

九龙电力 (600292.SH) 电力、煤气及水等公用事业

业绩低于预期，关注后续资产注入

公司研究简报

◆事件:

公司公布中期报告: 2011年上半年公司实现营业收入 18.52 亿元, 同比增长 14.38%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 343 万元, 同比下降 86.6%, 基本每股收益 0.01 元, 业绩低于市场预期。

◆电煤成本上升导致业绩大幅下滑:

2011年上半年公司累计售电量 23.46 亿千瓦时, 同比增长 24.87%。电量增长使公司收入同比增加 4945 万元, 电价调整使收入增加 4175 万元。但由于公司外购煤量增多、煤价上涨, 致使燃煤成本同比增加 12429 万元, 发电业务毛利率下滑 5.86 个百分点。

◆环保业务增长迅速:

2011年上半年公司控股的远达环保实现营业收入 50764 万元, 利润总额 1373 万元 (若不考虑报告期内远达承担的国债专项资金占用费 1500 万元, 利润总额为 2873.20 万元)。远达上半年中标金额 83700 万元, 同比增长 150%, 签订合同 7 个, 完成了 8 个项目 9 台脱硫脱硝装置的 168 小时试运行; 其全资子公司远达催化剂公司 SCR 脱硝催化剂销售 2263 立方米, 同比增长 63.98%。作为最早进入脱硝催化剂生产领域的公司, 脱硝催化剂业务是公司未来增长的主要驱动力之一。

◆后续脱硫资产注入可期:

公司大股东中电投集团承诺: 集团内具备条件的脱硫资产, 已经建成的, 将逐步注入九龙电力; 在建和未来拟建的, 由九龙电力投资并开展特许经营; 不具备注入条件的脱硫资产, 将委托九龙电力管理运营。目前第一批脱硫资产已部分交割。第二批脱硫资产随时有可能展开。

◆盈利预测和投资评级:

我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.15 元、0.38 元、0.49 元。目前股价对应的 PE 为 85、36 倍。但考虑到公司未来几年, 将有资产注入、电厂剥离、受益于脱硝政策出台、核废料处置等主题投资机会, 给予公司“增持”评级。

◆风险提示:

资产注入的时间存在很大不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,782	3,255	3,760	4,331	4,707
营业收入增长率	26.56%	17.02%	15.48%	15.19%	8.69%
净利润 (百万元)	52	26	82	193	250
净利润增长率	-139.40%	-49.27%	211.81%	136.17%	29.65%
EPS (元)	0.10	0.05	0.16	0.38	0.49
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.85%	2.83%	3.10%	6.83%	8.33%
P/E	135	265	85	36	28

增持 (维持)

当前价/目标价: 13.60/16.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

崔玉芹 (执业证书编号: S0930510120016)
021-22169159
cuiyq@ebsec.com

联系人

市场数据

总股本(亿股): 5.12
总市值(亿元): 69.61
一年最低/最高(元): 9.46/22.48
近 3 月换手率: 37.23%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.71	-7.00	43.17
绝对	-14.62	-15.84	43.76

相关研报

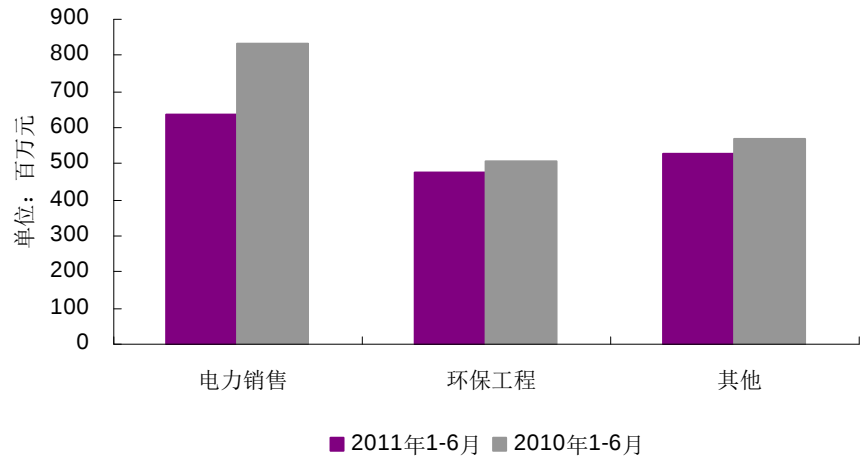
转型中 等待政策出台

..... 2011-01-29

九龙电力 2011 年中报分析

2011 年 1-6 月份，公司营业收入同比增长 14.38%，其中电力销售收入同比增长 31%，环保工程收入同比增长 7%。预计随着国家节能环保政策的陆续出台，公司环保业务的增长将加速。

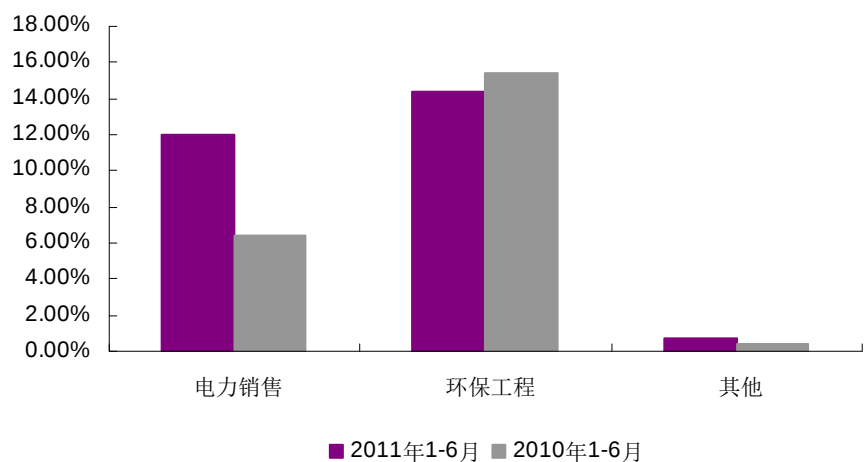
图 1：九龙电力分业务收入



数据来源：公司公告 光大证券

公司毛利率下滑：2011 年 1-6 月份，由于电煤供应紧张，外购煤量增加使煤炭价格增幅加大，致使燃煤成本增加幅度超过收入增加，发电业务毛利下降 5.86 个百分点。公司环保工程业务毛利略有增加。总体上，公司毛利率下滑 1.73 个百分点

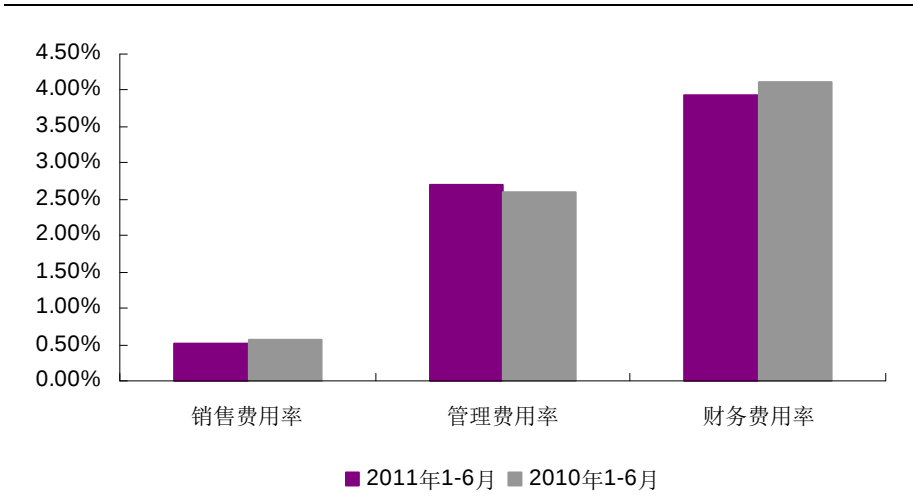
图 2：公司分业务毛利率



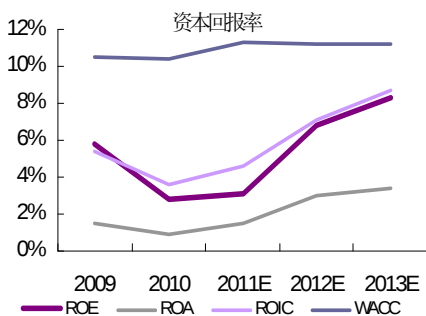
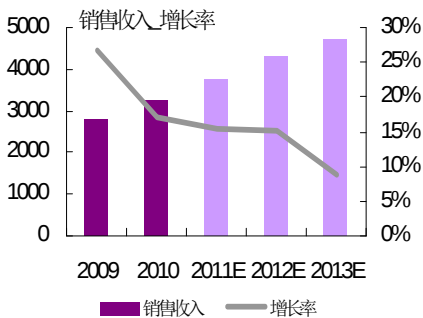
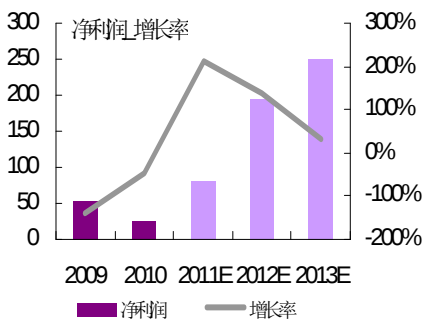
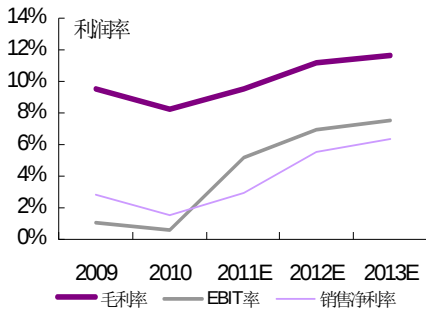
数据来源：公司公告 光大证券

三项费用率基本维持稳定。2011 年 1-6 月份，公司三项费用率为 7.27%，处于较低水平。虽然财务费用率小幅增加 0.19 个百分点，但管理费用率下降 0.15 个百分点，基本抵消了财务费用率的上升。

图 3：公司的三项费用率



数据来源：公司公告 光大证券



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,782	3,255	3,760	4,331	4,707
营业成本	2,517	2,989	3,402	3,849	4,158
折旧和摊销	177	182	296	357	388
营业税费	16	13	15	17	19
销售费用	15	22	21	24	26
管理费用	89	100	113	130	141
财务费用	116	118	102	79	83
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	48	30	22	39	50
营业利润	76	48	115	259	322
利润总额	88	60	128	273	338
少数股东损益	26	22	31	49	49
归属母公司净利润	51.69	26.22	81.77	193.12	250.38

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	5,323	5,153	7,420	8,139	8,787
流动资产	2,059	1,829	2,833	3,605	4,337
货币资金	891	418	960	1,463	2,017
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	685	649	1,237	1,425	1,549
应收票据	63	105	75	87	94
其他应收款	34	34	49	52	52
存货	272	424	340	385	416
可供出售投资	118	138	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	324	346	348	352	357
固定资产	2,361	2,521	3,404	3,821	3,670
无形资产	98	91	87	82	78
总负债	4,178	3,935	4,464	4,941	5,362
无息负债	2,028	1,682	2,953	3,270	3,511
有息负债	2,150	2,254	1,511	1,671	1,851
股东权益	1,145	1,217	2,957	3,199	3,425
股本	335	335	512	512	512
公积金	477	494	1,952	1,971	1,996
未分配利润	73	99	173	346	499
少数股东权益	261	290	321	369	418

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,275	-483	1,315	686	784
净利润	52	26	82	193	250
折旧摊销	177	182	296	357	388
净营运资金增加	-390	685	-751	38	-7
其他	1,436	-1,377	1,688	98	153
投资活动产生现金流	-448	-178	-1,554	-265	-255
净资本支出	385	193	1,712	300	300
长期投资变化	324	346	-2	-4	-5
其他资产变化	-1,157	-716	-3,264	-561	-550
融资活动现金流	-142	193	781	81	25
股本变化	0	0	177	0	0
债务净变化	457	103	-743	160	180
无息负债变化	384	-346	1,271	317	241
净现金流	686	-468	542	502	554

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.56%	17.02%	15.48%	15.19%	8.69%
净利润增长率	-139.40%	-49.27%	211.81%	136.17%	29.65%
EBITDA 增长率	409.83%	-2.69%	54.62%	33.43%	13.38%
EBIT 增长率	-116.79%	-37.31%	44.12%	52.98%	18.80%
估值指标					
PE	135	265	85	36	28
PB	8	8	3	2	2
EV/EBITDA	20	22	17	13	11
EV/EBIT	44	51	43	27	22
EV/NOPLAT	49	64	49	31	25
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	9.51%	8.20%	9.50%	11.13%	11.66%
EBITDA 率	7.40%	6.15%	13.07%	15.14%	15.79%
EBIT 率	1.03%	0.55%	5.19%	6.90%	7.54%
税前净利润率	3.15%	1.84%	3.40%	6.30%	7.18%
税后净利润率 (归属母公	1.86%	0.81%	2.18%	4.46%	5.32%
ROA	1.46%	0.94%	1.52%	2.97%	3.41%
ROE (归属母公司) (摊	5.85%	2.83%	3.10%	6.83%	8.33%
经营性 ROIC	5.39%	3.59%	4.63%	7.15%	8.71%
偿债能力					
流动比率	0.85	0.79	0.99	1.14	1.27
速动比率	0.74	0.61	0.87	1.01	1.15
归属母公司权益/有息债务	0.41	0.41	1.74	1.69	1.62
有形资产/有息债务	2.40	2.22	4.84	4.81	4.69
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.10	0.05	0.16	0.38	0.49
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.14	0.18
每股经营现金流	2.49	-0.94	2.57	1.34	1.53
每股自由现金流(FCFF)	0.60	-1.15	-0.94	0.58	0.82
每股净资产	1.73	1.81	5.15	5.53	5.87
每股销售收入	5.43	6.36	7.34	8.46	9.20

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

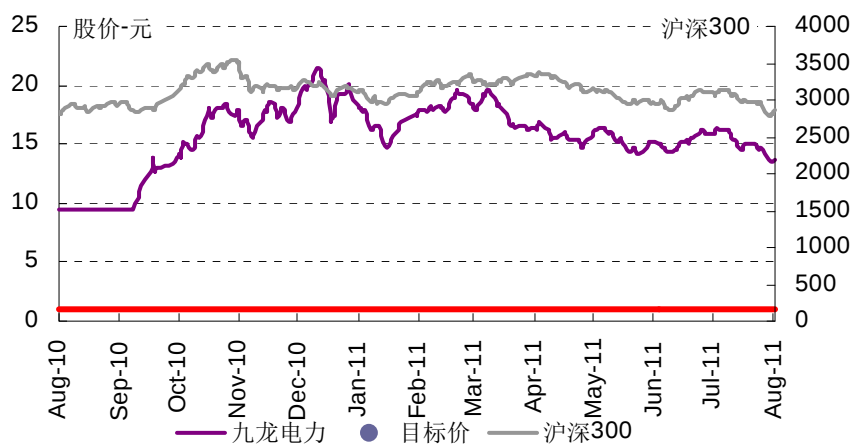
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任公用事业行业分析师。

投资建议历史表现图

九龙电力（600292）



日期	股价	目标	评级
2010-02-03	10.65	12.90	增持
2010-03-26	11.36	12.90	增持
2010-09-20	9.46	12.00	增持
2010-11-01	17.98	20.00	增持
2011-01-29	15.76	20.00	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com