

审慎推荐-A (维持)

川投能源 600674.SH

目标估值: 19.00-20.00 元

当前股价: 17.48 元

2011 年 3 月 17 日

依托政策和地域优势, 迈入发展黄金期

基础数据

上证综指	2931
总股本 (万股)	93292
已上市流通股 (万股)	54744
总市值 (亿元)	163
流通市值 (亿元)	96
每股净资产 (MRQ)	5.9
ROE (TTM)	6.7
资产负债率	43.2%
主要股东	四川省投资集团有限
主要股东持股比例	63.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-5	14
相对表现	15	-19	13



相关报告

彭全刚

010-57601860
wangxd@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

事件:

2011 年 3 月 16 日, 公司公告公开发行可转债, 具体如下:

- **发行规模。**公司拟发行可转债数量不超过 2100 万张, 每张面值 100 元, 发行总额不超过 21 亿元。
- **发行方式。**本次可转债按照每股配售 2.250 元可转债的比例, 向原股东优先配售, 优先配售后余额部分 (含原股东放弃优先配售部分) 采用网下和网上定价发行相结合的方式 (比例为 50%: 50%) 进行申购。
- **票面利率。**本次可转债票面利率为: 第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 0.9%、第四年 1.2%、第五年 1.5%、第六年 1.8%。
- **转股价格及日期。**本次可转债的初始转股价格为 17.3 元/股, 转股期 2011 年 9 月 22 日至 2017 年 3 月 21 日止。
- **赎回条件。**可转债到期后, 公司将以可转债票面面值的 108% (不含当期利息) 赎回全部未转股的可转债; 另外, 如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少二十个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%, 或市场存续的可转债总金额不足 3000 万元, 公司将以债券面值 103% 的价格赎回。

评论:

1、可转债+集团无息贷款, 加速雅砻江开发

公司可转债募集资金, 将用于向二滩水电进行股东同比例增资, 以满足二滩水电的在建电站锦屏一级、锦屏二级补充资本金的需求。按照增资协议, 公司对二滩应增资 31.2 亿元, 其中 21 亿元来自本次募集资金, 缺口部分资金由川投集团以委托贷款方式解决 (不超过 36 个月的无息贷款), 体现了集团对公司的支持。

2、成长进行时, 业绩上台阶

公司未来的成长, 主要来自于二滩雅砻江大量电站的投产, 锦屏一级 (360 万千瓦)、锦屏二级 (480 万千瓦)、官地 (240 万千瓦) 以及桐子林 (60 万千瓦) 水电站将于 2012 年-2015 年期间陆续投产, 公司权益水电规模将由目前的 282 万千瓦快速升至 857 万千瓦, 增长 204%, 复合增长率达 24.9%, 同时, 二滩公司占公司权益装机的比重将达到 82.3%, 并带动公司业绩再上台阶。

3、优质资产集中营, 发展潜力巨大

公司借助地域优势拥有了四川省内最为优越的三条河流的电站, 清洁能源比重达到 97%。其中, 公司控股 80% 的田湾河, 总装机容量 72 万千瓦, 2009 年已全

部投产；公司参股 48%的二滩公司，将进入黄金收获期；参股 10%的大渡河公司，其瀑布沟（360 万千瓦）、深溪沟（66 万千瓦）相继投产，快速成长；此外，公司还拥有新能源概念，参股 39%的新光硅业公司，一期规划 1280 万吨多晶硅生产线，是国内第一条千吨级的多晶硅生产线，也是公司未来业绩的保障。以上资产均为非常优质的资产，发展潜力巨大。

表 1、川投能源主要资产统计

编号	名称	机组类型	权益	装机容量	权益装机
一、控股					
1	天彭电力	水电	95%	3.189	3.0
2	田湾河	水电	80%	72	57.6
3	嘉阳电力	火电	95%	11	10.5
4	光芒实业	自动化设备	50%	-	-
二、参股					
1	大渡河	水电	10%	530	53.0
2	二滩	水电	48%	330	158.4
3	长飞双龙	光纤光缆	49%	-	-
4	新光硅业	多晶硅	39%	-	-
合计				946	282

资料来源：公司公告，招商证券整理

4、集团大力支持，资产注入可期。

2010 年 9 月，川投集团出具《关于进一步解决与川投能源同业竞争问题有关事项的函》，确定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，并委托公司管理天威四川硅业 35%股权，该项目年产 3000 吨多晶硅，被列为四川省重点工程，达产后产值达 15 亿元。根据承诺，在一定期限内，集团将把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）注入上市公司，支持公司发展，届时，公司业绩将再上层楼。

5、立足清洁能源，依托政策和地域优势大发展。

综上所述，依托国家政策的支持以及地方平台的优势，公司立足清洁能源进入快速发展期，特别是近期日本地震引发的核电危机，将对我国核电发展带来一定的影响，同时，又将对水电、光伏、风电等发展形成利好，而川投基本均为水电和新能源，未来发展可期。我们对公司盈利前景进行了测算，预计 2011~2013 年的每股收益分别为 0.5 元、0.62 元、0.73 元。

6、维持“审慎推荐”评级，建议积极申购转债

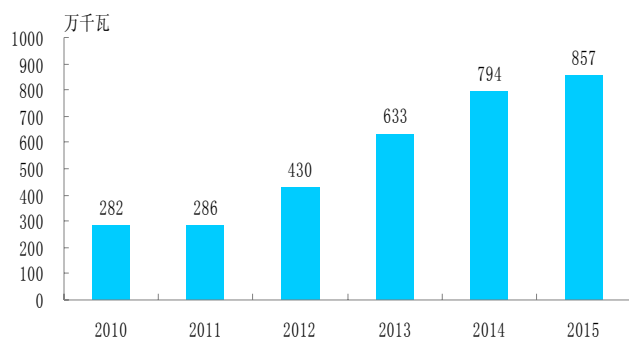
我们认为，公司的发展是可转债价值的有力保障，建议投资者积极申购公司发行的可转债，一方面稳定收获债券利息，另一方面随着公司资产规模的逐步扩张，利润逐步增加，可转债将逐渐转股，从而分享公司业绩的成长。

7、风险提示。公司水电比重高，来水好坏将对公司业绩形成影响。另外，公司多晶硅项目，受市场价格波动影响较大，如果市场产能过剩，多晶硅价格大幅下降，将对公司业绩带来不利影响。

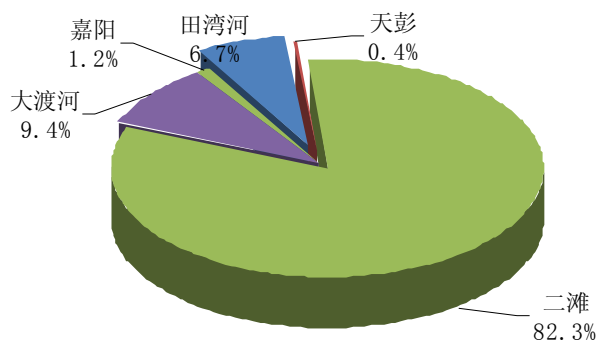
表 2、雅砻江干流梯级水电项目的开发时序和进度表预计

序号	项目	装机	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	...	25
1	桐子林	60	开工				30	30								
2	二滩	330	运营	330												
3	下游 官地	240	开工		180	60										
4	锦屏二级	480	开工		60	180	180	60								
5	锦屏一级	360	开工		60	180	120									
6	卡拉	100	拟建								50	50				
7	杨房沟	150	拟建								60	90				
8	中游 孟地沟	184	拟建									46	92	46		
9	楞古	271.8	拟建							90.6	181					
10	牙根	150	拟建						60	90						
11	两河口	300	筹建						50	200	50					
	上游 上游 10 级	325	规划													325
总装机容量		2951	330	330	630	1050	1380	1470	1580	1961	2302	2488	2580	2626	...	2951

资料来源：公司公告，招商证券整理

图 1：川投能源未来五年装机增长预计


资料来源：公司公告，招商证券

图 2：川投能源 2015 年预计装机结构


资料来源：公司公告，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚，清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008~2010 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏，清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨，清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。