

多晶硅价格低迷和西南大旱拖累上半年业绩, 水电发展潜力巨大

——川投能源(600674)公司点评

核心观点

公司发布业绩快报: 2010 年上半年实现营业收入 4.5 亿元, 同比增长 8.19%; 归属于母公司股东净利润 8156 万元, 同比下降 27.51%; 基本每股收益 0.09 元, 同比下降 50%。

西南大旱影响公司水电发电量。 2009 年 8 月, 公司控股的田湾河公司 (6*12 万千瓦) 机组全部进入商业运营发电阶段, 但田湾河公司机组投产并未带来收入的大幅增长。2009 年秋季以来, 中国西南地区发生严重旱灾, 而公司水电机组田湾河水电、天彭水电、大渡河水电、二滩水电均分布在西南地区, 受影响较大。

新光硅业走出低谷仍需时日。 08 年新光硅业贡献公司净利润 3.14 亿元, 占到当年净利总额 87%, 但至 09 年受宏观经济影响, 产品价格下降, 09 年三季度出现亏损, 全年贡献投资收益随之从 3.2 亿元大幅减少至 3242 万元。10 年一季度产量仅 180 吨, 同比减 23.88%, 亏损 2371 万元。今年以来, 多晶硅光伏产业需求端已经明显复苏, 但产能过剩导致最近 3 年内多晶硅价格在底部盘整的可能性更大, 预计 2010-2011 年均价将在 55 美元/公斤左右徘徊, 对公司业绩构成拖累。

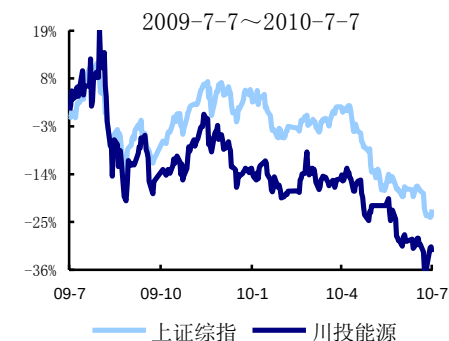
二滩水电成长空间巨大。 二滩水电全面负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运, 雅砻江中下游河段位列国家确定的十三大水电基地第三位, 可开发水电装机容量约为 3000 万千瓦时, 是已经投产的二滩水电站的 10 倍。

业绩预测和投资评级。 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.20、0.22、0.35 元, 对应动态市盈率分别为 63、57、36 倍, 高于行业平均水平, 但是二滩水电可供开发水电装机容量是公司现有装机容量的 10 倍, 并且公司控股子公司交大光芒受益于铁路建设业绩增长迅速, 看好公司未来 5 年的发展空间, 给予公司 “中性-A” 的投资评级。

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	51,9	902	992	1,071
同比增速(%)	43.04%	73.88%	10.00%	8.00%
净利润(百万)	359	172	187	205
同比增速(%)	487.36%	-52.12%	8.77%	9.98%
EPS(元)	0.38	0.18	0.20	0.22
P/E	33	70	63	57

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	93292.15
流通A股(万股)	33696.20
52周内股价区间(元)	11.6-22.5
总市值(亿元)	117.45
总资产(亿元)	99.01
每股净资产(元)	5.56
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 鲁儒敏

电话: 010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

公司发布业绩快报:

2010 年上半年实现营业收入 4.5 亿元,同比增长 8.19%;归属于母公司股东净利润 8156 万元,同比下降 27.51%;基本每股收益 0.09 元,同比下降 50%。

一、西南大旱影响公司水电发电量

不考虑二滩水电的情况下,公司的权益装机容量为 87 万千瓦。2009 年 8 月,公司控股的田湾河公司(6*12 万千瓦)机组全部进入商业运营发电阶段,但田湾河公司机组投产并未带来收入的大幅增长。2009 年秋季以来,中国西南地区广西、重庆、四川、贵州、云南 5 省遭受旱灾,主要河流来水为历史最少,水库蓄水较常年同期偏少 2 成以上,旱情极为严峻,部分地区旱情持续时间超过 5 个月,而公司目前的水电机组田湾河水电、天彭水电、大渡河水电、二滩水电均分布在西南地区,受影响较大。

表 1: 公司资产情况

业务	公司名称	持股比例	装机容量	09 年收入 (万元)	09 年利润 (万元)
电力业务	田湾河水电	80.0%	72 万千瓦	20607.7	6544.5
	嘉阳火电	95.0%	11 万千瓦	10190.3	45.2
	天彭水电	95.0%	3,189 万千瓦	541.8	-145.2
	大渡河水电	10.0%	187 万千瓦		
	二滩水电	48.0%	330 万千瓦	293641.8	36545.0
通信和铁路电	交大光芒	50.0%		2379.3	551.7
气信息系统	长飞双龙	49.0%		8066.6	277.4
新能源业务	新光硅业	38.9%		39410.8	10449.0

数据来源:公司公告,国都证券

二、新光硅业走出低谷仍需时日

公司于 07 年以自筹资金和江油燃煤 12.6%股权置换收购川投集团持有的新光硅业 38.9%股权。新光硅业是原国家计委批准建设的多晶硅高技术产业化示范工程,一期规划 1280 万吨多晶硅生产线,也是国内第一条千吨级的多晶硅生产线,总投资约 12.9 亿元。采用从俄罗斯引进的“改良西门子法”工艺,于 2007 年 2 月底投产,预计 10 年可产 1000 吨。

08 年新光硅业贡献公司净利润 3.14 亿元,占到当年净利总额 87%,但至 09 年受宏观经济影响,产品价格下降,09 年三季度出现亏损,全年贡献投资收益随之从 3.2 亿元大幅减少至 3242 万元。10 年一季度产量仅 180 吨,同比减 23.88%,亏损 2371 万元。受到宏观经济的影响,目前多晶硅行业仍然处于低位运行,产品价格和盈利水平比上年同期大幅度减少,对公司业绩构成拖累。

今年以来,多晶硅光伏产业需求端已经明显复苏,但是由于前两年大量投产的产能今年还没有完全释放产能,而这些产能的充分释放可能会在明后年,所以最近 3 年内多晶硅价格在底部盘整的可能性更大,预计 2010-2011 年均价将在 55 美元/公斤左右徘徊。

新光硅业未来盈利关键就看成本控制及产品结构升级。新光硅业自去年开始技术改造，内容主要是降低电耗、对四氯化硅回收处理。此次技改全部完成后可为公司降低成本 10% 以上。虽然公司产品线投产较早，但产品质量一直名列国内前列，产品线最初设计即为电子级多晶硅，纯度可达到 11 个 9，产品价格相对于太阳能级多晶硅 42-43 万元/吨要高出 30% 左右。目前公司产品销量中电子级多晶硅约占 10%，不断升级的产品结构将有助于新光硅业逐步走出低谷。

三、田湾河水电全面建成投产

2009 年 8 月 3 日，公司控股 80% 的田湾河公司实现了仁宗海水库电站并网发电，至此，田湾河梯级水电站“一库三级”6 台机组（总装机 72 万千瓦）全部建成投产发电。

田湾河是大渡河中游右岸的一级支流，全流域面积 1400 平方公里，天然落差 2120 米，河口多年平均流量 42.3 立方米/秒，水力资源理论蕴藏量 87 万千瓦。田湾河流域水电站的梯级开发仍上到下依次为：仁宗海水电站、金窝水电站、大发水电站，每个电站装机均为 24 万千瓦，各安装两台单机 12 万千瓦的高水头大容量冲击式机组。龙头水库仁宗海具有年调节能力。

田湾河梯级电站总装机 72 万千瓦，设计年发电量约 34 亿千瓦时。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，来水不足造成四台机组中只有两台能够正常运转。仁宗海电站二号电站投产标志着田湾河电站全面投产，也标志着田湾河电站将充分发挥效力，进入充分盈利期。

田湾河公司自 2008 年度开始享受“两免三减半”的税收优惠政策。2008~2009 年全免、2010~2013 年按 15% 基准减半征收。预计 2010 年、2011 年分别实现净利润 2.5 亿元和 2.98 亿元。

四、二滩水电成长空间巨大

二滩水电目前已建成投产的二滩水电站装机容量 330 万千瓦，所发电力主要供应四川电网和重庆电网使用，是川渝电网中最大的电力供应商。

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。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，目前正在开展各项目的勘测设计工作；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。

雅砻江可开发水电装机容量约为 3000 万千瓦时，是已经投产的二滩水电站的 10 倍。川投持有二滩水电公司 48% 的股份，国投电力公司持有 48% 股份，华电集团公司持有 4% 的股份，2009 年 12 月，国投电力收购了华电集团公司的股份成为第一大股东，尽管川投股

份退居第二大股东的位置，但仍然可以分享二滩水电的高成长。2010~2015 年是雅砻江开发的高峰期，我们预计公司 2010~2015 年资本性支出较大，公司存在较强的融资需求。

表 2：二滩水电电站统计表

序号	电站名称	位置	规模 (万千瓦)	全面投产 (年份)	目前状态
1	二滩水电站	下游	330	1999	投产
2	锦屏一级水电站	下游	360	2015	在建
3	锦屏二级水电站	下游	480	2015	在建
4	官地水电站	下游	240	2013	筹建
5	桐子林水电站	下游	60	2015	筹建
6	两河口水电站	中游	300	2018	筹建
7	牙根水电站	中游	150	2017	拟建
8	楞古水电站	中游	271.8	2018	拟建
9	孟底沟水电站	中游	184	2021	拟建
10	杨房沟水电站	中游	150	2019	拟建
11	卡拉水电站	中游	100	2019	拟建

数据来源：公司公告，国都证券

五、业绩预测和投资评级

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.20、0.22、0.35 元，对应动态市盈率分别为 63、57、36 倍，高于行业平均水平，但是二滩水电可供开发水电装机容量是公司现有装机容量的 10 倍，并且公司控股子公司交大光芒受益于铁路建设业绩增长迅速，看好公司未来 5 年的发展空间，给予公司 “中性-A” 的投资评级。

表 3：川投能源盈利预测表

项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	51862.4	90178.6	99196.5	107132.2	128558.7
减：营业成本	33050.8	50425.7	53753.8	57516.5	61542.7
营业毛利	18811.6	39753.0	45442.7	49615.7	67016.0
减：营业税金及附加					
加	249.9	472.2	495.3	537.4	653.3
资产减值损失	98.3	850.1	929.4	738.9	1101.0
销售费用	1230.7	1127.4	1487.9	1990.7	2168.2
管理费用	4620.8	5328.8	6150.2	8089.4	8356.3
财务费用	8761.0	18797.7	25871.9	26471.1	30292.7
加：公允价值变动					
净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

投资净收益	36671.6	8118.2	9423.7	10713.2	14141.5
营业利润	40522.6	21294.9	19931.7	22501.5	38585.9
加：营业外收入	1237.2	1401.0	2975.9	2999.7	3214.0
减：营业外支出	3660.3	141.1	992.0	1071.3	1928.4
利润总额	38099.5	22554.7	21915.6	24429.9	39871.5
减：所得税	625.2	780.9	876.6	1004.5	1967.8
少数股东损益	1606.3	4601.1	2359.6	2881.3	5709.7
归属于母公司所 有者的净利润	35868.0	17172.7	18679.4	20544.1	32193.9
每股收益(元)(目 前股本全面摊薄)	0.38	0.18	0.20	0.22	0.35

数据来源：国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com
巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com