

上市公司动态报告

电力

处于恢复时期

厦门船舶重工投资收益较多

实现营业利润 7980 万元，比上年度增加了 4311 万元，实现净利润 4977 万元，比上年度增加了 2830 万元，增加的主要原因是 2008 年公司拥有 32% 股权的参股公司厦门船舶重工股份有限公司收益大幅增加，以及武汉楚都房地产确认商住部分的收入。

主业开始回归

上市初期，闽东电力曾头顶多项光环，但是此后在内部规范运作、对外投资上出现了问题，导致企业失去发展良机。

现拥有中型水库 3 座，电站 20 座，总装机容量 30.61 万千瓦，设计年发电量约为 10.5 亿千瓦时。

丰源水电站总装机容量 2 × 40MW，多年平均发电量 1.92 亿 KW.h，年利用小时 2400h，2 台水轮发电机组经过启动实验，于 2008 年 4 月并网发电投入商业运行。

公司与中广核能源开发有限责任公司在宁德境内开展与核电项目相配套的抽水蓄能电站前期工作。

增持闽东电力

对闽东电力的估值，要考虑水电价格上涨是一种趋势，我们认为闽东电力 2009 年的 30 倍 PE 是合适的，目标价位 7 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	55040	60000	63000	66150
主营收入增长率	111.2%	9.01%	5%	5%
净利润（百万）	49.77	7460	9325	11190
净利润增长率	131.9%	49.89%	25.00%	20.00%
EPS（元）	0.1335	0.20	0.25	0.30
P/E	37.98	25.35	23.90	16.90

闽东电力（000993）

首次评级

增持

殷亦峰

yinyifeng@csc.com.cn

010-85130977

分析日期：2009 年 03 月 20 日

当前股价：5.07 元

目标价格 6 个月：6.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
6.3/12.2	19.3/13.8	-43.0/1.0
12 月最高/最低价（元）		10.30/2.69
总股本（万股）		37,300
流通 A 股（万股）		17,453
总市值（亿元）		18.43
流通市值（亿元）		8.62
近 3 月日均成交量（万）		629
主要股东		
许美琴		0.26%

股价表现



相关研究报告

主业开始恢复投资收益仍是主角

2008 年度，公司全年完成发电量 97243 万千瓦时，比上年度增加了 14.93%，完成售电量 94912 万千瓦时，比上年度增加了 15.04%；营业收入为 55040 万元，比上年度增加了 111.25%，其中售电业务收入为 27207 万元，比上年度增加了 17.57%；实现营业利润 7980 万元，比上年度增加了 4311 万元，实现净利润 4977 万元，比上年度增加了 2830 万元，增加的主要原因是 2008 年公司拥有 32%股权的参股公司厦门船舶重工股份有限公司收益大幅增加，以及武汉楚都房地产确认商住部分的收入。

厦门船舶重工股份有限公司，成立于 2002 年 4 月 28 日，由福建省船舶工业集团公司等五家公司以发起方式设立的，注册资本为 25000 万元，公司拥有 32%股权。公司总资产为 279109 万元，净资产为 48889 万元，实现主营业务收入 280502 万元，实现营业利润 18490 万元，净利润 15298 万元，公司按股比确认投资收益 4895 万元，占公司实现净利润的 98%。

福建福宁船舶重工有限公司，成立于 2005 年 4 月 12 日，注册资本为 4025 万元，公司拥有 30%股权，公司总资产为 18250 万元，净资产为 4203 万元，实现净利润为 151 万元。

武汉楚都房地产有限公司，成立于 2002 年 4 月 5 日，注册资本为 14700 万元，公司出资 13500 万元，占 91.84%股份，公司现在汉阳钟家村开发的“闽东国际城”项目属武汉市重点工程项目，项目占地面积 36.27 亩，总建筑面积 170796.73 平方米，总造价约为 6.5 亿元。公司总资产为 39197 万元，净资产为 14707 万元，公司实现主营业务收入 24266 万元，实现营业利润 3396 万元，实现净利润 1003 万元，公司按股比确认收益 921 万元，占实现净利润的 18%。

宁德市自来水有限公司，注册资本 2400 万元，公司拥有 95%股权，现有两座水厂，金涵水厂日产 1 万吨，主要水源为金溪河道水。亭坪水厂日产 4 万吨，水源由金涵水库提供。公司总资产 6485 万元，净资产 2602 万元，实现净利润 2.12 万元。

福州闽东大酒店有限公司，注册资本为 10000 万元，公司拥有 60.72%股权，宁德市国有资产投资经营有限公司和闽东能源投资公司分别占 35.48%和 3.8%的股权，公司总资产为 13082 万元，净资产为 9277 万元，目前该项目已出租，亏损 302 万元。

宁德市宁港自来水有限公司，成立于 2002 年 7 月，注册资本为 4600 万元，公司拥有 70%的股权。公司总资产为 8032 万元，净资产为 4600 万元，该公司目前仍处于建设期间。

公司全资福安市天缘商贸有限公司，成立于 2002 年 1 月 11 日，注册资本为 1000 万元，公司总资产为 2450 万元，净资产为 1913 万元，由于停业产生亏损 186 万元。

江苏太仓沪浮璜公路有限公司，成立于 2000 年 11 月，注册资本为 6000 万元，公司拥有 40%股权。该项目拟进行股权转让。

上海东溟投资有限公司，注册资本为 5000 万元，公司拥有 45%股权，公司已在往年对该公司长期股权账面价值 1696.46 万元全额计提长期股权投资减值准备。

致力于主业回归

公司的主营业务为水力发电，目前所属十一家发电分公司或控股公司及下属二十座发电站分布在福建省宁德市除古田县以外的其他县（市、区），并主要向宁德市电业局或其下属各供电分公司趸售上网电量。现拥有中型水库 3 座，电站 20 座，总装机容量 30.61 万千瓦，设计年发电量约为 10.5 亿千瓦时。

公司全资福建福安市黄兰溪水力发电有限公司，成立于 1996 年，注册资本为 10000 万元，黄兰溪一级、二级电站于 1992 年开工建设，1996、1997 年两级电站相继竣工投产运行，总装机容量 3.6 万千瓦，设计年发电量 12575 千瓦时，公司总资产为 20276 万元，净资产为 9941 万元，实现净利润 404 万元。

公司全资福建穆阳溪水电开发有限公司，经营范围为建设和经营福建省闽东水电站扩建工程和其他水电站，注册资本为 10000 万元，公司总资产为 41586 万元，净资产为 14281 万元，该公司已于 2008 年 5 月正式发电，亏损 120 万元。

闽东水电站 1972 年投产发电，总装机容量 2.40 万千瓦，设计年发电量 8880 千瓦时；福鼎桑园电站 1992 年投产发电，总装机容量 3.75 万千瓦，设计年发电量 10800 千瓦时；

丰源水电站（即闽东水电站扩建工程）位于福建福安市穆云乡、康厝乡与周宁县七步镇交界地段，是福建省穆阳溪梯级水电站的第三级。总装机容量 2 x 40MW，多年平均发电量 1.92 亿 KW.h，保证出力 20.4MW，年利用小时 2400h，2 台水轮发电机组经过启动实验，于 2008 年 4 月并网发电投入商业运行。

屏南上培电站 2005 年投产发电，总装机容量 2.2 万千瓦，设计年发电量 8800 千瓦时；

福建寿宁牛头山水电有限公司，开发、经营福建寿宁牛头山水电站和其他水电站等，注册资本为 11255 万元，公司拥有 30% 股权。牛头山水电站总装机容量 10 万千瓦，设计年发电量 2.9 亿千瓦时。公司总资产为 70435 万元，净资产为 11103 万元，亏损 317 万元。

上市初期，闽东电力曾头顶多项光环，但是此后在内部规范运作、对外投资上出现了问题，导致企业失去发展良机。目前形势下只有坚持以水电为主，多种经营为辅，长、中、短期战略相结合，公司才能迎来新的发展。

目前宁德地区可供开发的水资源日渐稀少。为此，公司与中广核能源开发有限责任公司在宁德境内开展与核电项目相配套的抽水蓄能电站前期工作。中广核公司占 60% 股份、公司占 40% 股份的股比成立项目公司，负责投资开发建设和经营管理。在一年内完成选址报告，随后开展项目预（初步）可行性研究报告。

随着福建省经济社会发展，电网负荷峰谷差不断增大，调峰电源缺乏，因此，建设具有良好调峰填谷能力的抽水蓄能电站是区域电网发展的内在需求，对提高电网的可靠性具有重要的现实意义。目前宁德市已建和在建电力装机容量已超过 1000 万千瓦，据环三都澳区域发展规划，宁德市将进一步建成福建省的能源基地。作为宁德核电和大型火电项目的配套项目，建设抽水蓄能电站具有较好的投资机会。宁德抽水蓄能电站靠近福建电网和华东电网中心区（毗邻浙江省），对蓄能调节福建电网和华东电网峰荷的条件优越。项目投产后，有利于壮大公司主业规模，提高公司成长性，增加公司的预期收益来源。

水电项目储备存在困难

随着福建省发电企业新增发电机组装机容量的不断投产，一些大型发电企业落户宁德，全省特别是闽东地区用电紧张的局面得到缓解。由于目前供电企业仍然处于垄断地位，“发供分离、竞价上网”的机制尚未完全形成，不能发挥公司水电上网电价低的优势，而公司的水电站调节能力不足且大部分电量上地方网，在丰水期电量上网竞争激烈。

国家有关产业政策将继续鼓励发展水电等清洁能源，水电行业仍具有较好的前景。公司也再次确立了发展主业的战略，集中力量做强主业扩大主业规模：一是通过股权并购壮大主业；二是对现有的电站进行技改，提高装机容量和发电能力；三是积极争取区内剩余的可供开发的水电资源的开发权；四是积极拓展向其他电力如抽水蓄能、风力发电等业务的建设与发展。

由于区内优质水电资源越来越少，主业扩张难，发展空间受限。福建省清理整顿违规小水电项目工作整改力度进一步深入，这对公司主业发展既是挑战又是机遇。部分优质小水电项目，由于管理不善，人才不足，迫于整改的力度，无力维系经营，公司可以审时度势，充分发挥自身优势，收购优质项目，发展壮大主业。

水电行业建设周期较长，新建一个水电站至少要花费三到五年甚至更长的时间。不仅如此，随着时间的推移，可供开发的水电资源还将日益减少。特别是宁德地区水电站投资，度电成本一般需在3元/千瓦小时左右，远高于一般水电项目2元/千瓦时，公司上网电量目前执行上网综合电价为0.286元/千瓦时（不含税），所以目前在宁德地区投资水电站不是很适合。这种情况下，运用并购手段在外地收购优质的水电站资产不失为一条捷径。

盈利预测

由于丰源水电站2台水轮发电机组经过启动实验，于2008年4月并网发电投入商业运行，我们假设2009年电力销售收入增加10%，武汉楚都房地产确认商住部分的收入增加10%，营业外支出减少50%。

表 1：闽东电力预测表

单位：万元

项目	2008	2009	2010	2011
营业收入（增长率）	55040（111.2%）	60000（9.01%）	63000（5%）	66150（5%）
净利润（增长率）	4977（131.9%）	7460（49.89%）	9325（25.0%）	11190（20%）
EPS（元）	0.1335	0.20	0.25	0.30
P/E	37.98	25.35	23.90	16.90

估值

对闽东电力的估值，要考虑水电价格上涨是一种趋势，我们认为闽东电力 2009 年的 30 倍 PE 是合适的，目标价位 7 元。

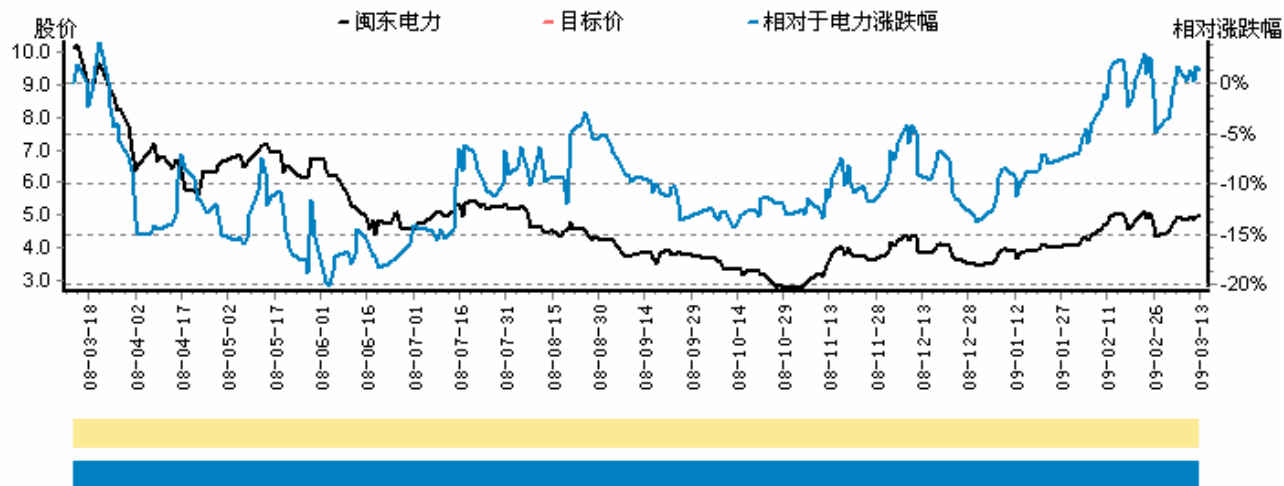
我们的建议是增持。

风险分析

由于闽东电力大部分电站建于上世纪七八十年代，电站设备逐年老化、自动化程度不高，随着水资源费、员工工资的提高和贷款的增加，经营成本不断上升。受经济下滑形势的影响，物价管理部门对价格的审批更加严谨，提高电价难度加大。

国际金融危机仍在继续扩散蔓延，对实体经济的冲击正在进一步加剧，虽然对公司发电主业影响不大，但对公司参、控股的房地产和造船行业可能带来影响。闽东电力业绩可能低于预期。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

殷亦峰于 1998 年 02 月开始关注和研究电力行业。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010