

九龙电力 (600292.SH) 其他可再生能源行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130210010309
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

中电投环保资产上市平台, 等待剥离无效资产

事件: 公告非公开发行收购集团资产

- 九龙电力公告: 拟以 9.17 元/股的价格, 向大股东中电投集团非公开发行股票的数量不超过 18,538 万股 (含 18,538 万股), 用于收购平顶山鲁阳发电 2×1000MW 机组等 9 个脱硫资产项目, 及对上述在建项目的后续投入。
- ◆ 此次拟收购的脱硫资产, 有 4 个项目在建, 5 个项目已经投产。
- ◆ 在建项目为: 平顶山鲁阳发电、朝阳燕山湖、大连甘井子和乌苏热电; 已投产项目为黔西电厂、黔北电厂、开封京源、河南平东和新乡豫新。

图表1: 拟增发收购脱硫资产概述

序号	名称	容量 (MW)	投资概算 (万元)	核准、投产情况	持有单位	设计施工方
1	平顶山鲁阳发电 2×1000MW 机组脱硫资产	2,000.00	16,893.00	已核准, 2010 年投产	中电投平顶山鲁阳发电有限责任公司	远达环保
2	朝阳燕山湖 2×600MW 机组脱硫资产	1,200.00	17,786.00	已核准, 2011 年投产	朝阳燕山湖发电有限公司	远达环保
3	大连甘井子 2×300MW 机组脱硫资产	600.00	9,252.00	已核准, 2010 年投产	大连发电有限责任公司	远达环保
4	乌苏热电厂 2×330MW 机组脱硫资产	660.00	9,662.00	已核准, 1#机 2010 年投产	中电投新疆能源有限公司	远达环保
5	黔西电厂 4×300MW 机组脱硫资产	1,200.00	28,930.00	已核准, 2007 年投产	贵州黔西中水发电有限公司	贵州星云
6	黔北电厂 4×300MW 机组脱硫资产	1,200.00	37,020.00	已核准, 2009 年投产	贵州西电电力股份有限公司	贵州星云
7	开封京源 2×600MW 机组脱硫资产	1,200.00	22,800.00	已核准, 2009 年投产	开封京源发电有限责任公司	北京博奇
8	河南平东 2×210MW 机组脱硫资产	420.00	13,000.00	已核准, 2006 年投产	平顶山平东热电有限公司	远达环保
9	新乡豫新 2×300MW 机组脱硫资产	600.00	16,410.00	已核准, 2006 年投产	新乡豫新发电有限责任公司	远达环保
合计		9,080.00	171,753.00	-	-	-

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 值得注意的是, 公告中明确表达了中电投集团将把九龙电力打造成其环保资产上市平台的意愿。公告表示:
 - ◆ 近年来中电投集团环保产业发展迅速, 但分布在集团下属各单位, 集中度偏低。中电投集团计划通过有效整合资源, 打造集团公司的环保产业平台。
 - ◆ 截止 2009 年底, 九龙电力控股子公司远达环保已承揽脱硫脱硝 EPC 项目 79 个, 合同金额约 90 亿元, 已建成 51 项工程 98 套环保装置, 装机容量约 60,000MW, 年减排二氧化硫约 200 万吨, 承揽脱硫特许经营项目 4 个, 装机容量 3,190MW; 建成了 10,000m³/年产能的脱硝催化剂生产线。公司打造环保产业发展平台的基础条件已经具备。

- ◆ 本次发行股份募集资金用于收购中电投集团下属公司的优质环保资产，开展脱硫特许经营业务，能够使公司环保业务更加突出、竞争能力更强，而且能够有效提升公司在环保行业的地位和影响力，**为公司后续专注于环保行业发展，实现战略转型创造条件。**

我们的点评与分析

- 我们认为：经过此次注入后，公司已经确立成为中电投集团环保上市平台，未来继续剥离现有不赚钱的发电业务可期；从资产负债表角度看，公司发电资产受困于重庆地区的高煤价，盈利能力较差，属于无效资产；一旦未来剥离会利好公司。
- 假设此次交易在 2010 年底完成，收购资产 2011 年开始贡献业绩；朝阳燕山湖项目 2011 年中期投产，乌苏热电项目第 2 台机组 2011 年初投产；电力业务 2011 年初剥离给中电投集团；此次增发 18,538 万股。
- 根据上述假设，我们修改九龙电力 2010-2012 年摊薄 EPS 为：0.256 元、0.233 元和 0.344 元，考虑到公司作为中电投集团唯一环保平台的价值和脱硝催化剂的前景，继续建议买入。

图表2：脱硫 BOT 资产盈利预测

序号	项目名称	容量 (MW)	投资概算 (万元)	投产时间	财务内部收 益率	2010年收入 (万元)	2011年收入 (万元)	2012年收入 (万元)
1	平顶山鲁阳发电机组	2,000.00	16,893.00	2010	10.01%	845.49	1690.99	1690.99
2	朝阳燕山湖机组	1,200.00	17,786.00	2011	7.02%	0.00	624.29	1248.58
3	大连甘井子机组	600.00	9,252.00	2010	7.02%	324.75	649.49	649.49
4	乌苏热电厂机组	660.00	9,662.00	2010	15.30%	369.57	1108.71	1478.29
5	黔西电厂机组	1,200.00	28,930.00	2007	6.88%	1990.38	1990.38	1990.38
6	黔北电厂机组	1,200.00	37,020.00	2009	6.88%	2546.98	2546.98	2546.98
7	开封京源机组	1,200.00	22,800.00	2009	10.01%	2282.28	2282.28	2282.28
8	河南平东机组	420.00	13,000.00	2006	10.01%	1301.30	1301.30	1301.30
9	新乡豫新机组	600.00	16,410.00	2006	10.01%	1642.64	1642.64	1642.64
合计		9,080.00	171,753.00		8.97%	11,303.39	13,837.06	14,830.92

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-07-18	买入	9.09	13.87 ~ 13.87

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室