



绝对收益 6 号：ST 梅雁

ST 梅雁 (600868)

主营业务造血能力有限，债务负担沉重。公司（600868）属综合性集团公司，自 1996 年转型以来，以水力发电为主，曾经一度被称为“民营水电大王”，目前公司主要经营水力发电、铜箔的生产和销售。由财务数据可知，公司举债过多，财务费用居高不下，靠主营收入无法实现扭亏为盈。事实上，公司也已经数度出售资产。在 2010 年，更是在保壳与偿还银行贷款的双压力下，先后四次出售资产，收入 6.43 亿元。

大股东不断减持，控制权分散。公司（600868）股权结构比较分散，经营情况也较为复杂。大股东广东梅雁投资有限公司持股比例仅为 3.5%，且从公开资料显示，2007 年 11 月份至今的短短三年时间里，梅雁投资已累计减持 ST 梅雁 2.2 亿股，占到总股本的 11.62%。最近一次减持就发生在 2010 年 11 月初，梅雁投资又减持了 1932 万股。公司目前公告的前十大股东，除第一大股东外均为自然人。与第一大股东频频减持不同，其他自然人股东纷纷在近两年内购买公司股票，许多还有过投资其他 ST 类股票的经历，表达了对于 ST 梅雁（600868）强烈的重组预期。

公司市值约 66 亿，壳资源价值适合特定受众，借壳难度较大。通过分析我们发现，梅雁目前的壳资产并不是一个受众很广的标的。首先，其股本较大，若收购方要获得 30% 的股权，则 ST 梅雁要对其非公开发行 8.14 亿股，以目前的 20 日均线 3.57 元为增发价，则收购方的评估净资产值要在 29.07 亿以上。但同时，这样大的壳也可以容纳一些巨型的企业借壳，理论上这个公司壳可以被置入的资产上限为 594 亿，这也是梅雁这个壳资产的特殊性所在。此外，随着证监会《关于修改上市公司重大重组与配套融资相关规定的决定（征求意见稿）》的公布，新规定发行股份购买资产与配套融资可以同步操作，这样对一些规模较大和资质较好的资产而言，ST 梅雁将变得比较有吸引力。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	655.83	655.83	655.83	655.83
EBITDA（百万）	521.83	521.83	521.83	521.83
净利润（百万）	238.60-	238.60-	238.60-	238.60-
净利润增长率	--%	--%	--%	--%
ROE	5.40	5.40	5.40	5.40
EPS（元）	0.13	0.13	0.13	0.13

首次评级

不评级

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440206070058

联系人：叶广辉

yeguanguhui@csc.com.cn

010-85156332

发布日期：2011 年 7 月 25 日

当前股价：3.36 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
	4.41/-1.32	-31.99/-23.39	17.16/1.90
12 月最高/最低价（元）			5.22/2.93
总股本（万股）			189814.87
流通 A 股（万股）			189814.87
总市值（亿元）			67.38
流通市值（亿元）			67.38
近 3 月日均成交量（万）			5811.28
主要股东			
广东梅雁实业投资股份有限公司			3.50%

股价表现



相关研究报告



目录

主营分析	1
财务状况	6
大股东控股比例较低，重组困难较大	8
旗下银锦矿概念大过实质利好	9
公司未来发展规划	9
壳资产的价值分析	9

主营分析

广东梅雁水电股份有限公司的前身广东梅雁企业（集团）公司组建于 1990 年，是一个多元化综合的企业集团公司。于 1994 年 9 月 12 日在上海证券交易所上市交易。2006 年 9 月 11 日经广东省工商行政管理局核准中文全称由广东梅雁企业（集团）股份有限公司变更为广东梅雁水电股份有限公司。公司通过历年的送、配股后，总股本变更为 1,898,148,679 股。公司（600868）属综合性集团公司。公司以水力发电为主，经营范围为电力生产、建筑业、房地产开发与经营、养殖业、电子计算机生产销售、制造业。报告期内，公司主要经营水力发电、铜箔的生产和销售。

公司从 1996 年起逐步将产业结构朝水电行业调整，先后在广东梅州及广西柳州等两个地区投资建造了 10 个水电站。目前公司拥有 7 个水电站，电站总装机容量为 22 万千瓦。目前公司的总资产为 39 亿元，现有员工 1100 多人，拥有 12 家全资及控股公司，业务涉及水电能源、铜箔、水泥、矿产销售等。

2010 年度，公司在加强公司治理的同时继续以降低银行负债、调整债务结构为中心做好各项经营管理工作，公司通过处置资产降低银行负债、调整债务结构，节约了财务费用支出，较大幅度地化解了公司的财务风险，本报告期内共计归还银行借款约 8.6 亿元，归还银行利息约 3 亿元，归还其它债务约 0.8 亿元；报告期内，公司加强了对控股公司的生产运营管理，通过节能降耗、增加产量等措施挖掘潜力增加收益，使梅雁旋窑水泥、金象铜箔等控股公司实现了扭亏为盈。2010 年度，公司合并的营业收入为 6.56 万元。

表 1 上市公司主要控股公司概况

公司名称	业务性质	主要产品 或服务	控股比例	资产规模 (亿元)	净利润 (亿元)
广西融水古顶水电有限责任公司	水力发电	水电能源	95.4%	5.64	-0.45
丰顺县梅丰水电发展有限公司	水力发电	水电能源	75.28%	2.71	-0.04
梅县龙上水电有限公司	水力发电	水电能源	100%	3.67	-0.15
梅县金象铜箔有限公司	生产经营电解铜箔、制品	电解铜箔	70%	1.6	-0.05
广东梅县梅雁 TFT 显示器有限公司	研究、开发、生产、销售 电子元（TFT 显示器）	导光板	86.77%	1.4	0.002
梅县梅雁旋窑水泥有限公司	生产经营新型干法旋窑 水泥	水泥熟料	100%	1.39	-0.04
广东梅县梅雁矿业有限公司	开采、加工、销售：银矿	银铋矿	100%	1.13	-0.14

业务结构

水电业务

广西融水古顶水电站

位于柳州市融水县城和陆镇古顶村民委上油榨村旁的融江河上，距融水县城里 16km，是柳江规划第七个梯级。坝址以上控制集水面积 24273km²，多年平均发电量 33181 万 kW h。

电站发电厂房安装 4 台灯泡贯流式发电机组，单机容量 2.00 万 KW，总装机容量 8.00 万 KW，额定水

头为 7.3 米。水库，年平均利用小时 4147h，多年平均发电量约为 33181 万 KW.h，其中枯水期发电量 13358 万 KW.h。100 吨级船闸设计年货运量 100 万吨，建成后可渠化融江航道 33KM。古顶水电站是以发电为主，兼有航运等综合利用的工程。工程总投资近 7 亿元人民币，4 台机组均已并网发电。

丰顺县梅丰水电站

A 厂：

丰顺县梅丰水电站 A 厂位于丰顺县汤西镇西南部八乡河，是八乡河水电梯级开发规划项目之一。工程建设的主要任务是水力发电。工程利用八乡河的水力资源，缓解丰顺县及梅州市电力供应的紧张局面，促进和加快丰顺县的经济的发展。

该工程属于以发电为主的中水头坝后式水电站工程，水库总库容为 574 万 m^3 ，水库正常蓄水位为 188m，正常库容为 481 万 m^3 ，发电引水管布置在溢流坝段左侧，引水管道长约 250m。

主体工程于 2003 年 2 月动工。电站总装机容量为 $2 \times 4000KW$ ，设计多年平均发电量 2030 万 KWh，电站所发电量以一回 110KV 线路接入梅丰电站 B 厂，由 B 厂汇集送往汤坑 220KV 变电站。

B 厂：

丰顺县梅丰水电站 B 厂位于丰顺县汤西镇大罗村龙颈水库库尾老虎潭，是八乡河水电梯级开发规划项目之一。本工程建设的主要任务是水力发电。本工程的建设，利用了八乡河的水力资源，缓解丰顺县及梅州市电力供应的紧张局面，促进和加快了丰顺县的经济的发展。

本工程属于以发电为主的中水头隧洞引水式水电站工程，水库总库容为 470 万 m^3 ，水库正常蓄水位为 142.5m，正常库容为 405 万 m^3 。

主体工程于 2003 年 2 月动工，目前已完成大坝工程、隧道挖通、厂房基本完成。电站总装机容量为 $2 \times 6000KW$ ，设计多年平均发电量 3501 万 KW.h，电站有两回 110KV 线路，一回至梅丰电站 A 厂，另一回至丰顺县汤坑 220KV 变电站。

丰顺县梅丰水电站 A、B 站已投入 15491 万元，电站由丰顺县梅丰水电发展有限公司投资兴建。

龙上水电站

位于梅县梅南镇境内。电站装机容量为 $2 \times 12500KW$ ，设计年利用小时数为 3055 小时，多年平均年发电量 7637 万 KW.h，属低水头日调节径流式水电站。龙上水电站第一台机组于 2007 年 1 月正式投产，第二台机组于 2007 年 11 月建设安装完毕，并正式投产。

单竹窝水电站

位于梅县松南镇单竹窝村附近，距梅州市区陆路 42 km。是梅江干流（梅城以下河段）规划的四个梯级中的第三个梯级。坝址以上控制集雨面积 12636 平方公里，多年平均年径流量 98.4 亿立方米，多年平均流量 312 m^3/s 。总库容 1.5 亿立方米，正常蓄水位 59.0 米，日调节库容 635 万立方米，是日调节低水头贯流水电站。

电站枢纽布置为：左岸厂房，右岸船闸，中间泄水闸。共 10 孔泄水闸，泄水闸设 9.2m $\times$ 10.6m（宽 $\times$



高) 平板闸门、用 QPQ2×800KN 卷扬机操作, 堰顶高程 48.5m。船闸布置在河床右侧, 闸室有效尺寸 88m×8m×2m (长×宽×门槛水深), 可通过 100t 船只。电站布置在河床左岸, 为河床式挡水厂房, 电站装机为 4 台 8500kw 的灯泡贯流式水轮发电机组, 总容量 3.4 万 KW。设备由韶关众力发电设备有限公司制造。设计水头 6.2m, 保证出力 8808KW, 年利用小时 3992h, 年平均发电量 1.36 亿 kw h。电量由 110KV 一回路接入梅州市电网。枢纽开发任务以发电为主、兼顾航运, 并结合旅游业、养殖业等综合利用。电站 1999 年 12 月动工建设, 2001 年 6 月开始发电。由广东梅雁水电股份有限公司投资兴建, 总投资 4.3 亿元。

梅县三龙水电站

三龙水电站位于梅州市梅江区三角镇境内, 在梅州市区范围内, 交通方便。电站装机容量为 2×12000KW, 水库库容约为 3050 万立方米, 设计多年平均年发电量为 8118 万 KW·h。电站采用一回 110KV 电压出线接入梅州市电力网系统。工程于 2002 年 12 月动工。电站第一、二台机组分别于 2004 年 9 月、2005 年 4 月投产。

丙村水电站

位于梅县丙村镇上游, 距梅州市区陆路 24km, 是梅江干流(梅城以下河段) 规划的四个梯级自上而下的第二个梯级。枢纽开发任务以发电为主, 兼顾航运, 并结合旅游、养殖等综合利用。电站装设 2 台单机容量为 1.0 万 KW 的灯泡贯流式水轮发电机组, 年利用小时数 3237h, 设计多年平均发电量 6467 万 KW·h, 水库正常蓄水位为 66.0m。

丙村电站由广东梅雁水电股份有限公司投资兴建总投资 2.5 亿元。由中水珠江水利水电勘测设计研究院设计, 土建工程由广东省水利水电第二工程局承包; 机电设备安装由广东省源天工程公司承包; 金属结构由广东江海机电工程有限公司承包。工程于 2001 年 12 月动工, 2004 年 1 月开始发电。

坝头水电站

位于梅县雁洋镇东洲村附近, 是石窟河上的最后一个梯级电站, 距丙村镇约 4km, 距梅州市约 30km 电站发电厂房位于河床左岸, 为河床式挡水厂房、电站装机为 3 台 6000kw 的灯泡贯流式水轮发电机组, 型号为: GZTF08-WP-380, 总容量 1.8 万 KW。设备由韶关众力发电设备有限公司制造, 设计水头 6.7 m, 保证出力 4688 KW, 年利用小时 2990 h, 年平均发电量 5189 万 KW h。河床中间设置 9 孔泄水闸。枢纽开发以发电为主、并结合旅游业、养殖业等综合利用。主体工程于 1998 年 11 月正式动工, 2000 年 12 月, 第一台机组投产发电, 到 2001 年 4 月三台机组全部投产, 建设工期 2 年 3 个月。坝头水电站工程总投资 21900 万元, 资金由广东梅雁水电股份有限公司独自筹措。电站自 2000 年 12 月第一台机组发电以来, 取得了显著经济效益, 同时闸坝公路的开通, 改善了当地交通条件, 发挥了较好的社会效益。

铜箔

锂电池的负极集流体由铜箔制造, 铜箔在锂电池内既当负极材料的载体, 又当负极电子收集与传输体, 因此锂电池制造对铜箔有特别的技术要求: 铜箔必须有良好的导电性, 铜箔上能均匀地涂敷负极材料而不脱落, 铜箔应有良好的耐蚀性, 双面光铜箔不仅在厚度上更薄(一般厚度要求 12 微米以下), 粗糙度更低, 而且有更高的抗拉强度、更高的延伸率和特殊的表面性能。

广东梅县梅雁电解铜箔有限公司是研究、生产、销售各类高档电解铜箔的省级高新技术企业, 是上市公司广东梅雁水电股份有限公司的下属企业。目前该公司年产各类电解铜箔 1200 吨, 现有固定资产 1.08 亿, 员工 156 人。



目前公司已成功开发出五种品种多个规格的电池用电解铜箔：单面毛、双面毛、双面粗化、双面光产品。自主研发的 9 微米单双面处理电解铜箔，是根据国内最大的几家锂电池生产企业的需求开发的，是一种特种性能电解铜箔，项目列入 2005 年度国家“火炬计划”。9 微米双面粗化电解铜箔于 2006 年 1 月经省科技厅组织的科技成果鉴定，整体技术水平国内领先，产品填补国内空白。

企业主要产品或服务：企业主要生产各类高档电解铜箔，目前主要产品品种五类，分别为 0.009mm、0.010mm、0.012mm、0.018mm、0.008mm 铜箔。生产能力和近年的实际生产、销售量：企业年设计生产能力 1200 吨左右，2007 年、2008 年由于订单充足，实际生产销售量分别达到 1348 吨及 1261 吨，2009 年由于宏观经济不景气，需求不足，实际生产销售量 1003 吨，2010 年第一季度，由于企业实际控制人广东梅雁水电股份有限公司决定优先满足其控股的另一电解铜箔生产企业产能，使第一季度产销量仅 71.80 吨。。

广东梅雁水电股份有限公司于 2010 年 8 月 12 日上午举行 2010 年第三次临时股东大会，通过了关于转让 66.99%股权的决议，目前公司还持有广东梅县梅雁电解铜箔有限公司 28.01%的股权。

公司出资累计投资 34,322.92 万元投资梅县金象铜箔有限公司年产 4800 吨超薄电解铜箔项目，项目于 2008 年 9 月 9 日成功试产。

TFT 显示器

广东梅县梅雁 TFT 显示器有限公司是广东梅雁水电股份有限公司的下属子公司，专门从事光电新材料研究开发与生产。公司利用自己的专利技术，引进微机电系统（MEMS）和当今世界先进的技术设备，生产 TFT 彩色液晶显示器新型导光板。

背光源是 TFT 彩色液晶显示器的主要部件之一，背光源中的导光板质量的好坏，直接影响液晶显示器的画面质量。目前大尺寸的液晶显示屏背光模组上的导光板生产主要采用丝网印刷光学点阵工艺和小尺寸的则采用注塑成型工艺。采用丝网印刷光学点阵工艺生产的导光板存在光散射不均匀和油墨印刷光学结构在使用一段时间后，会老化造成辉度下降等问题，严重影响了显示器的产品质量。而采用注射成型工艺虽然可以解决以上问题，但却无法生产大尺寸导光板，同时在注塑成型过程中，存在氧化变黄及热分解泛黄，以及伴随在光路超过 200mm 时，泛黄叠加引起画质下降等问题。而公司自主研发的两项的专利技术和生产工艺，不但解决了丝网印刷生产工艺上存在亮度不均匀及印刷油墨老化造成导光板光衰减的问题，同时亦实现了注塑成型生产工艺上 15"~23"以上大尺寸 MEMS 系统导光板，形成了一种独特的生产工艺，可以以较低的生产成本生产出亮度高、均匀性高，使用长时间光不衰减的优质导光板。目前，公司生产的新型导光板已被国家知识产权局授予五项技术专利，是国家火炬计划、国家重点新产品及国家产业化示范工程项目（属国家级重大专项）、2006 广东省重点建设项目。

水泥

梅县梅雁旋窑水泥有限公司是广东梅雁水电股份有限公司和港商合资兴建的中外合资企业。公司于 2002 年 3 月成立，总投资 1.8 亿元人民币，占地面积 13 万平方米。

公司地处梅县雁洋镇南山亭梅县东部生态工业园区内，生产线采用一条日产 2000 吨熟料带窑外分解的五级旋风预热新型干法生产线，机器设备全部由中央控制室控制，自动化程度高，环保、节能。于 2004 年 7 月建成并一次点火成功，生产的熟料质量优良。建成投产后，每年可以生产优质旋窑熟料 60 万吨，实现产值 1.2 亿元。目前公司共有员工 220 人，其中工程技术人员 50 人。

矿业公司

广东梅县梅雁矿业有限公司是广东梅雁水电股份有限公司全资子公司，主要从事银矿的开采、加工、销售。目前公司拥有嵩溪银矿矿山以及相配套的选矿厂，共有员工二百多人，其中各类专业技术人员 19 人。

嵩溪银矿距离梅州市 32km，行政上隶属梅县白渡镇管辖，地理坐标：北纬 24°30'45"~24°31'37"，东经 116°16'12"~116°17'30"。矿区面积 1.0396 K m²。矿区处于梅松公路南侧，往东 17km 有梅县最大的城镇松口镇，该镇文化发达，经济繁荣。区内交通十分方便，广梅汕铁路可达全国各地，航空班机有广州、香港等航线，水路沿韩江、梅江可达潮州、汕头市。

嵩溪银矿储量丰富，矿区拥有探明储量：银矿石 353.09 万吨（银金属 1067.56 吨），锑矿石 262.95 万吨（锑金属 42517.2 吨），其中证内储量为：银矿石 132.2 万吨（银金属 451.86 吨），锑矿石 121.975 万吨（锑金属 24023.7 吨）。该矿矿石品位为：银矿石 281.7 克/吨，锑矿石量为 1.59%。

螺旋藻养殖

梅县梅雁螺旋藻养殖有限公司成立于 2001 年，其前身为梅雁螺旋藻养殖场，成立于 1995 年，是广东梅雁水电股份有限公司所属的高新技术企业之一。现有养殖面积达 12 万平方米，是目前亚洲最大的螺旋藻养殖基地之一。

公司创建初期，试养殖 1 万平方米获得成功，经养殖实践并根据国内螺旋藻产业发展经验，结合本地实际，于 1995 年末进行迁场扩建。建立了 12 万平方米规模的螺旋藻养殖加工基地。根据公司螺旋藻加工深度的进一步扩大和销售渠道的进一步完善，再次投资 1.2 亿多元人民币扩大养殖基地面积，该项目计划建立 35 万平方米规模的螺旋藻养殖基地，年产藻粉 350 吨，根据国内外市场需求情况研究和开发深加工产品生产，包括保健饮料、保健口服液等高级保健食品，以及添加到新药源和生化制剂的添加剂等。公司主要产品为普通螺旋藻干粉，冷冻螺旋藻干粉，抗糖尿病因子螺旋藻，其中抗糖尿病因子螺旋藻正在申报国家二类中药，同时还利用螺旋藻粉头及二次回收粉，开发适用于珍稀动物、珍稀水生动物等的生态饲料。公司生产的螺旋藻精粉是由钝顶原料养殖，富含人体所必需的八种氨基酸组成的蛋白质、多种维生素、多种矿物质、藻多糖、β 胡萝卜素、藻蓝素、叶绿素和脂肪酸。钝顶螺旋藻所含的营养成分和多种对人体有益的生理性成份，具有很高的保健和医疗价值。

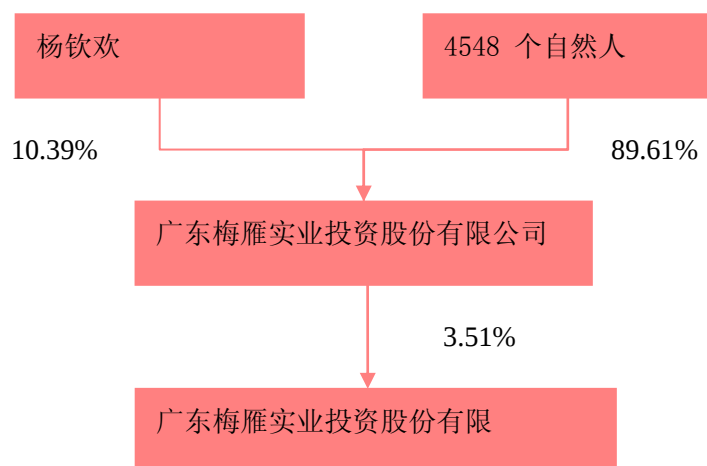
2010 年各项业务收入变化情况

表 2 收入变化情况

	主营收入 (万元)	同比增长	主营收入占比	主营利润 (万元)
电力	20489.96	-5.49%	31.24%	8391.78
铜箔	21679	83.64%	33.06%	1745.15
水泥	15197.72	57.63%	23.17%	1494.16
矿业	3528.04	226.54%	5.38%	670

ST 梅雁的实际控制人

图 1 实际控制人关系图



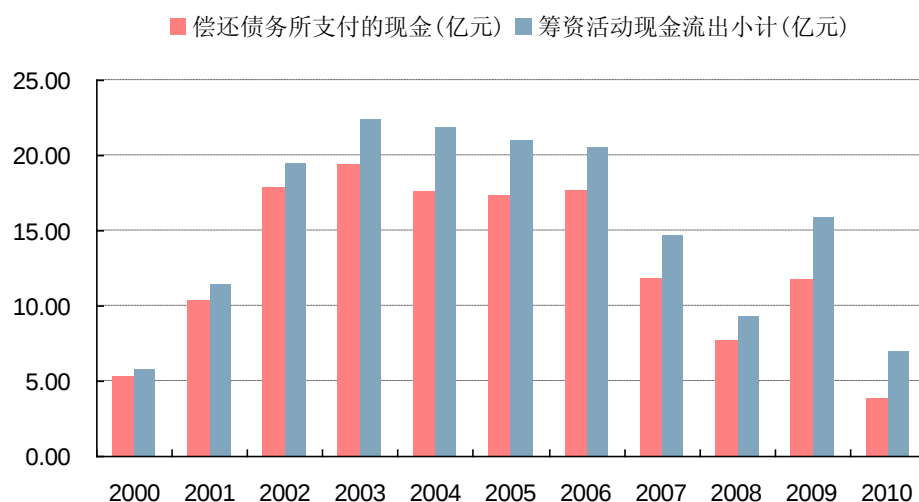
财务状况

表 3 上市公司财务状况

ST 梅雁	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
营业总收入(亿元)	12.46	10.04	6.98	7.40	8.06	6.62	4.90	6.56
营业总成本(亿元)	10.29	9.35	7.52	14.80	10.32	11.80	7.03	7.10
净利润(亿元)	2.18	1.14	0.02	-7.57	-1.65	1.93	-0.64	2.39
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	1.82	1.04	1.62	2.29	3.96	2.20	1.92	1.67
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-12.32	-16.88	-8.15	-0.83	1.69	5.20	7.01	5.32
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	11.86	13.10	7.99	-4.43	-4.95	-8.25	-8.94	-6.58

由于水电项目建设的特殊性，前期投入较大，其中偿还银行欠款占了筹资活动现金流的绝大多数，如下图所示：

图 2 上市公司筹资活动现金流



由财务数据可知，公司举债过多，财务费用居高不下，靠主营收入无法实现扭亏为盈。事实上，公司也已经数度出售资产。在 2010 年，更是在保壳与偿还银行贷款的双压力下，先后四次出售资产，收入 6.43 亿元。具体情况详见下表：

表 4 近三年来上市公司资产出售情况

时间	价格(万元)	标的	收购方	行业
2008	9.64	广西柳州市红花水电责任有限公司股权	中广核能源开发有限责任公司	水电
2009.9	1.68	梅县梅雁建筑工程有限公司等股权		建筑
2009	4.38	扶大高管会 800 亩工业用地和 300 亩商住用地等土地和房产	梅县人民政府	房地产
2010.1	4.10	贵柳水电公司 61.9%的股权	中广核能源开发有限责任公司	电力
2010.7	0.81	梅雁电解铜箔 66.99%的股权	梅县嘉元实业投资有限公司、赖世昌	铜箔
2010.8	0.70	梅丰水电 50%股权	丰顺县汇丰实业有限公司	电力
2010.12	0.83	水泥公司, TFT 显示器公司, 全球能源公司	梅县永信旋窑水泥有限公司	水泥、
合计	22.14			

从行业分布来看，2010 年四次变卖资产都是所出售的最多的是旗下水电公司的股权，其中，出售桂柳水电公司股权的收益占 2010 年上市公司净利润的 97.3%。



大股东控股比例较低，重组困难较大

公司(600868)股权结构比较分散，经营情况也较为复杂。大股东广东梅雁投资有限公司持股比例仅为 3.5%，且从公开资料显示，2007 年 11 月份至今的短短三年时间里，梅雁投资已累计减持 ST 梅雁 2.2 亿股，占到总股本的 11.62%。最近一次减持就发生在今年 11 月初，梅雁投资又减持了 1932 万股 ST 梅雁。具体情况如下表所示：

表 5 近一年来大股东减持情况

时间段	减持股数 (亿股)	占上市公司比例	剩余股份 (亿股)	占上市公司比例	累计减持 2007 年以 来(亿股)	占上市公司比例	公告时间
2009.12.2 -2010.2.22	0.17	0.90%	1.06	5.60%	1.90	10%	2010.1.23
2010.3.18	0.11	0.60%	0.95	5%	2.01	10.60%	2010.03.18
2010.3.19 -2010.11.2	0.19	1.02%	0.76	3.98%	2.21	11.62%	2010.11.3

目前公司(600868)市值(截止到 2011 年 4 月 19 日)为 80.47 亿，大股东梅雁投资拥有 3.35%亦即使用 2.70 亿就可以取得上市公司的控制权，这样的公司会是很好的二级市场举牌收购的标的，而非通过一级市场的资产重组。此外，公司已于 4 月 12 日、15 日连续两日发布了股票交易异常波动公告，并表示，公司控股股东及实际控制人均确认不存在应披露而未披露的重大影响股价敏感信息，包括但不限于涉及非公开发行、债务重组、业务重组、资产剥离或资产注入等其他重大资产重组事项。公司目前公告的前十大股东，除第一大股东外均为自然人。与第一大股东频频减持不同，其他自然人股东纷纷在近两年内购买公司股票，许多还有过投资其他 ST 类股票的经历。

表 6 其他股东持股情况

股东	进入时间	持有数量	增减时间	增减数量	持有其他 (股东)
罗予频	2008/12/31	350			
何志伟	2009/12/31	298.54	2011/3/31	96.05	*ST 金花
王向昕	2010/12/31	276.7	2011/3/31	16.24	
许加元	2010/6/30	258.76	2011/3/31	34.96	
刘生林	2010/12/31	250	2011/3/31	15	
黄泽鹏	2011/3/31	244			杭萧钢构
孔鹏	2009/6/30	175.58			*st 天龙
宋月秋	2010/12/31	236.17			
毕金聚	2009/9/30	321.97	2010/3/31	1.89	
			2010/6/30	27.42	
			2011/3/31	-23.95	

旗下银锑矿概念大过实质利好

公司有一个梅县梅雁矿业的公司，这个矿含银和锑两种金属，梅雁矿业公司是 2008 年以债务重组的方式进入上市公司的，目前上市公司拥有该公司 100% 股权。

目前，根据已公开公告，嵩溪银矿全矿区总储量为：银矿石 353.09 万吨（银金属 1067.56 吨），锑矿石 262.95 万吨（锑金属 42517.2 吨），其中证内梅雁可采的储量约为总储量的一半 证内可采的储量为：银矿石 132.2 万吨（银金属 451.86 吨），锑矿石 121.975 万吨（锑金属 24023.7 吨）。

按目前最高价格计算：99.9% 以上纯银价格为：400 万元/吨，99.9% 以上纯锑价格为：4.5 万元/吨。则：451.86 吨银金属价值为：451.86 吨×400 万元/吨=18.07 亿元；24023.7 吨锑金属价值为：24023.7 吨×4.5 万元/吨=10.81 亿元。

ST 梅雁在嵩溪银矿全矿区银锑金属两项合计总价值为：18.07+10.81 亿元=28.08 亿元。矿权费、开采和提炼费用共按 50% 计，梅雁在嵩溪银矿总共能获利 14.04 亿元，按 5 年的开采期计，每年银矿最多可获利约 2.8 亿元左右。

公司未来发展规划

- 1、进一步出售相关资产，归还银行欠款，降低银行的财务费用支出。
- 2、铜箔项目的进一步开发。

公司计划在稳定生产锂离子电池用铜箔的基础上做好高温高延展性铜箔的研发工作，开发出新产品提高市场竞争力；

- 3、高品位矿的进一步搜寻。

广东梅县梅雁矿业有限公司计划在寻找高品位的矿脉的基础上扩大生产，新年度力争实现好的效益。

壳资产的价值分析

通过对于梅雁的主业进行分析，我们发现，公司不断处置主营业务中盈利能力最强的水电、铜箔等业务单元的资产，其主营业务已经不能支持其继续做大做强，同时大股东近年来的不断减持股份也显示了其对于公司前景并不看好。那么，梅雁发生控制权转移，上市公司最终沦为壳资产应该也是迟早的事情。

通过分析我们发现，梅雁目前的壳资产并不是一个受众很广的标的。其股本较大，若收购方要获得 30% 的股权，则*ST 梅雁要对其非公开发行 8.14 亿股，以目前的 20 日均线 3.57 元为增发价，则收购方的评估净资产值要在 29.07 亿以上。但同时，这样大的壳也可以容纳一些巨型的企业借壳，理论上这个公司壳可以被置入的资产上限为 594 亿。因此，综上分析，目前梅雁壳资产最大的特点在于其市值大，那么希望借壳梅雁而上市的企业相对规模应该较大。同时，随着证监会关于修改上市公司重大重组与配套融资相关规定的决定（征求意见稿）的公布，新规定发行股份购买资产与配套融资可以同步操作，这样对一些规模较大和资质较好的资产而言，ST 梅雁将变得比较有吸引力。此外，希望通过借壳而上市的企业总是希望置入资产的评估值溢价较高，目前评



估值溢价较高的资产有房地产和矿产资源，因此房地产企业和矿产企业通过借壳上市的比较多。

投资建议

建议广大投资者持续关注*ST 梅雁的后续资本运作事项，尤其是规模与梅雁匹配的未上市公司的借壳可能。



分析师介绍

研究服务

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



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

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。