

2011-02-15

电力、煤气及水等公用事业

川投能源 600674.SH

长期增长可期 可转债为短期催化剂

◇ 潜在催化因素：可转债发行

◆ 公司业绩将高速增长，给予“买入”评级：

公司持有二滩水电 48% 的股权。二滩水电拥有雅砻江流域梯级电站的开发权，目前装机容量 330 万千瓦，目前有锦屏一级（360 万千瓦）、锦屏二级（480 万千瓦）、桐子林（60 万千瓦）、官地电站（240 万千瓦）在建，预计从 2012 年到 2015 年投产。全部投产后二滩水电的装机容量将达到 1470 万千瓦。受益于二滩水电的增长，公司的权益容量将由目前的 280 万千瓦到 842 万千瓦，增长 200%，公司的业绩将大幅增长。我们预计到 2015 年公司的每股收益将达到 1.78 元，2010~2015 年均复合增速超过 35%。

◆ 集团支持不遗余力 资产注入持续进行

公司控股股东川投集团对公司的支持不遗余力。在集团的支持下，公司的主业从铁合金转变为电力生产和经营，并成为水电板块最具成长的公司之一。集团承诺，将继续支持公司的发展，在 2011 年 6 月底前委托管理天威硅业 35% 股权、在公司可转债发行一年内注入四川省电力开发公司股权。

我们相信集团对公司将一如既往的支持，并能增厚公司的业绩。

◆ 目前股价安全，可转债发行将成为公司股价的催化剂

我们认为公司目前的股价非常安全。我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.38 元、0.42 元和 0.64 元，按照市盈率 35 倍计算，公司的合理股价为 13.3~22.4 元，我们认为目前的股价就是公司估值的底线，未来公司的股价将随着二滩水电站投产日期的临近而逐步上涨，12 月的目标价是 22.4 元，上涨空间是 45%。

公司即将发行可转债。这将成为公司股价的催化剂。预计公司将采用原股东配售的方式，公司良好的基本面和成长性将使得公司的可转债备受市场青睐，从而引发市场对公司价值的重新认识。

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	354	393	595
净利润增长率	487.36%	-52.12%	106.19%	10.96%	51.44%
EPS（元）	0.38	0.18	0.38	0.42	0.64
ROE（归属母公司） （摊薄）	19.67%	3.31%	6.40%	6.72%	9.37%
P/E	38	79	39	35	23
P/B	7	3	2	2	2
EV/EBITDA	61	21	22	19	16

维持

买入

当前价格	15.40 元
目标价格	22.40 元
目标期限	12 个月

分析师：

崔玉芹（执业证书编号：S0930510120016）

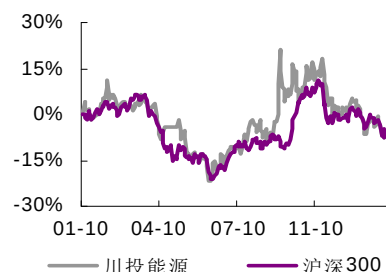
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	933
总市值(百万元)	13,639
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)	8.79
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	1.96	-2.09	1.71
绝对收益	-0.40	-13.17	-3.67

相关报告：

业绩有望超预期

..... 2011-01-09

投资要件

关键假设

- 1、我们假设公司现有业务正常经营;
- 2、假设二滩水电的锦屏一级、锦屏二级、桐子林、官地电站如期投产，上网电价为四川省水电标杆电价 0.288 元/千瓦时（含税）;
- 3、假设公司享受的税收政策不变，即依然享受西部大开发政策，所得税率为 15%;
- 4、假设公司的股本规模不发生变化。

我们区别于市场的观点

我们认为川投能源具有良好的成长性。受益于二滩水电公司装机容量持续增长的影响，到 2015 年公司的权益容量将达到 842 万千瓦，比 2010 年增长 200%，公司的 EPS 将达到 1.78 元/股，2010~2015 年均复合增长率超过 35%。

股价上涨的催化因素

可转换债的发行将成为公司的股价催化剂。公司主营业务为水电经营，并具有较好的成长性，因此我们认为公司的可转债将受到市场的青睐。公司拟采用原股东配售方式将使得市场重新认识公司的价值。

估值和目标价格

我们认为公司目前的股价非常安全，公司现有业务构成公司的估值底线。公司未来的股价将随着二滩公司电站投产日期的临近而逐步上涨。我们认为公司在 2010~2015 年的年复合增长率将超过 35%，因而我们认为公司 12 月的目标价是公司 2012 年 EPS 的 35 倍市盈率，即 22.4 元。

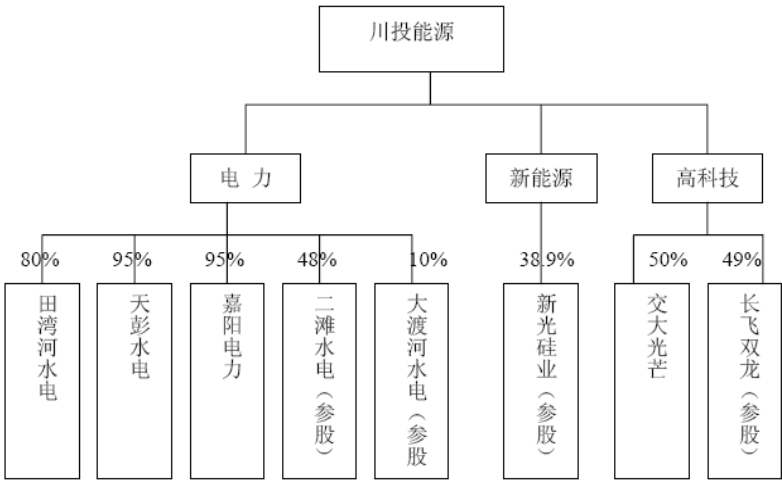
投资风险

- 1、自然因素：水力发电企业受自然因素影响较大，发电量和经营业绩对来水量依赖度较大。如果受季节、气候变化、自然灾害影响，水电业务表现不佳将对本公司的整体经营情况产生较大影响。
- 2、项目进度低于预期。大型电站建设工程投资大、建设工期长，存在一定的不确定性，而且项目的造价可能受物价、移民等影响超过预算。
- 3、政策变化。公司享受西部大开发税收优惠，所得税率为 15%，西部大开发政策于 2010 年 12 月 31 日到期，若该政策不能延续，将对公司产生较大影响。

公司业务分析

川投能源是四川省投资集团旗下的电力企业，其前身是四川峨铁，经过多次重组后，公司的主营业务发生脱胎换骨的变化，从铁合金生产变更为电力开发、生产经营。经过重组，公司的资产质量得以提高，盈利能力大幅提升，公司已成为电力上市公司中最为闪耀的明星之一。

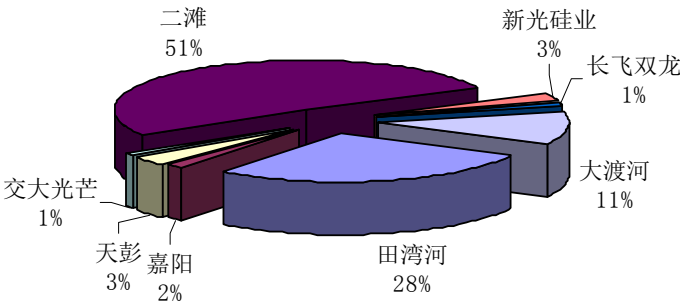
图 1：公司的业务结构图



资料来源：公司公告 光大证券

2010 年 1-9 月份，川投能源实现归属于母公司所有者的净利润为 32915 万元，其中二滩水电、田湾河水电和大渡河水电对公司利润的贡献占比达到 90%，而其他子公司对公司利润贡献合计占比为 10%。

图 2：2010 年 1-9 月公司的利润构成



数据来源：公司公告 光大证券

电力业务

电力业务是公司最重要的业务，公司的电力资产主要包括田湾河水电 80%、天彭水电 95%、嘉阳电力 95%、二滩水电 48%和大渡河水电公司 10%的股权。

田湾河水电：业绩平稳增长

田湾河水电公司负责田湾河梯级水电站的开发、建设。田湾河是大渡河中游右岸的一级支流，整个电站为“一库三级”，具有年调节性能，总装机容量 72 万千瓦，田湾河梯级开发从上到下依次为仁宗海、金窝和大发三级水电站，装机容量均为 24 万千瓦。三个水电站投资总概算共 43.69 亿元（含送出工程），设计年发电 34 亿度。首台机组于 2007 年 11 月并网发电，2008 年主体工程建设全部完成。

表 1：田湾河公司近三年来的业绩

	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
收入（万元）	2128	15939	49306	55213
净利润（万元）	-155	5456	11989	13341
利润贡献占比	-2.0%	12.2%	55.9%	28%
折合 EPS	0.00	0.07	0.10	0.11

数据来源：公司公告

二滩水电：利润主要来源

2009 年，公司向大股东川投集团非公开发行股票收购二滩水电 48%的股权，从而成为二滩水电的股东。二滩水电公司全面负责雅砻江梯级水电站的建设和管理，雅砻江干流规划开发 21 级电站，规划可开发装机容量 3000 万千瓦。目前二滩公司运营二滩电站（330 万千瓦），在建项目有锦屏一级（360 万千瓦）、锦屏二级（480 万千瓦）、桐子林（60 万千瓦）、官地（240 万千瓦）等四个电站。

自 2009 年底，公司重大资产重组成功后，二滩水电已成为公司最重要的利润来源和未来的增长源泉。

表 2：二滩公司近三年来的经营业绩

	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
发电量（亿 kwh）	145.01	160.59	150.52	111.65
收入（亿元）	28.26	31.37	29.36	21.84
净利润（亿元）	5.46	7.21	3.65	4.07
汇兑损益（亿元）	3.08	3.73	n.a	n.a
利润贡献占比	-	-	-	51%
折合 EPS（元/股）	-	-	-	0.21

数据来源：光大证券

大渡河水电：利润贡献稳定

大渡河水电公司主要负责大渡河流域水电梯级开发，大渡河是我国规划中的十三大水电基地之一，大渡河干流规划 22 个电站，总装机容量为 2340 万千瓦，年发电量 1123.6 亿千瓦时。其中，大渡河水电开发公司负责其中 12 个水电站的开发，规划装机容量为 1640 万千瓦。目前，大渡河公司已有龚嘴、铜街子、瀑布沟电站（360 万千瓦）投运，并有深溪沟（66 万千瓦）在建，大岗山（260 万千瓦）获得核准。

表 3：大渡河水电公司近三年的经营业绩

	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
发电量（亿 kwh）	56.10	64.80	62.41	56.10
净利润（亿元）	4.23	4.43	4.68	5.12
川投分红（万元）	3393	3890	3980	4200
利润占比	55.6%	10.8%	23.2%	12.8%
折合 EPS（元/股）	0.06	0.05	0.03	0.04

数据来源：光大证券

天彭水电和嘉阳电力

天彭电力拥有凤鸣桥梯级水电站装机容量 31890 千瓦。2008 年四川大地震，凤鸣桥电站受损，2009 年 8 月天彭电力恢复生产。

嘉阳电力是经国家计委批准建设经营的嘉阳煤矿劣质煤坑口电厂，总装机容量 11 万千瓦。

随着田湾河的投产、二滩水电公司股权的注入，天彭水电和嘉阳电力对公司的业绩贡献占比越来越小，预计未来会更小。

表 4：天彭水电和嘉阳电力的经营业绩

	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
天彭收入（万元）	2475	1261	2260	2383
天彭净利润（万元）	1005	-2860	610	1321
嘉阳收入（万元）	20495	18518	20535	15538
嘉阳净利润（万元）	3930	1535	1209	603
合计净利润（万元）	4935	-1325	1819	1924
合计利润贡献占比	76.8%	-3.5%	10.1%	5.6%
折合 EPS	0.08	-0.02	0.02	0.02

数据来源：光大证券

新能源业务

新光硅业：多晶硅暴利不再

新光硅业是由川投集团（38.9%）、天威保变（35.66%）、四川启明星投资控股公司（23.34%）等共同投资设立的企业，是原国家计委批准的首家 1000 吨级多晶硅高技术产业化示范项目。新光硅业的生产规模为年产 1260 吨电子级多晶硅，项目总投资 12.9 亿元，项目于 2007 年 2 月 26 日试车成功。

2007 年底，川投能源以现金 3.71 亿元和江油燃煤电厂 12.605% 股权作为对价，收购新光硅业 38.9% 的股权。

表 5：新光硅业近三年的经营业绩

	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
收入（万元）	160115	60172	26549
净利润（万元）	80689	8334	-2668
投资收益（万元）	31388	3242	-1038
利润贡献占比	87.5%	18.9%	-3.2%
折合 EPS	0.49	0.03	-0.01

数据来源：光大证券

新光硅业自 2008 年进入川投能源以来，曾经是公司利润的主要来源，但随着国内多晶硅投资过热，新光硅业的利润大幅下滑。2009 年新光硅业对公司的 EPS 贡献仅有 0.03 元/股。由于公司规模偏小，成本偏高，预计未来仅能保持保本微利状态。

近日，为规范多晶硅行业的发展，国家发改委、工信部和环保部共同出台了《多晶硅行业准入条件》，对多晶硅企业从建设条件与生产布局、生产规模与技术设备、资源回收利用及能耗、环境保护等方面对多晶硅行业的准入条件予以细化。我们认为，该项产业政策有助于抑制多晶硅行业无序竞争的状况，长期来说，对具有技术优势、资金优势、成本优势的企业有利。新光硅业在技术方面具有较强的优势，预计该政策对公司有一定利好。

高科技

交大光芒：业绩贡献小

成都交大光芒实业有限公司 1998 年由中国工程院院士钱清泉创立，是由四川省投资集团、西南交通大学共同投资组建的高新技术企业和软件企业，也是“国家轨道交通自动化与电气化工程技术研究中心”的产业基地。川投能源持有交大光芒 50% 的股权。

交大光芒是生产电气自动化系统设备的高新技术企业，主要从事铁路及轨道交通自动化、电网自动化、系统集成、政府及铁路信息化等相关产品及系统的设计开发、生产制造及服务。

表 6：交大光芒的经营业绩

	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
营业收入（万元）	2056	3870	10011	5113
净利润（万元）	465	974	4046	716
利润贡献（万元）	233	487	2023	358
利润贡献占比	3.8%	1.4%	11.8%	1.1%
折合 EPS	0.00	0.01	0.02	0.00

数据来源：公司公告 光大证券

虽然交大光芒近几年的营业收入增长较快，但由于所处行业竞争较为激烈，2010 年公司毛利率大幅下降，使得净利润同比下滑。短期内，我们认为公司对川投能源的经营业绩影响不大。

长飞四川：放弃控股权 寻求收益增长

长飞光纤光缆四川有限公司（原名四川长飞双龙光纤光缆有限公司）始建于 1993 年，是由川投能源、香港展利国际公司和我国最大的光纤光缆生产厂商长飞公司共同出资组建的一家专门从事生产和销售各种类型通信光缆的专业性厂家，年产光缆能力 100 万芯公里。川投能源持有其 67.77% 的股权。

2009 年 6 月，川投能源向长飞公司转让股权 18.77%，同时香港展利公司也向长飞公司转让股权，转让后长飞公司持有长飞四川公司 51% 的股权，川投能源持有长飞四川公司 49% 的股权。

表 7：长飞四川的经营业绩

	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
营业收入（万元）	9103	12274	20545	16756
净利润（万元）	480	292	1012	796
利润贡献（万元）	325	198	804	390
利润贡献占比	5.3%	0.6%	4.7%	1.2%
折合 EPS	0.01	0.00	0.01	0.00

数据来源：公司公告 光大证券

公司放弃长飞四川的控股权后，一方面长飞四川可获得长飞公司的支持，更好更快的发展，提升盈利水平，公司获得更多的投资收益；另一方面，公司也能够专注于自身主业的发展。

借政策东风 享水电成长

“十二五”水电面临新机遇

水电是一种清洁能源，不需要消耗燃料，在发电过程中对环境没有污染；

而且水电作为可再生能源，可循环开发利用；再者，水电调度灵活，调峰性能好。

我国的水电资源丰富，总量居世界第一。根据国家发展改革委 2005 年发布的全国水力资源复查结果，我国水电资源理论蕴藏量年电量 6.08 万亿千瓦时，理论蕴藏量装机 6.94 亿千瓦；技术可开发装机 5.42 亿千瓦，技术可开发年电量 2.47 万亿千瓦时；经济可开发装机 4.02 亿千瓦，经济可开发年电量 1.75 万亿千瓦时。

我国政府一直高度重视水电综合开发和利用，陆续建设一大批具有世界水平超大规模的水电站。2010 年末，我国水电装机容量达到 21340 万千瓦，居世界第一，占全国电力装机容量的 22.18%。

我国政府承诺“2020 年我国非化石能源在一次能源消费中比重达到 15% 左右和单位 GDP 二氧化碳排放量比 2005 年下降 40%~45%”的两项承诺需要电力工业加快开发绿色能源，改善能源结构。水电是最具大规模开发条件的清洁可再生能源，必须优先加快发展。

“十二五”电力开发基调已定：优先开发水电；优化发展煤电；大力发展核电；积极推进新能源发电；适度发展天然气集中发电；因地制宜发展分布式发电。

目前，我国近一半的水力资源主要集中在十三大水电基地，即：金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江、乌江、长江上游、南盘江红水河、黄河上游、黄河中游北干流水电基地及湘西、闽浙赣和东北水电基地，其可开发装机容量共约 2.8 亿千瓦。

图 3：我国十三大水电基地



资料来源：光大证券

在“十二五”期间，我国要加大重点流域开发力度，重点推进黄河上游、

金沙江、雅砻江、大渡河、怒江、澜沧江等流域大型水电基地建设。

公司受益于雅砻江进入投产高峰期

雅砻江列我国十三大水电基地第四位。雅砻江水量丰沛、落差集中、水库淹没损失小，规模优势突出，梯级补偿显著，经济技术指标优越，是我国水能资源开发条件最好的河流之一，也是我国最重要的水电基地之一。全流域资源理论蕴藏量 3,340 万千瓦，技术可开发量 2,985 万千瓦，多年平均发电量 1,540 亿千瓦时。

二滩水电独家享有雅砻江全流域开发权。

根据雅砻江水能资源开发规划，2015 年以前，二滩水电将建设完成锦屏一级、二级等四个梯级电站的建设，新增装机 1,140 万千瓦；2012 年至 2015 年，二滩水电装机规模年复合增长率超过 40%，全面完成雅砻江下游梯级水电开发；2020 年以前建设 3-4 个雅砻江中游主要梯级电站，实现新增装机 800 万千瓦左右，届时二滩水电拥有超过 2,300 万千瓦的发电能力，并将迈入国际一流大型独立发电企业行列；2025 年以前，雅砻江流域开发全面完成，二滩水电拥有发电装机约 3,000 万千瓦。如二滩水电对雅砻江流域开发规划能顺利实施，则公司的装机规模和盈利能力将可以实现大规模提升。

我们预计到 2015 年二滩公司的发电装机容量将达到 1470 万千瓦，盈利将超过 27 亿元，川投能源的权益容量将达到 842 万千瓦，比 2010 年增长 200%，2015 年按股权可享有投资收益约 13 亿元，贡献 EPS 达 1.43 元（假设股本不发生变化）。

表 8：二滩水电公司规划电站

	电站名称	位置	建设规模 (万千瓦)	机组	投产时间	状态	设计电量 (亿 kwh)	总投资 (亿元)
1	二滩水电站	下游	330	6*55	1999	投产	170.0	285.0
2	锦屏一级水电站	下游	360	6*60	2013-2015	在建	166.2	245.8
3	锦屏二级水电站	下游	480	8*60	2012-2015	在建	242.3	297.7
4	官地水电站	下游	240	4*60	2012-2013	在建	110.2	169.9
5	桐子林水电站	下游	60	4*15	2014-2015	在建	29.8	50.0
6	两河口水电站	中游	300	6*50	2017-2019	筹建	115.0	287.0
7	牙根水电站	中游	150		2017	拟建	64.6	
8	楞古水电站	中游	271.8		2018	拟建	112.8	
9	孟底沟水电站	中游	184		2021	拟建	80.1	
10	杨房沟水电站	中游	150		2019	拟建	65.0	
11	卡拉水电站	中游	100		2019	拟建	45.0	

数据来源：公司公告

表 9：二滩公司盈利预测

	单位	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
--	----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

装机容量	万千瓦	330	330	510	930	1260	1470
发电量	亿千瓦时	157.86	145.00	192.69	336.07	517.33	648.21
营业收入	亿元	30.63	28.13	38.88	71.70	113.19	143.15
营业利润	亿元	7.22	6.72	9.68	16.84	25.92	32.58
净利润	亿元	6.13	5.71	8.23	14.32	22.03	27.69
投资收益	亿元	2.94	2.74	3.95	6.87	10.58	13.29
EPS	元/股	0.32	0.29	0.42	0.74	1.13	1.43

数据来源：光大证券

分享大渡河水电公司的成长

除了二滩水电公司 48%的股权外，川投能源还持有大渡河水电公司 10% 的股权，可以分享大渡河水电公司的快速增长。

大渡河是我国规划中的十三大水电基地水能资源的富集区，大渡河干流规划 22 个电站，总装机容量为 2340 万千瓦，年发电量 1123.6 亿千瓦时。其中，国电大渡河公司拥有大渡河干流 16 个水电项目的开发权，规划装机容量达到 1714.5 万千瓦。目前大渡河公司已有龚嘴、铜街子和瀑布沟电站，合计 526 万千瓦机组投入运营，还有深溪沟（66 万千瓦）在建，大岗山电站（260 万千瓦）已于 2010 年 12 月获得核准，预计将在 2015-2016 年投产。

图 4：大渡河流域梯级电站示意图



资料来源：大渡河公司网站

瀑布沟按照临时电价 0.30 元/kwh（含税），深溪沟和大岗山按照四川省水电标杆电价 0.288 元/kwh（含税），则到 2015 年大渡河水电的净利润将达到 16 亿元。假设分红比例在 90%，则川投能源可获得投资收益 1.4 亿元，折合 EPS0.15 元/股。

表 10：国电大渡河公司拥有开发权项目概览

电站		装机容量 (万千瓦)	概算静态投 资(亿元)	设计年发电量 (亿千瓦时)	设计年利用小 时	单位投资 (元/kw)	状态
龚嘴		73		34.18	4682		已投产
铜街子		60		32.10	5350		已投产
瀑布沟		360	166.51*	145.85	4051	4625	在建
深溪沟		66	49.59	32.35	4902	7514	在建
大岗山		260	140.62	114.30	4396	5408	待核准
猴子岩		170	151.92	74.09	4358	8936	待核准
双江口		200	211.46	80.97	4049	10573	可研
金川		86	69.34	35.355	4111	8063	可研
安宁		40	51.64	17.70	4425	12910	预可研
巴底		68	56.48	29.90	4397	8306	预可研
丹巴		110	137.98	50.20	4564	12544	预可研
枕头坝	一级	72	60.69	32.90	4569	8429	可研
	二级	23	23.12	11.11	4830	10052	预可研
沙坪	一级	28	30.78	12.66	4521	10993	预可研
	二级	34.5	38.54	16.26	4713	11171	可研
老鹰岩		64					
总计		1714.5	1188.67	719.93	4199		

数据来源：光大证券

表 11：国电大渡河公司盈利预测

	单位	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
装机容量	万千瓦	526	559	559	559	559	689
发电量	亿千瓦时	165.77	226.87	234.95	234.95	234.95	234.95
营业收入	亿元	35.20	50.06	51.91	51.91	51.91	55.91
净利润	亿元	6.12	12.41	13.47	14.51	15.56	16.57
投资收益	亿元	0.42	0.55	1.12	1.21	1.31	1.40
折合 EPS	元/股	0.05	0.06	0.12	0.13	0.14	0.15

注：假设大渡河公司的分红比例达到 90%，当年获得的投资收益为上一年度的分红。

数据来源：光大证券

根据上述计算，到 2015 年，二滩水电和大渡河水电对公司 EPS 的贡献将分别达到 1.43 元和 0.15 元，合计为 1.58 元，公司目前其他资产（田湾河、天彭、嘉阳、光芒和长飞）合计贡献 EPS 约 0.20 元，新光硅业不贡献利润，则 2015 年公司的 EPS 为 1.78 元。公司 2010~2015 年的年均复合增速超过 35%。

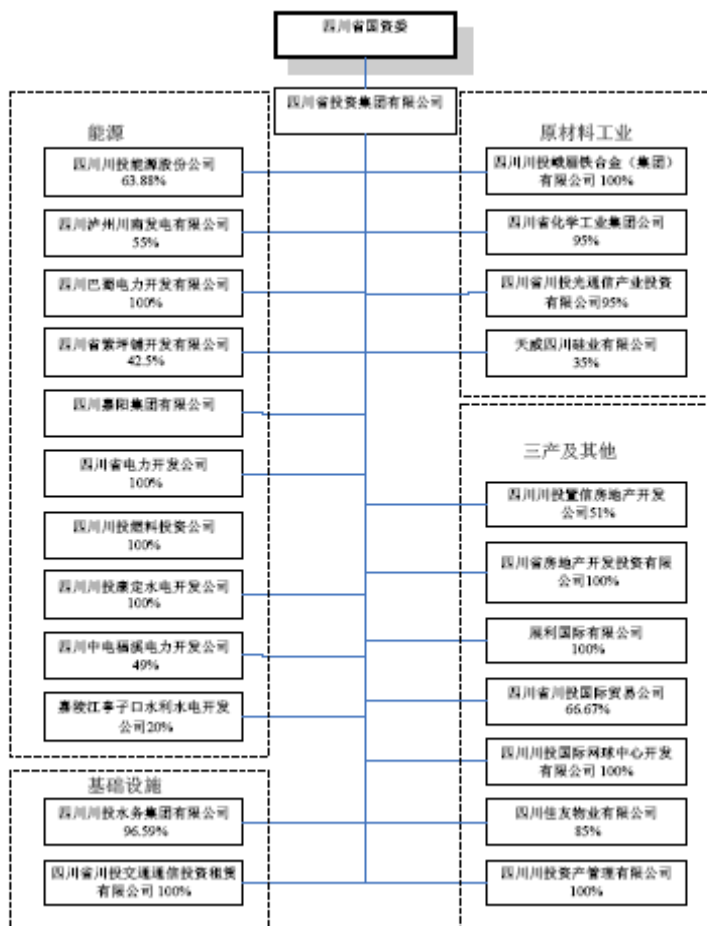
集团支持不遗余力 资产重组持续进行

川投能源从四川峨铁变身以来，资产质量不断提高，盈利能力不断增强，对股东的回报，这和公司的控股股东——四川省投资集团有限公司（简称“川投集团”）的支持分不开的。

川投集团是四川省人民政府的主要投资主体、授权的国有资产经营主体和重点建设项目融资主体。经过二十年的发展，截至2008 年底，川投集团合并资产总额达764.64 亿元，已成为省属资产规模最大的国有企业和国内领先、四川省最大的投资控股集团公司，在四川经济持续快速发展中发挥着重要作用。

按照国家产业政策和四川经济发展战略，川投集团形成了以能源电力产业为主导，原材料工业、基础设施、第三产业协调发展的产业格局。

图 5：川投集团组织结构图



资料来源：川投集团网站

川投集团主导的资产运作：

- 2000 年 8 月，川投集团成为公司的控股股东
- 2004 年 12 月，公司进行重大资产重组，以全部铁合金资产置换川投集团持有的嘉阳电力 95% 股权，公司的主业发生变化，由铁合金业务转变为电力业务。
- 2006 年 10 月，公司收购川投集团持有的田湾河水电公司 20% 的股权；
- 2007 年 9 月，公司向川投集团增发新股收购田湾河水电公司 60% 的股权；
- 2007 年 12 月，公司以江油燃煤电厂 12.605% 的股权和现金为对价，收购川投集团持有的新光硅业 38.9% 的股权；
- 2009 年 12 月，公司向川投集团增发新股，收购川投集团持有的二滩水电公司 48% 的股权。

川投能源的发展是和川投集团的呵护密不可分。川投能源的每一次资产注入都实现了优良资产注入、公司业绩增厚、公众股东得利。

2010 年 9 月，川投集团进一步做出承诺：

一、将川投能源作为川投集团发电业务和新能源业务的整合平台。川投集团将通过资产购并、重组等进行整合，促进川投能源的发展；

二、提出具体措施和时间表：

- 1、拟在 2011 年 6 月底前与川投能源签订《股权委托管理合同》，将集团持有的天威硅业 35% 的股权委托给公司管理；
- 2、在川投能源可转债发行后一年内，启动将目前具备盈利能力的全资子公司四川省电力开发公司注入川投能源的工作；
- 3、在川投能源可转换公司债券发行后三年内，启动把其他符合资产注入条件的资产（包括多晶硅业务资产和发电业务资产）注入川投能源的工作，逐步解决与川投能源的同业竞争。

表12：川投集团拥有的电力和新能源资产

公司	股权比例	装机容量 (万千瓦)	备注
巴蜀电力公司	100%	140.94	
紫坪铺水利枢纽	42.50%	76	
四川省电力开发公司	100%		投资性公司
泸州川南发电公司	55%	120	
川投康定水电公司	100%	56	前期准备
四川中电福溪公司	49%	120	预计 2011 年投产
亭子口水利枢纽	20%	100	前期准备

资料来源：川投集团网站

目前，集团下属盈利状况较好的电力资产是四川省电力开发公司，预计将于川投能源可转债发行后一年内注入川投能源。

我们相信川投集团对公司的支持将会一如既往。未来，若水电项目（康定水电、亭子口）取得明确的进展，或火电盈利明显改善，不排除注入上市公司的可能性。

盈利预测

前提假设

我们的关键假设如下：

- 4、我们假设公司现有业务正常经营；
- 5、假设二滩水电的锦屏一级、锦屏二级、桐子林、官地电站如期投产，上网电价为四川省水电标杆电价 0.288 元/千瓦时（含税）；
- 6、假设公司享受的税收政策不变，即依然享受西部大开发政策，所得税率为 15%；
- 7、假设公司的股本规模不发生变化。

在此假设下，我们预测公司 2010 年-2012 年的归属于母公司所有者的净利润为 354 百万元、393 百万元、594 百万元，每股收益为 0.38 元、0.42 元和 0.64 元；到 2015 年二滩水电四个电站全部投产后，归属于母公司所有者的净利润约为 16.6 亿元，每股收益为 1.78 元。2011 年~2015 年，公司净利润的年均复合增长率超过 40%。

相对价值评估

我们采用相对估值法对公司进行估值。

PE：目前沪深市场水电类公司的估值为 2010 年 40 倍、2011 年 35 倍，公司的市盈率基本和水电类公司基本持平。但是公司的成长性是公司所不具备的，我们认为公司在未来 5 年内年均复合增长率将达到 35%，目前的股价构成公司的估值底线。

表 13: 相对估值表

证券 代码	公司 名称	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
600900	长江电力	7.77	0.47	0.51	0.52	16.53	15.24	14.94
600236	桂冠电力	5.05	0.22	0.25	0.27	22.95	20.20	18.70

002039	黔源电力	20.21	0.24	0.32	0.36	84.21	63.16	56.14
600310	桂东电力	30.20	0.24	0.63	0.80	125.83	47.19	37.75
600995	文山电力	11.42	0.20	0.30	0.38	57.10	38.07	30.05
-	平均值 (PE)	-	-	-	-	61.33	40.31	35.26
600674	川投能源	15.32	0.27	0.38	0.42	56.74	40.32	36.48

结论：和其他水电公司相比，公司的具有更好的成长性。受益于二滩公司水电站的逐步投产，公司的权益装机容量将增长 200%，2010~2015 净利润年均复合增长率将超过 35%。按照 2010 年 35 倍市盈率计算为 13.3 元，构成公司的估值底线，公司目前股价非常安全。

坚定看好公司的成长，给予“买入”评级

我们坚定看好公司的成长，认为公司未来的股价将随着二滩水电公司机组的投产日期临近而不断攀升，公司未来 12 个月的目标价可以按照 2012 年 35 倍的 PE 计算，为 22.4 元。

风险分析

1、自然因素

水力发电企业受自然因素影响较大，发电量和经营业绩对来水量依赖度较大。如果受季节、气候变化、自然灾害影响，水电业务表现不佳将对本公司的整体经营情况产生较大影响。

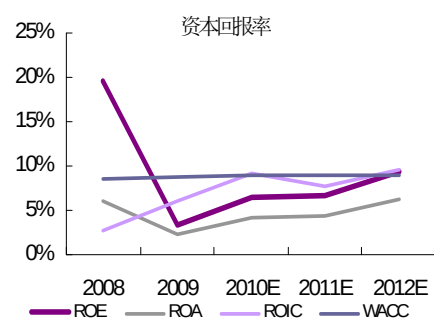
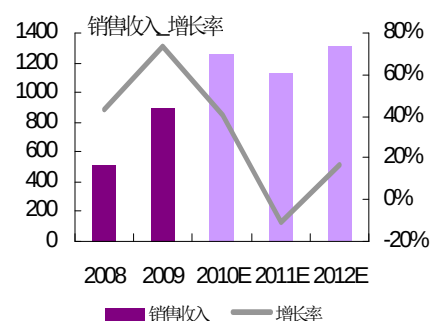
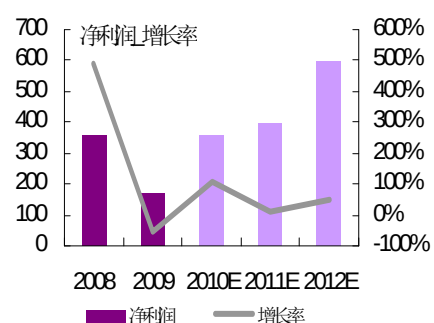
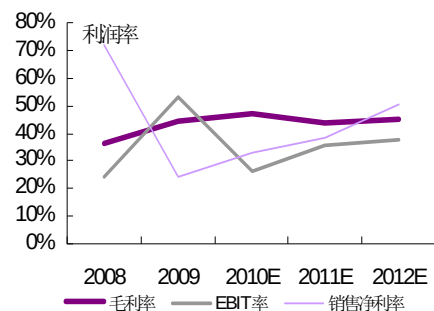
2、项目不能如期投产的风险

大型水电项目水文、地质条件复杂，投资大，建设周期长，水电机组逐年投产，效益逐步释放，其项目工期、实施过程和实施效果等均存在着一定的不确定性。另外，水电项目建设期会面临地质条件复杂、移民费增加、物价变动带来的造价变动风险。

3、税收政策变化的风险

公司享受西部大开发税收优惠，企业所得税减按15%征收。西部大开发政策于2010年12月31日到期，若未来国家实际出台的相关税收优惠政策有重大调整，则仍会对本公司及下属企业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

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	204	182	168
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	367	81	293	238	375
营业利润	405	213	424	459	700
利润总额	381	226	434	469	710
少数股东损益	16	46	59	41	64
归属母公司净利润	358.68	171.73	354.08	392.89	594.98

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	6,125	9,901	9,851	9,728	10,400
流动资产	543	580	840	876	1,697
货币资金	223	256	379	460	1,215
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	4,453	4,476	4,514
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	3,999	3,525	3,624
无息负债	210	236	259	252	271
有息负债	3,854	4,217	3,741	3,273	3,353
股东权益	2,061	5,448	5,852	6,203	6,776
股本	639	933	933	933	933
公积金	678	3,639	3,680	3,724	3,790
未分配利润	507	618	921	1,188	1,630
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	648	699	692
净利润	359	172	354	393	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	-207	103	-292
投资活动产生现金流	-1,363	-508	165	114	237
净资本支出	921	489	100	100	100
长期投资变化	1,225	4,583	-29	-24	-37
其他资产变化	-3,509	-5,581	95	38	175
融资活动现金流	876	31	-690	-732	-175
股本变化	147	294	0	0	0
债务净变化	1,104	363	-476	-468	80
无息负债变化	-152	26	22	-7	19
净现金流	-349	28	123	81	755

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%	106.19%	10.96%	51.44%
EBITDA 增长率	101.76%	229.31%	-8.53%	11.79%	13.88%
EBIT 增长率	120.87%	280.39%	-30.18%	20.22%	22.46%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	38	79	39	35	23
PB	7	3	2	2	2
EV/EBITDA	61	21	22	19	16
EV/EBIT	98	29	40	32	25
EV/NOPLAT	100	45	29	35	27
EV/Sales	24	15	11	12	9
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%	74.26%	48.48%	60.60%	59.24%
EBIT 率	24.32%	53.20%	26.51%	35.63%	37.46%
税前净利润率	73.46%	25.01%	34.35%	41.49%	53.91%
税后净利润率 (归属母公司)	69.16%	19.04%	28.03%	34.77%	45.20%
ROA	6.12%	2.20%	4.19%	4.46%	6.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.67%	3.31%	6.40%	6.72%	9.37%
经营性 ROIC	2.68%	6.06%	9.16%	7.64%	9.56%
偿债能力					
流动比率	0.56	0.43	1.04	3.50	6.29
速动比率	49.84%	40.83%	98.56%	331.94%	610.21%
归属母公司权益/有息债务	0.47	1.23	1.48	1.79	1.89
有形资产/有息债务	1.58	2.34	2.62	2.96	3.09
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.38	0.18	0.38	0.42	0.64
每股红利	0.05	0.01	0.09	0.09	0.18
每股经营现金流	0.15	0.54	0.69	0.75	0.74
每股自由现金流(FCFF)	-1.06	-0.08	0.46	0.68	0.58
每股净资产	1.95	5.56	5.93	6.26	6.81
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

分析师介绍

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，现任公用事业行业分析师。

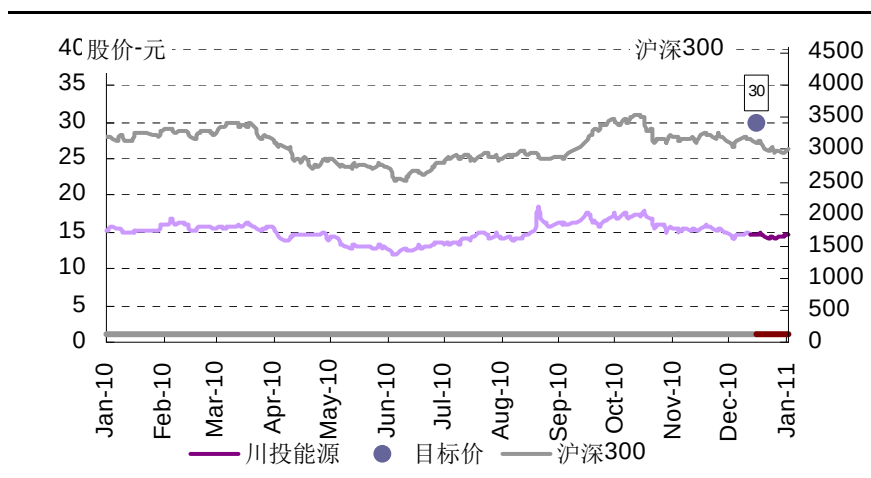
分析师声明

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。

投资建议历史表现图

川投能源（600674）

分析师：崔玉芹



日期	股价	目标价	评级
2011-01-09	14.82	30.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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
专题				
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。