

水电资产被低估

事件：公司公布 2010 年中报，上半年实现营业收入 4.52 亿元，同比增 8.19%，净利润 8173 万元，同比降 27.36%，每股收益 0.0876 元。

研究结论

- **净利润同比下降近三成源于新光硅业的投资收益下滑，但已经出现减亏，下半年拖累有限：**由于去年下半年至一季度新光硅业进行技改以降低成本，影响多晶硅产能，同时硅价急速下降，一季度亏损 2371 万元，二季度随着硅价小幅上行，以及产能恢复，单二季度减亏至 1124 万元。假设下半年硅价维持在现在的水平上，全年新光硅业亏损 5000 万左右，按照 38.9% 的权益，仅拖累川投 EPS0.02 元/股，影响有限。
- **单二季度川投净利大幅下滑 85% 更多源于四川“丰枯峰谷”电价机制及水电盈利季节性因素：**二滩水电去年年底完成资产过户，自今年起以投资收益方式并入川投报表。一季度二滩实现净利 3417 万元，但由于四川实行丰枯峰谷电价机制，丰枯水期水电电价相差 50% 以上，单二季度二滩出现 2377 万元亏损。但纵观二滩电站的历史财务数据，上半年亏损下半年盈利是二滩电站的正常盈利格局（见附图）。
- **水电电价存上调预期：**公司电价水平上行来自两个方面：一是在国家大力扶持水电发展以及水火电“同网同价”趋势的背景下，新投水电机组电价逐年攀升，随着水电的不断投产，公司加权电价水平也不断随之上涨，毛利水平不断提升；二是发改委与中电联在不同场合分别表示今年水、电、油、气价格将有一定程度上涨，煤电联动可期，水电同步上调预期强烈。
- 去年完成过户手续的二滩水电负债率高达 90%，目前仍处于建设高峰期，资金需求压力较大，目前川投已公告拟发行可转债募集资金不超过 21 亿（川投与国投一起对二滩项目增资 65 亿，川投按照 48% 的股权增资 31.2 亿，国投 52% 股权增资 33.8 亿），剩余 10.2 亿通过向集团申请委托贷款筹得，显示集团对公司的支持力度。
- **二滩汇兑收益今年或重现可观贡献：**截至 2009 年 12 月 31 日，二滩水电有 54995 万美元、33290 万欧元的外币贷款，汇率波动将产生汇兑损益。2008 年人民币持续升值即为二滩水电增利 3.73 亿元。随着今年“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”，汇兑收益或重现可观贡献。
- **川投单位装机企业价值仅为长江电力的 65%，水电资产价值低估：**考虑到今年是田湾河三级一库完全投产的第一年，也是二滩并表的第一年，很难从任何单季度的盈利状况来推算全年业绩。我们通过重置成本来看公司目前估值水平，川投是唯一一个企业价值低于重置成本的水电股。
- 我们预计公司 10—12 年业绩为 0.46（原 0.50 元，下调 8%）、0.51（原 0.56 元，下调 9%）、0.67 元（新增），维持公司“买入”评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈舒薇

电力行业分析师

8621-63325888 × 6067

执业证书编号：S0860109061278

王晶

石油与化工行业首席分析师

执业证书编号：S0860200010013

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2010 年 7 月 26 日） 13.70 元

目标价格 19.07 元

总股本/A 股（万股） 93292/93292

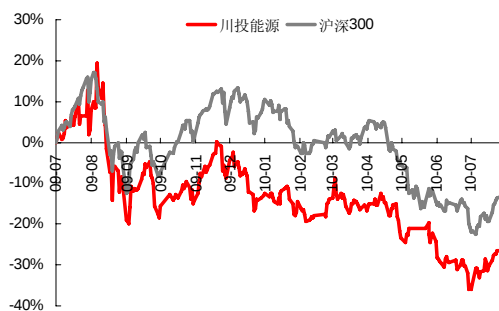
A 股市值（百万元） 12790

国家/地区 中国

行业 电力

报告日期 2010 年 7 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	15.5	-5.6	-27.4
相对表现 (%)	4.5	0.3	-8.3

资料来源：WIND

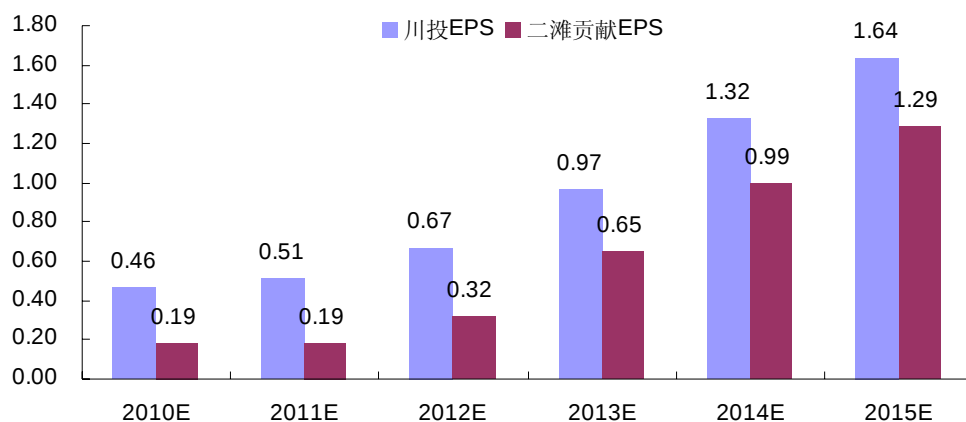
财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	902	1150	1158	1167
同比	73.9%	27.5%	0.7%	0.7%
净利润（百万）	218	462	512	686
同比	-52%	145%	11%	34%
毛利率	44.1%	50.0%	55.0%	55.0%
ROE	3.2%	7.2%	7.5%	9.2%
每股收益（元）	0.27	0.46	0.51	0.67
PE (X)	54.3	31.7	28.6	21.8
PB (X)	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图 1 川投随二滩 12 年进入业绩爆发增长期

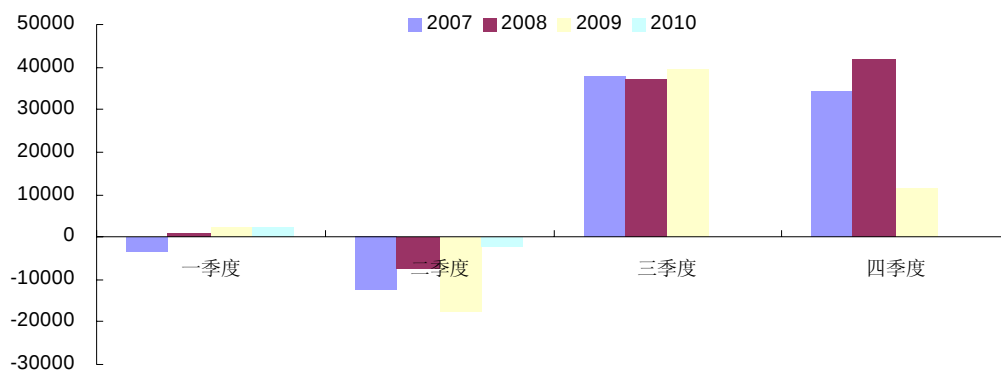
单位：元/股



资料来源：东方证券研究所

图 2 二滩电站 07 年至今单季净利情况（二滩盈利期主要在下半年）

单位：万元



资料来源：东方证券研究所

表 1 控参股公司情况

公司名称	业务类型	股权比例	总装机容量(MW)	权益装机容量(MW)	计入报表方式
天彭电力	水电	95%	32	30.4	合并
田湾河	水电	80%	720	576	合并
嘉阳电力	劣质煤发电	95%	110	104.5	合并
光芒实业	工业自动化控制设备	50%			合并
大渡河	水电	10%	3130	313	投资收益成本法
二滩	水电	48%	3300	1584	投资收益权益法
长飞双龙	光纤光缆	49%			投资收益权益法
新光硅业	多晶硅	39%			投资收益权益法

资料来源：东方证券研究所

表 2 二滩电站汇兑收益及贡献业绩对汇率敏感度分析

2010	人民币升值幅度				
	-2%	0%	2%	4%	6%
汇兑收益（万元）	-14320	0	13758	26987	39717
贡献 EPS	-0.063	0.000	0.060	0.118	0.174

资料来源：东方证券研究所

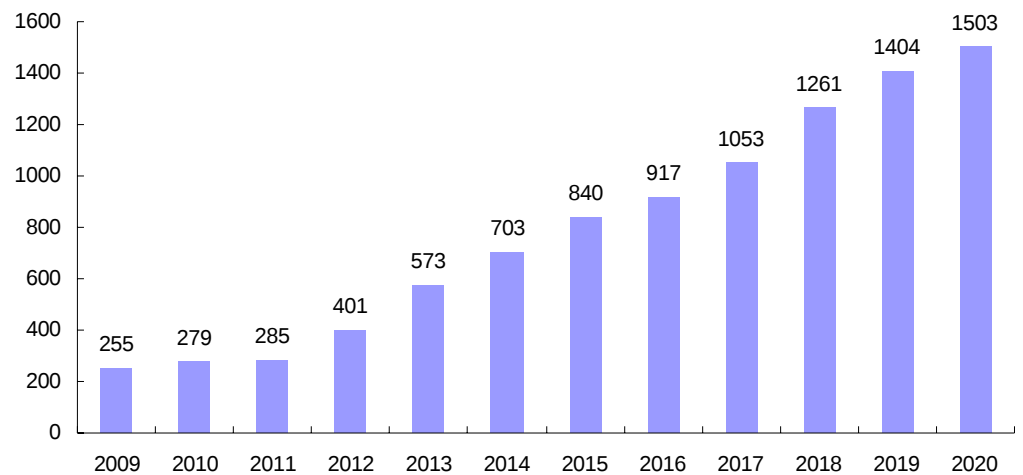
表 3 田湾河和二滩与其他主要水电站电价比较

公司	水电站	装机(MW)	上网电价（元/千瓦）
川投能源	田湾河仁宗海	240	0.3180
川投能源	田湾河金窝	240	0.2880
川投能源	田湾河大发	240	0.2880
二滩水电	二滩电站	3300	0.2780
桂冠电力	大化扩建	110	0.3090
国电电力	大渡河瀑布沟	3600	0.3000
黔源电力	光照	1040	0.2930
黔源电力	普定	84	0.2724
长江电力	三峡	18200	0.2650
黔源电力	引子渡	360	0.2574
黔源电力	鱼塘	75	0.2524
黔源电力	清溪	28	0.2524
桂冠电力	大化	455	0.2412
文山电力	黄果树	25	0.2210
文山电力	谷拉天生桥	40	0.2210
文山电力	小寨	36	0.2210
文山电力	马鹿塘一期	100	0.2180
长江电力	葛洲坝	2715	0.1980
文山电力	猫猫跳	40	0.1960

资料来源：东方证券研究所

图 4 川投能源现有在建项目未来 20 年装机规模增长规划情况

单位：万千瓦



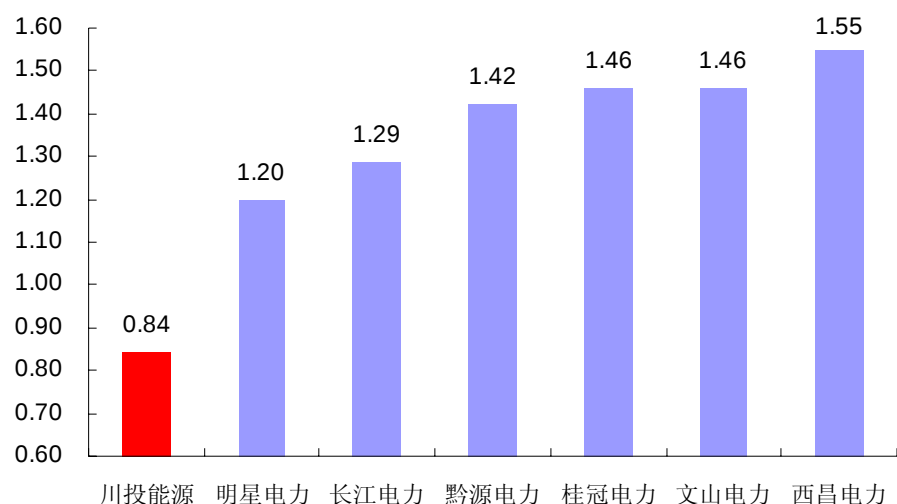
资料来源：东方证券研究所

表 5 二滩电站电价敏感度分析

2010	电价上调幅度				
	0%	1%	2%	3%	4%
贡献 EPS	0.187	0.200	0.214	0.228	0.241

资料来源：东方证券研究所

图 5 主要水电商总市值相对重置成本比例水平



注：单位装机造价取 8000 元/kw，有电网资产的自发电机组均给予 2.5 倍的系数以体现电网资源价值

资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所整理

表 6 DCF 估值：目标价 19.07 元

主要估值假设	
无风险收益率	2.25%
市场风险溢价	8.85%
BETA	1
股权成本 (Re)	11.02%
所得税率	25.00%
税前债务成本(Rd)	5.94%
税后债务成本	4.46%
目标权益比例	40.00%
目标债务比例	60.00%
加权平均资本收益率(WACC)	7.08%
永续成长率 (g)	0.00%

自由现金流贴现法(DCF)	Dec-09	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
EBIT	414	707	773	948	1,317	1,711	2,061
调整后所得税	-8	-43	-51	-51	-98	-108	-122
NOPLAT	406	665	723	896	1,219	1,602	1,939
折旧和摊销	190	204	204	204	204	204	204
营运资金的减少	61	-57	3	-1	3	3	3
资本支出	580	500	500	500	500	500	500
Free Cash Flow	76	312	429	599	926	1,309	1,646

注：未来 DCF 的假设没有因为近两年盈利预测变化而改变

资料来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	743	504	554	726	614
现金	497	185	230	318	207
应收票据及账款	132	162	227	290	292
其它应收款	85	92	60	76	77
预付账款	0	8	4	4	4
存货	29	57	33	38	34
其他	0	0	-0	-0	-0
非流动资产	3974	5581	9320	9865	10398
长期投资	451	1225	4583	4804	5029
固定资产	1010	1761	4648	4970	5277
无形资产	42	40	36	37	39
其他	2471	2555	53	53	53
资产总计	4717	6085	9874	10591	11012
流动负债	486	934	1312	4763	4765
短期借款	160	763	1075	4500	4500
应付票据及	188	58	79	101	102
其他	138	114	157	162	163
非流动负债	2572	3091	3115	2	2
长期借款	2568	3089	3113	0	0
其他	4	2	2	2	2
负债合计	3058	4025	4426	4765	4767
少数股东权益	237	259	300	346	408
股本	491	639	933	933	933
资本公积	399	3344	3344	3344	3344
留存收益	287	507	618	920	1256
归属母公司所有者权益	1472	1824	5190	5526	5898
负债和股东权益	4717	6085	9874	10591	11012

现金流量表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	181	-54	575	591	704
净利润	61	359	172	420	466
折旧摊销	44	77	190	204	204
财务费用	16	88	188	203	210
投资收益	34	367	81	221	225
营运资金变动	88	-227	-61	57	-3
投资活动现金流	-1147	-1335	-3873	-528	-512
资本支出	855	921	580	500	500
其他	-210	-7	-16	-28	-12
筹资活动现金流	1283	1078	3342	25	-304
借款融资	1058	1124	336	312	0
普通股增加	242	48	3239	0	0
股息	0	6	45	84	93
财务费用	16	88	188	203	210
现金净增加额	317	-312	45	88	-111

利润表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	363	519	902	1150	1158
营业成本	258	331	504	575	521
营业税金及附加	2	2	5	6	6
营业费用	8	12	11	14	14
管理费用	31	46	53	68	68
财务费用	16	88	188	203	210
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	34	367	81	221	225
营业利润	78	404	221	504	563
营业外收支	6	-24	13	0	0
利润总额	84	380	234	504	563
所得税	13	6	8	43	51
净利润	67	375	218	462	512
少数股东损益	6	16	46	42	46
归属于母公司净利润	61	359	172	420	466
EBITDA	139	544	602	911	977

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
成长能力					
营业收入	13.5%	43.0%	73.9%	27.5%	0.7%
毛利润	10.9%	79.9%	111.3%	44.7%	10.8%
归属于母公司净利润	7.6%	487.4%	-52.1%	144.6%	10.9%
获利能力					
毛利率	28.8%	36.3%	44.1%	50.0%	55.0%
净利率	17.8%	16.8%	69.2%	19.0%	36.5%
ROE	3.7%	17.4%	3.2%	7.2%	7.5%
ROIC	1.9%	9.5%	4.7%	11.9%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	66.1%	44.8%	45.0%	43.3%
净负债比率	164.36%	186.94%	76.87%	77.24%	72.06%
流动比率	152.98%	53.96%	42.23%	15.23%	12.88%
速动比率	1.47	0.48	0.40	0.14	0.12
营运能力					
总资产周转率	7.69%	8.52%	9.13%	10.86%	10.52%
应收账款周转率	274%	319%	397%	397%	397%
应付账款周转率	193%	897%	1138%	1138%	1138%
每股指标 (元)					
每股收益	0.12	0.56	0.27	0.46	0.51
每股经营现金流	0.37	-0.08	0.62	0.63	0.75
每股净资产	3.00	2.86	5.56	5.92	6.32
估值比率					
P/E	117.46	26.00	54.30	31.74	28.63
P/B	4.87	5.11	2.62	2.46	2.31
EV/EBITDA	69	24	30	20	19

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn