

募投项目陆续交割，2012 年高增长成定局

事件：

九龙电力发布董事会公告：非公开发行募集资金收购的 9 个脱硫资产项目中，乌苏项目资产交割手续已于 8 月底完成，大连甘井子项目资产交割手续已于 9 月底完成。

研究结论

- 募投项目资产交割进度略低于我们的预期，不影响 2012 年。

根据公告，截止本年度三季度末，总规模为 900 万千瓦的 9 个募投项目尚只完成了 2 个项目的资产交割，未完成交割脱硫资产规模 780 万千瓦。此交割进度略低于我们预期，但我们预计募投项目能在 2011 年四季度末之前全部交割完成，并于 2012 年全年贡献业绩。

- 2012 年九龙电力脱硫特许经营收入将实现大幅增长。

根据我们对九龙电力脱硫特许经营项目进展的跟踪，我们认为，截止 2011 年底，九龙电力脱硫特许经营总规模将有望从 2010 年底的 157 万千瓦大幅提高至 2011 年底接近 1300 万千瓦，带动 2012 年脱硫特许经营收入及盈利大幅增长，增幅符合我们的预期。

- 火电排放新标准颁布，2012 年脱硝工程、催化剂业务高增长成定局。

目前 2011 版《火电厂大气污染物排放标准》已正式颁布，脱硝市场 2012 年全面启动成定局，九龙电力脱硝工程及催化剂业务有望实现大幅增长。市场目前存在一种观点：脱硝补贴电价迟迟不出台将影响 2012 年脱硝市场的启动，我们认为，（1）脱硝改造施工周期为 3~6 个月，即使脱硝补贴电价推迟至 2012 年下半年出台，观望脱硝补贴电价的火电厂也将于 2012 年上半年全面启动脱硝设施改造；（2）中电投等五大发电集团作为央企，必将率先启动脱硝改造以配合国家环保政策，为九龙电力脱硝业务提供了坚实的保障。

重申对九龙电力的“买入”评级：维持九龙电力 2011~2013 年摊薄 EPS 0.07、0.69 和 0.83 元的盈利预测，目前股价下，对应 2012~2013 年 PE 分别为 18 和 15 倍，维持公司“买入”评级，目标价 20 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

职业证书编号：S0860207100115

联系人

陈少杰

8621-63325888-1132

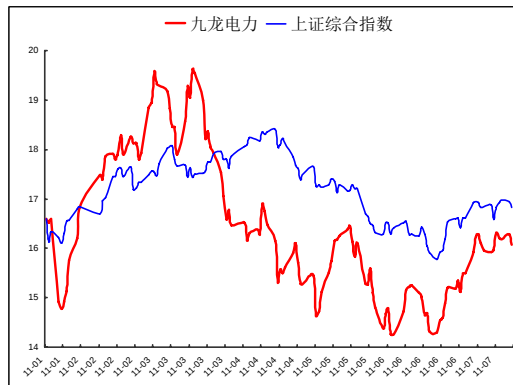
chenshaojie@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2011 年 9 月 29 日）	13.08 元
目标价格	20.00 元
总股本/A 股（百万股）	511.87
A 股市值（亿元）	64.39
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2011 年 9 月 29 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,255	4,193	4,409	5,333
同比增长	17%	29%	5%	21%
归属母公司净利润	26	34	355	424
同比增长	-49%	31%	930%	20%
毛利率	8.2%	7.7%	15.1%	15.5%
ROE	2.8%	1.3%	12.2%	13.0%
每股收益（元）	0.08	0.07	0.69	0.83
P/E（倍）	245.54	186.91	18.15	15.17
P/B（倍）	6.94	2.52	2.22	1.98
EV/EBITDA（倍）	24	21	11	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

时间

业务转型，腾飞在即	2011-7-27
半年盈利虽降，投资价值不改	2011-8-12

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：九龙电力脱硫特许经营机组汇总

序号	项目名称	装机规模（万千瓦）	投产/交割进度	备注
1	江西新昌	132	2010	
2	新疆昌吉	25	2010	
3	江西贵溪	120	2011E	
4	平顶山鲁阳	200	2011E	
5	朝阳燕山湖	120	2011E	
6	大连甘井子	60	2011	
7	新疆乌苏	60	2011	募投项目
8	黔西电厂	120	2011E	
9	黔北电厂	120	2011E	
10	开封京源	120	2011E	
11	河南平东	40	2011E	
12	新乡豫新	60	2011E	
13	宁夏临河	105	2011E	
合 计		1282		

资料来源：公司公告 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,829	2,345	2,347	2,884	营业收入	3,255	4,193	4,409	5,333
现金	418	629	661	800	营业成本	2,989	3,870	3,745	4,505
应收账款	649	934	931	1,157	营业税金及附加	13	17	18	21
其它应收款	34	48	48	59	营业费用	22	29	31	37
预付账款	196	213	226	260	管理费用	100	126	132	160
存货	424	521	480	608	财务费用	118	124	55	63
其他	107	-	-	-	资产减值损失	(3)	-	-	-
非流动资产	3,324	4,884	4,073	4,752	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	346	346	346	346	投资净收益	30	15	50	50
固定资产	2,521	4,118	3,426	4,111	营业利润	48	42	479	596
无形资产	91	84	77	70	营业外收入	14	14	10	10
其他	366	336	224	225	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	5,153	7,229	6,420	7,637	利润总额	60	55	488	605
流动负债	2,314	2,852	2,507	2,924	所得税	11	8	73	91
短期借款	485	308	283	149	净利润	49	47	415	514
应付账款	1,130	2,077	1,713	2,240	少数股东损益	22	12	60	90
其他	698	467	511	535	归属于母公司净利润	26	34	355	424
非流动负债	1,622	1,673	801	1,157	EBITDA	347	391	746	882
长期借款	1,511	1,574	694	1,054	EPS (元)	0.08	0.07	0.69	0.83
其他	111	99	107	103	主要财务比率				
负债合计	3,935	4,525	3,308	4,081	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	290	146	206	296	成长能力				
股本	335	512	512	512	营业收入	17.0%	28.8%	5.2%	20.9%
资本公积	403	1,833	1,833	1,833	营业利润	-37.7%	-11.5%	1038.2%	24.5%
留存收益	190	213	561	915	归属于母公司净利润	-49.3%	31.4%	929.7%	19.7%
归属母公司股东权益	928	2,558	2,906	3,260	获利能力				
负债和股东权益	5,153	7,229	6,420	7,637	毛利率	8.2%	7.7%	15.1%	15.5%
现金流量表					净利率	0.8%	0.8%	8.0%	8.0%
单位:百万元					ROE	2.8%	1.3%	12.2%	13.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	4.0%	3.1%	10.9%	11.6%
经营活动现金流	(483)	847	315	913	偿债能力				
净利润	49	47	415	514	资产负债率	76.4%	62.6%	51.5%	53.4%
折旧摊销	182	224	212	223	净负债比率				
财务费用	118	124	55	63	流动比率	0.79	0.82	0.94	0.99
投资损失	(30)	(15)	(50)	(50)	速动比率	0.61	0.64	0.74	0.78
营运资金变动	(807)	474	(321)	165	营运能力				
其它	5	(7)	4	(2)	总资产周转率	0.62	0.68	0.65	0.76
投资活动现金流	(178)	(1,922)	649	(851)	应收账款周转率	4.88	5.30	4.73	5.11
资本支出	(193)	(1,766)	599	(901)	应付账款周转率	2.07	2.41	1.98	2.28
长期投资	(22)	17	-	-	每股指标 (元)				
其他	37	(173)	50	50	每股收益	0.05	0.07	0.69	0.83
筹资活动现金流	193	1,286	(932)	76	每股经营现金流	-0.94	1.66	0.62	1.78
短期借款	123	(177)	(25)	(133)	每股净资产	1.81	5.00	5.68	6.37
长期借款	(159)	63	(880)	360	估值比率				
普通股增加	-	177	-	-	P/E	245.5	186.9	18.2	15.2
资本公积增加	17	1,430	-	-	P/B	6.9	2.5	2.2	2.0
其他	211	(207)	(27)	(150)	EV/EBITDA	23.8	21.2	11.1	9.4
现金净增加额	686	211	32	139					

资料来源：公司公告 东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50万股或100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1万股或5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60日累计：当日净量的60日累计值；
 10日均值：60日累计线的10日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn