

电力行业

报告原因: 研究报告

2010 年 2 月 23 日

基础数据: 2010 年 2 月 23

收盘价(元)	15
每股净资产(元)	2.05
资产负债率%	67
总股本/流通 A 股(亿)	9.33/
	3.37
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

川投能源 (600674)

增 持

田湾河进入全面盈利期, 多晶硅高端路线值得期待

公司研究/研究报告

投资要点:

●09 年业绩未体现公司真实业绩水平, 2010 年业绩将有效回升: 公司预计 2009 年全年实现的归属于母公司所有者的净利润在 15000 万元至 17900 万元人民币之间, 对应增发后的股本每股收益在 0.16-0.19 元之间, 使得公司估值水平较高。2009 年业绩较低的原因由于二滩水电投资收益并未合并以及天河湾水电未充分发挥效力, 09 年业绩未体现公司真实业绩水平, 2010 年二滩水电并表以及天河湾水电将充分发挥效力, 公司水电业务的利润将大幅增长。

●仁宗海电站投产, 2010 年田湾河进入收获期: 田湾河电站自 2007 年开始陆续投产, 但由于龙头电站仁宗海电站迟迟没有投产, 一直难以发挥较好效益, 仁宗海电站二号电站于 2009 年 8 月份投产标志着天河湾电站全面投产, 也标志着天河湾电站将充分发挥效力, 进入充分盈利期。我们按照天河湾电站的设计发电量及总投资简单测算了天河湾电站全流域的盈利情况, 预计全年将实现利润 2.96 亿元, 贡献公司每股收益 0.32 元/股, 而 09 年天河湾电站贡献预计不到 0.15 元, 09 年远没有发挥效力, 2010 年田湾河电站盈利值得期待。

●二滩水电即将并表, 盈利可观: 公司 2008 年 12 月份公告收购大股东川投集团持有的二滩水电开发公司 48% 股权, 经过一年的审批程序, 二滩水电注入已经完成, 将于 2010 年在报表中体现。二滩水电开发公司目前运行的电站仅有二滩电站, 其总装机容量达到 330 万千瓦, 二滩水电 2005-2008 年的四年的利润平均值为 68025.28 万元, 根据公司持股比例, 测算二滩水电贡献公司盈利平均在 0.35 元/股左右。二滩水电拥有 3000 万千瓦装机的水电开发权, 目前完工的只有 330 万千瓦, 后续开发潜力巨大, 二滩水电其他在建项目最早投产的在 2012 年, 公司自 2012 年将进入高速成长通道, 而公司的高速成长期持续到 2020 年前后。

●多晶硅向更高级别发展, 或将步出低谷: 新光硅业多晶硅生产线设计为高端定位, 由于前几年多晶硅市场火爆, 太阳能级多晶硅和电子级多晶硅价格相差不多, 公司没有立即改进工艺生产电子级多晶硅。目前电子级多晶硅报价在 130 美元/千克的水平, 随着太阳能多晶硅价格的暴跌 (40 美元/千克左右), 电子级多晶硅价格优势凸现, 公司 2010 年将着手高端电子级多晶硅的工艺改进, 预计未来电子级多晶硅销售占比能够达到 10% 左右。由于电子级多晶硅价格较高, 工艺改造完成后盈利可观。公司通过高端化路线, 逐步摆脱低端产品的无序竞争状况。

●估值分析: 只考虑二滩水电、田湾河电站、国电大渡河的盈利, 公司来水正常情况下的盈利在 0.72 元左右, 对应目前估值水平仅 21 倍左右, 并不算高, 目前不考虑新光硅业的价值, 单纯水电的业绩即能支持目前的股价。即使在多晶硅价格低迷难以盈利的情况下, A 股上市公司中投资多晶硅的企业多晶硅部分均有一定的估值, 而公司作为国内相对高端的多晶硅生产线应享受更高的估值, 综上所述我们认为公司具备较大的估值优势。

●投资建议: 考虑到公司多晶硅价格反弹和高端路线后的盈利恢复、二滩水电长达 10 年左右的成长性, 公司目前的估值具备很大的优势, 给与“增持”的投资评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

目 录

一、 田湾河电站	2
仁宗海电站投产，2010 年田湾河进入收获期	2
盈利测算假设:	2
二、 滩水电站	3
二滩水电——即将并表，注入公司 10 年的成长性	3
三、国电大渡河——进入分红稳定期	4
四、多晶硅——高端路线值得期待，或将步出低谷	5
生产经营情况	5
向更高级别发展	5
具备较强竞争力	6
行业未来展望	6
盈利测算	6
六、投资建议	7
七、投资风险	8

一、田湾河电站

仁宗海电站投产，2010 年田湾河进入收获期

- **田湾河进入全面盈利期：**田湾河电站自 2007 年开始陆续投产，详见表 2，但由于龙头电站仁宗海电站迟迟没有投产，一直难以发挥较好效益，仁宗海电站二号电站于 2009 年 8 月份投产标志着天河湾电站全面投产，也标志着天河湾电站将充分发挥效力，进入充分盈利期。
- **全面投产后的盈利测算：**我们按照天河湾电站的设计发电量及总投资简单测算了天河湾电站全流域的盈利情况，详见表 1，预计全年将实现利润 2.96 亿元，而我们测算时假设负债率 80%，随着运营稳定归还贷款后，田湾河的盈利将进一步增加。而 2009 年上半年天河湾电站仅实现利润 6,544.51 万，和设计情况相比远没有充分发挥效益，主要原因由于龙头电站没有投产，2010 年田湾河电站盈利值得期待。

盈利测算假设

- 田湾河仍处于所得税减半期，假设所得税率 12.5%。（田湾河自 2008 年起享受两免三减半政策）
- 资产负债率 80%（即财务费用按照投资额的 80%*贷款利率测算）
- 其他假设见表

表 1：天河湾全面发电后盈利预测

电站	大发水电站	金窝水电站	仁宗海电站	合计
装机容量	2*12	2*12	2*12	
电价	0.288	0.288	0.318	
年发电量	12.33	12.69	10.83	35.85
发电小时	5140	4530	4,510	
营业收入	3.04	3.12	2.94	9.10
总投资（亿元）	11	11	22	44
折旧	0.418	0.418	0.836	1.672
财务费用	0.53	0.53	1.06	2.11
其他	0.34	0.34	0.68	1.37
利润	1.75	1.84	0.37	3.95
净利润	1.31	1.38	0.28	2.96
贡献每股收益	0.14	0.15	0.03	0.32

资料来源：山西证券，公司公告

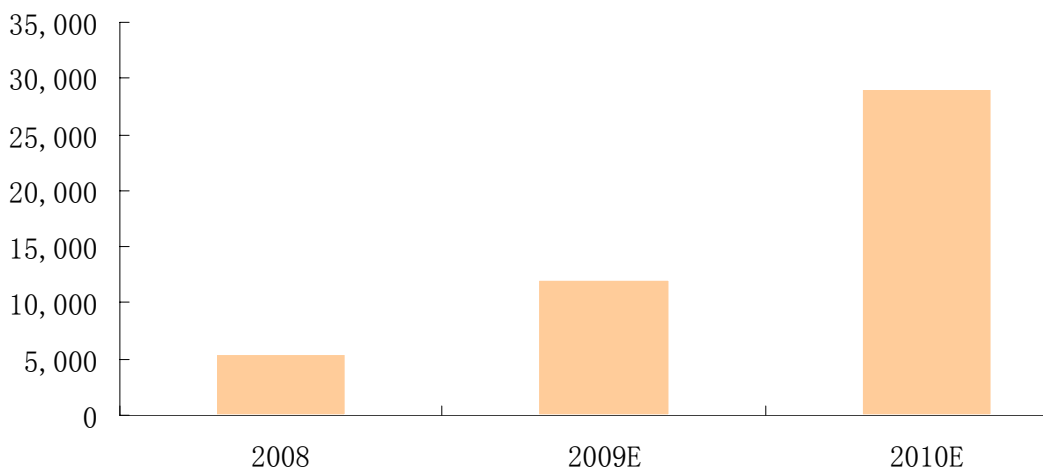
表 2：天河湾各电站投产时间

电站	装机容量	投产时间
大发水电站 1 号	12 万千瓦	2007-11-11
大发水电站 2 号	12 万千瓦	2008-1-22

金窝水电站 2 号	12 万千瓦	2008-12-23
金窝水电站 1 号	12 万千瓦	2009-2
仁宗海 1 和 2 号	24 万千瓦	2009-8

资料来源：山西证券，公司公告

图 1：天河湾电站盈利趋势



资料来源：公司公告，山西证券

二、 滩水电站

二滩水电——即将并表，注入公司 10 年的成长性

- **二滩水电 2010 年将实现并表：**公司 2008 年 12 月份公告，拟收购大股东川投集团持有的二滩水电开发公司 48% 股权，以非公开发行 A 股股票作为收购对价，经过一年的审批程序，二滩水电注入已经完成，将于 2010 年在报表中体现。
- **二滩水电简单盈利预测：**二滩水电开发公司目前运行的电站仅有二滩电站，其总装机容量达到 330 万千瓦，近 5 年年均发电量约 150 亿千瓦时。观察二滩水电 2005-2008 年的利润情况，见表，波动较大，一方面与电量波动有关，一方面主要是向美元和欧元贷款带来的汇兑收益产生财务费用有关。简单测算，二滩水电四年的利润平均值为 68025.28 万元，按照该平均利润水平测算二滩水电贡献公司每股收益在 0.35 元左右。
- **人民币可能又步入升值期，汇兑收益或又将锦上添花：**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，汇率波动将产生汇兑损益。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。2009 年人民币相对稳定，汇兑收益大幅减少。但 2010 年人民币或将又进入升值期，为二滩水电的盈利锦上添花。
- **盈利仍有望提升：**二滩水电公司目前的资产负债率达到 90%，随着运

营的稳定贷款的归还，财务费用的降低，公司利润有望进一步提升。此外，二滩水电站的核准电价为 0.278 元/千瓦时（供四川为 0.278 元、供重庆为 0.268 元），但由于四川采用丰枯电价，公司近几年的电价仅为 0.223~0.235 元/千瓦时，这远远低于四川省标杆电价 0.288 元/千瓦时，预计未来有上调空间。

- **十年的成长性可期：**二滩水电拥有 3000 万千瓦装机的水电开发权，目前完工的只有 330 万千瓦，后续开发潜力巨大，二滩水电的注入打开了公司未来的成长空间。二滩水电其他在建项目最早投产的在 2012 年，公司自 2012 年将进入高速成长通道，而公司的高速成长期持续到 2020 年前后，长达十年，详见表 4。

表 3：二滩水电历史盈利情况及平均利润测算

	2005	2006	2007	2008	平均	归属公司 净利润	贡献每股收 益
二滩净利润	97600	47800	54,552.38	72148.749	68025.28	32652.14	0.35

资料来源：山西证券，公司公告

表 4：二滩水电的在建项目

电站名称	位置	建设规模 (万千瓦)	装机结构	设计年发电量 亿千瓦时	利用小时	全面投产 年份	目前 状态	首台 2013
锦屏一级水电站	下游	360	6*60	166.2	4617	2015	在建	2012
锦屏二级水电站	下游	480	8*60	242.3	5048	2015	在建	2012
官地水电站	下游	240	4*60	110.16	4590	2013	筹建	2014
桐子林水电站	下游	60	4*15	29.75	4958	2015	筹建	
两河口水电站	中游	300	6*50	115	3833	2018	筹建	
牙根水电站	中游	150		64.6	4307	2017	拟建	
楞古水电站	中游	271.8		112.8	4150	2018	拟建	
孟底沟水电站	中游	184		80.05	4351	2021	拟建	
杨房沟水电站	中游	150		65	4333	2019	拟建	
卡拉水电站	中游	100		45	4500	2019	拟建	

资料来源：公司公告

三、国电大渡河——进入分红稳定期

- 国电大渡河流域水电开发有限公司于 2000 年在成都注册成立，注册资本金 22.3 亿元。目前国电股份、国电集团、川投能源分别持有股份比例为 51%、39%、10%。
- 由于公司持有大渡河股权比例较低，根据会计准则对大渡河股权采用成本法核算。根据成本法，只有被投资单位宣告分配现金股利和利润中，投资企业按应享有的部分确认为当期投资收益，因此一般情况，本年享有的投资收益为被投资单位本年宣告上年分配的现金和利润。
- 大渡河水电中龚嘴水力发电总厂（132 万千瓦）已建成投产，经过了近

年的高财务成本期后，龚嘴水力发电厂进入了盈利能力提升期，瀑布沟首台电站已经投产。08 年获得公司红利分配 3980 万元，预计 2009 年能取得分红款约 5000 万元，未来将维持在 5000-6000 万左右，贡献每股收益 0.05 元左右。

表5：大渡河电厂情况

电厂	机组构成	总装机量 (万千瓦)	权益比例	权益装机容量	投产时间
龚嘴		132	10%	13	1997-1998
瀑布沟	6*55	330	10%	33	2009-2010
深溪沟	3*22	66	10%	7	2010-2011
大岗山	4*65	260	2%	5	2014-2015
合计				58	

资料来源：山西证券

四、多晶硅—高端路线值得期待，或将步出低谷

生产经营情况

- 川投能源参股新光硅业（设计产能 1260 吨）38.9%股权，新光硅业是国内最早投产的多晶硅生产线，设计产能 1260 吨，2007 年 2 月份投产。2007 年生产 230 吨，实现 9.5 亿万利润；2008 年生产 811 吨，实现 1.3 亿万利润。2009 年生产 951 吨，实现 9500 万利润。2010 年计划生产 1000-1100 吨。
- 新光硅业产品质量较好、和进口产品的品质不相上下，目前看需求稳定，价格约为 40 多美元/公斤，价格下降趋于缓慢。由于公司多晶硅较为优质，产品价格略高于市场价格。公司定价策略是执行统一的价格，均为市场定价，没有长协订单，使得业绩对多晶硅价格较为敏感，一旦多晶硅市价回升，公司业绩将出现快速回升。
- 经过一系列技改，公司多晶硅成本能够下降到 40 美元/公斤左右。虽然开展了直供电业务，公司电价水平仍较高，在 0.4 元/千瓦时以上。目前的综合电耗约为 210 度/公斤左右，预计未来下降到 200 度/公斤水平以下，但与国外相比能耗水平仍较高。国外部分厂商成本约为 21-23 美元/公斤，低于国内水平，主要原因由于国外较低的能耗水平、较低的电价水平以及较少的折旧。随着多晶硅产业盈利的恶化，为了保持中国多晶硅产业的竞争力，未来电价存在进一步下调的可能性，这也是降低公司多晶硅成本的核心驱动因素。

向更高级别发展

- 多晶硅用途主要为太阳能和电子级，目前国内电子元器件主要依靠进口。电子级多晶硅高端定位，电学参数和物力特性要求更高。公司多晶硅生产

线设计为高端定位，由于前几年多晶硅市场火爆，太阳能级多晶硅和电子级多晶硅价格相差不多，公司没有立即改进工艺生产电子级多晶硅。目前电子级多晶硅报价在 130 美元/公斤的水平，随着太阳能多晶硅价格的暴跌，电子级多晶硅价格优势凸现，公司 2010 年将着手高端电子级多晶硅的工艺改进，预计未来电子级多晶硅的销售比例可能占公司销售的 10% 左右。由于电子级多晶硅价格较高，工艺改造完成销售后将能够实现可观的利润。公司未来多晶硅定位为高端产品，走差异化路线，逐步摆脱低端产品的无序竞争状况。

具备较强竞争力

- **产品品质较好，具备走高端路线的潜质：**公司产品的品质较好，和进口产品的品质不相上下，具备走电子级高端路线的潜质，目前公司的产品较国内产品价格高出一小部分。
- **财务压力较小，现金流压力较小：**目前后期投产的多晶硅厂商财务费用压力较大，在目前多晶硅价格和成本下，现金流压力较大。而新光硅业由于投产较早，财务压力较小，现金流较其它厂商较为健康，公司在竞争中具备了优势。
- **服务较好：**和进口相比公司能够较快送货上门（进口历时较长，约在 15-20 天左右），而公司品质和进口不相上下，在服务上公司产品具备一定的竞争力。

行业未来展望

- **产能过剩有望缓解：**在目前价格下国内多晶硅厂商经营压力较大，继续恶性竞争压低价格的可能性较小。此外，在目前经营环境下也阻止了新的厂商进一步扩张规模或者新进入，在下游有效复苏的情况下，供需趋于平衡。
- **国内市场有望启动：**目前国内太阳能电池主要市场是出口，国内的市场还没有启动，预计国家 2010 年会出台相关补贴额度，内需的启动将大大刺激多晶硅的需求，考虑到产能过剩并没有想象的那么严重，预计未来价格回升的可能性很大。
- **电子级多晶硅的产业前景广阔：**多晶硅是制造芯片的必不可少的原材料，目前，世界上 98% 的芯片是以多晶硅为基础原料，预计中国在 15 年内将成为世界第三大芯片市场。集成电路生产量年均增长率将达到 34-40%。目前我国的信息产业总体规模已居世界前列，每年电子级多晶硅的需求量为 3000 多吨，但国内年产量不到 100 吨，处于微不足道的地位。电子信息产业正在迅猛发展使全球多晶硅市场供不应求。

盈利测算

- **多晶硅价格处于低谷，业绩拖累有限：**目前多晶硅价格较为低迷，由于公司投产较早，资金回收较早，公司财务压力较小，即使在 40 美元/千克的情况下，新光硅业对公司盈利拖累仅 -0.02 元，多晶硅价格在 50 元/千克的情况下新光硅业既可以保持盈亏平衡，详见表 8。

- **高端路线值得期待：**目前公司在进行高端技术改造，如果高端路线成功，新光硅业对公司贡献的利润可观，假设多晶硅价格为 130 美元/千克时，新光硅业贡献公司投资收益约 0.19 元。短期内公司所有多晶硅均按照电子级多晶硅销售的可能性较小，预计该业绩水平需要长期的努力才能实现。

表 7：多晶硅盈利测算（假设多晶硅价格 60 美元/千克）

项目（单位：万元）	盈利测算
多晶硅销售价格（美元/千克）	45
产能（吨）	1260
达产率	87.30%
产量（吨）	1100
折合美元销售价格（美元/千克）	60
单位成本（美元/千克）	40
营业收入	45058.20
营业成本	30038.8
管理费用	3500
财务费用	1200
销售费用	1300
营业利润	9019.40
净利润	6764.55
归属于公司净利润	2631.41
股本（万股）	93300
每股收益（元）	0.03

资料来源：山西证券

表 6：多晶硅价格敏感性测试

多晶硅价格 （美元/千克）	40	45	50	55	60	80	100	120	130
贡献公司每股收益	-0.02	-0.01	0	0.02	0.03	0.08	0.12	0.17	0.19

资料来源：山西证券

六、投资建议

- **09 年业绩未体现公司真实业绩水平，2010 年业绩将有效回升：**公司公布业绩快报，预计 2009 年全年实现的归属于母公司所有者的净利润在 15000 万元至 17900 万元人民币之间，对应增发后的股本每股收益在 0.16-0.19 元之间，使得公司估值水平较高。2009 年业绩较低的原因由于二滩水电投资收益并未合并以及天河湾水电未充分发挥效力，2010 年二滩水电并表且天河湾水电将充分发挥效力，公司水电业务的利润将大幅增长。
- **估值分析：**只考虑二滩水电、田湾河电站和国电大渡河的盈利，公司来水正常情况下的盈利在 0.72 元左右，对应目前估值水平仅 21 倍左右，并不算高，目前不考虑新光硅业的价值，单纯水电的业绩即能支持目前的股价。

即使在多晶硅价格低迷难以盈利的情况下，A 股上市公司中投资多晶硅的企业多晶硅部分均有一定的估值，而公司作为国内相对高端的多晶硅生产线应享受更高的估值，综上所述我们认为公司具备较大的估值优势。

- **投资建议：**考虑到公司多晶硅价格反弹和高端路线后的盈利恢复、二滩水电长达 10 年左右的成长性，公司目前的估值具备很大的优势，给与“增持”的投资评级。

表：公司盈利测算汇总

单位：元	天河湾水电站	二滩水电站	国电大渡河	合计
盈利贡献	0.32	0.35	0.05	0.72

资料来源：山西证券

注：未考虑新光硅业的投资收益部分

七、投资风险

- 来水情况对公司盈利影响较大，我们水电业绩根据设计发电量测算，如若来水低于设计情况盈利可能低于预期
- 公司有很多后续建设大型水电项目，存在水电站建设风险
- 公司未来的成长性依赖于二滩水电的后续开发权，如若开发权调整将影响公司的长期成长性

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。