

垃圾发电异地扩张再下一城

动态报告/环保行业，中小盘

2014年1月16日

报告摘要：

● **事件概述：**公司发布公告，董事会决议公告通过了以下两个议案：1、《关于协议收购龙岩新东阳环保净化有限公司85.861%股权的议案》；2、《关于投资邳州太阳能发电二期2万千瓦项目的议案》。

● **新能源比重进一步增加；垃圾焚烧发电业务异地扩张再下一城。**邳州太阳能发电二期项目的建设将利用一期电网接入系统，进一步提升公司清洁能源比重，增符合公司的发展规划；新东阳环保2012年实现净利润197.8万元，其核心资产为按照2台300吨/日建设的炉排式垃圾焚烧发电机组（单炉实际处理能力约为350吨/日）；新东阳环保的股权收购，短期对公司业绩影响较为有限，但对公司进入龙岩以及福建市场具有战略意义，公司垃圾焚烧发电业务异地扩展迈开重要一步。

● **垃圾焚烧是解决“垃圾围城”的重要方向，十二五公司垃圾处理能力增长132%。**垃圾焚烧的减量效果最明显、无害化最彻底、且焚烧热量可以有效利用，是垃圾处理的重要方向，我国政府先后出台了一系列政策法规给予支持。按照十二五规划，到2015年全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力30.72万吨/日，较2010年增长243%，占无害化处理总能力的35%以上，东部地区占比达到48%以上。

公司目前已日处理垃圾能力6450吨，市场占有率为4%，处理能力全国排名第9位。未来随着东部垃圾发电厂（5000吨/日）、南山二期（800吨/日）以及宝安三期（2000吨/日）等项目的投产，公司垃圾处理能力也将增长超过120%达到14950吨/日。

● **布局新能源，十二五末新能源装机规模较目前增长90%。**2012年底公司建成投产江苏邳州3万千瓦光伏电站一期项目，实现了太阳能发电零的突破。该项目上网电价1.3元/度，盈利能力较强，预计全年利润超过1000万元。目前公司环保新能源项目投运装机47万千瓦，占公司全部装机的7.5%。新能源是公司发展的战略方向，公司将通过内生和外延收购，实现新能源装机容量的不断增长。预计到2015年，在不考虑收购的情况下，公司环保新能源装机将达到91万千瓦，较目前增长超过90%。

● **公司装机稳步提升，2016年较目前增长90%。**公司目前装机容量630万千瓦。随着滨海电厂（2*100万千瓦）、东部电厂二期（3*39万千瓦）以及环保新能源机组的逐步投产，预计到2015年公司装机容量达887万千瓦，较目前增长40%以上；公司现有项目总装机1215万千瓦，预计将于2016年前后逐步投产，较2012年增长90%以上。

● **风险提示：**煤炭、天然气价格出现超预期的上涨；电价下调。

盈利预测及投资建议

预计公司13~15年每股收益为0.49元、0.53元、0.65元；对应13~15年PE为10、10倍、8倍。公司是深圳市属综合排名第一的能源环保平台，有望最先受益于国有企业改革，并且将环保新能源业务发展潜力巨大，给予“强烈推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	12,828	11,153	11,775	14,768
增长率（%）	-10.83%	-13.06%	5.57%	25.42%
归属母公司股东净利润（百万元）	965	1302	1400	1720
增长率（%）	-14.21%	34.97%	7.49%	22.85%
每股收益（元）	0.37	0.49	0.53	0.65
PE	14	10	10	8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

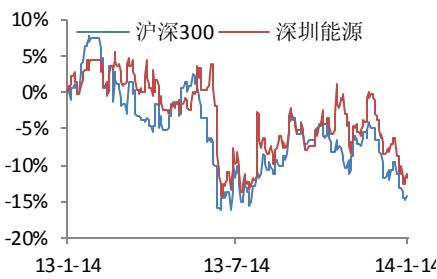
资料来源：民生证券研究院

强烈推荐 首次评级

合理估值： 7~8元

交易数据（2014-1-15）

收盘价（元）	5.17
近12个月最高/最低	6.18/5.03
总股本（百万股）	2,642.99
流通股本（百万股）	958.35
流通股比例%	36.26
总市值（亿元）	136.64
流通市值（亿元）	49.55

该股与沪深300走势比较

分析师
陶懿功

执业证书编号：S0100513070009
电话：(010)8512 7892
Email：taoyigong@mszq.com

分析师：陈亮

执业证书编号：S0100512090001
电话：(021) 60876722
Email：chenliangjs@mszq.com

分析师：林红垒

执业证书编号：S0100511060003
电话：(010)8512 7892
Email：linhonglei@mszq.com

相关研究

1、深度研究：《被遗忘的环保新能源股，低估电力蓝筹》2013/12/23

表 1：公司在运及在建垃圾发电厂统计

名称	处理能力 (吨/日)	权益比例	预计投产日期	位置
已投运				
1 南山垃圾发电厂	800	100%		深圳
2 盐田垃圾发电厂	450	100%		深圳
3 宝安垃圾发电厂	1200	100%		深圳
4 宝安二期	3000	100%		深圳
5 武汉新沟垃圾发电	1000	100%		武汉
小计	6450			
在建				
1 南山二期	800	100%	预计 2015 年	深圳
2 东部垃圾发电厂	5000	100%	预计 2015 年	深圳
3 宝安三期	2000	100%	预计 2016 年	深圳
小计	7800			
本次收购	新东阳环保	700	85.86%	
	总计	14950		

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

表 2: 公司环保新能源机组统计 (万千瓦)

地点	公司权益	机组类型	装机容量	权益	备注
在运:					
深能北控	内蒙古	100%	31.85	31.85	
义和塔拉		风电	15		
科右中旗		风电	4.95		
科右前旗		风电	4.95		
满洲里一期		风电	6.95		
邳州一期	邳州	100%	3	3	
深能环保		100%	12.4	12	
南山	深圳	垃圾发电	1.2		
盐田	深圳	垃圾发电	0.6		
宝安	深圳	垃圾发电	2.4		
宝安二期	深圳	垃圾发电	6		
武汉新沟	武汉	垃圾发电	2.2		
小计			47.25	47.25	
在建:					
深能北控	内蒙古	100%	风电	19.95	19.95
义和塔拉				15	
满洲里二期				4.95	
泗洪协合	江苏	70%	风电	4.95	3.47
邳州二期		100%	光伏	2	2
沛县协合	江苏	70%	光伏	2	1.4
内蒙镶黄旗	内蒙	100%	光伏	2	2
深能环保	深圳	100%		15	15
东部垃圾发电		100%	垃圾发电	9	9
宝安三期		100%	垃圾发电	4	4
南山二期		100%	垃圾发电	2	2
小计			43.9	41.82	
总计			91.15	89.07	

资料来源: 公司公司, 民生证券研究院整理

表 3: 公司控股装机统计 (万千瓦)

	地点	公司权益	机组类型	装机容量	机组类型	权益容量	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
在运:											
妈湾公司	深圳	85.58%	燃煤	184	4*30+2*32	157	184	184	184	184	184
广深沙角 B	深圳	64.77%	燃煤	70	2*35	45	70	70	70	70	70
河源电厂	河源	60.00%	燃煤	120	2*60	72	120	120	120	120	120
东部电厂	深圳	100%	燃气	117	3*39	117	117	117	117	117	117
东莞樟洋	东莞	51%	燃气	36	2*18	18	36	36	36	36	36
惠州丰达	惠州	51%	燃气	36	2*18	18	36	36	36	36	36
加纳安固所电厂	加纳	60%	燃气	20	2*10	12	20	20	20	20	20
北控风电	内蒙	100%	风电	31.85		32	31.85	31.85	31.85	31.85	31.85
能源环保	深圳/武汉	100%	垃圾发电	12.4		12	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4
邳州一期	邳州	100%	光伏	3			3	3	3	3	3
小计				630		485	630	630	630	630	630
在建:											
滨海电厂	深圳	100%	燃煤	200	2*100	200	0	0	0	100	200
东部电厂二期	深圳	100%	燃气	117	3*39	117	0	0	0	39	117
光明燃机电厂	深圳	100%	燃气	105	3*35	105	0	0	0	35	105
樟洋电厂二期	深圳	60%	燃气	117	3*39	70.2	0	0	0	39	117
北控风电	内蒙	100%	风电	19.95		19.95	0	0	20	20	20
泗洪协合	江苏	70%	风电	4.95		3.465			4.95	4.95	4.95
能源环保	内蒙	100%	垃圾发电	15		15	0	0	0	15	15
沛县协合	江苏	70%	光伏	2		1.4		0	0.6	1.5	2
邳州二期	邳州	100%	光伏	2		2			2	2	
内蒙镶黄旗	内蒙	100%	光伏	2		2			2	2	
小计				582.9		534		0	26	258	585
控制合计				1213		1019	630	630	656	889	1215
权益合计						1019	485	485	509	726	1021

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

表 9: 公司参股电厂统计 (万千瓦)

电厂名称	地点	公司权益	机组类型	装机容量	发电机组类型	权益容量
在运:						
西柏坡发电	河北	40%	煤电	120	4*30	48
国电深能华蓥山	四川	26%	煤电	60	2*30	15.75
满洲里热电	内蒙古	49%	煤电	40	2*20	19.6
小计				220		83.35
在建						
国电织金	贵州织金	49%	煤电	132	2*66	64.7
合计				352		148

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

表 4: 公司主营业务核心假设

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
控制合计 (万千瓦时)	630	630	656	889
控制权益合计(万千瓦时)	485	485	509	726
发电小时数	4055.85	3670.05	3798.37	3549.41
上网电量 (亿千瓦时)	255.62	231.31	249.08	315.42
发电业务收入 (百万元)	11798.87	10616.91	11238.41	14231.69
单位售电成本 (元/度)	0.3913	0.3695	0.3595	0.3707
单位燃料成本	0.3118	0.2900	0.2800	0.2912
发电业务成本 (百万元)	10002.25	8546.73	8954.36	11692.57
度电净利润 (元/度)	0.0220	0.0367	0.0381	0.0316
电力业务净利润 (百万元)	562.29	849.83	949.37	996.47
垃圾处理量 (吨/日)	2450	6450	7150	14250
营业外收入 (百万元)	665.46	823.79	845.53	1282.43
政府补助	505.39	734.74	755.48	1191.38
燃气燃油加工费补贴收入	459.82	691.26	712.00	1137.69
垃圾发电增值税退税	12.30	10.21	10.21	20.42
天然气进口环节增值税税收返还	33.27	33.27	33.27	33.27
营业外收入贡献净利润	499.10	617.84	634.15	961.82
营业总收入 (百万元)	12335.29	11153.33	11774.83	14768.11
营业总成本 (百万元)	10394.54	8939.02	9346.65	12084.86
公司净利润 (百万元)	1133.79	1540.46	1655.36	2032.32
少数股东权益	171.64	233.21	250.60	307.67
归属于母公司所有者的净利润	962.15	1307.26	1404.76	1724.66
每股收益 (导出)	0.37	0.49	0.53	0.65

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

表 5: 各火电公司市净率

股票代码	公司名称	股价	每股净资产	市净率
000027.SZ	深圳能源	5.17	6.03	0.86
000539.SZ	粤电力 A	4.56	4.22	1.08
000543.SZ	皖能电力	6.80	6.01	1.13
000600.SZ	建投能源	4.61	3.74	1.23
000601.SZ	韶能股份	5.16	3.58	1.44
000690.SZ	宝新能源	4.93	2.54	1.94
000767.SZ	漳泽电力	2.80	1.99	1.40
000875.SZ	吉电股份	2.56	2.57	0.99
000899.SZ	赣能股份	4.75	2.59	1.83
000966.SZ	长源电力	5.94	3.46	1.72
001896.SZ	豫能控股	5.89	1.37	4.31
600011.SH	华能国际	4.77	4.31	1.11
600021.SH	上海电力	4.50	3.63	1.24
600023.SH	浙能电力	6.05	3.65	1.66
600027.SH	华电国际	2.87	2.95	0.97
600098.SH	广州发展	4.81	4.81	1.00
600452.SH	涪陵电力	8.16	2.64	3.10
600642.SH	申能股份	4.19	4.54	0.92
600726.SH	华电能源	2.42	1.40	1.73
600744.SH	华银电力	3.04	1.78	1.71
600780.SH	通宝能源	4.67	3.29	1.42
600795.SH	国电电力	2.27	2.19	1.04
600863.SH	内蒙华电	3.03	2.80	1.08
600886.SH	国投电力	4.06	2.60	1.56
601991.SH	大唐发电	3.89	3.31	1.17
平均				1.51

资料来源: wind, 民生证券研究院整理

表 6: 可比火电公司盈利预测及估值

代码	名称	收盘价	EPS			PE		
			2013E	2014E	2015E	2013	2014	2015
000027.SZ	深圳能源	5.17	0.49	0.53	0.65	10	10	8
000539.SZ	粤电力 A	4.56	0.69	0.62	0.63	7	7	7
000543.SZ	皖能电力	6.80	1.02	1.06	1.35	7	6	5
000690.SZ	宝新能源	4.93	0.71	0.63	0.66	7	8	7
000966.SZ	长源电力	5.94	0.48	0.82	0.89	12	7	7
600011.SH	华能国际	4.77	0.84	0.76	0.87	6	6	5
600021.SH	上海电力	4.50	0.55	0.57	0.73	8	8	6
600027.SH	华电国际	2.87	0.48	0.40	0.40	6	7	7
600098.SH	广州发展	4.81	0.39	0.49	0.55	12	10	9
600780.SH	通宝能源	4.67	0.36	0.47	0.52	13	10	9
600795.SH	国电电力	2.27	0.39	0.38	0.44	6	6	5
600863.SH	内蒙华电	3.03	0.43	0.43	0.51	7	7	6
600886.SH	国投电力	4.06	0.47	0.60	0.72	9	7	6
601991.SH	大唐发电	3.89	0.35	0.38	0.50	11	10	8
平均						9	8	7

资料来源: wind, 民生证券研究院整理

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	12828	11153	11775	14768
减：营业成本	10678	8939	9347	12085
营业税金及附加	131	114	120	151
销售费用	76	67	71	89
管理费用	489	418	442	554
财务费用	442	380	429	457
资产减值损失	12	12	12	12
加：投资收益	(39)	0	0	0
二、营业利润	960	1224	1355	1421
加：营业外收支净额	654	824	846	1282
三、利润总额	1614	2047	2201	2703
减：所得税费用	477	512	550	676
四、净利润	1136	1535	1650	2027
归属于母公司的利润	965	1302	1400	1720
五、基本每股收益(元)	0.37	0.49	0.53	0.65

主要财务指标

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	5.96	5.37	5.09	4.44
成长能力:				
营业收入同比	-10.8%	-13.06%	5.6%	25.42%
营业利润同比	-2.30%	11.11%	7.3%	14.77%
净利润同比	-3.92%	35.11%	7.5%	22.84%
营运能力:				
应收账款周转率	9.26	7.60	7.04	8.77
存货周转率	8.27	8.19	6.36	5.37
总资产周转率	0.41	0.34	0.34	0.39
盈利能力与收益质量:				
毛利率	16.76%	19.85%	20.6%	18.17%
净利率	8.86%	13.77%	14.0%	13.73%
总资产净利率 ROA	6.52%	7.45%	7.6%	8.39%
净资产收益率 ROE	6.36%	8.11%	8.2%	9.45%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.01	1.45	1.53	1.57
资产负债率	44.12%	42.51%	42.5%	43.09%
长期借款/总负债	33.66%	51.87%	52.2%	50.43%
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.49	0.53	0.65
每股经营现金流量	1.00	1.00	1.01	1.17
每股净资产	6.64	7.07	7.52	8.09

资料来源：民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	2528	2829	3248	4033
应收票据	0	10	12	12
应收账款	1385	1458	1660	1672
预付账款	244	267	317	489
其他应收款	105	109	117	166
存货	1292	1092	1469	2250
其他流动资产	3249	3249	3249	3249
流动资产合计	8811	9023	10081	11880
长期股权投资	2925	2925	2925	2925
固定资产	13503	14592	15814	17181
在建工程	2088	2296	2526	2779
无形资产	3037	3219	3412	3617
其他非流动资产	585	585	585	585
非流动资产合计	22,593	23,463	24,486	25,684
资产总计	31,405	32,486	34,568	37,563
短期借款	2,390	2,533	2,685	2,846
应付票据	0	87	112	181
应付账款	1296	1001	1292	2077
预收账款	239	292	345	499
其他应付款	1541	1541	1541	1541
应交税费	632	632	632	632
其他流动负债	2652	2652	2652	2652
流动负债合计	8749	6204	6574	7581
长期借款	4663	7163	7663	8163
其他非流动负债	5106	7606	8106	8606
非流动负债合计	5106	7606	8106	8606
负债合计	13856	13810	14680	16187
股本	2643	2643	2643	2643
资本公积	4460	4460	4460	4460
留存收益	8066	8960	9921	11101
少数股东权益	2380	2613	2864	3172
所有者权益合计	17,549	18,676	19,888	21,376
负债和股东权益合计	31,405	32,486	34,568	37,563

现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	2647	2650	2671	3087
投资活动现金流量	(1606)	(1679)	(1892)	(1817)
筹资活动现金流量	(449)	(670)	(359)	(486)
现金及等价物净增加	584	301	419	784

分析师及研究助理简介

陈亮：毕业于中国农业大学。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。2008年进入证券业从事煤炭行业研究，先后在平安、光大、广发等证券研究所就职。2012年加入民生证券。2009-2011年连续三年上榜新财富煤炭行业最佳分析师。

林红垒：采矿工程学学士，经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2011年4月加盟民生证券研究所。

陶贻功：中国矿业大学煤化工学士、选矿学硕士，2011年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。