

中电环保(300172)

研究员: 张平 执业证书编号: S0570510120048

☎ 025-83290905 ✉ ustczp5000@yahoo.com.cn

🌐 http://t.zhangle.com/4093

业绩低谷已显 未来成长可期

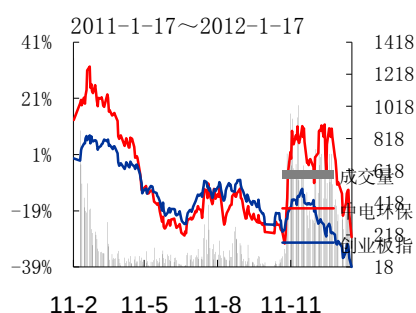
投资评级: 推荐(维持)

建筑装饰 II

当前价格(元): 18.03

目标价格(元): 25.00

股价走势图



相关研究

1 《中电环保(300172):业绩短期下滑 非电领域拓展取得成效》2011.8

投资要点:

◆ 2011 年对中电环保而言是非常困难的一年,宏观上持续紧缩的货币增持导致火电投资现金流紧张,同时火电企业盈利下滑,投资意愿下降,在此背景下,公司的部分火电项目也出现了延期及应收款大幅增加的现象。年初日本福岛核事件导致国内核电建设全面放缓,公司核电项目的收入确认大幅低于预期,公司整体业绩表现低于我们的此前预期

◆ 拖累公司业绩表现的诸多因素正在逐步反转,业绩即将走出低谷,第一,核电项目在核电安全检查结束后会加快确认速度;第二,火电企业在电价上调后,盈利能力增强,提振火电投资意愿,同时也将改善公司现金流;第三,非电领域在 2011 年电力市场处在低谷时取得突破,为公司长期业绩增长奠定了良好的基础。

◆ 盈利预测及估值: 我们下调公司 2011 年的业绩预测,公司 2011-2012 年 EPS 为 0.46 元、0.65 元和 0.90 元,目前股价所对应的 PE 分别为 39.24X、27.95X 和 20.07X,作为国内电力工业环保水处理的龙头企业,公司在核电及非电领域的拓展将带动公司业绩的稳步提升,依然维持“推荐”评级,目标价 25 元。

◆ 风险提示: 核电市场占有率下滑; 非电领域市场开拓低于预期

公司基本资料

总股本(万)	10000.00
流通 A 股(万)	2500.00
52 周内股价区间(元)	16.7-34.34
总市值(亿)	18.03
总资产(亿)	9.04
每股净资产(元)	7.51

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	2.81	2.67	3.75	5.07
+/-%	6.39	-5.20	40.61	35.21
净利润(百万)	45.35	45.95	64.50	89.84
+/-%	14.79	1.32	40.37	39.28
EPS(元)	0.60	0.46	0.65	0.90
P/E	30.05	39.24	27.95	20.07

火电核电投资正在走出低谷

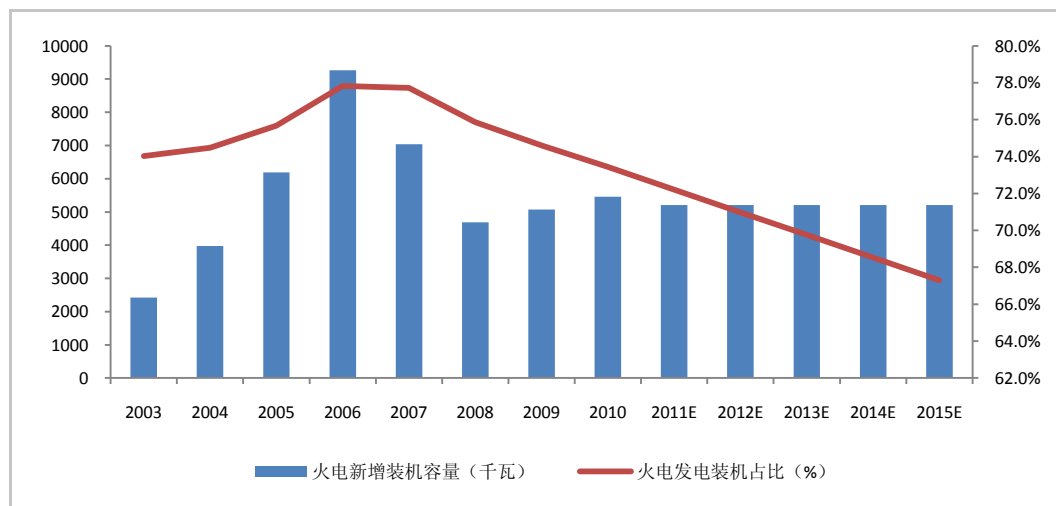
火电投资仍将保持平稳

随着节能减排的环保政策的实施，国家在电力结构调整中将更加重视水电、核电、风电等清洁能源的发展，但火电的主体地位不会改变，预计到 2015 年我国的电力装机总规模将达到 14.37 亿千瓦，其中火电装机容量将达到 9.67 亿千瓦，“十二五”期间将新增 2.57 亿千瓦，平均每年的新增装机容量在 5000 万千瓦以上，但火电装机容量占比将从 2010 年的 73% 下降到 67%。

2011 年火电行业因煤炭价格上涨等因素影响，全行业盈利下滑，前三季度，火电行业实现利润总额 104.41 亿元，其中三季度利润总额仅 17 亿元，同比下跌幅度均超过 50%，累计销售净利率仅 1.12%，过半数电厂亏损，火电投资意愿降低，2011 年 1-11 月份火电电源工程完成投资 915 亿元，同比去年同期 1111 亿元的投资下滑了 17.64%，发改委 2011 年 11 月 30 日宣布，对发电用煤实施价格临时干预措施，其中销售电价全国平均每千瓦时涨 3 分钱，上网电价对煤电企业上涨每千瓦时 2 分 6。预计 2012 火电行业利润总额将因电价调整而增加 800 亿元左右，利润总额将在 900-1000 亿元之间，火电企业的整体盈利将大幅提升从而增强火电投资意愿。

我国火电建设在逐步向大功率、高参数方向过渡，未来我国新批准建设的火电项目将以 600MW 以上机组为主，该类型机组与小型机组相比，对于水质的要求更高，对于水处理系统的要求也随之提高，单个火电项目中水处理系统的整体造价将会有所提升。同时，公司在大功率火电机组上所具备的竞争优势将为公司带来更多的业务机会。

图表 1：火电装机容量占比将有所下滑 但主体地位不变



资料来源：中国电力企业联合会 华泰证券

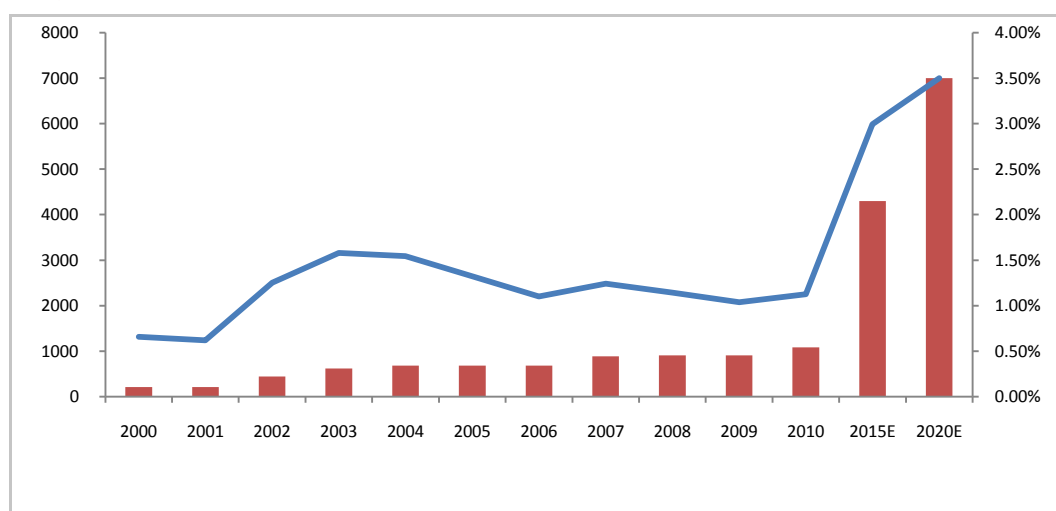
核电仍是未来清洁能源投资重点

2011 年 3 月份日本地震所引发的福岛核危机，国内结审批新建核电项目 9 个月，并对国内所有已建、在建

核反应堆进行了安全检查，目前对已经运行的 1314 个反应堆和 27 个在建机组的检查报告已经完成，在第七届中国能源投资论坛上，国家能源局规划司规划处处长何永健表示，未来核电在确保安全的基础上加强核电发展，到 2015 年实现 4000 万装机的计划目标将维持不变，福岛事情所引发的短期影响已经过去，核电依然是我国能源结构调整的重要一环。

目前共核准核电项目 12 个、核电机组 51 台，总装机容量为 5,736 万千瓦，获发改委批准开展前期工作的核电项目有 5 个，核电机组 20 台，总装机容量为 2,250 万千瓦。为了实现节能减排目标，“十二五”将在改变能源结构方面做出努力，重点是调整电力结构，根据核电中长期规划，2020 年核电运行装机容量达到 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦。

图表 2：核电中长期规划



资料来源：中国电力企业联合会 华泰证券

非电市场取得突破

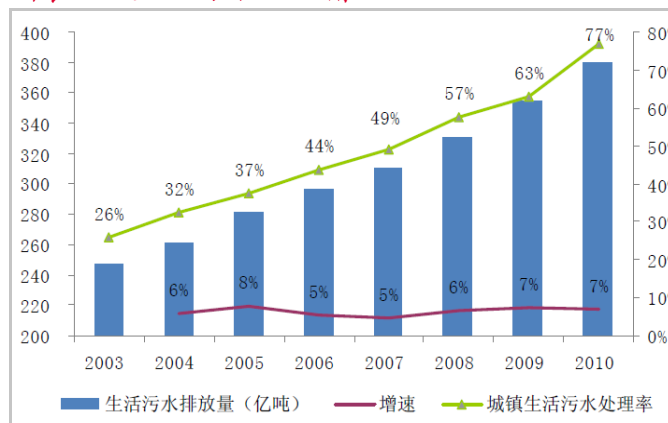
环保水处理市场前景广阔

“十一五”期间全国城镇污水处理能力新增 6500 万吨/日，超过规划约 2000 万吨/日。“十二五”期间全国新增城镇污水管网约 16 万公里，新增污水日处理能力 4200 万吨，基本实现所有县和重点建制镇具备污水处理能力，污水处理设施负荷率提高到 80% 以上，城市污水处理率达到 85%。2010 年全国废水处理设施数达到 8.03 万套。工业废水排放达标率逐年提高，但 2010 年仍有 11 亿吨排放的工业废水未达标。根据国家“十二五”规划纲要水污染治理目标，需要建设管网与污水处理厂、城市雨污分流工程建设以及重金属污染综合治理，未来 5 年，我国城镇生活污水、工业污水的治理投资将大幅增加。预计“十二五”期间，我国污水治理累计投入将达到 1.06 万亿元，其中生活。

为了缓解水资源的紧缺，各地纷纷出台严格的“十二五”工业水再生水利用率规划和单位工业增加值用水量下降规划。国内包括北京、上海、西安、杭州等城市均出台了涉及本地区的再生水利用“十二五”规划，北京市提出 2015 年，全市年再生水利用量将不低于 10 亿立方米，再生水利用率达到 70% 以上。

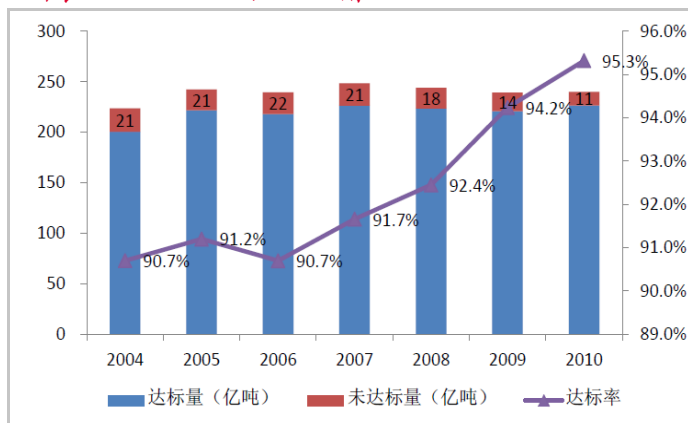
从全球角度看，中国水价远远低于国际水平。全球范围内的水费收入比一般在 2%~5% 之间，我国建设部也在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%~3% 为宜。而从现状看，现行水价远未达到上述标准，同时我国污水处理定价也偏低。从绝对值看，至 2009 年 11 月，我国城市居民生活用水污水处理费平均约 0.66 元/立方米，与建设部提出的 0.80 元/立方米的标准相比，还有 21% 的提价幅度。从相对值看，我国污水处理费占总水价的比例平均约为 26.6%，而美国自来水费中 55% 以上是污水处理费，英国水价中污水处理费也占到 51%。与英美相比，我国污水处理费还有 1 倍以上的涨价空间。

图表 3: 生活污水处理情况



资料来源：华泰证券

图表 4: 工业废水处理情况



资料来源：华泰证券

市政污水处理：凭借技术资金实力拓展盐城市场

盐城市近年来工业化进程加速，经济发展所引发的环境问题日益突出，2009 年盐城水源污染事件之后，当地政府加大了污水治理建设的投入，公司凭借自身的技术资金实力拓展盐城市场，2011 年 7 月，公司利用自有资金 1020 万元收购“江苏联丰环保产业发展有限公司 51% 的股权。目前江苏联丰受大丰市环保局委托，总投资 6500 万元建设 4.9 万吨/日污水处理厂项目，其中一期总投资 4500 万元建设 2 万吨/日污水处理项目已经开工建设。

煤化工工业水处理领域再获三项订单

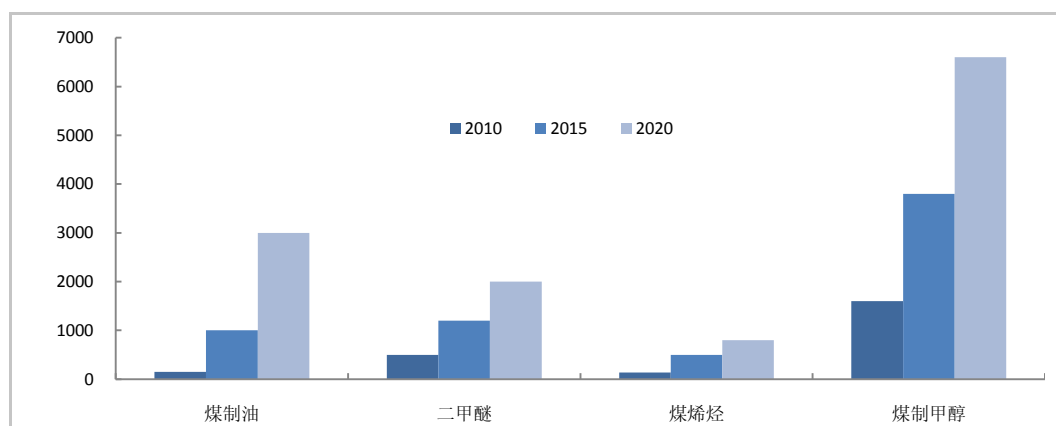
我国能源探明储量中，煤炭占 94%，石油占 5.4%，天然气占 0.6%，这种“富煤贫油少气”的能源资源特点，决定了我国能源生产与消费以煤为主的格局将长期难以改变，主要的化工产品完全由石油作原料生产是不现实的，发展煤化工是符合我国实际的发展方向。

2009 年 2 月 19 日通过《石化产业调整和振兴规划》：要求坚决遏制煤化工盲目发展势头，积极引导煤化工行业健康发展，控制总量，淘汰落后工艺，今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目，重点抓好煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷、煤制乙二醇等示范工程，探索煤清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。《煤化工产业中长期发展规划征求意见稿》规划

到 2010 年、2015 年和 2020 年，煤制油规划年产分别为 150 万吨、1000 万吨和 3000 万吨，2015 年和 2020 年，煤制油占成品油的比例分别为 4% 和 10%；掺烧于汽油的二甲醚在上述三个时间点上年产分别为 500 万吨、1200 万吨和 2000 万吨；煤烯烃的规划是，在上述时间点上年产分别为 140 万吨、500 万吨和 800 万吨，占烯烃总量比例分别为 3%、9% 和 11%。煤制甲醇在上述时间点上年产分别达 1600 万吨、3800 万吨和 6600 万吨，到 2020 年，煤制甲醇占甲醇总量的 94%。

《煤化工产业中长期发展规划征求意见稿》中指出自 2006 年至 2020 年，中国煤化工总计划投资 1 万多亿元，在全国打造七大煤化工产业区，分别是黄河中下游、蒙东、黑东、苏鲁豫皖、中原、云贵和新疆。黄河中下游、新疆、蒙东将形成大规模甲醇、二甲醚、煤制油生产基地。2010 年，建成大型煤制甲醇、二甲醚、烯烃和油品示范工程。2020 年，发展煤制石油替代产品，形成七大煤化工区的产业布局。

图表 5：现代煤化工的发展规划



资料来源：《煤化工产业中长期发展规划征求意见稿》

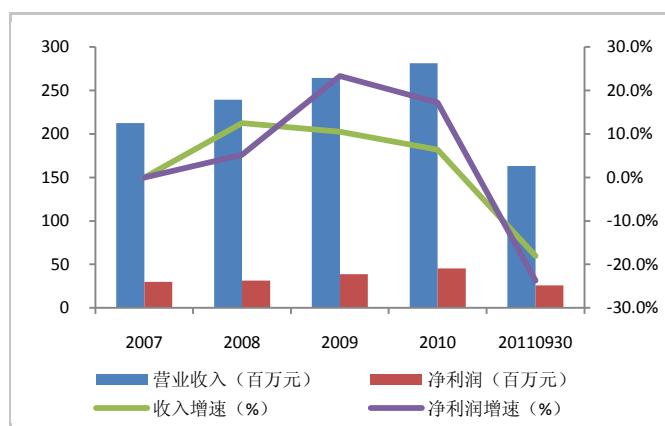
在煤化工领域，公司上市前承接过神华包头煤制烯烃项目化学水处理装置 EPC 总承包项目，神华包头煤制烯烃项目是我国煤制烯烃领域三大示范工程之一，2011 年公司在煤化工领域再获三单，神华包头 C4 项目、大唐国际阜新煤制气项目、中盐红四方煤化工项目，为公司在煤化工领域拓展奠定了坚实的基础。

业绩即将走出低谷

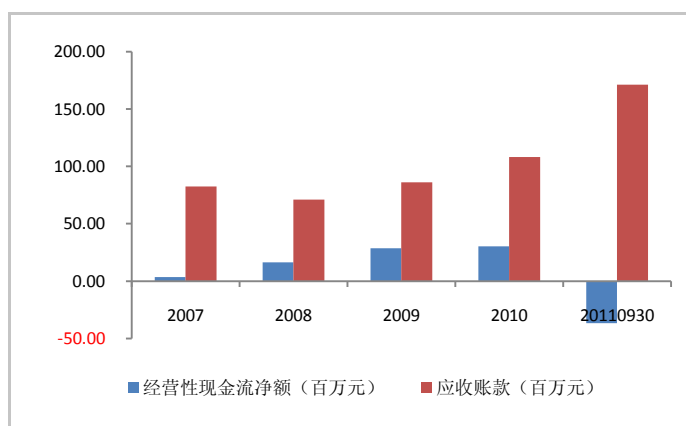
2011 年前三季度，公司实现营业收入 1.63 亿元，同比下滑 18.04%，归属于母公司所有者净利润 2596 万元，同比下滑 23.69%，应收账款 1.71 亿元，较年初增加了 6291 万元，相当于 38.59% 的收入没有实现现金流入，业绩表现低于市场预期，主要原因一方面是国内核电建设延缓导致公司核电项目收入确认放缓，另一方面火电企业盈利下滑，投资意愿下降，同时紧缩的货币政策也加剧了火电建设的资金链，从而导致火电电源工程投资出现负增长，在此背景下，公司的部分火电项目也出现了延期及应收款大幅增加的现象。

图表 6：业绩处在低谷

图表 7：应收账款及经营性现金流金额情况



资料来源：华泰证券



资料来源：华泰证券

拖累公司业绩表现的诸多因素正在逐步反转，业绩即将走出低谷，第一，核电项目在核电安全检查结束后会加快确认速度；第二，火电企业在电价上调后，盈利能力增强，提振火电投资意愿，同时也将改善公司现金流；第三，非电领域在 2011 年电力市场处在低谷时取得突破，为公司长期业绩增长奠定了良好的基础。

盈利预测及估值

我们下调公司 2011 年的业绩预测，公司 2011-2012 年 EPS 为 0.46 元、0.65 元和 0.90 元，目前股价所对应的 PE 分别为 39.24X、27.95X 和 20.07X，作为国内电力工业环保水处理的龙头企业，公司在核电及非电领域的拓展将带动公司业绩的稳步提升，依然维持“推荐”评级，目标价 25 元。

附表：盈利预测表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	290	889	901	989
现金	62	592	549	545
应收账款	108	133	150	203
其他应收款	12	19	26	35
预付账款	29	72	76	68
存货	41	50	63	86
其他流动资产	37	23	37	51
非流动资产	40	81	175	236
长期投资	0	0	0	0
固定资产	23	66	160	220
无形资产	13	13	13	13
其他非流动资产	4	2	3	3
资产总计	330	970	1076	1224
流动负债	129	132	178	242
短期借款	0	0	0	0
应付账款	87	64	94	129
其他流动负债	42	68	84	113
非流动负债	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	5
负债合计	134	137	183	248
少数股东权益	0	0	0	0
股本	75	100	100	100
资本公积	15	588	588	588
留存收益	106	145	206	289
归属母公司股东权益	196	832	893	977
负债和股东权益	330	970	1076	1224

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	30	-28	54	67
净利润	45	46	65	90
折旧摊销	2	2	6	10
财务费用	-1	-11	-6	-5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-19	-55	-10	-27
其他经营现金流	2	-10	-1	-0
投资活动现金流	-9	-43	-100	-70
资本支出	9	45	100	70
长期投资	0	-2	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-8	602	2	-1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	573	0	0
其他筹资现金流	-8	4	2	-1
现金净增加额	14	530	-44	-4

资料来源：华泰证券

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	281	267	375	507
营业成本	194	180	253	342
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	9	9	12	16
管理费用	24	29	38	46
财务费用	-1	-11	-6	-5
资产减值损失	2	5	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	51	53	74	104
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	53	54	75	105
所得税	7	8	11	15
净利润	45	46	65	90
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	45	46	65	90
EBITDA	53	44	75	109
EPS (元)	0.60	0.46	0.65	0.90

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	6.4%	-5.2%	40.6%	35.2%
营业利润	14.4%	3.0%	40.3%	40.0%
归属于母公司净利润	17.2%	1.3%	40.4%	39.3%
获利能力				
毛利率(%)	31.1%	32.5%	32.5%	32.5%
净利率(%)	16.1%	17.2%	17.2%	17.7%
ROE(%)	23.1%	5.5%	7.2%	9.2%
ROIC(%)	33.2%	14.7%	17.1%	19.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	40.5%	14.2%	17.0%	20.2%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.24	6.72	5.06	4.08
速动比率	1.92	6.35	4.71	3.72
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.41	0.37	0.44
应收账款周转率	3	2	3	3
应付账款周转率	2.86	2.38	3.21	3.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.46	0.65	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	-0.28	0.54	0.67
每股净资产(最新摊薄)	1.96	8.32	8.93	9.77
估值比率				
P/E	39.75	39.24	27.95	20.07
P/B	9.18	2.17	2.02	1.85
EV/EBITDA	33	40	23	16

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。