



*ST 梅雁 (600868):

逐步摆脱债务压力 快速发展尚需时日

公用事业-电力

评级: 中性

分析师

张晓霞

电话: 0755-83716754

邮件: zhangxx@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师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。

相对沪深 300 表现



市场数据

2009. 2. 4

当前价格 (元)	2.43
52 周价格区间 (元)	1.65-6.64
总市值 (百万)	4612
流通市值 (百万)	4354
总股本 (万股)	189814
流通股 (万股)	179178
日均成交额 (百万)	-
近一月换手 (%)	8.75%

财务数据

2008Q3

毛利率	31%
净利率	106%
净资产收益率	24.81
总资产收益率	9.48%
资产负债率	58%
现金分红收益率	-
市盈率	19.24
市净率	1.98

ST 梅雁: 广东省较大的民营水电上市公司

公司是以水力发电为主业的水电能源类上市公司, 是广东省内较大的民营水电上市公司。公司先后在广东梅州及广西柳州等两个地区投资建造了 9 个水电站, 电站总装机容量曾达到 54.2 万千瓦。公司旗下广西柳州红花水电公司投资建设的红花水电站装机容量达 23.1 万千瓦, 但 2008 年 6 月, 公司将持有的红花水电公司的 96.47% 的股权以 12.3 亿元价格转让给了中广核能源开发公司 (中广核集团子公司)。转让后, 公司的水电装机容量为 31.1 万千瓦。

公司的水电站如下表:

表 1 梅雁公司水电装机容量一览

电站	装机容量	机组数量	地点
红花水电站 *	23 万千瓦	6×3.834KW	广西
古顶水电站	8 万千瓦	4×2KW	广西
大浦水电站	9 万千瓦	3×3KW	广西
单竹窝水电站	3.34 万千瓦	4×0.85KW	广东
三龙水电站	2.4 万千瓦	2×1.2KW	广东
丙村水电站	2 万千瓦	2×1.0KW	广东
坝头水电站	1.8 万千瓦	3×0.6KW	广东
龙上水电站	2.5 万千瓦	2×1.25KW	广东
梅丰水电站	2.0 万千瓦	2×0.4KW +	广东

		2 × 0.6KW	
--	--	-----------	--

资料来源： 公司网站

除水电业务外，公司还有铜箔业务、建筑安装业务、TFT 显示器业务、城镇供水等业务，其中，铜箔业务规模较大，2007 年实现销售收入 1.23 亿元，实现净利润 1052.10 万元。建筑安装业务属战略性退出业务，2007 年取得收入 1.36 亿元，但梅州当地建筑市场的竞争将会日趋激烈，公司将根据实际情况逐步退出这一行业。公司自 2002 年起陆续投资 TFT 显示器业务 1.98 亿元，至今尚未形成明显的竞争优势。公司还介入了城镇供水，但在建设期，尚未盈利。

转让红花水电站缓解债务压力保上市资格

梅雁水电长期以来负债较多，近 3 年，公司每年的长期负债均为 35 亿元左右，而流动负债也有 22 亿元之多。自 2006 年起，仅财务费用一项就超过 3 亿元，而主营业务利润仅有 2 亿元左右，公司陷入了连年亏损的境地。2006 年，公司巨亏 7 亿，2007 年，继续亏损达到 1.65 亿元。2008 年中期，公司半年报显示未偿还的到期借款达 10.24 亿元。

2008 年 5 月 5 日，因连续两年亏损，上海证券交易所对公司股票交易实行退市风险警示特别处理，公司股票名称贴上了“*ST”标签。这意味着如果 2008 年度不能实现盈利，公司股票将被暂停上市，如果 2009 年公司不能盈利，公司股票将终止上市。

而接连而至的诉讼也让梅雁水电应接不暇：2008 年 5 月 8 日，梅雁水电发布公告向投资者提示诉讼风险：公司及控股子公司广西柳州红花水电有限责任公司、广西柳州桂柳水电有限责任公司、广西融水古顶水电有限责任公司因银行借款及担保等事由引发诉讼，诉讼标的合计 3.83 亿元，全部涉及柳州市商业银行。2008 年 7 月 26 日，公司公告称，公司及控股子公司广西柳州桂柳水电有限责任公司与中国光大银行深圳罗湖支行因银行借款及担保等事由引发诉讼，诉讼标的合计 1 亿元。

在内外交困的局面下，公司于 2008 年 6 月 26 日发布公告称，公司向中广核能源开发有限责任公司转让旗下广西柳州红花水电有限责任公司（下称红花水电）96.47%的股权。双方于 6 月 6 日签订了《股权转让协议》，标的经评估净资产价格为 12.24 亿元，协议转让价格为 12.3 亿元。2008 年 9 月 23 日，公司披露，于 9 月 18 日再次收到中广核能源开发有限公司支付的一笔红花水电公司股权转让款 1.19 亿元。截至该日，公司已累计收到红花水电公司股权转让款合计 10.83 亿元，占此次股权转让总价（12.3 亿元）的 88%。虽然中广核公司尚未支付余款 1.5 亿元，但红花水电的转让已基本成功。

此次转让红花水电一举两得，其一，减少了公司负债总额 22.05 亿元，缓解了债务压力过大的危机，化解了诉讼风险；其二，由于公司的原始投资额仅为 4.92 亿，此次溢价转让，公司可获得投资收益约 7.38 亿元。也主要因为此笔投资收益，公司在第三季度的每股收益高达 0.31 元，一举扭亏为盈。确保了 2008 年全年盈利，也保住了公司的上市资格。

以资抵债方案实施完毕后可轻装上阵

2009 年 1 月 14 日, 公司收到以资抵债所结存的 2935 万元应收款项。至此, 历时一年之久的 2007 年度公司以资抵债方案宣告实施完毕。2007 年 12 月 4 日, 公司公告公司债务重组方案, 方案如下:

1、经梅县人大批准, 同意将位于梅县新城高新技术开发区的 800 亩工业用地 (评估价为 2.91 亿元), 抵付梅雁控股子公司梅县梅雁建筑工程有限公司的道路工程应收款。

2、梅县洁源水电有限公司将所持梅县龙上水电有限公司 100% 股权, 按照每股一元的价格作价 5000 万元转让给公司, 用于清偿对梅雁建筑债务 3600 万元及对公司的债务 1400 万元。

3、东方房地产开发有限公司将位于梅县程江扶外村土地 34315 平方米、梅县金盘桥 6965 平方米的土地、梅县程江河堤的两块土地 31916 平方米转让给梅雁, 上述土地的转让总价为 1.09 亿元, 用于清偿东方公司对龙上水电债务 3800 万元及对梅县梅雁装饰工程有限公司债务 6917.34 万元。

4、梅雁第一大股东广东梅雁实业投资股份有限公司 (下称: 梅雁实业) 将所持有的梅雁建筑 10.37% 的全部股权计 1555 万股, 按照评估净资产每股 1.25 元, 作价 1943 万元转让给公司, 代为清偿洁源水电所欠梅雁装饰工程款 1929 万元。股权转让实施完毕后, 公司将持有梅雁建筑 100% 的股份。

5、梅雁实业及李新云将所持有的广东梅县梅雁矿业有限公司 (注册资本为 54219900 元) 100% 股权, 按照评估确定的净资产作价 27500 万元转让给公司, 代为清偿东方公司对公司的欠款 1.08 亿元、对梅雁建筑欠工程款 1.4 亿元; 洁源水电对公司的欠款 2000 万元; 梅县客都实业有限公司对公司的欠款 415 万元。

此份债务重组方案涉及公司的应收帐款共计 7.4 亿元左右。同时公司应收梅县龙上水电有限公司工程款 1.75 亿元也形成了内部往来, 至此基本解决了历史遗留的建筑工程款回收问题。以债抵资方案的成功实施标志着公司 2007 年度资产重组成功, 甩去了历史包袱的梅雁水电自此可轻装上阵了。

债务压力减轻后水电业务微利, 非铜箔业务乏善可陈

虽然公司成功实施了以资抵债方案后解决了历史遗留的应收账款问题, 同时, 转让红花水电站后又减轻了公司的债务压力, 但目前公司主业仍不够突出, 水电业务规模仍较小, 非主业业务战线较长, 除铜箔业务外, 其他业务的竞争力不强, 乏善可陈。

公司近年来调整发展战略, 拟将主业转向水电能源。此次无奈转让红花水电站后, 公司的全部水电装机容量仅有 31 万千瓦左右, 以全部水电机组发电小时数高达 4000 小时计算, 发电量仅为 12 亿度左右, 以不含税电价 0.25 元计算, 主营业务收入为 3 亿元。净利润最多为 1.5 亿元, 合每股收益为 0.08 元左右。

公司长期以来, 投资项目十分广泛, 形成了较为庞杂的产业群, 目前控股公司达 19 个, 涉及 8、9 个行业。但由于经验有限, 除铜箔外, 其他业务领域乏善可陈。除水电外, 公司投资额超过 5000 万的业务如下:

- 1、铜箔业务发展较有前景: 公司投资 1.06 亿成立了梅县梅雁电解铜箔公司, 投资 1.12 亿成立了梅县金象铜箔公司, 研发、生产、销售电解铜箔和超薄合金铜箔。2007 年实现销售收入 1.23 亿元, 实现净利润 1052.10 万元; 2008 年上半年, 铜箔业务收入为 6126 万元, 毛利率为 17%。公司还累计出资 3.46 亿元投资 4800 吨超薄电解铜箔项目, 项目尚未投产。

- 2、TFT 液晶显示器业务尚未出现亮色：公司 2002 年投资 1.98 亿成立了广东梅县梅雁 TFT 液晶显示器公司，用以研发、生产、销售 TFT 显示器和 TFT 导光板。但时至今日，6 年后仍未产生利润。
- 3、螺旋藻业务盈利能力较弱：公司于 1995 年投资成立了梅县梅雁螺旋藻养殖公司，先后投资达 9500 万元，公司未披露该项业务的主营业务收入，但我们推断此部分业务由于技术门槛较低竞争激烈，盈利能力较弱。
- 4、供水业务尚未开始：至 2008 年上半年，公司累计出资 2.89 亿元投资该项目，项目尚未投产。
- 5、水泥业务一般：公司成立了梅县梅雁旋窑水泥公司，主要生产新型干法旋窑水泥。公司对该业务的投资额为 1 亿元，但未披露相应的业务收入。
- 6、采矿业务有一定价值：按照公司 2007 年通过的以资抵债方案，梅雁实业及李新云将所持有的广东梅县梅雁矿业有限公司（注册资本为 5422 万元）100%股权，按照评估确定的净资产作价 2.75 亿元转让给公司，代为清偿有关债务，公司获得的梅雁矿业公司，主要经营银矿开采，其中银矿石储量为 132.2 万吨，银金属量 451.86 吨，锑矿石储量为 121 万吨，且在矿区-60 米之下的银矿石保有储量为 220.89 万吨，锑矿石为 140.98 万吨。有一定的开采价值。

证券投资率有斩获

公司近年在证券投资领域率有斩获，包括对粤水电的成功投资，以及对广发证券的失之交臂的投资。

1、成功套现“粤水电（002060）”

公司原持有广东水电二局股份有限公司（股票简称“粤水电”，代码为 002060）的股份 1,694 万股，投资成本为 2,600 万元，每股投资成本约 1.53 元。粤水电于 2006 年 8 月 10 日在深圳证券交易所上市交易，公司所持股份转为限售股，在 2007 年 8 月 10 日变为上市流通股。公司 2007 年 12 月减持 600 万股，取得投资收益 6201 万元，2008 年 1-6 月减持 600 万股，取得投资收益 6157 万元。目前公司仍有粤水电 494 万股，该股份已作质押，变现受到限制。公司减持的粤水电股票，已获利 1.36 亿元，是原始投资的 6.7 倍。

2、向深圳吉富公司追讨“广发证券”股权

2004 年 9 月，ST 梅雁的前身广东梅雁企业（集团）股份有限公司，与广发证券员工集资成立的深圳吉富公司签订《股份转让协议书》。约定 ST 梅雁将持有的广发证券 8.4% 股权转让给深圳吉富，转让价每股 1.2 元，合计约 2.02 亿元。深圳吉富当时支付了 1.4 亿元的首期股权转让款，余款到 2006 年全部结清。2004 年 12 月 26 日，双方又签订了《股份转让协议之补充协议》，约定如因深圳吉富的证券公司持股资格审批等问题造成股权无法完成过户时，*ST 梅雁同意深圳吉富将该股权转让给第三方。2006 年 6 月，深圳吉富被迫分别与广州高金技术产业集团有限公司、普宁市信宏实业投资有限公司、宜华企业（集团）有限公司、湖北金牛房地产开发有限公司签订协议，将其与 *ST 梅雁《股份转让协议书》中涉及的股份全部转让了出去。

广发证券 2007 年的每股净资产 7 元，*ST 梅雁转让出去那部分股权账面价值已经高达 11 亿元，而广发证券借壳 S 延边路上市也在一直等待证监会批文，如果上市成功，这部分股权则远远超过 11 元的账面价值。如

今，ST梅雁认为，当初与深圳吉富签订的《股权转让协议书》，违反《证券法》的强制性规定，协议应为无效协议，并开始追讨这部分股权。2008年5月13日，*ST梅雁以广发证券股权转让违反《证券法》为由，向广东省高级人民法院提出诉讼请求，请求法院依法判决深圳吉富返还8.4%广发证券的股份。2009年1月7日，*ST梅雁发布公告称，1月6日，就公司与深圳吉富关于广发证券股权转让纠纷一案，广东省高级人民法院以不公开审理的方式再次开庭审理，目前该案尚未有审理结果。

失之交臂的8.4%的广发证券股权能否被讨回还存在着较大的不确定性。

其他事项：大股东所持部分股权被冻结

2008年12月29日，公司控股股东广东梅雁实业投资股份有限公司所持206,443,582股股份（占总股本的10.88%，其中无限售流通股100,074,868股，限售流通股106,368,714股）被司法冻结，冻结期限为2008年12月29日至2010年12月28日。

我们的结论

我们认为，公司目前虽然实施了资产重组，甩掉了历史应收款的包袱；转让红花水电站，减轻了债务压力。但公司目前的水电业务规模尚小，铜箔业务虽然具有一定的竞争优势，但其他业务分布过广，乏善可陈，公司仍需对目前产业链进行再整合，公司的快速发展尚需时日，目前的投资建议为中性。如果向深圳吉富的追讨广发证券股权的案件出现对公司有利的审理结果，则公司的净资产增厚幅度较为可观，公司的投资价值开始显现。

附表：梅雁水电控股及子公司一览表

公司名称	住所	法定代表人	经济性质或类型	注册资本	经营范围	本公司投资额	所占权益比例
1 梅县梅雁建筑工程有限公司	梅县金盘	廖平元	有限责任公司	150,000,000	土木工程建筑	153,876,583.68	100%
2 梅县梅雁基础工程有限公司	广东省梅县城东金盘梅雁大厦四楼	袁初荣	合作经营（港资）	13,800,000	建筑业	10,350,000	75%
3 梅县梅雁建筑装饰工程有限公司	广东省梅县城东金盘梅雁大厦六楼	陈凯	合作经营（港资）	13,800,000	建筑、安装（含幕墙）施工	10,350,000	75%
4 梅县梅雁水电安装工程有限公司	广东省梅县城东金盘梅雁大厦二楼	梁颖君	合作经营（港资）	13,800,000	水电安装业	10,350,000	75%

公 司 名 称	住 所	法定代 表人	经济性质 或类型	注册资本	经营范围	本公司投资额	所占权益 比例
5 广东梅县梅雁电解铜箔有限公司	梅县雁洋镇文社	吴红兵	有限 责任 公司	111,340,000	研究、制造、销售电 解铜箔制品	105,773,000	95%
6 梅县金象铜箔有限公 司	广东省梅州市梅县 雁洋镇	吴红兵	合作经营 (港资)	160,000,000	生产经营新型超薄合 金铜箔	112,000,000	70%
7 广东梅县梅雁 TFT 显示 器有限公司	梅县新城区	周武	有限 责任 公司	228,189,900	研究、开发、生产、 销售电子元件(TFT 显 示器)	198,000,000	86.77%
8 梅县梅雁电子科技工 业有限公司	广东省梅县新城高 新技术开发区	杨钦廉	合作经营 (港资)	20,000,000	生产经营新型平板彩 色液晶显示器、液晶 数字电视及数字电视 机顶盒	15,000,000	75%
9 梅县龙上水电有限公 司	梅县松南镇官径村	杨维丰	有限 责任 公司	50,000,000	生产、销售水力发电	50,000,000	100%
10 丰顺县梅丰水电发展 有限公司	丰顺县汤西镇火滩 村老虎潭	陈爱萍	有限 责任 公司	156,099,100	水力发电	117,512,373	75.28%
11 广西柳州市桂柳水电 有限责任公司	柳城县大埔镇河东 大道	王文胜	有限 责任 公司	210,000,000	开发建设和管理水电 站,水力发电	130,000,000	61.90%
12 广西柳州红花水电有 限责任公司	柳州市跃进路 40 号	王文胜	有限 责任 公司	510,000,000	开发投资水电站	492,000,000	96.47%
13 广西融水古顶水电有 限责任公司	融水县融水镇望江 路 22 号	王文胜	有限 责任 公司	174,000,000	开发投资水电站	166,000,000	95.4%
14 梅县梅雁旋窑水泥有 限公司	广东省梅州市梅县 雁洋镇鵝鸕村	李胜运	有限 责任 公司	100,000,000	生产经营新型干法旋 窑水泥	100,000,000	100%
15 梅县梅雁螺旋藻养殖 有限公司	梅县雁洋镇雁上村	赖志光	有限 责任 公司	100,000,000	螺旋藻养殖	95,000,000	95%
16 梅县新城供水有限公 司	梅县新县城龙盘综 合楼	叶仁贤	有限 责任 公司	60,000,000	筹建期	60,000,000	100%
17 梅县新城汽车城有限 公司	梅县新县城	周武	有限 责任 公司	30,000,000	销售汽车、摩托车、 汽车零部件;维修汽 车、摩托车服务	30,000,000	100%
18 珠海梅雁实业有限公 司	珠海市红旗镇广安 路	杨钦喜	有限 责任 公司	20,000,000	国内贸易、旅游服务 业、房产单项开发、 房屋出租、公司自行 开发小区的物业管理	19,000,000	95%
19 梅县梅雁矿业有限公 司	广东省梅县白渡镇 嵩溪	赖松淡	有限 责任 公司	54,219,900	开采、加工、销售银 矿	275,000,000	100%

国海证券投资评级标准

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。

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。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。