

闽东电力（000993）：转型新能源 价值重估

买入（上调）

电力行业/清洁能源

报告日期：2010 年 11 月 24 日

当前股价：12.01 元 6 个月目标价：17.00 元

本报告关注点：

1. 十年曲折路，转型新能源；2. 未来三年新主业助公司资产翻番；3. 价值重估，上调评级。

投资要点：

- **上市十年表现不佳，水电业务面临发展瓶颈。** 闽东电力98年重组设立，2000年上市后管理不善至财务、经营状况恶化，05年开始经营面企稳，但基本面未出现明显起色。公司水电装机总量30万千瓦，06年开始福建省水电装机容量增速明显放缓，截至09年底全省水电容量已接近资源开发上限，公司水电主业发展面临较大的外部瓶颈。
- **天时、地利、人和，转型新能源。** 公司09年开始涉足风电投资，与中闽公司合作陆上风电，并与风机制造央企联盟规划投资海上风电。公司转型赶上我国“十二五”新能源发展高潮，未来10年国内风电装机有500%扩容空间，快速发展时期将在并网、电价、财税等方面享受国家优待政策。根据地宁德的风电资源优势及大股东背景保驾公司新能源转型，公司将会顺利获得宁德境内盈利质量优良的陆、海风电项目。作为经营水电10年以上的电力企业，公司转型风电具有先天的优势，风电产业本身的标准化特性也支持公司加速转型。公司战略联盟方08年重组进军风机制造，抢占市场是当前第一要务，展开与闽东合作符合其战略方向，闽东借助其央企优势可展开省外风场资源的扩张。
- **由陆入海进军风电，开启成长空间。** “十二五”是公司快速推进风电转型、积累管理经验的时期。在此期间国内海上风电技术逐步成熟，战略合作人的风机制造能力逐步完善，海上风电投资成本进一步下降。公司战略转型目标明确、步骤清晰，在具备较强风电项目获取能力的条件下，由陆上到海上分阶段投资规划，逐渐过渡为A股市场上稀缺的以新能源为主业的电力公司。公司未来三年陆上风电装机有望扩张至现有水电的水平，30万千瓦风电场总资产约25亿元，相当于当前总资产的1倍。针对“十三五”重点推进的海上风电，公司已获得发改委和海军部队的路条，初步批复100万千瓦海上风场对应的海域开展前期工作，公司新能源转型后可持续发展。房地产业务开发建筑面积超过25万平米，未来几年将充当蓄水池的功能，为公司新能源转型提供资本金支持。
- **价值重估，上调至“买入”评级。** 按照水电、房地产、参股公司以及高成长风电几个业务板块的估值加总，公司的合理价值中枢为17.00元，上调至“买入”评级。

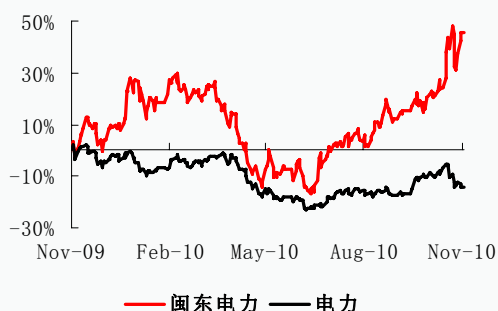
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	500	481	719	842
(+/-)	-9.1%	-3.8%	49.4%	17.0%
营业利润	108	151	153	195
(+/-)	35.1%	39.7%	1.8%	27.0%
归属于母公司 的净利润	90	132	135	167
(+/-)	81.7%	46.1%	2.0%	24.2%
每股收益（元）	0.24	0.35	0.36	0.45
市盈率（倍）	50	34	33	27

公司基本情况（2010 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股（亿股）	3.73/3.73
流通市值（亿元）	35.51
每股净资产（元）	4.17
资产负债率（%）	41.03

股价表现（最近一年）



天相基础能源组 车玺

010-66045572 chex@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

正文目录

1. 十年曲折路，转型新能源.....	4
1.1 上市十年，市场表现不佳.....	4
1.2 水电主业发展面临瓶颈.....	5
1.3 天时、地利、人和，转型新能源.....	7
1.3.1 公司转型赶上“十二五”新能源发展高潮.....	7
1.3.2 根据地自然资源优势及大股东背景保驾公司新能源转型.....	10
1.3.3 邂逅风机制造央企加速风电扩张进程.....	11
2. 进军风电，开启成长空间.....	12
2.1 由陆入海，战略清晰.....	12
2.2 未来三年：新主业助公司资产翻番.....	13
2.2.1 清洁能源成为业务重心.....	13
2.2.2 房地产业务收益支持主业发展.....	13
3. 价值重估，上调评级.....	14
3.1 传统小水电资产及上市公司壳资源价值.....	14
3.2 房地产业务储备项目 NAV 估值.....	14
3.3 稳定的参股公司投资收益贡献价值.....	15
3.4 高速成长的风电业务价值.....	15
3.5 合理价值中枢 17 元，上调至“买入”评级.....	16
4. 主要风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 闽东电力上市以来现金流状况.....	4
图表 2: 闽东电力上市以来收入、净利润走势.....	5
图表 3: 闽东电力上市以来每股净资产和回报率.....	5
图表 4: 闽东电力上市十年股价相对电力行业和市场指数表现.....	5
图表 5: 闽东电力下属水电站明细.....	6
图表 6: 闽东电力 2002 年以来水电站发电量及其增长.....	6
图表 7: 我国涉及风电领域的政策法规.....	9
图表 8: 2005 年 4 月份以来欧元区碳排放交易价格历史走势.....	9
图表 9: 我国东南沿海地区风电资源状况.....	10
图表 10: 闽东电力股东结构图.....	11
图表 11: 陆上风电与近海风电比较.....	12
图表 12: 闽东电力新能源转型与扩张步骤（装机容量：万千瓦）.....	13
图表 13: 水电业务盈利简算表（假设正常来水，财务数据单位：万元）.....	14
图表 14: 不同发电小时假设下风电业务盈利简算表（财务数据单位：万元）.....	16
图表 15: 分业务估值汇总表.....	17
图表 16: 闽东电力盈利预测表.....	18



1. 十年曲折路，转型新能源

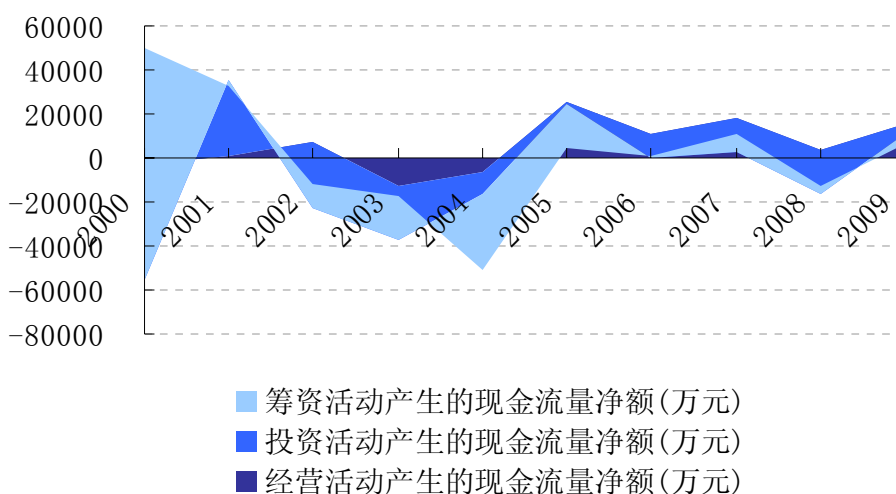
1.1 上市十年，市场表现不佳

厂网分开，重组设立。福建闽东电力股份有限公司，前身为福建省闽东老区水电开发总公司，该公司于 1998 年进行资产重组，按照厂网分开原则保留供电类资产，剥离出发电类资产，以其下属的 17 座水电站除土地使用权外的经营性净资产出资，联合闽东电力电器厂、福建省闽东水电综合服务公司、闽东电力勘察设计和宁德地区输变电工程公司四家单位，设立了股份有限公司。

内部管理不善，上市后财务和经营状况恶化。闽东电力于 2000 年 IPO 上市，计划募集资金 4.58 亿元用于新建、扩建、技改、收购水电站项目，最终实际募集资金 11.5 亿元，超募近 7 亿元。公司董事会在获得股东大会授权在一定权限内行使投资、出售资产、担保等权利之后，陆续投资多个非主业项目、进行数项资本运作，最终形成一系列坏账和股权投资减值。加上 2003-2004 年公司水电站分布地区连续遭遇干旱少雨天气，发电量大幅下滑，主业盈利能力大幅下降，现金流状况紧张。2004 年末，第三届董事会成立，开始整顿、挽救公司，于 2004 年度计提大量资产减值损失，使得 2004 年各项盈利指标和股东权益成为历史谷底。

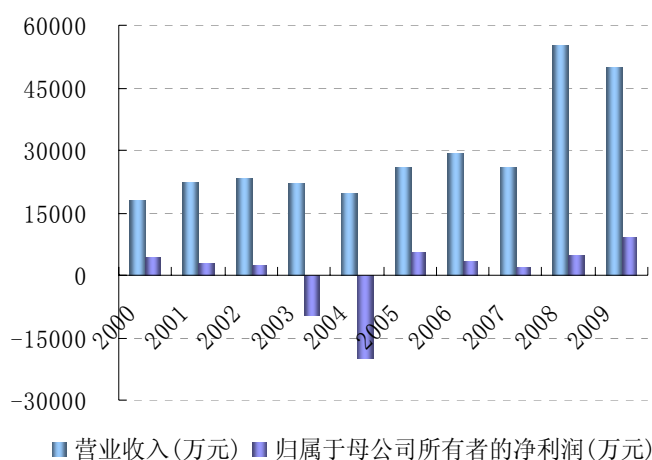
2005 年开始公司经营面企稳，但随后没有明显正向突破。2005 年是公司董事会换届后，重新调整投资战略，确立电力主业主导地位的第一年。公司对历史投资项目进一步整合，完成对几家投资收益低、风险大的非主业投资项目的股权转让；加大债权债务清理的力度；同时加强对电费回收的管理，理顺与供电方的关系；回收资金后，在保证主业发展的前提下，归还银行借款，降低资金使用成本。当年降雨情况好转，发电量创出公司成立以来的最高水平，电力主业经营恢复正常。2005 年开始，公司经营和财务状况恢复了元气，但受制于继续发展的客观瓶颈，公司的基本面在随后几年未出现明显起色。

图表 1：闽东电力上市以来现金流状况

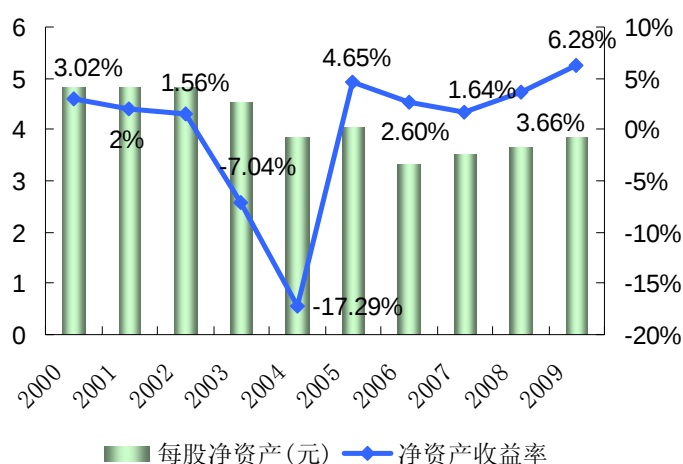


数据来源：天相系统

图表 2：闽东电力上市以来收入、净利润走势



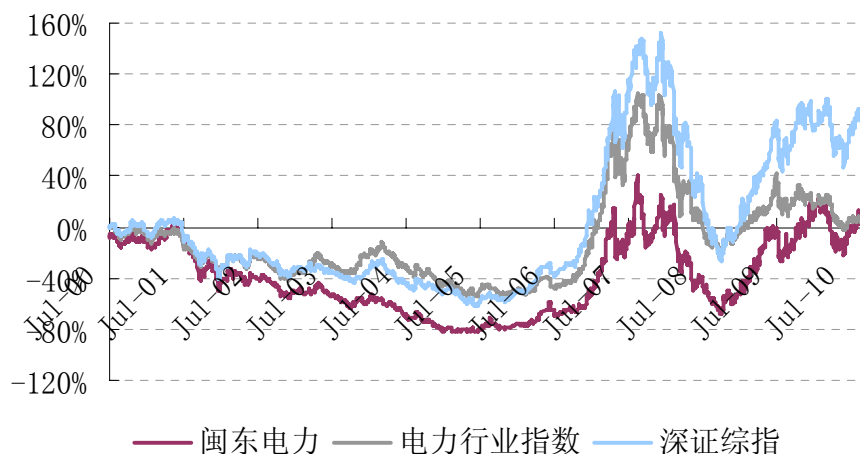
图表 3：闽东电力上市以来每股净资产和回报率



数据来源：公司公告，天相投顾整理

受制于历史经营缺陷及发展瓶颈，公司股价上市以来至 2009 年以前始终没能跑赢电力行业及市场指数，只有进入 2009 年，随着房地产业务确认收益及参股的船舶公司投资收益增加，盈利状况较大幅度改善，公司股价才逐渐追上行业指数。

图表 4：闽东电力上市十年股价相对电力行业和市场指数表现



数据来源：天相系统

1.2 水电主业发展面临瓶颈

公司上市以来主营业务始终为水电生产和水电项目开发，立足于福建省宁德市境内。现拥有水电站 20 座，老电站居多，最早的投产于 70 年代初期，后经过多次技改扩容，截至目前公司水电站总装机容量 30.61 万千瓦，设计年发电量 10-10.5 亿千瓦时（如图表 5）。

“十一五”时期开始，福建省大幅放缓了水电站建设步伐。



福建省自然条件优越，雨量充沛，可开发的水能资源达 1123 万千瓦，居华东之首，早年小水电开发积极，福建因之成为全国著名的“小水电之乡”。但是，由于规划滞后、审批管理不规范等原因，出现了未经审批、无序开发小水电资源的情况，其中有些项目直接威胁生态环境、防洪安全和群众利益。2005 年 8 月，福建省出台了《加强水能资源开发利用管理规定（实行）》，旨在清理整顿违规水电开发项目，并且严格新项目审批程序、规范水能资源开发建设行为。

2006 年开始，福建省水电装机容量增速明显放缓，2006-2009 四年间省内仅增加 273 万千瓦，年均复合增长率仅为 7.43%，落后同期全国范围水电装机容量年均复合增速 6.35 个百分点。截至 2009 年底，福建省全口径水电装机容量已达 1095.66 万千瓦，接近省内水能资源上限 1123 万千瓦，当地水电资源开发已基本完成。

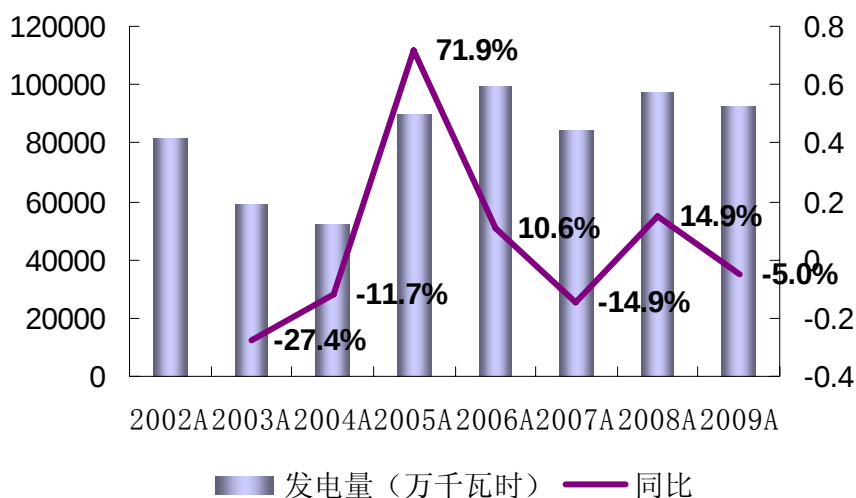
公司依靠开发水电项目无法实现成长，也曾试图收购已投产的水电项目，但收购价格较高，净资产收益水平较低，公司水电主业继续发展面临较大的外部瓶颈。

图表 5：闽东电力下属水电站明细

子公司名称	下属水电站名称	装机容量（万千瓦）	设计年发电量（万千瓦时）
闽东水电站		2.4	8880
丰源电站(即闽东水电站扩建工程)		8	19200
宁德发电分公司	白岩电站	0.64	1720
	大泽溪电站	1.42	5300
	金溪电站	0.64	2300
屏南发电分公司	上培水电站	2.71	9300
周宁发电分公司	东风水电站	1.64	7860
	龙溪一级水电站		
寿宁发电分公司	车岭一级电站	1.3	5300
福安发电分公司	穆阳溪水电站	0.5	2800
柘荣发电分公司	龙溪二级电站	2.1	7600
	龙溪三级电站		
福鼎发电分公司	桑园水电站	3.75	10800
	岙里电站	0.61	2200
霞浦发电分公司	罗汉溪梯级开发的一级电站	1.3	5600
	二级电站		
	新三级电站		
	四级电站		
福安市黄兰溪水电公司	黄兰溪一级	3.6	12575
	黄兰溪二级		
合计		30.61	101435

数据来源：公司网站，天相投顾整理

图表 6：闽东电力 2002 年以来水电站发电量及其增长



数据来源：公司公告，天相投顾整理

1.3 天时、地利、人和，转型新能源

面临电力主业继续发展的瓶颈，公司 2009 年开始涉足风电项目投资，于 2009 年 4 月与中闽公司签订了合作开发霞浦大京、烽火岛风电场的框架协议，随后 6 月获得了霞浦大京风电场特许权项目的开发建设及特许经营权。该项目装机容量 4.2 (28*0.15) 万千瓦，预计 2010 年底达产，闽东电力作为参股方，权益为 40%。

2009 年 9 月，公司与宁德市人民政府、中国技术市场协会、中国航天万源国际（集团）有限公司签订了《共同推进国家海上风力发电宁德示范工程项目战略合作协议》，共同投资参与“国家海上风力发电宁德示范工程项目”和“海西宁德大型风机制造基地”项目。其中：海上风电项目地点选择在宁德近海海域，分期建设，一期工程计划装机容量为 20-30 万千瓦，远景规划建设装机容量 200 万千瓦，以闽东电力为主导；风机制造基地计划建设至少 1 个总装厂和 1 个风叶制造厂，生产适用于陆地、沿海、近海风电场的大型海上风机设备，设计达到 100 万千瓦/年的产能。

2010 年 8 月，公司与北京万源工业有限公司正式签定了《航天闽箭新能源投资股份有限公司合资合同》，就成立新能源公司，共同投资、开发、建设和运营海上及陆地风电场项目，达成一致。

1.3.1 公司转型赶上“十二五”新能源发展高潮

当前，我国《新兴能源产业发展规划》已上报国务院待批，各项新能源的阶段性发展目标极大可能在 2011 年和 2020 年：太阳能发电装机规模将分别达 200 万千瓦和 2000 万千瓦，核电产业分别为 1200 万千瓦和 8600 万千瓦，风电分别为 3500 万千瓦和 1.5 亿千瓦。

三种主要的新能源形式中，核电具有较强的技术壁垒，且国家对于投资开发主体有非常严格的限制。太阳能与其他新能源相比在资源潜力和持久适用性方面具有优势，但其成本高昂，转换效率较低且难以突破，投资回报不佳。相比较之下，风电被认为是最具有商业化投资价值的新能源形式。

截至 2010 年 9 月底，我国 6000 千瓦及以上风电装机容量为 2344 万千瓦，距离 2011 和 2020 年的发展目标，分别约有 50%和 500%的扩容空间。未来 10 年，我国风电装机容量将保持每年新增 1000 万千瓦以上的增长速度。在此过程中，国家将会配以相关的法律法规保障新能源的快速发展。

我国可再生能源激励政策，曾经历过以“还本付息、合理利润、全额收购”为原则的鼓励政策和风电项目特许权政策。目前，国家对风电的支持政策已经比较完善了。这些政策法规整体思路就是支持风电产业化和自主化，以实现传统化石能源的替代。

1.全额并网

2006 年 1 月 1 日开始正式实施的《可再生能源法》，要求电网企业为可再生能源电力上网提供便利，并全额收购符合标准的可再生能源电量。在随后颁布的配套法规《可再生能源发电有关管理规定》对发电企业和电网企业的责任等方面作了明确阐述。但是由于种种原因，国内已建成的部分风电场没有和电网形成较好的衔接，风电上网始终存在瓶颈。

2010 年 9 月，中电联已将《风电并网国家标准》报送国家能源局审批，该标准对发电企业和电网要求都更加严格。发电企业要协助电网，保证电网运行安全；同时，要求电网全额收购已经并网的风电。该标准的制定与推行将促使风电资源合理、有序开发，并最大程度的打破风电并网瓶颈。

2.标杆电价与电价分摊

2009 年 7 月发改委发布的《关于完善风力发电上网电价政策的通知》规定，按风能资源状况和工程建设条件，将全国分为四类风能资源区，相应制定风电标杆上网电价，从 0.51 元至 0.61 元不等。今后新建陆上风电项目统一执行所在风能资源区的风电标杆上网电价。同时规定，继续实行风电费用分摊制度，风电上网电价高出当地燃煤机组标杆上网电价的部分，通过全国征收的可再生能源电价附加分摊解决。

标杆上网电价的制定，增强了风电运营商的投资回报预期，改善其财务能力，增强风电投资的可持续性。

3.财税优惠

考虑到现阶段可再生能源开发利用的投资成本比较高，为加快技术开发和市场形成，《可再生能源法》还分别就设立可再生能源发展专项资金，为可再生能源开发利用项目提供有财政贴息优惠的贷款，对列入可再生能源产业发展指导目标的项目提供税收优惠等扶持措施作了规定。

财政部、国家税务总局发布财税（2001）198 号文《关于部分资源综合利用及其它产品增值税政策问题的通知》，规定自 2001 年起，对利用风力生产的电力实行增值税按应纳税额减半征收。

近日有媒体报道，工信部将一份关于加大对战略性新兴产业政策扶持力度方面的建议上报给国务院有关部门，意在从事新能源、新材料等七大战略性新兴产业的企业，建议加大税收优惠力度，在“三免三减半”优惠期满后，可考虑对其所得税率在 15%的基础上减半征收。这一优惠政策将成为今年中央经济工作会议的一项

重要议题。

图表 7：我国涉及风电领域的政策法规

推出/施行时间	法律/法规名称
2005 年 2 月	《中华人民共和国可再生能源法》
2005 年 11 月	《可再生能源产业发展指导目录》
2006 年 1 月	《可再生能源发电有关管理规定》
2006 年 1 月	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》
2006 年 5 月	《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》
2006 年 11 月	《促进风电产业发展实施意见》
2007 年 6 月	《可再生能源中长期发展规划》
2007 年 8 月	《节能发电调度办法（试行）》
2007 年 9 月	《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》
2008 年 3 月	《可再生能源十一五规划》
2008 年 8 月	《风力发电设备产业化专项资金管理暂行办法》
2009 年 7 月	《关于完善风力发电上网电价政策的通知》

数据来源：公司公告，天相投顾整理

除国内的保障性政策支持风电产业快速发展外，CDM 机制增添了风电投资的魅力。1997 年 12 月，第 3 次《联合国气候变化框架公约》缔约方大会通过的《京都议定书》规定，2008-2012 年，主要工业发达国家要将二氧化碳等 6 种温室气体排放量在 1990 年的基础上平均减少 5.2%，发展中国家在 2012 年以前不需要承担减排义务。同时，根据《京都议定书》建立的清洁发展机制（CDM），发达国家如果完不成减排任务，可以在发展中国家实施减排项目或购买温室气体排放量。

风电行业贸易组织指出，使用风力涡轮每发电 1 千瓦时，与传统的发电厂相比，可减排二氧化碳 860 克。近两年欧元区碳排放交易平均价为 13.5 欧元/吨，扣除中介等相关费用，落实到碳交易卖方手中的收益大约不到 9 欧元/吨，折合到每度电的收益约为 0.07 元/千瓦时，对风场盈利能力的提振作用显著。

图表 8：2005 年 4 月份以来欧元区碳排放交易价格历史走势



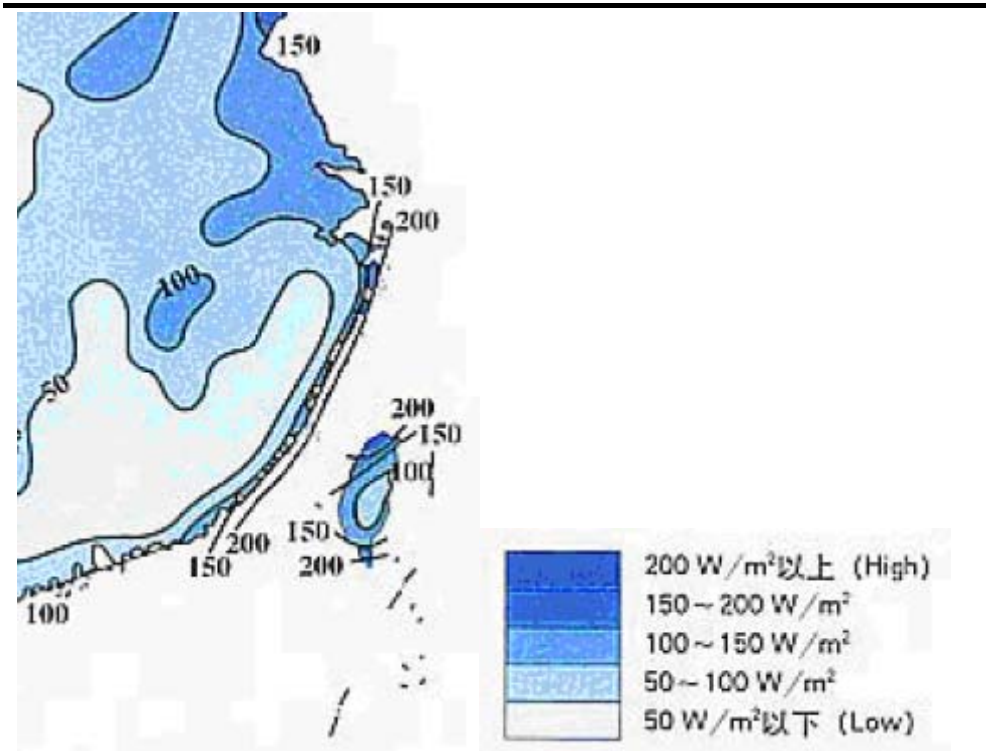
数据来源：彭博系统，天相投顾整理

2009 年底召开的哥本哈根会议，未确定 2012 年后具有约束力的减排目标，CDM 的前景趋于不明朗，这给 2012 年后清洁能源减排项目的 CDM 收益带来较大的不确定性。但是，无论国际上还是国内，节能减排的形势是严峻的，碳税的征收已经提上我国政府的议事日程，在这样的大形势下，清洁能源的发展优势越发显著。

1.3.2 根据地自然资源优势及大股东背景保驾公司新能源转型

福建省风力资源丰富且风能质量较好。初步勘测，闽东电力所在的宁德市陆地风电资源技术可开发装机容量在 50 万千瓦以上，30 米水深以内的近海海上风电技术可开发总装机容量在 400 万千瓦以上。基于台湾海峡的峡管效应，每当冷空气南下到达海峡时，气流速度加快，此外当地空气水分高导致密度大，由此形成风能资源丰富区。我国福建沿海及其岛屿风能丰富带，年有效风功率密度在 $200\text{W}/\text{m}^2$ 以上。

图表 9：我国东南沿海地区风电资源状况



资料来源：中电联，天相投顾整理

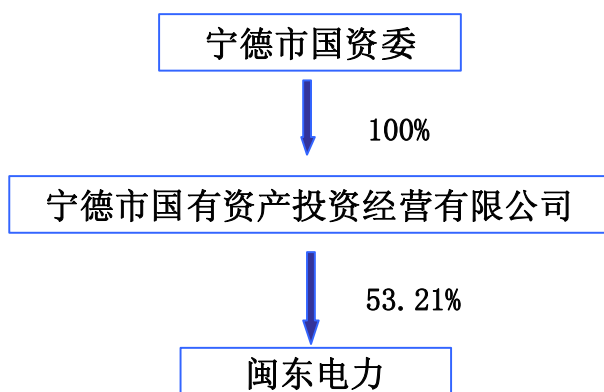
福建省除拥有大量天然的风电资源外，相对于我国北方风能资源富足地区，风电场并网条件更好。置身于较大的电力负荷中心，风电本地消纳能力较强，且较好的传统电源结构使得电网调峰能力裕度可消纳更多的风电装机容量（简单估算目前风电消纳能力为 274 万千瓦），这将使投产风电设备的利用小时获得有效保障。

闽东电力是福建省唯一一家电力行业上市公司，实际控制人为宁德市国资委。公司未来十年电力主业的发展很大程度上依托于宁德市陆上和海上优良的风电资源。当前国内的风电场开发商以央企电力集团和地方性电企为主，公司的股东背景也将为其转型铺路。

截至目前，宁德市已开发的陆上风电项目仅有中闽公司控股、公司参股投资的霞浦大京风电场（4.2 万千瓦），陆上风电还有较大可开发的空间，公司有望争取到与中闽公司合作项目（9-10 万千瓦）之外的其他陆上风场资源。

作为“双拥模范城”的宁德市，其海上风电的发展获得海军部队的支持，我们认为闽东电力会顺利获得海上风场对应海域的开发权。公司已在霞浦附近海域建立测风点，足以证明当地政府和海军部队的扶持力度。

图表 10：闽东电力股东结构图



数据来源：公司公告

1.3.3 邂逅风机制造央企加速风电扩张进程

公司已与中国航天万源国际（集团）有限公司形成了战略联盟，共同投资参与宁德海上风电和风机制造基地项目，且与其全资子公司——北京万源工业有限公司签定了《航天闽箭新能源投资股份有限公司合资合同》，成立新能源公司，先期建设运营陆上风电项目。

战略合伙人 2008 年完成重组进军风机制造。

中国航天万源国际（集团）有限公司，由中国运载火箭技术研究院控股，该研究院隶属于中央国资委下属的中国航天科技集团公司。

集团公司原为航天科技通信有限公司，2008 年完成重组更名，主营业务由单一电讯类转变为风电、汽车零部件、新材料和电讯的多元结构。同年，集团公司联合 EWT（荷兰第二大直驱风机制造商，拥有先进直驱技术）、北京新源赛风公司、北京航天材料所，共同组建内蒙古风机总装厂、内蒙古风机叶片厂，以及风机销售公司和售后服务公司，重点发展代表先进能源的直驱风机项目。集团主导的这四块项目多以北京万源为运作主体，正处于稳步推进阶段。

集团公司当前风机制造业务主要分布于内蒙古和江苏，以控股经营为主；风电场运营业务主要分布于吉林、辽宁、江苏和内蒙古，含控股和参股两种形式。风机制造业务是集团公司主要的发展方向，当前抢占市场，后续逐渐扩大规模应是主攻方向。宁德海上风电资源丰富，未来风电设备需求显著，集团公司进军宁德风电市场，展开与当地政府的合作，符合其战略规划方向。

闽东电力邂逅央企有望加速转型。

闽东电力，作为经营水电 10 年以上的电力企业，其转型风电具有先天的优势。水电和风电同样作为“靠天吃饭”的行业，其运行特性、季节波动特征（尽管波峰波谷正相反）有相通之处，且二者电力产品销售的对象以及上级监管部门几乎重叠，这就导致电厂的管理思路相近。此外，风电产业本身在技术、管理等方面标准化的特性也支撑公司加速转型，公司只要运作第一个风场步入正轨，在项目获得顺利、资本金充足的前提下，可实现逐年翻倍式扩张，可复制性很强。

借助央企联盟的资源优势，公司控股的-航天闽箭新能源公司有望获得福建省外的风场资源，加速公司的风电业务扩张。我们认为，航天万源集团当前风电场运营的主要区域，如辽宁、吉林、江苏和内蒙古，都有可能成为公司外省扩张的重点地区。

2. 进军风电，开启成长空间

2.1 由陆入海，战略清晰

我国海上风电资源丰富，资源储量约为陆上 3 倍。海上风电具有风速高、风资源持续稳定、发电量大等特点，因间歇性发电对电网的干扰程度大幅低于陆上风电。同时，海上风电开发集中在东部沿海经济发达地区，可通过海底电缆直接到达电力负荷中心，电网承载能力强，不存在并网瓶颈。

当前，我国海上风电还处于起步和探索阶段，相比于陆上风电，其建设、维护难度大，运行环境复杂，需要更多的开发和运营成本投入和更高的技术、管理水平。

2010 年是我国海上风电发展的开端，国家能源局已完成首轮海上风电首批特许权招标，并已经向辽宁、河北、天津、上海、山东、江苏、浙江、福建、广东、广西、海南等 11 省份有关部门下发通知，要求各地申报海上风电特许权招标项目。国家将通过第一批海上风电项目的建设，研发出一套适用于我国海上风电建设的技术标准和管理体系。

图表 11：陆上风电与近海风电比较

比较	陆上风电	近海风电
国内可开发资源储量	2.53 亿千瓦	7.5 亿千瓦
开发利用情况	高速扩容阶段	个别项目试点
设备制造、风场建设与维护技术	已成熟	探索阶段
当前单位容量开发成本	8000 元/千瓦	16000 元/千瓦左右
投产后维护成本	较低	较高
风电场平均年发电小时	2000 小时左右	3000 小时左右
电量上网瓶颈	个别区域较大	较小
运行寿命	20 年	25-30 年（海上风湍流强度低，减少风机疲劳载荷）

数据来源：天相投顾整理

“十二五”期间，是闽东电力快速推进风电转型，积累风电场运营管理经验的时期。在此期间，我国海上风电技术逐步成熟，公司战略合作人-航天万源的风机制造能力逐步完善，海上风电单位投资成本进一步下降。公司战略转型的目标明确、步骤清晰，在具备较强风场资源获取能力的条件下，由陆上风电到海上风电分阶段投资规划，逐渐过渡为 A 股市场上稀缺的以新能源为主业的电力公司。

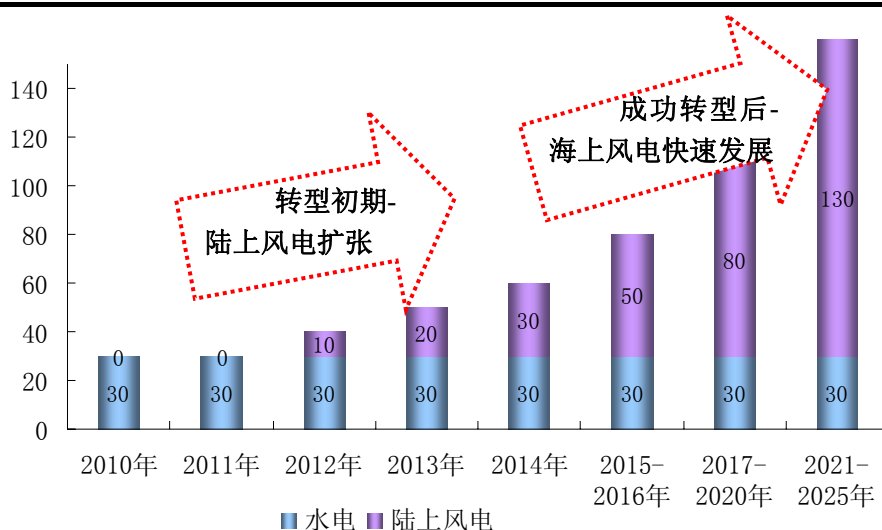
2.2 未来三年：新主业助公司资产翻番

2.2.1 清洁能源成为业务重心

未来三年，公司陆上风电装机规模有望扩张至现有水电（30 万千瓦）的水平，30 万千瓦的风电场总资产规模约为 25 亿，相当于公司当前总资产规模的 1 倍。

针对公司“十三五”重点推进的海上风电，已经获得了发改委和海军部队的路条，初步批复 100-110 万千瓦海上风场对应的海域开展前期工作，2013 年之前是项目前期工作阶段，当前规划海上风场的测风工作已经启动，预计正式开建在“十二五”末期，一期工程规划装机容量 20-30 万千瓦，所有项目 10 年分批建成，公司新能源转型后可持续发展。

图表 12：闽东电力新能源转型与扩张步骤（装机容量：万千瓦）



数据来源：天相投顾整理

2.2.2 房地产业务收益支持主业发展

公司 100%控股两个房地产公司，分别是宁德市东晟房地产有限公司和武汉楚都房地产有限公司。

宁德公司开发的三个项目建筑面积合计超过 20 万平方米，其中“东晟-泰丽园”属于在建项目，开发建筑面积约 6 万平方米，处于在建期，预计 2012 上半年交付使用；剩余项目也将于 2010 年底至 2011 年上半年陆续开工，2013-2014 年交付使用。宁德市当前商品房销售均价在 6000 元/平方米左右，其紧邻的福州市和温州市，商品房销售均价已达 1.5-2 万元/平方米和 2-3 万元/平米，基于宁德市实施“环三”发展

规划，以及海西宁德工业区的发展，宁德市后发优势明显，房地产市场前景看好，我们认为当地商品房价格上涨预期较强。

武汉公司开发的项目可结算面积 6 万多平方米，预计销售均价在 9000 元/平方米左右，已开始部分结算贡献利润。

公司的房地产业务未来几年将充当蓄水池的功能，为公司新能源转型提供资本金支持；同时，基于水电主业来水波动的特征，可有效平抑整体业绩波动。

截至 2010 上半年末，公司现金余额 1.90 亿元，未来几年房地产储备项目现金流入超过储备项目净资产价值 3.45 亿元，加上水电业务稳定的利润流入，足以支撑风电转型初期的资本金需求。

3. 价值重估，上调评级

3.1 传统小水电资产及上市公司壳资源价值

公司水电业务装机容量 30 万千瓦未来将维持稳定，正常来水条件下年发电量 10.5 亿千瓦时，贡献公司每股收益约 0.195 元。

公司下属水电站多为老电站，投产期最早为上世纪 70 年代，随着财务折旧期结束，水电站依然可正常发电，公司水电业务盈利未来会出现逐渐小幅提升。此外，基于小水电的运行特征，其业绩的弹性较大型水电站强，公司今年上半年发电总量为去年全年 80% 的水平，可适当享受高于稳定性强的水电公司的 PE 估值。水电业务作为闽东电力的基础性业务，连同考虑上市公司的壳资源价值，我们给予公司水电业务板块 25 倍 PE，合理价值 4.88 元。

图表 13：水电业务盈利简算表（假设正常来水，财务数据单位：万元）

发电量（亿千瓦时）	10.5
上网电量（亿千瓦时）	10.29
税后上网电价（元/千瓦时）	0.2882
收入	29656
折旧	6000
成本	16000
毛利润	13656
营业税金及附加	200
管理费用	2000
财务费用	1779
营业利润/利润总额	9676
所得税	2419
净利润/归属母公司所有者净利润	7257
每股收益（元）	0.195

数据来源：天相投顾整理

3.2 房地产业务储备项目 NAV 估值



公司在宁德、武汉的全资房地产项目，按照上述开发建筑面积和未来销售均价预期，考虑房地产公司正常的盈利水平，预计销售净利润率在 16-18%之间，该业务净资产重估价值为 3.45 亿元，折合每股价值 0.925 元。

3.3 稳定的参股公司投资收益贡献价值

公司当前投资收益有两个主要贡献方：

- 参股 32%的厦门船舶重工股份有限公司，成立以来业务规模逐年提高，净利润自 2005-2006 年突破千万以后逐年快速增长。经济危机过后，2009 年净利润超过 2 亿元，当年为公司贡献投资收益 7676 万元。该公司订单饱满，未来几年有望每年稳定为公司贡献投资收益 6000-7000 万元，按照 6500 万元折算成每股收益为 0.17 元。当前 A 股市场船舶制造类公司 PE 估值为 15-20 倍，考虑到厦船为公司参股公司，我们给予该项业务 15 倍 PE，合理价值为 2.61 元。
- 参股 30%的寿宁牛头山水电公司，装机容量共 10 万千瓦，年均发电量 2.9 亿千瓦时，随着投资水电站投产后进入稳定财务期，今年开始为公司贡献的投资收益同比大幅增加。参考公司水电业务在来水正常条件下 0.07 元/千瓦时的净利润，寿宁牛头山水电公司年净利润约为 2000 万元，贡献公司投资收益 600 万元，折合每股收益 0.016 元，给予 20 倍合理 PE，估值为 0.32 元。

参股风场 2011 年起开始为公司贡献投资收益：

- 参股 40%的闽投霞浦大京风电场，预计在 2010 年底安装调试完毕，2011 年起开始为公司贡献投资收益。该风场装机容量 4.2 万千瓦，设计年发电小时 2376 小时，上网电价核定为 0.619 元/千瓦时。不考虑 CDM 收益，预计进入正常运营期后年净利润约为 1200 万元，贡献公司投资收益 480 万元，折合每股收益 0.013 元。考虑到公司与中闽公司合作开发霞浦大京风场之后，还有烽火岛风电场项目，因此该部分股权投资存有成长空间。我们给予 30 倍合理 PE，估值为 0.39 元。若考虑 CDM 收益，则大京风场净利润增加 700 万元，公司这部分投资的估值可提升至 0.61 元。

综上，闽东电力投资收益部分合理价值总计为 3.32-3.55 元。

3.4 高速成长的风电业务价值

预计闽东电力 2012 年开始每年有两个控股风场进入正常运营，包含宁德市及省外项目。2014 年公司有望实现近 30 万千瓦陆上风电投运，由于不同地区风资源条件存在差异，宁德境内陆上风场利用小时接近 2400 小时，而东北等其他地区风场利用小时仅为 2000-2100 小时。我们采用 2200 小时这一中枢水平，一个装机容量 5 万千瓦的陆上风场结束调试进入正常运行期后，年净利润规模在不考虑 CDM 收益的条件下约为 1200 万元，6 个风场共 7200 万元，假设公司 100%控股经营，折合每股收益 0.193 元，按照 10%折现率折算到 2011 年为 0.145 元。参照港股风场运营公司龙源电力当前 30 倍左右的 PE 估值，合理价值为 4.35 元，考虑 CDM 收益，合理价值为 7.17 元。

按照以上的估值方法，或多或少低估了公司远期较为确定的海上风电扩张空间，我们换一种估值方式，以公司控股风场投运的 2012 年为基期。预计公司 2012 年有 2 台控股风场投运，按照模拟测算结果，两个风场年净利润合计为 2400 万元，假设公司 100%控股经营，折合每股收益为 0.064 元。由于业绩贡献开启于 2012 年，每股收益按照 10%折现率折算到 2011 年为 0.058 元。考虑到公司未来三年陆上风电业务有望呈现翻倍式扩张，2012-2014 年投产装机容量复合增长率有望超过 70%，加之目前较为确定的海上风电 100 万千瓦开发规划，公司风电业务未来将呈现低基数、高成长的发展趋势，我们按照风电业务的成长性给予 100 倍 PE，合理价值为 5.88 元。如果考虑上 CDM 收益，则风电业务合理价值为 9.64 元。

上述按照高成长给予公司的估值结果较第一种方法高出 35%左右，考虑到公司转型风电的各方面优势，海上风电较大的发展空间，以及转型后的业务结构在 A 股市场中的稀缺性，我们认为可给予适当的溢价。

图表 14：不同发电小时假设下风电业务盈利简算表（财务数据单位：万元）

利用小时	2000	2100	2200	2300	2400
发电量（万千瓦时）	10000	10500	11000	11500	12000
上网电量（万千瓦时）	9900	10400	10900	11400	11900
税后上网电价（元/千瓦时）	0.5622	0.5622	0.5622	0.5622	0.5622
收入	5566	5847	6128	6409	6690
折旧（假设按 20 年直线折旧，总投资 4.2 亿元）	2100	2100	2100	2100	2100
成本	3360	3360	3360	3360	3360
毛利润	2206	2487	2768	3049	3330
营业税金及附加	47	50	52	54	57
管理费用	278	292	306	320	335
财务费用（经营还款期平均）	990	990	990	990	990
营业利润/利润总额	890	1155	1420	1684	1949
所得税	134	173	213	253	292
净利润/归属母公司所有者净利润	757	982	1207	1432	1657
每股收益（元）	0.020	0.026	0.032	0.038	0.044
附加：CDM 收益（按当前碳交易价格估算为 0.07 元/千瓦时）	700	735	770	805	840
考虑 CDM 收益的净利润/归属母公司所有者净利润	1457	1717	1977	2237	2497
每股收益（元）	0.039	0.046	0.053	0.060	0.067

数据来源：天相投顾整理

3.5 合理价值中枢 17 元，上调至“买入”评级

将以上各业务板块的估值加总，闽东电力的合理价值区间为 15.00-19.00 元，合理价值中枢为 17.00 元，对照 2010-11-23 收盘价 12.01 元，公司股价存在 40%的上涨空间，我们上调公司投资评级至“买入”。

图表 15：分业务估值汇总表

利润贡献方	合理价值（元）
一、水电业务	4.88
二、房地产业务	0.925
三、投资收益部分	3.32-3.55
1. 厦门船舶	2.61
2. 寿宁牛头山水电	0.32
3. 霞浦大京陆上风电场（CDM 考虑前后）	0.39-0.61
四、新增高成长风电业务（CDM 考虑前后）	5.88-9.64
闽东电力合计	15.00-19.00

数据来源：天相投顾整理

公司关于爱建证券 1 亿元保证金的诉讼案若能成功，资产减值冲回将为公司投资风电积累资金筹码，同时增加当期报表利润。此外，未来一段时期，国家《新兴产业发展规划》获批、公司陆上风电投资项目核准等都将成为公司股价的重要催化剂。

4. 主要风险提示

- 当地水电站来水偏少降低公司水电业务的盈利能力，同时影响参股寿宁牛头山水电公司的投资收益贡献；
- 陆上风电项目申报、获批、投建、投产到贡献业绩的进程差于预期；
- 海上风电技术发展、国内试点项目及国家政策的变数；
- 房地产业务结算利润低于预期；
- 参股厦门船舶公司、大京风电场盈利情况差于预期，降低对公司投资收益贡献。

图表 16: 闽东电力盈利预测表

(单位: 万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	26055	55040	50043	48125	71896	84152
增长率	-11.6%	111.2%	-9.1%	-3.8%	49.4%	17.0%
毛利率	45.1%	39.8%	41.0%	50.5%	42.4%	43.7%
减: 营业成本	14303	33132	29536	23826	41426	47346
营业税金及附加	199	3184	3527	3369	5033	5891
销售费用	37	2884	313	500	2000	2000
管理费用	6483	7571	8382	8181	8627	9257
财务费用	2551	5051	4763	4187	6471	7574
期间费用率	34.8%	28.2%	26.9%	26.7%	23.8%	22.4%
资产减值损失	89	104	240	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1274	4865	7498	7000	7000	7400
二、营业利润	3669	7980	10780	15062	15339	19485
增长率	-44.8%	117.5%	35.1%	39.7%	1.8%	27.0%
加: 营业外收入	179	74	42	37	0	0
减: 营业外支出	281	2491	219	111	0	0
三、利润总额	3567	5563	10603	14988	15339	19485
减: 所得税费用	1496	622	1634	1997	2085	3021
实际所得税率	41.9%	11.2%	15.4%	13.3%	13.6%	15.5%
四、净利润	2071	4940	8969	12991	13254	16464
归属于母公司股东的净利润	2147	4977	9043	13212	13480	16744
增长率	-41.3%	131.8%	81.7%	46.1%	2.0%	24.2%
净利润率	8.2%	9.0%	18.1%	27.5%	18.7%	19.9%
少数股东损益	-75	-37	-74	-221	-225	-280
总股本(万股)	37300	37300	37300	37300	37300	37300
每股收益(元)	0.06	0.13	0.24	0.35	0.36	0.45

数据来源: 公司公告, 天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040