

彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年10月8日

川投能源(600674.SH)/15.63元

定向增发即将完成, 存在交易性机会

公用事业·电力

中性-B(首次)

基础数据

上证综指	2779
总股本(万股)	63868
已上市流通股(万股)	33696
总市值(亿元)	100
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	14.3
资产负债率	67.1%
主要股东	四川省投资集团
主要股东持股比例	47.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-23	10
相对表现	3	-40	-31



相关报告

我们对川投能源进行了调研, 就现有业务来看, 公司下半年盈利不如上半年。不过, 公司定向增发收购二滩水电有限公司 48% 的股权即将完成, 存在交易性机会。我们预测 09~11 年公司每股收益分别为 0.34、0.39 和 0.51 元, 目前估值较高, 暂时给予“中性”评级。

- q 上半年盈利主要来自于田湾河、大渡河和新光硅业。公司上半年实现净利润 1.13 亿元, 其中, 田湾河公司贡献 0.52 亿元, 大渡河分红收到 0.40 亿元, 新光硅业贡献投资收益 0.41 亿元。电力业务板块中嘉阳电力和天彭电力都在盈亏平衡之间, 对公司盈利贡献较小。光缆业务的长飞双龙和电气自动化业务的交大光芒盈利前景较好, 但是规模尚小, 对公司的盈利贡献也比较小。
- q 田湾河公司下半年收入增加, 但是盈利存在不确定性。田湾河公司下属三个水电站大发、金窝、仁宗海各装机 24 万千瓦, 8 月 4 日已经全部投产。由于装机容量增加, 预计下半年销售收入会有明显增长, 但是由于固定资产转固导致折旧和财务费用增加, 下半年净利润能否超过上半年尚不确定。
- q 大渡河公司下半年不再贡献投资收益。公司持有国电大渡河公司 10% 的股权, 采用成本法核算, 2008 年分红在今年上半年入账, 下半年这块收益将减少。
- q 新光硅业下半年贡献的投资收益将减少。新光硅业设计产能 1100 吨, 预计今年将达产。目前需求旺盛, 公司随产随销, 没有库存。但是, 三季度售价维持在 50~60 万元/吨, 基本处于盈亏平衡之间。我们审慎预测全年贡献投资收益与上半年持平。
- q 定向增发收购二滩公司股权即将完成, 存在交易性机会。公司定向增发 7 月份获得证监会有条件通过, 主要是部分划拨土地需要补交出让金, 规模在 3000~7000 万元。公司正在抓紧完成此项工作, 预计年内增发工作能够完成。
- q 预计 09~11 年每股收益分别为 0.34、0.39 和 0.51 元, 首次给予“中性”投资评级。由于新光硅业贡献投资收益减少, 二滩公司后续项目要到 2012 年左右投产, 公司目前估值略高, 暂时给予“中性”评级。不过, 公司业绩对水电上网电价和多晶硅价格都很敏感, 如果价格上调, 公司业绩将超预期。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	363	519	810	940	972
同比增长	14%	43%	56%	16%	3%
营业利润(百万元)	75	405	338	389	510
同比增长	23%	442%	-17%	15%	31%
净利润(百万元)	61	359	307	353	462
同比增长	8%	487%	-14%	15%	31%
每股收益(元)	0.12	0.56	0.34	0.39	0.51
PE	120.7	26.7	44.4	38.6	29.5
PB	5.0	5.3	5.2	4.8	4.3

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	797	543	751	819	838
现金	551	223	300	300	300
交易性投资	0	0	0	1	2
应收票据	69	78	122	141	146
应收款项	63	85	114	132	137
其它应收款	85	92	146	169	175
存货	29	57	60	65	67
其他	0	8	10	11	11
非流动资产	3975	5582	8701	8595	8640
长期股权投资	451	1225	4480	4480	4480
固定资产	1010	1761	1632	1540	1587
无形资产	42	40	36	33	29
其他	2471	2556	2553	2543	2543
资产总计	4772	6125	9453	9414	9478
流动负债	541	974	3534	3261	2976
短期借款	160	763	3270	2989	2731
应付账款	175	45	70	76	79
预收账款	3	3	5	5	6
其他	203	163	189	191	161
长期负债	2572	3091	3059	3029	3029
长期借款	2568	3089	3059	3029	3029
其他	4	2	0	0	0
负债合计	3112	4064	6593	6290	6005
股本	491	639	908	908	908
资本公积金	498	399	697	697	697
留存收益	483	786	1001	1248	1571
少数股东权益	187	237	253	272	296
母公司所有者权益	1472	1824	2606	2853	3176
负债及权益合计	4772	6125	9453	9414	9478

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	104	138	329	345	389
净利润			307	353	462
折旧摊销			210	198	195
财务费用			189	237	221
投资收益			-310	-400	-500
营运资金变动			-115	-63	-15
其它			48	20	27
投资活动现金流	-1095	-1363	-3352	-91	-241
资本支出			-100	-100	-240
其他投资			-3252	9	-1
筹资活动现金流	1317	876	3100	-254	-148
借款变动			2505	-311	-288
普通股增加			270	0	0
资本公积增加			298	0	0
股利分配			-92	-106	-139
其他			119	163	279
现金净增加额	327	-349	77	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	363	519	810	940	972
营业成本	258	331	500	540	561
营业税金及附加	2	3	4	5	5
营业费用	8	12	18	28	29
管理费用	31	46	70	141	146
财务费用	16	88	189	237	221
资产减值损失	6	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	367	310	400	500
营业利润	75	405	338	389	510
营业外收入	14	12	12	12	12
营业外支出	8	37	10	10	10
利润总额	81	381	340	391	512
所得税	13	6	17	20	26
净利润	67	375	323	372	486
少数股东损益	6	16	16	19	24
母公司所有者净利润	61	359	307	353	462
EPS (元)	0.12	0.56	0.34	0.39	0.51

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	14%	43%	56%	16%	3%
营业利润	23%	442%	-17%	15%	31%
净利润	8%	487%	-14%	15%	31%
获利能力					
毛利率	28.8%	36.3%	38.3%	42.6%	42.3%
净利率	16.8%	69.2%	37.9%	37.6%	47.5%
ROE	4.1%	19.7%	11.8%	12.4%	14.5%
ROIC	1.7%	8.2%	5.4%	6.5%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	65.2%	66.4%	69.8%	66.8%	63.4%
净负债比率	57.6%	62.9%	67.3%	64.2%	60.8%
流动比率	1.5	0.6	0.2	0.3	0.3
速动比率	1.4	0.5	0.2	0.2	0.3
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	8.8	7.6	8.5	8.7	8.5
应收帐款周转率	7.3	7.0	8.1	7.6	7.2
应付帐款周转率	2.1	3.0	8.7	7.4	7.3
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.56	0.34	0.39	0.51
每股经营现金	0.21	0.22	0.36	0.38	0.43
每股净资产	3.00	2.86	2.87	3.14	3.50
每股股利	0.01	0.07	0.10	0.12	0.15
估值比率					
PE	120.7	26.7	44.4	38.6	29.5
PB	5.0	5.3	5.2	4.8	4.3
EV/EBITDA	126.2	29.6	22.8	20.4	18.1

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。