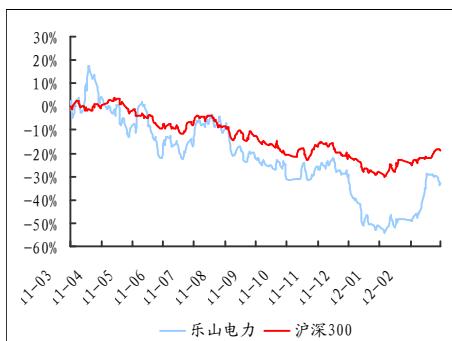


**评级：中性（下调）**

报告时间：2012年03月01日



分析师:	蔡文彬
执业证书编号:	S0770511050001
电    话:	(0351) 4131415
E    mail:	caiwb@dtsbc.com.cn
地    址:	山西太原长治路 111 号山西世贸中心 A 座 F12、F13
邮    编:	030012
网    址:	<a href="http://www.dtsbc.com.cn">http://www.dtsbc.com.cn</a>

## 下半年多晶硅价格暴跌，拖累公司业绩增长

### ——乐山电力(600644)年报点评

- 2011 年乐山电力全年实现营业收入 20.95 亿元，较上年同期增长 17.76%；归属于母公司所有者的净利润 7,961 万元，较上年同期增长 27.05%。实现基本每股收益 0.2439 元，扣除非经常性损益后每股收益为 0.1226 元。
- **电力、燃气等传统业务发展平稳** 在传统业务方面，发电量、售电量、售气量等业务指标均完成了年初制定的目标。在重点业务中，售电量完成 19.48 亿千瓦时，比上年增长 10.68%；售气量完成 8,050 万立方米，比上年增长 6.72%。公司控股 78.49% 的燃气公司实现净利润 7,140.24 万元，较 2010 年的 2,514.43 万元大幅增加，是公司主要利润来源之一。而电力业务因发电量同比下降、电价调整等因素，毛利率由 2010 年的 22.53% 下降至 16.89%。
- **下半年多晶硅价格暴跌，拖累公司营收增长** 2011 年乐山电力完成多晶硅产量 1,995.41 吨，同比增长 23.36%。实现多晶硅业务销售收入 6.99 亿元，毛利率同比下降 1.41 个百分点至 18.38%。主要原因是 2011 年下半年多晶硅价格出现暴跌，导致公司控股 51% 的乐电天威全年亏损 1,548.20 万元，拖累了公司营收增长。
- **非经常性收益增厚 11 年业绩** 2011 年乐山电力投资收益同比增加 3,731 万元，营业外收入同比增加 1.411 万元，显著增厚了公司 2011 年的业绩。投资收益增长主要是公司处置了乐山港湾投资、华西证券等非主营资产股权。营业外收入显著增长主要是政府补助增加，以及控股子公司乐电天威获得了美国 PPP 公司捐赠的设备。以上非经常性收益增长大部分不具有可持续性。
- **多晶硅生产线停产技改，将影响公司未来业绩** 乐电天威多晶硅生产线原采用热氢化技术，多晶硅生产成本较高，不具备市场竞争力。公司于 2011 年 11 月启动多晶硅生产线技改工程，将采用先进的冷氢化技术，以降低生产成本。根据公司公告，技术改造周期为两年，预计 2013 年底才能投产，这将影响公司未来两年业绩。
- **投资建议：**在 2012 年多晶硅生产线继续停产技改，2013 年底复产的假设下，预计乐山电力 2012、2013 年每股收益分别为 0.14 元、0.16 元，目前股价对应市盈率水平偏高。我们认为，公司传统业务增长有限，多晶硅生产线停产技改将影响未来两年业绩，我们下调公司投资评级至“中性”。

风险提示：系统性风险将带来个股估值的大幅波动，请投资者注意风险。

**图表1 盈利预测结果**

项目	2011A	2012E	2013E
主营收入 (万元)	209,502	143,728	167,242
主营收入增长率	17.76%	-31.40%	16.36%
EBITDA (万元)	18,475	14,416	16,731
EBITDA增长率	1.92%	-21.97%	16.06%
净利润 (万元)	7,961	4,650	5,147
净利润增长率	23.92%	-41.59%	10.69%
EPS (元/股)	0.24	0.14	0.16

注：每股收益指标（EPS）统一按最新总股本计算。

资料来源：大同证券研究部

## 风险提示

多晶硅生产线复产时间延迟。

**大同证券投资评级的类别、级别定义：**

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准		

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

**分析师声明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**免责声明：**

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅代表研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

**版权声明：**

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出自为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。