

上市公司动态报告

电力

水电太阳能并存

收购川投集团持有的二滩水电开发公司 48%股权

二滩水电拥有较强的盈利能力，2006 年、2007 年的净利润分别为 47,816 万元、56,321 万元。虽然按 2007 年净资产收益率为 9.01%，但是水电站成本主要是折旧，而二滩水电站 1998 年 8 月开始并网发电 10 年，折旧压力大为减轻，目前进入高回报期。

雅砻江水能资源十分丰富和集中

经国家发改委批复，二滩水电已获得负责全流域雅砻江干流水能资源开发的授权。由于水力资源具有稀缺性和不可复制性，将给二滩水电带来特有的资源优势。

不可多得的新光硅业

新光硅业承建的 1,260 吨/年多晶硅项目是原国家计委以（计高技[2001]522 号）文件唯一批准建设的高技术示范性产业化项目，是目前国家正式批准立项建设的中国最大的多晶硅生产项目。项目概算总投资约 12.9 亿元人民币，并于 2007 年 2 月 26 日投料试车成功。

买入川投能源

对川投能源的估值，要充分考虑新能源在发展所起的作用，持有 50% 的成都交大光芒实业有限公司在铁路自动化控制设备具有优势地位，同时要考虑水电价格上涨是一种趋势，我们认为川投能源 2008 年的 34 倍 PE 是合适的，目标价位 20 元。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	362.57	1122.40	2383.50	2589.00
主营收入增长率	13.5%	229%	112%	8.6%
净利润（百万）	6106	37520	69000	80860
净利润增长率	7.63%	514%	83.9%	17.2%
EPS（元）	0.12	0.59	0.76	0.89
P/E	152	24.76	19.22	16.41

川投能源（600674）

维持

买入

股亦峰

yinyifeng@csc.com.cn

010-85130977

分析日期：2009 年 01 月 05 日

当前股价：14.61 元

目标价格 6 个月：20.00 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
19.8/29.6	2.4/23.0	-44.1/22.0
12 月最高/最低价（元）		41.45/0
总股本（万股）		63,868
流通 A 股（万股）		33,696
总市值（亿元）		93.31
流通市值（亿元）		49.23
近 3 月日均成交量（万）		1,470
主要股东		
峨眉铁合金综合服务开发公司		1.72%

股价表现



相关研究报告

08.12.02	川投能源：收购二滩水电 48% 股权（买入）
08.05.20	川投能源：地震损失无碍大局（买入）
08.04.23	太阳能行业深度报告（买入）

二滩水电站进入回报期

12月2日公告了公司拟向川投集团发行股份购买资产的预案。根据预案,川投能源计划以11.13元/股的发行价格向其控股股东川投集团发行A股股票,收购川投集团持有的二滩水电开发有限责任公司48%股权。该部分股权的预估价值约为30亿元,以此计算,本次川投能源将向川投集团发行的A股股票的总量约为26954万股。

成立于1991年的二滩水电,注册资金为46亿元,其股东构成和持股比例为:川投集团48%、国投电力公司48%、中国华电集团公司4%。二滩水电站是我国在二十世纪建成投产最大的电站。二滩水电站位于四川省西南部的雅砻江下游,距攀枝花市区46公里,系雅砻江梯级开发的第一个水电站。电站装机容量330万千瓦(6台55万千瓦的混流式水轮发电机组),多年平均发电量170亿度,保证出力100万千瓦,年利用小时5,162小时,电站总投资285亿元。水库正常蓄水位1,200米,发电最低运行水位1,155米,总库容58亿立方米,调节库容33.7亿立方米,属季调节水库。二滩水电站1998年8月开始并网发电,作为川渝电网中最大的电源,同时承担着川渝电网的调频峰,为川渝电网的供电和电网安全稳定运行提供强劲的支持。

二滩水电全面负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运。到2007年末,二滩水电总资产为361.75亿元,2007年二滩水电发电量、上网电量和售电量分别为145.01亿千瓦时、144.09亿千瓦时和142.99亿千瓦时,主营业务收入28.25亿元,净利润5.63亿元。

二滩水电最近两年的财务数据表明,二滩水电拥有较强的盈利能力,2006年、2007年的净利润分别为47,816万元、56,321万元。虽然按2007年净资产收益率为9.01%,但是水电站成本主要是折旧,而二滩水电站1998年8月开始并网发电10年,折旧压力大为减轻,目前进入高回报期。

本次交易完成后,川投能源将持有二滩水电48%的股权,二滩水电强大的盈利能力将增强川投能源的盈利能力,改善川投能源的财务状况。同时,本次交易完成后,将极大地拓展公司的业务发展空间。通过收购二滩水电,将使公司能够参与雅砻江流域丰富的水力资源的开发,二滩水电拥有雅砻江后续20座梯级电站、总装机容量约3,000万千瓦的建设计划,将为公司今后业务发展提供巨大空间。

雅砻江梯级开发电站

雅砻江干流规划分三个河段,拟定21级电站,总装机约3,000万千瓦。下游河段:从卡拉至江口,长412公里,分五级开发,包括二滩(330万千瓦)、锦屏一级(360万千瓦)、锦屏二级(480万千瓦)、官地(240万千瓦)、桐子林(60万千瓦),总装机1,470万千瓦,现处于全面开发建设阶段。

中游河段:从两河口至卡拉,长268公里,拟定六级开发,包括两河口(300万千瓦)、牙根(150万千瓦)、楞古(271.8万千瓦)、孟底沟(184万千瓦)、杨房沟(150万千瓦)、卡拉(95万千瓦),总装机1,150万千瓦,其中两河口为中游“龙头”水库电站。河段规划于2006年8月通过了水电水利规划设计总院和四川省发改委的联合审查。目前正在开展各电站的勘测设计工作。

上游河段:从呷衣寺至两河口,长688公里,拟定十级开发,总装机约325万千瓦,目前正在进行河段规

划工作。

雅砻江干流四阶段开发战略，第一阶段：2000 年以前，开发建设二滩水电站，实现投运装机规模 330 万千瓦。二滩水电站已于 1998 年 8 月建成并开始并网发电。

第二阶段：2015 年以前，建设锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林四个电站，全面完成雅砻江下游梯级水电开发。

第三阶段：2020 年以前，建设包括两河口水电站在内的 3-4 个雅砻江中游主要梯级电站。实现新增装机 800 万千瓦左右，二滩水电拥有的发电能力达到 2,300 万千瓦以上，二滩水电迈入国际一流大型独立发电企业行列。

第四阶段：2025 年以前，全流域项目开发填平补齐，雅砻江流域开发全面完成。二滩水电拥有发电能力达到 3,000 万千瓦左右。

雅砻江水能资源十分丰富和集中，水量丰沛、落差大，在全国规划的十三大水电基地中规模位居第三，规划开发 21 座梯级电站，干流技术可开发总装机规模约 3,000 万千瓦，约占四川省技术可开发量的 25%。据统计，长江流域开发的大型骨干水电站中，装机容量为 200-500 万千瓦的有 17 座，其中雅砻江流域就有 5 座（两河口、楞古、锦屏一级、锦屏二级和二滩）。

雅砻江流域水能资源高度集中，区域地质构造稳定性较好，水库淹没损失小，开发目标单一，大型电站多，装机容量大。具有梯级电站群整体调节性能好，梯级补偿效益显著，技术经济指标优越的特点。两河口水库为多年调节水库，锦屏一级水库为年调节水库，二滩水库为季调节水库。在两河口、锦屏一级和二滩水电站的三大水库全部形成后，总库容达 237.1 亿立方米，调节库容将达到 148.4 亿立方米。三大水库联合运行可实现两河口及以下河段梯级完全年调节，是全国大江、大河中调节性能最好、电能质量最优的梯级水电站群之一，也是四川唯一能实现年调节的河流。

雅砻江流域地处偏远，居住人口少，淹没耕地面积少，移民迁移安置问题容易解决，非常有利于梯级电站的开发。雅砻江流域水电开发每万千瓦迁移人口平均为 26 人、淹没耕地平均为 34 亩，远低于全国 530 人、628 亩的平均水平。

雅砻江流域梯级电站经过近 40 年的勘探和规划，电站选址的地质条件好，电站建设难度低。此外，雅砻江 100 万千瓦以上水电站主要分布在雅砻江中下游，骨干电站比较集中，有利于电网建设。目前二滩水电在建的电站平均造价为 6,000-8,000 元/千瓦，低于行业平均水平 8,000-10,000 元/千瓦。

经国家发改委批复，二滩水电已获得负责全流域雅砻江干流水能资源开发的授权。由于水力资源具有稀缺性和不可复制性，将给二滩水电带来特有的资源优势。

在电力丰富地区新建大型多晶硅项目

公司 2007 年实现营业收入 36257 万元，与上年同期的 31942 万元比增加 13.51%；实现净利润 6106 万元，

比上年同期的 5673 万元增加 7.63%。公司参股 10%的国电大渡河流域电力开发有限责任公司 3,393.30 万元的现金股利。

全国水电资源的 40%集中在四川地区。丰富的水能资源和政府对水电发展的大力支持，为公司的电力业务发展提供了良好的先天条件，公司的水电业务战略进一步扩展。去年通过定向增发收购了大股东所持田湾河公司股权后，电力业务为公司的发展奠定了坚实的基石。

控股 80%的四川川投田湾河开发有限责任公司，负责四川省大渡河支流田湾河梯级水电站的建设和经营，田湾河梯级水电站分别位于四川省甘孜州康定县、雅安市石棉县境内，田湾河是大渡河中游右岸的一级支流，规划为“一库三级”，总装机容量 72 万千瓦，该电站工程是四川省重点建设项目。水电站的梯级开发从上到下依次为：仁宗海水电站、金窝水电站、大发水电站，装机容量均为 24 万千瓦。三个水电站投资总概算共 43.69 亿元(含送出工程)。

大发电站位于石棉县境内，工程为引水式开发，其首部枢纽与金窝电站厂房衔接，引水隧洞长约 9.40Km，地下厂房厂址位于大发沟对岸，设计装机容量 2 台 120MW，保证出力 50.10MW，年发电量 12.33 亿 Kwh，年利用小时数 5,140.00h，工程概算投资 9.93 亿。2007 年 11 月大发水电站第一台机组发电，按计划，2008 年内田湾河梯级电站 6 台机组将全部建成发电。目前，田湾河梯级水电站金窝电站 2 号机组（12 万千瓦）于 12 月 23 日顺利完成了 72 小时试运行后正式并网发电。

2007 年 12 月，收购控股股东川投集团持有的新光硅业 38.9%股权。新光硅业承建的 1,260 吨/年多晶硅项目是原国家计委以（计高技[2001]522 号）文件唯一批准建设的高技术示范性产业化项目，是目前国家正式批准立项建设的中国最大的多晶硅生产项目。项目概算总投资约 12.9 亿元人民币，并于 2007 年 2 月 26 日投料试车成功。

新光硅业 2007 年 2 月 26 日投料试车成功，2007 年 9 月 30 日公司财务状况(未经审计)：总资产 124,818.77 万元，负债总额 93,683.48 万元，所有者权益 31,135.28 万元。2007 年 1-9 月公司主营业务收入 6,745.20 万元，利润总额 335.63 万元，净利润 285.28 万元。

从 2007 年 2 月 26 日投料试车成功到 2007 年 9 月底，公司共生产出多晶硅约 69 吨。公司 2007 年全年累计生产 200 吨。

控股股东川投集团持有 35%天威四川硅业有限责任公司，天威四川硅业注册资本 94,500 万元。根据 2007 年 10 月《新津 3,000 吨/年多晶硅项目可研报告》，工程拟总投资 26.75 亿元，其中建设投资约 25.35 亿元，流动资金约 1.40 亿元。该项目建设期为 2 年，第 5 年达到设计生产能力；我们预计在适当时机注入川投能源。

交大光芒焕发青春

今年，中国铁路修建已经进入了一个新的高潮。现在国务院批复的铁路投资额已经达到 2 万亿元，其中在建项目的投资规模超过了 1.2 万亿。按照国务院批准实施的《中长期铁路网规划》，大规模铁路建设全面展开，以高速铁路为重点的客运专线网正在加快推进。预计未来 3 至 5 年内，中国几大客运专线将全线贯通。

根据铁道部资料显示，未来三到五年，京沪高速铁路、京广客运专线等一大批建设项目陆续投产，京广、京沪、京哈、龙海、沪昆六大干线都要实行客货分线。一批现代化的交通枢纽将会投入运营，到 2010 年，运营

里程将达到 9 万公里，时速在 200 公里以上的专线达到 7000 公里。

2020 年，铁路运营里程要达到 12 万公里以上，其中时速在 200 公里以上的将达到 18000 公里，规划建设客运专线 1.6 万公里以上，新线建设 4.1 万公里，既有线增建二线 1.9 万公里，既有线电气化 2.5 万公里，全国铁路复线率和电化率分别达到 50% 和 60% 以上；西部地区路网规模 5 万公里以上。铁路网覆盖全国 20 万人口以上城市，东中西部地区铁路网布局合理，跨区域铁路通道顺畅。

持有 50% 的成都交大光芒实业有限公司，1998 年由四川省投资集团、西南交通大学共同投资组建，注册资本为 3000 万。是生产电气自动化系统设备的新技术企业，同时也是国家科委认定的“DWY 远动系统的技术依托单位”，主要从事电网自动化及相关监控产品的设计、软件开发与硬件制造、系统集成和政府信息化。

公司依托西南交通大学强大的科研实力，多年来承担了许多国家及省、部级重点工程项目，产品覆盖电气化铁路牵引供电调度管理自动化、电力配电综合自动化、城市轨道交通、高速公路、市政设施、楼宇监控、小区管理综合自动化、政府信息化等领域，多次受到国家、省、部级嘉奖，并被授予成都市优秀高新技术企业，为铁路现代化作出了很大的贡献。

公司地处成都市高新开发区天府软件园，中国工程院院士钱清泉担任公司技术顾问，专业科技人员中有博士学位者占 5%、硕士学位者占 30%、学士学位者 85%，高级技术职称者占 26%。

公司生产设备先进齐全，拥有多种类型的小型计算机和微型计算机开发系统、不同类型的电路板测试系统、DSP 开发平台、保护测试仪，牵引供电系统模拟实验室、仿真实验设备等。公司有定点配套加工厂，这些加工厂具有当今最先进的数控剪切机、数控折弯机、数控卷板机、数控车床、激光切割机、波峰焊生产线、多层印刷电路板制造生产线等生产设备。公司产品不仅技术先进，质量可靠，而且在售后服务、用户培训方面具有许多优越条件。

公司迅速将成熟的科研成果进行工程化开发，形成系列化拳头产品进入市场，以此发展高科技产品，推动科技成果向现实生产力转化。公司主导产品牵引、电力远动系统、轨道交通综合自动化系统、配电综合自动化系统多在国际公开招标中中标，并直接应用于多项国家重点工程，装备电气化铁路 7000 多公里。GM 系列微机远动系统装置铁路市场占有率达到 75%，为提高铁路运输效率和安全生产水平发挥了重要作用。

另外，12 月 17 日，为增强公司控股 67.77% 的四川长飞双龙光纤光缆有限公司的市场竞争力和可持续发展能力，公司董事会同意双龙公司进行扩能改造的设计规划、报建等前期工作。根据公司的发展战略，公司就进一步加强与长飞光纤光缆有限公司（持有双龙公司 9.64% 股份）的合作事宜进行磋商。

盈利预测

我们假设多晶硅每吨销售价格 200 万元，新光硅业 2008 年多晶硅销量 800 吨，2009 年假设多晶硅每吨销售价格 150 万元，多晶硅销量 1000 吨，净利润每吨 100 万元。2010 年假设多晶硅每吨销售价格 100 万元，多晶硅销量 1000 吨，净利润每吨 50 万元。

假设川投能源计划以 11.13 元/股的发行价格向其控股股东川投集团发行 A 股股票，收购川投集团持有的二

滩水电开发有限责任公司 48%股权。

表 1：川投能源预测表

单位：万元

项目	2007	2008	2009	2010
营业收入（增长率）	36257 (13.5%)	112240(229%)	238350(112%)	258900 (8.6%)
其中：电力收入（增长率）	36257 (13.5%)	50000(46.50%)	180000(260%)	220000 (22%)
多晶硅收入（增长率）	—	62240 (—)	58350(-6.25%)	38900 (-33%)
净利润（增长率）	6106 (7.63%)	37520 (514%)	69000 (83.9%)	80860 (17.2%)
EPS（元）	0.096	0.59	0.76	0.89
P/E	152	24.76	19.22	16.41

估值

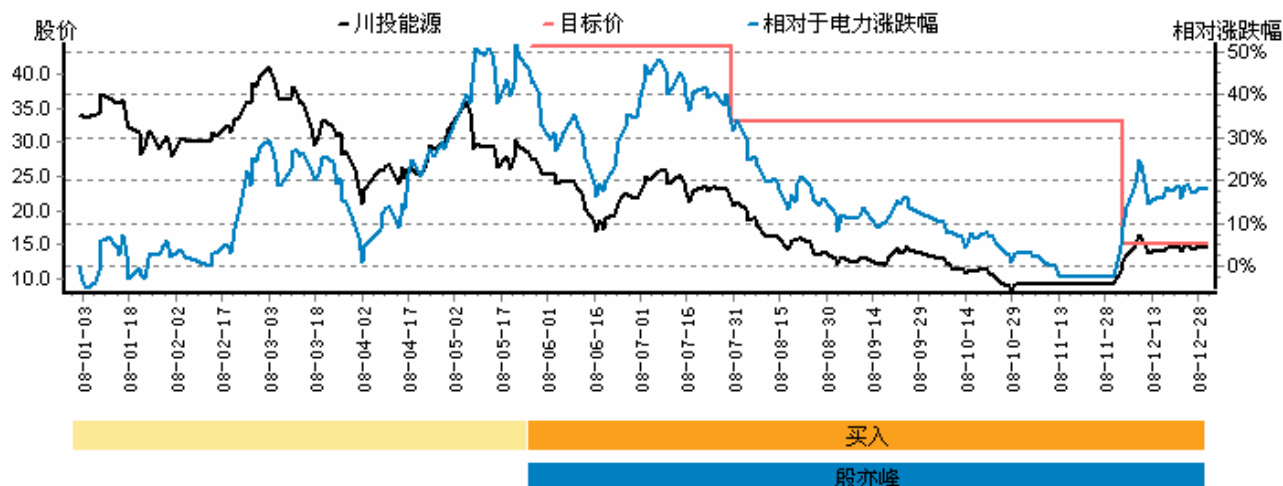
对川投能源的估值，要充分考虑新能源在发展所起的作用，持有 50%的成都交大光芒实业有限公司在铁路自动化控制设备具有优势地位，同时要考虑水电价格上涨是一种趋势，我们认为川投能源 2009 年的 34 倍 PE 是合适的，目标价位 20 元。

我们的建议是买入。

风险分析

由于多晶硅市场价格变化较大，投资者需密切关注多晶硅市场价格变化。

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 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 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