

电力行业

明星电力（600101）年报点评

增持

报告原因： 年报点评

——电网+小水电 区域垄断

2009年2月27日

年报点评

基础数据：2009年2月27日

收盘价（元） 4.71

一年最高/最低（元）

市净率

流通A股市值（亿）

基础数据：2009年2月27日

每股净资产（元） 3.1

资产负债率%

总股本/流通A股（亿） 3.24/2.

55

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: Meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

Tel: 0351-8686990

E-mail: sxzqyjfb@i618.com.cn

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

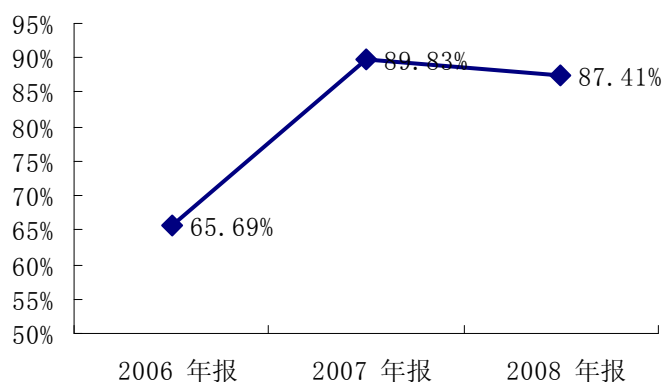
- **发供一体化 区域垄断** 公司是遂宁市公共事业的主要供应商，具备垄断优势。发供电业务是公司盈利的重点所在，08 年电力部分占公司收入的 87.41%，且近几年电力占收入比例也呈上升趋势。
- **2008年业绩基本符合预期** 2008年公司实现营业收入 56962.98 万元，同比增长9.68%；实现净利润9050.93 万元，同比增长2.54%。公司完成发电量53421.54 万千瓦时，同比增长21.84%；售电量72157.08万千瓦时，售电量同比增长21%；生产自来水2103.95 万吨，同比增长5.16%；销售自来水1668.60 万吨，同比增长6.08%。
- **外购电力比例下降 毛利率提升** 由于公司2008年发电实现了21.84%的增长，使得公司外购电量下降，外购电力的比例又2007年的33.45%下降到2008年的21.44%。由于外购电成本较高，随着自发电力的增加，公司售电业务的毛利率也随之上升。2008年公司的毛利率又2007年的35.13%上升到40.36%。
- **热电厂关停 优化机组结构** 由于上大压小原因公司所属热电厂（总装机容量2.4 万千瓦）于2008年年底关停，由于电煤价格的不断攀升，热电机组发电成本居高不下，与外购水电相比不具有成本优势，热电厂关停优化了公司发电结构，提高公司效益。
- **经济危机对公司影响有限** 公司供电所在遂宁市，重工业程度较低，对外依存度也较低。2008年全国用电需求增长5.2%（2007年全国用电需求增速14%左右），而公司所覆盖的遂宁市的销售电量增同比增长21%（2007年销售电量增速8%左右），远高于全国平均水平，可见该地区受本次金融危机影响相对较小。保守预计遂宁市2009年用电需求增速能维持在8%以上。
- **投资建议** 保守预计09-10 年公司每股收益分别为0.31元、0.34元，对应动态市盈率分别为15倍、14倍，从动态市盈率来看公司具有一定估值优势。此外公司属于区域小电网企业，属于电网+电厂模式，目前A股上市属于该种模式的电力企业较多，典型代表有文山电力、乐山电力、岷江水电、三峡水力、郴电国际等，通过估值比较发现公司目前的估值（PB和PE）水平相对较低。综合考虑给与“增持”的投资评级。

一、公司业务分析

发、供于一体化 区域垄断经营

- **公司主营业务** 公司主营业务主要来自于电力、自来水、天然气销售，是遂宁市公共事业的主要供应商，具备垄断优势。
- **电力业务** 公司电力业务集电力发、供于一体，装机容量11.56万千瓦（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。
- **自来水业务** 明星电力还是遂宁市主要的天然气（万通燃气）和自来水供应商，目前公司已实现年供水能力1000万吨，年供气能力3000万方。
- **电力仍是公司盈利的重点所在** 08年电力部分占公司收入的87.41%，且近几年电力占收入比例也呈上升趋势。

图 1：电力业务占收入比变动趋势



资料来源：山西证券

公司盈利模式分析

- 明星电力作为地方电网公司，持有本地发电企业，是发、供一体化的模式，主营收入主要来自自发电和输送本地电，公司主营业务收入及成本的计算公式如下：

主营业务收入=销售电价*销售电量

主营业务成本=自发电量*自发电量成本+外购小水电量*外购小水电电价+外购省电*外购

省电电价=销售电量*(自发电量比例*自发电量成本+外购小水电比例*外购小水电电价比

例+外购省电*外购省电电价)

- 从公司盈利的计算方式可以看出公司盈利的主要决定因素有：
 - **销售电量**：由公司所在地区的用电需求决定，公司承担四川遂宁市的供电业务，遂宁市重工业化程度较低，受本次经济危机影响较小。
 - **销售电价**：由国家核准，08年销售电价上调1.4分/千万时。
 - **自发电力成本**：由公司的电厂情况决定，一般水电发电成本低于火电发电成本。公司电厂主要是小水电，发电成本较低。
 - **自发电力比例**：由公司电厂装机容量及年发电小时决定。
 - **外购电力成本**：由当地电厂情况以及的上网电价决定，水电上网电价一般低于火电上网电价。公司所在地区主要发电形式是小水电，公司外购电力的成本相对较低。

二、2008年经营情况分析

2008年业绩基本概览 基本符合预期

- 公司完成发电量53421.54 万千瓦时, 同比增长21.84%; 售电量72157.08万千瓦时, 售电量同比增长21%。
- 生产自来水2103.95 万吨, 同比增长5.16%; 销售自来水1668.60 万吨, 同比增长6.08%。
- 公司实现营业收入56962.98 万元, 同比增长9.68%; 实现净利润9050.93 万元, 同比增长2.54%。

新电厂投产 自发电量大幅增长

- **自发电量大幅增长** 2008年公司完成发电量53421.54 万千瓦时, 同比增长21.84%, 主要原因如下: 1、涪江来水较去年较好, 导致水电站发电量增加; 2、过军渡电站两台机组的投产。
- **投产新机组2009年翘尾因素还在** 由于第二台机组于2008年6月30日投产, 考虑到翘尾因素, 如果来水正常的话, 2009年公司自发电力还会出现一定增长。

表2: 过军渡电厂投产情况

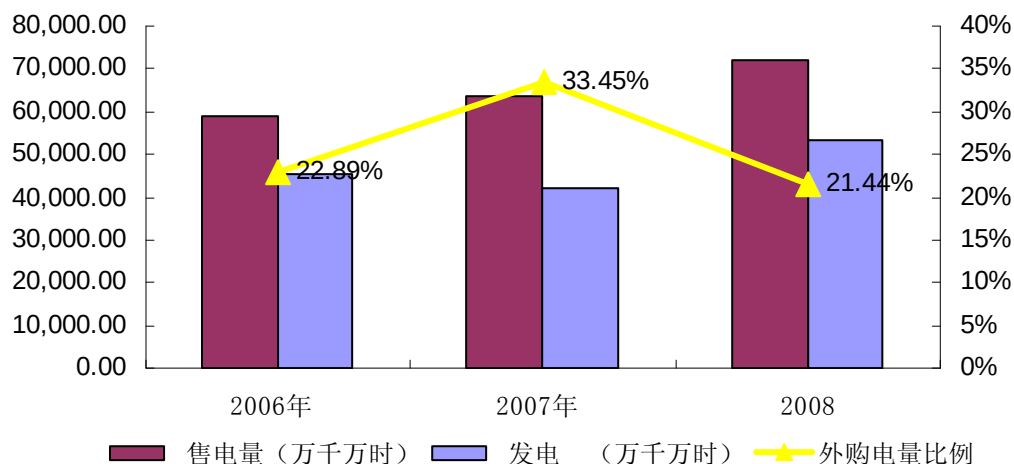
机组	装机容量	投产时间
过军渡电厂 1 号机组	2.25 万千瓦	2007-10-10
过军渡电厂 2 号机组	2.25 万千瓦	2008-6-30

资料来源: 山西证券

外购电力比例下降 毛利率提升

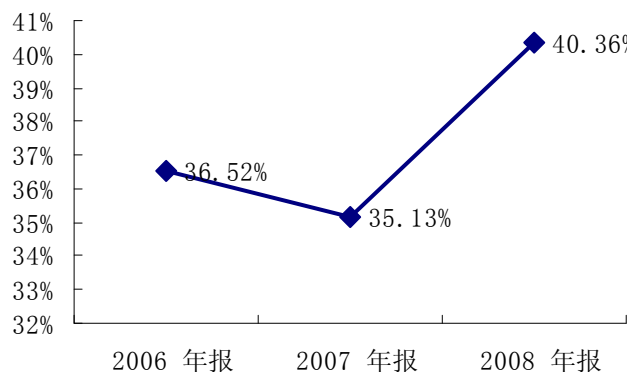
- **外购电力比例下降:** 由于公司2008年发电实现了21.84%的增长, 使得公司外购电量下降, 外购电力的比例又2007年的33.45%下降到2008年的21.44%。
- **自发电成本较低, 盈利空间较大:** 公司主要机组为小水电, 正常年份发电成本在0.15元/kwh 左右, 自发电的毛利率在60%-70%左右。
- **外购电力成本相对较高:** 四川水电平均上网电价在0.25 元/kwh 上下, 火电标杆电价为0.36 元/kwh上下, 外购电力的成本远高于自发电量, 但预计毛利率仍能维持在5%-10%左右。
- **外购电力比例的下降, 公司毛利率有所提升:** 由于外购电成本较高, 随着自发电力的增加, 公司售电业务的毛利率也随之上升。2008年公司的毛利率又2007年的35.13%上升到40.36%。

图2：售电量、发电量及外购电量比例变动趋势



资料来源：山西证券

图2：综合毛利率变动趋势



资料来源：山西证券

销售电价上调

- **电价调整低于大网平均水平：**2008年7月11日抄见电量起遂宁电网销售电价执行新的标准，除居民生活用电、农业和化肥生产用电不作调整外，其余各类别用电每千瓦时提高1.4分，比大网每千瓦时提高2.5分低1.1分。
- **调整后公司电价情况：**居民生活用电0.6135元；非居民照明用电0.8375元；商业用电1.0775元；非工业、普非工业用电0.6640元；大工业用电0.5440元；化肥工业用电0.3235元；农业生产用电0.52元；农业排灌用电0.1600元；自来水用电0.5095元；光彩工程用电0.5140元；新办工业企业用电0.4940元。

- **外购电价上调幅度可能小于销售电价：**由于公司外购电厂主要是水电，而2008年两次上网电价调整主要是火电，预计公司外购电价上调幅度不大，综合考虑公司可能会受益于2008年的电价上调。

热电厂关停 提高经济效益

- **淘汰落后生产能力 小机组关停：**2007年9月13日遂宁市人民政府以《关于印发2007年淘汰落后生产能力实施方案的通知》（遂府函（2007）164号）正式将明星电力热电厂（2.4万千瓦）列为遂宁市2007年淘汰落后生产能力目标名单，要求热电厂停止生产。公司已于2008年11月份正式关停该热电厂。
- **关停小热电厂情况** 公司所属热电厂建于1985年，现有3台汽轮发电机组，总装机容量2.4万千瓦（1×12000+2×6000），年发电量7000万千瓦时左右，是公司在冬季枯水季节的备用电源和调峰电站。
- **关停热电厂对当年利润的影响** 本公司对所属热电厂发电资产可收回金额低于其账面价值的差额，年末补提固定资产减值准备2,818.49万元，减少每股收益约0.087元。
- **关停对公司未来经营情况的影响**
 - **自发电量减少：**关停热电厂年发电量7000万千瓦时左右，占公司年发电量的13%左右，是公司在冬季枯水季节的备用电源和调峰电站，该电站的关停使得公司外购电力增加。
 - **热电机组继续运行并不经济：**由于电煤价格的不断攀升，发电成本居高不下。热电厂2007年发电上网成本为0.574元/KW.h，成本已远高于从当地购买水电成本。正式关停热电厂将有助于本公司淘汰落后生产能力，将可能提高经济效益。
 - **热电厂关停优化了公司发电结构：**2.4万千瓦机组关停后，公司的发电机组基本上都是水电机组，发电成本较低，且属于国家鼓励的清洁能源形势。

明伦坏账计提充分

- **明伦担保目前情况** 由于被担保的明伦集团关联企业已无任何清偿能力，以上担保形成或有负债。公司按照谨慎性原则对华夏银行1.11亿元贷款本金、利息、违约金在2006年度已经确认5,254万元预计负债的基础上，2007年充分合理预计担保损失，补提预计负债6,461万元，本公司共计提担保形成的预计负债1.17亿元，计提充分。
- **本报告期收回款项** 公司收到遂宁市中级人民法院转来的处置本公司原控股股东深圳市明伦集团有限公司案件执行款项194.20万元，应为之之前坏账已预提充分，所以收回款项直接增加2008年利润。
- **查封、冻结公司资产情况** 因2005年本公司原董事长周益明违法以

本公司名义为深圳明伦集团关联企业在华夏银行股份有限公司广州分行1.11亿元贷款提供担保,原告华夏银行股份有限公司广州分行向广州市中级人民法院申请诉讼保全,广州市中级人民法院查封、冻结了公司产权证号为A0084337、A0084338等房产、土地使用权证号为遂国用(2004)字第10483号、遂国用(2005)字第3970等土地以及本公司持有的遂宁宾馆、明星自来水公司等7家子公司股权,查封、冻结期间,上述资产不得进行买卖、转让等处分,但不影响公司正常经营和使用。

表3: 公司担保情况

担保对象	担保金额(万元)	担保类型	担保是否已经履行完毕
深圳市明伦光电技术有限公司	3350	连带责任	否
深圳市索祺实业发展有限公司	2000	连带责任	否
深圳日汇盛实业发展有限公司	3800	连带责任	否
深圳市明伦光电技术有限公司	1950	连带责任	否
合计	11100		

注: 已计提11700万元预计负债

万通燃气 贡献稳定投资收益

- 四川华润万通燃气股份有限公司旗下兴源油气开发公司主要从事浅层油气资源开发、生产销售天然气。目前,公司拥有油气井13口,日产天然气6万多方,储气站1个,加油加气站4座,日供气量达8万多方,供气范围为市城区及部份乡镇30平方公里,拥有天然气用户近9万户。
- 四川万通燃气股份有限公司原属本公司下属控股子公司,明星电力原持有其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,万通公司注册资本将由6121万元增至12242万元,公司持股比例变为40%,华润燃气持股比例50%。
- 公司目前持有万通燃气股权40%,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。
- 经分析,2008年万通燃气为公司贡献每股收益0.04元,占公司净利润的14%左右,对公司业绩有一定的影响。

表4: 万通燃气08年业绩情况

单位: (万元)	年末净资产总额	本年营业收入总额	本年净利润	持股比例	归属与公司利润	增厚每股收益
四川华润万通燃气股份有限公司	28,748.53	21,347.31	3,042.21	40%	1216.88	0.04

资料来源: 山西证券

三、经济危机对公司影响有限

- 受金融危机的影响用电需求迅速下滑，全国用电需求在2008年四季度出现负的增长。但从区域上看，沿海对外依存度较高的地区以及西部高耗能地区的用电需求下滑较大，而重工业程度较低的地区用电量下降幅度相对较小。
- 公司供电所在遂宁市，重工业程度较低，对外依存度也较低，受经济危机的影响较小。
- 2008年全国用电需求增长5.2%（2007年全国用电需求增速14%左右），而公司所覆盖的遂宁市的销售电量增同比增长21%（2007年销售电量增速8%左右），远高于全国平均水平，可见该地区受本次金融危机影响相对较小。
- 保守预计遂宁市2009年用电需求增速能维持在8%以上。

表1：四川省2008年各市工业增加值增速情况

工业增加值 增速	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
全省	26.6	28.8	24.6	3.6	16	18.4	21.9	18.1	15.2	11.1	11.3
成都市	25.9	35.4	35.9	4.2	22	33.7	29.9	17.7	17.3	12.9	14.5
自贡市	24.5	33.4	30.5	19.7	29.8	21.1	24.6	30.9	26	24.3	2.2
攀枝花市	19.9	26.3	31.9	12.6	15.3	31.6	34.7	10.7	5.8	0.7	27.6
泸州市	31.7	35.6	37.5	28.5	36.8	19	13.6	36.4	21.9	31.9	27.7
德阳市	26.8	26.7	26.8	-57.4	-41.2	-10.7	-9.5	-18	-17.6	-9.7	0.6
绵阳市	11.4	47.1	27.5	-45.7	-25	5.9	7.3	8.2	-8.6	-20.8	-1.7
广元市	65.6	30.7	19	-36.8	-21.8	1.7	-0.8	8.2	6.1	-8.2	-12.7
遂宁市	34.9	39.4	34.1	-4	42.8	34.7	32.1	31.6	36.6	22.2	25.5
内江市	25.4	32.1	35.1	5.2	32	30.8	28.4	32.4	26.5	14.3	23.6
乐山市	37.8	29.5	24.7	7.9	17.7	0.03	23.5	25.6	22.3	13.9	27.9
南充市	32.2	34.5	30.5	16.7	37.4	22	24.8	34.7	18.5	26.5	34.9
眉山市	22.8	41.7	33.4	19.4	27.9	32.2	26.6	23.1	7.1	16.5	20.5
宜宾市	18.1	18.5	6.7	-8.2	43	23.9	29.9	24.6	34.6	21.4	7.5
广安市	29.8	30.4	24.8	21.23	38.9	28.3	23.8	22.1	17.3	6.7	8.8
达州市	41.4	29.2	30.4	23.8	33.6	25.5	20.8	22.3	23.7	27.1	35.6
雅安市	28	38.3	38.2	-2.4	39.1	25.6	22.1	17.6	9.8	-0.2	2.1
巴中市	66.3	34.3	13.4	12.38	56.3	44.1	30.4	18.5	14	36.6	25.4
资阳市	37.9	22.1	35.4	25.1	29.6	38.3	39.7	31.6	35.4	25.3	30
阿坝州	9.1	45.5	18.7	-69.4	-86.7	-77.3	-76.5	-65.9	-70.2	-63.7	-51.2
甘孜州	50.6	21.8	27.6	28.8	35	1.1	37.1	5.1	2.1	15.6	-20.5
凉山州	54	40.1	8.7	24.7	43.7	40.8	46.8	14.5	44.2	70.7	30.2

资料来源：山西证券

四、盈利预测

盈利预测假设

- 2009年及2010年售电增速8%（考虑到经济受到金融危机的影响）。
- 2009年和2010年供电业务毛利率为40%（过军渡电站的投产使得电力成本降低，此外电价的上调也有利于增加毛利率）。
- 不考虑对明伦时代资产的清收。
- 09年发电量预测：由于公司关停了2.4万千瓦的热电，年发电量约7000万千瓦，此外2008年6月30日新增过军渡2号机组，综合预计09年发电量较08年减少4500万千瓦时。

预测结果

- 根据以上的假设，保守预计2009-2010 年公司每股收益分别为0.31元、0.34元，2009年-2010年每股收益增长速度分别为10.7%、9.6%。

表5：盈利预测表

项目/年度	2006 年	增速	2007 年	增速	2008	增速	2009E	增速	2010E
售电量（万千瓦时）	58,719.10	8.11%	3,483.73	21.00%	6815.31	8%	82960.53	8%	89597.38
发电量（万千瓦时）	45,276.89	-6.68%	2,250.92	21.84%	57081.64	-7.88%	52581.64	3%	54159.09
外购电量（万千瓦时）	13,442.21	57.96%	21,232.80	-7.06%	19733.67	53.94%	30378.89		35438.29
自来水销售量（万吨）	1,446	6.44%	1,539.18	8.41%	1668.6	8%	1795.30	8%	1938.92
利润表（万元）	2006 年		2007 年		2008		2009E		2010E
营业收入	63,775.64	-18.57%	51934.781	9.68%	56962.98	9.74%	62512.71	8%	67513.73
营业成本	40,331.52	-16.47%	33687.69	0.85%	33974.75	10.40%	37507.63	8%	40508.24
毛利率	36.76%		35.13%		40.36%		40%		40%
营业税金及附加	739.19		719.31		1158.58		1274.438		1401.88
销售费用	1,536.34		951.04		1118.13		1229.943		1352.94
管理费用	23,138.38		6621.53		7828.47		8,012		8412.6
财务费用	2,987.04		2277.80		2407.71		2200		2200
资产减值损失	0.00		535.37		4028.78		0		
加：投资收益	-7,738.42		995.15		1556.72		1712.39		1883.63
营业利润	-12,368.1		8137.20		8003.28		14001.09		15521.70
加：营业外收入	183.8		11296.47		1818.95		0		
营业外支出	7,100.9		7270.91		565.3		0		0
利润总额	-19,234.9		12162.77		9256.93		14001.09		15521.70
减：所得税	895.9		3267.25		194.1		3500.27		3880.43
净利润	33.6		8895.51		9062.83		10500.82		11641.28
少数股东损益	-20,130.80		10.36		11.9		15		15
EPS（元）			0.27		0.28		0.31		0.34

资料来源：山西证券

四、估值分析及投资建议

- **行业相对估值分析：**公司属于区域小电网企业，属于电网+电厂模式，目前A股上市属于该种模式的电力企业较多，典型代表有文山电力、乐山电力、岷江水电、三峡水力、郴电国际等。通过估值比较发现公司目前的估值（PB和PE）水平相对较低。
- **市盈率估值分析：**保守预计09-10 年公司每股收益分别为0.31元、0.34元，对应动态市盈率分别为15倍、14倍，从动态市盈率来看公司具有一定估值优势。
- **投资建议：**综合考虑给与“增持”的投资评级。

表6：与公司相似公司估值比较

证券代码	证券简称	市盈率 (PE, TTM)	市净率 (PB, 最新)	备注
600995. SH	文山电力	18.28	3.74	
600644. SH	乐山电力	28.37	3.61	
600116. SH	三峡水利	25.64	2.48	
600969. SH	郴电国际	-16.34	2.16	
600101. SH	明星电力	16.87	1.55	
600131. SH	岷江水电	-18.89	2.90	受地震影响

资料来源：山西证券

五、投资风险

- 由于公司所属电站及本地区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。
- 由于明伦担保事件的影响，公司土地以及本公司持有的遂宁宾馆、明星自来水公司等7家子公司股权被查封、冻结，上述资产不得进行买卖、转让等处分，可能会影响公司经营。
- 未来直供电业务的推进对公司的业绩影响较大：直供电业务的推进使得发电企业和用电企业直接达成购买协议，绕开电网，如若直供电业务在公司供电区域推广将影响公司的售电量。

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：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。