

凯迪电力 (000939)

宏观调控等因素导致投产进度低预期，维持“推荐”评级

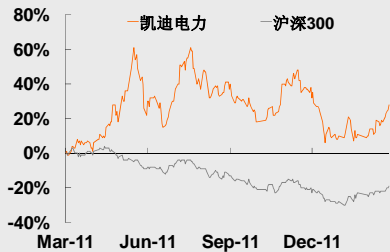
推荐 (维持)

现价: 12.13 元

主要数据

行业	电力等公用事业
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)	114.42
流通 A 股市值(亿元)	114.11
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。

投资要点

公司公布了 2011 年年报。2011 年公司实现营业收入 26.87 亿,同比增长 5.33%;实现归属于母公司净利润 7.55 亿元,较去年同比增长 148%左右。报告期内公司实现每股收益为 0.8 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。

■ 净利润大增源于东湖高新投资收益

公司 2011 年归属净利润同比大幅增长,主要是因为公司报告期内丧失了子公司东湖高新的控制权,对剩余股权按公允价值确认了投资收益为 4.84 亿元,同时转回了上年度与东湖高新有关的其他综合收益 9332 万元,合计 5.77 亿元。该部分投资收益约占公司 2011 年利润总额的 57%左右。剔除掉东湖高新相关因素(2011 年投资收益及 2010 年的并表利润影响)后,公司各项业务基本平稳。

■ 宿迁电厂盈利能力优异,电厂之间略有差异

公司目前共有 7 家在运行生物质电厂:来凤电厂于 2011 年底投产;五河和桐城电厂为公司于 2011 年底向集团收购而来;剩余 4 家宿迁、望江、祁东和望载均为 2011 年全年运行,宿迁投产较早,望江等 3 家电厂 2011 年初尚处于试运行阶段。2011 年全年上述电厂为公司贡献净利润约为 3758 万元,其中宿迁盈利能力最强,实现净利润 1286 万元;五河次之,为 1073 万元;祁东最差,亏损 543 万元。祁东电厂 2011 年全年发电利用小时不到 5000,我们猜测一部分是由于试运行期间电量受影响,一部分可能是由于机组不稳定或燃料不足。

■ 宏观调控等因素导致电厂投产进度低于预期

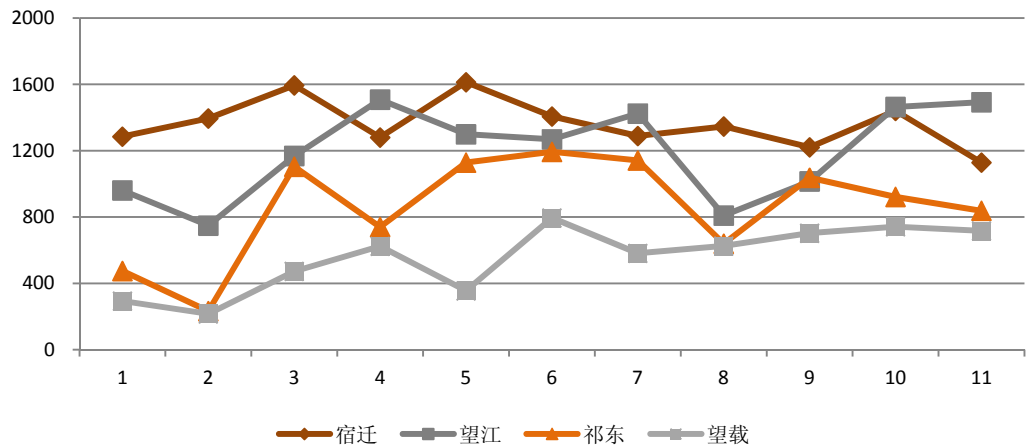
公司原计划于 2011 年新投产 7 家电厂,但最终仅有来凤一家电厂于 12 月底投产。投产进度低于预期,一方面是由于电厂施工单位受宏观经济形势影响自身融资困难,经营资金周转紧张,导致开工不足,延缓了项目建设工期;另一方面是因为公司在项目实施过程中不断调整和完善标准化流程,导致进度有所放缓。未来投产进度能否获得完善,仍然有待观察。

■ 估值基本合理,维持“推荐”评级

公司除生物质电厂外其他业务基本平稳,业绩增长关键在于生物质电厂的投产进度和盈利能力。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.36、0.51 和 0.75 元,目前股价分别对应 PE 为 33.4、24.0 和 16.2 倍。公司目前估值基本合理,维持“推荐”评级。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,453	2,687	3,610	4,675	6,127
YoY(%)	72.2	-22.2	34.4	29.5	31.1
净利润(百万元)	304	755	343	477	707
YoY(%)	59.3	147.9	-54.6	39.0	48.4
毛利率(%)	29.0	33.7	27.1	27.9	28.5
净利率(%)	8.8	28.1	9.5	10.2	11.5
ROE(%)	15.5	29.9	11.9	14.2	17.8
EPS(摊薄/元)	0.32	0.80	0.36	0.51	0.75
P/E(倍)	37.6	15.2	33.4	24.0	16.2
P/B(倍)	5.8	4.5	4.0	3.4	2.9

图表1 2011年宿迁等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

图表2 在运行电厂利用小时假设

电厂	2011A	2012E	2013E	2014E
宿迁	6721	6721	6721	6721
望江	6100	6500	6500	6500
祁东	4300	5500	5500	5500
万载	3020	6000	6000	6000

资料来源：平安证券研究所

图表3 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

燃料价格	利用小时				
	5900	6500	7000	7600	7900
220	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67
250	0.53	0.55	0.57	0.59	0.60
280	0.47	0.49	0.51	0.52	0.53
310	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46
340	0.36	0.37	0.38	0.39	0.39

资料来源：平安证券研究所

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3752	2757	3053	3826	4879
现金	1099	831	400	400	400
应收账款	1429	1037	1394	1805	2366
其他应收款	291	361	485	628	823
预付账款	336	347	512	656	853
存货	576	169	249	319	415
其他流动资产	22	13	14	18	24
非流动资产	5946	6683	8815	11665	14989
长期投资	437	73	94	94	94
固定资产	3697	2847	4636	6841	9479
无形资产	836	824	787	749	712
其他非流动资产	975	2939	3299	3981	4704
资产总计	9698	9440	11868	15491	19869
流动负债	4068	2349	4336	7397	11062
短期借款	1531	347	1770	4339	7331
应付账款	728	448	661	847	1101
其他流动负债	1809	1555	1905	2212	2630
非流动负债	2328	3941	3941	3941	3941
长期借款	1758	1220	1220	1220	1220
其他非流动负债	570	2721	2721	2721	2721
负债合计	6396	6290	8277	11338	15003
少数股东权益	1339	629	714	799	885
股本	590	943	943	943	943
资本公积	26	12	26	26	26
留存收益	1331	1557	1900	2376	3004
归属母公司股东权益	1963	2521	2877	3354	3981
负债和股东权益	9698	9440	11868	15491	19869

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	132	772	323	539	958
净利润	431	825	428	562	793
折旧摊销	217	202	214	316	442
财务费用	218	170	18	114	277
投资损失	-150	-579	-8	-8	-8
营运资金变动	-568	5	-374	-493	-607
其他经营现金流	-16	148	44	49	62
投资活动现金流	-588	-2050	-2172	-2994	-3594
资本支出	999	1354	2160	3000	3600
长期投资	360	-241	21	0	0
其他投资现金流	771	-937	8	6	6
筹资活动现金流	11	998	1418	2455	2636
短期借款	425	-1184	1423	2569	2993
长期借款	369	-538	0	0	0
普通股增加	221	354	0	0	0
资本公积增加	-204	-13	13	0	0
其他筹资现金流	-801	2380	-18	-114	-356
现金净增加额	-446	-280	-431	0	0

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3453	2687	3610	4675	6127
营业成本	2452	1781	2631	3371	4382
营业税金及附加	93	28	72	94	123
营业费用	26	9	12	16	21
管理费用	234	244	328	425	557
财务费用	218	170	18	114	277
资产减值损失	23	27	10	10	10
公允价值变动收益	5	0	0	0	0
投资净收益	150	579	8	8	8
营业利润	563	1005	546	654	766
营业外收入	17	13	27	70	230
营业外支出	7	9	6	6	6
利润总额	573	1009	567	717	990
所得税	141	184	139	156	197
净利润	431	825	428	562	793
少数股东损益	127	71	85	85	85
归属母公司净利润	304	755	343	477	707
EBITDA	998	1377	779	1083	1484
EPS (元)	0.52	0.80	0.36	0.51	0.75

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	72.2%	-22.2%	34.4%	29.5%	31.1%
营业利润	39.0%	78.6%	-45.7%	19.7%	17.2%
归属于母公司净利润	59.3%	147.9%	-54.6%	39.0%	48.4%
获利能力					
毛利率(%)	29.0%	33.7%	27.1%	27.9%	28.5%
净利率(%)	8.8%	28.1%	9.5%	10.2%	11.5%
ROE(%)	15.5%	29.9%	11.9%	14.2%	17.8%
ROIC(%)	11.3%	16.4%	5.1%	4.9%	5.0%
偿债能力					
资产负债率(%)	66.0%	66.6%	69.7%	73.2%	75.5%
净负债比率(%)	59.86%	31.12%	40.84%	52.47%	59.60%
流动比率	0.92	1.17	0.70	0.52	0.44
速动比率	0.78	1.10	0.65	0.47	0.40
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.28	0.34	0.34	0.35
应收账款周转率	3	2	3	3	3
应付账款周转率	3.33	3.03	4.75	4.47	4.50
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.80	0.36	0.51	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.82	0.34	0.57	1.02
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.67	3.05	3.56	4.22
估值比率					
P/E	37.60	15.16	33.37	24.01	16.18
P/B	5.83	4.54	3.98	3.41	2.87
EV/EBITDA	15	11	19	13	10

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 2012 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