

国电清新 (002573)

——调研报告

国电清新 002573

事件概述:

近期,我们对国电清新(002573)进行了实地调研,就市场关心的募投项目进展情况、公司未来发展方向和公司业务较高的毛利率是否具有持续性等问题与公司高管进行了交流。

事件评述:

公司在目前国内干法处于脱硫技术上领先地位。由于该技术具有节水减排(耗水指标为零)、资源综合利用的技术特点,符合国家产业发展方向及环境保护要求,应用前景十分广阔,尤其在富煤缺水、生态环境相对脆弱的内蒙、西北等地区更具有独特优势。

干法脱硫技术应用前景广阔。根据国家火电规划,未来我国火电布局主要集中在北方地区,利用当地丰富的煤炭资源,建设以坑口电厂为主火电集群。在南方煤炭资源并不具有比较优势的地区,重点推广热电联产的节能项目。公司干法脱硫技术在我国北方地区“富煤少水”生态环境下,极具技术优势

煤电集群规划的建设将对干法脱硫技术提供广阔的市场空间。根据《蒙陕甘宁能源“金三角”综合开发指导意见》,到2020年,“金三角地区煤炭产量将达到14.5亿吨,火电装机达到1.4亿千瓦,将形成与华中火电集群及煤炭储集中心相互支撑、有机衔接、输煤输电并举的能源供应新格局。

公司开发的褐煤制焦技术大大降低了公司的原材料成本。并依托公司CSCR烟气集成净化技术与褐煤制焦技术,与神华胜利电厂、大唐国际锡林浩特电厂、华能北方联合电力巴彦宝力格电厂、鲁能锡林郭勒电厂等4家打造锡盟煤电基地活性焦集成净化循环经济产业链。

CSCR烟气集成净化技术领跑行业技术。在我国火电污染物防止领域,可以预计的是“十二五”的重点在脱硝,“十三五”的重点在脱汞。公司拥有具有排他性的CSCR烟气集成净化技术具有脱硫、脱硝和脱除烟气中的汞、砷等重金属、氯化氢、氟化氢、二噁英等大分子有机物的集成净化特点。成熟的技术,为未来新领域、新市场的开拓提供了技术准备。需要特别指出的是,该项技术可低温脱硝不需要另行使用催化剂,而该项成本在SCR运营中占成本40%,因此在综合治理成本方面经济性较好。

维持

增持

分析师: 应晓明

S0630511010018

联系信息:

021-50586660*8645

yxm@longone.com.cn

日期

分析: 2010年09月2日

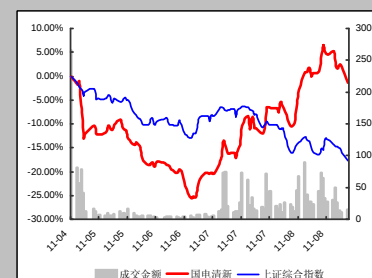
调研: 有

价格

当前市价: 40.68元

半年目标: 50.40元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.59	0.84	1.68	2.03
PE	68.95	48.43	24.21	20.04

注: EPS为最新股本摊薄后数据

不必因公司较好的毛利率而过度疑虑。公司在08、09年火电脱硫市场处于无序竞争、恶性竞争阶段，公司产品与服务仍能取得高于行业平均利润率的回报，主要一是公司利用完全自主研发的湿法脱硫技术，避免受国外技术方限制；二是公司已成功实现战略调整，业务模式得到拓展，业务结构中毛利率较低的湿法建造业务比重下降，公司作为战略重点发展的运营业务是一种提供投资、建设、运营一体化环保综合服务（“环保外包”）的模式，其毛利率水平较建造业务高，公司作为另一重点发展的干法脱硫技术因其独特的技术优势及技术的独家排他性，预计毛利率水平也较好。

技术优势结合战略重心的成功转移，是公司保持较好毛利率的主要原因。公司2011年较高的毛利率主要源于：1、公司2011年中报显示，脱硫运营项目毛利率为52.7%略高于行业36.9%的毛利率，原因是自主湿法脱硫技术具有高效稳定、低能耗等特点，特许经营项目具有机组上网小时数较好、脱硫装置投运率高、能耗低及规模效应，收入是脱硫电价扣除了水电汽成本以后的收入。2、EPC项目，在于公司拥有自主核心技术优势，无需向外方支付高昂的技术使用费、专家服务费等费用。同时，公司在把战略重点放在特许经营及干法脱硫业务的同时，主动减少了湿法建造业务的承接，只承接了那些能够反映公司湿法技术优势的项目，如百万机组、高硫煤机组及脱硫改造项目，因此毛利率高于行业平均也属正常现象。3、公司善于把握行业机会。适时将发展重心转到毛利率较高的特许经营上。

全年利润增长可期。由于火电脱硫特许经营项目存在的责任明确问题，因此在脱硫特许经营项目上无价格竞争问题。公司未来将把代表行业未来发展方向、能体现环保公司综合实力、提供环保综合服务、盈利模式更为长期稳健的特许经营项目开拓作为公司重点发展方向。同时，公司加大技术开拓力度，从湿法脱硫技术、干法、湿法脱硫脱硝脱汞集成净化技术等方面形成公司技术多样化，保持公司技术领先优势，以多样化技术扩大市场。加上新签特许经营项目群及公司中标的神华胜利电厂活性焦干法脱硫总承包项目的陆续交割及启动，公司经营业绩在营收增加和毛利率较好双重叠加作用下，可能出现爆发式增长。

未来有再融资的需求。特许经营项目虽然在经营上可以取得高于EPC一倍的毛利率，但对于资金的需求是相当之大的。因此，不排除公司在投资收购、新建脱硫脱硝优质资产时出现资金紧张，而产生再融资的需求。

投资建议：

综合以上分析，我们预计2011-2013年，公司每股收益为0.84、1.68、2.03元（CAGR55.6%），考虑到公司新特许经营项目及中标的活性焦干法脱硫总承包项目等的陆续达产，行业面临新的增长动力，伴随行业标准的提高、脱硝电价的落实、改扩新建市场的启动等行业驱动因素，预计2012年将是公司业绩的爆发点。因此我们按2012年30倍PE给予公司50.40元的目标价，当前价41.5元。维持“增持”评级。

盈利预测与财务指标：

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	550	331	321	586	961	1,112
增长率	8.6%	-39.7%	-3.2%	82.8%	63.9%	15.7%
营业利润(百万元)	93	25	58	147	293	353
增长率	-30.7%	-73.0%	130.2%	154.0%	99.2%	20.5%

净利润(百万元)	80	30	65	125	249	300
增长率	-34.4%	-62.5%	116.3%	91.7%	99.5%	20.5%
每股净资产(元)	2.54	2.74	3.33	14.87	16.55	18.58
每股收益(元)	0.73	0.27	0.59	0.84	1.68	2.03
市盈率(P/E)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(P/B)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	5.5	3.7	3.1	3.6	3.3

财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	63	137	88	1337	1606	1874
应收款项	199	109	100	199	326	378
存货净额	42	32	57	283	492	564
其他流动资产	12	3	7	147	240	278
流动资产合计	316	282	252	1965	2665	3094
固定资产	723	897	848	881	910	897
无形资产及其他	0	0	4	4	4	4
投资性房地产	1	8	16	16	16	16
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	1041	1187	1120	2865	3594	4010
短期借款及交易性金融负债	0	100	110	0	0	0
应付款项	724	211	73	126	218	204
其他流动负债	32	22	58	535	922	1053
流动负债合计	756	333	241	661	1140	1257
长期借款及应付债券	0	551	510	0	0	0
其他长期负债	6	2	3	4	4	4
长期负债合计	6	553	513	4	4	4
负债合计	762	886	754	664	1144	1261
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	279	301	366	2201	2450	2749
负债和股东权益总计	1041	1187	1120	2865	3594	4010

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	550	331	321	586	961	1112
增长率	8.6%	-39.7%	-3.2%	82.8%	63.9%	15.7%
营业成本	374	229	181	330	546	623
营业成本/营业收入	68.1%	69.1%	56.6%	56.2%	56.8%	56.1%
营业税金及附加	9	4	4	9	14	16

销售费用	14	9	5	13	20	21
销售费用/营业收入	2.5%	2.7%	1.4%	2.2%	2.1%	1.9%
管理费用	53	36	32	60	100	114
管理费用/营业收入	9.6%	11.0%	10.1%	10.2%	10.4%	10.3%
财务费用	8	33	41	22	(18)	(21)
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	5	0	(6)	(6)	(6)
其他收入	0	0	0	0	0	(0)
营业利润	93	25	58	147	293	353
增长率	-30.70%	-73.0%	130.2%	154.0%	99.2%	20.5%
营业外净收支	(1)	2	1	(0)	0	0
利润总额	92	27	59	147	293	353
增长率	-31.5%	-70.8%	119.1%	148.8%	99.5%	20.5%
所得税费用	12	(3)	(6)	22	44	53
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	30	65	125	249	300
增长率	-34.4%	-62.5%	116.3%	91.7%	99.5%	20.5%

现金流量表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	80	30	65	125	249	300
资产减值准备	(0)	(4)	5	0	0	0
折旧摊销	37	61	69	43	47	51
公允价值变动损失	(1)	(5)	(0)	6	6	6
财务费用	8	33	41	22	(18)	(21)
营运资本变动	542	(429)	(124)	67	50	(45)
其它	0	4	(5)	(0)	0	0
经营活动现金流	658	(342)	9	241	352	313
资本开支	(747)	(237)	(25)	(82)	(82)	(45)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(747)	(237)	(25)	(82)	(82)	(45)
权益性融资	0	0	0	1710	0	0
负债净变化	0	551	(41)	(510)	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0	0
其它融资现金流	2	(449)	48	(110)	0	0
融资活动现金流	2	653	(34)	1090	0	0
现金净变动	(87)	74	(49)	1249	270	268
货币资金的期初余额	150	63	137	88	1337	1606
货币资金的期末余额	63	137	88	1337	1606	1874
企业自由现金流	0	(547)	17	172	248	244
权益自由现金流	0	0	25	(467)	263	262

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

应晓明：东海证券研究所，节能环保行业分析师。证券从业经历 10 年。
重点跟踪公司——国电清新、中电环保、易世达、南方汇通等

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897