们预计公司 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.29 元、0.37 元，按目前价格计算 PE 为 34 倍、27 倍、21 倍，在同类含电网资产的水电类上市公司中估值偏低，给予“增持”评级。
- **风险：地震、泥石流等自然灾害风险、终端电价下调风险**

水电站的修复和投产改善公司业绩

1、公司控股参股的水电站选址好，盈利能力强

公司主要业务是负责阿坝州区域内的电力生产和销售，因此主要收入来源是售电收入。四川省电力公司持有公司 23.91% 的股权，是公司控股股东及实际控制人。公司销售的电力来源于自有水电站的发电量以及向控股股东四川省电力公司采购的电量。

公司电力销售业务主要通过公司在阿坝州区域内的电网资产完成，公司拥有 5 座 110kV、4 座 35kV 变电站，7 条 110kV，5 条 35kV 输电线路，总长超过 600 公里。

公司在阿坝州内还有 4 个全资控股的小型水力发电站，总装机容量达到 15.1 万千瓦。4 个水电站选址都较好，单位造价低，发电小时数高达 6000 小时，显著高于行业平均的 4000 小时，因此盈利能力很强。

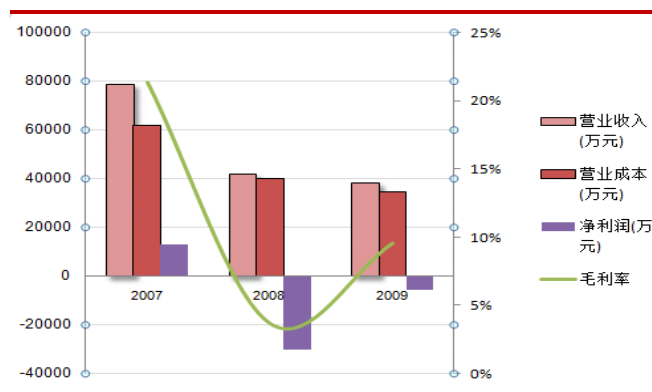
公司另外还参股了福堂水电站和黑水冰川水电站两个水电站，分别持有 40% 和 31% 的股权，权益装机 16.88 万千瓦。尽管参股的两个水电站不在公司的供电区域，但两个水电站的发电量都较稳定，经济效益良好，每年均为公司贡献丰厚的投资收益。

图表 1 公司控股参股的水电站 单位：万千瓦

项目	装机容量	股权比例	权益装机	备注
1 下庄电站	1.2	100%	1.2	正常运营
2 沙牌电站	3.6	100%	3.6	正常运营
3 草坡电站	4.6	100%	4.6	预计 2011 年上半年修复
4 铜钟电站	5.7	100%	5.7	正常运营
小计			15.1	
5 福堂水电站	36	40%	14.4	正常运营
6 黑水冰川水电站	8	31%	2.48	正常运营
小计			16.88	
合计			31.98	

资料来源：公司公告、金元证券研究所

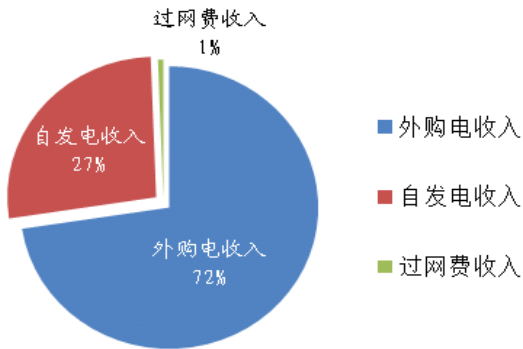
图表 2 公司营业收入、营业成本与毛利率情况 单位：万元



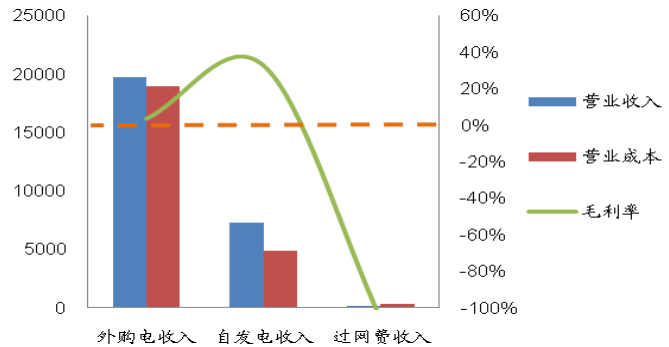
资料来源：公司公告、金元证券研究所

公司自有水电站的发电量通过公司在阿坝州内的电网销售，毛利率高达 32.85%。但目前自发电量占售电量比例仅为 23%左右，自发电量不足部分则需要向省电力公司采购，并从中赚取购售电差价。但购售电业务价差较小，毛利率很低，盈利能力不强。今年 5 月 20 日，阿坝州物价局临时调整公司所购四川省电力公司电量的销售终端电价，按现行电价标准每度电顺加 0.0339 元，公司购售电业务的盈利情况才得到改善。

图表 3 公司售电收入构成



图表 4 各收入结构的盈利情况 单位：万元



资料来源：公司公告、金元证券研究所

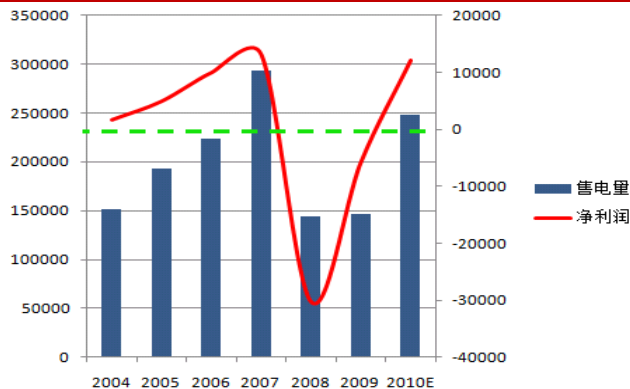
资料来源：公司公告、金元证券研究所

受到 2008 年“5.12”地震的影响，公司自有水电站遭到不同程度的破坏，公司 2008、2009 两年发电业务大幅萎缩，需要大量从四川省电力公司采购电量，盈利能力大幅下降。另一方面，地震还损毁了阿坝州的大量工业企业，导致区域内的用电需求大幅下降，公司售电收入大幅减少，以致出现连续两年亏损，被交易所实施带退市警示的特别处理，股票简称变更为“*ST 岷电”。

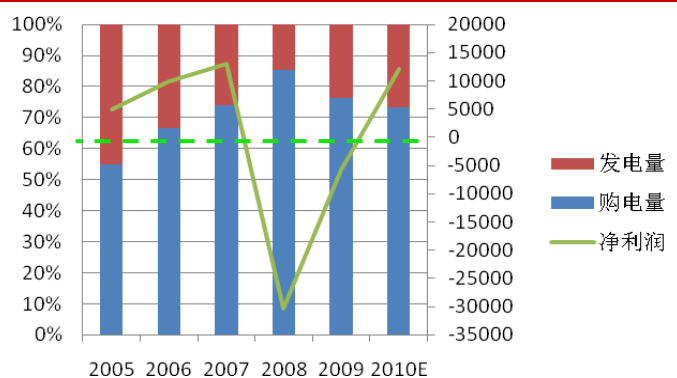
由于自发电业务毛利率远高于购售电业务，公司毛利率水平受自发电量的影响很大。如公司自发电量占比能得到提高，则毛利率水平将得到明显提高。

今年以来，公司下庄电站、沙牌电站、铜钟电站等电站相继恢复到正常的发电状态，自发电量比例增加，公司经营情况得到改善。

图表 5 公司售电量与净利润情况 单位：万元



图表 6 公司自发电量购电量比例与盈利情况比较



资料来源：公司公告、金元证券研究所

资料来源：公司公告、金元证券研究所

草坡电站是公司唯一还未完成修复的电站，该电站是公司的主力电站之一，占自有电站装机的 30%，对于提高公司自发电量有重要意义。我们预计公司的草坡电站将在 2011 年上半年完成修复工作，如能在 2011 年 5~6 月汛期来临前投产，由于三季度为水电站主要收益期，则 2011 年仍可实现正常盈利的 60%~70%，我们测算 2011 年草坡电站可实现盈利 2000 万元。

2、杨家湾电站、一颗印电站和板子沟电站的投产将成为 2011 年的重要利润增长点。

公司目前新建项目有三个水电站，分别是持股 98% 的杨家湾水电、持股 55% 的一颗印电站和持股 51% 的板子沟电站，合计权益装机为 2.8 万千瓦。

这三个水电站正处于项目建设的最后阶段，目前已完成建设进度的 90%，预计将于 2011 年上半年建成。三个水电站如能在 5~6 月汛期来临前投产，投产当年即可实现盈利，增厚公司业绩。

我们根据项目投资情况、设计发电量等进行测算，预计 2011 年三个新建的水电站项目可实现盈利 900 万元。

图表 7 公司在建水电站情况 单位：万千瓦

项目	装机容量	股权比例	权益装机	备注
1 杨家湾电站	1.89	98%	1.85	预计 2011 年上半年投产
2 一颗印电站	1.36	55%	0.75	预计 2011 年上半年投产
3 板子沟电站	0.4	51%	0.20	预计 2011 年上半年投产
合计			2.80	

资料来源：公司公告、金元证券研究所

阿坝州丰富的锂矿等资源将推动区域经济和用电需求增长

公司所在的阿坝州矿产资源丰富，有锂、金、铝、电石等优势矿种。其中锂辉石矿资源目前已探明锂矿储量（矿石量）5057 万吨，居全国第二位，远景储量 1 亿吨以上。随着国内锂电池产业的兴起，阿坝州丰富的锂矿资源必将吸引大量资本流入，带动区域经济的快速发展。

阿坝州委、州府已提出“十二五”期间大力发展包括新能源锂产业等六大重点产业。在新能源锂产业方面，规划以基础锂盐及锂系列产品加工向新能源锂工业发展，将锂产业培育为阿坝州的重点优势产业。规划的核心是：合理、有序、逐步扩大优势锂矿资源开采的规模，近期形成 2 万吨基础锂盐加工生产能力，“十二五”期间实现基础锂盐产能 3~5 万吨；扩大和延伸锂产业链，大力开发和发展附加值高、市场竞争力强的锂系列加工

产品；打造国内最大的锂盐生产和锂系列产品加工基地，形成中国的“锂谷”。

阿坝州的锂辉石矿主要分布在马尔康、金川两县境内，资源平均品位为 1.2~1.6%。阿坝州锂产品生产企业主要由四川省阿坝州闽锋锂业有限公司、阿坝广盛锂业有限责任公司、四川国理锂材料公司等多家锂盐生产企业组成。其中，闽锋锂业与广盛锂业主要是从事上游基础锂盐（碳酸锂、氢氧化锂）产品的生产，四川国理主要是依托于广盛锂业与闽锋锂业的基础锂盐，对下游锂产品进行深度加工，形成了一定的产业链。

图 8 阿坝州主要锂盐产能及扩张计划 单位：吨

公司	广盛锂业	闽锋锂业	四川国理
现有产能	5000	3000	1000
远景产能	10000	11000	3000
主要产品	基础锂盐	基础锂盐	锂盐深加工

产品包装



资料来源：金元证券研究所

阿坝广盛锂业有限责任公司是由原国有企业阿坝锂盐厂改制而成的民营企业，主要产品是单水氢氧化锂和碳酸锂，年生产能力为 3000 吨。公司计划在 2010 年年底达到 8000 吨锂盐的产能，2011 年达到 1 万吨锂盐的产能。

阿坝州闽锋锂业有限公司是依托马尔康地拉秋矿山，进行锂辉矿开采选矿并加工生产氢氧化锂、碳酸锂及锂系列产品的高新技术企业。主要产品有：单水氢氧化锂、氯化锂、电池 A 级单水氢氧化锂、电池级碳酸锂、工业级碳酸锂。公司年产 3000 吨氢氧化锂、碳酸锂。公司计划 2011 年建成马尔康地拉秋矿山年产 10 万吨锂精矿生产线，还将再新建一条年产 8000 吨基础锂盐生产线，2012 年形成 11000 吨基础锂盐的生产能力。

四川国理锂材料有限公司是从事基础锂盐深加工研发和生产的公司，是四川省唯一一家批量生产电池级锂盐系列产品的企业。公司由阿坝州基础锂盐企业如广盛锂业等公司提供基础原料进行深度加工，拥有多条锂铯盐系列产品生产线。公司目前生产能力为年产 1000 吨，公司今年进行

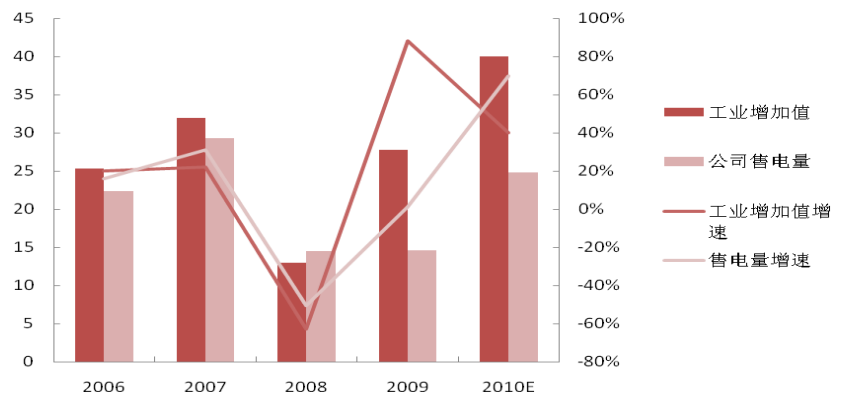
了年产 2000 吨电池级锂盐技改项目，2011 年产能将达到 3000 吨。

锂、铝、电石等矿产资源都属于高耗能产业，这些矿产的开发需要消耗大量的能源，而公司四川省水电资源丰富，也正好为这些矿产资源的开发提供了良好的条件。因此，阿坝州有望成为未来的投资热土，吸引大量的资金来开发建设，这必将大幅提升阿坝州的经济水平，也大幅提高阿坝州的用电需求，导致公司售电量大幅增长。

由于阿坝州目前工业并不发达，加上“5.12”地震造成的巨大损失，导致目前 GDP 水平偏低。“十二五”期间是新兴产业快速发展的黄金时期，阿坝州有望在“十二五”期间得到资金的大量投入而实现高速发展，国民总产值特别是工业增加值将实现高速增长。我们认为，阿坝“十二五”期间 GDP 的主要增量来自工业的快速发展，预计工业总产值的复合增长率将超过 30%，这也意味着公司售电量也增长也将实现快速增长，年增色增速超过 30%。

假设公司售电量年均增速为 30%，公司的售电收入也将实现每年 30%的增幅。按公司目前 10%的购售电毛利率测算，2011 年公司净利润可增加约 2000 万元。

图表 9 阿坝州历年工业增加值与公司售电量比较 单位：亿元、亿千瓦时



资料来源：公司公告、金元证券研究所

参股 14%的天威四川硅业将成为公司新的利润增长点

天威四川硅业位于成都市新津县，项目总投资 27 亿元，年产多晶硅 3000 吨。项目于 2009 年 8 月试产，2010 年 6 月正式投产，预计 2010 年产量为 1500 吨，2011 年达产。一期项目达产后，公司还将启动二期工程 3000 吨的扩建项目，将有望在 2011 年实现试产。

由于天威四川硅业的技术人员都是从国内多晶硅的元老级企业新光

硅业过来的，因此采用的生产工艺和技术进行了大量的优化和改良，生产能耗在新光硅业的基础上大幅减少，加上四川省低廉的水电成本优势，天威四川硅业的多晶硅生产成本显著低于同行业企业。

我们测算，该项目达产后成本在 33 美元/公斤左右，远低于新光硅业的 50 美元/公斤和行业平均的 40 美元/公斤水平，因此产品竞争优势明显，项目盈利能力强。

按今年预计产量 1500 吨测算，该项目可实现盈利 1800 万元。公司参股天威四川硅业 14% 的股权，按公司权益计算的净利润为 252 万元。2011 年项目生产正常后，产量将大幅提高到设计产能，盈利得到大幅提升，预计可实现盈利 2.7 亿元。按公司权益计算的净利润为 3780 万元。

但由于公司仅占天威四川硅业 14% 的股权，因此采用成本法进行核算，按权益计算的净利润无法体现在投资收益中。天威四川硅业今年刚刚正式投产，财务费用还很高，同时 2011 年项目仍有二期 3000 吨的扩建工程计划，资金压力在未来可预见的一段时间内都很大。因此我们预计天威四川硅业三年内难以实施分红，项目的盈利暂时无法体现在公司盈利中。

但是，由于多晶硅产能的市场关注度很高，同时天威四川硅业技术先进、盈利能力强，在多晶硅行业内有很大的影响力。因此，公司持有的天威四川硅业股权市场价值很高，市场无法忽视会充分挖掘，公司的价值会体现在价格中。

发布 2010 年报后公司将实现扭亏摘帽

根据公司三季报披露，2010 年 1~9 月公司实现归属于母公司所有者的净利润 5,175 万元，扣除非经常性损益 3,221 万元后的净利润为 1,954 万元。

根据上海证券交易所上市规则 9.2.4 款，上市公司最近年度财务状况恢复正常、审计结果表明财务状况异常已消除，并满足两个条件（1）主营业务正常运营、（2）扣除非经常性损益后的净利润为正值，可申请撤销特别处理。

我们测算，公司 2010 年全年将实现盈利 1.1 亿元，实现扭亏为盈，符合上海证券交易所关于退市警示 ST 股票摘帽的规定，因此我们认为公司在发布 2010 年度报告后摘帽是没有悬念的。公司因 2008 年“5.12”地震被上海证券交易所实施特别处理，逐渐被市场忽略。公司扭亏摘帽成功后，市场有望重新认识到公司的投资价值。

投资建议

综合上述情况测算，我们预计公司10年、11年、12年的EPS分别为0.23元、0.29元、0.37元，按目前价格计算PE为34倍、27倍、21倍，在同类含电网资产的水电上市公司中估值偏低，给予“增持”评级。

图表 10 利润表预测 单位：百万元、元/股、百万股

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	417.20	381.36	514.73	691.05	906.89
减：营业成本	401.90	344.90	415.73	527.98	675.81
营业税金及附加	1.32	1.94	2.64	3.54	4.64
销售费用	4.33	4.47	3.86	5.18	6.80
管理费用	46.99	52.85	37.58	58.74	84.34
财务费用	61.38	51.07	54.04	68.64	72.07
资产减值损失	39.82	-3.10	6.50	0.00	0.00
加：投资收益	-39.63	3.42	111.59	119.79	129.66
二、营业利润	-178.17	-67.36	105.98	146.76	192.88
加：营业外收支	-163.53	22.15	8.00	0.00	0.00
三、利润总额	-341.70	-45.21	113.98	146.76	192.88
减：所得税	-38.28	12.50	-1.65	0.00	6.67
四、净利润	-303.42	-57.71	115.63	146.76	186.21
归属于母公司净利润	-303.42	-57.71	115.63	146.76	186.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
五、EPS	-0.60	-0.11	0.23	0.29	0.37
六、总股本	504	504	504	504	504

资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~ -15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.