

生物质发电持续给力，其他业务稳定增长

--凯迪电力半年报点评



事件:

- 1、 公司2011年7月25日公布半年报，公司2011年上半年实现营业收入13.80亿元，在扣除原子公司东湖高新对上年同期合并报表影响数后，报告期营业收入实际较上年同期增长率为22.86%；实现归属于上市公司股东的净利润6.06亿元，同比增长率为452%左右。实现每股收益0.64元。以公司总股本589,568,000股为基数，向全体股东每10股送红股6股，派1元人民币现金（含税）。2011年6月30日公司实施了该项权益分派。
- 2、 近日与凯迪电力证券事务代表联系，了解了一下公司目前的经营状况、采用技术及先进性等方面的情况。

点评:

Ø 公司盈利现状: 公司主营的原煤销售、脱硫及电建承包项目、环保发电、生物质发电、水泥销售及其他的营业收入及毛利分别是（52893.44元，毛利率44.36%，同比增减1.78%），（49246.26,毛利率27.08%，同比增减 -7.86%），（17725.25, 毛利率6.81%，同比增减8.69%），（12268.81，毛利率19.53%，同比增减-2%），（5286.95, 毛利率12.86%，，（537.24, 毛利率27.91%，同比增减-10.70%）。从数据中可以看出公司主要盈利业务为原煤销售、脱硫及电建承包项目，但是这些业务属于稳定增长。公司本次营业收入增加的原因是公司生物质电厂项目机组运行情况良好，发电量稳定所致。公司归属于母公司的净利润增长主要（1）公司本期丧失子公司武汉东湖高新集团股份有限公司的控制权，根据《企业会计准则》及相关规定应确认丧失控制权当期的投资收益，同时转回上年度与该股权投资相关的其他综合收益，使得本期利润大幅增长；（2）公司生物质电厂贡献利润；（3）公司海外电厂项目建造进展顺利，增强了公司盈利能力。公司生物质发电厂为公司未来盈利增长点。

凯迪电力 000939 2011-07-29

评级 推荐

目标价格 16.00
当前价格 13.55

基础数据

总市值(百万) 2,462.03
总股本/流通股本(百万) 943.31/940.69
流通市值(百万) 2,455.20
每股净资产 2.61
净资产收益率 3.49

交易数据

52周内股价区间 16/23.31
10年市盈率 61.00
市净率 4.80

一年期走势图



联系人: 雷鸣

行业研究员: 穆运周

证书编号 S0820210010027
电话 021-32229888-3508
E-mail leiming@ajzq.com

相关报告

<<新能源新梦想新成就--凯迪电力一季报点评>>
2011-05-10

- Ø 生物质发电适时而行：**近年来新能源代替石化能源的呼声日高，生物质能源作为新能源的一种尤其受到关注并且大有规模化替代石化能源的趋势。首先，从生物质能源储量上看，2010年我国可以利用的各种生物质资源相当于3亿吨标准煤，年均产量相当于4亿吨标准煤，预计到2050年可利用的生物质能将达到10亿吨标准煤。按照年满发5500小时计算的话，就可以发电约5亿千瓦；如果只作为旋转备用的话，可以安装的生物质发电装机将大大高于5亿千瓦。其次，从生物质能利用方面看，其优点在于生物质能相对于其他可再生能源而言，具有更好的时间上的互补性，因为生物质能是一种可以大量储存的能源资源，只要任何时候缺少来自太阳能和风能的电力，均可以启动生物质能发电来予以补充；其缺点在于中国仅有200万千瓦农林剩余物直燃发电厂，年消耗农林剩余物仅约1000万吨，但未来潜力很大。再次，从国家补贴政策上来看，去年7月份，国家发改委发布了《关于完善农林生物质发电价格政策的通知》，明确了生物质发电的统一执行标杆上网电价为每千瓦时0.75元(含税)。价格的确定给予投资方以明晰的投资回报预期，极大刺激了生物质发电投资。最后，从发展规划上看，“十二五”期间将推广应用生物质成型燃料、稳步发展非粮生物液体燃料、积极推进生物质气化工程。到2015年，中国将形成生物质集中供气300万户、成型燃料年利用量达到2000万吨、生物燃料乙醇年利用量达到300万吨，生物柴油年利用量达到150万吨的生物质能产业规模。到2015年，全国要建成200个绿色能源示范县，生物质发电装机要达到1300万千瓦。
- Ø 公司生物质发电技术领先同业竞争力强：**公司的技术是控股公司自主开发的，目前使用的高温超高压技术属于全球领先，已经在国内注册了十多项专利技术，短期内国内其他企业想发展生物质发电必定会遇到公司的技术专利壁垒。虽然在国外有相对其他更先进的技术，但是从热转化效率上看差不多，而且公司的技术有独特性，比较适合中国的国情。因为我国的生物质种类较多，质量差异大，热效率差异也很大，国外的技术主要适用单一作物大规模处理，而公司的技术能够将很多种作物综合处理，提高利用效率。从竞争力上看，现在公司的热转化效率为35%，还是比较低（相比火电45%，太阳能最高45%左右），但是同国外生物质发电技术相比较，公司的热转化效率与之伯仲之间，现在有其他公司在做，主要是使用国外的技术，这样就可能产生两个问题：一是买设备成本高且通用性不好，热效率转化上可能有疑问；二是买技术需要较高的专利技术使用费，也会推高成本降低竞争力。公司在生物质发电领域的竞争优势显而易见，不仅如此，公司未来争取把热转化效率提高30%（已开发出新技术但尚未成熟），如果能提高10个百分点，就有比较好的经济性，提高30%，将对其他发电方式有替代效果，竞争优势将更加突出。
- Ø 公司成本低廉运营效率高未来发展迅速：**从成本上分析，生物质发电的主要成本是秸秆，一般情况下每个电厂占地200亩左右，180亩用来堆放秸秆，因为秸秆等质量轻体积大。每季度消耗秸秆4-5万吨，而一个180亩左右的场地堆放的秸秆就是一个季度的消耗量，同时每吨秸秆的收购成本是不到300元，平均大概290，那么一年秸秆的成本是3480万元到5800万元，成本低廉而且收购秸秆渠道较广。从运营效率上分析，现在因为技术比较成熟（一代是高温低压，二代高温高压，现在是三代高温超高压），生物质电厂平均一年就可达产，因为机组规模较小，投资额在2.4亿左右，有可能投产既是达产，而且运营小时数会较高，平均现在是

请务必阅读正文之后的重要声明

7000小时（宿迁的厂达到8000小时）。公司的生物质电厂成本相对低廉、达产快且可复制性强，具有快速扩张发展潜质，未来对于在建生物质电厂项目，公司将努力按照年初制订的经营目标，力争年内有7个项目投产，这必将为公司持续、快速、有规模的发展生物质能产业，形成新利润增长点做出项献。

- Ø **生物质发电业绩贡献突出CDM项目优势明显：**公司目前正常运营的四家电厂现在平均每家电厂每月发电量在1000万千瓦左右，6月是4664万千瓦，这样全年5亿千瓦是有保证的。从中报看今年上半年四个在运电厂累计发电23,162.82万千瓦时，实现净利润1,225.95万元，业绩贡献非常突出。公司的CDM项目，目前已经有四个项目成功注册CDM，预计每年每个将收到1000万补贴，也就是1000万纯利，共计每年CDM纯利4000万。
- Ø **盈利预测：**预计公司2011-2013 年营业收入为31/41/53亿元，不考虑公司后续对东湖高新股权减持所获得的投资收益，归属母公司净利润为7.58/6.01/6.13亿元；测算2011-2013 年EPS 为0.80/0.63/0.65元，对应当前股价PE 为20/37/32倍。
- Ø **风险提示：**
 - 2 **成本变动风险：**秸秆成本浮动比较大。
 - 2 **技术风险：**公司未来主要不靠内生发展也就是自建电厂，而主要希望通过收购的方式，也就是收购控股公司的电厂，但公司的融资与控股公司的融资渠道能力都不可同日而语。控股的融资额度银行授信在400亿左右，而上市公司现在融资额不过20亿，今年定向增发项目获批难度很大。未来资金缺口还是很明显的。
 - 2 **资金风险：**技术上循环硫化床是控股公司自 2004 年开发的技术，上市公司自建电厂有使用权，但不拥有该技术，现在与控股公司合作甚欢，但未来技术使用上是否有变数还很难说。
 - 2 **政策风险：**现在每个电厂按2.4亿投资，6000万自有投资概算。一年投产，平均一个月发电量1000万度，0.75度上网电价，全年净利在2000万左右，3-4年即可收回自有投资部分。全部投资回收期在12-15年，但是电厂的平均寿命期只有20年。从单纯投资角度看，并不经济，主要是靠国家政策扶持，所以国家政策变化会带来很大风险

公司研究

表一：主要财务数据

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2012E
营业收入	3,359.00	3,173.03	4,132.23	5335.12
增长率(%)	67.46%	-5.6%	30.23%	29.11%
归属母公司股东净利润	305.92	758.11	601.84	613.15
增长率(%)	60.09%	147.81%	-20.61%	1.88%
每股收益(EPS)	0.52	0.80	0.63	0.65
每股经营现金流	0.22	0.16	0.23	0.26
销售毛利率	29.54%	26.06%	29.87%	31.24%
销售净利率	9.11%	23.89%	14.56%	11.49%
净资产收益率(ROE)	15.58%	24.13%	19.16%	19.52%
市盈率(P/E)	61	20	37	32
市净率(P/B)	5.17	4.80	5.95	6.24

资料来源：爱建证券

公司研究

表二：公司生物质电厂建设投资：

项目名称	项目金额	项目进度	项目收益情况（万元）
宿迁市凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 19,000.00	已投运	557.76
望江县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 19,000.00	已投运	401.72
祁东县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 19,000.00	已投运	49.62
万载县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 19,000.00	已投运	196.85
南陵县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
淮南县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
霍山县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	设备安装	
太湖县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
庐江县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
金寨县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
霍邱县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
丰都县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
酉阳县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
崇阳县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	设备安装	
来凤县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	设备安装	
松滋市凯迪阳光生物能源开发有限公司	¥ 24,000.00	设备安装	
阳新县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
谷城县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
赤壁凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
江陵县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
隆回县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	土建施工	
安仁县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
茶陵县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
汝城县凯迪绿色能源开发有限公司	¥ 24,000.00	项目前期工作	
合计	¥ 556,000.00		

资料来源：凯迪电力，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中性: 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务

请务必阅读正文之后的重要声明

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。