

公用事业（环保）

推荐（首次）

曾凡

S1060210080002
0755-22625952
zengfan323@pingan.com.cn

王凡

S1060209110191
0755-22624183
wangfan007@pingan.com.cn

九龙电力（600292）

核电与脱硝双轮驱动

事项：

3 月 17 日我们调研了九龙电力，与公司进行了交流。

平安观点：

九龙电力是以火电、脱硫脱硝为主业的上市公司。作为中电投旗下的环保产业平台，脱硫脱硝工程、脱硝催化剂、脱硫 BOT 是公司的三大支柱产业；去年 10 月控股子公司远达环保承担海阳核电站离堆废物处理业务的公告宣布公司正式进入核电废弃物处理领域。

■ 核电业务：日本核事故不改长期发展趋势

海阳订单不受“核刹车”影响。国务院常务会议要求暂停审批新上核电项目。海阳核电站不属于通知中所提到的“审批中或开展前期工作”的项目，不受“核刹车”的影响。

中期内核安全的补课可能影响公司核废料处置业务的开展。常务会议要求在核安全规划出台前停止核电站审批，将放缓核电站建设的节奏，从而对公司核废料业务带来负面影响。

长期内核电有望健康发展。公司认为，本次核事故将长期内刺激核电技术更新换代，开启核电厂长期健康发展的空间。核废料安全处理作为核安全的重要一环，未来有望加大投资。从行业属性来看，该细分行业属于天然的垄断竞争行业，公司核废料业务有望获得长足发展。

公司主要定位于核废料处理，并未涉及核事故处理及核安全领域。核事故处理、核安全市场仍未放开，即使国家加强了对核事故处理的投资力度，对公司未来的业务和业绩也基本不产生影响。

■ 脱硝催化剂：产业链延伸是关键

催化剂 2011 年将至少释放 2.5 万立方米的需求。目前全国已有江苏、广东两省出台脱硝政策预案。按这两个预案计算，2011 年将至少有 3000 万千瓦火电机组开始脱硝工程招标，催生 2.5 万立方米催化剂市场。假定全国 6 亿千瓦的火电机组 5 年内完成脱硝改造，每年市场容量在 10-12 万立方米左右。

较低的进入门槛导致脱硝催化剂竞争加剧。在调研中我们了解到，公司产能已达 1 万立方米。脱硝催化剂总体门槛较低，目前已供过于求。我们认为，尽管市场普遍预期脱硝市场的快速释放可能导致催化剂短缺，但前几年催化剂的扩产速度已

证明其不能持续太久。

技术工艺是长期内维持毛利率的关键。避免竞争加剧的主要途径主要有改进工艺和沿升产业链二途。前者降低对原材料钛白粉纯度的要求，从而降低对进口钛白粉的依赖；后者直接实现高纯度钛白粉的国产化以降低成本。公司正在这两个方面分别作尝试。我们认为沿升产业链是短期内较为可行的方式。

- 给予“推荐”评级。预计公司今明两年实现每股收益 0.25 元、0.48 元，首次给予“推荐”评级。

图表1 广东省脱硝建设进度预计

年份	脱硝机组数量	脱硝装机容量（万 KW）	催化剂需求（立方米）
2012	20	982	8183
2013	18	891	7425
2014	21	433.5	3613

资料来源：广东省《关于印发广东省火电厂降氮脱硝工程实施方案的通知》

图表2 江苏省脱硝建设进度预计

年份	脱硝装机容量（万 kw）	催化剂需求（立方米）
2012	2200	18333
2013	2200	18333

资料来源：江苏省《关于加强燃煤机组烟气脱硝设施建设和运行监督管理的通知》

注：江苏省《通知》未找到具体文件，因此上表为根据脱硝经验预计数

图表3 2008年中电投火电装机占全国之比

	火电装机容量	火电装机台数	占当年火电装机之比
中国华能集团公司	7955.1	276	13.20%
中国大唐集团公司	6661.1	236	11.10%
中国国电集团公司	6267	247	10.40%
中国华电集团公司	5994.1	221	10.00%
中国电力投资集团公司	3528.3	155	5.90%

资料来源：平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	2058.7	1828.7	1671.8	2446.7	营业收入	2781.9	3255.5	2636.9	4327.8
现金	890.7	418.0	541.1	684.2	营业成本	2517.5	2988.6	2233.7	3653.4
应收账款	684.9	649.0	525.7	862.7	营业税金及附加	16.2	13.0	19.8	29.7
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业费用	14.7	21.5	17.5	28.6
预付账款	112.4	196.2	146.7	239.9	管理费用	89.1	100.1	112.1	184.0
存货	272.3	424.2	317.1	518.6	财务费用	116.2	117.6	112.7	113.5
其他流动资产	98.3	141.3	141.3	141.3	资产减值损失	-0.5	-3.3	-6.2	16.9
非流动资产	3264.6	3324.3	3323.9	3402.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	442.4	484.0	486.3	488.5	投资净收益	47.8	29.6	24.2	24.3
固定资产	2360.6	2521.4	2515.1	2516.8	营业利润	76.3	47.5	171.6	326.0
无形资产	97.9	91.2	125.3	133.2	营业外收入	16.1	14.0	14.0	0.0
其他非流动资产	363.7	227.7	197.1	264.1	营业外支出	4.7	1.5	1.6	1.9
资产总计	5323.3	5152.9	4995.7	5849.3	利润总额	87.7	60.0	184.0	324.1
流动负债	2423.1	2313.5	2008.3	2602.4	所得税	10.0	11.4	27.6	48.6
短期借款	362.0	485.0	500.0	475.0	净利润	77.6	48.6	156.4	275.5
应付账款	1798.2	1189.6	889.1	1454.2	少数股东损益	26.0	22.4	72.0	115.2
其他流动负债	162.0	513.5	513.5	513.5	归属母公司净利润	51.7	26.2	84.4	160.3
非流动负债	1755.2	1621.9	1621.9	1621.9	EBITDA	146.8	136.3	258.9	437.3
长期借款	1669.4	1510.8	1510.8	1510.8	EPS (元)	-0.39	0.15	0.25	0.48
其他非流动负债	46.2	54.2	54.2	54.2	主要财务比率				
负债合计	4178.3	3935.4	3630.2	4224.4	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
少数股东 权益	260.7	289.7	361.7	476.9	成长能力				
股本	334.5	334.5	334.5	334.5	营业收入	26.6%	17.0%	-19.0%	64.1%
资本公积	477.0	494.3	494.3	494.3	营业利润	-146.0%	-37.7%	261.0%	90.0%
留存收益	72.8	99.0	175.0	319.2	归属母公司股东权益	17.2%	4.9%	8.2%	14.4%
归属母公司股东权益	884.3	927.8	1003.8	1148.0	获利能力				
负债和股东权益	5323.3	5152.9	4995.7	5849.3	毛利率(%)	9.5%	8.2%	15.3%	15.6%
现金流量表					净利率(%)	2.8%	1.5%	5.9%	6.4%
单位:百万元					ROE(%)	8.8%	5.2%	15.6%	24.0%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	ROIC(%)	2.7%	1.7%	5.2%	8.8%
经营活动现金流	1275.2	-482.8	243.3	357.2	偿债能力				
净利润	77.6	48.6	156.4	275.5	资产负债率(%)	78.5%	76.4%	72.7%	72.2%
折旧摊销	2.4	4.1	5.0	5.3	净负债比率(%)	279.8%	280.4%	220.1%	209.3%
财务费用	0.4	0.1	112.7	113.5	流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
投资损失	0.39	-0.05	-24.2	-24.34	速动比率	0.7	0.5	0.6	0.6
营运资金变动	-13.5	51.8	-493.1	1049.4	营运能力				
其他经营现金流	1204.3	-526.5	39.7	-16.9	总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.7
投资活动现金流	-447.5	-178.0	-14.0	-59.6	应收账款周转率	4.1	5.0	5.0	5.0
资本支出	-385.0	-192.7	-36.0	-81.7	应付账款周转率	1.5	2.7	3.0	3.0
长期投资	-79.1	-22.0	-2.3	-2.3	每股指标(元)				
其他投资现金流	16.6	36.6	24.2	24.3	每股收益	0.15	0.08	0.25	0.48
筹资活动现金流	-141.8	193.1	-106.1	-154.5	每股经营现金流	3.81	-1.44	0.73	1.07
短期借款	87.0	123.0	15.0	-25.0	每股净资产	2.64	2.77	3.00	3.43
长期借款	1669.4	1510.8	1510.8	1510.8	估值比率				
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	126.4	249.2	77.4	40.8
资本公积增加	-1757.4	-1325.8	-1510.8	-1510.8	P/B	7.4	7.0	6.5	5.7
其他筹资现金流	-140.8	-114.9	-121.1	-129.5	EV/EBITDA	167.7	61.1	31.6	18.5
现金净增加额	685.8	-467.7	123.2	143.1					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257