

买入 维持

国电清新 (002573)

2011 年 9 月 26 日

中标神华电厂 BOT1.24 亿元订单，再次验证技术实力和市场开拓能力

公用事业行业高级分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

联系人：汤砚卿
tyq6066@htsec.com
021-23219768

2011 年 9 月 23 日收盘价 20.91 元
6 个月目标价：30.00 元（最新除权后）

事件：

国电清新今日公告，确定公司中标神华店塔电厂新建 2 台 66 万千瓦燃煤机组脱硫 BOT 项目，运营期总发电量为 560 亿度，采用的技术方案为湿法旋汇耦合脱硫技术。该项目投资约 1.246 亿元，计划于 2011 年 11 月开工，2013 年 3 月、2013 年 6 月投运。

总体评价：

继 9 月初中标大唐重庆石柱电厂湿法一体化项目之后，公司再获神华集团大单，不仅说明公司在多技术领域的实力（旋汇耦合技术是公司传统技术优势），更说明公司的新市场开拓能力，有助于消除投资者对于公司客户依赖风险的疑虑。根据项目收入确认时间，我们维持 2011 年摊薄后 EPS0.44 元，2012 年 1.05 元的盈利预测。考虑到公司脱硫项目运营、及工程业务的持续高成长性，维持公司买入评级、及目标价 30 元不变。

1. 本次订单相关情况

店塔电厂，位于陕西省神木县店塔镇，现有机组 2 台 13.5 万千瓦。计划建设 2 台 66 万千瓦燃煤机组，并预留扩建 2 台 66 万千瓦机组的余地。由神华神东电力公司（该公司为神华集团全资子公司）投资，预计于 2013 年 3 月、6 月分别投产。

根据目前的环保要求，脱硫装置建设与投运与机组“三同时”，并与机组建设进度协调一致。因此，此次公司中标该 BOT 项目，将对公司 2013 年及之后的运营业务收入产生积极影响。

2. 本次订单标志意义：凸显技术水平，完善市场布局

不同于 9 月初公布的有机湿法一体化烟气净化新技术，本次中标神华电厂所采用的是公司传统优势所在的旋汇耦合技术。该技术具有除尘、脱硫效率高，运行稳定可靠，运行能耗低的特点，并适用于超大规模机组（此前在建的华润电厂为 2 台百万机组）。

本次中标项目折合单位造价仅为 94 元/千瓦，远低于市场平均的 120-150 元/千瓦。这可能与当地的煤种硫含量有关，但也从一个侧面显示，同样的达标要求下，公司的旋汇耦合技术在技术水平、及工程造价中的竞争优势突出。

同时，由于该项目采用BOT方式，较低的工程造价也将带来相对较低的折旧与财务费用成本，将为其后期运营带来较好的投资回报率。

当然，以一个更长远的角度来看，本次项目中标也进一步凸显出公司未来的发展战略：凭借多样化的技术优势，为不同需求的客户量身定做烟气处理解决方案，在竞争激烈的烟气处理市场中寻找自己的“蓝海”。

3. 项目盈利初步测算

按照本次 BOT 项目协议，其运营期的总运行电量为 560 亿度，假设按照年机组利用小时为 4500-5000 小时计算，则对应运营期限在 8-10 年，年贡献运营收入约 8000 万元。

由于其单位造价较低，所以按照前述的运营期限折算，其年折旧费用估计在 1400-1500 万元。假设 70%的财务杠杆、8%的贷款利率，约有 700 万元的财务费用。

参照之前托克托电厂运营中的能耗、物耗、以及人工等费用比例，保守以 15%的高新企业所得税率计，则估计该项目每年将为公司贡献 2000 万元以上的净利润，增厚EPS约 0.07 元。

4. 公司盈利预测及估值

正如我们前面所分析的，该项目将会对公司 2013 年后的每年业绩增厚 0.07 元，对短期业绩影响较小。该项目中标更大的意义在于，有利于消除前期投资者对于国电清新对下游单一客户依赖度较高的疑虑。

随着公司在传统湿法旋汇耦合技术、干法活性焦一体化净化技术、（湿法）有机催化剂集成净化技术的多点开花，其烟气工程市场的开拓能力将进一步获得认可。加之，可预见的特许经营规模扩张所带来的业绩高速增长，我们认为其未来的高成长的确定性更为巩固。

维持公司 2011-2012 年 EPS0.44 元、1.05 元，考虑到其业绩的成长性，给予 2012 年 30 倍 PE，目标价 30 元，维持买入评级。

5. 风险提示

- （1）神华店塔电厂建设进度存在一定不确定性
- （2）各项运营成本可能出现变动，盈利存在一定不确定性

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。