

获得石门电厂脱硝特许经营项目

永清环保订单点评

报告关键点:

- 获得石门电厂脱硝特许经营权, 预计明后年有望持续获得脱硝订单
- 钢铁烧结脱硫+火电脱硝, 驱动公司明后年快速增长

报告摘要:

- 获得石门电厂脱硝特许经营权项目。** 公司公告, 2011年11月28日公司与湖南华电石门发电公司签署了《湖南华电石门发电有限公司2*300MW机组烟气脱硝特许经营项目合作意向协议书》, 协议约定公司负责2*300MW机组投资、设计、建设、运营、维护、管理脱硝实施, 同时享有脱硝电价及脱硝副产物所带来的收益。
- 明后年有望持续获得脱硝订单。** 目前公司持有大唐株洲攸县电厂、国电宝庆电厂、以及华电石门电厂合计三个脱硝项目。我们认为, 2012年上半年, 脱硝电价出台是大概率事件。在国家强制要求火电厂在“十二五”期间完成脱硝的背景下, 预计公司在明后年将持续获得脱硝订单。
- 石门电厂脱硝项目盈利分析:** 公司具备的脱硝技术是后端烟气脱硝技术。若公司对石门电厂脱硝项目采用SCR技术, 按照100-150元/千瓦的造价计算, 预计该项目金额在6000-9000万元, 预计该项目建设期的毛利率在20%左右。市场预计脱硝电价在0.008-0.012元/千瓦时, 按照脱硝电价0.008元/千瓦时计算, 运营期间仅考虑脱硝电价收益, 预计该项目运营期间的毛利率在12.5%左右, 项目回收期7-8年。在脱硝电价为0.008元/千瓦时的保守估算下, 脱硝项目可维持一定的盈利水平, 从项目的经济效益角度考虑, 火电厂有动力去完成脱硝任务。
- 维持“增持-A”评级。** 根据公司订单情况, 暂时维持公司2011年到2013年的盈利预测, 预计每股收益分别为0.77元、1.38元、2.02元, 对应PE分别为69倍、39倍、26倍。控制钢铁烧结机SO₂排放, 是“十二五”期间控制SO₂排放的重点。公司已经陆续在其他省份获得烧结机脱硫订单。“十二五”期间, 火电脱硝市场空间巨大, 预计公司脱硝订单会持续快速增长。我们看好公司长期发展, 认为可给予公司一定的估值溢价。因此维持公司“增持-A”评级。
- 风险提示:** 项目结算进度慢于预期, 可能导致业绩不达预期

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

55.00 元

期限:

6 个月 上次预测: 55.00 元

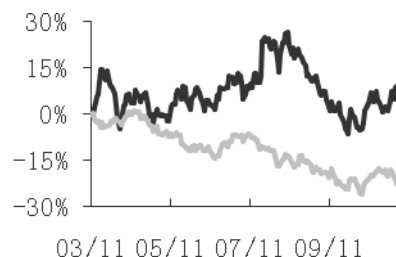
现价(2011年11月28日): 53.28 元

报告日期:

2011-11-29

总市值(百万元)	3,558.04
流通市值(百万元)	889.78
总股本(百万股)	66.78
流通股本(百万股)	16.70
12个月最低/最高	44.10/62.99 元
十大流通股东(%)	54.43%
股东户数	2,584

12个月股价表现



03/11 05/11 07/11 09/11

永清环保 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.82	4.39	29.51
绝对收益	2.81	(6.91)	10.06

彭倩

 0755-82558025
 执业证书编号

行业分析师

 pengqian@essence.com.cn
 S1450511020033

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	254.3	288.7	438.6	793.3	1,213.0
Growth(%)	26.3%	13.5%	51.9%	80.9%	52.9%
净利润	35.3	41.8	51.1	92.1	134.9
Growth(%)	68.2%	18.1%	22.5%	80.1%	46.5%
毛利率(%)	25.9%	26.9%	25.3%	24.2%	23.8%
净利润率(%)	13.9%	14.5%	11.7%	11.6%	11.1%
每股收益(元)	0.53	0.63	0.77	1.38	2.02
每股净资产(元)	1.54	1.83	11.64	12.77	14.44
市盈率	100.7	85.2	69.6	38.6	26.4
市净率	34.5	29.1	4.6	4.2	3.7
净资产收益率(%)	34.3%	34.1%	6.6%	11.0%	14.4%
ROIC(%)	-379.9%	153.3%	67.8%	195.2%	62.0%
EV/EBITDA	66.4	55.5	57.4	30.5	19.1
股息收益率	0.4%	0.6%	0.3%	0.5%	0.8%

前期研究成果

永清环保: 脱硝市场暂未启动致业绩低于预期

2011-10-24

永清环保: 毛利率下滑致业绩略低于预期

2011-08-25

永清环保: 环保行业综合运营商, 成长路径明确

2011-06-28

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-11-28		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标			2012E	2013E	
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	254.3	288.7	438.6	793.3	1,213.0	营业收入增长率	26.3%	13.5%	51.9%	80.9%	52.9%
减: 营业成本	188.4	211.0	327.6	601.1	923.8	营业利润增长率	61.5%	20.8%	20.8%	90.8%	49.5%
营业税费	3.7	4.1	6.4	11.6	17.7	净利润增长率	68.2%	18.1%	22.5%	80.1%	46.5%
销售费用	4.0	6.2	17.5	30.1	43.7	EBITDA 增长率	66.5%	20.6%	4.5%	94.3%	55.5%
管理费用	19.5	20.4	39.5	59.5	84.9	EBIT 增长率	66.5%	20.4%	1.2%	93.7%	57.0%
财务费用	0.5	0.5	-8.5	-14.8	-15.3	NOPLAT 增长率	74.0%	17.8%	4.6%	84.7%	54.0%
资产减值损失	0.2	-0.5	-	-	-	投资资本增长率	-391.9%	136.4%	-35.8%	385.2%	18.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	24.5%	18.6%	535.1%	9.7%	13.1%
投资和汇兑收益	-	-1.1	-0.6	-	-						
营业利润	38.0	45.9	55.5	105.8	158.1	利润率					
加: 营业外净收支	3.2	3.5	5.0	5.0	5.0	毛利率	25.9%	26.9%	25.3%	24.2%	23.8%
利润总额	41.2	49.4	60.5	110.8	163.1	营业利润率	14.9%	15.9%	12.6%	13.3%	13.0%
减: 所得税	5.9	7.6	9.1	16.6	24.5	净利润率	13.9%	14.5%	11.7%	11.6%	11.1%
净利润	35.3	41.8	51.1	92.1	134.9	EBITDA/营业收入	15.3%	16.3%	11.2%	12.0%	12.3%
						EBIT/营业收入	15.2%	16.1%	10.7%	11.5%	11.8%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
货币资金	85.6	79.1	767.3	710.3	817.6	固定资产周转天数	9	9	18	22	17
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-5	41	21	32	49
应收账款	16.1	31.8	9.9	180.8	276.5	流动资产周转天数	350	339	502	469	390
应收票据	10.5	44.9	18.0	32.6	49.8	应收账款周转天数	23	20	11	41	65
预付账款	1.5	8.1	8.5	9.1	10.0	存货周转天数	150	166	105	75	81
存货	126.9	138.8	116.7	214.1	329.0	总资产周转天数	368	358	528	496	411
其他流动资产	0.0	-	0.0	-	-0.0	投资资本周转天数	13	58	44	56	66
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	34.3%	34.1%	6.6%	11.0%	14.4%
长期股权投资	-	0.3	0.6	0.6	0.6	ROA	13.9%	13.0%	5.3%	7.7%	9.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	-379.9%	153.3%	67.8%	195.2%	62.0%
固定资产	6.5	8.1	36.1	61.7	56.2	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	1.6%	2.1%	4.0%	3.8%	3.6%
无形资产	6.6	6.5	6.3	6.1	5.9	管理费用率	7.7%	7.1%	9.0%	7.5%	7.0%
其他非流动资产	-	3.1	3.1	3.1	3.1	财务费用率	0.2%	0.2%	-1.9%	-1.9%	-1.3%
资产总额	253.6	320.6	966.3	1,218.3	1,548.7	三费/营业收入	9.5%	9.4%	11.1%	9.4%	9.3%
短期债务	10.0	25.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	84.1	94.8	98.7	181.1	278.4	资产负债率	59.3%	61.8%	19.6%	30.0%	37.7%
应付票据	31.3	55.3	53.9	98.8	151.9	负债权益比	145.9%	162.1%	24.4%	42.9%	60.6%
其他流动负债	24.2	22.8	37.8	68.0	114.1	流动比率	1.61	1.53	4.91	3.18	2.58
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.76	0.83	4.29	2.59	2.01
其他非流动负债	0.9	0.3	1.8	5.4	9.5	利息保障倍数	71.29	91.94	-5.55	-6.16	-9.35
负债总额	150.5	198.3	189.3	365.6	584.2	分红指标					
少数股东权益	-	-	0.3	2.4	6.1	DPS(元)	0.22	0.34	0.15	0.28	0.40
股本	50.1	50.1	66.8	66.8	66.8	分红比率	42.5%	54.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	53.0	72.3	710.0	783.7	891.6	股息收益率	0.4%	0.6%	0.3%	0.5%	0.8%
股东权益	103.1	122.3	777.0	852.8	964.5						
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	35.3	41.8	51.1	92.1	134.9	EPS(元)	0.53	0.63	0.77	1.38	2.02
加: 折旧和摊销	0.7	0.8	2.2	4.6	5.7	BVPS(元)	1.54	1.83	11.64	12.77	14.44
资产减值准备	0.2	-0.5	-	-	-	PE(X)	100.7	85.2	69.6	38.6	26.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	34.5	29.1	4.6	4.2	3.7
财务费用	-	0.3	0.7	-8.5	-14.8	P/FCF	427.3	185.7	71.9	-51.6	36.7
投资收益	-	1.1	0.6	-	-	P/S	14.0	12.3	8.1	4.5	2.9
少数股东损益	-	-	0.3	2.1	3.8	EV/EBITDA	66.4	55.5	57.4	30.5	19.1
营运资金的变动	-24.9	-27.4	96.0	-107.2	-10.1	CAGR(%)	38.6%	49.2%	70.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	10.7	20.1	141.7	-23.3	119.0	PEG	2.6	1.7	1.0	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-0.9	-15.3	-30.9	-30.0	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-12.2	-13.3	586.8	-3.6	-11.7	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

彭倩, 行业分析师, 华中科技大学财务管理学士, 金融工程硕士. 2007 年 7 月加盟安信证券.

分析师声明

彭倩声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034