

2011-01-08

电力、煤气及水等公用事业

川投能源 600674-SH

业绩有望超预期 可转债或为催化剂

◇ 拜访对象：川投能源董秘谢洪先

◆二滩水电进度符合预期，2015 年公司装机容量增长 2 倍

川投能源参股 48%的二滩水电公司拥有雅砻江流域的水电开发权。目前，锦屏一级（360 万千瓦）、锦屏二级（480 万千瓦）、官地（240 万千瓦）和桐子林（60 万千瓦）电站在建，预计从 2012 年下半年开始投产，2015 年全部投产。2015 年，二滩公司的装机容量将从目前的 330 万千瓦增加到 1470 万千瓦，增长 3.5 倍，公司的权益容量也将从目前的 282 万千瓦增长到 842 万千瓦，增长 2 倍。不考虑其他业务的增长和股本的变化，水电投产将使公司的业绩增长 2~3 倍，每股收益将达到 1.5~2 元。

◆2010 年业绩有望超预期

2010 年四季度（特别是 12 月份），为完成“十一五”节能减排计划，四川省限制火电发电，鼓励水电多发，同时由于四川水电实行峰平谷电价，12 月份为枯水期，水电上网电价较高，使得公司水电业务四季度业绩超预期。

但是，12 月份水电超发会导致当年蓄水减少，有可能影响次年春季水电发电。

◆集团支持一如既往

2010 年 9 月，川投集团做出承诺：将川投能源作为集团的电力业务平台，集团将通过资产重组的方式解决集团与上市公司之间的同业竞争，具体措施有：（1）委托上市公司管理集团持有的天威硅业 35%股权；（2）在可转债发行一年内注入盈利状况较好的四川省电力开发公司；（3）在可转债发行三年内，将符合条件的发电资产和多晶硅资产注入上市公司。

从历史上看，集团对上市公司的支持不遗余力。我们相信，集团将一如既往地支持公司发展。

◆可转债发行或为股价催化剂 给予“买入”评级

2010 年底，公司获得证监会核准，发行不超过 21 亿可转债，票面利率不超过 3%，期限为 6 年。我们认为，可转债发行可能促使市场重新认识公司的价值，成为公司股价的催化剂。

我们预计公司 2010-2012 年的每股收益为 0.52 元，0.45 元和 0.64 元，我们强烈看好公司的长期发展，给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	519	902	1,263	1,130	1,316
营业收入增长率	43.04%	73.88%	40.10%	-10.56%	16.48%
净利润（百万元）	359	172	490	416	595
净利润增长率	487.36%	-52.12%	185.09%	-14.98%	42.86%
EPS（元）	0.38	0.18	0.52	0.45	0.64
ROE（归属母公司）	19.67%	3.31%	8.63%	6.96%	9.18%
P/E	39	81	28	33	23
P/B	8	3	2	2	2
EV/EBITDA	61	27	18	19	16

首次

买入

当前价格	14.82 元
目标价格	30.00 元
目标期限	12 个月

分析师：

崔玉芹（执业证书编号：S0930510120016）

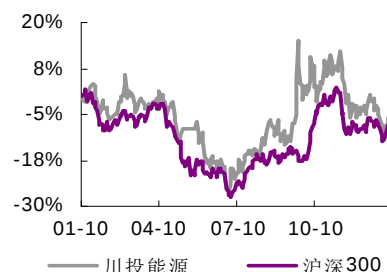
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	933
总市值(百万元)	13,826
流通比例(%)	58.68%
12 个月最高/最低(元)	19.00/11.60
近 3 月日均成交量(百万股)	11.61
主要股东	四川省投资集团有限责任公司

股价表现(12 个月)



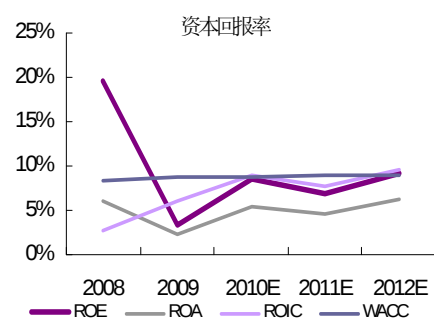
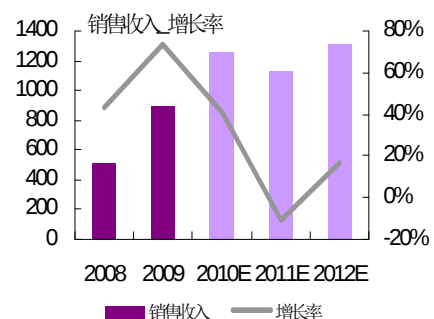
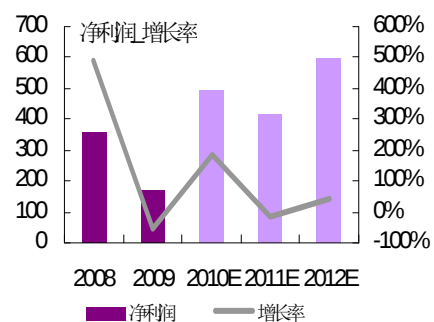
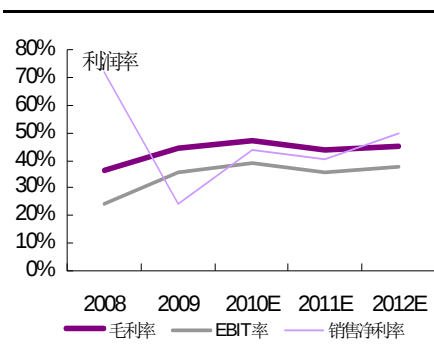
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.21	-16.28	1.54
绝对收益	-3.27	-8.41	-7.24

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	519	902	1,263	1,130	1,316
营业成本	331	504	671	640	721
折旧和摊销	77	190	278	282	287
营业税费	2	5	6	6	7
销售费用	12	11	16	14	16
管理费用	46	53	76	68	79
财务费用	88	188	205	183	168
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	367	81	293	262	375
营业利润	405	213	583	482	699
利润总额	381	226	593	492	709
少数股东损益	16	46	59	41	64
归属母公司净利润	358.68	171.73	489.58	416.25	594.67

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	6,125	9,901	10,011	9,860	10,527
流动资产	543	580	840	845	1,661
货币资金	223	256	379	430	1,179
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	85	130	190	170	197
应收票据	78	98	126	113	132
其他应收款	92	60	95	85	99
存货	57	33	47	45	50
可供出售投资	0	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,225	4,583	4,613	4,639	4,676
固定资产	1,761	4,648	4,457	4,265	4,070
无形资产	40	36	34	33	31
总负债	4,064	4,453	4,024	3,525	3,624
无息负债	210	236	259	252	271
有息负债	3,854	4,217	3,765	3,273	3,353
股东权益	2,061	5,448	5,987	6,335	6,903
股本	639	933	933	933	933
公积金	678	3,639	3,694	3,740	3,806
未分配利润	507	618	1,043	1,304	1,741
少数股东权益	237	259	317	359	423

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	138	505	624	699	693
净利润	359	172	490	416	595
折旧摊销	77	190	278	282	287
净营运资金增加	269	94	223	-79	103
其他	-567	50	-366	80	-292
投资活动产生现金流	-1,363	-508	165	136	237
净资本支出	921	489	100	100	100
长期投资变化	1,225	4,583	-29	-26	-37
其他资产变化	-3,509	-5,581	95	62	175
融资活动现金流	876	31	-666	-784	-180
股本变化	147	294	0	0	0
债务净变化	1,104	363	-452	-492	80
无息负债变化	-152	26	22	-7	19
净现金流	-349	28	123	51	750

资料来源：光大证券、上市公司

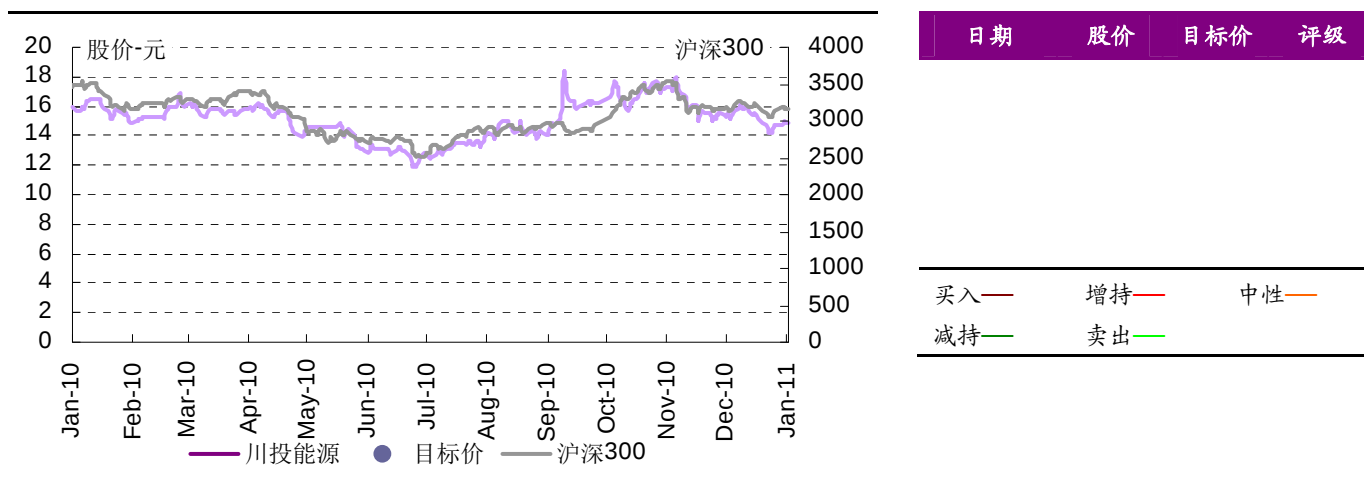
关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.04%	73.88%	40.10%	-10.56%	16.48%
净利润增长率	487.36%	-52.12%	185.09%	-14.98%	42.86%
EBITDA 增长率	101.76%	150.63%	51.57%	-11.36%	13.88%
EBIT 增长率	120.87%	153.52%	54.79%	-18.64%	22.46%
估值指标					
PE	39	81	28	33	23
PB	8	3	2	2	2
EV/EBITDA	61	27	18	19	16
EV/EBIT	99	44	28	33	25
EV/NOPLAT	101	45	30	35	27
EV/Sales	24	16	11	12	10
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	36.27%	44.08%	46.92%	43.38%	45.21%
EBITDA 率	39.21%	56.52%	61.15%	60.60%	59.24%
EBIT 率	24.32%	35.46%	39.17%	35.63%	37.46%
税前净利润率	73.46%	25.01%	46.97%	43.55%	53.88%
税后净利润率 (归属母公司)	69.16%	19.04%	38.75%	36.83%	45.18%
ROA	6.12%	2.20%	5.48%	4.64%	6.26%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.67%	3.31%	8.63%	6.96%	9.18%
经营性 ROIC	2.68%	6.06%	8.90%	7.67%	9.56%
偿债能力					
流动比率	0.56	0.43	1.01	3.38	6.16
速动比率	49.84%	40.83%	95.65%	319.70%	597.01%
归属母公司权益/有息债务	0.47	1.23	1.51	1.83	1.93
有形资产/有息债务	1.58	2.34	2.65	3.00	3.13
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.38	0.18	0.52	0.45	0.64
每股红利	0.05	0.01	0.12	0.10	0.18
每股经营现金流	0.15	0.54	0.67	0.75	0.74
每股自由现金流(FCFF)	-1.06	-0.08	0.44	0.68	0.58
每股净资产	1.95	5.56	6.08	6.41	6.95
每股销售收入	0.56	0.97	1.35	1.21	1.41

资料来源：光大证券、上市公司

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任电力行业分析师。

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师：崔玉芹



资料来源：光大证券研究所

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。