

2011 年 04 月 01 日



公司研究

新股研究

建议询价区间: 47.40-51.35 元

技术领先和特许经营保障公司未来高成长

——国电清新(002573)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预测公司 2010-2012 年的净利润分别为 1.17/2.73/3.44 亿元, 对应摊薄后 EPS 为 0.79/1.84/2.32 元。公司主营业务为燃煤电厂烟气脱硫装置的建造和运营, A 股市场上和公司业务类似的公司有 3 家, 这 3 家公司 2011 年预测市盈率为 37 倍; 2011-2012 年公司利润增长来自于新收购的特许经营项目, 2012-2013 年的利润增长则是来自于新上马的神华胜利电厂干法脱硫项目, 业绩高速增长可期; 预计 2011-2013 年净利润复合增长率为 74%, 对应其高成长性, 采用动态估值 PEG 更为合理, 合理 PE 区间应以 74 倍左右, 同时略高于同行 2011 年动态 PE 估值水平。我们给予公司 2011 年 60-65 倍市盈率, 对应询价区间为 47.40-51.35 元。

主要依据:

(1) 坚守技术领先。公司积极进行技术储备。其目前所掌握的活性焦干法脱硫技术也就是在 2007 年开始涉猎, 并通过 2008 年从德国 WKV 公司引进之后, 进行持续优化。2008 年公司中标神华胜利电厂 2 台 66 万千瓦机组活性焦干法脱硫项目, 标志着公司在转型特许经营成功的同时, 新技术应用领域的突破。截至 2011 年 2 月底, 公司已经拥有 9 项专利, 包括 3 项湿法脱硫技术, 以及 6 项干法脱硫技术。另外, 公司还有 2 项活性焦干法技术、3 项褐煤制焦技术正在申请中。

(2) 特许经营与干法脱硫业务打开新局面。特许经营与干法脱硫业务打开新局面。国电清新 2001 年成立以来一直专注于国内火电烟气处理行业。2003 年, 公司自主研发的旋汇耦合脱硫技术, 凭借低能耗、高脱硫效率、低投资成本等优点, 在国内脱硫市场迅速占据一席之地。

基础数据

总股本(万股)	11000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	11.20
每股净资产(元)	3.33
建议询价区间(元)	47.40-51.35

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E	研究员: 鲁儒敏
主营业务收入(百万)	320	467	1002	1198	电话: 010-84183246
同比增速(%)	-3%	45%	114%	19%	Email: lurumin@guodu.com
净利润(百万)	65	117	273	344	执业证书编号: S0940511030002
同比增速(%)	116%	80%	132%	25%	联系人: 周红军
EPS(元)	0.59	0.79	1.84	2.32	电话: 010-84183380
					Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	北京国电清新环保技术股份有限公司
公司简称	国电清新
发行地	深圳
发行日期	2011 年 4 月 11 日
申购代码	002573
发行股数（万股）	3800
发行方式	网下询价, 上网定价
发行后总股本（万股）	14800
每股盈利（2010 年）	0.59
发行后全面摊薄每股收益（2010 年）	0.44
发行前每股净资产（元）	3.33

数据来源：招股意向书、国都证券研究所

2、公司基本情况

公司主营业务为燃煤电厂烟气脱硫装置的建造和运营。烟气脱硫装置的建造是指烟气脱硫装置的研发、系统设计、设备和原材料采购、设备安装、系统调试和技术服务；烟气脱硫装置的运营是指公司购买或投资新建、运营具有财产所有权的脱硫设施获取脱硫运营收益。

3、公司竞争优势

（1）坚守技术领先

公司积极进行技术储备。其目前所掌握的活性焦干法脱硫技术也就是在 2007 年开始涉猎，并通过 2008 年从德国 WKV 公司引进之后，进行持续优化。2008 年公司中标神华胜利电厂 2 台 66 万千瓦机组活性焦干法脱硫项目，标志着公司在转型特许经营成功的同时，新技术应用领域的突破。

无论是在 2003 年的湿法脱硫技术研发，还是在 2008 年的干法脱硫技术的引进及优化创新上，都能看到国电清新人对于构筑自身技术优势的不懈追求。截至 2011 年 2 月底，公司已经拥有 9 项专利，包括 3 项湿法脱硫技术，以及 6 项干法脱硫技术。另外，公司还有 2 项活性焦干法技术、3 项褐煤制焦技术正在申请中。

尤其值得一提的是公司所掌握的活性焦干法脱硫技术，主要由吸附、解析和硫回收等子系统组成。目前国内外比较成熟的活性焦工艺主要有 MET-Mitsui-BF 工艺、CSCR 工艺、YJJ 工艺、PAFP 工艺。现有活性焦脱硫脱氮技术难点在于如何提高烟气处理容量，降低活性焦制备成本，增加硫资源回收价值等问题。

而国电清新通过自主研发在这几方面都取得重大突破，一是根据神华胜利电厂所处的内蒙地区褐煤分布较广的特点，因地制宜，攻克褐煤制焦的难点，从而大幅降低制备活性焦的成本；二是考虑当地具有大量萤石资源，结合活性焦解析后所得到的浓硫酸，可以制得氢氟酸这一优良的溶剂，使得脱硫副产物的经济性大幅提升。

另一方面，国电清新作为首批入选国内脱硫特许经营试点的公司，与同行相比，无论是脱硫装置的运行状况，还是取得的经济效益都相当突出（净利润率超出行业平均 5-10 个百分点）。在日前中电联对托克托特许经营的后评估中，凭借其高投运率、高脱硫效率等多项指标优良，获得专家组的一致认可。

而公司之所以能取得如此成绩，一则得益于其自主研发的旋汇耦合技术，其在同等脱硫效率的情况下，单位电耗与物耗等各项指标上均优于行业平均 10%-20%；二则公司通过精细化管理，自创远程监督系统，确保托克托电厂任何细小问题能得到专家的第一时间解决。

通过本次发行上市之后，公司的自有资金实力大幅提升。凭借其自有技术和资金优势，必将在未来新的特许经营招标中，占有更有利的竞争地位。

（2）特许经营与干法脱硫业务打开新局面

特许经营与干法脱硫业务打开新局面。国电清新 2001 年成立以来一直专注于国内火电烟气处理行业。2003 年，公司自主研发的旋汇耦合脱硫技术，凭借低能耗、高脱硫效率、低投资成本等优点，在国内脱硫市场迅速占据一席之地。

2006 年后，火电脱硫行业竞争加剧，刻意低价、粗制滥造的环境，显然有悖于公司所奉行的“优质优价”原则。从 2006 年开始公司有意调整业务重心，适逢 2007 年国内推出特许经营试点，公司积极参与，并作为综合排名第 5 名入围。为了使有限的资金能够用到最有价值的地方，公司在 2008 年开展特许经营业务，收购托克托电厂脱硫装置的同时，毅然压缩原有的湿法脱硫工程承接项目规模。事后证明，虽然公司 2009-2010 年收入的绝对金额是减少了，但综合盈利水平却明显提升。

公司新中标大唐国际合计 796 万千瓦的脱硫机组项目包，是其现有特许经营规模的 1.5 倍。同时，公司已中标神华胜利电厂 8 亿元的干法脱硫项目，随着 2011 年国家能源局全面启动锡盟煤电基地开发，将有望在未来 2-3 年逐步实施。公司未来 3 年业绩持续高增长较有保障。

4、募集资金投向

公司本次拟发行不超过 3,800 万股人民币普通股 A 股，募集资金全部用于托克托电厂 6 台（1#-6#）600MW 燃煤发电机组烟气脱硫特许经营项目，项目所需资金总额 74,709.23 万元，其中 72,988.33 万元用于购买实施特许经营所需的托克托电厂 1#-6#机组烟气脱硫装置及相关资产，1,720.90 万元作为配套流动资金。

5、盈利预测

表 3：盈利预测表

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	550	331	321	467	1002	1198
减：营业成本	374	229	181	248	541	635
营业税金及附加	9	4	4	6	14	16
营业费用	14	9	5	10	22	26
管理费用	53	36	32	51	110	132
财务费用	8	33	41	13	-6	-16
资产减值损失	-1	-5	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	93	25	58	138	321	405
加：其他非经营损益	-1	2	1	0	0	0

利润总额	92	27	59	138	321	405
减：所得税	12	-3	-6	21	48	61
净利润	80	30	65	117	273	344
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	80	30	65	117	273	344
每股收益 (EPS)	0.73	0.27	0.59	0.79	1.84	2.32

数据来源：招股意向书、国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

我们预测公司 2010-2012 年的净利润分别为 1.17/2.73/3.44 亿元，对应摊薄后 EPS 为 0.79/1.84/2.32 元。公司主营业务为燃煤电厂烟气脱硫装置的建造和运营，A 股市场上和公司业务类似的公司有 3 家，这 3 家公司 2011 年预测市盈率为 37 倍；2011-2012 年公司利润增长来自于新收购的特许经营项目，2012-2013 年的利润增长则是来自于新上马的神华胜利电厂干法脱硫项目，业绩高速增长可期；预计 2011-2013 年净利润复合增长率为 74%，对应其高成长性，采用动态估值 PEG 更为合理，合理 PE 区间应以 74 倍左右，同时略高于同行 2011 年动态 PE 估值水平。我们给予公司 2011 年 60-65 倍市盈率，对应询价区间为 47.40-51.35 元。

表 4：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
300187.SZ	永清环保	46.34	0.64	1.20	1.91	74	40	25
600388.SH	龙净环保	29.77	1.26	1.38	1.60	23	21	18
600292.SH	九龙电力	16.58	0.18	0.33	0.47	91	50	36
平均值						63	37	26

数据来源：Wind 资讯

7、风险提示

(1) 项目进程低于预期。公司未来两年业绩增长取决于其新中标大唐特许经营项目收购进展、以及神华胜利电厂的开工进度，存在较大不确定性。

(2) 同业竞争加剧风险。公司所拥有的干法脱硫技术领域未来不排除还会有新技术的出现，从而对公司在干法脱硫市场形成威胁。

(3) 募集资金投向风险。公司除了归还银行贷款外，本次募集资金超额部分的投向待定，不排除可能会存在投资风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			