



大气治理龙头，持续稳健

——中电远达（600292）调研快报

2014年11月10日

推荐/首次

中电远达

调研快报

公司是中国电力投资集团下面的环保业务平台，中国电力投资集团是中国五大发电集团之一，拥有发电装机容量9000万千瓦左右，其中火电占比55%。公司2012年开始实行资产重组，卖出了之前的电力资产，置入了现在的水务、催化剂等板块。截止2014年中期，公司环保工程收入、脱硫脱硝特许经营业务和催化剂业务的营业收入比重分别为55%、26%和16%，毛利润分别为43%、24%和31%。

关注1：工程业务有望继续快速增长

公司刚刚经历过一个脱硝工程高峰，根据2011年发布的《火电厂大气污染物排放标准》，2014年7月1日之前各火电厂的排放标准要满足新要求。因此从2013年开始，公司工程业务保持了较快速增长。但随着各电厂氮氧化物的排放标准达标，公司脱硝工程订单三季度开始下降。长远来看，公司增长源于国家对大气污染物的深层次处理，例如广东省提出的“超洁净排放”等政策，我们预计公司工程业务依然可以保持相对较快的速度增长。

关注点2：催化剂业务技术优势明显

催化剂板块2013年和2014年上半年增速很快，主要原因在于根据《火电厂大气污染物排放标准》，2014年7月1日之前要执行新的排放标准，由此推动了催化剂行业的发展。未来新增市场增速下降，主要靠换装市场的份额支撑。公司催化剂业务竞争力较强，已经引进世界知名公司美国科美特克公司(CORMETECH)脱硝催化剂专有技术。科美特克蜂窝式催化剂制造技术全球领先，产能全球第一，拥有丰富的生产经验。催化剂业务主要客户一半是中电投集团的电厂另一半来源于市场，未来催化剂的市场份额仍然有望扩大。

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060003

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)	24.25-26.68
总市值(亿元)	145.65
流通市值(亿元)	124.13
总股本/流通A股(万股)	60063/51187
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.98

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

关注点 3：特许经营稳健提升

公司火电厂脱硫加脱硝特许经营共计拥有 2000 万千瓦的装机容量，目前脱硫电价大概 1.5 分，脱硝电价大概 1 分钱。公司主要以收取脱硫/脱硝电价的方式运营。公司之前的项目基本上都是大股东中国电力投资集团控制的电厂。未来公司主要依靠自身的力量进行业务拓展，今年跟内蒙古国电能源投资有限公司乌斯太热电厂、新丰热电厂签订《烟气脱硝特许经营合同》，新增脱硝特许经营装机规模 1200MW，占公司已装机容量的 5%。由于很多电厂都是自己运营脱硫脱硝装置，因此公司这部分业务快速增长可能性不大，我们预计未来保持 10%左右的增长水平。

关注点 4：公司综合实力强劲，资源获取能力强

2014 年 5 月，公司与邯郸市政府签订框架协议，将在环境治理等领域开展全面合作。公司负责具体的方案设计，邯郸市政府以各种形式支持公司参与邯郸市的环境治理工作。目前公司正与各家企业协商具体的环保工程方案，这一案例成功后，具有较强的可复制性。公司将转型环保综合服务提供商。

结论：

我们认为，公司工程业务板块和催化剂板块将面临暂时的业务下滑，但长期仍然值得看好；特许经营板块持续稳健增长。公司 2015 年募投项目即将投产，净利润增长仍有保证。我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.68 元、0.75 元和 0.82 元，对应 PE 分别为 31X，28X 和 26X，首次关注给予公司“推荐”评级。

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2836	3032	3647	4118	4914	营业收入	4790	3251	4057	4341	4688
货币资金	908	592	727	938	1425	营业成本	4324	2649	3307	3543	3835
应收账款	915	1043	1223	1308	1413	营业税金及附加	17	19	19	20	22
其他应收款	332	26	33	35	38	营业费用	32	43	41	43	47
预付款项	106	178	244	315	392	管理费用	141	143	149	159	172
存货	358	855	1087	1165	1261	财务费用	169	26	17	-1	-16
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14.53	20.27	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	2615	2717	2668	2650	2655	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	140	134	134	134	134	投资净收益	198.13	2.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	2076.12	2180.91	2002.56	1881.10	1803.69	营业利润	291	353	515	566	618
无形资产	75	73	66	58	51	营业外收入	59.64	7.59	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	111.08	11.39	11.00	11.00	11.00
资产总计	5451	5749	6315	6768	7569	利润总额	240	349	512	563	615
流动负债合计	1742	2581	2830	3014	3519	所得税	30	74	102	113	123
短期借款	287	485	264	0	0	净利润	210	275	410	450	492
应付账款	1154	1376	1631	1747	1891	少数股东损益	42	67	0	0	0
预收款项	43	272	556	860	1188	归属母公司净利润	168	208	410	450	492
一年内到期的非	127	84	0	0	0	EBITDA	808	592	639	671	708
非流动负债合计	772	211	196	196	196	BPS (元)	0.33	0.41	0.68	0.75	0.82
长期借款	402	123	123	123	123	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	2514	2792	3027	3210	3715	成长能力					
少数股东权益	183	98	98	98	98	营业收入增长	19.87%	-32.14%	24.80%	7.00%	8.00%
实收资本(或股	512	512	601	601	601	营业利润增长	-3089.12%	21.32%	45.79%	9.93%	9.17%
资本公积	1850	1784	1784	1784	1784	归属于母公司净利润	96.80%	10.00%	96.79%	9.99%	9.22%
未分配利润	293	455	373	283	184	获利能力					
归属母公司股东	2754	2859	3189	3459	3755	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	5451	5749	6314	6767	7568	净利率(%)	4.38%	8.47%	10.10%	10.38%	10.50%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.09%	3.62%	6.49%	6.66%	6.50%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	6.11%	7.28%	12.84%	13.02%	13.10%
经营活动现金流	417	300	615	752	788	偿债能力					
净利润	210	275	410	450	492	资产负债率(%)	46%	49%	48%	47%	49%
折旧摊销	348.13	213.09	0.00	105.78	106.33	流动比率	1.63	1.17	1.29	1.37	1.40
财务费用	169	26	17	-1	-16	速动比率	1.42	0.84	0.90	0.98	1.04
应收账款减少	0	0	-180	-86	-105	营运能力					
预收帐款增加	0	0	284	304	328	总资产周转率	0.76	0.58	0.67	0.66	0.65
投资活动现金流	-39	-164	-62	-99	-121	应收账款周转率	5	3	4	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.31	2.57	2.70	2.57	2.58
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	198	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.41	0.68	0.75	0.82
筹资活动现金流	-483	-467	-415	-442	-181	每股净现金流(最新	-0.20	-0.65	0.23	0.35	0.81
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.38	5.59	5.31	5.76	6.25
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	89	0	0	P/E	64.15	51.63	31.04	28.23	25.85
资本公积增加	9	-67	0	0	0	P/B	3.93	3.79	3.99	3.68	3.39
现金净增加额	-105	-331	138	211	487	EV/EBITDA	13.30	18.48	19.38	17.75	16.12

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张鹏

金融学硕士，CPA，CFA。2011年进入东兴证券研究所，2013年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名，目前任电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

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。

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。

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、未来也将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。