

乐山电力 (600644)

公司研究/中报点评

多晶硅业务高速增长，投资收益利润丰厚

—乐山电力 (600644) 中报点评

民生精品---调研报告/电力设备与新能源行业

2011 年 08 月 05 日

一、事件概述

乐山电力今日公布 2011 年中报,2011 年上半年公司实现营业收入 11.58 亿元,同比增长 58.85%,实现营业利润 0.92 亿元,同比增长 72.25%,归属于母公司所有者的净利润 6002.57 万元,同比增长 47.36%。扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 3876.93 万元,同比增长 1.97%。

公司本期不进行利润分配,也不进行资本公积金转增股本。

二、分析与判断

➤ 多晶硅业务高速发展，收入毛利均达到历史最高水平

上半年多晶硅业务实现收入 4.51 亿元,在收入中的贡献达到 38.95%,已十分接近发供电的 40.07%,毛利率也进一步提升至 21.05%,达到历史最高水平。说明自多晶硅部门 2010 年 4 月正式投入运营以来,其运行和管理水平正在日渐成熟,上半年多晶硅价格的小幅反弹也是毛利率上升的重要因素之一。预计今年下半年多晶硅市场价格逐渐企稳,多晶硅业务将继续贡献大部分收入。随着明年冷氢化技改的完成,成本进一步降低,多晶硅成为公司的支柱产业指日可待。

➤ 投资收益丰厚，有力提振公司盈利

报告期内公司对控股子公司乐山市燃气有限责任公司和四川洪雅花溪电力有限公司所有的部分投资项目股权进行了清理,共收回投资收益 2635 万元,这部分收入是公司本期利润大幅增长的主要原因之一。此外,公司期间内转让的华西证券有限责任公司 200 万股股权款 1040 万元也已于 7 月 8 日入账。

➤ 传统业务平稳发展

上半年发供电业务毛利率下降至 17.39%,主要原因是电源及电网建设滞后,外购电较多造成成本上升。燃气业务销量同比增长 16.2%,毛利率达到 34.26%。公司传统业务毛利率有小幅下降,但波动不大,基本仍平稳发展。

三、盈利预测与投资建议

公司集中优势资源大力发展多晶硅业务,目前已具有一定规模,前景看好。首次给予“谨慎推荐”评级。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.34 元、0.49 元与 0.87 元,对应当前股价 PE 为 46、32 与 18 倍,目标价格为 22 元。

四、风险提示：

多晶硅价格短期内面临震荡下跌风险。

盈利预测与财务指标

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,779	2,302	2,747	3,284
增长率 (%)	89.78%	29.40%	19.33%	19.53%

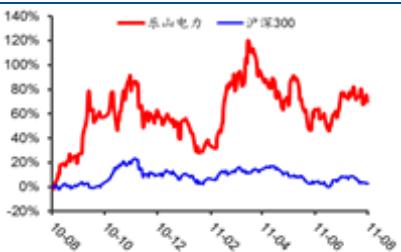
谨慎推荐 首次评级

合理估值: 22 元

交易数据 (2011-08-04)

收盘价 (元)	15.35
近 12 个月最高/最低	20.04/11.33
总股本 (百万股)	326
流通股本 (百万股)	326
流通股比例%	100
总市值 (亿元)	50.11
流通市值 (亿元)	50.11

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 王力

执业证书编号: S0100210090005

联系人: 陈龙 (行业专家)

电话: (021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

联系人: 龙雷

电话: (021) 68885169

Email: longlei@mszq.com

地址: 上海浦东新区浦东南路 588 号
浦发银行大厦 31 楼 200120

归属母公司股东净利润 (百万元)	63	112	159	286
增长率 (%)	10.36%	78.05%	42.94%	79.10%
每股收益 (元)	0.19	0.34	0.49	0.87
PE	81.59	45.82	32.06	17.90

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,779	2,302	2,747	3,284
减：营业成本	1,341	1,754	2,060	2,369
营业税金及附加	17	23	27	33
销售费用	40	69	69	72
管理费用	200	230	247	263
财务费用	85	92	90	83
资产减值损失	4	3	3	3
加：投资收益	2	40	0	0
二、营业利润	94	171	251	461
加：营业外收支净额	6	15	15	15
三、利润总额	100	186	266	476
减：所得税费用	25	46	66	119
四、净利润	74	139	199	357
归属于母公司的利润	63	112	159	286
五、基本每股收益 (元)	0.19	0.34	0.49	0.87

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	22.02	25.36	19.56	12.20
成长能力:				
营业收入同比	89.8%	29.4%	19.3%	19.5%
营业利润同比	33.9%	81.1%	46.7%	83.8%
净利润同比	10.4%	78.1%	42.9%	79.1%
营运能力:				
应收账款周转率	243.63	234.12	198.59	198.73
存货周转率	22.25	20.11	21.03	21.65
总资产周转率	0.51	0.60	0.65	0.71
盈利能力与收益质量:				
毛利率	24.6%	23.8%	25.0%	27.9%
净利率	3.5%	4.8%	5.8%	8.7%
总资产净利率 ROA	2.1%	3.4%	4.5%	7.3%
净资产收益率 ROE	7.2%	12.1%	15.2%	22.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.41	0.65	0.80	1.01
资产负债率	71.3%	71.4%	70.2%	67.3%
利息保障倍数	2.1	2.9	3.8	6.5
每股指标:				
每股收益	0.19	0.34	0.49	0.87
每股经营现金流量	0.97	1.18	1.45	1.99
每股净资产	3.18	3.54	4.02	4.87

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	199	600	892	1,293
应收票据	117	126	151	180
应收账款	7	13	15	18
预付账款	32	32	32	32
其他应收款	20	32	38	45
存货	109	120	141	162
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	483	922	1,268	1,729
长期股权投资	96	67	80	100
固定资产	2,746	2,795	2,826	2,845
在建工程	124	64	39	24
无形资产	166	151	141	131
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	3,139	3,121	3,126	3,139
资产总计	3,622	4,043	4,395	4,868
短期借款	409	421	371	279
应付票据	0	48	56	65
应付账款	307	288	339	389
预收账款	174	266	376	507
其他应付款	52	72	85	97
应交税费	(122)	(100)	(100)	(100)
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	1,176	1,428	1,579	1,721
长期借款	1,354	1,354	1,354	1,354
其他非流动负债	50	103	147	201
非流动负债合计	1,404	1,457	1,501	1,555
负债合计	2,583	2,887	3,083	3,278
股本	326	326	326	326
资本公积	17	17	17	17
盈余公积	115	126	142	171
未分配利润	261	345	448	634
少数股东权益	317	342	378	442
所有者权益合计	1,039	1,156	1,311	1,590
负债和股东权益合计	3,622	4,043	4,395	4,868

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	316	384	474	649
投资活动现金流量	(280)	67	(15)	(22)
筹资活动现金流量	(87)	(90)	(160)	(216)

分析师与联系人简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

龙雷，电力及新能源行业分析师，复旦大学经济学硕士、法国巴黎一大经济学硕士、华中科技大学工学学士。

王力，家电行业分析师，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖家电、计算机及信息服务等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。