

九龙电力 (600292.sh)

服务领域最为完善的环保企业

谢军 研究员
电话: 020-87555888-663
e-Mail: xj@gf.com.cn

张媛媛 研究助理
电话: 010-68058790
e-Mail: zyy7@gf.com.cn

事件:

九龙电力 (600292.sh) 公布重大资产重组预案: 非公开发行股票 18538 万股, 每股价值 9.17 元, 收购下列公司合法拥有的燃煤发电机组配套的脱硫装置及相关资产 (包括脱硫装置的全部设施、设备及相关资料等) 及对上述项目中在建项目的后续投入。

点评:

● 本次拟收购中电投旗下 9 个燃煤机组脱硫资产, 其中 4 个为在建项目

图1: 本次收购的9个燃煤发电机组配套脱硫装置情况

序 号	名称	容量 (万 KW)	投资概算 (万元)	单位 KW 投资	设计施工 方
1	平顶山鲁阳发电 2*1000MW 机组脱硫资产 (2010 年投产)	200	16893	84.47	远达环保
2	朝阳燕山湖 2*600MW 机组脱硫资产 (2011 年投产)	120	17786	148.22	远达环保
3	大连甘井子 2*300MW 机组脱硫资产 (2010 年投产)	60	9252	154.20	远达环保
4	乌苏热电厂 2*330MW 机组脱硫资产 (1#机 2010 年投产)	66	9662	146.39	远达环保
5	黔西电厂 4*300MW 机组脱硫资产	120	28930	241.08	贵州星云
6	黔北电厂 4*300MW 机组脱硫资产	120	37020	308.50	贵州星云
7	开封京源 2*600MW 机组脱硫资产	120	22800	190.00	北京博奇
8	河南平东 2*210MW 机组脱硫资产	42	13000	309.52	远达环保
9	新乡豫新 2*300MW 机组脱硫资产	60	16410	273.50	远达环保
合计		908	171753	189.16	

数据来源: 公司公告

目前除前 4 台资产在建以外, 剩余 5 台均已开始运营。从我们测算的结果可以看到, 新建的前四台脱硫装置单位千瓦投资明显低于此前已经投运的发电脱硫装置的单位千瓦投资。

● 拟收购项目经过甄选，盈利能力较好

图2：9个燃煤发电脱硫装置内部收益率及投资回收期

序号	项目名称	财务内部收益率	投资回收期（年）
一	河南区域(平顶山鲁阳发电 2*1000MW 机组、 河南平东 2*210MW 机组、新乡豫新 2*300MW 机组、开封京源 2*600MW 机组)	10.01%	9.42
二	新疆自治区（乌苏热电厂 2*330MW 机组）	15.30%	7.12
三	东北区域（包括朝阳燕山湖 2*600MW 机组、 大连甘井子 2*300MW 机组）	7.02%	11.44
四	贵州区域（黔西电厂 4*300MW 机组、黔北 电厂 4*300MW 机组）	6.88%	11.56
合计		8.97%	10.05

数据来源：公司公告

2007 年 6 月，国家发改委会同国家环保总局印发了《关于开展烟气脱硫特许经营试点工作的通知》和《火电厂烟气脱硫特许经营试点工作方案》。《方案》要求在现有经济政策框架下开展特许经营试点工作。国家规定的脱硫电价和相关优惠政策原则上由脱硫公司全额享受。脱硫设施用地由发电企业无偿提供。脱硫副产品产生的经济效益由公司全额享受。与脱硫设施运行相关的水、电、汽等按厂用价格结算。

此次注入上市公司的九台燃煤机组脱硫资产分布在河南、新疆、东北与贵州区域，据我们了解，甄选原则基本能保证 ROE 为 6%。根据预案内容：非公开发行股票 18538 万股，每股价值 9.17 元，由于 9 个脱硫装置均无负债，匡算得到脱硫 BOT 业务每年可实现净利润 1 亿元左右。

● 打造纯粹环保上市平台

预案中，大股东中电投同意在具备条件时，通过适当的方式，逐步收购九龙电力非环保资产（电力+燃料），尽快将九龙电力打造成一家以环保为主业的上市公司。

图3：公司参控股公司一览

公司全称	持股比例	从属关系	经营范围
中电投远达环保工程	66.44%	九龙电力子公司	环保工程
重庆英康九龙智能控制技术	72.78%	九龙电力子公司	智能设备工程
重庆白鹤电力	60%	九龙电力子公司	火力发电
重庆九龙电力燃料	90%	九龙电力子公司	燃料购销
重庆远达水务	62.77%	远达环保子公司	水处理系统工程
上海远达环保	100%	远达环保子公司	电厂脱硫总承包
北京远达新天地科技	100%	远达环保子公司	技术服务
重庆远达催化剂制造	100%	远达环保子公司	催化剂生产及销售
南阳远达环保	60%	远达环保子公司	火电厂节能减排项目运营
江西远达环保	97.11%	远达环保子公司	火电厂节能减排项目运营

数据来源：公司公告

远达环保成立于 1999 年，业务领域覆盖了电厂脱硫工程建设和特许经营、脱硝工程建设和催化剂制造、电厂水务和核电厂废物处理。

截止 2009 年底，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 6000 万千瓦，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 319 万千瓦；建成了 10000M³/年产能的脱硝催化剂生产线。

本次发行后，公司脱硫机组将由目前的 319 万千瓦，增加到 1226 万千瓦，机组容量大幅增加，公司将逐步转型为科技环保上市公司，并作为中电投集团的环保产业平台。

● 大股东扶持力度持续加大

预案中大股东中电投承诺：本公司及其下属企业里具备条件的脱硫资产，已经建成的，逐步注入九龙电力上市公司；在建和未来拟建的，由九龙电力投资并开展特许经营。本公司及其下属企业里不具备条件的脱硫资产，委托九龙电力管理运营。

由于公司业务领域已覆盖了电厂脱硫工程建设和特许经营、脱硝工程建设和催化剂制造、电厂水务和核电厂废物处理。目前大股东中电投拥有可控装机 6000 万千瓦，共有燃煤机组 72 台。除了传统的脱硫脱硝业务之外，未来公司有望在大股东的支持下，在电厂水务和核废料处理方面有良好表现。

● 服务领域最为完善的环保企业

公司摇身一变成为一个提供脱硫 EPC+BOT、脱硝 EPC+催化剂生产、核废料处理、工业水处理以及核废处置场的环境服务商，覆盖大气、工业水处理和危险废弃物等多个领域，成为 A 股市场上服务领域最完善的环保企业。

● 盈利预测与投资评级

图4：盈利预测变化情况

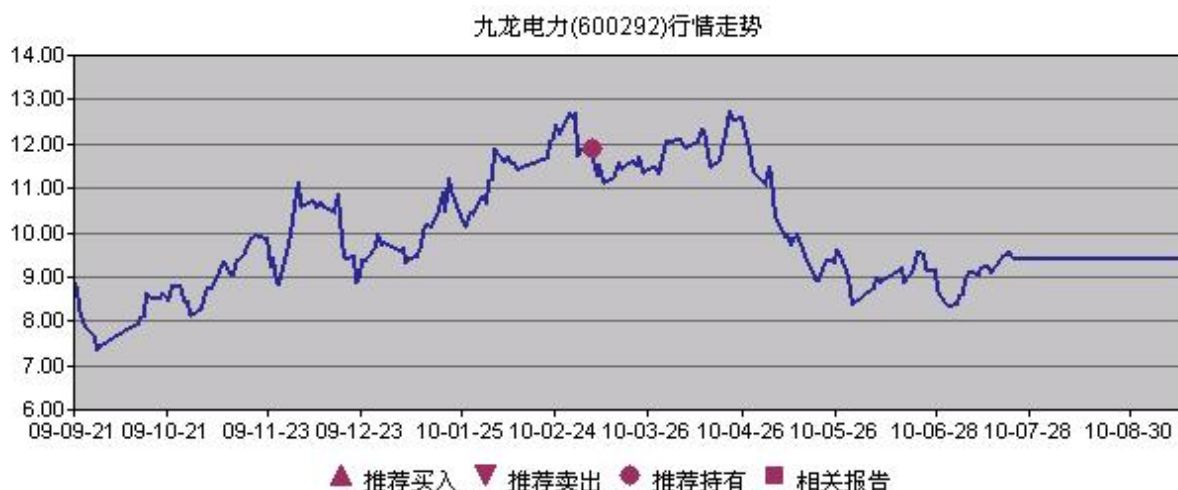
	2010年		2011年	
	重组前	重组前	重组后	
净利润（亿元）	0.89	1.08	2.08	
股本（亿股）	3.35	3.35	5.20	
每股收益（元/股）	0.27	0.32	0.40	

数据来源：公司公告

2011 年 EPS 摊薄后为 0.4 元，增厚 25%，给予公司 2011 年 30 倍 PE，目标价 12 元。

● 风险提示

在建脱硫装置进度低于预期；脱硝催化剂价格降低以及钛白粉成本上升带来的影响；脱硝政策未发布对脱硝 EPC 业务的影响。



相关研究报告

九龙电力（600292.sh）_公司调研简报

张媛媛

2010-03-08

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。