

凯迪电力调研报告

投产速度和燃料控制决定公司价值

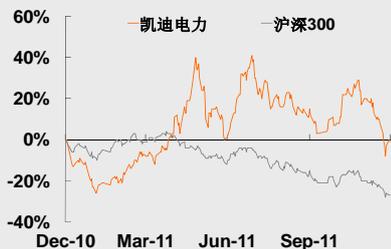
推荐 (首次)

现价: 10.6 元

主要数据

行业	公用事业与环保
公司网址	www.china-kaidi.com
大股东/持股	武汉凯迪控股/28.59%
实际控制人/持股	李劲风/17.08%
总股本(百万股)	943
流通 A 股(百万股)	941
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	99.33
流通 A 股市值(亿元)	99.05
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	64.3

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

王凡 投资咨询资格编号
S1060511010010
22624183
wangfan007@pingan.com.cn

曾凡 投资咨询资格编号
S1060511010018
22625952
zengfan323@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

公司盈利增长关键在于单个电厂盈利能力的高低和电厂数量的增长情况，前者主要取决于燃料控制，而后者则要看投产进度。两个因素基本决定了公司的价值。公司目前估值基本合理，未来投资机会主要看上述两个因素是否会出现超预期。

投资要点

■ 公司沿革：昔日脱硫龙头，如今立足生物质发电

回顾公司转型历程，公司始终立足于电力市场，从建设配套到脱硫再到工程总包，最后立足于新能源发电市场。历次转型公司均保持了较强的盈利能力，剔除掉 2008 年金融危机，公司上市以来的净资产收益率均超过了 10%。我们认为技术创新和优秀管理能力是公司取得转型成功的关键。

■ 电建煤炭暂居首位，生物质逐渐发力

公司目前主要业务包括电建工程、煤炭生产、火电生产和生物质发电等四个部分。电建工程和煤炭业务仍是利润的主要来源；火电业务仍有较大幅度的亏损；生物质发电对利润仅有小幅贡献。总体上说，电建工程、煤炭和火电三类业务基本保持平稳发展，而未来公司将主要专注于生物质发电业务的发展。生物质电厂将成为公司盈利增长的主要看点。

■ 单个电厂盈利：燃料是关键，补贴数额可观

最终影响电厂盈利的因素包括利用小时、折旧、燃料价格以及各项补贴收入；燃料供应和设备稳定性是决定电厂利用小时的主要因素；折旧主要由电厂投资额决定；燃料价格主要受电厂选址和收购策略影响；增值税退税和 CDM 收入是电厂利润的重要组成部分。

■ 首次给予“推荐”评级

我们总的假设是公司其他业务维持现有规模不变，生物质发电业务按公司计划推进。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71、0.38 和 0.56 元/股，2018 年 EPS 为 2.18 元/股。2011 年公司丧失东湖高新控制权，确认了 4.8 亿的投资收益，导致当年 EPS 较高。我们采用以 2018 年业绩为基础的估值结果，即若公司各电厂均能顺利收到减排收入，则公司的合理价值为 12.3 元；反之若 CDM 申请或签发存在障碍，则公司的合理价值为 10.1 元。公司目前股价为 10.6 元，估值基本合理。鉴于生物质发电行业正处于快速上升期，而公司已经成长为该行业的龙头企业，且集团生物质发电资产有注入的可能，我们首次给予公司“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,006	3,359	2,758	3,385	4,451
YoY(%)	8.1	67.5	-17.9	22.7	31.5
净利润(百万元)	191	306	674	358	525
YoY(%)	1,079.8	60.1	120.2	-46.9	46.8
毛利率(%)	38.0	29.5	29.8	26.4	27.4
净利率(%)	9.5	9.1	24.4	10.6	11.8
ROE(%)	11.4	15.6	26.1	12.2	15.5
EPS(摊薄/元)	0.20	0.32	0.71	0.38	0.56
P/E(倍)	52.0	32.5	14.6	27.6	18.8
P/B(倍)	5.9	5.1	3.8	3.4	2.9

正文目录

一、 公司沿革：昔日脱硫龙头，如今立足生物质发电	4
二、 业务简介：电建煤炭暂居首位，生物质逐渐发力	5
1. 煤炭业务：坑口煤价下探空间不大，业绩保持平稳	5
2. 电建工程：升龙项目保障业绩	6
3. 蓝光电厂：电价上调有望减少亏损，但生物质改造存在不确定性	7
4. 生物质发电：投产进度低于预期，电厂盈利差异较大	7
三、 单个电厂盈利：燃料是关键，补贴数额可观	7
1. 利用小时：燃料供应和设备稳定性是决定因素	7
2. 燃料价格：电厂选址和收购策略是决定因素	8
3. 增值税返还和所得税优惠是电厂利润的重要组成	8
4. CDM 可锦上添花	9
四、 盈利预测与估值：首次给予“推荐”评级	9
1. 盈利假设	9
2. 盈利预测简表	10
3. 敏感性分析	11
4. 估值	12
5. 投资建议	12

图表目录

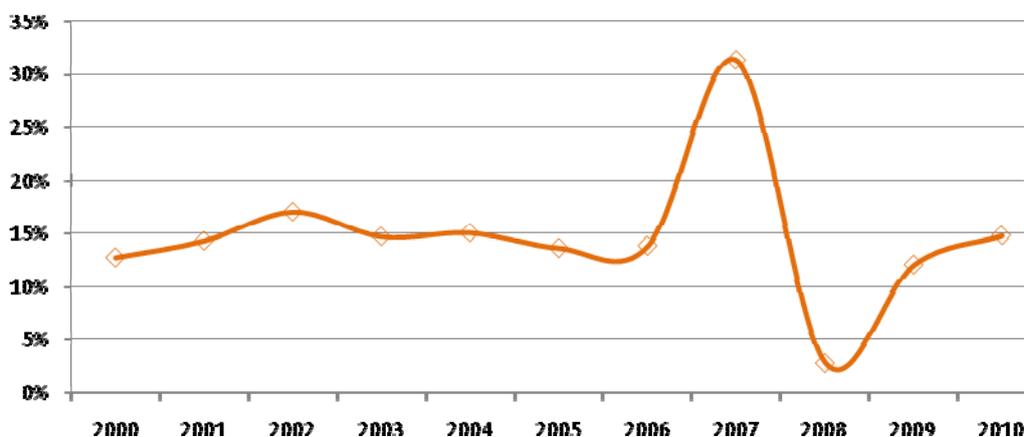
图表 1	公司上市以来 ROE 均超过了 10% (剔除 2008 年金融危机)	4
图表 2	公司股权结构一览	4
图表 3	煤炭和电建工程仍是公司收入和利润的主要来源 (2011 年上半年)	5
图表 4	2011 年河南地区煤炭车板价格基本保持稳定, 限价影响不大	单位: 元/吨 6
图表 5	越南升龙项目计划进度与收入预测	单位: 万元 6
图表 6	四个电厂之间电量差异较大	单位: 万千瓦时 8
图表 7	在运行电厂利用小时假设	9
图表 8	公司旗下生物质发电项目一览	10
图表 9	2011-2018 年利润预测简表	11
图表 10	2013 年 EPS 对 30MW 电厂利用小时和燃料价格的敏感性分析	单位: 元/股 11
图表 11	2018 年 EPS 对 30MW 电厂利用小时和燃料价格的敏感性分析	单位: 元/股 12
图表 12	CDM 收入对公司未来 EPS 的影响	单位: 元/股 12
图表 13	不同情形下的估值结果	单位: 元 12

一、 公司沿革：昔日脱硫龙头，如今立足生物质发电

公司上市之初（1999年）主要从事火电厂建设与配套的相关业务。2001年起从事火电厂的烟气脱硫总包业务，并迅速成长为脱硫行业的绝对龙头。2006年在脱硫市场竞争日益激烈时，公司激流勇退出售了下属脱硫业务的控股权，转向煤炭和电厂工程业务。2009年公司在大股东的扶持下开始进军生物质发电业务。

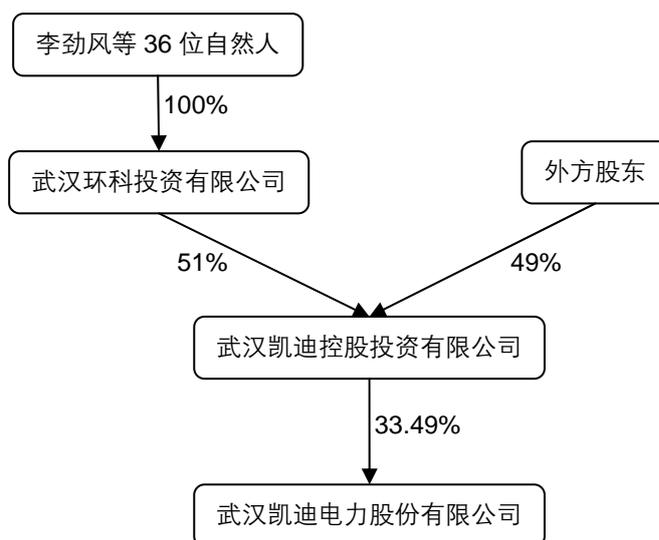
回顾公司转型历程，公司始终立足于电力市场，从建设配套到脱硫再到工程总包，最后立足于新能源发电市场。历次转型公司均保持了较强的盈利能力，剔除掉2008年金融危机，公司上市以来的净资产收益率均超过了10%。我们认为技术创新和优秀管理能力是公司取得转型成功的关键。

图表1 公司上市以来ROE均超过了10%（剔除2008年金融危机）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 公司股权结构一览



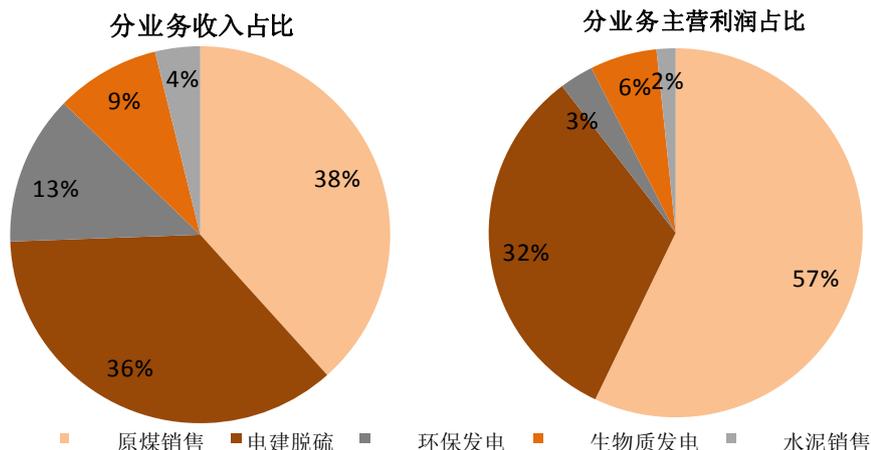
资料来源：公司公告

二、 业务简介：电建煤炭暂居首位，生物质逐渐发力

公司目前主要业务包括电建工程、煤炭生产、火电生产和生物质发电等四个部分。就 2011 年来说：电建工程和煤炭业务仍是利润的主要来源；火电业务仍有较大幅度的亏损；生物质发电对利润仅有小幅贡献。2011 年上半年，上述四类业务收入分别占总收入的 39%、36%、13%和 9%左右，主营利润的占比分别为 33%、57%、3%和 6%左右。

总体上说，电建工程、煤炭和火电三类业务基本保持平稳发展，而未来公司将主要专注于生物质发电业务的发展。生物质电厂将成为公司盈利增长的主要看点。

图表3 煤炭和电建工程仍是公司收入和利润的主要来源（2011年上半年）



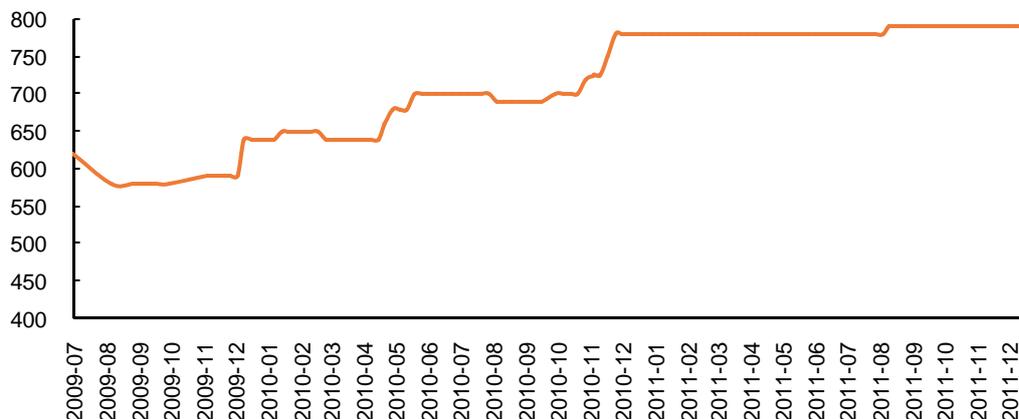
资料来源：公司公告；平安证券研究所

1. 煤炭业务：坑口煤价下探空间不大，业绩保持平稳

公司于 2007 年向控股股东定向增发收购其持有的杨河煤业 39.23% 股权，收购完成后公司持有杨河煤业 60% 股权，实现了绝对控股。这成为公司在大股东扶持下从脱硫业务转型的重要一步。杨河煤业的生产矿井为裴沟煤矿，产能为 230 万吨/年，可以生产 30% 的冶金用煤、30% 的化工用煤和 40% 的动力用煤。矿井地处新密市，附近有公路通过，铁路支线也可直达矿区，交通便利。

产量保持稳定，煤价下探空间不大。河南地区煤炭的出厂价 2011 年基本保持稳定，以平顶山动力煤车板价为例，仅有小幅上涨 10 元/吨左右。目前较发改委的限价水平（2011 年 4 月底结算价格）仅高出 10 元/吨，因此限价对其影响不大。我们认为总体上 2012 年煤价保持平稳的概率较大。

图表4 2011年河南地区煤炭车板价格基本保持稳定，限价影响不大 单位：元/吨



注：图中价格为河南平顶山地区动力煤车板价

资料来源：煤炭资源网；平安证券研究所

2. 电建工程：升龙项目保障业绩

公司目前承建的电建工程主要是从凯迪工程公司分包而来，后者是大股东的全资子公司。冒溪项目即将结束，公司再次携凯迪工程与越南升龙热电签订了 2*300MW 的燃煤火电厂 EPC 合同。合同总价格为 6.45 亿美元，其中公司分包协议的金额为 3.03 亿美元，约合 19 亿元人民币。工程建设周期为 41+4 个月。假设工程于 2012 年 1 月开工，则预计将为公司 2012 年带来收入 8.62 亿元，毛利约 1.55-1.98 亿元。考虑到公司其他订单，我们预计未来三年电建工程收入可能维持在每年 10 亿元左右。

图表5 越南升龙项目计划进度与收入预测 单位：万元

项目	第1-12月	第13-24月	第25-36月	第37-45月	合计
累计进度	45%	80%	95%	100%	
主要设备选型及成套	86,215.86	66,995.32	11,848.26		165,059.44
调试	-	-	15,826.62	10,551.09	26,377.71
人员培训	-	61.46	92.19	-	153.65
进度描述	主要设备选型及采购完成，主机设备开始交货。现场锅炉基础开始施工。	主要设备供货完成 80%，开始人员培训。现场主厂房结构封顶、汽轮机开始安装，锅炉汽包吊装完毕。	主要设备供货基本完成；人员培训完成；开展现场调试工作。#1机组并网试运完成，#2机组开始吹管。	项目工作结束。现场两台机组通过性能测试及临时验收。	
预计收入（含税）	86,215.86	67,056.78	27,767.07	10,551.09	191,590.80
毛利区间	15,500-19,800	12,000-15,500	5,000-6,300	1,700-2,400	34,200-44,000

资料来源：公司公告

3. 蓝光电厂：电价上调有望减少亏损，但生物质改造存在不确定性

蓝光电厂目前有 2 台 135MW 的燃煤机组，由于煤价高企和利用率偏低，电厂 2010 年亏损 5000 万元左右。2011 年发改委两次上调电价，河南省共计上调 4.8 分/度，较 2010 年电价涨幅约为 12% 左右。2011 年在煤价保持稳定的基础上，电价上调有望令电厂毛利率大幅提升，亏损额有望减少。

公司自 2009 年起筹划对其中 1 台机组进行掺烧生物质燃料的技术改造，目前尚未完成。鉴于技术方面和政策方面的种种障碍，我们认为改造前途存在较大的不确定性，改造过程中机组停机也可能对电厂收入和利润造成较大的负面影响。

4. 生物质发电：投产进度低于预期，电厂盈利差异较大

公司目前已经投产 4 家生物质发电厂，分别是宿迁、望江、祁东和望载，另有来凤电厂于 12 月底刚刚投产。公司原计划 2011 年新投产 7 家电厂，但最终仅有 1 家电厂于 12 月底投产。投产进度严重低于预期，主要原因是公司进口设备到货晚于计划。未来这一因素是否会继续导致投产延迟，仍有待观察。

公司目前已运行的 4 家电厂之间发电量差异较大，由此导致盈利水平也相差较大。我们初步估算宿迁望江 2011 年盈利将分别为 1800 万元和 1100 万元左右，祁东电厂略有盈利 300 万左右，而万载则会略有亏损。上述盈利估算均是建立在工作量法折旧政策基础上的。若按直线法折旧估算，电厂盈利差距将会更大。电厂盈利之间的差异主要来源于利用小时和燃料成本的差异。

生物质发电是公司未来发展的核心，也是公司盈利增长的主要看点。我们认为该业务盈利的增速关键在于电厂的投产速度和电厂的盈利能力。2011 年的投产进度低于预期，我们需要观察 2012 年该因素能否得到有效纠正。宿迁和望江等样本已经证明公司的设备性能和管理水平已经具备实现较好盈利的能力，但由于生物质电厂的个性化很强，未来电厂的盈利能力仍取决于公司管理的控制能力以及其他多种因素。

三、 单个电厂盈利：燃料是关键，补贴数额可观

生物质电厂的收入主要是售电收入，取决于电价和利用小时。成本主要包括折旧、燃料成本、人工、维修等，折旧取决于电厂总投资。此外影响电厂利润的因素还包括；增值税退税、所得税率、CDM 等。我们将逐一分析。

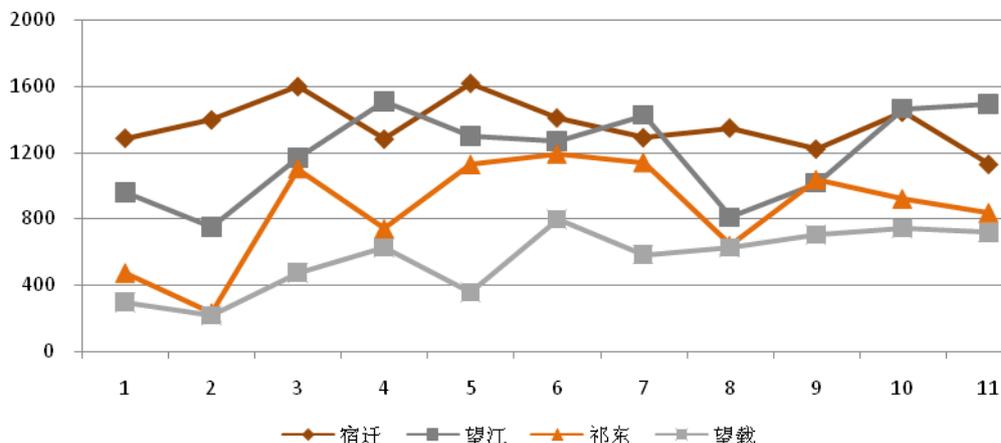
1. 利用小时：燃料供应和设备稳定性是决定因素

生物质发电量实行电网全额收购政策，因此电量主要取决于供给侧。燃料供应和设备稳定性是决定电厂发电量的主要因素。①由于生物质燃料没有统一市场，相当一部分是采取分散收购的策略，且燃料的供应具有明显的季节性差异，因此可能会发生缺料停机的状况，这是导致电厂利用小时差异的一个重要原因。②生物质发电技术仍然处在不断完善成熟的过程中，电厂的试运行期需要较长时间，日常检修的时间也较传统能源电厂要长，因此提高设备稳定性，合理缩短试运行期和检修期是提高利用小时的重要途径。

公司目前在运行的四个电厂中，宿迁利用小时最高，2011 年预计为 7500 小时左右；望江次之，由于 1、2 月份 1 台机组处于试运行期，约为 6800 小时左右；祁东由于前几个月处于试运行期，全年利用小时为 4800 左右；望载由于单机运行导致电量远远低于其他电厂。我们可以通过各个电厂的月度电量进一步分析它们之间差异的原因。

剔除掉试运行期因素和检修因素，可以看出宿迁和望载的平均月度发电量基本相近，均处于高负荷状态；再剔除掉望载单机运行的因素，望载在运行机组的利用小时也处于较高水平。因此在已稳定商业运行的前提下，只有祁东的利用小时很低，我们认为这可能主要是由于燃料供应不足导致的。（当然由于望载单机运行所需燃料大大小于双机运行所需量，因此也不排除双机运行后利用小时会有所下降。）

图表6 四个电厂之间电量差异较大 单位：万千瓦时



资料来源：公司公告

2. 燃料价格：电厂选址和收购策略是决定因素

以宿迁为例，燃料成本约占主营成本的 73%左右。同火电厂类似，燃料价格成为影响电厂盈利的关键因素。而生物质燃料同煤炭的最大差异是：生物质燃料没有统一市场，而是向各个农户（或粮食加工厂）分散收购，且收购半径有较大的限制。因此对于电厂来说，电厂选址和收购策略是决定燃料成本的主要因素。电厂选址决定了合理收购半径内的燃料供给量，而收购策略在分散收购和跨季收购的过程中起着重要的作用。前者尤为为重要。

2010年8月18日，国家发改委出台《关于生物质发电项目建设管理的通知》规定：生物质发电厂应布置在粮食主产区秸秆丰富的地区，且每个县或100公里半径范围内不得重复布置生物质发电厂。生物质电站建设规模以可保证供应的资源量为基础确定，一般安装2台机组，装机容量应与资源量匹配。考虑到生物质燃料的运输半径，一般不超过3万千瓦。此举有效防止了电厂之间的恶性竞争。

公司在电厂选址方面有明确的原则，即电厂合理半径内的燃料供给量是电厂需求量的3倍以上。此外，公司建立了“三级燃料保障体系”，即直接收购燃料、与加工厂签订长期燃料供应协议、建立农园林提升自给率。

3. 增值税返还和所得税优惠是电厂利润的重要组成

生物质发电享受的税收优惠主要包括增值税即征即退和所得税享受收入减计10%的优惠。公司采取了设备进项税一次性抵扣的会计政策，一般电厂投产后2年左右的时间才能抵扣完毕。一般从投产第3年起开始收到增值税退税款。

以宿迁为例，我们预计设备进项税抵扣完毕后，以目前的利用小时水平估算，电厂每年可收到900万元左右的增值税退税。而这几乎占电厂利润总额（不含退税）的一半左右。同样以宿迁为例，电

厂享受所得税优惠后，可少交所得税 300 万元左右。两项政策补贴已经构成了电厂利润的重要组成部分。

4. CDM 可锦上添花

公司目前在运行的四个电厂已经全部成功注册了 CDM，减排期均是从 2011 年 1 月至 2018 年 1 月。交易买方均为欧盟买家。同样以宿迁为例，按目前 CER 的市场价格粗略估算，宿迁电厂一年可收到 600 万元左右的减排收入，这约占电厂目前利润总额（不含退税和 CDM）的 1/3 左右。

德班会议上欧盟已经承诺参与京都议定书第二承诺期，第二承诺期自 2013 年 1 月 1 日生效，到 2017 年 12 月 31 日结束。因此从目前来看，公司电厂的 CDM 收入应该是可以持续的。

四、盈利预测与估值：首次给予“推荐”评级

1. 盈利假设

我们总的假设是公司其他业务维持现有规模不变，生物质发电业务按公司计划推进。该假设的基础是公司明确表态未来专注于生物质发电业务，该假设的主要风险在于可能会高估其他业务尤其是电建业务为公司带来的收入和利润。具体假设如下：

■ 除生物质发电外其他业务

- ①杨河煤业：煤炭销量和价格在未来保持稳定；
- ②电建工程：未来每年收入维持在 10 亿元左右，毛利率保守假设为 15%（低于目前实际水平 19%）；
- ③蓝光电厂：未考虑生物质改造的影响，收入维持稳定，毛利率因电价上调回升至 10%；

■ 生物质发电业务假设

- ①电厂投资：30MW 电厂投资额均为 2.4 亿元；
- ②利用小时：目前在运行电厂的利用小时根据已运行情况假设，具体见下表；未来投产 30MW 电厂的利用小时投产第 1 年均为 4400 小时（考虑试运行），投产第 2 年为 7000 小时。
- ③燃料价格均按目前四电厂平均水平 280 元/吨计算；
- ④投产进度：2012-2016 年分别投产 8、10、15、15、15 家；2016 年后不再投产新电厂；
- ⑤折旧按工作量法计算；
- ⑥假设所有电厂均能顺利申请注册 CDM；

图表7 在运行电厂利用小时假设

电厂	2011	2012	2013	2014
宿迁	6721	6721	6721	6721
望江	6100	6500	6500	6500
祁东	4300	5500	5500	5500
万载	2851	3400	3400	3400

资料来源：平安证券研究所

图表8 公司旗下生物质发电项目一览

序号	项目名称	投资万元	项目进度	投产时间	装机 MW
1	宿迁市凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	2010 年初	24
2	望江县凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	2010 年底	24
3	祁东县凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	2010 年底	24
4	万载县凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	2010 年底	24
5	霍山县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	设备安装		30
6	崇阳县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	设备安装		30
7	来凤县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	已投运	2011 年底	30
8	松滋市凯迪阳光生物能源开发公司	24,000.00	设备安装		30
9	南陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工		30
10	淮南县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工		30
11	庐江县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工		30
12	金寨县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工		30
13	霍邱县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工		30
14	丰都县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工	核准	30
15	谷城县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工		30
16	隆回县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	土建施工	核准	30
17	太湖县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期		30
18	酉阳县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期		30
19	阳新县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期		30
20	赤壁凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期		30
21	江陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期		30
22	安仁县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期	核准	30
23	茶陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期		30
24	汝城县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	项目前期		30

资料来源：公司公告

2. 盈利预测简表

若电厂能按计划进度投运，则公司业绩将在未来四年均保持 40%以上的增速直至 2016 年所有电厂全部投产。我们的业绩预测均按乐观的假设进行，这些乐观的假设包括：新投产 30MW 电厂的平均利用小时为 7000 小时；增值税退税补贴均全额及时收到；所有电厂均顺利注册 CDM，并得到减排收入。在这些假设下，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71、0.38 和 0.56 元/股，2018 年 EPS 为 2.18 元/股。

后面我们会针对上述偏乐观的假设条件进行敏感性分析，主要是假设风险较大的利用小时、燃料价格和 CDM。

图表9 2011-2018年利润预测简表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	3359	2758	3385	4451	5903	7720	9537	10293	10293
营业成本	2367	1937	2490	3230	4241	5501	6761	7270	7270
营业税金及附加	93	55	68	89	118	154	191	206	206
营业费用	26	21	26	34	45	59	73	79	79
管理费用	231	190	233	306	406	531	656	708	708
财务费用	209	115	20	86	242	441	604	858	658
资产减值损失	23	10	10	10	10	10	10	10	10
投资净收益	150	581	8	8	8	8	8	8	8
营业利润	566	1011	546	703	847	1030	1250	1170	1370
营业外收入	17	2	27	57	217	428	718	1008	1240
营业外支出	7	6	6	6	6	6	6	6	6
利润总额	576	1008	567	754	1059	1452	1962	2172	2603
所得税	142	249	124	144	184	237	319	352	460
净利润	434	759	443	611	875	1216	1643	1820	2143
少数股东损益	128	85	85	85	85	85	85	85	85
归属母公司净利润	306	674	358	525	790	1130	1558	1735	2058
EBITDA	992	1324	797	1101	1515	1996	2524	2811	2868
EPS (元)	0.52	0.71	0.38	0.56	0.84	1.20	1.65	1.84	2.18

资料来源：平安证券研究所

3. 敏感性分析

我们对公司近期 2013 年和远期 2018 年 EPS 进行了敏感性分析，分别针对 30MW 电厂的利用小时和燃料价格。在最优条件下，即利用小时达到极致接近 8000 小时，而燃料价格为 220 元/吨，此时公司 2013 年 EPS 为 0.73 元/股，而 2018 年 EPS 为 3.6 元/股，分别较基准情形 (7000,280) 要高 0.17 元和 1.42 元。而在最差条件下，即利用小时为 5900 小时，燃料价格为 340 元/吨，公司 2013 年和 2018 年 EPS 分别为 0.4 元/股和 0.92 元/股，分别较基准情形低 0.16 元和 1.26 元。

若不考虑 CDM 收入，公司 2013 年和 2018 年 EPS 分别为 0.52 元/股和 1.79 元/股，分别较基准情形低 0.04 元和 0.4 元左右。

图表10 2013年EPS对30MW电厂利用小时和燃料价格的敏感性分析 单位：元/股

利用小时 \ 燃料价格	5900	6500	7000	7600	7900
220	0.64	0.66	0.69	0.71	0.73
250	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66
280	0.52	0.54	0.56	0.58	0.59
310	0.46	0.48	0.49	0.51	0.52
340	0.40	0.42	0.43	0.44	0.45

资料来源：平安证券研究所

图表11 2018年EPS对30MW电厂利用小时和燃料价格的敏感性分析 单位：元/股

燃料价格 \ 利用小时	5900	6500	7000	7600	7900
220	2.44	2.76	3.08	3.40	3.60
250	2.06	2.35	2.63	2.92	3.09
280	1.68	1.93	2.18	2.43	2.58
310	1.30	1.52	1.73	1.95	2.08
340	0.92	1.10	1.28	1.46	1.57

资料来源：平安证券研究所

图表12 CDM收入对公司未来EPS的影响 单位：元/股

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
考虑 CDM 收入	0.71	0.38	0.56	0.84	1.20	1.65	1.84	2.18
不考虑 CDM 收入	0.71	0.37	0.52	0.75	1.05	1.41	1.50	1.79

资料来源：平安证券研究所

4. 估值

我们分别以 2012 年和 2018 年 EPS 为基础对公司采用相对估值法进行估值。

①鉴于公司 2013-2016 年都能保持 40%以上的业绩增速,我们认为可以给予公司 2012 年 30 倍 PE, 对应公司合理价值为 11.4 元。

②公司 2016 年投产 67 家电厂完毕, 2018 年所有电厂均进入稳定商业运行期, 我们给予公司 2018 年 10 倍 PE, 对应 2018 年公司合理价值为 21.8 元。再以 10%的贴现率将其贴现至 2012 年, 则公司目前合理价值为 12.3 元。

若不考虑 CDM 收入, 则按上述两种方法的估值结果分别是 11.0 元和 10.1 元。此外, 我们假设了两种极端情形, 即最优情形和最差情形, 用 2018 年业绩作为估值基础的话, 结果分别是 17.8 元和 3.3 元。之所以差距巨大, 是因为两种情形下的电厂盈利相差悬殊, 导致 2018 年业绩相差悬殊。

图表13 不同情形下的估值结果 单位：元

估值方法	基准情形-考虑 CDM	基准情形-不考虑 CDM	最优情形-考虑 CDM	最差情形-不考虑 CDM
2012PE-30 倍	11.4	11.0	12.0	10.0
2018PE-10 倍	12.3	10.1	17.8	4.3

资料来源：平安证券研究所

5. 投资建议

我们更倾向于采用以 2018 年业绩为基础的估值结果, 即若公司各电厂均能顺利收到减排收入, 则公司的合理价值为 12.3 元; 反之若 CDM 申请或签发存在障碍, 则公司的合理价值为 10.1 元。公司目前股价为 10.6 元, 估值基本合理。鉴于生物质发电行业正处于快速上升期, 而公司已经成长为该行业的龙头企业, 且集团生物质发电资产有注入的可能, 我们首次给予公司“推荐”评级。

公司盈利增长关键在于单个电厂盈利能力的高低和电厂数量的增长情况, 前者主要取决于燃料控制, 而后者则要看投产进度。两个因素基本决定了公司的价值。公司未来的投资机会也主要是观察这两个指标。

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3401	3752	4794	3625	4351
现金	1532	1099	2618	911	800
应收账款	806	1429	1173	1440	1893
其他应收款	284	291	239	293	386
预付账款	210	336	275	353	458
存货	555	576	471	606	786
其他流动资产	15	22	17	21	27
非流动资产	5259	5946	4815	6734	9411
长期投资	681	437	95	95	95
固定资产	2866	3697	2671	3965	5933
无形资产	735	836	801	766	732
其他非流动资产	976	975	1248	1908	2652
资产总计	8660	9698	9609	10359	13762
流动负债	3729	4068	3279	3586	6458
短期借款	1106	1531	1000	1000	3422
应付账款	746	728	596	766	994
其他流动负债	1877	1809	1683	1820	2042
非流动负债	2153	2328	2328	2328	2328
长期借款	1389	1758	1758	1758	1758
其他非流动负债	764	570	570	570	570
负债合计	5881	6396	5607	5914	8786
少数股东权益	1102	1339	1424	1509	1595
股本	368	590	943	943	943
资本公积	230	26	26	26	26
留存收益	1059	1331	1592	1950	2396
归属母公司股东权益	1677	1963	2578	2936	3381
负债和股东权益	8660	9698	9609	10359	13762

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	834	132	721	467	625
净利润	310	434	759	443	611
折旧摊销	180	217	198	230	312
财务费用	129	209	115	20	86
投资损失	-21	-150	-581	-8	-8
营运资金变动	222	-568	236	-249	-418
其他经营现金流	14	-11	-6	30	43
投资活动现金流	-746	-588	1504	-2154	-2994
资本支出	705	999	-580	2160	3000
长期投资	-45	360	-343	0	0
其他投资现金流	-86	771	581	6	6
筹资活动现金流	733	11	-705	-20	2257
短期借款	-100	425	-531	0	2422
长期借款	-199	369	0	0	0
普通股增加	0	221	354	0	0
资本公积增加	3	-204	0	0	0
其他筹资现金流	1029	-801	-528	-20	-165
现金净增加额	821	-446	1520	-1707	-111

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2006	3359	2758	3385	4451
营业成本	1244	2367	1937	2490	3230
营业税金及附加	47	93	55	68	89
营业费用	16	26	21	26	34
管理费用	204	231	190	233	306
财务费用	129	209	115	20	86
资产减值损失	9	23	10	10	10
公允价值变动收益	27	5	0	0	0
投资净收益	21	150	581	8	8
营业利润	405	566	1011	546	703
营业外收入	5	17	2	27	57
营业外支出	5	7	6	6	6
利润总额	405	576	1008	567	754
所得税	95	142	249	124	144
净利润	310	434	759	443	611
少数股东损益	119	128	85	85	85
归属母公司净利润	191	306	674	358	525
EBITDA	713	992	1324	797	1101
EPS (元)	0.52	0.52	0.71	0.38	0.56

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.1%	67.5%	-17.9%	22.7%	31.5%
营业利润	137.6%	39.8%	78.7%	-46.0%	28.7%
归属于母公司净利润	1079.8%	60.1%	120.2%	-46.9%	46.8%
获利能力					
毛利率(%)	38.0%	29.5%	29.8%	26.4%	27.4%
净利率(%)	9.5%	9.1%	24.4%	10.6%	11.8%
ROE(%)	11.4%	15.6%	26.1%	12.2%	15.5%
ROIC(%)	12.3%	11.2%	20.1%	6.7%	6.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	67.9%	66.0%	58.4%	57.1%	63.8%
净负债比率(%)	52.50%	59.86%	58.81%	55.76%	65.10%
流动比率	0.91	0.92	1.46	1.01	0.67
速动比率	0.76	0.78	1.32	0.84	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.37	0.29	0.34	0.37
应收账款周转率	3	3	2	2	3
应付账款周转率	1.89	3.21	2.93	3.66	3.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.32	0.71	0.38	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.14	0.76	0.50	0.66
每股净资产(最新摊薄)	1.78	2.08	2.73	3.11	3.58
估值比率					
P/E	51.63	32.25	14.65	27.56	18.78
P/B	5.88	5.03	3.83	3.36	2.92
EV/EBITDA	18	13	10	17	12

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257