

# 川投能源（600674）：注入二滩 水电巨头横空出世 增持（维持）

公用事业/电力

当前股价：18.28 元

报告日期：2009 年 2 月 20 日

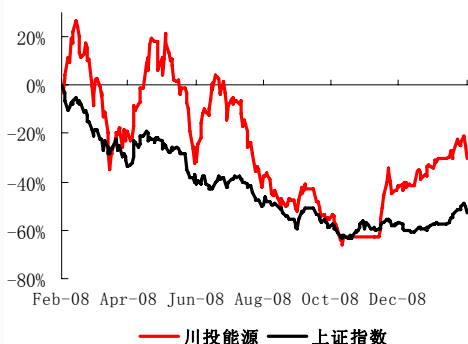
## 主要财务指标（单位：百万元）

|                | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E  |
|----------------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入           | 363    | 519     | 1,094   | 1,221  |
| (+/-)          | 13.51% | 43.04%  | 111.03% | 11.53% |
| 营业利润           | 75     | 405     | 853     | 819    |
| (+/-)          | 22.62% | 441.72% | 110.53% | -3.99% |
| 归属于母公司<br>的净利润 | 61     | 359     | 732     | 699    |
| (+/-)          | 7.63%  | 487.45% | 104.11% | -4.54% |
| 每股收益（元）        | 0.12   | 0.56    | 0.80    | 0.77   |
| 市盈率（倍）         | 152    | 32      | 22      | 23     |

## 公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/已流通股（万股） | 63,869/33,696 |
| 流通市值（亿元）     | 49.23         |
| 每股净资产（元）     | 2.86          |
| 资产负债率（%）     | 70.23         |

## 股价表现（最近一年）



天相能源与基础设施组

联系人 天相煤炭电力组

021-58824282-820 [yingqi@txsec.com](mailto:yingqi@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 08 年，公司实现营业收入 5.19 亿元，同比增长 43.04%；营业利润 4.05 亿元，同比增长 441.68%；归属母公司所有者的净利润 3.59 亿元，同比增长 487.36%；摊薄 EPS 0.56 元，略低于我们前期预测的 0.59 元；分配预案每 10 股派 0.7 元（含税）。
- 受益于新机组投产，营业收入大幅增长。07 年 11 月和 08 年 1 月份，公司控股的川投田湾河开发有限责任公司大发电站 1 号和 2 号机组投产，共新增装机容量 24 万千瓦，致使 08 年发电量同比大幅增长，成为推动营业收入增长的主要动力。08 年 12 月，田湾河公司金窝水电站 2 号 12 万千瓦机组投产，我们预计田湾河公司余下三台机组共 36 万千瓦将在 09 年上半年陆续投产，09 年实现营业收入大约 7.31 亿元。
- 巨额投资收益推动净利润暴增。一、08 年公司持股 38.90% 的新光硅业实现净利润 8.07 亿元，公司按权益法核算获得投资收益 3.14 亿元；二、参股 10% 股份的大渡河公司分发 07 年度 0.39 亿元的红利，同比增长 14.65%；三、报告期内，处置江油燃煤公司的股权获得处置收益 0.14 亿元。上述三方面导致 08 年公司投资收益达到 3.67 亿元，同比增长 980.71%，增厚 EPS 0.57 元，从而致使归属母公司所有者的净利润同比增长 487.36%。然而，由于多晶硅价格大幅下滑，我们预计新光硅业 09 年的盈利水平将大幅降低，影响公司盈利能力。
- 财务费用大幅增长。08 年财务费用 0.88 亿元，同比增长 439.99%。财务费用大幅增长主要有以下几方面原因：一、07 年央行连续加息，增加公司利息支出；二、公司新增流动资金贷款，截止 08 年底，公司新增短期借款 6.03 亿元至 7.63 亿元，增幅 376.86%；三、田湾河公司部分机组投产，所对应的原先固定资产部分利息资本化转为财务费用支出。随着田湾河公司余下机组陆续投产，更多的原先利息资本化费用将转为财务费用，我们预计 09 年公司的财务费用仍将大幅增长，但另一方面，08 年下半年，央行连续降息 2.16 个百分点，一定程度上缓解了公司的财务压力。

- **注入二滩，西南水电巨头横空出世。**目前，公司收购控股股东川投集团持有的 48%二滩水电股份正在顺利进行中。二滩水电全面负责开发雅砻江流域水能资源，已投产装机容量达到 330 万千瓦，整体规划装机容量超过 3000 万千瓦。注入二滩后，公司将成为仅次于长江电力的第二大水电上市公司。08 年，二滩电站发电量为 161.03 亿千瓦时，我们预计上网电量约为 159.96 亿千瓦时，售电量约为 158.59 亿千瓦时，实现归属母公司所有者的净利润为 8.32 亿元，如果按 48%的股权计算，可以分享净收益 3.52 亿元。如果参照我们对二滩水电预测的 08 年净利润，按 30 亿元的收购价计算，对应的市盈率为 8.5 倍，估值明显偏低。如果 09 年成功收购二滩水电，我们预计将增厚公司 09 年 EPS0.42 元，同时，2012-2014 年，随着二滩水电规划装机容量 1140 万千瓦的新增机组投产，我们认为公司业绩将进入爆发性增长阶段。
- **估值与投资建议。**我们将公司 09、10 年的 EPS 分别调整为 0.80 元和 0.77 元（已经考虑到增发因素），以 09 年 2 月 19 日的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 22 倍和 23 倍。考虑到二滩水电良好的成长性及田湾河公司新增机组投产，我们维持公司“增持”投资评级。

图表 川投能源盈利预测（万元）

|               | 2006A  | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E   |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入        | 31,942 | 36,257 | 51,862  | 109,444 | 122,058 |
| 营业收入增长率       | 19.38% | 13.51% | 43.04%  | 111.03% | 11.53%  |
| 减：营业成本        | 22,512 | 25,803 | 33,051  | 55,307  | 58,593  |
| 毛利率           | 29.52% | 28.83% | 36.27%  | 49.47%  | 52.00%  |
| 营业税金及附加       | 192    | 178    | 249     | 525     | 586     |
| 资产减值损失        | -44    | 609    | 99      | 0       | 0       |
| 销售费用          | 836    | 809    | 1,229   | 2,594   | 2,893   |
| 销售费用率         | 2.62%  | 2.23%  | 2.37%   | 2.37%   | 2.37%   |
| 管理费用          | 2,631  | 3,148  | 4,621   | 9,412   | 10,375  |
| 管理费用率         | 8.24%  | 8.68%  | 8.91%   | 8.60%   | 8.50%   |
| 财务费用          | 1,128  | 1,622  | 8,760   | 20,641  | 27,085  |
| 财务费用率         | 3.53%  | 4.47%  | 16.89%  | 18.86%  | 22.19%  |
| 期间费用          | 4,595  | 5,579  | 14,610  | 32,647  | 40,352  |
| 期间费用率         | 14.39% | 15.39% | 28.17%  | 29.83%  | 33.06%  |
| 投资净收益         | 1,415  | 5,088  | 40,000  | 28,000  | 30,000  |
| 加：公允价值变动净收益   | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 二、营业利润        | 6,101  | 7,481  | 40,526  | 85,321  | 81,917  |
| 营业利润率         | 19.10% | 20.63% | 78.14%  | 77.96%  | 67.11%  |
| 加：营业外收入       | 1,320  | 1,361  | 1,240   | 3,283   | 3,662   |
| 减：营业外支出       | 12     | 777    | 3,661   | 1,094   | 1,221   |
| 其中：非流动资产处置净损失 | 0      | 12     | 0       | 0       | 0       |
| 三、利润总额        | 7,410  | 8,065  | 38,104  | 87,510  | 84,358  |
| 减：所得税         | 1,187  | 1,338  | 625     | 6,388   | 6,158   |
| 实际所得税率        | 16.02% | 16.59% | 1.64%   | 7.30%   | 7.30%   |
| 四、净利润         | 6,223  | 6,726  | 37,479  | 81,122  | 78,200  |
| 净利润增长率        | 1.67%  | 8.09%  | 457.20% | 116.44% | 108.65% |
| 归属母公司所有者的净利润  | 5,674  | 6,107  | 35,873  | 73,222  | 69,900  |
| 母公司净利润增长率     | -2.42% | 7.63%  | 487.45% | 104.11% | -4.54%  |
| 净利率           | 17.76% | 16.84% | 69.17%  | 66.90%  | 57.27%  |
| 少数股东权益        | 549    | 620    | 1,400   | 7,900   | 8,300   |
| 每股收益(全面摊薄/元)  | 0.15   | 0.12   | 0.56    | 0.80    | 0.77    |

资料来源：公司公告、天相投顾整理

## 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<br>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<br>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<br>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<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002            |