

审慎推荐-A (维持)

九龙电力 600292.SH

目标估值: 11.5 元

当前股价: 9.46 元

2010 年 9 月 20 日

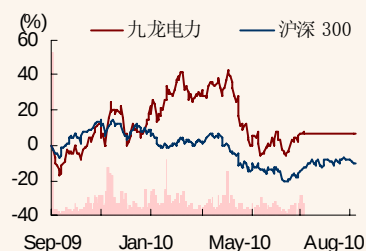
战略转型环保公司，政策支持空间广阔

基础数据

上证综指	2599
总股本 (万股)	33450
已上市流通股 (万股)	33450
总市值 (亿元)	32
流通市值 (亿元)	32
每股净资产 (MRQ)	2.7
ROE (TTM)	6.1
资产负债率	77.4%
主要股东	中国电力投资集团公司
主要股东持股比例	30.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		-18	7
相对表现	3	-6	18



相关报告

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

九龙电力拟向大股东中电投集团定向增发 1.85 亿股, 收购 9 个电厂项目的脱硫资产, 以及相关在建项目的后续投入。收购完成后, 公司将转型为一家科技环保上市公司, 享有国家政策支持, 并依托集团资源优势, 未来成长空间广阔。预计 2010、2011 年每股收益为 0.24、0.32 元, 给予“审慎推荐”投资评级, 目标价 11.5 元。

□ 九龙电力拟向大股东定向增发 A 股股票, 收购集团脱硫资产项目。

- **发行方式。**公司拟采用向特定对象非公开发行方式, 向中电投集团收购资产。
- **发行数量。**本次拟发行股份的数量不超过 1.85 亿股。
- **发行价格。**本次发行股份价格为 9.17 元/股。
- **目标资产。**公司定向增发拟用于收购中电投集团平顶山鲁阳发电等 9 个项目的脱硫资产 (含 4 个在建项目), 以及对上述在建项目的后续投入。
- **交易后股本。**交易完成后, 公司股本总额将由 3.35 亿股增至不超过 5.20 亿股, 中电投集团持有公司的股比由 30.62% 提升至不超过 55.36%, 公司的实际控制权未发生变化。

□ **资产规模快速扩大, 有力避免同业竞争。**本次定向增发涉及 908 万千瓦的脱硫资产, 收购完成后, 公司脱硫机组将由目前的 319 万千瓦快速提升至 1226 万千瓦, 公司资产规模快速扩张, 脱硫资产容量增加 284%。同时, 由于收购标的均为发电机组所配套的脱硫资产, 电厂本身不以目标资产独立开展经营业务, 因此, 本次发行有利于避免与集团间的同业竞争。

□ **战略转型打造环保平台, 未来成长空间广阔。**收购完成后, 公司主营业务发生巨大转变, 环保业务比重大幅提高, 公司由发电与电力环保并举, 快速转型为科技环保上市公司, 成为中电投集团环保产业的平台。未来, 脱硫工程建设、脱硫特许经营、脱硝工程建设及催化剂制造、电厂水务、核废处理等业务将成为公司业绩新的增长点, 为公司将来的发展打开了巨大的成长空间。

表 1、本次定向增发收购资产情况

编号	脱硫资产名称	装机容量 (万千瓦)	机组构成	投资概算 (万元)	投产情况
1	平顶山鲁阳发电	200	2×100	16893	在建
2	朝阳燕山湖	120	2×60	17786	在建
3	大连甘井子	60	2×30	9252	在建
	乌苏热电厂	66	2×33	9662	在建
5	黔西电厂	120	4×30	28930	已投产
6	黔北电厂	120	4×30	37020	已投产
7	开封京源	120	2×60	22800	已投产
8	河南平东	42	2×21	13000	已投产
9	新乡豫新	60	2×30	16410	已投产
合计		908		171753	

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

□ **国家政策支持，环保市场巨大。**公司是我国较早介入脱硫领域的上市公司，其重点发展的电厂脱硫，是国家节能环保产业的六个子行业之一，属于国家重点培育和发展的产业。另外，公司控股的远大环保是我国首批脱硫特许经营的专业脱硫公司之一，目前，国家规定硫电价补贴 1.5 分/千瓦时，按照中电联的预测，2020 年火电装机容量将达到 10 亿千瓦左右，脱硫电价收益总额约 600-750 亿元，假定其中 40% 项目开展脱硫特许经营，市场规模将达到 240-300 亿，公司环保市场未来发展潜力巨大。

□ **依托集团资源优势，提高综合竞争能力。**按照中电投集团的承诺，将在环保项目开发、环保资产并购及特许经营、资本运作等方面，优先交由九龙电力进行开发和运营，全力支持公司做强做大。届时，公司将承担起集团后续脱硫机组建设任务和全部脱硫机组的管理，依托集团的整体优势实现规模的稳步扩张。同时，公司凭借自身的专业优势向外积极拓展相关业务，建立专业的脱硫业务支持系统，综合竞争优势明显提升。

□ **现有资产盈利分析。**我们预测现有资产 2010 年实现净利润 0.81 亿元，折合每股收益 0.24 元；2011 年由于发电量回升等因素影响，公司净利润达到 0.9 元，折合每股收益 0.27 元。

□ **收购资产盈利分析。**本次拟收购的资产为火电机组 908 万千瓦，总资产规模约 17 亿元。当资产净利率在 10% ~ 17% 时，净利润为 0.68 亿元 ~ 1.14 亿元。当项目 ROE 在 10% ~ 20% 时，净利润为 0.52 亿元 ~ 1.03 亿元。我们取 ROE=15% 作为预测中值，净利润 0.77 亿元。

表 2、拟收购资产在不同净利率情况下的净利润

净利率	10%	13%	17%
装机容量（万千瓦）	908	908	908
利用小时（小时）	5000	5000	5000
发电量（亿千瓦时）	454	454	454
度电利润（元/千瓦时）	0.0015	0.0020	0.0025
净利润（亿元）	0.68	0.91	1.14

资料来源：公司公告，招商证券整理

表 3、拟收购资产在不同 ROE 情况下的净利润

ROE	10%	15%	20%
总资产（亿元）	17.18	17.18	17.18
资本金（30%）	5.15	5.15	5.15
净利润（亿元）	0.52	0.77	1.03

资料来源：公司公告，招商证券整理

表 4、收购前后公司的盈利预测变化

	2009	2010		
	重组前	重组前	重组增加	重组后
净利润（亿元）	0.81	0.90	0.77	1.67
股本（亿股）	3.35	3.35	1.85	5.20
每股收益（元/股）	0.24	0.27	0.42	0.32

资料来源：公司公告，招商证券整理

➢ 我们判断重组将在 2011 年完成，对 2010 年业绩无影响，预计 2010 年每股收益为 0.24 元。2011 年重组完成后，新增资产贡献净利润 0.77 亿元，每股收益达到 0.32 元，业绩增厚为 20%。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。