

乐山电力（600644） 电力

“资产注入预期” + “完善产业链” 驱动公司快速发展

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	7.38	元
------	----	------	---	-----	------	---

投资要点:

※ 公司近期资产注入期望较大,我们认为最有可能的方案来自于两方面。

1. 四川省电力公司的资产注入。公司在 08 年 11 月份进行了一次较大规模的股权变动。变动前,四川电力持有乐山电力股份 32,817,563 股,占乐山电力股份总数 326,480,131 股的 10.05%,为乐山电力第二大股东;通过大宗交易变更后,四川省电力公司持有公司 49,141,563 股,占乐山电力股份比例上升为 15.05%成为公司第一大股东。因此我们预计未来四川省电力公司将有可能将其拥有的诸如:峨嵋供电局、夹江供电局与乐山电力峨嵋公司、夹江公司等电网资源合并注入乐电电网经营管理,以达到整合乐山电网重复投资、无序竞争的格局。而考虑到国家对“厂网分开”的规定,不太可能将一些水电资产注入到乐山电力。
2. 注入新光硅业一期的股权。省电力公司的控股子公司‘四川启明星控股有限责任公司’持有新光硅业 23.34%的股权,如果省电力公司将其注入到乐山电力旗下,则乐山电力加上本身已持有的 0.8%的新光硅业股份后,总持股比例将达到 24.14%。这样不但可以避免同业竞争的局面,还可以整合公司在多晶硅项目上的所有资源。这种方案注入的最大难度在于确立一个合理的价格,因为多晶硅项目在经历了“近疯狂式”的暴利后,随着全国各地普遍上马多晶硅项目以及国际经济危机对太阳能行业的冲击(原油价格地位徘徊),多晶硅销售价格将逐步回落到一个合理的水平。

※ 乐山电力同天威保变共同出资的年产 3000 吨多晶硅项目将在 2010 年左右正式投产,预计 2010 年公司将拥有约 1000 吨的产量。即使我们预计多晶硅的暴利时代在未来会结束,但对新能源的需求将依然刺激对多晶硅的需求,该生产线将会为公司带来稳定的收入。

※ 作为立足公用服务的上市公司,乐山电力从未忽视对自来水和供气的投入,随着当地的经济对水和气的需求将越来越大,这方面收入也是公司未来的主要支柱之一。

投资建议:

我们对 2009 年公司的业绩分为完成重组和未完成重组两种情况进行预测。如果完成重组,则公司的每股收益 09 年和 2010 年将达到 0.62 元和 0.72 元;如果未能完成重组,则在主要公用事业业绩增长的带动下,公司 09 年的每股收益将为 0.45 元。结合目前同公司相同类型的其他上市公司 PE 的平均值为 21,则 09 年公司的合理股价完成重组应该为 13.02 元,未完成重组的合理股价为 9.45 元。综上分析,给与乐山电力“推荐”评级。

2009 年 1 月 12 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	16.47/4.52
上证指数/深圳成指	1904.86/6719.88
50 日均成交额(百万元)	56.56
市净率(倍)	4.25
股息率	0.80%

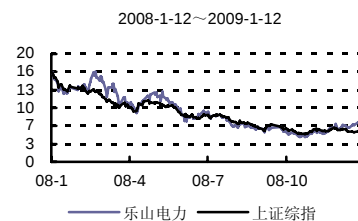
基础数据

流通股(百万股)	245.95
总股本(百万股)	326.48
流通市值(百万元)	1847.10
总市值(百万元)	2451.87
每股净资产(元)	1.77
净资产负债率	112.60%

股东信息

大股东名称	四川省电力公司
持股比例	15.05%

52 周行情图



相关研究报告

《公用事业业绩提升,多晶硅项目值得期待》,
2008-10-31

联系方式

研究员: 常格非
电 话: 021-51097188-1925
电 邮: changgefei@gyzq.com.cn
联系人: 朱厚中
电 话: (86-21) 51097188-1853
电 邮: zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址: 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

1. 四川电力成为公司实际控制人

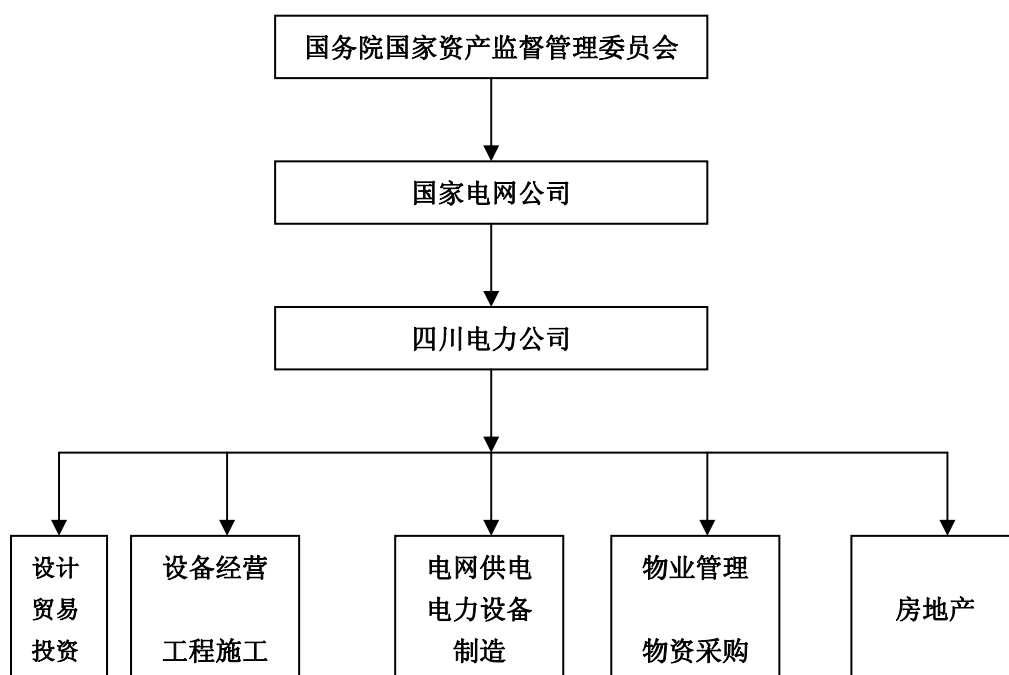
表 1 乐山电力股权变动情况

主要股东	变动前股份	变动前股权比例	变动后股份	变动后股权比例
四川省电力公司	32,817,563	10.05%	49,141,563	15.05%
乐山市国有资产经营有限公司	47,710,433	14.61%	47,710,433	14.61%
眉山资产经营公司	18,412,226	5.64%	16,324,000	4.9%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

四川电力是国家电网公司的全资子公司，为国有独资公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，注册资本 72.40 亿元，主营业务：输电、配电及配售电等。截至 2007 年 12 月 31 日，四川电力总资产约 591 亿元，公司员工 49,494 人，2007 年全年售电量 938 亿千瓦时。目前四川电力除了控股乐山电力外，还控股岷江水利电力股份有限公司和四川明星电力股份有限公司，另外还是西昌电力的第三大股东。可以说川渝境内的主要电力上市公司的主要控制人，其控制了各种类型其他子公司，因此注入上市公司的资产资源很丰富，其中不乏有很多优良资产。我们可以推测四川电力肯定会将一些供电资产或电力设备制造资产注入到乐山电力之中。

图 1：四川电力公司股权及下属公司类型



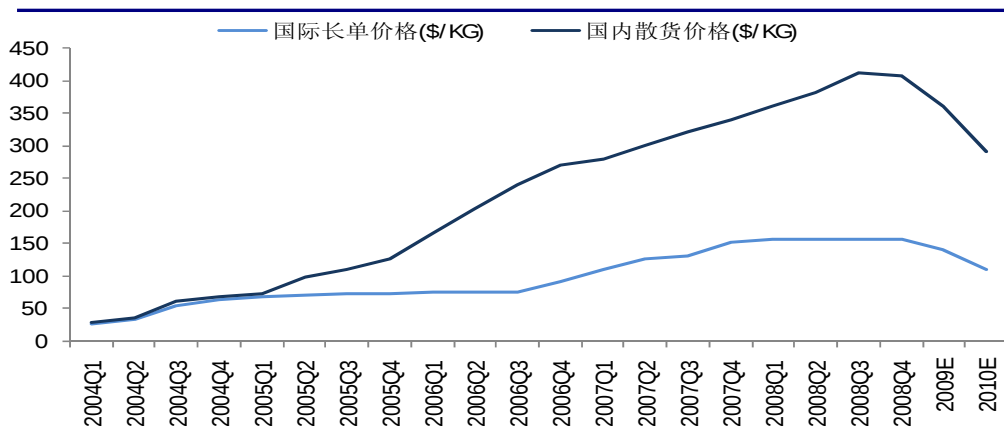
资料来源：公司公告 国元证券研究中心

2 多晶硅项目成为重组期望重点及公司重要利润来源

公司目前经营的另一个重要领域是多晶硅项目，多晶硅在 07 年成为市场的热点，国际市场多晶硅价格的不断走高促使国内多晶硅项目在各地纷纷投产。四川成为我国较早进行多晶硅生产的省份，很多上市公司都参与其中：川投能源、乐山电力、通威股份等都已经有多晶硅项目投产。我们认为只有在早期进行多晶硅项目投产并且在 2010 年前能够实现稳定产能的公司，才有可能相对于近期纷纷投产的公司活到较为丰厚的超额利润。

我们预计随着多晶硅项目的不断投产，加上新技术的不断运用，多晶硅供不应求的局面将得到显著改善，09 年的多晶硅降格将逐步回落，另外考虑到国际原油价格的回落，在一定程度上削弱了对新能源的需求，加上前期下游电池厂商对多晶硅片消化能力的有限，因此到 2010 年后多晶硅高价将不复存在。根据目前国内外多晶硅市场价格走势，我们预计 09 年多晶硅国际长单价格将维持在 135 美元/公斤，2010 年将回落到 120 美元/公斤；国内多晶硅散货价格将 09 年将下降到 330 美元/公斤，而到 2010 年将回落到 300 美元/公斤以下。

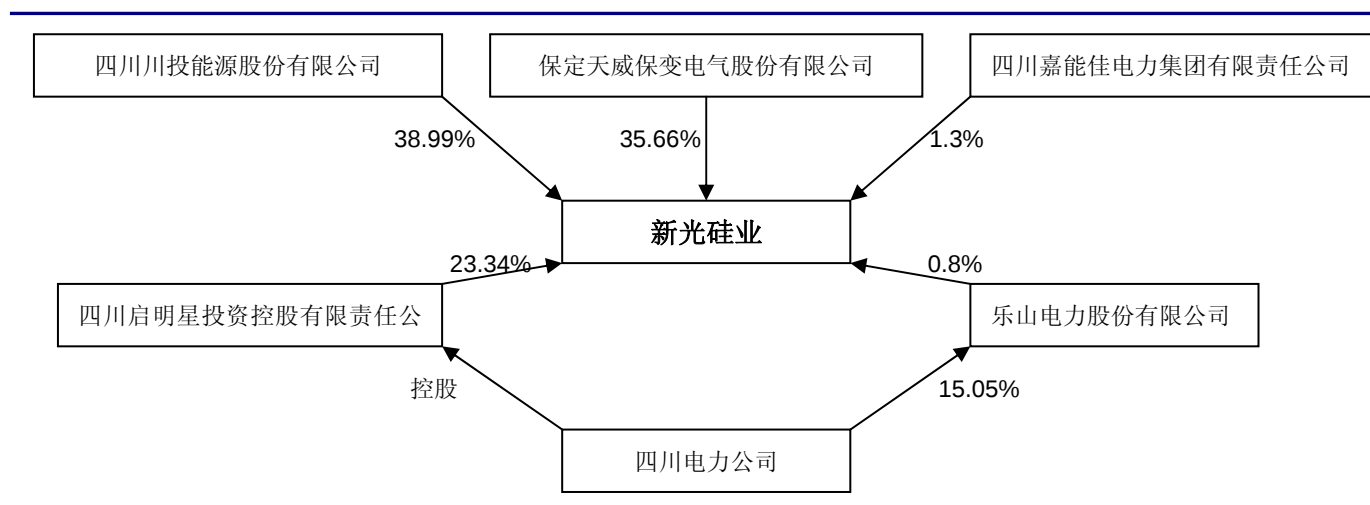
图 2 多晶硅价格走势预测图：



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

四川电力的控股公司四川启明星投资控股有限责任公司占有四川新光硅业科技有限责任公司 23.34%的股权，而明星电力也占有新光硅业少量股权（0.8%）。如果按照预期四川电力将其拥有的新光硅业的一期 23.34%的股权注入到乐山电力旗下，则乐山电力将拥有新光硅业 24.14%的股份。新光硅业 2008 年前三季度实现净利润 3.49 亿元，预计全年实现净利润约为 4.65 亿元，考虑到 09 年多晶硅市场降价的必然性，我们预计 09 年新光硅业在产能保持稳定的基础上将实现净利润约为 3.7 亿元，按照权益法计算，如果重组完成后乐山电力将实现投资收益约为 8931 万元。2010 年后公司新投产的 3000 吨多晶硅项目将进一步增厚公司的收益。

图 3 新光硅业及主要股东关系



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

3. 供电、供水、供气完善公用事业产业链

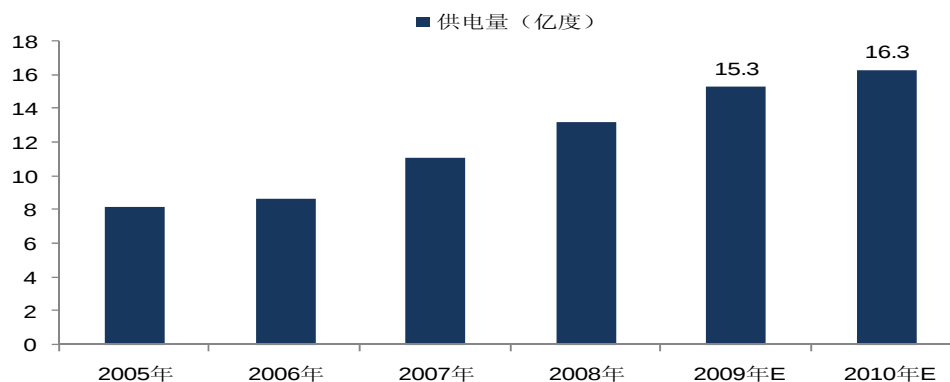
公司主营收入组成毛利润表

项目	2006A	2007A	2008A	2009E
电力	34.6%	35%	33%	32%
天然气	24%	23%	24%	25%
供水	39%	38%	37%	37%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

供电是公司的最重要的利润来源，每年的供电量都保持超过 2 亿度的供电量。06 年售电量为 8.7 亿度，07 你那为 11.1 亿度，08 年预计达到 13.2 亿度，09 年则会超过 15 亿度。

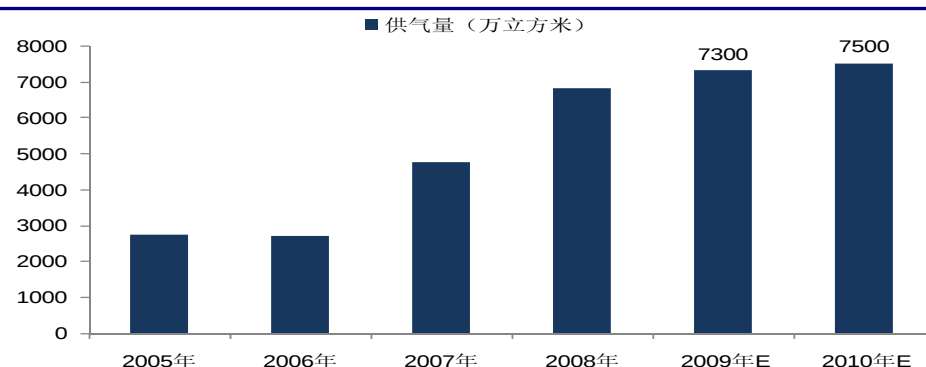
乐山电力供电量及预测



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司目前每年供气量也在逐步提高，由于享有地域性的龙头地位。根据公司公布的数据，公司从 2006 年到 2008 年每年的供气量将增加约 2000 万立方米。考虑到当地实际用气量的承受能力，预计在 2010 年后增速将放缓。

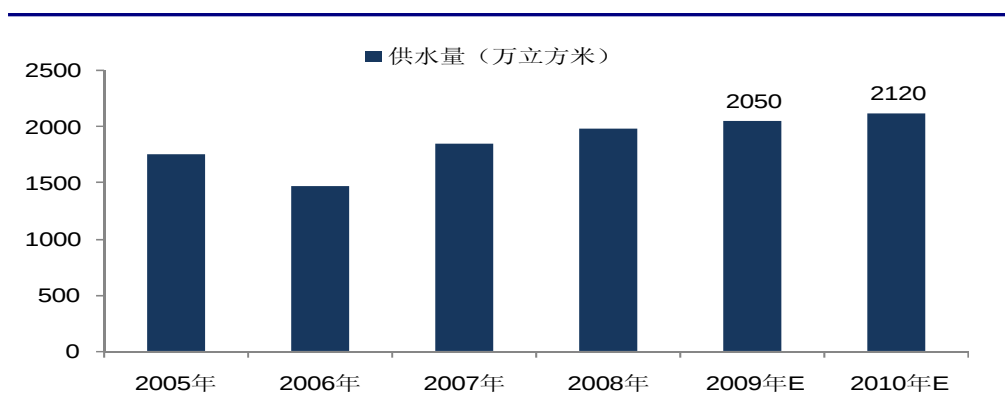
乐山电力供气量及预测



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司供水量保持稳定增长，每年约保持在 4%到 5%的增速，预计 2009 年供水量将首次超过 2000 万立方米。

乐山电力供水预测



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

由于乐山当地的经济不是很发达，公司的这三项业务可以说处于较垄断的地位，因此在未来当地经济迅速发展的前景下，尤其在震后国家加大对四川地区的基础设施建设的投入，因此公司将成当地乃至周边地区最主要的公用服务业的提供者，未来业绩增长快速提高。

乐山电力财务预测表

项目：	2007A	2008E	2009E(完成重组)	2009E（未重组）	2010E
营业收入	660.00	852.18	1245.87	1021.13	1423.55
营业成本	432.00	551.59	768.78	640.25	876.78
营业税金及附加	9.00	12	16.51	13.8	18.89
营业费用	17.00	25.55	32	25.66	36.48
管理费用	98.00	112	182	120	207.48
财务费用	14.00	25	38	25	45
资产减值损失	16.00	0	0	0	0
公允价值变动收益	0.00	0	0	0	0
投资净收益	1.00	1	60	5	80
营业利润	75.00	127.04	268.58	201.42	318.92
营业外收入	15.00	8	8	8	8
营业外支出	3.00	3.5	4	4.5	5
利润总额	87.00	131.54	272.58	204.92	321.92
所得税	19.14	28.94	59.97	45.08	70.82
净利润	67.86	102.60	212.61	159.84	251.10
少数股东损益	5.00	9	10	12	15
归属母公司净利润	62.86	93.60	202.61	147.84	236.10
EPS（元）	0.19	0.29	0.62	0.45	0.72

资料来源：wind 国元证券研究中心

4 投资建议:

考虑到公司现在尚未正式公告重组及重组的具体方案,我们对 2009 年公司的业绩分为完成重组和未完成重组两种情况进行预测。如果完成重组,则公司的每股收益 09 年和 2010 年将达到 0.62 元和 0.72 元(由于 3000 吨产能的多晶硅项目可能在 2010 年底完成,所以不能反映在 2010 年的利润表中);如果未能完成重组,则在主要公用事业业绩增长的带动下,公司 09 年的每股收益将为 0.45 元。结合目前同公司相同类型的其他上市公司 PE 的平均值为 21,则 09 年公司的合理股价完成重组应该为 13.02 元,未完成重组的合理股价为 9.45 元,因此相对于公司目前股价来说,未来还有较大的上涨空间。综合以上分析给予“推荐”评级。

附件:乐山电力叠加沪深 300 指数走势



国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn