

新股簡介

國電科技環保集團股份有限公司 (01296)

2011年12月12日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	2,078,571,000
配售部分	1,870,713,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	207,858,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	2.16-2.42
每手股數	1000
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	中金、瑞士銀行

事項	日期
公開招股時間	12月9日-12月14日
預計定價日	12月15日
公佈申請結果	12月20日
掛牌交易	12月21日

回撥機制	公開招股占總招股
超額倍數	
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途	投入資金
(假設以最高價發售)	(百分比)
環保節能解決方案	30%
可再生能源設備製造及服務業務	30%
環保與節能、再生能源產品技術研發	5%
擴大國際經銷網絡	5%
償還銀行貸款	20%
運營資本	10%

投資要點

- 公司為中國最大的燃煤電廠環保及節能解決方案供應商，及領先可再生能源設備製造商及服務供應商。
- **經營行業：**2010年中國燃煤電廠總裝機容量07-10年複合增長率為9.1%，其中燃煤電廠煙氣脫硫設備及脫硝設備裝機率分別達到85.12%及12.14%，而中國2010年累計裝機容量達到44733兆瓦，06-10年複合增長率為104.6%。
- **盈利增長預估：**(1) **環保節能行業增長及市場佔有率：**隨著發電裝機容量增長及國家對燃煤環保節能要求提高，預估11-15年燃煤電廠煙氣脫硫及脫硝設備裝機容量複合增長率為10.1%及51.6%，公司為中國最大的燃煤電廠環保及節能解決方案供應商，將持續享受燃煤發電環保及節能行業增長及參透率提高；(2) **可再生能源行業前景：**可再生新能源經歷高速增長時期，盈利的高增長導致行業競爭者涌入，風電及光伏設備的價格連續下降，公司作為全國第四大風電機組製造商及太陽能電池及組件開發及生產商，將持續面臨價格競爭及毛利率壓力；(3) **控股公司關聯及訂單增長：**目前主要依賴控股國電集團訂單，2011上半年來自國電集團收益佔總收益59.1%，基於行業發展趨勢及國電集團在燃煤發電和可再生能源市場佔比，未來將長期依靠控股股東訂單獲得收益增長。
- **估值：**預估11年淨利潤達到8.41億元人民幣（約為10.26億元），同比增長49.63%，按照招股價中位數HK\$2.29（市值為HK\$158.66億元），對應11年市盈率為15.47x。目前公司估值高於同業，基於燃煤發電環保及節能市場參透率、可再生能源行業前景、市場佔有率及控股公司關聯交易，予以**中性評級**。

風險

- 大部分收益來自於控股集團國電集團關聯收益。

營業紀錄

年度(人民幣百萬元)	2008年	2009年	2010年	1H 2011A
收益	3,966.1	5,349.7	10,998.9	6,774.6
毛利	655.9	911.1	1,858.8	1,086.2
經營利潤	262	331.1	852.4	496.3
淨利潤	200.1	194.5	561.8	257.3

同業對比

股份名稱	股價	當前	2010年	2011年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
國電環保 (1296.HK)	2.16-2.42	1.35-1.45	21.8-24.5	14.51-16.25	149.66-167.67
華能新能源 (958.HK)	1.83	1.6	16.4	9.3	154.87

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月12日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

公司簡介

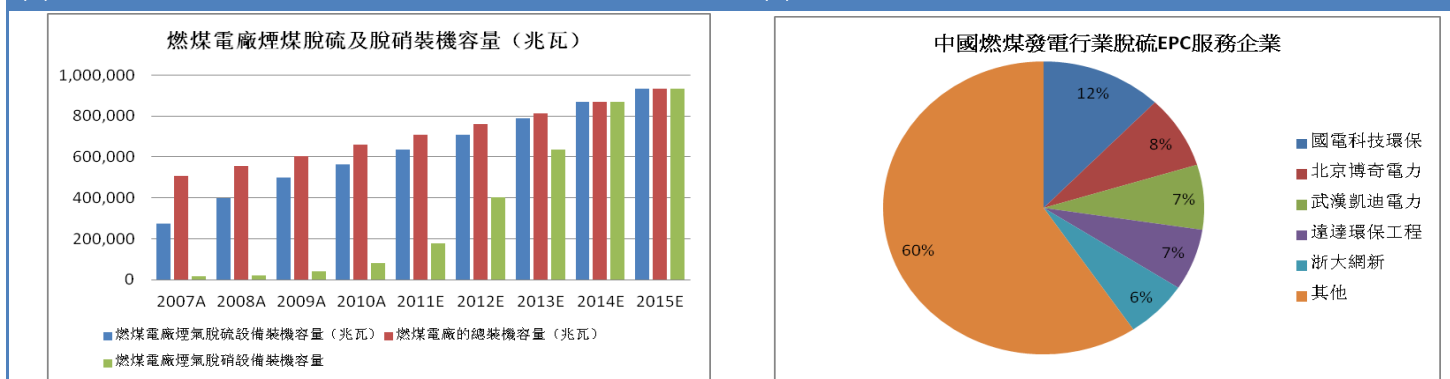
公司為中國最大的燃煤電廠環保及節能解決方案供應商，及領先可再生能源設備製造商及服務供應商。業務主要包括燃煤電廠相關之環保及節能解決方案和研發、生產及銷售風電及太陽能設備。

行業概覽

煤炭作為中國發電主要來源，2010年燃煤發電產業佔中國總裝機容量 68.67%。電力行業與化石燃料發電是二氧化硫和氮氧化物排放的主要來源，2010年燃煤電廠二氧化硫排放量佔工業二氧化硫排放總量的 54.7%，佔工業氮氧化物的 96.1%。目前與燃煤發電有關之環保及節能解決方案的主要業務包括煙氣脫硫、煙氣脫硝、污水處理，節能服務包括等離子體燃煤。

2010年中國燃煤電廠總裝機容量達到 660,775 兆瓦，07-10 年複合增長率為 9.1%，其中燃煤電廠煙氣脫硫設備及脫硝設備裝機容量分別達到 562,477 兆瓦及 80,236 兆瓦，裝機率分別達到 85.12%及 12.14%。隨著發電裝機容量的增長及國家發改委及環保部對於脫硫及脫硝設施的管理辦法，預估 11-15 年燃煤電廠煙氣脫硫及脫硝設備裝機容量複合增長率分別為 10.1%及 51.6%。根據弗若斯特沙利文數據，2010 年按累計裝機容量計算，為中國燃煤發電機行業提供脫硫 EPC 服務的五大脫硫公司市場佔有率達到 40.57% 使用 SCR 脫硝技術累計裝機容量的前十大供應商市場佔比達到 80%。

圖：2007-2015 年燃煤電廠煙煤脫硫及脫硝裝機容量（兆瓦） 圖：中國前四大私營脫硫企業市場佔有率

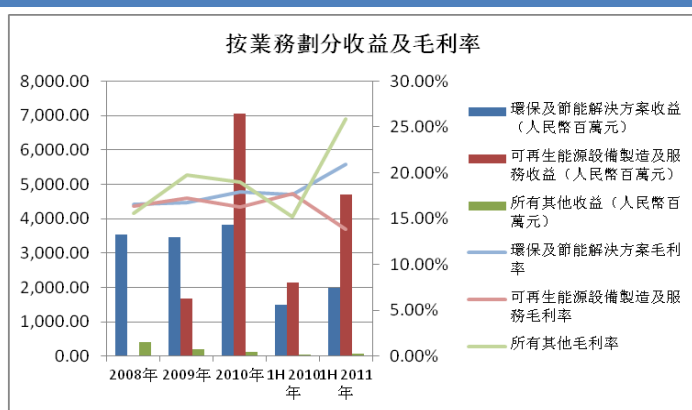


中國可再生能源設備製造行業主包括風能、光伏發電。中國 2010 年新增風電裝機容量達到 44733 兆瓦，預估 10-15 年複合增長率達到 22% 而中國累計裝機容量達到 44733 兆瓦，06-10 年複合增長率為 104.6%。過去幾年中國風電行業高速發展拉動了風機製造行業，而隨著中國風電行業的逐步成熟，製造商競爭加劇而導致風機價格持續下滑。光伏市場是發展最迅速的可再生能源之一，2010 年中國光伏發電需求量達到 0.53 吉瓦，由於傳統的能源的價格不斷高漲、太陽能的可靠性及耐用性及政府對太陽能的激勵措施，根據國際研究機構預估中值，2015 年中國光伏發電需求量將達到 3.77 吉瓦，10-15 年複合增長率達到 48%。

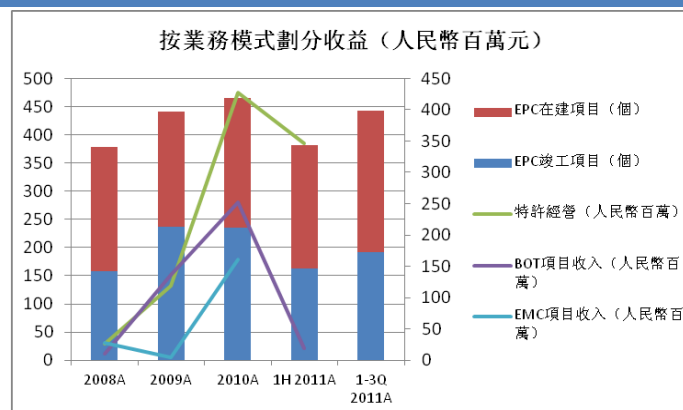
公司的盈利模式：

- 主營業務收益：**公司業務主要分為（1）環保及節能解決方案：為中國燃煤發電提供脫硫、脫硝、水處理及空冷系統，並為燃煤電廠提供等離子點火等節能系統；（2）可再生能源設備及服務：從事風電及太陽能產品的研發、設計、生產及銷售，包括風力發電系統、太陽能電池及太陽能組件。截至 2011 上半年，環保及節能解決方案、可再生能源設備收益分別佔總收益的 29.4%及 69.3%。

圖：2008-2011 年按業務劃分收益及毛利率



圖：2008-2010 年按業務模式劃分項目及收益 (百萬元)



- 環保解決方案：**公司主要通過EPC（工程、採購及建造）方式為燃煤電廠提供環保解決方案，主要服務類別包括脫硫、脫硝、除塵、水處理、空冷系統及其他。（1）脫硫：截至2011年9月底，公司脫硫EPC項目累計裝機容量及累計訂約容量分別為88,242兆瓦及108,539兆瓦，平均毛利率為13.1%，同時公司與國電電力、國電東北、國電華北及國電江蘇，就脫硫特許經營合作訂立不具約束力的諒解備忘錄；（2）脫硝：通過龍源環保提供SCR和SNCR煙氣脫硝服務及龍源技術提供氮燃燒服務，截至2011年9月底，脫硝EPC項目的累計裝機容量及累計訂約容量分別為17100兆瓦及41325兆瓦，平均毛利率為14.6%。
- 業務模式：**公司與發電商訂立合約，主要通過四種業務模式，EPC、特許經營、BOT及EMC。截至2011上半年，收益分別佔總收入的18.6%、5.7%、0.3%及0%。EPC業務模式主要是用於脫硝、脫硫、水處理及節能，公司負責設計及建設，完工後向客戶轉讓及交付。
- 可再生能源設備製造及服務：**可再生能源業務主要包括：（1）風力發電產品及服務：公司主要收益來自於1.5低兆瓦風機的銷售，2010年售出容量達到1300.5兆瓦；（2）太陽能產品及服務：2011上半年太陽能產品收益佔總收入的18.2%，在中國承建11個太陽能電廠系統集成項目，總裝機容量達到151.5兆瓦，產品主要包括多晶硅組件。
- 與國電集團的關係：**公司原本為國電集團旗下企業，緊隨全球發售後，國電集團將直接或間接擁有公司股本68.61%，仍然為公司控股股東。國電集團為中國五大發電商之一，公司為國電集團環保及節能解決方案及可再生能源設備製造與服務業務，國電集團及其附屬公司為公司最大客戶，2008-2011上半年來自國電集團的收益分別佔公司總收益的46.3%、56.5%、53.4%及59.1%。

認購建議：

- 環保節能行業增長及市場佔有率：**隨著發電裝機容量的增長及國家發改委及環保部對於脫硫及脫硝設施的管理辦法，預估11-15年燃煤電廠煙氣脫硫及脫硝設備裝機容量複合增長率分別為10.1%及51.6%。按累計裝機容量計算，公司佔中國燃煤脫硫EPC服務、脫硫特許經營行業市場份額分別為12.19%及32.3%，排名第一。公司將持續享受燃煤發電環保及節能行業增長及行業參透率的提高。
- 可再生能源行業前景：**中國可再生新增長在過去三年經歷高速增長時期，盈利的高增長導致行業競爭者的涌入，風電及光伏設備的價格連續下降，公司作為全國第四大風電機組製造商及太陽能電池及組件開發及生產商，將面臨毛利率的下滑。2011上半年可再生能源的毛利率由去年同期的17.7%下滑至13.8%。未來需求端尚未回暖，行業競爭激烈，將持續面臨價格競爭及毛利率壓力。

本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或定價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

3. **控股公司關聯及訂單增長：**公司目前主要依賴來自控股集團國電集團的訂單，目前國電集團及其附屬公司是公司燃煤發電環保及節能和風電及光伏市場最大客戶，2008-2011 上半年來自國電集團的收益分別佔公司總收益的 46.3%、56.5%、53.4%及 59.1%。基於目前行業發展趨勢及國電集團在燃煤發電和可再生能源市場佔比，公司未來將長期依靠控股股東訂單獲得收益增長。

估值：

公司預估 2011 年淨利潤將達到 8.406 億元人民幣（約為 10.255 億元），同比增長 49.63%，按照招股價中位數 HK\$2.29（市值為 HK\$158.664 億元），對應 2011 年市盈率為 15.47x。目前公司估值於同業相若，基於燃煤發電環保及節能市場參透率、可再生能源行業前景、公司市場佔有率、控股公司關聯交易及毛利率，予以**中性評級**。

同行對比：

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)			P/B(x)
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	2010A
國電科技	1296 HK EQUITY	2.16-2.42	14,966-16,767	10.9-13.7	14.51-16.25	NA	1.4
華能新能源	958 HK EQUITY	1.83	15,487	16.4	9.3	7.4	1.6
大唐新能源	1798 HK EQUITY	1.4	10,202	12.8	9.6	7.1	1.0
中電新能源	735 HK EQUITY	0.38	2,998	11.8	11.9	10.0	0.5
平均				13.7	10.3	8.2	1.0

綜合盈利表：

(人民幣百萬元)	2008 年	2009 年	2010 年	1H 2010 年	1H 2011 年
收益	3,966.10	5,349.70	10,998.90	3,681.90	6,774.60
銷售成本	-3,310.20	-4,438.60	-9,140.10	-3,033.70	-5,688.40
毛利	655.9	911.1	1,858.80	648.2	1,086.20
毛利率	16.54%	17.03%	16.90%	17.61%	16.03%
其他收入	31.8	42.2	148.9	54.8	56.9
其他收益/(虧損)淨額	1.2	-1.8	-6.7	-23.2	71.3
銷售及分銷成本	-71.7	-155.9	-402.8	-126.7	-237.3
行政開支	-355.2	-464.5	-745.8	-296.2	-480.8
經營利潤	262	331.1	852.4	256.9	496.3
經營利潤率	6.61%	6.19%	7.75%	6.98%	7.33%
財務成本	-41.1	-107.8	-199.2	-100.8	-207.9
分佔聯營公司利潤減虧損	20.4	24.5	27.3	3.5	16.9
除稅前利潤	241.3	247.8	680.5	159.6	305.3
所得稅	-41.2	-53.3	-118.7	-40.1	-48
年度/期間利潤	200.1	194.5	561.8	119.5	257.3
淨利率	5.05%	3.64%	5.11%	3.25%	3.80%

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。