

川投能源 (600674. sh)

公司即将成为水电新贵

谢军 电力行业 研究员

电话: 020-87555888-663

eMail: xj@gf.com.cn

大股东长期支持公司做大做强

大股东川投集团在 2007-2008 年分别将集团田湾河、新光硅业和二滩水电股权注入到上市公司。目前公司权益装机容量 242 万千瓦, 其中水电 232 万千瓦。公司水电装机在水电上市公司中位居第三位。

二滩水电注入为公司后十年发展打开空间

二滩水电公司负责雅砻江流域开发, 该流域水电开发为国家确定的十三大水电基地第三位, 干流技术可开发水电总装机容量约 3,000 万千瓦, 技术可开发年发电量 1,516 亿千瓦时。2015 年下游 1470 万千瓦将开发完毕, 届时公司水电装机增至 790 万千瓦。由于二滩新的电站要在 2012 年投产, 因此, 短期内公司面临利润增厚不多的压力。不考虑汇兑收益, 我们预测 2009 年二滩净利润为 3.66 亿元。

盈利预测与投资评级

根据最新调研情况, 我们调低公司 2009-2010 年盈利预测, 二滩注入后公司净利润分别为 4.97 亿元和 5.79 亿元, eps 分别为 0.533 元和 0.62 元, 动态 PE 分别为 30 和 26 倍, 我们认为公司目前估值比较合理, 但鉴于雅砻江流域的连续开发, 公司未来 10 年有明确的增长性, 我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示 多晶硅价格的不确定性, 从而带来公司投资收益的不确定性; 四川河流来水不确定性; 二滩水电存在汇率风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	362.57	518.62	909.37	1,124.49	1,179.68
EBITDA(百万元)	98.53	470.26	837.03	1,008.34	1,078.78
净利润(百万元)	61.07	358.68	540.05	643.65	694.30
净利润增长率	12.44%	487.36%	38.52%	16.59%	7.87%
每股收益(元)	0.149	0.562	0.533	0.621	0.670
市盈率	215.83	26.01	29.78	25.54	23.68
市净率	10.73	5.11	2.53	2.28	2.06
EV/EBITDA	114.07	45.55	12.10	10.05	9.39
每股红利(元)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 四川川投能源股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.86
目标价格(元)	18.60
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-16.17%	-2.94%	-42.99%
上证综指	-1.43%	7.62%	-49.01%

股票数据

总股本(万股)	63,867.83
流通 A 股(万股)	33,696.20
主要股东:	
四川省投资集团有限责任公司	
主要股东持股比例	47.24%
流通 A 股比例	52.76%

财务比率

ROE	19.67%
ROA	5.86%
资产负债率	66.36%
每股净资产(元)	2.86

2008 年报数据。

大股东长期致力于做大做强上市公司

大股东四川省投资集团有限责任公司（简称川投集团），是四川省人民政府的主要投资主体、授权的国有资产经营主体和重点建设项目融资主体。成立于1988年，1996年组建为集团公司。

按照国家产业政策和四川经济发展战略，川投集团形成了以能源电力产业为主导，原材料工业、基础设施、第三产业协调发展的产业格局。**能源领域**，川投集团控股、参股电力装机容量1302万千瓦，约占四川省电力装机总量的42%，其中可控容量713万千瓦，权益比例容量495万千瓦；同时拥有年产原煤120万吨的生产能力。**原材料工业领域**，拥有多晶硅1260吨、铁合金20万吨、黄磷6万吨、聚酯10万吨、粘胶长丝7万吨的年生产能力。**基础设施领域**，通过并购等方式积极介入城市供水、燃气等基础设施及特许经营领域，已形成20万吨日供水、7万方日供气、740公里收费公路的经营规模。**第三产业领域**，稳妥实施“长短结合”的经营策略，以国内外贸易和房地产开发为主导，尤其通过适当介入房地产领域，开发房地产面积逾10万平方米，努力培育川投集团新的经济增长点。

截止2008年底，川投集团合并资产总额达764.64亿元，已成为省属资产规模最大的国有企业和国内领先、四川省最大的投资控股集团公司。

表 1：川投集团未进上市公司主要发电资产

电厂名称	权益比例	装机结构	总装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	投产日期
江油电厂	100.00%	2×33	66.00	66.00	火电，1990 年
江油二电厂	65.00%	2×30	60.00	39.00	火电
通口水电站	70.00%	2×2.25	4.50	3.15	水电，2004 年
小木岭电站	70.00%	4×0.575	2.30	1.61	水电，1998 年
香水电站	60.00%	2×1	2.00	1.20	水电，1999 年
金河电站	60.00%	1.5+0.32	1.82	1.09	水电，2004 年
四川省紫坪铺开发有限责任公司	42.50%	4×19	76.00	32.30	水电，2005-2006 年
泸州电厂	60.00%	4×60	240.00	144.00	火电，2007-2008 年
			452.62	288.35	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

自大股东川投集团1998年入主上市公司以来，大股东一直在寻求做大做强上市公司。特别在2007年和2008年加大注入优质资产的进程，先后将集团田湾河、新光硅业和二滩水电股权注入到上市公司。

表 2：公司主业转换历程

1993 年 9 月	峨嵋铁合金上市
1998 年 6 月	川投集团收购峨嵋铁合金
2002 年 11 月	剥离药业产业
2003 年 8 月	剥离化工产业
2004 年 4 月	以持有的宜宾丝丽雅集团有限公司 31.86%股权置换川投集团公司拥有的国电大渡河

	流域电力开发有限责任公司 10%的股权
2004 年 8 月	持有的铁合金资产及相应负债与川投集团公司持有的嘉阳电力公司 95%股权进行置换
2006 年 10 月	收购田湾河梯级电站 20%股权
2007 年 10 月	向大股东定向增发收购田湾河梯级电站 60%股权
2008 年 1 月	收购大股东新光硅业 38.9%股权
2008 年 10 月	向大股东定向增发收购二滩公司 48%股权

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

二滩水电确保公司未来十年具有成长空间

二滩水电股权注入打造川投能源成水电蓝筹

二滩水电公司1991年成立，2003 年10 月国家发改委以发改办能源[2003]1052 号文授权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。目前二滩水电公司股东分别为川投集团48%、国投电力公司48%和华电集团4%。

雅砻江中下游河段位列国家确定的十三大水电基地第三位，干流技术可开发水电总装机容量约3,000 万千瓦，技术可开发年发电量1,516 亿千瓦时，约占四川省全省发电量的24%、全国的5%。

雅砻江干流共规划建设21 级电站，其中上游拟开发10 座电站，总装机容量约325 万千瓦时，目前正在进行河段规划工作；中游拟开发6座电站（两河口、牙根、杨房沟、卡拉、楞古、孟底沟），总装机容量约1,130 万千瓦时，目前正在开展各项的勘测设计工作；下游拟开发5 座电站（锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林、二滩水电站），总装机容量约1,470 万千瓦时，除已建成的二滩水电站之外的电站现处于全面开发建设阶段。

表3：雅砻江流域在建项目投产顺序

投产日期	1998年	2014年	2013年	2014年	2014年	2017年
电站	二滩	筒子林	官地	锦屏一级	锦屏二级	两河口
装机容量（万千瓦）	330	60	240	360	360	300
设计发电量（亿千瓦时）	170	29.75	110.16	166.2	242.3	115
调节能力	季调节	日调节		年调节	年调节	年调节
总投资（亿元）	285	50	150	246	298	287

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

根据雅砻江流域水能资源开发规划，分四阶段开发：

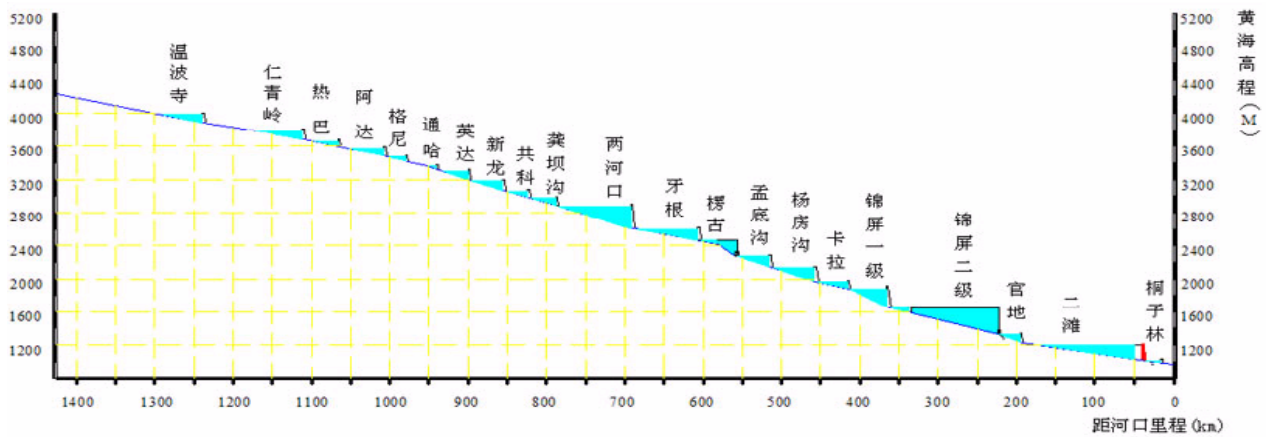
第一阶段：2000年以前，开发建设二滩水电站，实现投运装机规模330 万千瓦。

第二阶段：2015年以前，建设锦屏水电站、官地水电站、桐子林水电站，全面完成雅砻江下游梯级水电开发。公司拥有的发电能力提升至1470 万千瓦，规模效益和梯级补偿效益初步显现，基本形成现代化流域梯级电站群管理的雏形。

第三阶段：2020年以前，继续深入推进雅砻江流域水电开发，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，公司拥有的发电能力达到2300万千瓦以上。

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。公司拥有发电能力达到3000万千瓦左右。

图1：雅砻江流域梯度开发规划



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：雅砻江下游开发位置



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

短期盈利贡献有压力，且后续开发需巨额资金

由于雅砻江下游在建锦屏一级、二级电站以及官地电站要陆续在2012-2015年才投产，因此，2009-2012年二滩水电公司利润主要来自二滩电站。

从二滩水电站历史发电量来看，过去五年二滩水电平均发电150.76亿千瓦时，平均发电小时数4569小时。因此公司按4500小时预测是比较偏

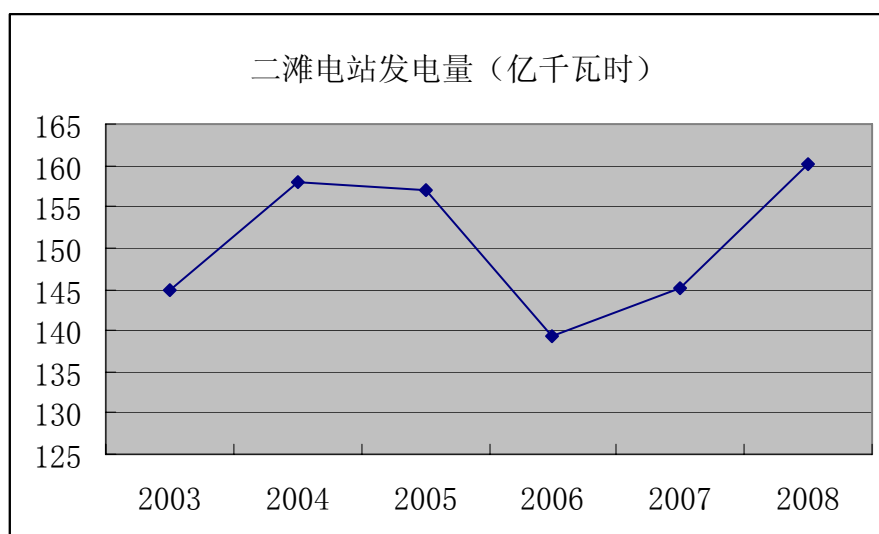
中性的。

2009年二滩发电成本增加主要来自水资源补偿费。根据四川省人民政府以川府函[2008]280号文正式批复了省发改委提交的水电资源有偿使用和补偿机制试点方案，从2009年开始，公司需按发电销售收入的3%征收水电资源开发补偿费。据此，公司将增加成本8000万元。

不考虑汇兑收益，我们预计二滩水电公司2009年净利润在3.66亿元，比公司预测的2.33亿元高出1.33亿元。按权益计算，公司2009年增加投资收益约1.75亿元。

根据二滩水电的开发成本在6000-8000元/千瓦，预计2015年二滩需要增加投资1031亿元，公司相应需增加二滩资本金约100亿元，其中，未来三年公司需追加投资40-50亿元。因此，公司未来将面临较大的资金压力。

图3：二滩水电站2003-2008年发电量



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表4：二滩水电公司经济指标

		2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
发电量	亿千瓦时	157.00	139.42	145.01	160.14
上网电量	亿千瓦时	-	138.51	144.15	160.14
售电量	亿千瓦时	-	137.46	142.99	159.13
收入	百万元	2,999.00	2,812.00	2,826.00	3,136.76
净利润	百万元	977.00	478.00	546.07	728.31
上网电价	元/千瓦时（含税）	-	0.2348	0.2269	0.2262
发电成本	分/千瓦时	7.92	8.16	8.55	7.82
单位发电净利润	分/千瓦时	6.22	3.43	3.77	4.55

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表5：二滩盈利预测（百万元）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E
营业收入	2,999.00	2,812.00	2,826.00	3,136.76	2924.72
营业成本	1,243.00	1,137.00	1,240.35	1,252.52	1,330.75
/营业收入	41.45%	40.43%	43.89%	39.93%	45.50%

营业税金及附加	59.00	55.00	55.97	65.04	60.64
/营业收入	1.97%	1.96%	1.98%	2.07%	2.07%
销售费用	6.00	3.00	0.37	0.18	
/营业收入					
管理费用	115.00	147.00	129.22	147.62	137.65
/营业收入	3.83%	5.23%	4.57%	4.71%	4.71%
财务费用	601.00	953.00	861.79	797.68	965.16
/营业收入	20.04%	33.89%	30.50%	25.43%	33.00%
资产减值损失	5.00	4.00	-105.18	-2.76	-1.9
营业利润(元)	981.00	521.00	643.33	862.89	430.53
加: 营业外收入(元)	1.00	0.00	0.11	24.19	
减: 营业外支出(元)	4.00	0.00	0.59	32.25	
利润总额(元)	979.00	521.00	642.85	862.88926	430.53
减: 所得税(元)	2.00	43.00	96.78	134.58	64.58
/(利润总额-投资收益)	0.20%	8.25%	15.05%	15.60%	15.00%
净利润(元)	977.00	478.00	546.07	728.31	365.95
减: 少数股东损益(元)	1.00	1.00	0.55	6.82	0.73
归属于母公司所有者的净利润(元)	976.00	477.00	545.94	721.49	365.22

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

早期介入太阳能领域使得公司具有新能源利 用先发优势

2008年公司收购集团公司新光硅业38.9%股权, 公司成功进军新能源太阳能多晶硅制造。2007年10月新光硅业投产, 成为我国第一个1000吨级的太阳能多晶硅生产企业。2008年新光硅业实现810吨生产计划, 2009年新光硅业计划将完成1100吨生产量。

由于国内多条多晶硅生产线都将在未来两年内投产, 2008年全国多晶硅产量4000吨, 2009年国内多晶硅预计10000吨左右, 多晶硅产量增加2.5倍。因此, 国内多晶硅价格必将从高位回落, 多晶硅产业的也将逐步从暴利走向竞争。但作为国内最早进入该行业的公司, 公司拥有先发的技术优势和成本优势。

目前新光硅业80%产量为长单销售, 价格3个月一签, 目前长单价格锁定在120万元/吨。

为避免集团公司在多晶硅生产方面与上市公司形成同业竞争, 川投集团承诺在条件成熟时, 注入集团持有天威四川硅业有限责任公司35%股权, 目前该公司3000吨多晶硅预计在2009年底投产。

根据未来多晶硅价格判断, 我们预计2009-2010年新光硅业将为公司贡献利润1.12亿元和0.69亿元。

表6: 公司子公司盈利情况 (万元)

	2008年	2009年	2010年
产量 (吨)	800.00	1,000.00	1,000.00
单价 (万元/吨)	200.14	100.00	80.00
单位成本 (万元/吨)	70.00	55.00	50.00
净利润 (万元)	80,689.37	28,815.00	17,799.00
投资收益 (万元)	31,388.16	11,209.04	6,923.81

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 7: 新光硅业敏感性分析 (万元/吨)

成本\销售单价	80.00	90.00	100.00	110.00	120.00
60.00	9,299.00	16,932.00	24,565.00	32,198.00	39,831.00
55.00	13,549.00	21,182.00	28,815.00	36,448.00	44,081.00
50.00	17,799.00	25,432.00	33,065.00	40,698.00	48,331.00

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

假设条件:

- 1、2009-2010年公司完成发电量27亿千瓦时和36亿千瓦时;
- 2、2009-2010年新光硅业完成1000吨多晶硅产量, 为公司贡献投资收益1.12亿元和0.69亿元;
- 3、2009年二滩实现净利润3.66亿元;
- 4、2009年公司股本增厚2942万股。

根据假设条件, 预计2009-2010年公司实现净利润3.35亿元和4.22亿元, 每股收益0.525元和0.66元。考虑收购二滩, 2009-2010年公司实现净利润4.97亿元和5.79亿元, 每股收益0.533元和0.62元。

公司2009-2010年动态PE分别为30和26倍, 我们认为公司估值比较合理, 但鉴于雅砻江流域的连续开发, 公司未来10年有明确的成长性, 我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、多晶硅价格的不确定性, 从而带来公司投资收益的不确定性。
- 2、四川水电来水不确定性。
- 3、二滩水电存在汇率风险。截至2008年12月31日, 二滩水电有76,096万美元、4,970万欧元的外币贷款, 2008年人民币持续升值为二滩水电带来了约3.73亿元汇兑收益。

表 8: 公司盈利预测 (百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	362.57	518.62	909.37	1,124.49	1,179.68
营业成本	258.03	330.51	498.47	537.12	578.29
营业税金及附加	1.78	2.50	4.38	5.42	5.69
销售费用	8.09	12.31	21.58	26.68	27.99
管理费用	0.00	46.21	54.56	67.47	70.78
财务费用	16.22	87.61	92.67	105.00	105.00
投资净收益	33.93	366.72	319.53	305.35	348.09
营业利润	74.81	405.23	557.24	688.15	740.02
加: 营业外收入	13.61	12.37	21.69	26.82	28.14
减: 营业外支出	7.77	36.60	27.28	33.73	35.39
利润总额(元)	80.65	381.00	551.66	681.24	732.77
减: 所得税	13.38	6.25	11.61	37.59	38.47
净利润(元)	67.26	374.74	540.05	643.65	694.30
减: 少数股东损益	6.20	16.06	43.20	64.37	69.43
归属于母公司所有者的净利润	61.07	358.68	496.85	579.29	624.87
每股收益					
(一) 基本每股收益(元)	0.10	0.56	0.53	0.62	0.67

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

川投能源(600674)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。