

电力行业

报告原因:

2010年3月12日

基础数据:2010年3月12

收盘价(元)	10.01
每股净资产(元)	2.06
资产负债率%	70.43
总股本/流通A股(亿)	3.3/3.3
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址:太原市府西街69号国贸中心A座
28层

电话:0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

乐山电力(600644)

增持

多晶硅成本优势明显,赢利能力胜出一筹,主业持续发展

公司研究/研究报告

投资要点:

●多晶硅生产能耗优势明显,生产成本有望低于行业20%以上:公司的多晶硅生产线由新光硅业提供技术指导,工艺流程得到进一步改进,能耗水平明显降低,初期能耗水平约150度/公斤,未来可能降到130度/公斤的水平,而国内一般生产线的能耗水平在200度/公斤的水平,简单测算电力成本就具备约5美元/公斤的成本优势。综合考虑了能耗水平和规模效益的成本优势,我们测算出运行稳定后公司多晶硅生产成本能够降低到30美元/公斤的水平以下,而目前国内绝大多数成本在40元/吨以上的水平,公司较其他厂商具备25%左右的成本优势。

●初期盈利压力较大,运行稳定后贡献收益可观:我们根据掌握的数据简单进行测算,2010-2012年多晶硅生贡献公司每股收益分别为-0.12、0.14、0.31元(假设多晶硅销售价格45美元/公斤)。多晶硅生产线投产初期需要1-1.5年的调试期,考虑到巨额的财务费用(1亿元左右的财务费用),以及较高的单位折旧,预计投产初期盈利有限,但运行稳定后多晶硅生产线有望贡献公司收益达到0.31元,贡献收益极其可观。

●电力业务受来水较少影响,未来有望恢复。公司电厂及电网业务主要又母公司经营,母公司除了电厂及电网的盈利资产外基本没有其他盈利资产,母公司利润基本可以反映公司电力业务的盈利水平。母公司的利润常年稳定在6000万元左右的水平,受当地来水较少影响2009年电网业务盈利大幅下降,但这不是常规状态,随着当地来水的稳定,预计电网部分盈利能够维持在6000万元左右的水平,贡献公司每股收益在0.18元左右的水平。

●天然气供气量近3年快速增长:天然气供应是目前公司的第二大业务,自2008年以来供气量保持了较快的增长速度,随着供气规模的持续增长利润也保持了较快的增长速度(近三年的增速都在50%以上)。2009年实现净利润2502.98万元,为公司贡献投资收益1964.59万元,贡献每股收益约为0.06元,占公司利润的近35%,是公司目前利润的核心来源,未来仍有望快速增长。

●估值分析及投资建议:公司传统业务的盈利预计将稳定在0.27元左右,考虑到其垄断性及稳定性给予25倍PE水平,这部分估值水平在6.75元左右。在多晶硅45元/公斤的情况下公司多晶硅生产线运行稳定后贡献公司收益在0.31元左右,给予20倍PE的情况下多晶硅部分的估值水平在6元左右,综合考虑公司的目标价格在12左右。我们在测算多晶硅业绩时对价格假设较为保守,如果未来随着世界经济回暖各国出台太阳能政策,多晶硅价格将有所反弹,公司盈利将远超预期。此外公司多晶硅生产线规模较大且工艺流程得到改进能耗较低,公司的成本在国内具备较大的竞争力,综合考虑我们给予公司“增持”的投资评级。

●投资风险:全球太阳能市场低于预期,多晶硅价格继续下跌;太阳能发电技术变革,多晶硅法不具备成本优势;当地来水较少,影响公司自发电量。

目 录

一、多晶硅成本优势明显，占领竞争至高点	2
生产成本优势明显	2
产品品质较高，下游需求较有保障	2
多晶硅生产线简单盈利预测——成本优势，运行稳定贡献收益可观	3
二、主业稳定发展	4
电网业务稳定增长	4
天然气业务近几年快速增长，贡献利润比例较大	5
自来水受益于水价上调，2010 年有望高速增长	6
三、估值分析及投资建议	7
四、投资风险	8

一、多晶硅成本优势明显，占领竞争至高点

生产成本优势明显

- **基本情况：**乐山电力与天威保变共同出资50000万元，投资组建乐电天威硅业科技有限责任公司，其中公司占注册资本的51%，天威保变占49%，建设3000吨/年多晶硅项目，该项目总投资约22亿元。
- **能耗优势明显：**公司的多晶硅生产线又新光硅业提供技术指导，工艺流程得到进一步改进，能耗水平明显降低，能耗水平约150度/公斤，未来可能降到130度/公斤的水平，而国内一般生产线的能耗水平在200度/公斤的水平，简单测算电力成本就具备约5美元/公斤的成本优势。
- **规模效应带来的折旧优势明显：**乐山天威硅业年产能3000吨，在国内属于规模较大的项目，具备较大规模优势。经测算乐山天威硅业的单位产能投资为73.33万元/吨，新光硅业的单位产能投资为102.38万元/吨，乐山天威硅业的单位产能投资较新光硅业具备近40%的优势，详见表1。折旧约占多晶硅成本的30%-40%左右，乐山天威规模效应带来的成本优势明显。
- **生产成本有望低于行业20%以上：**综合考虑了能耗水平和规模效益的成本优势，我们测算出运行稳定后公司多晶硅生产成本能够降低到30美元/公斤水平以下，而目前国内绝大多数成本在40元/公斤以上，公司较其他厂商具备25%左右的成本优势。

表1: 乐山天威硅业与新光硅业单位产能投资比较

	总产能（吨）	总投资（亿）	单位产能投资（万/吨）
新光硅业	1260	12.9	102.38
乐电天威硅业	3000	22	73.33

资料来源：山西证券，公司公告

产品品质较高，下游需求较有保障

- **产品品质较高：**新光硅业是国内第一条多晶硅生产线，产品质量较好，和进口产品的品质不相上下，由于公司多晶硅较为优质，价格要略高于市场，具备较大的竞争优势。而乐山天威是由建造新光硅业的原班人马提供技术指导，并且根据经验进行了工艺技术改造，预计试运行稳定后产品的品质也较高，具备较强的竞争力。
- **下游需求有效保障：**乐山电力与天威保变共同出资50000万元，投资组建乐电天威硅业科技有限责任公司，天威保变是国内最大的太阳能组件生产厂家，天威保变持有乐山天威49%的股权，多晶硅需求得到有效保障。

多晶硅生产线简单盈利预测——成本优势，运行稳定贡献收益可观

■ 盈利预测核心假设

- 1、 为了保守期间假设多晶硅销售价格维持2010-2012年维持45美元/公斤的水平：目前绝大多数国内生产厂商的生产成本在40美元/公斤的水平，考虑到较大的财务费用，如若多晶硅价格低于45美元/公斤的水平多数企业都难以盈利。在目前经营环境下也阻止了新的厂商进一步扩张规模或者新进入。在下游有效复苏的情况下，供需趋于平衡，考虑到下游多晶硅经营压力，多晶硅价格可能有所回升，从长期看多晶硅价格维持45美元/公斤的水平可能性还是较大的。
- 2、 2010年达产率50%，2011年达产率80%，2012年达产率100%。
- 3、 2010年初全部3000吨生产线竣工结算，开始折旧和计算财务费用。
- 4、 保守期间假设按照10年折旧。
- 5、 2010-2012年电力不含税成本均为0.4元/千瓦时。
- 6、 能耗水平：2010年为150千瓦时/千克，2011-2012年维130千瓦时/千克。
- 7、 2010年财务费用按照“总投资*0.7*7%”的方法计算，2011-2102假设全部产生现金流归还贷款减少财务费用测算，详见表3。
- 8、 其他假设见下表。

■ **盈利预测结果：** 我们根据掌握的数据简单盈利预测，2010-2012年多晶硅生产线贡献公司每股收益分别为-0.12、0.14、0.31元，详见表2。多晶硅生产线投产初期需要1-1.5年的调试期，考虑到巨额的财务费用（1亿元左右的财务费用），以较高的单位折旧，预计投产初期盈利有限，且可能拖累公司业绩。运行稳定后多晶硅生产线有望贡献公司收益达到0.31元，贡献收益极其可观。

■ **公司经营目标隐含对晶硅今年业绩可能较为乐观：** 公司在经营目标中指出，2010年公司力争营业收入和利润总额在2009 年的基础上有一定幅度的增长，考虑到公司传统业务增长能力有限，体现了公司对对晶硅业务的盈利较有信心。我们根据2010年初全部3000吨生产线竣工结算，开始折旧和计算财务费用，测算多晶硅2011年拖累公司业绩-0.11元，不符合公司对2010年的经营目标，我们认为可能采取部分产能竣工决算的方法（部分生产线竣工决算计提折旧和财务费用），公司多晶硅有望保持盈亏平衡。

表2：多晶硅生产线盈利预测

	2010	2011	2012
产能（吨）	3000	3000	3000
达产率	50.00%	80.00%	100.00%
产量（吨）	1500	2400	3000
销售价格（美元/千克）	45	45	45
折合人民币销售价格（元/千克）	306.9	306.9	306.9
单位成本（美元/千克）	39.39	28.69	26.00
折合人民币单位成本（元/千克）	268.67	195.67	177.33

其中:			
电力 (元/千克)	60.00	52.00	52.00
原材料 (元/千克)	32.00	32.00	32.00
折旧 (元/千克)	146.67	91.67	73.33
其他 (元/千克)	30.00	20.00	20.00
盈利预测情况			
营业收入(万元)	46035.00	73656.00	92070.00
营业成本(万元)	40300.00	46960.00	53200.00
管理费用(万元)	3500	3500	3500
财务费用(万元)	10780	9756.8625	7579.557781
销售费用(万元)	1300	1300	1300
营业利润(万元)	-9845.00	12139.14	26490.44
净利润(万元)	-7383.75	9104.35	19867.83
权益比例	51.00%	51.00%	51.00%
归属于公司净利润(万元)	-3765.71	4643.22	10132.59
股本 (亿股)	3.26	3.26	3.26
每股收益(元)	-0.12	0.14	0.31

资料来源：山西证券

表3：多晶硅现金流及财务费用减少预测

	2010	2011	2012
总折旧	22000.00	22000.00	22000.00
净利润	-7383.75	9104.35	19867.83
现金流量	14616.25	31104.35	41867.83
归还贷款	14616.25	31104.35	41867.83
减少财务费用	1023.14	2177.30	2930.75

资料来源：山西证券

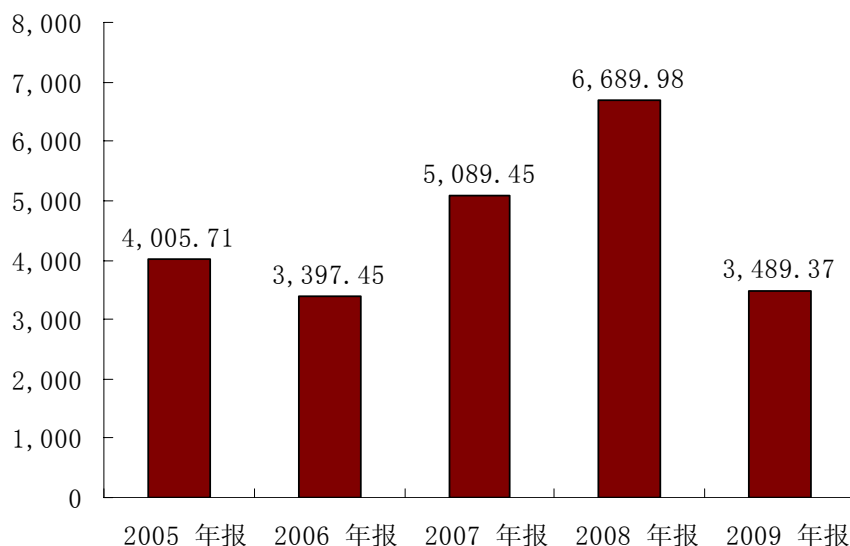
二、主业稳定发展

电网业务稳定增长

- **售电量持续稳定增长。**2009 年度公司完成售电量14.43 亿千瓦时（占乐山地区的10%左右），同比增长5.41 %，受金融危机影响增速出现较大幅度下滑，预计未来将有所好转，维持10%以上增速，详见图2。
- **受来水较少影响，公司自发电量大幅减少，严重影响电力业务利润：**2009 年公司自发电量4.1千万时，较2008年同比减少13.68%，造成外购电量大幅增加，由于外购电力成本较高，严重影响了公司的盈利情况。2009年公司电力部分盈利在3500万左右，较2008年同比下降超过40%。
- **未来有望保持稳定。**公司电厂及电网业务主要又母公司经营，母公司除了电厂及电网的盈利资产外基本没有其他盈利资产，母公司利润基本可以反映公

司电力业务的盈利水平。母公司的利润08年达到6689万左右的水平，是近几年历史最好水平，受当地来水较少影响2009年电网业务盈利大幅下降，但这不是常规状态，随着当地来水的稳定，预计电网部分盈利能够维持在6000万元左右的水平，贡献公司每股收益在左右0.18元左右的水平。

图1：母公司近几年利润情况



资料来源：公司公告

图2：公司自发电量及增速

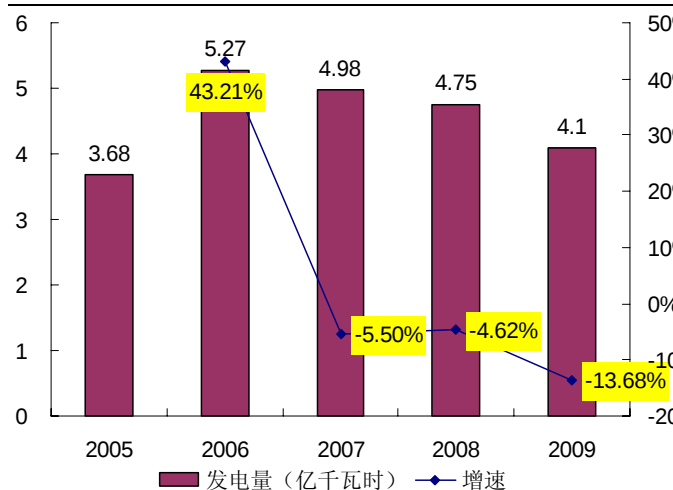
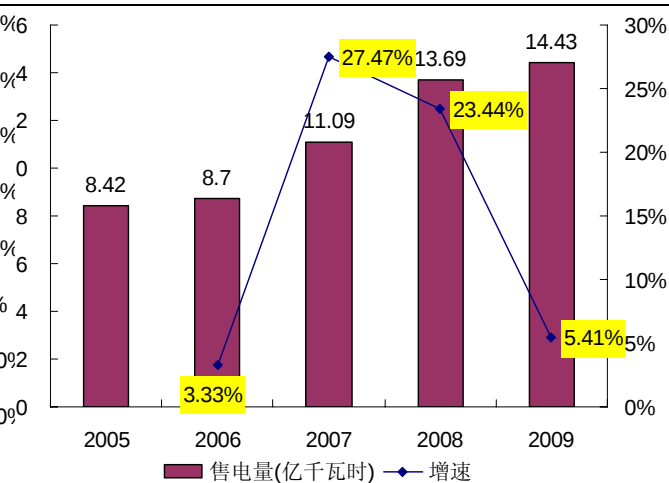


图3：公司售电量及其增速



资料来源：公司公告

天然气业务近几年快速增长，贡献利润比例较大

- **天然气供气量近3年快速增长：**天然气供应是目前公司的第二大业务，由公司持股比例78.49%乐山市燃气有限责任公司运营，且具有明显的垄断优势，居民用气市场的占有率达到100%，CNG 供气市场的占有率达到100%。2009年公司完成售气量7035 万立方米，自2008年以来供气量保持了较快的增长

速度，详见图4，主要由于通过与乐山市人民政府和西南油气田公司的多轮谈判，公司控股子公司乐山燃气最终获得了负责供应乐山市城区和五通桥区的天然气输气管线工程—金—马线燃气管线的投资经营权，所以近几年快速增长。

- **天然气业务是公司利润的核心来源：**随着供气规模的持续增长，乐山市燃气的利润也保持了较快的增长速度，近三年的增速都在50%以上。2009 年实现售气量 7035 万立方米，营业收入17,687.57万元，净利润 2502.98 万元，为公司贡献投资收益 1964.59万元，贡献每股收益约为0.06元，占公司利润的近35%，是公司目前利润的核心来源。
- **有望保持快速增长：**由于天然气的清洁高效，特别是商业用气和CNG的推广，近几年天然气需求量呈现快速增长的趋势，未来几年来，预计民用气年增长量在300万立方米左右，CVG气增长量在100万立方米左右，预计公司天然气供应保持快速增长，带动利润快速增长。

图4：乐山市燃气有限公司天然气供气量及增速

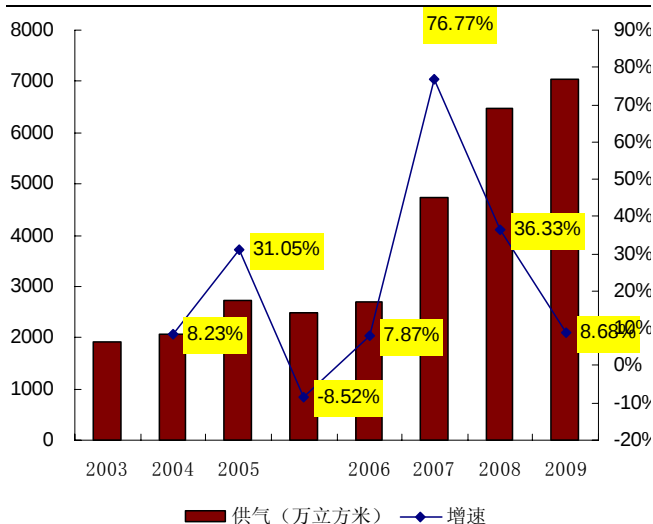
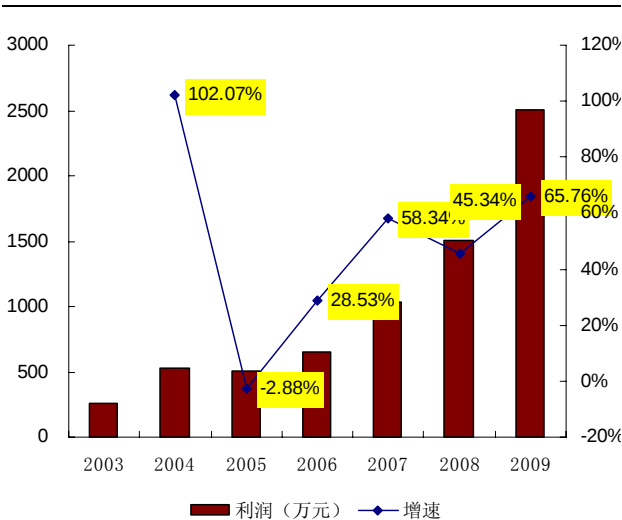


图5：乐山市燃气有限公司净利润增长情况



资料来源：公司公告

自来水受益于水价上调，2010 年有望高速增长

- **自来水成本上升造成利润负增长：**公司自来水业务由公司持股比例85.75%乐山市自来水有限责任公司运营，近年来公司供水量较为平稳，详见图6，受自来水成本的增加公司利润自2007年以来出现了负增长，详见图7。
- **水价成功上调，2010年有望大幅增长：**2009 年8 月，公司收到乐山市物价局《关于调整乐山中心城区自来水销售价格的通知》（乐市价发[2009]148号），根据文件规定，从2009 年9 月1 日起，公司控股子公司乐山市自来水有限责任公司销售的居民用水、工业用水等各类自来水销售价格均有上调。本次自来水销售价格的调整相应增加了公司的自来水销售收入，可能一定程度上增强自来水业务的盈利能力。2009 年实现供水量1946万立方米，同比增长4.4%；实现净利润632.94万元，同比增长了58%。供气增长率较小

的情况下利润增长幅度较大，而水价仅在09年后四个月上调，体现了提价对自来水业务的推动作用较大。我们预测2010年乐山市自来水有限责任公司有望实现利润超过1000万元，贡献公司受益约900万左右，贡献每股收益约0.03元。

图6：公司销售自来水量及其增速

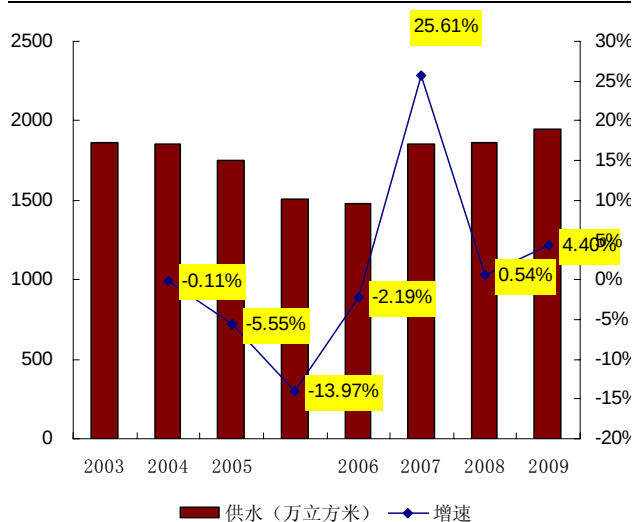
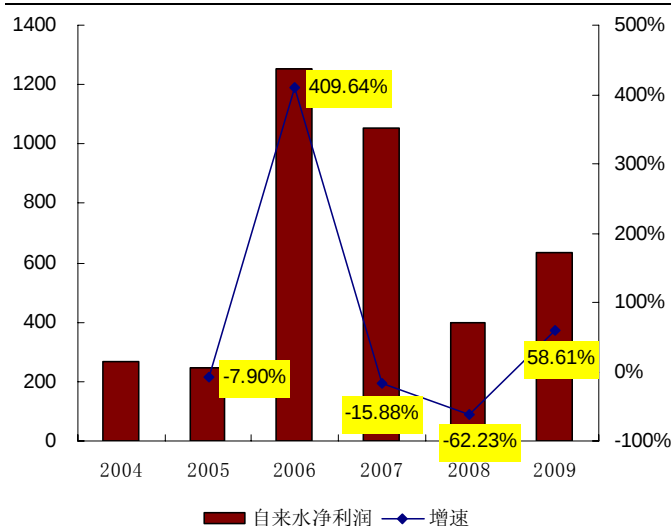


图7：乐山市自来水有限责任公司的利润及增长情况



资料来源：山西证券

三、估值分析及投资建议

- **估值分析及投资建议：**公司传统业务的盈利预计将稳定在0.27元左右，考虑到其垄断性及稳定性给予25倍PE水平，这部分估值水平在6.75元左右。在多晶硅45元/公斤的情况下，公司多晶硅生产线运行稳定后贡献公司收益在0.31元左右，给与20倍PE的情况下多晶硅部分的估值水平在6元左右，综合考虑公司的目标价格在12左右。我们在测算多晶硅业绩时对价格假设较为保守，如果未来随着世界经济回暖各国出台太阳能刺激政策，多晶硅价格将有所反弹，公司盈利将远超预期。此外公司多晶硅生产线规模较大且工艺流程得到改进能耗较低，公司的成本在国内具备较大的竞争力，综合考虑我们给予公司“增持”的投资评级。

表4：公司传统业务业绩情况

	电力业务	天然气业务	自来水业务	合计
贡献每股收益	0.18	0.06	0.03	0.27

资料来源：山西证券

四、投资风险

- 全球太阳能市场低于预期，多晶硅价格继续下跌
- 太阳能发电技术变革，多晶硅法不具备成本优势
- 当地来水较少，影响公司自发电量

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。