

问渠那得清如许，为有东江活水来

——郴电国际（600969）深度报告

2014 年 05 月 30 日

强烈推荐/维持

郴电国际

深度报告

报告摘要：

- **十年一剑，终获东江水库取水权。**自 2000 年开始，公司就致力于将湖南郴州东江水库优质水源引到长株潭衡郴，为此公司邀请专家编制《长株潭衡郴直饮水工程预可行性研究报告》，并获得了郴州、湘潭市的支持，但因工程设计面太广，执行难度较大，项目被暂停。2013 年，在郴州市政府的支持下，公司上报的 30 万立方/日东江引水工程获得省发改委的审批，公司终于获得水质不亚于密云水库、千岛湖的东江水库取水权。
- **东江引水工程对郴州市及公司意义重大。**根据郴州市的规划，未来将致力于推动“郴资桂”城镇群的建设，到 2030 年中心城区人口将达 100 万，供水需求量达 80 万立方/日。但目前郴州地下水位、水质下降，迫切需要有新的供水点。公司水务业务也迎来的大发展期：经过 3 年的建设期，到 2017 年公司供水能力将由目前的 32 万立方/日提升至 62 万立方/日；自 12 年后，公司一直没有调整水价，预计今明两年将补偿性的上调水价，带动供水业务盈利增长；郴州市将第二、第四污水厂交由公司建设、运营，未来公司将成为郴州市供、排水一体化公司。
- **受益于郴州市大发展，网内电力销售有望持续增长。**根据郴州“十二五”规划，未来公司将致力于推动有色金属加工、制造业、战略性新兴产业的发展，预计未来年均 GDP 增速将达 11.6%，有望带动公司售电量的增长。
- **继续加大工业气体、余热发电拓展力度。**公司立足于电网运营，在输配电及自备电厂发电并网上具有先天优势，可以为工业气体、余热发电客户提供附加的输配电管理业务；公司从 04 年开始从事工业气体业务，管理经验丰富，毛利率保持在 45%以上，盈利能力远高于行业其它公司。
- **公司盈利预测及投资评级。**公司通过 10 余年的不断努力，取得了东江水库优质水源地的开发权，打开了公司未来业务拓展的空间。预计公司 2014 年-2016 年 EPS 0.78 元 0.98 元和 1.27 元，对应 PE 16、13 和 10 倍。公司已经开始从地方性电网运营公司转型成为电网、水务、工业气体、清洁能源利用的环保类公司，公司的成长空间已经打开，未来 5 年利润复合增长率 20%，给予公司 6 个月目标价 15.6 元、“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1,855.7	2,095.9	2,195.9	2,513.7	2,790.1
增长率（%）		13%	5%	14%	11%
净利润（百万元）	141.7	150.8	165.4	265.9	322.9
增长率（%）		6.4%	9.7%	60.8%	21.4%
净资产收益率（%）	13.4%	11.5%	10.1%	11.5%	10.8%
每股收益(元)	0.43	0.52	0.60	0.78	0.98
PE	29	23	20	16	13
PB	2.2	1.8	1.4	1.2	1.1

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

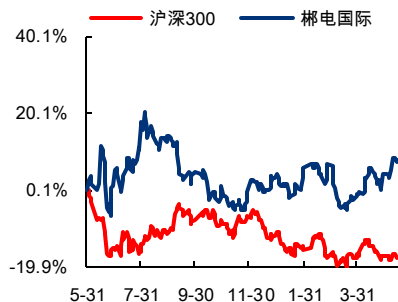
执业证书编号：

S1480513050002

交易数据

52 周股价区间（元）	12.51-11.07
总市值（亿元）	26.3
流通市值（亿元）	26.3
总股本/流通 A 股（万股）	21027/21027
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.03

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《郴电国际（600969）：取得郴州供水特许经营权》2014-04-30

目 录

1. 湘南电力、水务及工业气体公司	4
1.1 地方电网公司	4
1.2 郴州电网、水务、外埠工业气业务三分	4
2. 2.8 亿居民使用不安全饮用水，优质水源资源价值凸显	6
2.1 居民饮用水频受污染，兰州事件拷问水源地安全	6
2.2 全国 2.8 亿居民使用不安全饮用水，多种原因造成	6
2.3 优质水源地是稀缺资源，目前饮用水企业在全国范围内抢占水源点	9
3. 十年一剑，终获得“水矿”取水权	11
3.1 湘南明珠——可直饮的东江湖水	11
3.2 郴电国际 10 年一剑，抢占优质“水矿”资源	12
3.3 郴-资-桂城镇群远期总用水量 80 万立方/日，用水紧张	13
3.4 东江引水工程	16
3.5 湖南的后备水源地，长株潭衡郴直饮工程仍有启动的可能	17
4. 东江饮水项目推动公司自来水业务量价齐升	19
4.1 自来水业务稳定增长	19
4.2 未来郴州地区水价上调是大概率事件	19
4.3 东江饮水工程投产后，公司自来水供水能力将大幅增长	20
4.4 郴州已经将第二、第四污水厂交给公司运营	21
5. 电网业务：基于有色金属之乡，需求稳定增长	21
5.1 郴州工业大发展，带动网内电力需求持续增加	21
6. 受益于工业气体外包行业大发展	22
6.1 国内工业气体分离外包市场空间广阔	23
6.2 持续在外埠拓展工业气体项目	24
6.3 先天优势奠定空分高盈利能力	24
6.4 停产项目提前复产	25
7. 持续加码清洁能源业务	25
7.1 小水电投产可为公司贡献净利 1400 万元	25
7.2 基于电网基础，发展节能环保业务	26
8. 参股子公司与飞利浦合作建设 LED 路灯生产基地，覆盖中南地区	26
9. 盈利预测及估值	27

表格目录

表 1:国内饮用水-矿泉水 10 大品牌水源地表（剔除纯净水）	10
表 2:子公司自来水公司收入结构表	19
表 3:与周边县市相比，调整后郴州水价也不具有优势，预计后期将再次上调水价	20
表 4:自来水公司盈利预测	20
表 5:电网业务盈利预测表	22
表 6:新型煤化工是氧气需求大户	23

表 7:郴电国际目前工业气体空分处理能力达 125500Nm ³ /h	24
表 8:工业气体业务收入表	25
表 9:停产影响表	25
表 10:部分省市自备电厂上网电价（元/kwh）	26
表 11: 郴电国际盈利预测表.....	28
表 12: 公司盈利预测表	29

插图目录

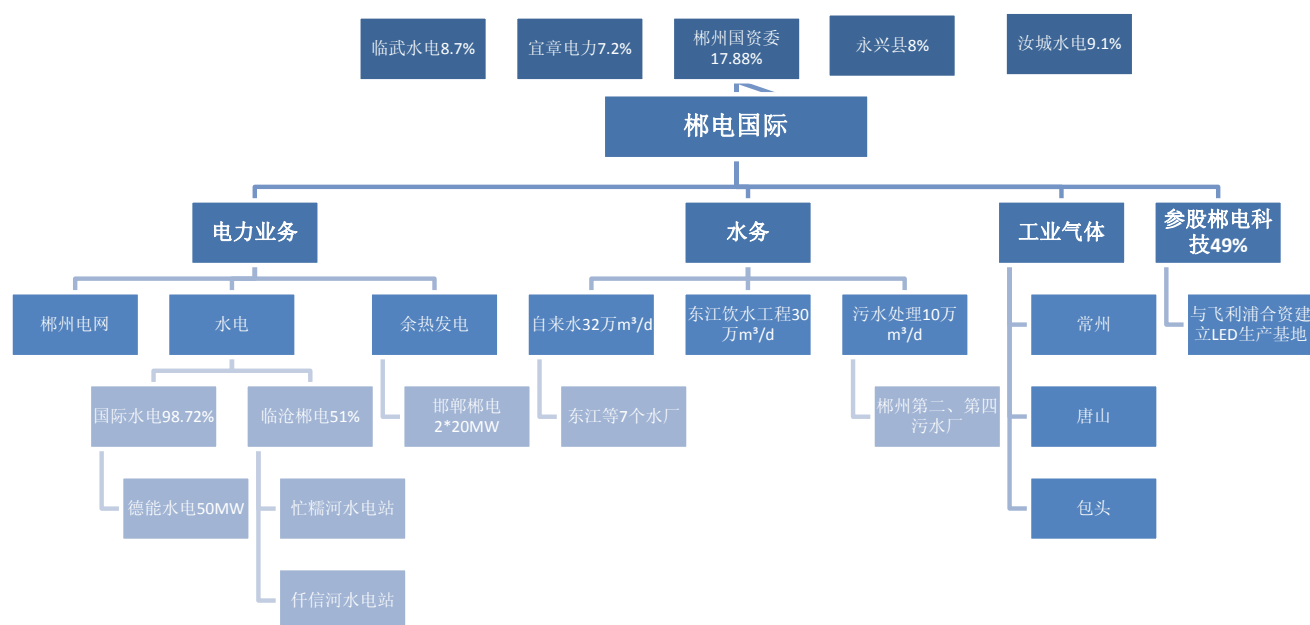
图 1: 公司组织结构图	4
图 2: 公司主营业务收入结构	5
图 3: 公司主营业务毛利占比	5
图 4: 2010-2014 年全国重大自来水污染事件	6
图 5: 饮水安全值得重视	7
图 6:全国地表水控断面总体轻质污染	7
图 7:地下水良好及以上仅占 40%	7
图 8: 瓶装饮用水产量年均增长 30%以上	9
图 9: 东江湖位于湖南南部，据郴州城区 30 公里	11
图 10: 东江湖综合营养状态指数仅次于泸沽湖、抚仙湖	12
图 11: 郴州城镇群规划图	14
图 12: 郴州地区仅有东江水库为 2 类水质，其余均在 3 类以上	15
图 13: 东江大坝坝高 157 米，水位高 285 米	16
图 14: 取水口高 280m，通过压差可直接流至长沙	17
图 15: 东江引水工程可以覆盖长株潭衡郴 5 市	17
图 16: GDP 增速超过 15%	21
图 17: 工业占比超过 55%	21

1. 湘南电力、水务及工业气体公司

1.1 地方电网公司

郴电国际是湖南省郴州市国资委下属电力及水务运营企业, 郴州国资委持有公司 17.88% 的股份, 郴州下属汝城、临武、宜章、永兴县的水电局、财政局持有公司 4%-9.1% 不等的股份, 合计持有公司 50.98% 的股份。

图 1: 公司组织结构图



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

1.2 郴州电网、水务、外埠工业气业务三分

公司主要有三个主营业务: 电力、水务及工业气体。

■ 电力:

- **电网:** 网内发电装机容量 826Mw (其中水电 730Mw、火电 96Mw), 拥有 110KV 及以上变电站 27 座、主变容量 758MVA; 35kv 变电站 51 座, 主变容量 303MVA。供电面积 12602KM, 承担郴州城区 85% 及北湖、苏仙、宜章、永兴等县电网运营, 每年售电量 30 亿 kwh 左右, 电力销售收入 17 亿元左右。
- **水电:** 子公司郴州国际水电下属德能水电装机容量 50Mw; 子公司临沧郴电水电投资下属忙糯河、仟信河水电站合计装机 22.6Mw。
- **余热发电:** 子公司郴郴郴电能源余热发电业务, 装机 2*20Mw, 已于 13 年 6 月投产。

■ 水务:

- **自来水:** 2010 年公司收购南方水务持有的郴州自来水公司 100% 股份, 后者拥有郴州城区东江、山河、北湖、南湖、海泉、仙岭、柿竹园 7 个水厂, 合计日供水能力 32 万吨。
- **东江引水工程:** 30 万立方/日东江引水工程已经获得湖南省发改委的审批, 目前开展前期工作, 预计将于 17 年前后投产。该项目建成后直供自来水公司山河水厂, 大幅增加自来水公司供水能力。
- **污水处理:** 2013 年 9 月, 郴州市政府将第二、第四污水处理厂交由郴电国际城建和运营, 前期规模 10 万立方/日, 远期规模 32 万立方/日。

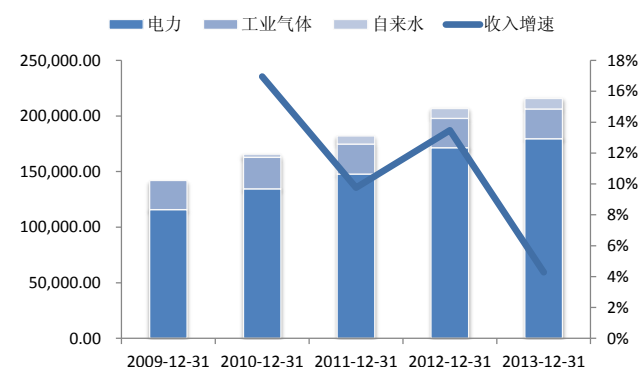
■ 工业气体:

公司全资子公司湖南汇银国际投资在常州、唐山、包头 (其下属包头和秦皇岛两个) 投资四个工业气体处理项目, 2011-2013 年业务收入在 2.6-2.7 亿元之间。

■ 参股子公司郴电科技与飞利浦合资建设 LED 产品生产基地

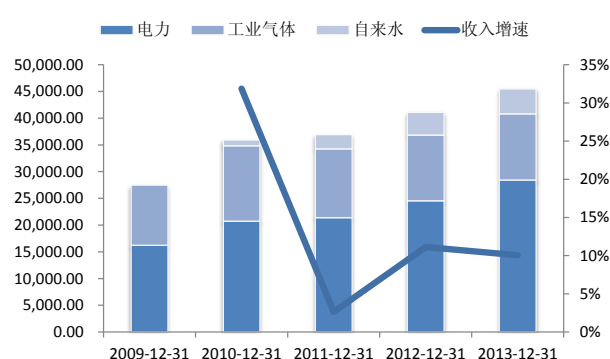
郴电科技是一家电能表、变压器制造企业、数控钣金制造及高低压成套设备制造企业, 2013 年 3 月, 飞利浦与郴电科技在郴州签署飞利浦——郴电科技中南联合生产基地项目、经销商合作项目两个合作协议, 战略合作框架主要包含两个方面的内容: 一是组建飞利浦 LED 照明产品的中南联合生产平台, 项目承办方郴州郴电科技有限公司在郴州出口加工区 (郴州高新技术产业园区) 投资建设飞利浦——郴电科技中南联合生产基地, 进行 LED 产品生产; 二是共同探讨推广道路照明节能减排。

图 2: 公司主营业务收入结构



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 3: 公司主营业务毛利占比



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2. 2.8 亿居民使用不安全饮用水, 优质水源资源价值凸显

2.1 居民饮用水频受污染, 兰州事件拷问水源地安全

4月11日, 兰州市威立雅水务集团公司出厂水严重超标。检测显示, 4月10日17时出厂水苯含量高达118微克/升, 22时自流沟苯含量为170微克/升, 11日凌晨2时检测值为200微克/升, 均远超出国家限值的10微克/升。12日, 兰州官方通报称, 此次自来水苯超标的源头是中国石油天然气公司兰州石化分公司一条管道发生泄漏, 污染了供水企业的自流沟所致。本次自来水苯超标导致兰州全城自来水大范围停水, 居民恐慌性的抢购瓶装水。

新华网武汉4月23日电: 武汉市政府应急办23日晚发布消息称, 汉江武汉段水质出现氨氮超标, 受此影响, 当晚汉江武汉段两大水厂均已紧急停产, 全市260平方公里面积停止供水, 30多万居民、数百家食品加工企业用水受影响。目前武汉相关部门每小时监测一次水质, 出厂水质不达标严禁进入供水管网。湖北省环保厅、武汉市环保局正在排查污染源。

国内城镇自来水厂大多从河流取水, 当遭遇洪水、企业偷排的情况出现时, 河流被污染往往导致自来水水源污染, 并导致城市大规模停水。我们在网上查询了自2010年以来有几十起水源点污染导致居民饮用水污染的事件, 自来水污染事件频发, 严重拷问居民饮用水水源安全。

图4: 2010-2014年全国重大自来水污染事件



资料来源: 东兴证券研究所, 中国青年报制图

2.2 全国 2.8 亿居民使用不安全饮用水, 多种原因造成

2014年3月15日, 环境保护部发布中国人群环境暴露行为模式研究成果, 在报告中披露全国有2.8亿居民使用不安全饮用水。

图 5: 饮水安全值得重视

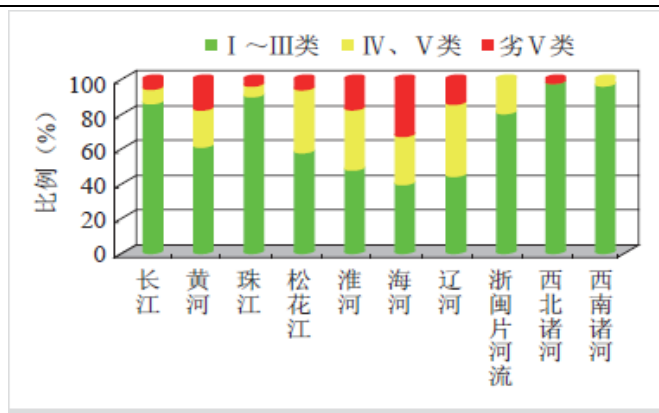


资料来源: 东兴证券研究所, 百度图片

1、水体污染严重, 地表水良好率不足 43%, 地下水良好率不足 40%。

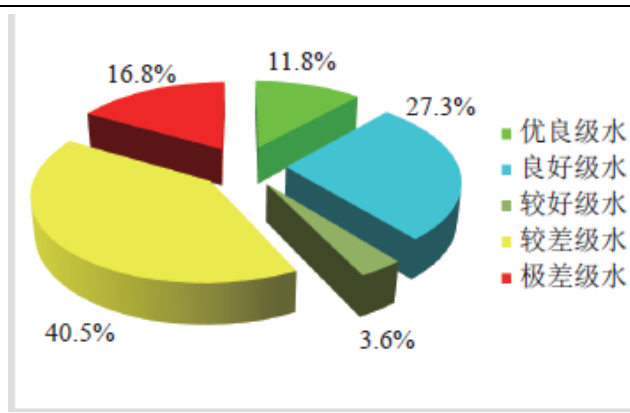
根据环保部发布的《2012 年中国环境状况公告》披露: 我国长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河、浙闽片河流、西南诸河和西北诸河等十大流域的国控断面中, I~III类、IV~V类和劣V类水质的断面比例分别为 68.9%、20.9%和 10.2%。珠江流域、西南诸河和西北诸河水质优, 长江和浙闽片河流水质良好, 黄河、松花江、淮河和辽河为轻度污染, 海河为中度污染。在监测的 60 个湖泊(水库)中, 富营养化状态的湖泊(水库)占 25.0%, 其中, 轻度富营养状态和中度富营养状态的湖泊(水库)比例分别为 18.3%和 6.7%。在 198 个城市 4929 个地下水监测点位中, 优良-良好-较好水质的监测点比例为 42.7%, 较差-极差水质的监测点比例为 57.3%。而在地下水中, 优良、良好级水质占比为 11.8%和 27.3%, 合计占比不到 40%; 较差水质和极差水质占比分别为 40.5%和 16.8%。

图 6:全国地表水控断面总体轻质污染



资料来源: 2012 年中国环境公告, 东兴证券研究所

图 7:地下水良好及以上仅占 40%



资料来源: 2012 年中国环境公告, 东兴证券研究所

2014 年第 15 周 (4 月 7 日~4 月 13 日), 全国主要水系 131 个重点断面水质自动监测站八项指标 (水温、pH、浊度、溶解氧、电导率、高锰酸盐指数、氨氮和总有机碳) 的监测结果表明: I~III 类水质的断面为 103 个, 占 81%; IV 类水质的断面为 12 个, 占 9%; V 类水质的断面为 5 个, 占 4%; 劣 V 类水质的断面为 7 个, 占 6%。其中 I 类水质的断面仅有 7 个, 分别是官厅水库、丹江口水库、抚仙湖、梁子湖、鸭绿江、嘉陵江等。

自来水的水源要求是一类和二类水, 但这些优质水源太少了, 才允许选用三类水。在地下水中仅有 40% 可用于居民自来水, 而华北地区淮河、海河等流域地表水仅有 40% 可用于自来水取水。

2、自来水深度处理率不到 10%

传统工艺不足以满足自来水新标准要求。传统水处理工艺 1902 年诞生于比利时, 被业内人称为经典“四部曲”——絮凝 (加聚合氯化铝)、沉淀、过滤 (通过石英砂、卵石等)、消毒 (加氯气等)。传统工艺主要杀灭水中微生物、细菌, 但对重金属离子和有机化合物处理能力有限。

所谓深度处理, 指的是通过臭氧、活性炭等技术, 清除各类有机、无机化合物, 使污染水达标, 最终实现直饮。与此相对应的是传统水处理工艺, 即絮凝 (加聚合氯化铝)、沉淀、过滤 (通过石英砂、卵石等)、消毒 (加氯气等)。两者的区别在于传统工艺主要处理灭杀水中微生物, 而深度处理还可以解决重金属离子和有机化合物污染。

2012 年 7 月 1 日起, 新国标《生活饮用水卫生标准》(GB5749-2006) 将开始强制执行, 明确要求生活饮用水需达到 106 项水质检测标准。新国标的指标由 35 项提高到 106 项, 与世界上最严的欧盟水质标准基本持平。

但截至今日, 全国能够符合新国标要求的水厂屈指可数。国家城市给排水工程技术研究中心总工程师郑兴灿指出, 即便在新国标 106 项标准, 并不是所有地区都能做到, 少数只能做到 10 项或 40 项, 目前做到深度处理的水厂不到 2%。另外, 刘文君提供了另外一个数据: 现在有不少水厂采用的臭氧活性炭深度处理工艺, 处理工艺的规模占城市供水规模的 10% 左右。也就是说, 即使比例都提升至 10%, 仍意味着 90% 的水处理无法排除被有机化合物或重金属污染的风险。

3、重金属污染严重, 一般处理方法很难处理自来水中的重金属

中国水体污染主要是由于高速工业化带来的工业污染, 其中工业污染很重要的一点就是重金属污染。2014 年 4 月, 环保部发布中国土壤污染状况公报, 全国土壤总的超标率为 16.1%, 其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5% 和 1.1%。污染类型以无机型为主, 有机型次之, 复合型污染比重较小, 无机污染物超标点位占全部超标点位的 82.8%。其中重金属镉、汞、砷、铜、铅、铬、锌、镍 8 种无机污染物点位超标率分别为 7.0%、1.6%、2.7%、2.1%、1.5%、1.1%、0.9%、4.8%。

重金属在分子量上一般是在 50、100、200 道尔顿左右, 都是在一百上下的分子量, 是非常微小的。传统的絮凝-沉淀以及臭氧、活性炭较难处理水中的重金属, 只有反

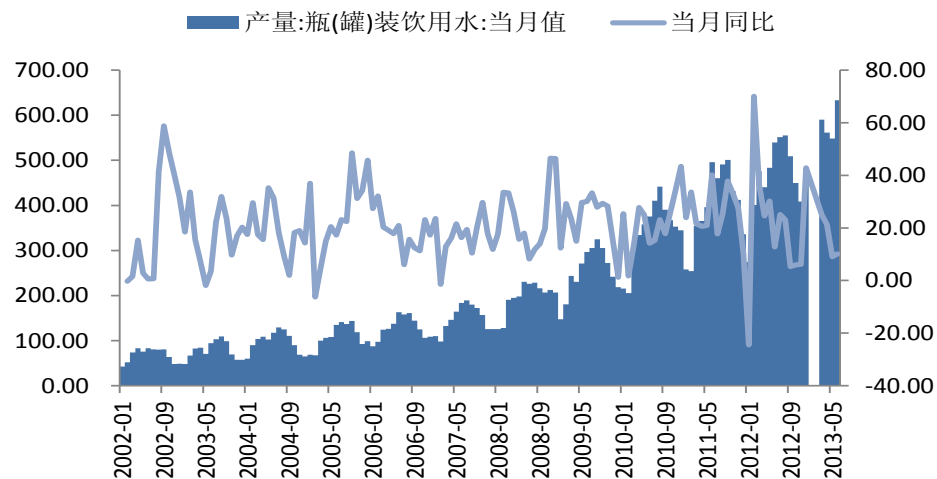
渗透才能够有效的去除分子量在 100 道尔顿左右数量级的超微细的离子颗粒。

因此在水污染严重的中国, 很难依赖自来水厂的处理来实现饮水安全, 只有水源地的水质优良才是重要的依靠, 水质好才是真的好。

2.3 优质水源是稀缺资源, 目前饮用水企业在全国范围内抢占水源点

由于居民对自来水安全心存疑虑, 近年来国内瓶(桶)装水销量持续大幅增长, 截至 2013 年 6 月, 全国瓶装饮用水销量达 633 万吨/月, 同比增长 10%, 从 2002 年以来, 增速持续保持在 30%左右的水平。

图 8: 瓶装饮用水产量年均增长 30%以上



资料来源: 东兴证券研究所, wind

矿泉水公司在国内抢占水源点

瓶装饮用水公司的举动反应了居民的饮水偏好, 传统的纯净水由于缺少人体所需的元素, 近年来销量已经被矿泉水公司超过。这两年恒大冰泉、昆仑山、西藏 5100、农夫山泉持续通过广告向客户宣扬水源点无污染、水源的稀缺性, 其销售策略已经取得了消费者的认同。在港股上市的西藏 5100 (1115.HK) 2013 年实现销售收入 7.8 亿元, YOY15%, 毛利率达 73%、净利率 56%。

- 1、国内的主要品牌昆仑山、西藏 5100、恒大冰泉及农夫山泉都在向人迹罕至的青海、西藏、长白山等地寻找水源。
- 2、湖泊和地表水质较好的千岛湖、丹江口水库、玛纳斯已经成为农夫山泉的取水点。
- 3、青岛崂山凭借其百年历史的崂山矿泉水经久不息。

因此我们可以推断未来国内优质水源点将成为市场争夺的焦点, 优质水源点的市场价值将得到凸显。

表 1:国内饮用水-矿泉水 10 大品牌水源地表（剔除纯净水）

矿泉水品牌	水源地	类型
昆仑山	青海昆仑山 6178 米的玉珠峰	雪山融水
西藏 5100	西藏念青唐古拉山脉 5100 米	矿泉水
崂山	青岛崂山仰口东麓、海拔 570 米的竹岚山	矿泉水
恒大冰泉	黑龙江白山市靖宇县和抚松县银龙泉水	矿泉水
井田百岁山	广东罗浮山脉的百岁山	矿泉水
农夫山泉	广州万绿湖	地表水
	湖北丹江口	地表水
	浙江千岛湖	地表水
	新疆天山玛纳斯	地表水
	四川峨眉山	地表水
	陕西太白山	地表水
	吉林长白山	矿泉水

资料来源：东兴证券研究所整理

3. 十年一剑，终获得“水矿”取水权

3.1 湘南明珠—可直饮的东江湖水

“一坝锁东江，高峡出平湖”。东江湖位于湖南省郴州市资兴市境内，处于湘江水系来水支流上游，东江湖是国家“六五”重点能源工程——“东江水电站”的蓄水水库。东江湖正常蓄水位 285 米，水面面积 160 平方公里，蓄水 81.2 亿立方米，誉称“南洞庭”，是我国中南地区目前最大的人工湖泊。流域涉及宜章、汝城、桂东及资兴“三县一市”52 个乡镇约 60.41 万人，其中水面 95% 处于资兴市内，距离郴州市区约 40 公里。

图 9：东江湖位于湖南南部，据郴州城区 30 公里



资料来源：东兴证券研究所，百度地图

东江湖水质优良：

东江湖水质优良，水体总体达到国家地表水 II 类标准，其中一级保护区水质长年保持国家地表水 I 类标准，即东江湖水不经过净化处理，就可直接饮用。从 2001 年开始，东江湖就被列为重点保护单位，2013 年被列入国家重点流域和水资源生态补偿试点，目前是国家 AAAA 级旅游景区、国家湿地公园、国家风景名胜区、湖南省“两型”社会建设战略水源地、国家重点流域和水资源生态补偿点。

- 2001 年湖南省出台《东江湖水环境保护条例》，将东江湖流域水环境保护范围划分为一级保护区、二级保护区和准保护区。

其中一级保护区的范围：

- 小东江水库大坝至东江水库大坝之间的水域。
- 东江水库大坝至兜率岩岛之间，南部以兜率岩岛山脊线南端与对岸磨刀石的连线为界，北部以兜率岩岛山脊线北端与东江木材厂集材场 1 号码头之间的连线为界

的水域。

➤ 与上述（一）、（二）项水域水面相连的第一层山脊线向水坡地。

■ 2013年5月，东江湖被国家发改委纳入国家重点流域和水资源生态补偿试点，一同被纳入试点的还有广东、福建、四川和河北省的另外4座水库。

生态补偿是指在综合考虑生态保护成本、发展机会成本和生态服务价值的基础上，采取财政转移支付或市场交易等方式，对生态保护者给予合理补偿。这是明确界定生态保护者与受益者权利义务，使生态保护经济外部性内部化的公共制度安排。

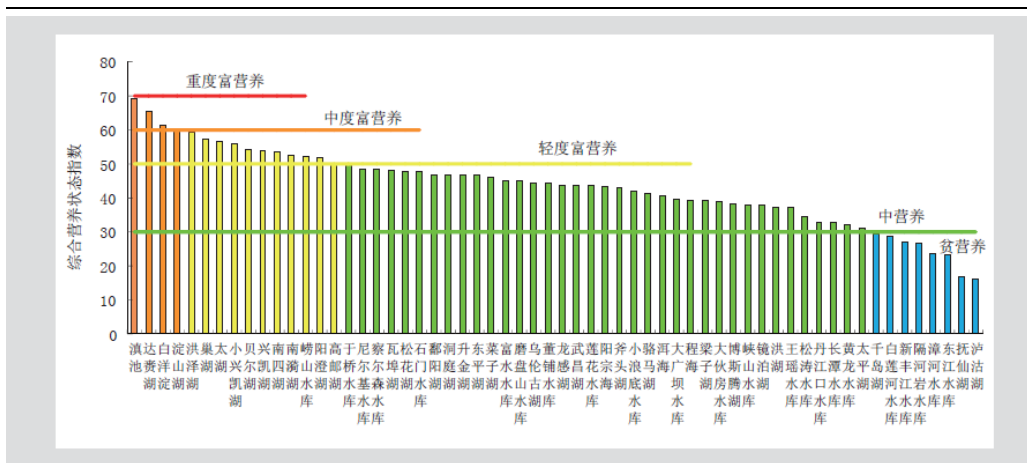
东江湖纳入国家生态补偿试点后，国家将在东江湖开展多元化补偿方式探索和试点工作，包括充分应用经济手段和法律手段，探索多元化生态补偿方式；搭建协商平台，完善支持政策，引导和鼓励开发地区、受益地区与生态保护地区、流域上游与下游通过自愿协商建立横向补偿关系，采取资金补助、对口协作、产业转移、人才培养、共建园区等方式实施横向生态补偿；积极运用碳汇交易、排污权交易、水权交易、生态产品服务标志等补偿方式，探索市场化补偿模式，拓宽资金渠道。

环保部披露的2013年上半年全国环境质量状况：东江水库总体水质与南水北调的丹江口水库和北京密云水库均为地表水Ⅱ类水质，而一级保护区内水质为Ⅰ类水质，与千岛湖等地一致。

➤ 2013年上半年，监测的27个重要水库中，莲花水库水质劣于Ⅲ类水质。长潭水库、千岛湖、石门水库、太平湖、新丰江水库、漳水库为Ⅰ类，丹江口水库、**东江水库**、隔河岩水库、黄龙滩水库、密云水库、松涛水库、大伙房水库为Ⅱ类。

《2012年中国环境状况》公告：东江水库综合营养状况为“贫营养”，仅次于泸沽湖和抚仙湖。

图 10：东江湖综合营养状态指数仅次于泸沽湖、抚仙湖



资料来源：东兴证券研究所、2012 中国环境状况公告

3.2 郴电国际 10 年一剑，抢占优质“水矿”资源

一直以来，郴电国际就在寻求对东江湖优质水源地的开发。从 2000 年开始，子公司

郴州自来水集团前身南方水务就提出长株潭衡郴分质供水项目，南方水务牵头邀请湖南大学、省建筑设计院专家共同编制了《长株潭衡郴直饮水工程预可研报告》，希望建设管网将东江湖水引到长株潭衡郴等市，供居民生活饮用水。但因执行难度较大，暂时被搁置，在郴电国际完成对郴州自来水公司收购后，将 30 万立方/日东江水库引水至郴州项目立项，在郴州市政府的支持下，于 2013 年 9 月获得湖南省发改委审批。

时间表如下：

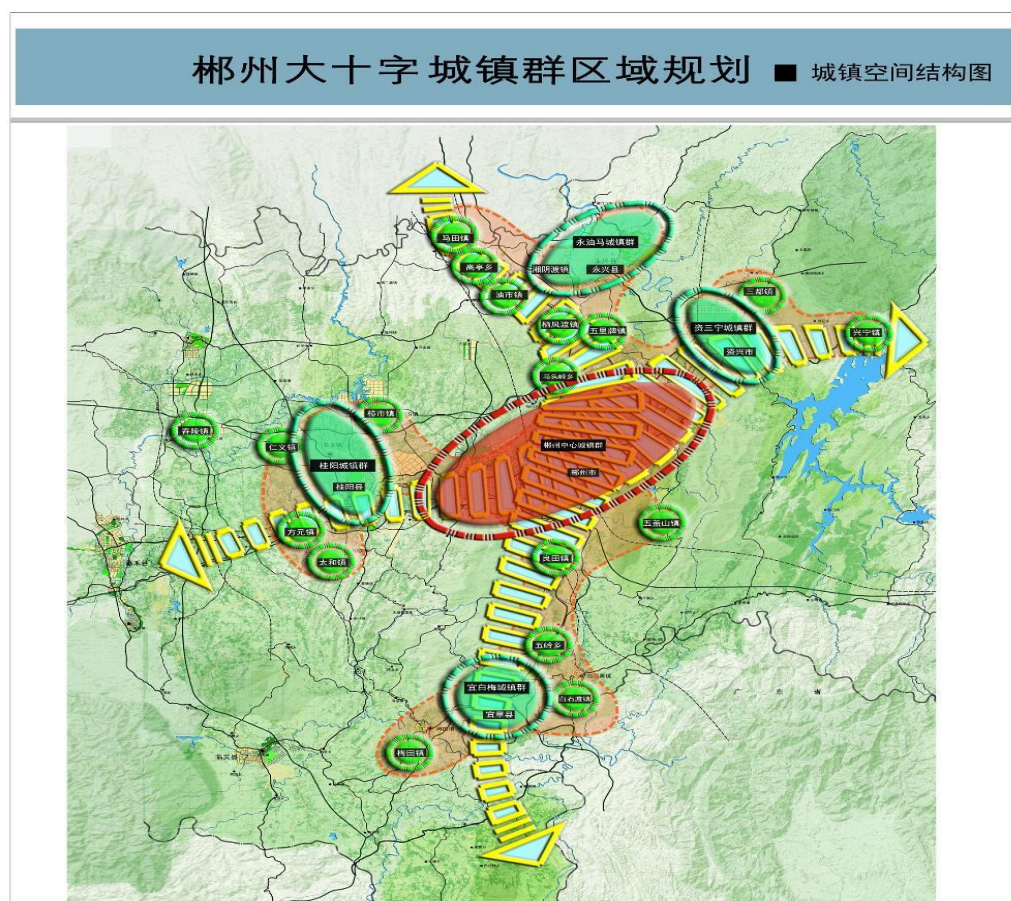
- 2000 年 6 月，郴州南方水务提出长株潭衡郴分质供水项目。
- 2006 年，南方水务牵头邀请湖南大学、省建筑设计院专家共同编制了《长株潭衡郴直饮水工程预可研报告》。
- 2010 年 3 月，省住房和城乡建设厅向长沙、株洲、湘潭、衡阳、郴州五市政府下发征求意见函。
- 2010 年 6 月，省住建厅综合受供水五市的意见，向省政府提出暂缓实施东江引水工程的建议。建议指出，由于项目实施较严重地存在行政区划分割、市场接受程度不明确、城区内管网和入户管道敷设困难等问题，至今仍未立项。
- 2012 年 4 月 12 日，省人大常委会湘江流域综合整治专题调研组郴州调研，长株潭衡郴管道直饮水工程为重要调研内容之一。郴州市政府在汇报中建议省委省政府将直饮水项目列为省级重点工程。
- 2013 年 9 月，湖南省发改委审批通过郴电国际 30 万吨东江引水工程项目建设。
- 2014 年 3 月，郴电国际公告，拟非公开发行股票不超过 7246 万股，每股 11.04 元，募集资金不超过 8 亿元用于东江引水工程项目建设。

经过 10 余年的不懈努力，郴电国际最终获得了东江湖优质水资源开发的机会，东江引水工程实施完成后，公司将掌控东江湖取水口核心资产，把握了开发东江湖优质“水矿”资源主动权，提升公司在湖南省水务行业中的优势地位，有利于实现公司供水业务做大做强发展战略，增强公司后续发展动力，提高公司综合竞争力。

3.3 郴-资-桂城镇群远期总用水量 80 万立方/日，用水紧张

郴州打造郴-资-桂城镇群。《郴州市城市总体规划（2009-2030 年）》中明确提出“将郴-资-桂城镇群打造成湖南最开放的城镇群、湘粤赣省际区域最强大的中心城镇群，中、东部地区联系的桥梁，全市新型城市化、新型工业化和新农村建设的引领区，现代化生态型城镇群”。郴-资-桂城镇群是指郴州市中心城区和东边的资兴市及西边的桂阳县。根据《郴州市城市总体规划（2009-2030 年）》，规划至 2030 年，郴资桂区域总人口 262 万人，城镇人口达到 210 万人，城镇化水平达 80%以上。

图 11：郴州城镇群规划图



资料来源：东兴证券研究所、郴州规划局

到 2030 年郴州中心城区人口达 100 万人，用水量 80 万立方/日。根据《郴州市“十二五发展规划”》，未来郴州、资兴、桂阳三个城区将实现大融合，形成“一体两翼多组团”的空间结构。预计到 2015 年中心城区城镇人口达 65 万人，城市建设用地规模 68 平方公里；2020 年中心城区人口达 75 万人，城市建设用地规模 79 平方公里；2030 年达 100 万人，城市建设用地规模 105 平方公里。以中心城区远期生活综合用水指标 450 升/日、工业用水指标为每公顷工业用地用水 150 立方/日、漏损率按 10% 计算，远期总用水量 80 万立方/日。

郴州市区地下水位下降，部分水厂面临关闭。郴州市城区现有供水厂 9 个，总设计供水规模 45.6 万立方/日，由于过量取水，开采量逐年减少，地下水水位逐年下降，造成地面塌陷多出。目前郴州市已明确将在 2015 年前逐步关闭南湖水厂、北湖水厂、海泉水厂 3 个地下水厂（合计取水量 5.6 万立方/日）；仙岭水厂与万华岩水厂因水源供给量较小，在陆续关闭计划之列；后建成的东江水厂（1990 年投产，自小东江取水）、山河水厂（2000 年投产）和柿竹园水厂（2005 年投产）目前因生产设备老化，已无法满足目前城市供水需要。根据规划：到 2030 年，郴州市中心城区自来水厂 4

座，保留山河水厂，生产能力 13 万立方/日；保留柿竹园水厂，生产能力 5 万立方/日；扩建东江水厂，生产能力 57 万立方/日；扩建万华水厂，生产能力 5 万立方/日。

郴州地下水源受污染，地表水水质在三类水质以下。作为中心城区的郴州市，供水问题尤为突出，主要表现在地下水源水质受污染，水量趋于枯竭、部分地表水源原水受到污染，存在水量不够以及水厂布局与城市发展不相匹配等问题。水资源和人口、社会、经济、环境协调发展，保证水的长期稳定供给，是郴-资-桂城镇群建设取得成功的关键之一。

图 12：郴州地区仅有东江水库为 2 类水质，其余均在 3 类以上

2013 年 12 月郴州市各主要河流水资源质量状况表								
序号	河流名称	监测断面名称	断面位置	水质类别		水功能区名称	目标水质类别	主要污染物及超标倍数
				本月	上月			
1	郴江	郴州水文站	郴州市苏园桥	IV	IV	耒水郴江郴州开发利用区	III	氨氮（0.251 倍）、挥发酚（0.2 倍）
2	耒水	东江水库	资兴市东江镇东江水库大坝上游约 300 米	II	II	耒水桂东～资兴水源水保护区	II	
3	耒水	东江水文站	资兴市东江镇小东江坝下 500 米	II	II	耒水资兴～苏仙开发利用区	II	
4	耒水	桥口	苏仙区桥口镇清东村清江桥	II	III	耒水资兴～苏仙开发利用区	III	
5	耒水	永兴水文站	永兴县城	IV	III	耒水郴州～耒阳保留区	III	氨氮（0.115 倍）
6	耒水	塘门口	永兴县塘门口镇	V	III	耒水郴州～耒阳保留区	III	氨氮（0.60 倍）
7	永乐江	安仁水文站	安仁县城	III	III	永乐江安仁开发利用区	III	
8	舂陵水	飞仙水文站	桂阳县飞仙镇	III	III	舂陵水蓝山～常宁保留区	III	

资料来源：东兴证券研究所、郴州环保局水资源质量状况表

郴州规划初期供水量 30 万立方/日，远期供水 80 万立方/日。

根据《郴州市城市供水专项规划》：2020 年郴-资-桂三地总需水规模为 59.5 万吨/日，2030 年郴-资-桂三地总需水规模为 88.5 万吨/日，郴州市城区现有水厂实际供水能力已不能满足郴州城乡日益发展的用水需求。

根据《郴州市“十二五发展规划”》：2030 年用水量 80 万立方/日。为从根本上解决郴州市中远期城市用水发展需要，郴州市自来水有限责任公司，根据新的城市总体规划，立足于“郴资桂”一体化宏观角度，拟从东江水库引水作为郴州市城市供水水源，投资建设东江引水工程，设计远期总规模 100 万立方/日（考虑远期长沙供水），初期建设规模 30 万立方/日。

根据《郴州城市给排水专项规划》：东江引水项目近期 30 万立方/日，远期 70 万立方/日。东江湖水体水质总体良好，适于作为郴州市的长期可靠饮用水源，安全能满足远期供水规划的需要。因此，本规划将郴州市长期供水水源定于东江水库。。。在资

兴东南部的大坪、水岩头一带新建一座大型水厂，远期设计规模 70 万立方/日，近期设计规模 30 万立方/日。新水厂通过开凿涵洞从东江水库取水，原水通过隧洞重力自流进入新水厂，处理后的清水重力自流进入郴州市区，主输水干管长度约 24.7 公里。新水厂主要承担郴州城区的供水任务，同时辐射郴资桂地区，在郴资桂地区形成区域供水系统。

3.4 东江引水工程

东江大坝坝高 157 米，底宽 35 米，顶宽 7 米，坝顶中心弧长 438 米，装机 50 万千瓦，正常水位高 285 米，比长沙海拔高 230 米，湖水可自流至长沙，运营成本低。

图 13：东江大坝坝高 157 米，水位高 285 米

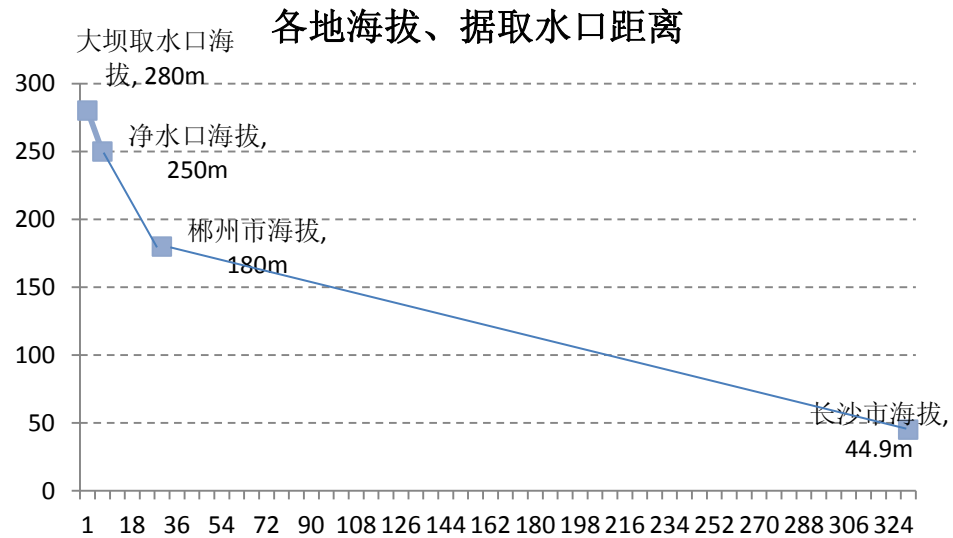


资料来源：东兴证券研究所、百度图片

郴州市东江饮水工程（30 万立方/日）包括饮水隧道、净水工程及输水工程三部分，总投资 11.99 亿元。工程取水口在东江大坝右岸上游岸边；净水厂位于资兴市星红村浇塘组；输水管线途径资兴市、苏仙区，至郴州市山河水厂，输水管道全长 32.99km。取水塔最低供水水位 243m，正常水位 282.5m，通过长 6103.5m、0.5%坡度的引水隧道后，可直接流至净水厂；净水厂海拔在 250m 左右，处理后净水通过压差不用附加动力可直接流到郴州（海拔 180m）甚至长沙（44.9m）。

项目工期为 3 年，目前已经开始开展前期工作，预计将于 2017 年建成。

图 14：取水口高 280m，通过压差可直接流至长沙



资料来源：东兴证券研究所、百度图片

3.5 湖南的后备水源地，长株潭衡郴直饮工程仍有启动的可能

郴州东江湖自东江大坝建立之初就被定位湖南省的后备水源地，2006 年南方水务牵头邀请湖南大学、省建筑设计院专家共同编制了《长株潭衡郴直饮水工程预可研报告》，准备将修建直饮管道将东江湖水引至湘江流域其他省份。东江湖水库水符合国家一类水质，即东江湖水不经过净化处理，就可直接饮用。同时，东江湖坝顶海拔 285 米，郴州海拔 180 米，长沙海拔 44.9 米，东江湖的海拔比长株潭海拔高一百多米，通过天然的水压可以直流至长株潭，不用另行加压，运行成本低。根据报告，规划管道将覆盖郴州市、耒阳市、衡南县、衡阳市、衡阳县、南岳区、衡山县、衡东县、湘潭市、湘潭县、湘乡市、韶山市、株洲市、醴陵县、望城区、长沙市、长沙县等地，受益人口达到 1000 多万。长远来看，湘江流域下游的岳阳等地，以及通过衡邵干旱走廊，供应娄底、邵阳等地，可满足湖南 2000-3000 万人口用水需求。

图 15：东江引水工程可以覆盖长株潭衡郴 5 市



资料来源：东兴证券研究所，可行性研究报告

该报告得到了郴州市政府的支持，根据省住房和城乡建设厅（2010）151号文件，2010年3月湖南省住建厅向长沙、株洲、湘潭、衡阳、郴州5市政府下发了征求意见函，5市对实施东江水库引水工程意见不一，由于当时实施的难度较大，“长株潭衡郴管道直饮水工程”项目暂时被搁置。

- 郴州：东江引水工程是有利于郴州发展的大好事，高度赞同并将全力配合工程实施。
- 衡阳：已建设城市第二水源（耒水），且湘江衡阳段水质经城市供水设施处理后，能满足安全供水的要求。相比东江引水，周边水质水源从价格、投资等方面更容易被市场接受。
- 湘潭：实施管道直饮水工程更科学。具有重大的现实意义，建议列为省重点项目，由省政府牵头。
- 株洲：已将官庄洮水水库作为备用水源，建议纳入5市新水源地统筹安排，且东江引水工程投资大，水价也将难以承受。
- 长沙：由于已实施株树桥引水工程和供水厂提质改造，建议长沙市暂缓，且东江引水从工程角度看，不宜作为直饮水。

但该计划一直受省政府和郴州市的关注，2012年4月12日，省人大常委会湘江流域综合整治专题调研组郴州调研，长株潭衡郴管道直饮水工程为重要调研内容之一。郴州市政府在汇报中建议省委省政府将直饮水项目列为省级重点工程。

考虑到居民对饮用水要求不断提高，在湖南省政府投资500亿用于湘江流域重金属污染治理的背景下，不排除未来“长株潭衡郴管道直饮水工程”获得启动的可能。届时，东江水库覆盖人口将由目前的50万人扩大至1000万人，以日均耗水量450升/日计算，供水量将由初期的30万立方/日升至450万立方/日。

4. 东江饮水项目推动公司自来水业务量价齐升

4.1 自来水业务稳定增长

2010 年公司以现金 1.68 亿元收购南方水务持有的郴州自来水公司 100% 股权，公司下辖东江水厂、山河水厂、北湖水厂、南湖水厂、海泉水厂、仙岭水厂、柿竹园水厂七座水厂，负责向郴州市城区供水，日综合供水能力达 32 万吨。

2011-2013 年，自来水公司售水量 5178 万立方、5058 万立方、5156 万立方，实现收入 7249 万元、8835 万元、9385 万元。

表 2: 子公司自来水公司收入结构表

	2010A	2011A	1H12	2012A	1H13	2013A
售水量 万立方		5,178.8	2,365.9	5,058.8	2,422.4	5,156.0
综合水价 元/立方，不含税		1.361	1.764	1.700	1.826	1.820
收入	2,944.2	7,249.2	4,508.6	8,835.5	4,265.6	9,385.0
成本	1,850.4	4,569.3	2,410.0	4,604.3	2,072.6	4,720.4
毛利	1,093.8	2,679.9	2,098.6	4,231.2	2,193.0	4,664.6
毛利率(%)	37.2	37.0	46.6	47.9	51.4	49.7
单位成本 元/立方						
1.折旧费用		0.32	-	0.36	-	0.34
2.电费		0.25	-	0.21	-	0.23
3.人工成本		0.14	-	0.18	-	0.18
4.源水费		0.03	-	0.04	-	0.05
5.修理维护		0.05	-	0.05	-	0.06
6.其他生产成本		0.08	-	0.07	-	0.05
合计		0.88	-	0.91	-	0.92

资料来源：东兴证券研究所、公司公告

4.2 未来郴州地区水价上调是大概率事件

2012 年 1 月，郴州市调整城区供水价格，将居民生活用水价格由 1.2 元/吨上调至 1.61 元/吨，非居民生活用水调整至 2.42 元/吨，特种行业用水价格由 4.8 元/吨上调至 6.44 元/吨。2 年郴州地区水价一直没有调整，加上污水处理费后，郴州地区水价明显低于长株潭等地水价，因此我们预计未来郴州地区上调水价是大概率事件。

《郴州市城镇污水垃圾处理及供水设施建设专项行动实施方案》规定：到 2015 年，各县市区都要开征垃圾处理费，污水处理费（含污泥处理费）不低于 1 元/吨，城市供水征收的垃圾处理费标准提高至不低于 0.3 元/吨。

表 3:与周边县市相比，调整后郴州水价也不具有优势，预计后期将再次上调水价

	自来水单价(不含污水处理费)					污水处理费				
	居民	工业	行政	服务	特种	居民	工业	行政	服务	特种
12 年之前水价	1.20	1.32	1.20	2.16	4.80	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
调整后水价	1.61	1.32	2.42	2.42	6.44	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
株洲	1.61	1.93	1.93	2.03	6.88	0.60	0.80	0.80	0.80	0.20
长沙	1.53	2.39	2.39	2.39	5.66	0.75	1.05	1.05	1.35	1.38
湘潭	1.57	2.07	2.07	2.07	6.42	0.65	0.80	0.80	0.80	1.50
衡阳	0.98	1.41	1.25	2.23	4.62	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80

资料来源：东兴证券研究所、中国水网

4.3 东江饮水工程投产后，公司自来水供水能力将大幅增长

根据 2013 年 10 月公告的《郴州市城镇污水垃圾处理及供水设施建设专项行动实施方案》，郴州将新增公共供水能力 71.7 万吨/日，改造供水规模 53.7 万吨/日；新建供水管网 735 公里，改造供水管网 408 公里。到 2015 年，全市城市公共供水普及率达到 95%，县城达到 85%。我们谨慎预计自来水公司未来三年供水能力保持不变。

- 东江引水工程建设期 3 年，预计将于 17 年前后投产，届时公司供水能力将由目前的 32 万吨/日增加至 62 万吨/日；考虑到郴州市人口及工业增长，预计未来郴州城区用水量平均增速在 5% 左右，2017 年建成后可趸售给资兴、桂阳两县。
- 2013 年公司不含税平均水价 1.82 元/吨，预计今明两年水价上调的可能性较大，假设今年上调 1 元/吨。
- 预计到 2018 年，公司自来水业务可实现收入 3.1 亿元，毛利 1.55 亿元，5 年复合增长率为 27%。

表 4:自来水公司盈利预测

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
1) 郴州城区售水量(万吨)	5,058.8	5,156.0	5,413.8	5,684.5	5,968.7	6,267.2	6,580.5
综合水价(元/吨)	1.70	1.82	2.22	2.62	3.42	3.92	3.92
自来水收入(万元)	8,835.5	9,385.0	12,019.8	14,894.6	20,414.3	24,568.6	25,797.0
2) 趸售自来水	-	-	-	-	-	-	-
趸售收入(万元)	-	-	-	-	-	9,900.0	10,395.0
自来水合计	-	-	-	-	-	-	-
收入(万元)	8,835.5	9,385.0	12,019.8	14,894.6	20,414.3	34,468.6	36,192.0
成本(万元)	4,692.4	4,720.4	4,832.9	4,998.4	5,155.6	14,771.5	15,221.1
净利润(万元)	1,817.9	2,009.4	3,767.5	5,411.3	8,688.1	10,119.5	10,842.2

资料来源：东兴证券研究所预测

4.4 郴州已经将第二、第四污水厂交给公司运营

2013 年 9 月, 为加快郴州市城镇污水、垃圾处理及供水设施建设, 推动减排工作, 按照《郴州市城镇污水垃圾处理及供水设施建设专项行动实施方案》, 决定兴建市城区第二、第四污水处理厂。第二污水处理厂前期规模为 $4 \times 104\text{m}^3/\text{d}$, 远期规模为 $8 \times 104\text{m}^3/\text{d}$; 第四污水处理厂前期规模为 $6 \times 104\text{m}^3/\text{d}$, 远期规模为 $24 \times 104\text{m}^3/\text{d}$ 。根据市政府相关会议纪要, 第二、第四污水处理厂由郴电国际承建和运营。并明确原有污水处理厂的扩建以及此后污水处理厂的建设运营均由郴电国际负责。

预计污水厂建设期 2 年, 以郴州第三污水厂 0.8 元/吨的处理费计算, 预计到 15 年污水业务可实现污水处理能力 10 万吨/日, 为自来水公司贡献收入 2250 万、毛利 900 万左右; 并为公司贡献建设期收入 2.6 亿元, 预计工程利润 2000 万元左右。

另外《实施方案》规定, 未来郴州将新建污水管网 629.09 公里, 新改扩建污水处理厂 17 个, 新增污水处理规模 12.52 万吨/日, 新建污泥处理处置规模 30 吨/日。到 2015 年, 市中心城区污水处理率和各县市县城污水处理率达到 85% 以上; 市中心城区污泥无害化处理处置率达到 50%。不排除未来郴州将新建、改建其他污水厂, 并交由郴电国际运营。

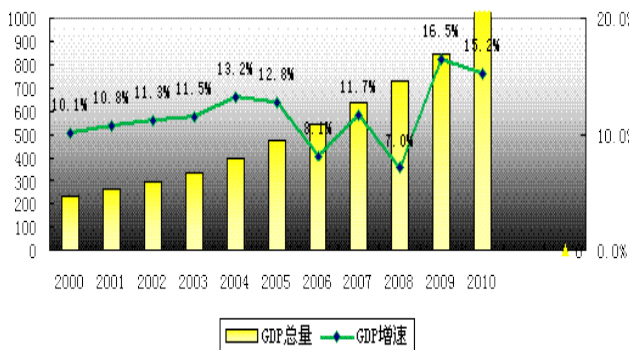
5. 电网业务: 基于有色金属之乡, 需求稳定增长

5.1 郴州工业大发展, 带动网内电力需求持续增加

网内发电装机容量 826Mw (其中水电 730Mw、火电 96Mw), 拥有 110KV 及以上变电站 27 座、主变容量 758MVA; 35kv 变电站 51 座, 主变容量 303MVA。供电面积 12602KM, 承担郴州城区 85% 及北湖、苏仙、宜章、永兴等县电网运营, 每年售电量 30 亿 kwh 左右, 电力销售收入 17 亿元左右。

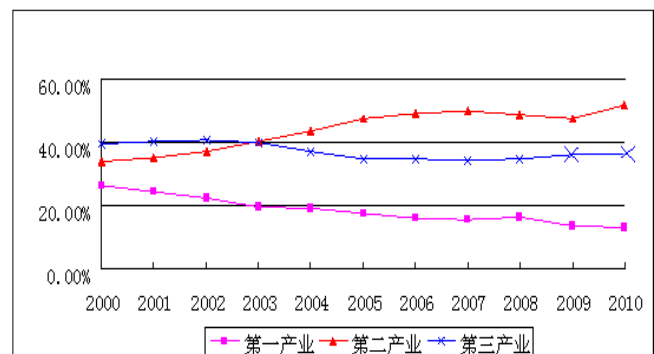
“十一五”期间, 郴州市年均 GDP 增长 11.6%, 第二产业即工业占比超过 55%, 有效的带动网内电力需求增长, 12、13 年公司电网售电量同比增长 9.7% 和 3.7%。

图 16: GDP 增速超过 15%



资料来源: 郴州“十二五发展规划”、东兴证券研究所

图 17: 工业占比超过 55%



资料来源: 郴州“十二五发展规划”、东兴证券研究所

根据《郴州“十二五发展规划”》，“十二五”期间，经济实现快速发展，全市 GDP 年均增长 13% 以上，工业占比超过 50%，未来将继续做大有色金属行业、制造业、原材料加工及新兴产业。

- **培育壮大战略性新兴产业。**到 2015 年以有色金属为基础的新材料产业产值达 320 亿元、装备制造产值 300 亿元、电子信息产业产值超 400 亿元、节能环保产业产值达 321 亿元。
- **做大做强有色金属产业。**引导中国五矿、云南锡业等战略投资者加快有色金属资源整合，提高矿产集约化开采水平；着力发展钨、锡、铋、铅锌、铜等优势有色金属矿种精深加工，延长有色金属产业链，重点发展节能型新材料和稀有金属新材料；以技术创新为着力点，以转变增长方式和优化产业结构为目标，打造国家有色金属及稀贵金属产业基地。到 2015 年，全市有色金属产业总产值超过 1000 亿元，占全市规模以上工业总产值的 40%。
- **调整优化原材料工业。**到 2015 年，化工产业总产值突破 200 亿元、建材产值超 300 亿、锻造产值超 120 亿。

对此我们谨慎预计，公司未来每年售电量增速在 5% 左右。以增发完新股本计算，预计 14-16 年电网业务将为公司贡献 EPS0.24 元、0.28 元、0.33 元。

表 5: 电网业务盈利预测表

	2011A	1H12A	2012A	1H13A	2013A	2014E	2015E	2016E
购电	309,036.0	180,176.8	330,736.0	175,240.0	343,400.0	354,672.6	370,360.0	386,753.0
售电量	268,638.0	160,325.1	294,758.0	156,317.0	305,694.0	320,978.7	337,027.6	353,879.0
YOY			9.7%		3.7%	5.0%	5.0%	5.0%
电价	0.545	0.652	0.575	0.666	0.679	0.679	0.679	0.679
收入	147,652.8	83,564.2	171,301.3	82,603.3	177,499.3	186,374.2	195,693.0	205,477.6
购电单价	0.383	0.414	0.422	0.430	0.409	0.409	0.409	0.409
购电成本	100,838.5	63,724.1	118,632.4	67,233.0	119,937.5	123,874.7	129,353.7	135,079.2
毛利	21,343.1		24,510.0		26,350.2	30,811.7	34,159.6	37,711.0
利润总额	4,980.2		6,583.0		7,456.2	10,973.0	13,329.0	15,838.8
净利润	3,735.1		4,937.2		5,592.1	8,229.8	9,996.7	11,879.1
归属母公司所有者净利润	3,735.1		4,937.2		5,592.1	8,229.8	9,996.7	11,879.1
EPS	0.18		0.23		0.27	0.29	0.35	0.42

资料来源：东兴证券研究所、公司公告

6. 受益于工业气体外包行业大发展

6.1 国内工业气体分离外包市场空间广阔

工业气体业务是指使用空气分离设备对空气进行分离，制取高纯度的氧气、氮气及氩气等气体，主要应用于大量使用氧气或氮气的钢铁、化工、冶金、石化、电子、电力、机械、建材、航天等国民经济基础性行业。

自 2000 年后，国内工业气体行业进入快速发展阶段，2006-2007 年，行业总产值增长率均为 10%以上，2011 年行业总产值近 700 亿元。我国目前工业气体消费主体还集中在冶金和传统化工行业，2008 年钢铁、化工两个行业消费占比达 57%，有色及其他行业占比达 43%。“十二五”期间新型煤化、电力及石化等行业的发展将大幅拉动对氧气等工业气体的需求量。预计未来 5 年，我国工业气体市场将保持至少 11%的增长率，到 2016 年达到 1200 亿元以上的销售额。根据 SAI 的数据，2010-2015 年中国气体行业年均增速维持在 10%左右的水平，预计中国工业气体占全球市场份额将由 2010 年的 10%提升至 2015 年 11.4%，销售收入达 100 亿美元。

- 新型煤化工的五个子行业煤制天然气、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制油和煤制二甲醚均是工业气体的消耗大户，比如每 100 万吨合成油装置的氧气需求量达 30 万 m³/h。根据不完全统计，预计“十二五”期间新型煤化工投资规模将有：煤制烯烃约有 2000 万吨，煤制天然气 1500 万立方，煤制乙二醇 400 万吨，煤制油 4000 万吨。按照 50%的预计投资产能投产，对氧气的需求量将达 1400 万 m³/h。

表 6:新型煤化工是氧气需求大户

煤化工领域	需氧量	单位
煤气化技术合成油	300000m ³ /h	每 100 万吨合成油
煤气化生产甲醇	120000m ³ /h	每 100 万吨甲醇
煤气化生产合成天然气	240000m ³ /h	每 1000 万立方米 /天的生产能力
煤制油	100000m ³ /h	每 100 万吨合成油

资料来源：杭氧股份招股说明书、东兴证券研究所

- 大型火电机组对氧气的需求量增加。新型火电 IGCC（整体煤气化联合循环发电系统）技术在煤气化过程中需要大量纯氧作为氧化剂，每 30 万千瓦时的发电能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为 60,000m³/h。截止 2014 年 4 月，我国 6000 千瓦级以上火电装机容量达 86902 万千瓦，假设未来 10%的机组改用 IGCC 技术，则对氧气的需求量将达 1738 万 m³/h。

相对于自产工业气体，采用外包方式对用气企业具有明显的成本优势：

- 1、电费占工业气体生产成本的 70-80%，专业气体公司具备管理和运营的技术优势，可以明显的降低成本提高运营效率和供气稳定性。
- 2、企业将工业气体业务进行外包，可以专注于主业，发挥自身的优势。

外包供气优势明显，欧美国家 80%以上的厂家采用外包，20%的厂家自制。我国工业气体分离外包份额占比也在持续加大，据《2013-2017 年中国工业气体行业深度调研

与《投资预测分析报告》预测，工业气体市场的外包份额将从 2008 年的 42% 进一步提高到 2015 年的 50%。我们预计，中国外包气体市场未来将由 3 倍增长空间，到 2018 年左右中国工业气体的外包市场将达到 80 亿元，较目前规模增长 3 倍，期间年复合增长率 22%。

6.2 持续在外埠拓展工业气体项目

公司将工业气体业务作为在异地扩张的重要方向，从 2004 年开始，公司通过收购常州中天邦益钢铁公司新建成投运的工业制气项目进入工业气体领域，到 2013 年公司工业气体空分装置处理能力已经达 12.55 万立方/h，下属常州中天邦益、唐山中邦、包头天宸、秦皇岛郴电天宸 4 个控股子公司和新余中邦 40% 参股项目。

表 7: 郴电国际目前工业气体空分处理能力达 125500Nm³/h

	工业气体业务进展	主要销售方	空分装置处理能力 (Nm ³ /h)
2004 年	收购常州中天邦益钢铁公司新建成投运的工业制气	常州中天钢厂（产能 300 万吨）	20000+4500
2006 年	控股子公司唐山中邦气体有限公司工业气体项目投产	港陆钢铁（产能 300 万吨）	21,000
2009 年	投资新余中邦工业气体 40% 的股权	新余钢铁	2*25000
2012 年	包头天宸中邦工业气体公司	包头市吉宇钢铁	15,000
2013 年	秦皇岛郴电天宸工业气体有限公司投产	河北省德龙铸业	15,000
合计			125,500

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

6.3 先天优势奠定空分高盈利能力

公司全资子公司湖南汇银国际投资负责工业气体业务，下属常州中天邦益、唐山中邦工业气体、包头天宸中邦工业气体（其下属秦皇岛天宸）4 个公司，2011-2013 年实现营业收入 2.7 亿元左右、毛利 1.2 亿元左右，毛利率 46% 左右。公司工业气体业务盈利能力远高于行业其它公司（杭氧气体销售毛利 20% 左右），基于电网运营的先天优势是公司工业气体业务取得高盈利的关键。

- 公司自 04 年开始从事工业气体开始历经 10 年积累了丰富的项目经验和管理经验，并积累的丰富的客户资源和客户认知度。
- 另外，公司通过与国内大型空分设备生产商结成了战略合作伙伴关系，通过拓展客户资源。
- 最重要的是公司立足于电网运营，在配电、配网方面具有无可争议的竞争优势，而空气分离 70-80% 的成本是电力成本，公司通过配电、配网的管理运营可以有效的降低空分成本。
- 公司的客户多为钢厂、铸造厂、化工等电力消费大户，公司可以为客户提供附加的配电、配网服务以及厂用电的管理，增加客户黏性。例如秦皇岛项目公司为德龙铸造厂提供工业气体和输变电管理业务。

- 此外，公司在收购、承接工业气体项目时均会签订保底供气协议，保证不低于80%核定供气能力的供气量，保证了公司工业气体业务盈利的稳定性。

表 8:工业气体业务收入表

		2010A	2011A	1H12A	2012A	1H13A	2013A
常州中天邦益	51%		15,331.4	7,848.5	14,111.0	6,429.7	12,941.6
唐山中邦工业气体	51%		11,740.4	6,336.0	12,321.6	5,383.2	9,662.9
包头市天宸中邦	60%		-	-	243.7	-	4,126.6
合计收入			27,071.8	14,184.5	26,432.6	11,812.9	26,731.1
成本		14,208.2	14,235.4	7,325.3	14,150.8	6,519.7	14,380.2
毛利		14,075.3	12,836.4	6,859.2	12,281.8	5,293.2	12,350.8
毛利率(%)		49.8	47.4	48.4	46.5	44.8	46.2

资料来源：东兴证券研究所、公司公告

6.4 停产项目提前复产

2014 年 2 月 23 日，公司控股子公司秦皇岛郴电龙汇和秦皇岛郴电天宸收到河北省青龙满族自治县德龙铸业的《临时停产（检修）告之函》，告之函称“因市场因素的影响，我公司决定自 2014 年 3 月 1 日起临时停产，停产期间安排设备检修及升级工作。本次停产时间暂定六个月，根据市场状况确定具体的复产时间。”

秦皇岛郴电龙汇和秦皇岛郴电天宸为德龙铸业提供供电服务和工业气体。由于德龙铸业的临时停产，直接导致秦皇岛郴电龙汇和秦皇岛郴电天宸临时停产。该两个控股子公司的临时停产六个月对其经营收入，净利润的影响以及对公司 2014 年净利润的影响约 1273 万元。

表 9:停产影响表

子公司名称	减少收入	减少净利润	因停产对公司净利润的影响
秦皇岛郴电龙汇（输变电）	1650	1402.5	446.25
秦皇岛郴电天宸（工业气体）	1414.67	743.75	827.48
合计	3064.67	2146.25	1273.73

资料来源：东兴证券研究所、公司公告

5 月 6 日，公司公告：德龙铸业已于 4 月 28 日提前复产。提前复产，上述控股子公司 2014 年度收入的影响额从预计的 3064.67 万元调整为 1021.55 万元，净利润的影响额从预计的 2146.25 万元调整为 715.41 万元；对公司净利润的影响额从预计的 1273.73 万元调整为 424.58 万元。

7. 持续加码清洁能源业务

7.1 小水电投产可为公司贡献净利 1400 万元

公司下属郴州国际水电投资（98.72%）、临沧郴电水电投资（51%）两个水电子公司，前者下属德能湘江电厂装机容量 50Mw，后者下属忙糯河水电站和仟信河水电站，合

计装机 22.6Mw。

2013 年郴州国际水电投资实现净利 1714 万元、临沧郴电水电投资实现净利 183 万元。2014 年临沧郴电水电投资将进入正常生产阶段, 预计每年可实现 900 万元, 归属母公司净利 450 万元; 水利发电业务每年可为公司贡献归属母公司净利 1400 万元左右。

7.2 基于电网基础, 发展节能环保业务

煤气发电和余热发电也是公司在外埠发展的重要领域, 全资子公司邯鄲郴电电力能源有两台 20MW 余热发电机组已于 2013 年 6 月开始投产, 当年实现净利 118 万元, 预计未来每年可实现净利 300-400 万元左右。公司为秦皇岛德龙铸业配套投资建设的 30MW 的煤气及余热发电项目正在开展前期工作。

余热发电的困难在于并网难。国内大工业用户销售电价在 0.55-0.65 元/kwh 之间, 而自备电厂的发电成本低, 余热余压发电上网电价在 0.34-0.47 元/kwh 之间, 根据规定如果企业自用, 回购电价由上网电价、国家重大水利工程建设基金 0.7 分以及系统备用费 1.5 分构成。如河北省自备电厂的上网电价暂按冀北地区现行燃煤发电机组脱硫标杆价的 80% 确定, 自备电厂取得省发改委出具的“资源综合利用认定证书”, 回购电价由上网电价、国家重大水利工程建设基金 0.7 分以及系统备用费 1.5 分构成, 即每千瓦时 0.3614 元, 未取得“资源综合利用认定证书”, 回购电价每千瓦时 0.3759 元。

表 10: 部分省市自备电厂上网电价 (元/kwh)

	广东	山东	江苏	山西	河北
自备电厂上网电价	0.4716	0.46	0.455	0.3447	0.39 元/千瓦时(全部上网), 0.3394 元/千瓦时(自备电厂先上网再回购)

资料来源: 东兴证券研究所整理

企业自备电厂影响了电网公司的利益, 而自备电厂必须与当地电网进行联网, 这就往往会出现电网不批准并网而导致自备电厂停产的局面。公司是地方电网运营公司, 输配电及配网经验丰富, 可以帮助客户设计、安装、沟通协调自备电厂并网, 这是公司竞争的先天优势。未来公司将加大余热发电业务拓展力度, 使之成为公司在外埠扩张的方向和盈利增长点。

8. 参股子公司与飞利浦合作建设 LED 路灯生产基地, 覆盖中南地区

2013 年 2 月 28 日, 郴州市政府与飞利浦 (中国) 投资有限公司共同签署半导体照明项目战略合作框架协议。同时, 飞利浦与公司参股子公司郴电科技签署飞利浦——郴电科技中南联合生产基地项目、经销商合作项目两个合作协议。郴电科技有限公司, 是郴电国际的控股子公司, 专业从事智能电表、高低压成套电控设备等, 是集电子软件研发、生产、销售和服务于一体的股份制企业。

郴州与飞利浦签署的半导体照明项目战略合作框架主要包含两个方面的内容：

- 一是组建飞利浦 LED 照明产品的中南联合生产平台，项目承办方郴州郴电科技有限公司在郴州出口加工区（郴州高新技术产业园区）投资建设飞利浦——郴电科技中南联合生产基地，进行 LED 产品生产。
- 二是共同探讨推广道路照明节能减排。

协议签署后，飞利浦——郴电科技中南联合生产基地项目已经开始开展前期工作，待 LED 生产基地建成后，将致力于将 LED 路灯从郴州向中南地区推广覆盖。

12、13 年郴电科技实现收入 2083 万元、2103 万元，净利 358 万元、315 万元。待生产基地建成后，预计郴电科技收入、利润可带来大幅增长。

9. 盈利预测及估值

根据郴州市“郴资桂城镇群”的发展规划，到 2020 年中心城区人口达 75 万人，城市建设用地规模 79 平方公里；2030 年达 100 万人，城市建设用地规模 105 平方公里。以中心城区远期生活综合用水指标 450 升/日、工业用水指标为每公顷工业用地用水 150 立方/日、漏损率按 10% 计算，远期总用水量 80 万立方/日。目前郴州地下水位下降，水厂供应能力不足，迫切需要新的优质水源点，对此在郴州市政府的大力支持下，公司通过不懈的努力获得东江水库取水权，初期取水量 30 万立方/日，建设期 3 年，预计将于 17 年前后投产。

东江引水工程对公司意义重大，不仅首先抢占东江水库优质水源地取水权，取得未来“水矿”的开发权，更加能推动公司供水、污水处理业务的大发展，推升公司盈利能力。另外，公司工业气体分离和合同能源管理的异地扩张卓有成效，所投的 7 个项目已经陆续开始投产，预计在中国工业气体行业和煤化工行业大发展的背景下，未来公司工业气体业务将有持续的扩张空间。

以增发后总股本 2.8 亿股计算，我们预计公司 2014 年-2016 年可实现 EPS 0.78 元、0.98 元、1.27 元，YOY31%、27%、34%，PE:16、13、10 倍；预计到 2018 年东江引水工程全部投产后，公司可实现 EPS1.53 元，5 年复合增长 20%。公司未来成长的空间已经打开，随着公司对东江湖优质水源资源的深度挖掘、开发，公司逐渐从地方性电网公司转型成为拥有优质水资源的类资源公司和环保类公司。我们看好公司未来发展前景，首次给予“强烈推荐”的评级，6 个月目标价 15.6 元。

表 11: 郴电国际盈利预测表

		2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
净利润						
电力		7,607.4	12,157.5	13,924.5	15,806.9	17,811.4
水务		2,009.4	5,976.8	5,749.8	9,111.1	10,542.6
工业气		6,156.4	7,680.3	8,252.4	8,288.6	8,320.5
其他				3,846.2	7,692.3	11,538.5
合计		15,773.2	25,814.7	31,772.8	40,898.9	48,213.0
归属母公司净利						
对应 PE						
电力	15.00	6,751.2	10,952.1	12,719.1	14,601.5	16,606.0
水务	20.00	2,009.4	5,976.8	5,749.8	9,111.1	10,542.6
工业气	30.00	2,971.6	3,748.8	4,040.6	4,059.0	4,075.3
其他	30.00			3,846.2	7,692.3	11,538.5
郴电科技	20.00	154.7	226.8	249.4	274.4	301.8
合计		11,886.9	20,904.5	26,605.0	35,738.3	43,064.2
市值估算	亿元	23.4	40.1	54.7	75.9	93.4
EPS						
电力		0.32	0.39	0.45	0.52	0.59
水务		0.10	0.21	0.20	0.32	0.37
工业气		0.14	0.13	0.14	0.14	0.14
其他				0.14	0.27	0.41
郴电科技		0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
合计		0.60	0.78	0.98	1.27	1.44
YOY		37%	31%	27%	34%	20%
PE		20	16	13	10	8

资料来源: 东兴证券研究所

表 12: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	1,286	1,228	1,496	2,871	2,999	营业收入	1,856	2,096	2,196	2,514	2,790
货币资金	808	761	906	2,368	2,441	营业成本	1,326	1,501	1,714	1,870	2,017
应收账款	217	202	210	251	279	营业税金及附加					
其他应收款						营业费用	6	7	6	7	8
预付款项						管理费用	137	145	165	166	189
存货						财务费用	55	47	62	58	53
其他流动资产	262	264	379	251	279	资产减值损失					
非流动资产合计	2,563	2,890	3,553	3,823	4,084	公允价值变动收益					
长期股权投资						投资净收益	6	2	-0	-	-
固定资产	2,389	2,716	3,384	3,640	3,882	营业利润					
无形资产	82	80	76	71	67	营业外收入	7	10	5	5	5
其他非流动资产	91	94	94	112	135	营业外支出					
资产总计	4,179	4,776	5,345	6,694	7,083	利润总额	192	214	238	380	491
流动负债合计	1,149	1,335	1,361	2,017	2,132	所得税	48	63	58	114	168
短期借款	438	589	698	698	698	净利润	142	151	165	266	323
应付账款	213	307	237	168	183	少数股东损益	52	41	39	46	47
预收款项						归属母公司净利润	90	110	127	220	276
一年内到期的非						EBITDA	369	409	481	618	724
非流动负债合计	1,772	1,832	2,017	2,017	2,017	BPS (元)	0.43	0.52	0.60	0.78	0.98
长期借款	1,772	1,832	2,017	2,017	2,017	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	3,024	3,319	3,535	4,034	4,149	成长能力					
少数股东权益						营业收入增长	10%	13%	5%	14%	11%
实收资本 (或股	906	1,074	1,307	2,062	2,062	营业利润增长	5%	11%	18%	28%	17%
资本公积						归属于母公司净利	-1%	6%	10%	61%	21%
未分配利润	241	376	496	762	1,085	获利能力					
归属母公司股东	1,155	1,457	1,810	2,824	3,147	毛利率 (%)	29%	28%	22%	26%	28%
负债和所有者权	4,179	4,776	5,345	6,858	7,296	净利率 (%)	8%	7%	8%	11%	12%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)					
经营活动现金流	402	403	207	1,251	621	偿债能力					
净利润	142	151	165	266	323	资产负债率 (%)					
折旧摊销	130	156	181	181	181	流动比率					
财务费用	55	47	62	58	53	速动比率					
应付帐款的变化						营运能力					
预收帐款的变化						总资产周转率					
投资活动现金流	-437	-50	-54	-486	-495	应收账款周转率					
公允价值变动收	0	-	-	-	-	应付账款周转率					
长期股权投资减						每股指标 (元)					
投资收益	6	2	-0	-	-	每股收益 (最新摊					
筹资活动现金流						每股净现金流 (最新					
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产 (最新摊					
长期借款增加	-80	60	185	-	-	估值比率					
普通股增加	69	168	233	755	-	P/E					
资本公积增加						P/B					
现金净增加额	-140	684	618	1,462	73	EV/EBITDA					

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。