

电力设备

报告原因: 研究报告

2010年4月21日

基础数据: 2010年4月22

收盘价(元)	13.20
每股净资产(元)	3.2
资产负债率%	72.63
总股本/流通A股(亿)	2.1 / 0.9
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座
28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

郴电国际 (600969)

增持

主业有望快速增长, 多元化投资进入收获期

公司研究/研究报告

投资要点:

- 原有工业项目盈利稳定, 有望恢复性增长: 公司现有工业气体产能包括常州邦益 (2.5Nm³/h)、唐山中邦 (2.1Nm³/h) 贡献公司业绩较为稳定, 在 5000 万/年左右的水平, 而且业绩较为稳定。受到 2008 底到 2009 年初金融危机的影响工业气体销售收入出现了小幅下降, 毛利率也出现了小幅下滑, 随着钢铁行业的好转预计 2010 年收入及毛利率均将有所恢复。
- 新余项目业绩符合预期: 公司成功拓展了江西新余工业气体项目, 该项目一、二期空分规模 5 万 Nm³/h, 总投资 3.6 亿元, 公司持 40% 股份。新余项目一期于 2009 年 7 月份投产, 2009 年新余项目贡献投资收益 707.13 万元, 按照公司持股比例 40% 推算新余气体一期实现利润 1767.83 万元, 考虑到投产初期需要磨合, 基本符合盈利预期。预计 2010 年新余一期实现利润 5000 万元左右, 贡献公司投资收益 2000 万左右。新余二期投产后预计也将产生利润 约 5000 万元/年, 贡献公司投资收益约 2000 万元/年, 是公司利润核心增长点。
- 2011 年电网业务有望恢复性增长: 公司供电照明 (包括居民、商业等) 占比约在 40%-50% 的比例, 工业用电比例在 40% 左右。郴州地区冶金等行业较为发达, 2009 年上半年受金融危机冲击较大。随着 2010 年经济的启稳好转, 工业用电有望环比增长较大, 公司的电网业务收入有望保持高速增长, 随着工业用电的恢复性增长, 毛利率水平也将有所提高。
- 受益于区域规划, 电网业务维持较快增长: 郴州处于湘粤赣交界地, 交通较为发达。郴州市目前拥有 42 万城镇人口, 按照郴州市“两城”建设规划, 到 2015 年郴州市城镇人口将达到 100 万人。随着城镇人口的增加及广东等沿海地区向郴州等内地城市产业转移的逐步推进, 郴州市的城市供电规模将持续增加, 有望保持 15% 以上的增长速度。
- 电网盈利仍有潜力可挖: 目前公司线损接近 15%, 据我们测算, 公司线损每下降 1%, EPS 将增厚 0.045 元。但由于公司主要资产属于配电网络, 线损水平很难达到正常的水平, 而且随着线损的下降, 降低线损的难度进一步增大, 但在 1-2 年内线损降低到 13%-14% 的范围内还是有可能的, 通过降低线损电网的盈利仍有潜力可挖。
- 余热发电项目贡献收益可观: 2009 年 10 月, 公司在河北省邯郸市投资设立郴电冀能投资有限责任公司, 新建总投资约 2 亿元的 2*20MW 焦炉煤气发电厂, 建设期为 1.5 年。预计发电量 2.2 万千瓦时/年, 按照河北地区 0.375 元/千瓦时, 贡献收入 7000 万左右, 考虑到较低的成本, 预计净利率在 30% 左右, 贡献投资收益 2100 元, 贡献每股收益 0.1 元, 是公司近期利润的核心增长点。随着未来电价的上调盈利有望超出现在预估水平。
- 投资评级: 根据我们测算公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.41、0.63 元, 分别同比增长 38% 和 54%, 公司前期多元化投资项目盈利在 2010-2011 年释放, 这两年公司业务呈现出高增长态势。目前股价对应目前 PE 水平分别为 30 倍、20 倍, 公司估值水平并不算高。公司近几年多元化投资较为成功, 体现了公司积极拓展其他领域。此外, 考虑到公司未来工业气体项目可能仍然取得突破进而带来的业绩快速增长, 给与公司“增持”的投资评级。



目 录

一、 工业气体具备竞争力，继续拓展值得期待	2
原有项目盈利稳定，有望恢复性增长	2
新余项目业绩符合预期	3
市场有望进一步突破	3
二、 区域电网业务迎来快速增长期	3
电网业务迎来快速增长期	3
三、 水力发电业务	4
已有水电项目	4
在建水电项目	5
四、 其他投资值得期待	6
余热发电项目贡献收益可观	6
自来水公司收购	6
五、 盈利预测	6
盈利预测假设	6
盈利预测结果	7
六、 投资建议	8
七、 投资风险	8



一、工业气体具备竞争力，继续拓展值得期待

原有项目盈利稳定，有望恢复性增长

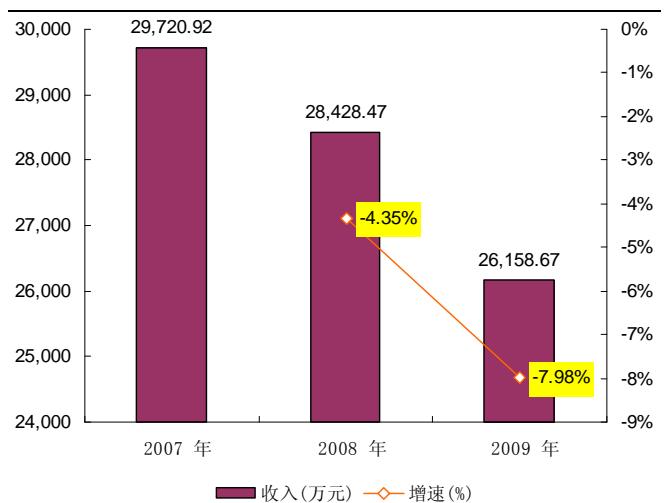
- **原有工业气体项目盈利稳定：**公司现有工业气体产能包括常州邦益（ $2.5\text{Nm}^3/\text{h}$ ）、唐山中邦（ $2.1\text{Nm}^3/\text{h}$ ）主要为常州中天钢铁厂（年产能300万吨）、唐山港陆钢铁厂（年产量300万吨）配套生产工业气体（氧、氮、氩）。常州中天和唐山陆港都是民企背景，产品以线材为主。以上两个工业气体项目贡献公司业绩较为稳定，在5000万/年的水平，而且业绩较为稳定，主要原因由于公司分别与唐山陆港钢铁公司和常州中天钢铁公司以合同的形式约定了70%和80%的标准用气量（限定的最低购气量），工业气体项目需求端的风险较小。
- **2010年业绩恢复性增长：**受到2008年底到2009年初金融危机的影响，公司2008年-2009年工业气体销售收入出现了小幅下降，毛利率也出现了小幅下滑，随着钢铁行业的好转预计2010年收入及毛利率均将有所恢复。

表1：原有工业气体项目情况

	持股比例	产能	配套钢厂年产能	备注
常州邦益	45.50%	$2.5\text{Nm}^3/\text{h}$	300万吨	线材
唐山中邦	45.50%	$2.1\text{Nm}^3/\text{h}$	300万吨	线材

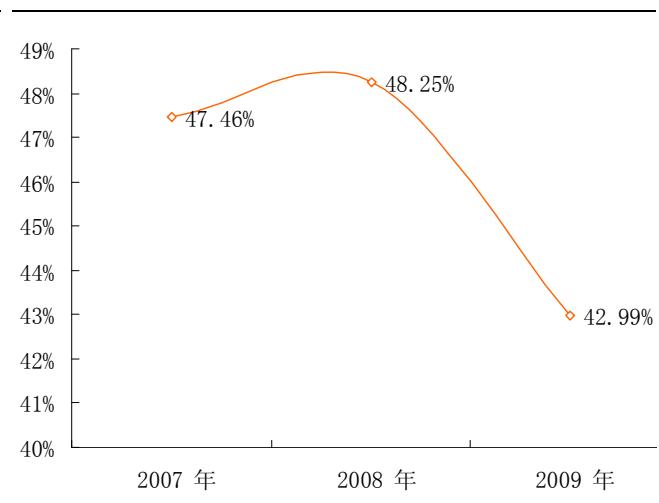
资料来源：山西证券

图1：公司气体收入及增速



资料来源：公司公告

图2：工业气体毛利率情况



请务必阅读正文之后的特别声明部分



新余项目业绩符合预期

- **新余项目：**公司成功拓展了江西新余工业气体项目，该项目一期、二期空分规模5万Nm³/h，总投资3.6亿元，公司持40%股份。新余项目一期于2009年7月份投产，2009年新余项目贡献投资收益707.13万元，按照公司持股比例40%推算新余气体一期实现利润1767.83万元，考虑到投产初期需要磨合，基本符合盈利预期。预计2010年新余一期实现利润5000万元左右，贡献公司投资收益2000万左右。新余二期完全投产后预计也将产生利润5000万/年左右，贡献公司投资收益2000万元/年，是公司利润核心增长点。

表2：工业气体项目情况

	持股比例	产能	配套钢厂年产能	备注
新余中邦一期	40.00%	2.5Nm ³ /h	500万吨	2009年7月投产
新余中邦二期	40.00%	2.5Nm ³ /h		预计2010年投产

资料来源：山西证券

市场有望进一步突破

- **公司具备较强的竞争优势，工业气体具备成本优势：**公司介入工业气体业务已经5年，对项目经营管理经验的积累日渐丰富，对项目开发的操作日渐成熟，具备一定的品牌优势。工业气体80%左右的成本为电力，制气的耗电情况对公司的盈利有很大影响，公司具备一定的技术优势，耗电远小于行业平均水平，使得公司在推展项目及项目盈利上较其他企业具备较大的竞争优势。
- **钢铁产量回暖，期待新项目进一步拓展：**公司目前在工业气体方面有一定的储备项目，但由于下游钢铁未来仍不明确，使得公司对一些项目比较谨慎，目前钢铁行业产量回暖比较明确，预计公司未来在工业气体项目拓展上取得进一步进展。公司与新钢集团气体厂新老厂合作的事宜也正在洽商。考虑到公司股本较小，单一项目的拓展对公司盈利的影响较大。

二、区域电网业务迎来快速增长期

电网业务迎来快速增长期

- **母公司利润基本反映电网盈利水平：**电网业务是公司的传统业务，电网由公司下辖的各个分公司分别经营。公司电网业务主要由母公司经营，母公司除了电网的盈利资产外基本没有其他盈利资产，母公司利润基本可以反映公司电力业务的盈利水平。经我们简单测算，2009年扣除非经常损益后母公司每股收益在0.1元左右，但考虑到2009年受金融危机影响，公司电网业务真实盈利略高于2009年水平。
- **2011年电网业务有望恢复性增长：**公司供电照明（包括居民、商业等）



占比约在40%-50%的比例，工业用电比例在40%左右。郴州地区冶金等行业较为发达，2009年上半年受金融危机冲击较大。随着2010年经济的气温好转，工业用电有望环比增长较大幅度增长。我们认为2010年公司电网业务收入有望保持高速增长，随着工业用电的恢复性增长，毛利率水平也将有所提高。

- **受益于区域规划，电网业务维持较快增长：**郴州处于湘粤赣交界地，交通较为发达。2009年郴州市提出将郴州建设成为“湖南最开放城市、湘粤赣省际区域中心城市”。根据“两城”建设目标，市开发区进一步完善了“以发展区域总部经济为龙头，发展高新技术产业和现代服务业商业”的“1+2”发展战略，提出通过15至20年的时间将开发区打造成“湘粤赣区域总部经济聚集地、湘南高新技术企业孵化地、郴州现代服务业商业发祥地”。郴州市目前拥有42万城镇人口，按照郴州市“两城”建设规划，到2015年郴州市城镇人口将达到100万人。随着城镇人口的增加及广东等沿海地区向郴州等内地城市产业转移的逐步推进，郴州市的城市供电规模将持续增加，有望保持15%以上的增长速度。
- **电网盈利仍有潜力可挖：**目前公司线损接近15%，据我们测算，公司线损每下降1%，EPS 将增厚0.045元。但由于公司主要资产属于配电网络，线损水平很难达到正常的水平，而且随着线损的下降，降低线损的难度进一步增大，但在1-2年内线损降低到13%-14%的范围内还是有可能的，通过降低线损电网的盈利仍有潜力可挖。

图3：电网业务收入及增速

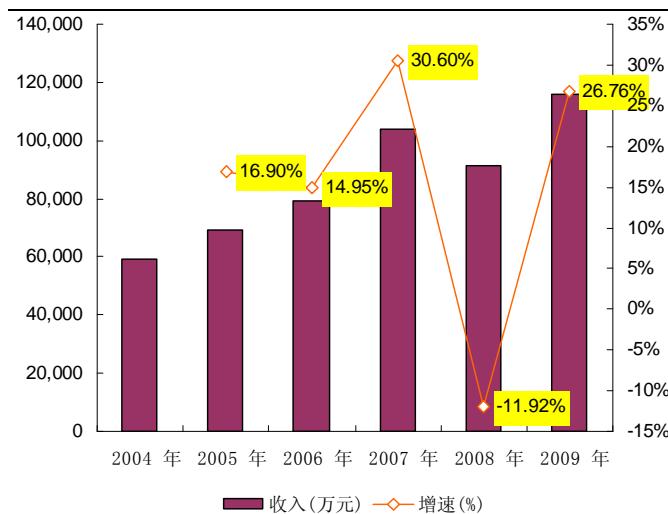
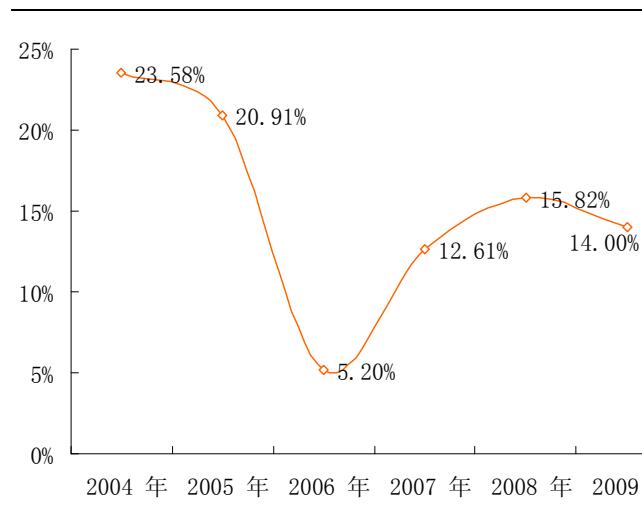


图4：电网业务毛利率水平



资料来源：公司公告

三、 水力发电业务

已有水电项目

- **已有水电项目：**郴州境内小水电资源丰富，公司自有电源以两座小水电站（湘江水电和永兴水电）为主，全年利用小时数3500-4000 小时之间，



其中只有永兴水电上市公司的电网。公司水电业务盈利能力较强，为公司贡献了一定收益，但由于规模较小对对公司盈利影响有限。由于初期借款较多，财务费用较高，随着贷款的逐步归还，利润有较大提升空间。

表3：公司旗下电厂情况

电厂	装机容量 (万千瓦)	权益比率	权益装机容量 (万千瓦)	供电电网
湘江水电	2.4	80%	1.9	国家电网
永兴水电	3	70%	2.1	郴电国际
总计	5.4		4	

资料来源：公司公告

在建水电项目

- 临沧郴电水电：**2009年9月，公司在云南投资组建临沧郴电水电投资公司，着手新建忙糯河水电站和迁信河水电站，2座水电站装机总容量2.26万千瓦，计划投资1.06亿元，预计一年半左右时间竣工运行。简单测算预计临沧郴电水电为公司贡献每股收益在0.02元左右，由于初期财务费用较多，随着运行贷款的归还财务费用降低后贡献收益将逐步提升。
- 公司积极拓展销水电拓展：**公司将抢抓国家新能源政策机遇，继续发挥在小水电领域的建设和运营优势，加大小水电清洁能源的投资力度，目前湖南小水电基本已经开发完毕，公司开始拓展其它区域的小水电的开发，目前在云南已经取得了进展，预计未来可能会有进一步进展。

表4：沧郴电水电简单盈利预测（财务费用按照投资总额的80%测算；折旧率按照3.8%测算）

项目	沧郴电水电
装机容量(万千瓦)	2.26
总投资(亿元)	1.06
电价(元)	0.3
假设发电小时	4000
年设计发电量(万千瓦时)	9040.00
年收入(万元)	2317.95
年折旧(万元)	402.80
年财务费用(万元)	474.88
年其他成本(万元)	500.00
年利润(亿元)	799.23
持股比例	51.00%
贡献每股收益(元)	0.02

资料来源：山西证券



四、 其他投资值得期待

余热发电项目贡献收益可观

- **余热发电项目贡献收益可观：**2009年10月，公司在河北省邯郸市投资设立郴电冀能投资有限责任公司，兴建总投资约2亿元的2*20MW 焦炉煤气发电厂，建设期为1.5年，预计2011年投产。
- **盈利预估：**预计发电量2.2万千瓦时/年，按照河北地区0.375元/千瓦时，贡献收入7000万左右，考虑到较低的成本，预计净利率在30%左右，贡献投资收益2100元，贡献每股收益0.1元，是公司近期利润的核心增长点。
- **电价仍有望上调：**2010年合同煤较2009年普遍上涨30-50元/吨，同比上涨5%-10%，全国多数火电企业又将进入微利状况，部分燃料成本管理较差的企业将又进入亏损，在目前电价水平下又触动了煤电联动点，考虑到火电企业的盈利压力预计未来电价上调的可能性很大。2011年前电价上调5%的可能性较大，随着电价的上调盈利有望超出现在预估水平。

自来水公司收购

- **收购自来水公司股权：**公司以现金16,831.54万元收购南方水务有限公司所持有的郴州市自来水有限责任公司（以下简称郴州市自来水公司）100%的股权。收购完成后，郴州市自来水有限责任公司成为本公司的全资子公司，收购还需要进一步得到批准。
- **经营情况：**郴州市自来水公司的主要财务数据（未审）为2009年末资产总额38950万元，负债总额21334万元，资产净额17616万元，2009年营业收入7030万元，净利润410万元。
- **收购长远意义重大：**目前看郴州市自来水公司对公司的盈利贡献较少，但考虑到郴州市的长远发展，增长空间巨大。此外，未来自来水价格理顺后盈利能力有望进一步提高。目前拥有42万城镇人口，按照郴州市“两城”建设规划，到2015年郴州市城镇人口将达到100万人。随着城镇人口的增加及广东等沿海地区向郴州等内地城市产业转移的逐步推进，郴州市的城市供水规模将持续增加。

五、 盈利预测

盈利预测假设

- 河北省邯郸市余热发电项目于2011年初投产；
- 新余二期于2011年初投产；
- 常州中邦、唐山中邦2010-2011年所得税为12.5%，其他业务所得税为



25%;

- 由于自来水公司收购尚需要得到批准，盈利预测时未将该部分纳入；
- 其他假设见表。

盈利预测结果

- **盈利预测结果：**根据我们测算公司2010-2011年每股收益分别为0.41、0.63元，分别同比增长38%和54%。公司前期多元化投资项目盈利在2010-2011年释放，这两年公司业务呈现出高增长态势。
- **公司对2010年的经营计划支持我们的盈利预测：**公司计划2010年实现收入14.99万元，同比增长；实现利润8000万元，同比增长，利润增幅远大于收入的原因是新余项目通过投资收益来体现利润。公司的预测基本支持我们对公司2011年的业绩预测。

表5：盈利预测假设

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入			166467.38	187740.79
电力供应业	91,381.19	115,833.98	139000.78	152900.86
工业气体制造业	28,428.47	26,158.67	27466.60	28839.93
焦炉气发电业务			-	6000
营业收入增速				
电力供应业	-11.92%	26.76%	20%	10%
工业气体制造业	-4.35%	-7.98%	5%	5%
焦炉气发电业务			-	-
营业成本			134081.29	149992.89
电力供应业	76,924.38	99,619.83	118150.66	129965.73
工业气体制造业	14,711.86	14,912.16	15930.63	16727.16
焦炉气发电业务			-	3300
毛利率				
电力供应业(%)	15.82%	14.00%	15%	15%
工业气体制造业(%)	48.25%	42.99%	42%	42%
焦炉气发电业务(%)			-	45%

资料来源：山西证券

表6：盈利预测

	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	125,050.55	144,058.16	166467.38	187740.79
营业成本	96,547.22	115,682.95	134081.29	149992.89
营业税金及附加	489.27	635.01	762.01	838.21
管理费用	12,814.80	11,425.82	11,500.00	12,500.00
财务费用	6,857.21	5,117.11	6,000.00	6,500.00
资产减值损失	12,672.54	-321.63	0	0



公允价值变动净收益	-3.38	4.82	0	0
投资净收益	-83.71	763.4	2000	4000
营业利润	-4,417.59	12,287.11	16,124.08	21,909.69
营业外收入	9,381.79	1,455.08	0	0
营业外支出	16,595.84	711.8	0	0
利润总额	-11,631.64	13,030.39	16,124.08	21,909.69
所得税	2,947.26	1,789.17	2259.852392	3223.74358
净利润	-14,578.90	11,241.22	13,864.23	18,685.94
少数股东损益	5,349.87	5,001.66	5251.743	5514.33015
归属母公司净利润	-19,928.78	6,239.56	8,612.48	13,171.61
基本每股收益(元)	-0.948	0.2967	0.41	0.63

资料来源：山西证券

六、 投资建议

- **投资建议：**根据我们测算公司2010-2011年每股收益分别为0.41、0.63元，对应目前PE水平分别为30倍、20倍，公司估值水平并不算高。公司近几年多元化投资较为成功，体现了公司新一届管理层的管理水平和投资能力，公司将在保持主业稳定增长的前提下，积极拓展其他领域。此外，考虑到公司未来工业气体项目可能仍然取得突破继而带来的业绩快速增长，给与公司“增持”的投资评级。

七、 投资风险

- 公司正积极拓展多元化投资，多元化投资失败可能带来的风险；
- 电力需求增速不达预期的风险；
- 丰水期来水偏少，抬升外购省网电量，拉低电网毛利；
- 钢铁产业持续低迷风险：公司工业气体与钢铁产业密切相关，如果钢铁产业低迷对公司业绩有一定影响。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。