

分析师： 葛军 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

联系人： 李昌龙 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

一代电厂渐成熟，期待二代电厂陆续投产

事件描述

凯迪电力今日发布 2011 年 12 月已投运电厂电量公告，其主要内容为：

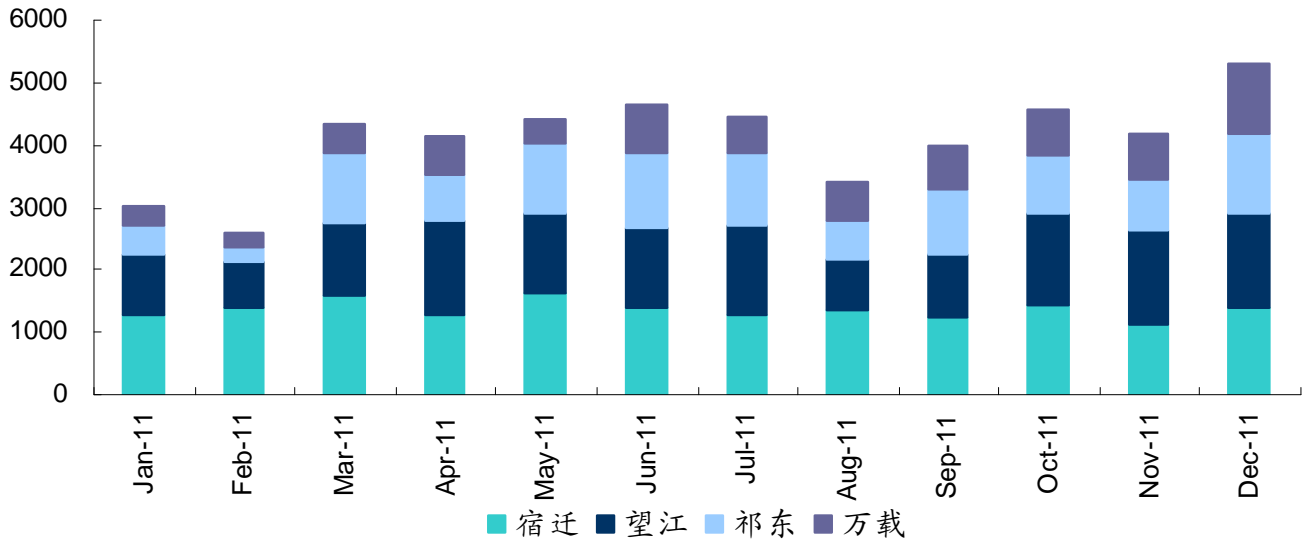
- 2011 年 12 月公司旗下四个已投运生物质电厂共完成上网电量 5300.62 万千瓦时，宿迁、望江、祁东、万载 2011 年全年分别现累计发电量 16394.69 万千瓦时、14681.28 万千瓦时、10719.19 万千瓦时、7249.03 万千瓦时。

事件评论

第一，12 月四家电厂上网电量已臻于完美

- 2011 年 12 月公司旗下四个已投运生物质电厂共完成上网电量 5300.62 万千瓦时；具体地，宿迁、望江、祁东、万载分别实现上网电量 1393.18 万千瓦时、1518.99 万千瓦时、1265.71 万千瓦时、1122.74 万千瓦时。
- 单个电厂来看，宿迁、望江、祁东、万载 2011 年全年分别现累计发电量 1.64 亿千瓦时、1.47 亿千瓦时、1.07 亿千瓦时、0.72 亿千瓦时；对应的全年利用小时数分别为 7843 小时、7390 小时、5473 小时和 6389 小时。
- 分季度来看，旗下四家电厂 2011 年各季度合计完成上网电量 0.99 亿千瓦时、1.32 亿千瓦时、1.18 亿千瓦时和 1.40 亿千瓦时；四家电厂经过试运行期，电厂运营方面逐步成熟，季度电量波动的主要原因包括：第一季度望江、祁东和万载部分机组处试生产期，期间停运消缺，且万载仅单机运行；第二季度末，万载电厂技改完成，上网电量上升一个台阶；第三季度望江和祁东于计划内安排政策检修，影响上网电量；第四季度四家电厂基本趋于成熟。
- 根据公司已投运电厂电量公告，按 0.75 元/千瓦时电价（含税）测算，预计公司已投运的四个生物质电厂宿迁、望江、祁东、万载 2011 年全年实现营业收入 3.14 亿元，营业成本 2.38 亿元，业务毛利率上升至 24.06%。

图 1: 公司旗下四家已投运一代电厂 2011 年月度上网电量一览



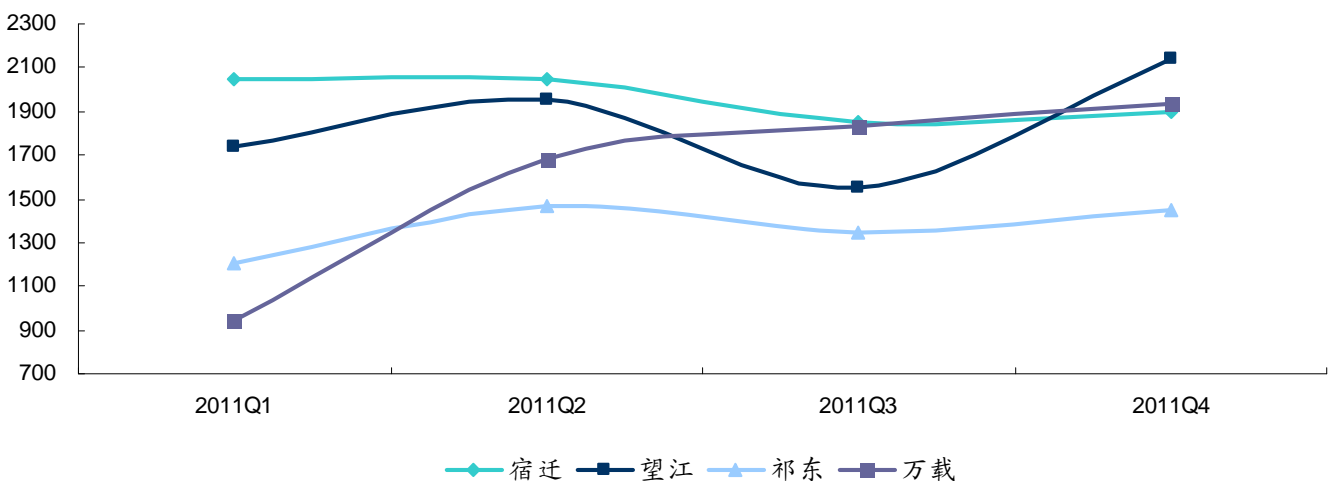
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 公司旗下四家已投运一代电厂 2011 年单季上网电量一览

电厂	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
宿迁		4274.81	4300.17	3,856.36
望江		2878.6	4077.13	3,249.04
祁东		1812.33	3062.37	2,818.79
万载		982.89	1,774.52	1,910.19
合计		9,948.63	13,214.19	11,834.38

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 公司旗下四家已投运一代电厂 2011 年单季利用小时逐渐趋稳



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二，一代电厂渐成熟，二代电厂尤可期

- 公司 1 月 4 日发布公告，拟以 9618 万元收购控股股东旗下五河与桐城电厂各 51% 的股权，收购作价看，对应 PE 约 6 倍，PB 约 1.5 倍，相对划算。按公告给出的盈利预测看，不含 CDM 收益的情况下，两项目 2012 年为公司贡献收益至少为 1403 万，对应 EPS 为 0.015 元（若考虑 CDM 收益，EPS 为 0.034 元）
- 公司后续预投产的项目包括崇阳、松滋、霍山、淮南、南陵和丰都电厂。预计上述 6 个电厂中的崇阳、松滋、霍山等项目将有望在 4 月份之前投产，2012 年可全年大部分时间可贡献业绩；另外淮南、南陵和丰都电厂将于 2012 年二季度投产。
- 由于后续项目均为单台装机容量更高、锅炉技术更加成熟的“二代”项目，我们预计随着后续项目陆续投产以及公司生物质发电项目运营经验更加丰富，公司生物质发电业务盈利能力将更加突出，业务综合毛利率也将进一步提升。

表 2: 收购电厂盈利预测情况一览（含增值税返还）

	2011Q4	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
五河	334.97	1650.14	1705.01	2036.24	2419.28	2396.73
桐城	236.85	1102.51	1434.04	1521.97	1833.37	1599.52

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3: 公司已投产生物质电厂项目全年收益情况预测

项目名称	装机总容量	控股比例	项目收益情况预测/万元
宿迁市凯迪生物质发电项目	2x12MW	100%	1258
望江县凯迪生物质发电项目	2x12MW	100%	899
祁东县凯迪生物质发电项目	2x12MW	100%	145
万载县凯迪生物质发电项目	2x12MW	100%	606

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4: 7 个二代项目情况一览

项目名称	装机总容量	工程进度	控股比例
湖北省			
恩施州来凤县凯迪生物质发电项目	1x30MW 高温超高压	已于 2011 年 12 月 23 日并网	100%
咸宁市崇阳县凯迪生物质发电项目	1x30MW 高温超高压	烘炉吹管	100%
荆州市松滋市凯迪生物质发电项目	1x30MW 高温高压	烘炉吹管	100%
安徽省			
六安市霍山县凯迪生物质发电项目	1x30MW 高温超高压	设备安装	100%
芜湖市南陵县凯迪生物质发电项目	1x30MW 高温高压	土建施工	100%
淮南市潘集区凯迪生物质发电项目	1x30MW 高温超高压	土建施工	100%
重庆市			
重庆市丰都县凯迪生物质发电项目	1x30MW 高温超高压	土建施工	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5: 凯迪二代电厂盈利能力测算 (不含增值税返还和 CDM 收益)

	二代电厂	备注
装机容量 (万千瓦)	3	
单位容量造价 (元/千瓦)	8000	
总投资 (万元)	24000	
资本金 (万元)	8000	
项目贷款 (万元)	16000	
贷款利率	8.50%	
利用小时数 (小时)	7200	KPI 指标 7000 小时
发电量 (万千瓦时)	21600	
厂用电率 (%)	12.00%	
上网电量	19008	
上网电价 (元/千瓦时)	0.75	含税价
供电煤耗 (克/千瓦时)	713	
耗用标煤量 (万吨)	10.01	
秸秆单价 (元/吨)	275	
发热量 (大卡)	3200	经验数据
耗用秸秆量 (万吨)	22	1kg 燃料转化 1kwh 电能
营业收入 (万元)	12185	
营业总成本 (万元)	9541	
其中:		
营业税金及附加 (万元)	395	
燃料成本 (万元)	5077	
折旧费用 (万元)	1600	按 15 年折旧, 残值为 0
人工费用 (万元)	500	
维修费 (万元)	609	按营业收入的 5%
财务费用 (万元)	1360	
利润总额 (万元)	2644	
所得税率	25.00%	
所得税 (万元)	660.92	
净利润 (万元)	1982.76	
毛利率 (%)	32.8%	
净资产收益率	24.78%	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 6: 二代电厂盈利情况对燃料成本和利用小时的敏感性测试

燃料成本/利用小时	6000	6500	7000	7500
210	1970	2350	2731	3111
220	1854	2225	2596	2967
230	1739	2100	2461	2823
240	1624	1975	2327	2678
250	1508	1850	2192	2534
260	1393	1725	2058	2390
270	1277	1600	1923	2246
280	1162	1475	1788	2101
290	1047	1350	1654	1957
300	931	1225	1519	1813

资料来源: 长江证券研究部

第三，坚定看好生物质转型前景，继续维持“推荐”评级

- 全国范围来看，生物质发电及生物质燃料目前仍处在政策引导扶持期，公司和控股股东具备一定先发优势，将持续受益于行业内相关扶持政策的颁布与实施。
- 公司控股股东增资扩股，同时名称变更为阳光凯迪新能源集团有限公司；中国华融资产管理公司、华融渝富基金（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）、武汉盈江新能源开发有限公司成为控股股东新进股东；我们认为华融及其一致行动人的入股将为公司及控股股东后续生物质转型打下良好基础，不排除控股股东借助新进股东资金实力发展相关产业的可能性。

表 7：控股股东注册资本变更前后的持股比例表

公司名称	注册资本	
	变动前持股比例	变动后持股比例
武汉环科投资有限公司	51%	31.50%
Asia Green Energy Pte.Ltd	35%	21.62%
Prime Achieve Pte.Ltd	14%	8.65%
中国华融资产管理公司		16.47%
华融渝富基金（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）		4.12%
武汉盈江新能源开发有限公司		17.65%
合计	100%	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 公司是生物质发电行业的标杆企业和标准制定者，其在技术、成本方面具有明显的优势，目前投产的生物质发电项目的盈利能力已经基本得到验证。未来随着上市公司的生物质发电项目数量逐渐增多以及单个项目盈利得到增强，以及控股股东的多方面支持，公司将加快向生物质电厂及生物质成型燃料业务的转型，盈利能力有望持续提升。
- 我们给出公司 2011-2012 年盈利预测假设条件：
 - ✓ 各生物质发电项目进展顺利；
 - ✓ 2011-2012 年燃料平均价格保持不变；
 - ✓ 2011-2012 年利用小时维持在 7000 以上；
 - ✓ 2011-2012 年上网电价维持目前水平不变；
 - ✓ 暂不考虑传统业务逐步退出的影响。

我们预计，2011-2012 年公司扣除非经常性损益后 EPS 分别为 0.305 元和 0.551 元，对应的 PE 分别为 37.21 倍和 20.62 倍，我们看好公司发展生物质能源的广阔前景，继续维持“推荐”评级。

表 8：2011-2012 年盈利预测

	煤炭业务	环保发电	脱硫电建项目	东湖高新	生物质发电	其他	净利润	股本	扣非后 EPS
2011	11000	-4000	12000	45750	9000	800	74550	94331	0.305
2012	11000	0	13000	0	27500	500	52000	94331	0.551

资料来源：长江证券研究部

风险提示：（1）公司项目开发进度慢于我们的预期；（2）燃料成本快速上升，电厂盈利能力受到严重挤压。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
