

水电



陆凤鸣 刘建刚

电力行业研究员

021-3856 5913

lufm@xyzq.com.cn

明星电力（600101）

2010 年业绩增长来自于苗圃电站投产

无评级

2010 年 3 月 4 日

投资要点

事件：

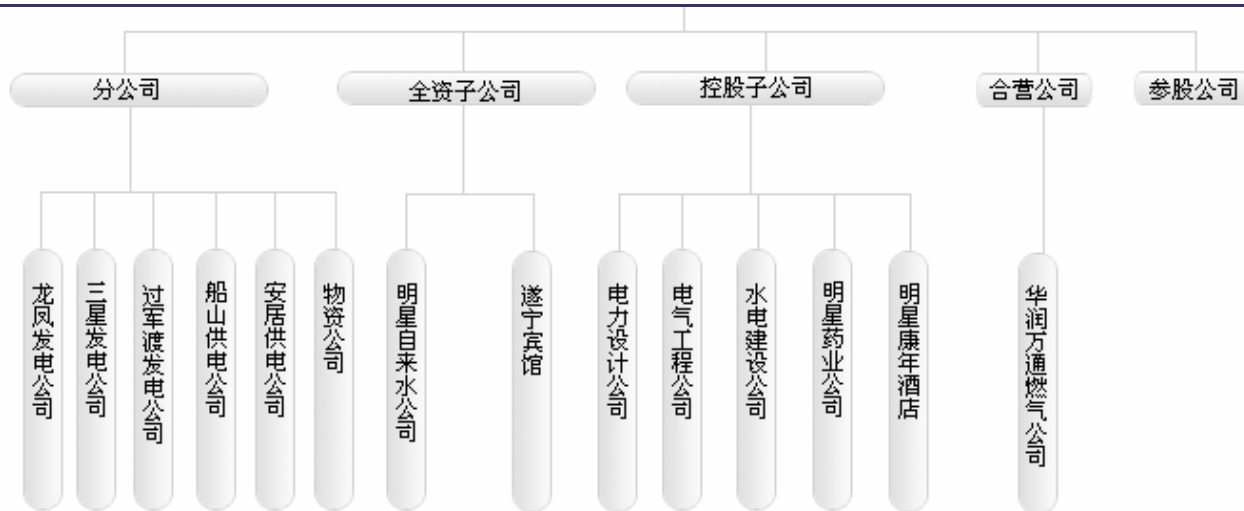
2009 年全年明星电力实现营业收入 7.72 亿元，利润总额 1.94 亿元，分别同比增长 35.52% 和 109.8%。实现每股 0.53 元，截至前一交易日收盘价为 9.58 元。分红预案为每股派 0.05 元（含税）。

点评：

一、公司基本情况

明星电力是一家区域能源综合供应企业，其主要收入来源于四川遂宁地区。下属业务包括：电力（地方电网+小水电）、自来水供应、天然气（联营）、宾馆酒店、水电工程等多领域。公司现有水电发电站 4 座，总装机容量 11.558 万千瓦，分别为：龙凤水电站（0.658 万千瓦）、小白塔水电站（1.6 万千瓦）、三星水电站（4.8 万千瓦）、过军渡水电站（4.5 万千瓦）。

图 1、公司下属各业务



数据来源：公司网站、兴业证券研发中心

二、财务报表分析

1、收入方面

2009 年明星电力营业收入中电力业务收入达到 4.33 亿元，同比增长 15.06%，主要得益于销售电价和销售电量的增长。电力业务占到总业务收入的 57%，其次为施工业务（即其子公司四川明星水电建设公司）。施工业务收入为 2.38 亿元，同比增长 120.7%，占 09 年总收入的 31%。施工业务的大幅增长是明星电力实现总营业收入较快增长的主要原因。

表 1、电力收入相关数据比较（2008-2009）

项目	发电收入（亿元）	发电量（亿度）	售电量（亿度）	综合上网电价（元/度）
2009A	4.329	5.078	7.985	0.634
2008A	3.762	5.341	7.215	0.610
YOY	15.06%	-4.93%	10.67%	3.97%

资料来源：兴业证券研发中心

表 2、各项业务收入相关数据比较（2008-2009）（单位：亿元）

项目	电力		自来水		施工		合计	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
2009A	4.329	57.05%	0.560	7.38%	2.382	31.39%	7.588	100%
2008A	3.762	67.28%	0.542	9.69%	1.079	19.30%	5.592	100%
YOY	15.06%		3.32%		120.73%		35.70%	

资料来源：兴业证券研发中心

2、盈利能力方面

从各业务的营业毛利率的年度变化来看，2009 年明星电力的综合毛利率小幅下滑主要是因为收入占比较大的电力业务和施工业务的毛利率分别出现了 3.02 和 4.57 个百分点的下降。

而从公司的整个营业利润的构成来看，由于施工业务的利润微薄，所以电力业务占到整个营业利润总额的 70% 以上，电力业务仍是公司主要的利润来源。

表 3、营业毛利率相关数据比较（2008-2009）

项目	综合	电力业务	自来水业务	施工业务
2009A	30.15%	37.56%	54.29%	7.39%
2008A	39.72%	40.58%	53.32%	11.96%
YOY	-9.57%	-3.02%	0.97%	-4.57%

资料来源：兴业证券研发中心（注：营业毛利率=1-营业成本/营业收入）

表 4、各项业务营业利润相关数据比较（2008-2009）（单位：亿元）

项目	电力		自来水		施工		合计	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
2009A	1.626	71.07%	0.304	13.29%	0.176	7.69%	2.288	100%
2008A	1.527	68.75%	0.289	13.01%	0.129	5.81%	2.221	100%
YOY	6.48%		5.19%		36.43%		3.02%	

资料来源：兴业证券研发中心

3、财务费用方面

从财务费用的变化来看，2009 年明星电力的财务费用同比大幅下降主要是因为其加权资金成本下降，一方面 09 年银行贷款利率同比下降，另一方面，由于公司电力及自来水业务等为其提供了充足的货币现金。总体来说，公司目前资产负债率为 45%，有息负债率仅为 19%，财务成本压力较小。

表 5、财务费用相关数据比较（2008-2009）

项目	财务费用（亿元）	财务费用率	有息负债（亿元）	加权资金成本
2009A	0.111	1.46%	4.139	2.7%
2008A	0.241	4.31%	3.648	6.6%
YOY	-53.94%		13.46%	

资料来源：兴业证券研发中心

4、净利润方面

由于公司参控股多家公司，涉及多个行业，我们进一步将其业务细分，寻找其真正的利润来源。通过下表可以看到，公司虽然投资多个领域，但是实际为公司贡献利润却非常有限。因此，真正对公司权益净利润有重要影响的业务，应该依次为电力（占比约 50%）、自来水（占比约 25%）、天然气（占比约 21%）。

表 6、各控股公司净利润相关数据比较（2008-2009）

项目	自来水	明星酒店	明星药业	遂宁宾馆	水电建设	电气工程	加气砖厂	工程设计	万达地产	水务设计
09A 净利润	0.2012	0.0270	-0.3231	-0.0231	-0.0003	0.0029	-0.0038	0.0066	-0.0111	0.0043
09A 权益净利	0.2012	0.0270	-0.3178	-0.0231	-0.0002	0.0029	-0.0038	0.0066	-0.0111	0.0043
09A 占比	24.46%	3.28%	-38.64%	-2.81%	-0.03%	0.35%	-0.46%	0.80%	-1.35%	0.52%
08A 净利润	0.1767	0.0171	-0.0498	-0.0194	-0.0031	0.0227	-0.0129	-0.0014		
08A 权益净利	0.1767	0.0171	-0.0490	-0.0194	-0.0025	0.0204	-0.0129	-0.0014		
08A 占比	25.58%	2.47%	-7.09%	-2.81%	-0.36%	2.96%	-1.87%	-0.20%		

资料来源：兴业证券研发中心（占比基数为扣除非经常损益后的归属母公司净利润）

表 7、各参股公司净利润相关数据比较（2008-2009）

项目	华润万通燃气	兴网传媒彭州网络
2009A 净利润	0.3536	0.0137
2009A 权益净利润	0.1747	0.0054
2009A 占比	21.24%	0.66%
2008A 净利润	0.3042	0.0094
2008A 权益净利润	0.1502	0.0037
2008A 占比	21.74%	0.54%

资料来源：兴业证券研发中心（上述为权益法并表公司，占比基数为扣除非经常损益后的归属母公司净利润）

5、主要财务指标

从综合财务指标来看，公司 09 年较 08 年大幅提升，但是细看会发现，其实扣除 09 年因为官司了解带来的非经常性损益之后，09 年明星电力的 ROE 仅为 7.11%，较 08 年只是略有好转。

不过我们关注到公司在建工程占期末固定资产净值占比大幅提升，这主要是因为公司在 09 年从岷江水电手中收购了甘孜州康定华龙水利电力 46% 股权后所带来的苗圃水电站。该电站设计装机容量 3 万千瓦，总投资 1.9 亿元，目前已经完工 80%，预计 2010 年投产。这将成为公司未来两年电力业务的主要增长点。

表 8、主要财务指标比较（2008-2009）

项目	营运能力	偿债能力	成长性	综合指标	
	存货周转率（次）	利息保障倍数	在建工程/固定资产	ROE	ROIC
2009A	7.71	18.44	27.22%	14.79%	11.70%
2008A	7.97	4.86	12.98%	7.02%	6.38%
YOY	-0.26	13.58	14.24%	7.77%	5.32%

资料来源：兴业证券研发中心

三、投资机会

就电力业务而言，明星电力公司 2 年内业绩增长主要将来自于其收购的苗圃水电站。当然，我们也注意到公司 09 年收购了从事有色金属开采的奥深达 65.94% 股权，但是至少 3 年内其当前所有的陕西钒矿项目才可能真正贡献利润。公司当前股价较扣除非经常性损益后的净利润的市盈率接近 40 倍，暂时不给予无评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戔	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。