

强烈推荐-A (维持)

国电清新 002573.SZ

目标估值: 47-52.20 元

当前股价: 40.68 元

2011 年 9 月 6 日

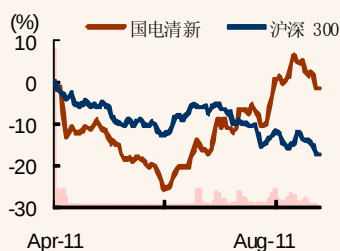
新技术实现突破, 分享脱硝新市场

基础数据

上证综指	2471
总股本 (万股)	14800
已上市流通股 (万股)	3800
总市值 (亿元)	60
流通市值 (亿元)	15
每股净资产 (MRQ)	13.5
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	25.6%
主要股东	北京世纪地和科技有
主要股东持股比例	50.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-10	-10
相对表现	11	7	-4



相关报告

- 1、《国电清新(002573)-拥有确定高成长性的脱硫领先企业》2011/7/19
- 2、《国电清新(002573)-业绩增长符合预期, 后续成长空间广阔》2011/8/21

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

事件:

9月5日, 国电清新公司收到北京国电工程招标有限公司发来的预中标通知书, 通知公司确定为重庆石柱发电厂新建工程 2×35 万千瓦超临界机组脱硫(有机催化集成净化 BOT 承包模式)预中标。

- **项目范围:** 重庆石柱发电厂新建工程配套同步建设脱硫和脱硝装置, 其建设及运营采用 BOT 模式。公司中标后按照国家相应规定享受脱硫电价补贴及副产品收益。国家脱硝电价补贴政策出台后, 双方另行协商。
- **项目进度:** 项目计划 2011 年底开工, 2012 年 12 月#1 机投运, 2013 年 1 月#2 机投运(如有变动顺延)。
- **经营期限:** 特许经营期限与机组同寿命。
- **技术方案:** 公司采用有机催化集成净化(脱硫、脱硝、脱汞)技术方案。公司方案和设施需具备脱硫和脱硝同时满足达标排放的功能。
- **项目投资:** 经初步测算, 约 2.5 亿元人民币。

评论:

1、新技术实现突破, 成为公司发展的又一支柱

公司此次新项目拟使用的有机催化集成净化(脱硫、脱硝、脱汞)技术, 是公司取得以色列 Lextran 公司有机催化烟气综合洁净技术中国大陆火电厂烟气净化领域独家使用权的基础上, 针对我国大型火电厂烟气工况条件, 进行消化、吸收、改进与创新后形成的工业化应用成套技术。该技术在欧洲电厂项目拥有工业化运行业绩, 在国内钢铁冶炼气治理领域也已经取得市场突破, 而在国内火电领域还没有实际应用。

此次公司凭借新技术获得预中标, 是公司在烟气治理领域的又一技术突破, 与公司原有湿法旋汇耦合技术、活性焦干法技术、褐煤制焦技术共同支撑公司发展。新技术具有以下几大优点:

- **集成净化:** 新技术可实现脱硫、脱硝、脱汞集成净化效果, 并达到国家要求排放标准。根据公司初步测算 2.5 亿总投资, 单位千瓦投资约 350 元左右, 与脱硫、脱硝、脱汞合计综合成本相差不大。
- **低温脱硝:** 新技术脱硝可在低温下进行, 适用于电厂, 也适用于冶炼厂。
- **副产品资源化:** 新技术工艺路线与传统还原工艺不同, 可产生硝酸铵、硫酸铵等资源化副产品, 变废为宝, 增加了副产品经济价值。
- **避免空气预热器堵塞及氨逃逸问题。**

2、新项目实施具有国内首台示范意义，分享脱硝市场，工程运营均将提升

之前，有机催化集成净化技术在我国火电领域没有实际应用，因此，公司新项目实施将具有国内大型火电厂烟气湿法集成净化首台套装置示范意义，对公司市场拓展、地位与品牌都将产生积极影响。

此外，公司之前主业集中在脱硫领域，凭借新技术，公司将经营领域进一步扩大，可分享即将打开的脱硝市场，为工程领域带来新的增长点。同时，公司采用 BOT 承包模式，项目建成后，公司特许经营规模也将有所提升。在脱硝电价政策落实后，公司还可顺势进入脱硝运营市场，特许经营领域又打开新空间。

3、公司重视研发，持续创新，不断打开新市场

从公司发展历程来看，公司一直重视研发，并通过独家引进及自主创新结合的方式在技术上持续拓展。

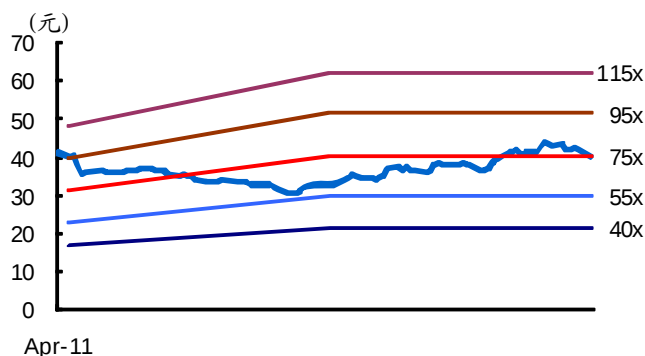
- 2003 年，公司自主研发出湿法脱硫“旋汇耦合脱硫装置”，成为国内第一个拥有自主知识产权的大型火电脱硫技术企业，为公司打开脱硫工程和运营市场，并保持了较高的盈利能力。
- 2008 年，公司又从德国 WKV 公司引进 CSCR（活性焦）烟气集成净化技术，成为中国大陆唯一一家被允许（排他性）可采用 CSCR 技术的企业，在锡盟煤电基地等缺水地区打开干法脱硫市场。
- 此次，公司独家引进有机催化集成净化技术，又为公司打开脱硝新市场，顺应国家政策导向。

4、近三年保持高速增长，看好公司在不断创新下的长期发展，维持“强烈推荐”

根据公司现有大唐特许经营、神华干法工程及湿法脱硫在手订单情况，暂不考虑有机催化技术新订单收益，我们估算公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益大约在 0.80 元、1.74 元、2.28 元左右，复合增速约 70% 左右。我们看好公司在不断创新下的长期发展，维持“强烈推荐”投资评级。鉴于公司近三年较高且确定的成长性，我们按 2012 年 27~30 倍 PE 估值，目标价 47~52.2 元。

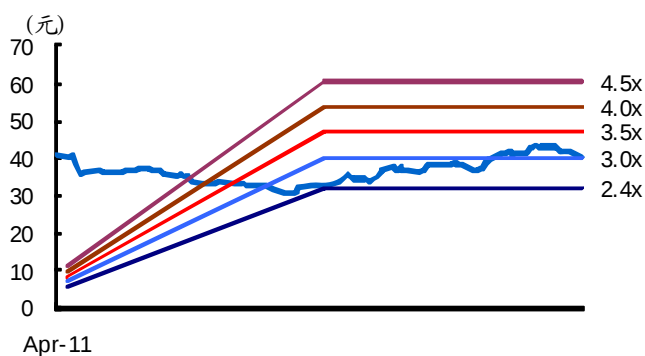
5、风险提示：项目交割滞后导致收入确认滞后；干法项目延期

图 1：国电清新历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 2：国电清新历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	282	252	1218	2225	3317
现金	137	88	982	1714	2631
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	1	1	2
应收款项	89	77	109	235	314
其它应收款	21	22	32	69	92
存货	32	57	83	184	247
其他	3	7	10	23	31
非流动资产	906	868	779	725	674
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	885	839	751	696	646
无形资产	0	4	4	4	4
其他	21	25	25	25	25
资产总计	1187	1120	1997	2950	3992
流动负债	333	241	294	865	1404
短期借款	0	0	0	450	850
应付账款	209	70	106	234	313
预收账款	8	16	24	54	72
其他	116	155	164	128	168
长期负债	553	513	413	563	763
长期借款	551	510	410	560	760
其他	2	3	3	3	3
负债合计	886	754	706	1428	2166
股本	110	110	148	148	148
资本公积金	1	1	781	781	781
留存收益	190	256	362	594	897
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	301	366	1290	1522	1825
负债及权益合计	1187	1120	1997	2950	3992

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	134	111	225	298	420
净利润			118	258	337
折旧摊销			61	57	53
财务费用			17	41	69
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(11)	(61)	(40)
其它			39	4	2
投资活动现金流	(666)	(126)	(10)	0	0
资本支出			(10)	0	0
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	612	(45)	679	433	498
借款变动			(110)	500	600
普通股增加			38	0	0
资本公积增加			780	0	0
股利分配			(12)	(26)	(34)
其他			(17)	(41)	(69)
现金净增加额	80	(60)	894	732	918

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	331	321	464	997	1336
营业成本	229	181	276	608	815
营业税金及附加	4	4	6	12	16
营业费用	9	5	6	10	11
管理费用	36	32	37	60	80
财务费用	33	41	17	41	69
资产减值损失	(5)	(0)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	25	58	123	267	346
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	27	59	124	268	347
所得税	(3)	(6)	6	11	10
净利润	30	65	118	258	337
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	30	65	118	258	337
EPS (元)	0.27	0.59	0.80	1.74	2.28

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-40%	-3%	45%	115%	34%
营业利润	-73%	130%	113%	117%	29%
净利润	-63%	116%	81%	118%	31%
获利能力					
毛利率	30.9%	43.4%	40.6%	39.0%	39.0%
净利率	9.1%	20.3%	25.4%	25.8%	25.2%
ROE	10.0%	17.8%	9.1%	16.9%	18.4%
ROIC	6.8%	11.1%	7.4%	11.7%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	74.6%	67.3%	35.4%	48.4%	54.3%
净负债比率	54.8%	55.4%	25.5%	34.2%	40.3%
流动比率	0.8	1.0	4.1	2.6	2.4
速动比率	0.7	0.8	3.9	2.4	2.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
存货周转率	6.1	4.1	3.9	4.5	3.8
应收帐款周转率	2.5	3.9	5.0	5.8	4.9
应付帐款周转率	0.5	1.3	3.1	3.6	3.0
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.59	0.80	1.74	2.28
每股经营现金	1.22	1.01	1.52	2.02	2.84
每股净资产	2.74	3.33	8.72	10.28	12.33
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.17	0.23
估值比率					
PE	151.8	70.2	52.1	23.8	18.2
PB	15.2	12.5	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	58.5	41.6	34.5	19.0	14.9

分析师承诺

负责本研究报告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。现为招商证券研究董事，曾获《新财富》2008~2010 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，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。