

水电快速增长 多晶硅或迎转机

——川投能源（600674）2010半年报点评

川投能源7月30日发布2010年半年报。公司实现营业收入45205.98万元，较上年同期的41785.63万元增长8.19%；利润总额10583.47万元，完成董事会年度预算目标20800万元的50.88%，较上年同期的12996.21万元下降18.57%；实现归属于母公司的净利润8172.78万元，较上年同期11251.69万元下降27.36%。

发电业务快速增长，但盈利能力略有下降。电力行业营业收入较上年同期有较大幅度增长，已占公司销售收入总额的92%。同比增长主要得益于田湾河梯级水电站“一库三级”6台机组全部建成投产发电，本期电力收入较上年同期有较多增加。盈利能力下降的主要原因是：田湾河公司全面投产后，随着在建项目转为固定资产，折旧费用和财务费用大幅度增加，同比营业成本大幅增长，导致盈利能力与上年同比略有下降。

多晶硅业务亏损，拖累公司利润下降。多晶硅行业严重供过于求。受此影响，多晶硅价格一度降到50美元/公斤。公司参股38.9%的子公司新光硅业，产品价格继续处于低迷状态，生产成本由于受天然气和电力等生产要素的制约，盈利水平随之下降。

未来电力装机爆发式增长。入股二滩，公司装机规模未来爆发式增长。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。除了二滩水电，川投集团还7家发电企业的股权，将在适当时机以合理的方式注入川投能源。

供需状态转换，多晶硅价格逐渐迎来转机。未来一两年之后多晶硅生产能力增长速度会落后于需求速度，呈供小于求状态。价格方面，多晶硅物料成本将会大大降低，尽管能源价格成上涨趋势，不过总体成本呈下降趋势；国内市场的刚性需求及市场供应量不足，也将确保未来两年内多晶硅市场价格无下降趋势。

当前，多晶硅价格已经开始触底反弹。由于需求强劲增长，今年5月开始，不到2个月时间，进口多晶硅的价格就反弹将近20%，从之前的50美元/公斤涨到目前60美元/公斤。预计，多晶硅价格将能够升至70-80美元/公斤，随着价格的提升，新光硅业将能够逐步弥补亏损，并为公司贡献大量投资收益。

风险因素：政府加息、在建和拟建项目进展慢于预期

给与“推荐”评级。根据以上分析和预测，在不考虑重组和资产注入的前提下，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.38元、0.386元和0.409元，同比增长41.22%、1.65%和5.97%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在7.8元左右。川投能源当前价格13.25元，动态市盈率分别为34.88、34.31和32.38，估值偏高。但鉴于公司未来的高成长性及多晶硅行业正处于行业的拐点，我们给予川投能源推荐评级。

评级：推荐

★★★★☆

1年以来川投能源相对表现



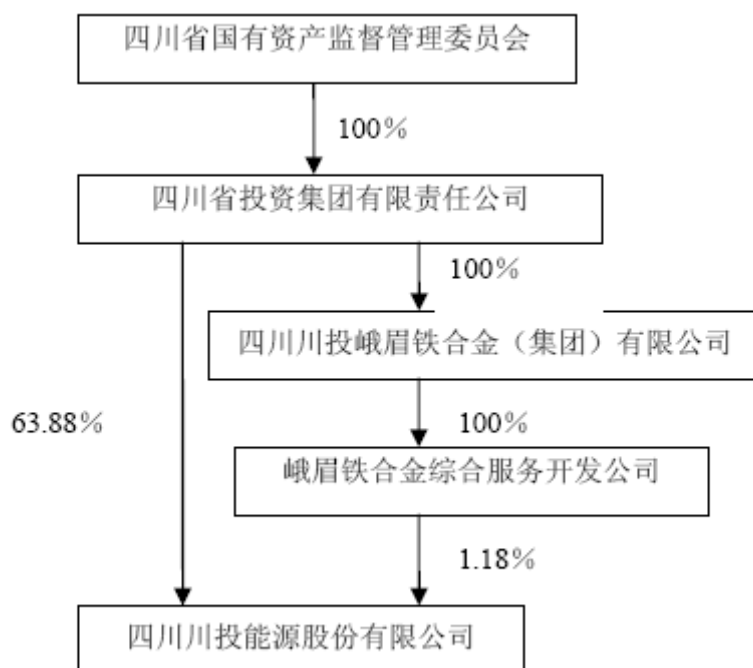
阶段行情表现	本月	近三月
换手率(%)	0.89	49.52
涨跌(元)	0.17	-0.59
涨跌幅(%)	1.26	-4.08
行业涨跌幅(%)	1.18	-6.38
相对行业涨跌幅(%)	0.08	2.3
深成指数涨跌幅(%)	1.33	-6.9
相对大盘涨跌幅(%)	-0.07	2.82

王泽军
执业证书编号：S1490209080023
010-58568297
wangzejun@hrsec.com.cn

公司概况

- 川投能源前身为川投峨眉铁，于1993年9月24日在上交所上市，2005年，经过重大资产置换，公司实现了主营业务由铁合金向电力主营的转变。转型为以能源为核心的企业。公司控股股东为四川省投资集团有限责任公司，是我国特大型国有独资集团公司之一。公司实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



数据来源：公司公告、华融证券

- 公司所属行业为电力、工业自动化控制设备行业；主要经营活动为火力和水力电力发电和销售、工业自动化控制设备等生产和销售。电力业务收入是川投能源收入的主要来源。
- 截止到2009年12月31日，本公司拥有四家控股子公司，分别是成都交大光芒实业有限公司、四川嘉阳电力有限责任公司、四川天彭电力开发有限公司、四川川投田湾河开发有限责任公司；田湾河公司拥有一家控股子公司四川川投仁宗海发电有限责任公司。

以水电为主业，形成四大业务板块

- 目前，公司主要依靠控股和参股的多家公司开展业务，本部没有直接开展主营业务，形成持股型公司的业务架构。
- 川投能源将能源电力特别是水电业务作为主业发展方向，形成四大业务板块：能源电力板块、

多晶硅材料板块、铁路自动化控制系统板块、光纤光缆制造板块。

四大板块构成

公司名称	持股比例	业务简介
能源电力板块		
四川川投田湾河开发有限责任公司	80%	负责田湾河梯级水电站的开发、建设，总装机容量 72 万千瓦
四川天彭电力开发有限公司	95%	从事水力发电、电力项目投资，总装机容量 3.19 万千瓦
四川嘉阳电力有限责任公司	95%	从事火力发电，建设经营嘉阳煤矿劣质煤坑口电厂，总装机容量 11 万千瓦
二滩水电开发有限责任公司	48%	二滩水电站的开发建设，电厂投运后的经营管理，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
国电大渡河	10%	大渡河梯级电站开发，投产装机容量 132 万千瓦，在建 686 万千瓦
多晶硅材料板块		
四川新光硅业科技有限责任公司	38.90%	从事半导体生产、研究与开发，承担原国家计委批准的首家 1000 吨级多晶硅高技术产业化项目的建设
铁路自动化控制系统板块		
成都交大光芒实业有限公司	50%	从事自动化控制设备等的开发、生产，集设计、生产、系统集成、工程服务为一体
光纤光缆制造板块		
四川长飞双龙光纤光缆有限公司	49.00%	从事各种类型通信光缆的生产和销售

数据来源：公司公告、华融证券

2010年上半年利润下降27.36%

川投能源7月30日发布2010年半年报。公司实现营业收入45205.98万元，较上年同期的41785.63万元增长8.19%；利润总额10583.47万元，完成董事会年度预算目标20800万元的50.88%，较上年同期的12996.21万元下降18.57%；实现归属于母公司的净利润8172.78万元，较上年同期11251.69万元下降27.36%。

川投能源利润比较表

	本期金额	上期金额	差额	%
一、营业总收入	45,205.98	41,785.63	3,420.35	8.19%
其中：营业收入	45,205.98	41,785.63	3,420.35	8.19%
二、营业总成本	38,412.40	37,228.32	1,184.08	3.18%
其中：营业成本	24,454.87	25,822.94	-1,368.06	-5.30%
营业税金及附加	367.72	112.63	255.10	226.49%
销售费用	418.02	746.04	-328.02	-43.97%
管理费用	2,371.45	2,126.21	245.24	11.53%
财务费用	10,715.45	8,287.32	2,428.13	29.30%
资产减值损失	84.89	133.19	-48.30	-36.26%
投资收益（损失以“-”号填	3,537.00	8,044.67	-4,507.67	-56.03%
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	10,330.58	12,601.98	-2,271.41	-18.02%
加：营业外收入	264.73	408.43	-143.70	-35.18%
减：营业外支出	11.83	14.21	-2.37	-16.71%

四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	10,583.47	12,996.21	-2,412.74	-18.56%
减：所得税费用	723.30	75.39	647.90	859.38%
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	9,860.17	12,920.82	-3,060.64	-23.69%
归属于母公司所有者的净利润	8,172.78	11,251.69	-3,078.91	-27.36%
少数股东损益	1,687.40	1,669.12	18.27	1.09%
（一）基本每股收益	0.0876	0.1762	-0.0886	-50.28%
（二）稀释每股收益	0.0876	0.1762	-0.0886	-50.28%

数据来源：公司公告、华融证券

发电业务快速增长，但盈利能力略有下降

- 电力行业营业收入较上年同期有较大幅度增长，已占公司销售收入总额的92%。
- 同比增长主要得益于田湾河梯级水电站“一库三级”6台机组全部建成投产发电，本期电力收入较上年同期有较多增加。
- 1-6月，田湾河公司累计发电103553万Kwh，实现销售收入29809万元，与上年同期的20608万元比增加9201万元，增长44.65%。
- 盈利能力下降的主要原因是：田湾河公司全面投产后，随着在建项目转为固定资产，折旧费用和财务费用大幅度增加，同比营业成本大幅增长，导致盈利能力与上年同比略有下降。

川投能源各业务比较表

	发电量及产量			销售收入（万元）			净利润（万元）		
	本期	上年同期	同比（%）	本期	上年同期	同比（%）	本期	上年同期	同比（%）
田湾河（亿 Kwh）	10.35	7.5	38	29,810	20,608	45	6,217	6,545	-5
嘉阳电力（亿 Kwh）	4.03	3.76	7	10,532	10,190	3	590	45	1,204
天彭电力（亿 Kwh）	0.49	0.185	165	1,325	542	145	712	-145	590
交大光芒				3,540	2,379	49	758	552	37
二滩公司（亿 Kwh）	46	46		99,048	96,800	2	1,040	-15,035	-107
新光硅业（吨）	438	474	-8	13,746	39,411	-65	-3,470	10,449	-133
长飞四川（万芯公里）	74	57	30	10,088	8,067	25	383	277	38

数据来源：公司公告、华融证券

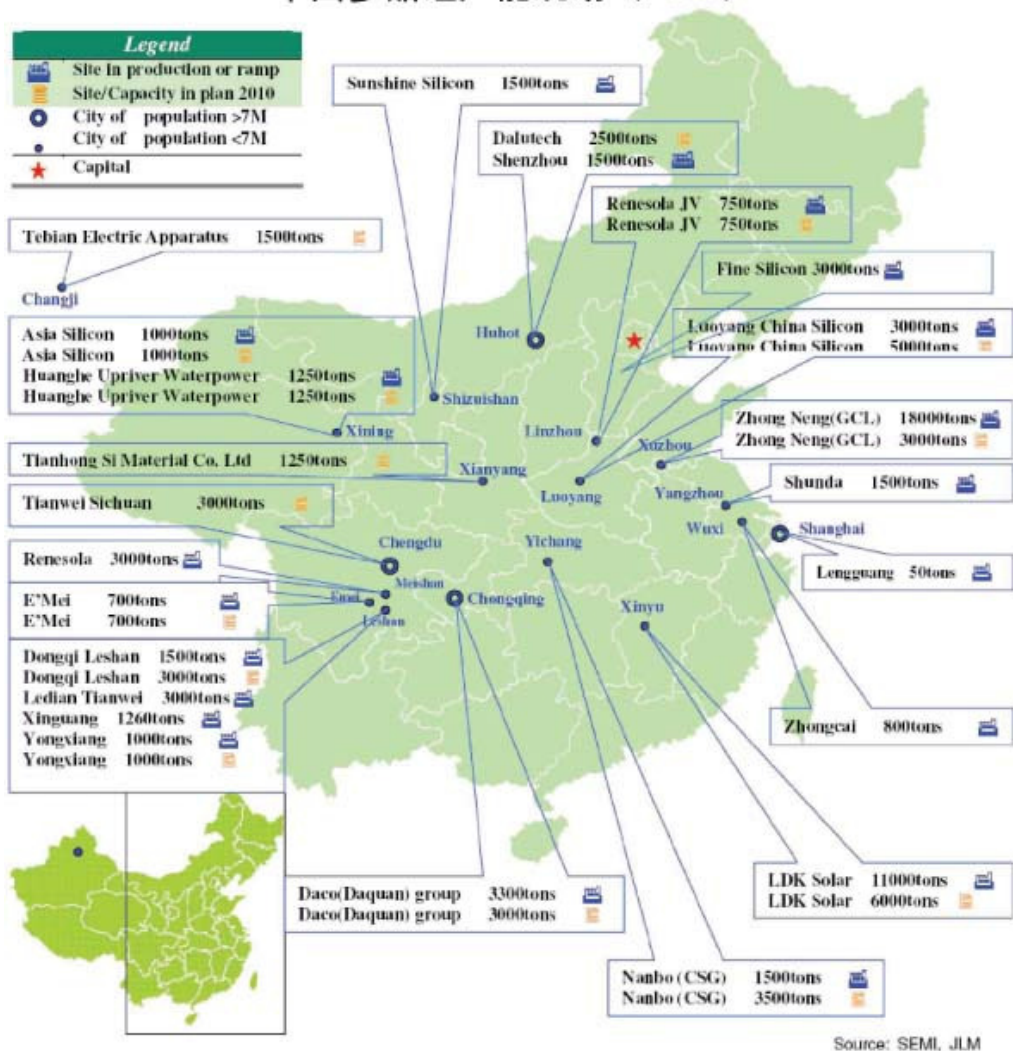
多晶硅业务亏损，拖累公司利润下降

- 多晶硅行业严重供过于求。中国光伏产业在世界光伏市场的拉动下近几年发展迅速。2007年，中国电池产量1088MW，2008年超过2,600 MW，2009年超过4000MW，约占世界总量的40%。2010年扩张仍将进行。下游大规模的扩张，对多晶硅行业的投资起到了极大的刺激作用，各地多晶硅项目纷纷上马。保守估计中国2010年将达到7GW的电池产量，大约需要5万吨的多晶硅。而2010年中国的多晶硅产能将达到96500吨，远大于对多晶硅的需求量。
- 受此影响，多晶硅价格一度降到50美元/公斤。公司参股38.9%的子公司新光硅业，产品价格继续处于低迷状态，生产成本由于受天然气和电力等生产要素的制约，盈利水平随之下降。
- 上半年新光硅业公司实现销售收入13746.49万元，与上年同期的39410.79万元比减少25664.30万元，下降了65.12%，实现净利润-3470.26万元，与上年同期的10449.02万元比下降13919.28

万元，公司投资收益同比减少5414.60万元。公司按持股比例承担投资损失为1349.93万元，达到上市公司净利润的16.52%，是公司主要的减利因素。

2010年中国多晶硅产能规划

中国多晶硅产能规划 (2010)



数据来源: Semi

未来电力装机爆发式增长

二滩是公司今后十年主要增长点

入股二滩，公司装机规模未来爆发式增长。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。

二滩梯级电站开发

位置	名称	装机容量 (万千瓦)	权益装 机容量	年设计 发电量	投产时间
下游	二滩水电站	330	158.4	170	1999 年
下游	锦屏一级水电站	360	172.8	166.2	预计 2013 年首台机组发电, 2015 年电站竣工。
下游	锦屏二级水电站	480	230.4	242.3	预计 2012 年首台机组发电, 2015 年电站竣工。
下游	官地水电站	240	115.2	110.16	预计于 2012 年首台机组发电, 2013 年电站竣工。
下游	桐子林水电站	60	28.8	29.75	预计于 2014 年首台机组发电, 2015 年电站竣工。
中游	两河口水电站	300	144	115	预计于 2010 年开工, 2018 年全部建成投产。
中游	牙根水电站	150	72	64.6	预计 2011 年开工, 2017 年全部建成投产。
中游	楞古水电站	271.8	130.464	112.8	2011 年底完成可行性研究, 2012 年开工, 2018 年全部建成投产。
中游	孟底沟水电站	184	88.32	80.05	2013-2014 年完成可行性研究, 2015 年开工, 2021 年全部建成投产。
中游	杨房沟水电站	150	72	65	预计 2010 年完成可行性研究, 2013 年开工, 2019 年全部建成投产。
中游	卡拉水电站	100	48	45	2011 年完成可行性研究, 2014 年开工, 2019 年全部建成投产。

数据来源: 公司公告、华融证券

未来仍有大量电力资产注入

- 二滩水电是川投集团持有的最重要的优质水电资产。除了二滩水电, 川投集团还持有以下7家发电企业的股权:
- 四川巴蜀电力开发有限责任公司的主营业务为火力发电, 火电权益装机容量为192万千瓦, 水电权益装机容量为17.7万千瓦; 四川省紫坪铺开发有限责任公司、四川省电力开发公司和四川泸州川南发电有限责任公司的水电装机容量均较小。这四家公司目前的盈利能力一般。
- 嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司、四川中电福溪电力开发有限公司、四川川投康定水电开发有限责任公司的电站尚在建设过程中, 预计将分别于2014年、2010年、2015年投产, 权益装机容量预计分别为223万千瓦、58.8万千瓦、613万千瓦, 目前尚未创造经济效益。
- 2009年6月15日, 川投集团再次承诺, 在上述七家发电行业子公司的资产质量、盈利能力得到明显提高、有利于提升上市公司每股收益等财务指标时, 将上述子公司股权在适当时机以合理的方式注入川投能源。

供需状态转换, 多晶硅价格逐渐迎来转机

- 国内, 随着国家提高多晶硅行业的准入门槛, 在未来1-2年之内, 国内将会形成几个万吨级生产能力的大企业, 百吨级的小企业将会逐步被淘汰。同时, 新能源规划很有可能将2020年的发展目标提高到20GW甚至到30GW。国外, 美国、欧洲、日本到2010年的光伏装机量规划分别为5GW、10GW、8GW, 而到2020年的规划分别为36GW、41GW、30GW。
- 总体来看一两年之后多晶硅生产能力增长速度会落后于需求速度, 呈供小于求状态。价格方面, 多晶硅物料成本将会大大降低, 尽管能源价格成上涨趋势, 不过总体成本呈下降趋势; 国内市场的刚性需求及市场供应量不足, 也将确保未来两年内多晶硅市场价格无下降趋势。
- 多晶硅价格已经开始触底反弹。由于需求强劲增长, 今年5月开始, 不到2个月时间, 进口多晶硅

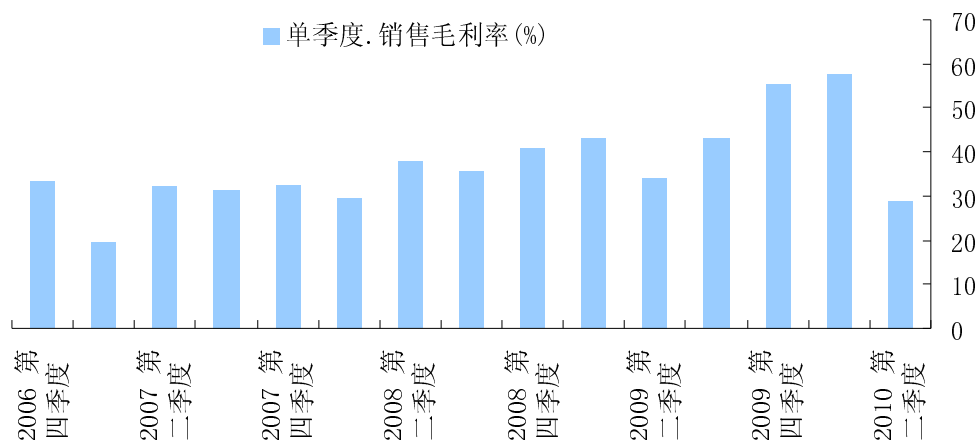
的价格就反弹将近20%,从之前的50美元/公斤涨到目前60美元/公斤。预计,多晶硅价格将能够升至70-80美元/公斤,随着价格的提升,新光硅业将能够逐步弥补亏损,并为公司贡献大量投资收益。

2010-2020年累计光伏装机预测



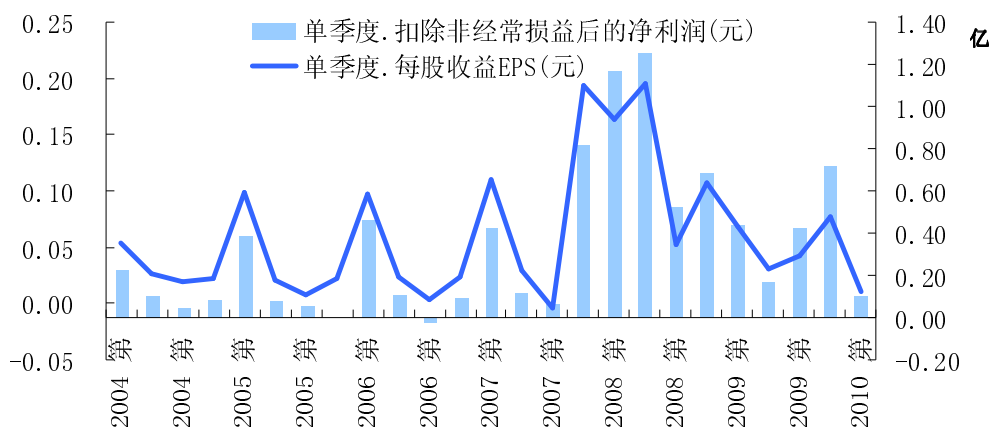
数据来源: SEMI、华融证券

公司单季度销售毛利率



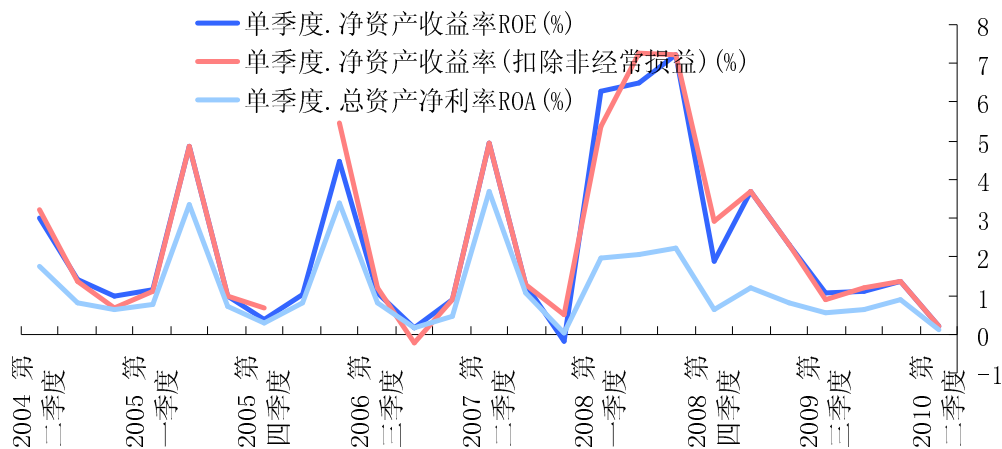
数据来源: wind、华融证券

公司单季度每股收益和净利润



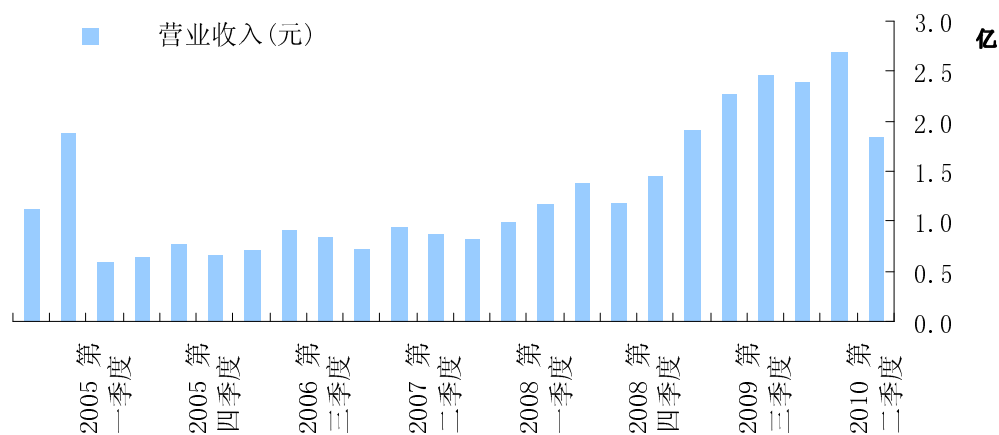
数据来源: wind、华融证券

公司单季度资产收益率



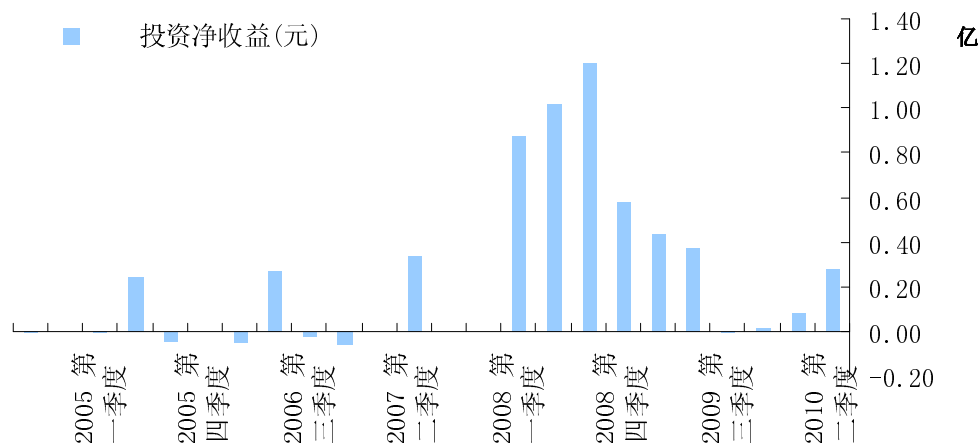
数据来源: wind、华融证券

公司单季度营业收入



数据来源: wind、华融证券

公司单季度投资收益



数据来源：wind、华融证券

风险因素：

- ✚ 政府加息
- ✚ 在建和拟建项目进展慢于预期

给与“推荐”评级

✚ 根据以上分析和预测，在不考虑重组和资产注入的前提下，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.38元、0.386元和0.409元，同比增长41.22%、1.65%和5.97%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在7.8元左右。川投能源当前价格13.25元，动态市盈率分别为34.88、34.31和32.38，估值偏高。但鉴于公司未来的高成长性及多晶硅行业正处于行业的拐点，我们给予川投能源推荐评级。

川投能源盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	51862.38	90178.64	155905.70	149473.87	149473.87
减:营业成本	33050.78	50425.67	87178.62	83582.10	83582.10
营业税金及附加	249.94	472.22	816.40	782.72	782.72
营业费用	1230.65	1127.39	1949.09	1868.68	1868.68
管理费用	4620.75	5328.85	9212.80	8832.73	8832.73
财务费用	8760.99	18797.71	24775.02	25144.97	23526.61
资产减值损失	98.28	850.10	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	36671.60	8118.19	20955.06	23728.84	25241.56
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	40522.59	21294.88	52928.83	52991.50	56122.59
加:其他非经营损益	-2423.07	1259.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	38099.52	22554.74	52928.83	52991.50	56122.59
减:所得税	625.25	780.88	7993.44	7315.67	7720.26
净利润	37474.28	21773.87	44935.39	45675.83	48402.33
减:少数股东损益	1606.26	4601.13	9495.50	9651.97	10228.12
归属母公司股东净利润	35868.02	17172.73	35439.89	36023.87	38174.22
每股收益	0.562	0.269	0.380	0.386	0.409

数据来源：华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100140）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn