

多晶硅先发优势显现，后期成长在于水电

——川投能源（600674）2008 年报点评

分析师

周 涛：

☎ (86-10) 88366060-8727

✉ zt@cgws.com

张 霖：

☎ (86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

要点：

- **业绩大幅增长：**公司累计实现主营业务收入 5.19 亿元，利润总额 3.81 亿元，归属于母公司所有者净利润 3.59 亿元，分别同比增长 43%、372%、487%。基本每股收益 0.562 元，扣除非经常性损益后基本每股收益 0.589 元。每股净资产 2.86 元。
- **新光硅业功不可没：**业绩增长主要源于新光硅业投资收益丰厚，贡献 3.14 亿元，占全部净利润 86%；田湾河持股比例由上年同期 20% 增加到 80%，且田湾河部分机组投产于 07 年底，其贡献净利 5456 万元（去年同期为-154 万）；公司处置江油燃煤公司股权收益（1393 万元）、成都交大光芒铁路客运项目 2.16 亿大单在 08 年贡献净利 974 万（去年同期 465 万），双龙公司净利 292 万（去年同期 480 万）天彭电力受地震影响损失 2860 万元（去年同期 1005 万），嘉阳电力受煤价上涨净利降至 1535 万（去年同期 3930 万）。
- **多晶硅短期产能过剩：**在 2006-2007 年的多晶硅暴利驱动下，以 Hemlock、Wacker 为代表的多晶硅传统七大厂的扩产幅度超过 100%；以 Hoku、M. Setck 为代表的十余家国际新进入者的 2008 年底产能都在 3000 吨以上；国内包括亚洲硅业、塞维、宁夏阳光、顺大、洛阳中硅、东汽峨半等千吨级以上项目在 08 年底陆续投产。在 2009 年光伏下游产品的冲击下，2009 年多晶硅价格很难超过 150 美元/公斤。按照 115 美元/公斤的价格测算，新光硅业 2009 年对川投贡献利润约 1 亿。
- **未来利润结构转向水电为主：**随着 09 年二滩 48% 股权的置入，以及参股 10% 国电大渡河瀑布沟电站逐步投产，公司权益装机容量预计由目前的 84.1 万 KW（其中火电 10.5 万 KW），增加至 2009-2010 年 259 和 296 万 KW。预计 2009 年田湾河和二滩合计贡献净利约 4.5-5 亿，公司利润结构将以水电为主。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。到 2015 年，公司权益水电容量将达到 830 万千瓦。公司成为大型水电类上市公司。
- **小非减持压力已全部消化：**包括深圳利捷达在内的 07 年定向增发限售股于 08 年 10 月底解限，但未在年报前 10 大流通股之列，这部分 3490 万股成本 10.9，出售价格约 18-22 元，新进的光大、嘉实基金成为流通股东前 2 位。川投能源今后将不再存在小非减持压力。
- **维持推荐评级：**预计 09、10 年对应每股收益为 0.822、0.887 元（按照增发后的 9 亿股股本）。判断二滩注入的资产作价 12 元/股是产业资本认可的估值底线，二滩注入后预计川投将增发股票融资以投入二滩后续项目。维持公司推荐评级！

投资评级：推荐（维持）

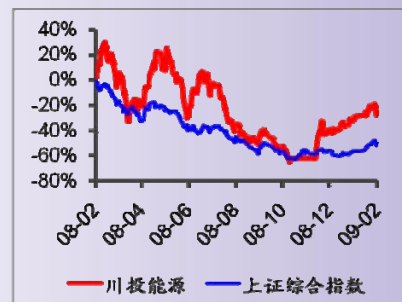
市场数据

总市值（亿元）	116.75
流通市值（亿元）	61.60
总股本（万股）	63868
流通股本（万股）	33696
12 个月最高/最低	31.87/8.22

公司盈利预测（百万）

	2007A	2008A	2009E
营业收入	519	1126	1384
(+/-)	43.0%	117.1%	22.9%
净利润	359	731	789
(+/-)	487.4%	103.7%	7.9%
摊薄每股收益	0.562	0.822	0.887
PE	32.9	22.5	20.8

股价表现图



相关报告

《国内多晶硅龙头》 2008.3.27

《短期业绩受震灾影响，未来增长看水电》 2008.7.30

《高成长水电蓝筹横空出世——动态点评》 2008.12.02

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	519	1126	1384	1397	成长性				
营业成本	331	581	688	705	营业收入增长	43.0%	117.1%	22.9%	1.0%
销售费用	12	27	33	33	营业成本增长	28.1%	75.9%	18.4%	2.5%
管理费用	46	100	123	125	营业利润增长	441.7%	113.7%	17.4%	2.8%
财务费用	88	0	0	0	利润总额增长	372.4%	127.3%	17.4%	2.8%
投资净收益	367	455	485	518	净利润增长	487.4%	103.7%	7.9%	2.8%
营业利润	405	866	1016	1044	盈利能力				
营业外收支	-24	0	0	0	毛利率	36.3%	48.4%	50.3%	49.5%
利润总额	381	866	1016	1044	销售净利率	69.2%	64.9%	57.0%	58.0%
所得税	6	113	203	209	ROE	17.4%	12.0%	11.5%	10.5%
少数股东损益	16	23	24	25	ROIC	3.1%	7.1%	7.6%	7.2%
净利润	359	731	789	810	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
流动资产	543	4039	5304	5930	管理费用/营业收入	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
		32240	43050		财务费用/营业收入	16.9%	0.0%	0.0%	0.0%
货币资金	9506	1	8	491986	投资收益/营业利润	90.5%	52.5%	47.7%	49.6%
应收帐款	85	169	208	210	所得税/利润总额	1.6%	13.0%	20.0%	20.0%
应收票据	78	169	208	210	应收帐款周转率	0.04	0.06	0.07	0.07
存货	57	58	69	71	存货周转率	0.06	0.09	0.10	0.10
非流动资产	5582	6255	6394	6615	流动资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4315	4990	5130	5353	总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	6125	10295	11698	12545	偿债能力				
流动负债	974	1140	1210	1221	资产负债率	66.4%	41.1%	41.2%	38.5%
短期借款	763	763	763	763	流动比率	0.56	3.54	4.38	4.86
应付款项	58	10833	12824	13141	速动比率	0.50	3.49	4.33	4.80
非流动负债	3091	3091	3612	3612	每股指标（元）				
长期借款	3089	3089	3610	3610	EPS	0.562	0.822	0.887	0.912
负债合计	4064	4231	4822	4832	每股净资产	3.23	6.82	7.74	8.68
股东权益	2061	6064	6877	7712	每股经营现金流	0.22	1.20	1.34	1.47
股本	639	889	889	889	每股经营现金/EPS	0.4	1.5	1.5	1.6
留存收益	1185	4915	5704	6515					
少数股东权益	237	260	284	309					
负债和权益总计	6125	10295	11698	12545					
现金流量表（百万元）					估值	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	138	1066	1187	1310	PE	32.9	22.5	20.8	20.2
其中营运资本减少	-312	-51	-50	3	PEG	1.05	4.22	7.54	-
投资活动现金流	-1363	-1037	-563	-692	PB	5.7	2.7	2.4	2.1
其中资本支出	-921	-1037	-563	-692	EV/EBITDA	19.43	5.18	4.74	4.54
融资活动现金流	876	3250	521	0	EV/SALES	765.78	356.88	328.02	324.80
净现金总变化	-349	3279	1145	618	EV/IC	0.86	0.73	0.79	0.76
					ROIC/WACC	0.41	0.95	1.01	0.96
					REP	2.10	0.77	0.78	0.79

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍及承诺:

张 霖: 金融学硕士, 2007 年1月加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>